

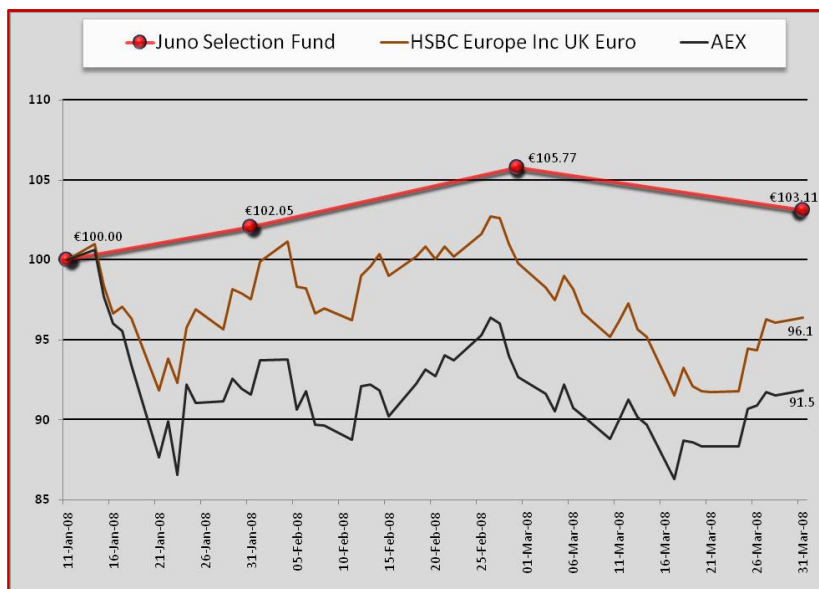
Hilversum, 3 april 2008

Betreft: 1^e kwartaal 2008, Juno Selection Fund

Geachte Participant,

Het eerste kwartaal van het Juno Selection Fund hebben we positief kunnen afsluiten. De koers van een participatie in het fonds eindigde per 31 maart 2008 op € 103,11.

Daarmee hebben we in onze ogen het negatieve sentiment op 's werelds aandelenmarkten bijzonder goed weerstaan. De vier grootse posities in het fonds, samen een derde van het totaal, namen gemiddeld met 12% toe.



Alle vier droegen ze bij aan de behaalde stijging in de waarde van het fonds. Ook relatief, in vergelijking met de algemene aandelenmarkten, konden we een goed rendement laten zien. In de grafiek hiernaast wordt het fonds vergeleken met de HSBC Smaller Europe Index, die 1'350 Europese (kleinere) beursgenoteerde bedrijven vertegenwoordigt, alsook de bekende Nederlandse AEX index. Als gevolg van het lage aantal posities binnen het Fonds en het vermijden van bepaalde industrieën, ligt het voor de hand dat er ook in de toekomst geen hoge correlatie met indices zal zijn.

Participaties Juno Selection Fund

In dit eerste kwartaalbericht willen we op de twee grootste posities in meer detail ingaan, **SimCorp** en **Bijou Brigitte**. In de volgende kwartaalberichten komen dan onder meer de resterende participaties aan de orde. Alle participaties zijn in de bijlage opgenomen, in volgorde van hun grootte in de portefeuille. Om een indruk te geven van de omvang van het bedrijf, is tevens de omzet en de totale beurswaarde vermeld en treft u een korte beschrijving van de activiteiten van het bedrijf aan.

SimCorp

De afbreuk aan vertrouwen in de financiële markten heeft duidelijk gemaakt dat banken te weinig in staat bleken de risico's van hun investeringen correct in kaart te brengen. De complexiteit van de gebruikte instrumenten en de daarvan afgeleide derivaten, maakt de inschatting van risico's steeds moeilijker. Het analyseren van deze risico's begint met betrouwbare en consistente informatievoorziening. SimCorp is de toonaangevende leverancier van financiële software (genaamd: "Dimension") waarmee banken en verzekeraars de actuele waarde, risico's en rendement van hun portefeuilles continue in kaart kunnen brengen.

Deze Deense onderneming ontvangt bij het tekenen van een nieuw contract een eenmalige license fee. Veel belangrijker nog, is dat daarnaast een *jaarlijks terugkerende* betaling door klanten wordt gedaan voor het gebruik en up-to-date houden van de software. Deze jaarlijkse inkomstenstromen zorgen ervoor dat bij aanvang van het nieuwe jaar, 50% van SimCorp's omzet al contractueel is verzekerd.

Dimension werd aanvankelijk door banken, vermogensbeheerders en pensioenfondsen ingezet voor de basis administratie van de (grote) aandelen-, en obligatieportefeuilles, en hun verhandelde opties. Intussen zien we een aanmerkelijk toegenomen gebruik van complexe financiële instrumenten en tevens hogere eisen met betrekking tot transparantie en performance analyse. Dit heeft ertoe geleid dat steeds meer klanten daarvoor additionele software kopen bij SimCorp, dat naadloos op het Dimension systeem aansluit. De verkoop van deze add-on pakketten, vormt een bijkomende inkomstenbron die uiterst winstgevend is.

Op deze wijze weet SimCorp al jaren met ruim 15% te groeien. Voor deze groei is weinig kapitaal nodig; het kapitaal bij SimCorp bestaat vooral uit haar medewerkers. SimCorp keert dan ook het grootste gedeelte van de winst uit. Zowel als dividend, als in de vorm van inkoop van eigen aandelen. Over 2007 keerde ze bijvoorbeeld 90% van de normale winst uit aan haar eigenaren.

Dat de huidige marktomstandigheden voor SimCorp eerder als een kans moet worden gezien, dan een bedreiging, is ook het management en de Raad van Commissarissen niet ontgaan; zij kochten kort na onze initiële investering persoonlijk meer aandelen in de onderneming.

Bijou Brigitte

Deze Hamburgse detaillist opende haar 1000^e winkel in november 2007. Actief in vele Europese landen, met Duitsland, Italië en Spanje als belangrijkste markten, behaalt Bijou marges waar de meeste bedrijven alleen maar van dromen. Een netto marge van 22%, geen vreemd vermogen en een groeiende depositorekening bij de bank van € 150 Miljoen. De groei van de afgelopen jaren (gemiddeld 34% per jaar de laatste 8 jaar) en de zeer hoge rendementen op het geïnvesteerde kapitaal (ruim 45%), trokken natuurlijk concurrenten aan. Dit leidde er in 2007 toe dat winkels die al langer dan een jaar open waren, de omzetten licht zagen teruglopen. De marges bleven echter *wel* op peil. Niet verwonderlijk, want de bijouterieën worden in Azië ingekocht en betaald in steeds goedkopere Dollars. Daarnaast werden er netto 74 nieuwe locaties geopend, waaronder ook in nieuwe regio's zoals in Florida en Londen.

Het volgende rekensommetje geeft kort de essentie weer van ons enthousiasme over Bijou Brigitte. Een typische winkel behaalt na een jaar lang geopend te zijn, minstens een omzet van €300.000 per jaar. De kostprijs van de verkochte waren is €50.000. Twee verkoopsters en de huur van de winkel vertegenwoordigen €90.000. Afschrijvingen van inventaris (non-cash) €10.000 en advertenties en centrale kosten €20.000. Tenslotte nog belastingen (35% tarief) €45.000. Per winkel wordt er dus een winst van €85.000 per jaar behaald, en een cashflow van €95.000 gegenereerd. Ter vergelijking: het openen van een winkel kost maar €100.000.

Als investeerder, wat zou u voor die winkels over hebben? Stel dat u als rendement op deze investering tenminste tweemaal het huidige 10-jaars rendement op staatsobligaties wilt verdienen (2x4.2%). Dat zou resulteren in een investering van € 1 Miljoen ($€85.000 \div 8.4\%$). Jaarlijks worden er bovendien nog rond de 100 nieuwe winkels geopend, eenvoudig uit de eigen cashflow betaald. Ook die hebben een waarde. Met een huidig winkelpark van 1000 winkels, en een jaarlijks vereist rendement van 8.4%, zou Bijou een waarde moeten vertegenwoordigen van € 1.000 Miljoen (1000 winkels á € 1 Miljoen). Dan krijgt u de toekomstige groei, als bonus, er van ons gratis bij. De huidige totale beurswaarde van Bijou is € 810 Miljoen, bijna 20% lager dan wat wij bereid zijn te betalen *zonder de toekomstige groei*. Geen wonder dus dat de oprichters recentelijk €6 Miljoen van hun eigen geld investeerde om nog meer aandelen bij te kopen en dat ook de firma zelf momenteel voor €10 Miljoen aandelen aan het inkopen is.

Het Juno Selection Fund als Financiële Holding

Een wellicht wat ongebruikelijke, maar in onze ogen nuttige wijze om naar het fonds te kijken, is om het te beschouwen als een financiële holding. In onze holding bevinden zich momenteel negen “filialen”. Het fonds participeert in deze filialen door middel van de aandelen die we erin gekocht hebben. U bezit een participatie in deze holding en daarmee een participatie in de onderliggende “filialen”. Voor ieder van deze filialen hebben wij, namens u de eigenaren, regelmatig contact met de betreffende managers. We maken gedetailleerde financiële modellen en 5-jaars plannen die we met hen bepreken. Alle filialen maken winst en gaan naar verwachting dit jaar duidelijk meer winst maken dan in 2007.

Juno is aandeelhouder in deze filialen en dus zijn wij daardoor mede-eigenaar van een stukje van de winst en cash die onze bedrijven genereren. Anders gezegd, een participatie in het fonds van €103,11 bevat €7.40 aan netto behaalde winsten over 2007 en nog eens een extra €2.45 als we de gedane afschrijvingen daarbij optellen. Voor een participatie van €103,11 koopt u dus bijna €10 aan cashflow. Als onze ondernemingen al deze cash zouden uitkeren als dividend, resulteert dat in een rendement van 9.6% (zgn: “cash earnings yield”)

Gelukkig kopen we vandaag niet alleen het verleden, maar ook de kennis en kunde van de managers van onze ondernemingen om te groeien in de toekomst. Voor deze groei moeten zij een gedeelte van de cashflow van €9.85 gebruiken om te (her-)investeren. Op basis van onze berekeningen gebruikten ze daar €3.30 voor; onze bedrijven zijn weinig kapitaalsintensief. Daarnaast ontvangen de eigenaren ook een dividend van €3.90 per participatie. De resterende €2.65 wordt gebruikt om vreemd vermogen af te lossen, aandelen in te kopen, of op de balans gehouden om acquisities te kunnen uitvoeren.

Zelfs als onze bedrijven niet in staat zouden zijn om in 2008 te groeien ten opzichte van 2007 (hetgeen wij absoluut niet verwachten), dan nog koopt u deze selectie van ondernemingen tegen een vrije kasstroom rendement van 10%. Op basis van onze groeiverwachtingen voor 2008, ligt dit percentage nog beduidend hoger!

Op termijn volgen de koersen van bedrijven de onderliggende waarde creatie. Daarbij telt groei, maar vooral ook de alternatieven die beleggers voorhanden hebben. Ons onderliggend cashflow rendement is 10%. Vergelijk dit met een 10 jaars-staatsobligatie waar momenteel, risicovrij, jaarlijks 4.2% op te behalen is. Dit lijkt op termijn een moeilijk houdbare onderwaardering van onze bedrijven. Als bovendien de sterk oplopende inflatie in Europa boven het 2% plafond van de Europese Centrale Bank blijft, levert die 4.2% maar een uiterst mager netto rendement. Op basis daarvan, denken wij dat we met het Juno Selection Fund een uitstekende uitgangspositie hebben om over de komende jaren een meer dan gemiddeld rendement te kunnen behalen.

Op 4 juli 2008 zullen we u opnieuw berichten over de voortgang van het fonds. Mocht u in de tussentijd vragen of opmerkingen hebben, staan Frans en Lennart u uiteraard steeds graag ter beschikking.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,

Frans Jurgens

Lennart Smits

Bijlage 1.

Posities Juno Selection Fund per 31 maart 2008.

Participatie	Land	Omzet (€ miljoen) 2007	Beurs waarde (€ miljoen)	
SimCorp	Denemarken	160	650	Zie begeleidend schrijven voor toelichting
Bijou Brigitte	Duitsland	360	810	Zie begeleidend schrijven voor toelichting
Fugro	Nederland	1'800	3'600	Collectie en interpretatie van geofysische en geologische informatie voor de bouw, mijnbouw en olie exploitatie. Profiteert onder meer van gestegen budgetten om olie te vinden en bouwactiviteiten in midden oosten.
TGS Nopec	Noorwegen	320	970	Actief in de service aan de olie exploratie industrie. Beschikt over de grootste bibliotheek van seismische gegevens die oliemaatschappijen gebruiken om boringen te verrichten. Profiteert van hoge olieprijs, nieuwe olieboringen o.a. in Golf v. Mexico.
Sligro Food Group	Nederland	2'050	1'050	Groothandel voor Horeca met 43 grote zelfbedieningswinkels en bezorging service. Als detaillist actief met in totaal 150 Golf & EM-TÉ winkels (op voormalige Edah locaties). Kan gestegen voedselinflatie meer dan goed maken in haar winkels.
C&C Group	Ierland	980	1'350	Producent van premium appelcider, met markt aandeel van 13% in Ierland, en een stijgende 3% in de Britse markt. Groei ten koste van bier consumptie. Hoge vrije kasstroom, sterk merk, overcapaciteit.
ORC Software	Zweden	60	190	Producent van Algoritmische software voor gebruik door trading desks en professionele derivaten handelaren wereldwijd. Profiteert van volatiliteit op de financiële markten.
Vet'Affaires	Frankrijk	95	40	80 winkels in Frankrijk op gebied van hard-discount segment van textiel. Koopt alle producten in Azië in tegen lagere dollar. Geen mode gevoeligheid.
Beter Bed	Nederland	350	320	Matrassen-, en beddendetaillist, met 960 filialen, actief in Nederland, Duitsland en Spanje. Uitstekende cashflow en sterke balans. Economische stagnatie verdisconteerd in koers

Opmerking: alle bovenstaande (afgeronde) cijfers op basis van beschikbare informatie uit jaarverslagen 2007 en (wissel-) koersen per 31 maart 2008.