

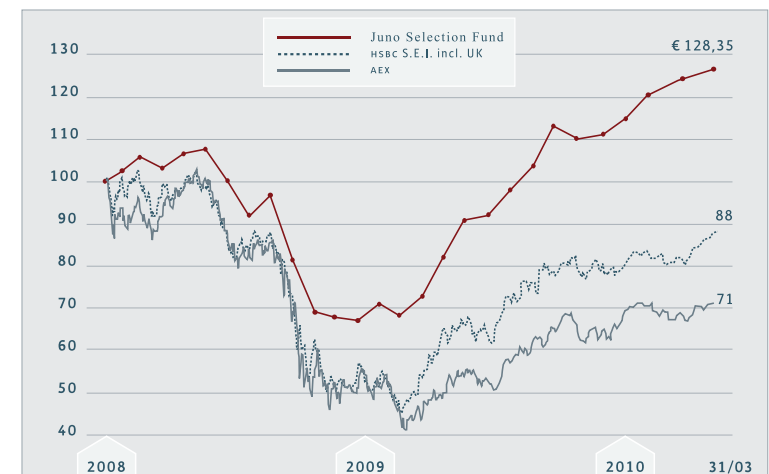
Verslag over het eerste kwartaal 2010

Verslag over het eerste kwartaal 2010

Rendement Juno Selection Fund

Het eerste kwartaal, dat eindigde op 31 maart 2010, hebben we afgesloten met een koers van **€128,35** per participatie. De stijging in het eerste kwartaal bedroeg 12,4%. Nadat we 2009 met een rendement van 70,0% konden afsluiten, zijn we verheugd te kunnen melden dat ook 2010 dus zeer positief van start is gegaan.

Ter vergelijking, in deze eerste drie maanden van 2010 steeg de HSBC Smaller Europe Index met 8,3% en de AEX met 2,7%. Daarmee kon Juno dit kwartaal opnieuw de indices voorblijven en de relatieve *outperformance* van de afgelopen twee jaar verder uitbreiden. Net als vorig jaar, presteerde Juno in 2010 weer beter dan alle andere beleggingsfondsen die zich richten op middelgrote Europese aandelen, getuige onze toppositie in de Morningstar overzichten. Bovendien zijn we verheugd dat we enkele nieuwe participanten mochten verwelkomen en dat we tevens meerdere vervolgschrijvingen konden verwerken. Hierdoor is het totaal beheerd vermogen nu boven €11 miljoen uitgekomen.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

In de ruim twee jaar sinds de start van het fonds, waren wij steeds in de gelukkige situatie te mogen melden dat onze ondernemingen aan onze hoge verwachtingen voldeden, of deze zelfs overstegen. In de maand maart kregen we echter een tegenvaller te verwerken. Het Engelse **Healthcare Locums** ("HCL"), de detacheerder voor medische specialisten, voldeed niet aan de verwachtingen. Dat is vooral teleurstellend omdat het management in januari nog meldde dat ze op koers lagen om de marktverwachtingen over 2009 te halen.

Wat ging er mis? In toenemende mate plaatst HCL artsen en verplegend personeel in de VS. Hiervoor krijgt HCL een *fee*. Een derde bij het tekenen van het contract, een derde bij het behalen van examens en visa, en het laatste gedeelte als de medicus aan de slag gaat. Deze *fee* werd door HCL echter al direct bij contractafsluiting integraal in haar boeken opgenomen als "gerealiseerde omzet". Dit is overigens in lijn met boekhoudkundige praktijken van andere grote detacheerders. Het probleem is dat de medici veelal pas aan de slag kunnen als de visa geregeld zijn en dat kan enkele jaren duren. Gezien de spectaculaire groei in de VS, vond HCL's accountant het noodzakelijk om voorzichtigheidshalve de boekhoudregels aan te scherpen. Daarmee werd pijnlijk duidelijk dat tot op heden HCL erg agressief is geweest in haar rapportage.

Ondanks dit vervelende nieuws, is het opvallend dat de kasstroom en de winstgroei van HCL over 2009 (zelfs na de *restatement*) toch nog zeer goed waren. De winst voor belasting steeg bijvoorbeeld met 28%. Belangrijker nog is dat de operationele cashflow met eenzelfde percentage toenam. Deze werd aangewend om het vreemd vermogen met een derde te verlagen, het dividend met 150% te verhogen om daarna ook nog eens GBP 4 miljoen aan het banksaldo toe te voegen. Het adagium "*Profits are an opinion, cash a fact*" doet zich gelden.

In tijden van blinde paniek is het goed het hoofd koel te houden.

Zonder de *restatement* zouden de doelstellingen over 2009 zijn bereikt. Wij hebben de aangepaste cijfers over 2008 en 2009 direct geanalyseerd. Op basis daarvan besloten wij onze positie uit te bouwen. De pijn is geleden: de boekhoudregels zijn aangescherpt. De groei en margeverbeteringen lijken ons ook voor 2010 en daarna zeer aannemelijk. Op grond van onze voorzichtige verwachtingen, vinden we de koers van een aandeel HCL erg aantrekkelijk. Duidelijk is wel dat het management haar les in PR en communicatie heeft geleerd. Het kan echter even duren voordat het vertrouwen is hersteld.

Bij onze Zwitserse deelneming **Aryzta**, ging het er dit kwartaal minder veelbewogen aan toe. Brood en broodproducten zijn in ons dagelijks leven niet weg te denken en Aryzta speelt daarbij een hoofdrol. Zij levert aan restaurants, tankstations, cateringbedrijven en bakkers. Haar afbakbroden en patisserie producten, worden onder een tiental merknamen in de markt gezet. Hoewel niet actief in Nederland, is Aryzta marktleider in Frankrijk, VK, Ierland, Zwitserland en Polen. In de VS heeft zij met Otis Spunkmeyer een zeer bekend koekjesmerk en LaBrea is synoniem met premium ambachtelijk brood.

Aryzta is erg goed in het centraal stellen van haar klanten: de detaillisten. Als een tankstation of broodjeszaak met vers (af)gebakken brood een mooie winst kan maken, zullen ze vanzelf meer gaan proberen te verkopen. Het assortiment moet daarom steeds vernieuwend zijn en er moet dagelijks op tijd en volgens afspraak door Aryzta geleverd worden. Aryzta's 150.000 klanten worden regelmatig bevoorradt via 1.000 aflever-routes (Direct Store Delivery of "DSD"). De traditionele bakkerijen worden hierdoor steeds verder verdrongen.

Met de oplevering van de nieuwe fabrieken in Grangecastle, Ierland, beschikt Aryzta over de meest moderne apparatuur om zeer kostenefficiënt en op grote schaal te kunnen produceren. Dit zien we al terug in de verbetering van de marges. Ook wordt er momenteel bij Otis Spunkmeyer het ERP software systeem van SAP geïmplementeerd. Aryzta blijft dus in haar onderneming investeren, zelfs in economisch moeilijkere tijden.

Want dat de economie ook Aryzta parten speelt, is vooral voelbaar in de Ierse en Engelse markt. De DSD klanten kunnen moeilijker aan geld komen om verbeteringen in hun winkels aan te brengen, of nieuwe winkels te openen. Ook ziet Aryzta terughoudendheid bij eindconsumenten. Gelukkig staat hier tegenover dat Aryzta in continentaal Europa veel nieuwe DSD klanten wint. Dit is het gevolg van hun grote investeringen in het aantrekken en trainen van nieuw verkooppersoneel.

Wellicht is het opmerkelijkste feit dat Aryzta, zelfs in deze lastigere tijden, haar vrije kasstroom (het geld dat overblijft na dividend, investeringen en alle kosten) weet te laten groeien. Het is dan ook te verwachten dat in 2010 Aryzta weer een acquisitie gaat doen. Wij denken dat dit een overname zal zijn die een marktpositie in enkele ondervertegenwoordigde landen (regio Scandinavië) oplevert. Aryzta heeft al jaren achtereenvolgende bewezen geacquireerde bedrijven snel en uiterst efficiënt te kunnen integreren.

Aryzta is zeer solide gefinancierd en op basis van verhoudingen zoals koers/winst en koers/cashflow, is het ook nog eens relatief goedkoop geprijsd. In de tweede helft van 2010 verwachten we ook nog een versnelling in de organische groei die het bedrijf zal gaan rapporteren.

Vooruitzichten

Het herstel in de aandelenmarkten is een welkome afwisseling van de drama's van 2008. Velen wijzen op de rigoureuze wijze waarop ondernemingen in hun kosten hebben gesneden. De verwachting is dat daardoor een snelle winststijging mogelijk is, zodra de economie aantrekt. Precies dat laatste is het probleem. Er zijn weinig indicaties dat het inderdaad veel beter gaat.

Toch loopt de markt al vooruit op een stevig winstherstel in 2010 en de jaren daaropvolgend. Een winstherstel dat moet worden gedragen door de consument. Hier zien wij twee grote risico's. Enerzijds een consument die als gevolg van de crisis blijvend zijn bestedingspatroon heeft gewijzigd en anderzijds zijn koopkracht ziet dalen door belastingmaatregelen. De overheden zullen hun begrotingstekorten moeten terugdringen en leningen gaan terugbetalen.

Bovendien zullen de centrale banken een begin moeten maken met het terugdraaien van hun ongeëvenaarde ruime monetaire beleid. Dat zal resulteren in stijgende rente niveaus. Deze koerswijziging komt misschien sneller dan gedacht, omdat inflatie op de loer ligt. Het ruime monetaire beleid leidt er momenteel onder meer toe dat grondstoffen weer niveaus van voor de crisis hebben bereikt. Deze prijsstijgingen zullen de producenten doorrekenen aan de eindgebruiker, lees de consument. Hogere consumentenprijzen en een hogere rente zullen de aandelenmarkten niet ongemoeid laten.

Zoals u weet selecteert Juno ondernemingen die ook in een dergelijke markt voorspelbare groei kunnen laten zien. Ze zijn marktleider, solide gefinancierd en hebben bewezen ook in turbulente tijden hun onderneming te kunnen laten groeien. Die groei, samen met een aantrekkelijke waardering, geeft ons het vertrouwen dat wij ook in 2010, en de jaren daaropvolgend, een goed rendement kunnen blijven laten zien.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits

Juno Selection Fund: Historisch Rendement

	Juno Selection Fund	HSBC Smaller Europe Index	AEX Index
1 ^e kwartaal 2008 *	+ 3%	- 4%	- 8%
2 ^e kwartaal 2008	- 3%	- 8%	- 4%
3 ^e kwartaal 2008	- 19%	- 17%	- 22%
4 ^e kwartaal 2008	- 17%	- 29%	- 26%
2008 *	-33%	-48%	-49%
1 ^e kwartaal 2009	+ 8%	- 4%	- 12%
2 ^e kwartaal 2009	+ 26%	+ 29%	+ 17%
3 ^e kwartaal 2009	+ 23%	+ 23%	+ 22%
4 ^e kwartaal 2009	+ 1%	+ 2%	+ 8%
2009	+70%	+55%	+36%
1 ^e kwartaal 2010	+ 12%	+ 8%	+ 3%
2010	+12%	+ 8%	+ 3%
Sinds start *	+28%	- 12%	-29%

*) fondsbegin: 11 januari 2008

Top 5 Aandelen Posities

NAAM	LAND	WEGING
Bijou Brigitte	Duitsland	> 15%
Meda	Zweden	> 15%
CeWe Color	Duitsland	> 10%
Aryzta	Zwitserland	> 10%
SimCorp	Denemarken	> 10%

Verslag over het eerste kwartaal 2010
vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in april 2010 uitgegeven
door Juno Investment Partners,
beheerder van het Juno Selection Fund.

Laan van Hoogwolde 2,
2243 CA, Wassenaar, Nederland

Telefoon: +31 (0)70 514 41 06
www.juno-invest.com

