

Verslag over het eerste kwartaal 2011

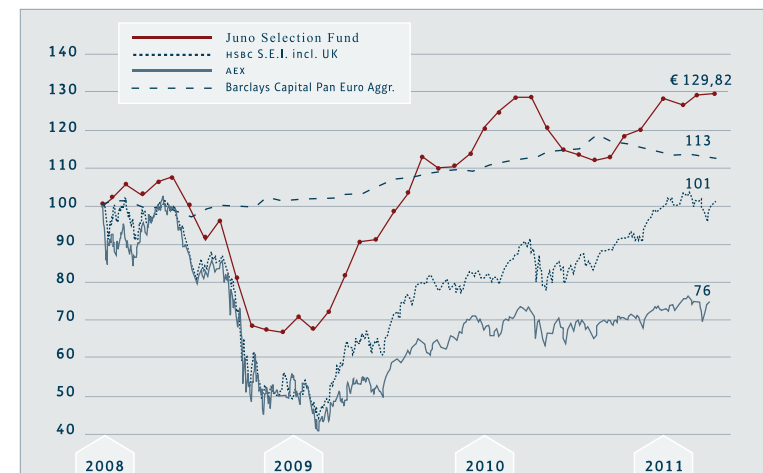
Verslag over het eerste kwartaal 2011

Rendement Juno Selection Fund

Het eerste kwartaal, dat eindigde op 31 maart 2011, hebben we afgesloten met een koers van **€129,82** per participatie. De stijging in het eerste kwartaal bedroeg + 1,3%.

In januari 2011 bestond het Juno Selection Fund drie jaar. Sinds de start van het fonds staat het rendement nu net onder +30%. We zijn niet ontevreden over die resultaten over deze periode, zeker gezien de alternatieven: de AEX staat -24% lager, de HSBC index is na drie jaar onveranderd en Euro deposito's zouden de investeerder +7,9% hebben opgeleverd. Obligaties van hoge kwaliteit genereerden +13% in drie jaar (slechts 3,8% per jaar).

We versloegen niet enkel de indices, maar ook alle Europese aandelenfondsen in onze categorie die door Morningstar.nl en Lipper Fund Screener worden gevolgd en gerangschikt. Het fonds heeft bovendien van Morningstar als enige Nederlandse fonds in Europese midcap aandelen, de hoogst mogelijke rating (vijf sterren) ontvangen.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

De afgelopen maanden werden gekenmerkt door een zeer sterke stijging in de prijs van grondstoffen. Niet alleen olie, maar ook suiker, cacao en graanprijzen stegen met vele tientallen procenten. De oorzaak ligt in matige oogsten, speculatie op de grondstoffenmarkt en politieke onzekerheid, zoals in Ivoorkust waar de cacaohandel grotendeels stil ligt.

Bij de selectie van de ondernemingen voor de portefeuille, let Juno zorgvuldig op de mate waarin een onderneming '*pricing power*' heeft; de eenvoud waarmee zij prijsverhogingen aan de klanten kan doorberekenen. In het geval van **Aryzta**, dat onder meer afbakbroden, pizzabodems en donuts produceert, is dat momenteel erg actueel. De prijsstijgingen in haar basismaterialen (boter, graan, cacao en suiker) zijn sinds juni 2010 enorm geweest. In recente gesprekken met het management hebben wij het gevaar hiervan voor de operationele marge van de onderneming nog eens doorgenomen.

Ruim 30% van de omzet komt uit verkopen aan bakkerijen. Bakkers bakken steeds minder zelf, maar kopen afbakproducten in bij dochterbedrijven van Aryzta. De bakkers stellen het assortiment van hun winkel zelf samen uit een catalogus. Het totale assortiment bij Aryzta's dochter Coup de Pain bijvoorbeeld, bestaat momenteel uit 1132 verschillende producten, waarvan er dit halfjaar 127 nieuw in het assortiment zijn. Aryzta kan met de lancering van nieuwe producten hogere prijzen en marges behalen. De catalogi worden om de zes maanden bijgewerkt, zodat prijzen kunnen worden aangepast aan de actuele grondstofprijzen. Om er zeker van te zijn dat Aryzta zich niet uit de markt priјst, houden we de ontwikkeling van de volumes scherp in de gaten.

In het segment Quick Serve Restaurants verkoopt Aryzta aan ketens zoals McDonalds en Subway. Dit segment maakt circa 40% uit van haar omzet.

Bij deze klanten heeft Aryzta contracten die het mogelijk maken de hogere grondstofprijzen integraal door te berekenen in de prijzen van haar producten. Ook hier is er dus nauwelijks gevaar voor druk op de marges.

Bij de resterende 30% van Aryzta's klanten is er geen automatische (contractuele) doorberekening van hogere kosten. Dat neemt niet weg dat het management er het volste vertrouwen in heeft om ook in dit segment de stijgende kosten door te berekenen (bijvoorbeeld bij hun premium broodmerk La Brea, of Otis Spunkmeyer koekjes). Net als in 2007, toen we sinds jaren voor het eerst plotseling sterk stijgende voedselprijsinflatie zagen, zal Aryzta naar onze verwachting ook deze keer in staat blijken deze af te wentelen op haar klanten en de uiteindelijke consumenten.

In het eerste kwartaal van 2011 kon het bedrijf weer een stijging in de organische groei rapporteren. Wij verwachten dat deze trend zal doorzetten. Hierdoor kan de capaciteit van de groep, nu voor slechts 70% in gebruik, efficiënter worden ingezet, hetgeen tot verdere margeverbetering zou moeten leiden. Geholpen door de nieuwe SAP computersystemen en integratie en optimalisering van de recent geacquireerde organisaties, kan de vrije kasstroom blijven toenemen. De waardering van de aandelen van de groep reflecteren de verwachte winstgroei, in onze ogen, onvoldoende, waardoor het nog steeds een plek verdient in onze portefeuille.

Sinds de start van het Juno Selection Fund is **Meda** een belangrijke positie in de portefeuille geweest. Meda is geen research-, maar een verkoopgedreven pharma-onderneming. De aanzienlijke vrije kasstroom wordt ingezet om in vier specialisatiegebieden medicijnen op te kopen. Daarnaast gaat zij samenwerkingsverbanden aan met kleinere biotechnologiebedrijven die geen eigen verkooporganisatie hebben.

Na een korte radiostilte, heeft Meda sinds afgelopen zomer opnieuw invulling gegeven aan haar succesvolle acquisitie- en integratiestrategie. Allereerst acquireerde zij Alaven, een Amerikaanse specialty pharma onderneming met een eigen 'over the counter ('otc')' platform. Hierop volgde begin dit jaar de acquisitie van Antula, een Zweedse pharma onderneming. Hierdoor beschikt Meda nu ook over een Europees otc platform. Er ontstaan nu significante verkoopsynergieën door de producten uit Amerika in Europa te introduceren en vice versa. Om de otc portefeuille nog verder te versterken, kocht Meda ook nog de verkooprechten van enkele veelbelovende medicijnen.

Een andere belangrijke pijler van Meda is het aankopen van bestaande medicijnen en daar vervolgens aanzienlijk meer focus op aan te brengen dan de verkopende partij deed. Bijvoorbeeld het product Epipen dat in december 2010 werd aangekocht. Epipen wordt gebruikt bij extreem allergische reacties waarbij directe behandeling met deze injectiespuit nodig is. Vervolgens kocht Meda begin april de rechten op Elidel. Elidel is één van de eerste crèmes die beschikbaar is gekomen om constitutioneel eczeem te behandelen zonder gebruik te maken van corticosteroïden. Eén van de grote nadelen van corticosteroïden is namelijk dat het de huid op langere termijn zwakker maakt.

Nadat 2010 nog enige kleine tegenslagen kende, is 2011 zeer goed van start gegaan. Voor de komende jaren verwachten we veel van de geplande uitvoering van de strategie van Meda. Hierdoor kan de winstgevendheid, de vrije kasstroom en het rendement op kapitaal verder toenemen. Met de huidige aantrekkelijke waardering op de beurs, blijven wij dan ook zeker aandeelhouder.

Vooruitzichten

Het eerste kwartaal van 2011 werd overschaduwd door de onlusten in Noord-Afrika en vooral de rampen in Japan. De schade in Japan is op het humane en het materiële vlak onvoorstelbaar. Investeerders wereldwijd vielen over elkaar heen om de mogelijke impact op hun beleggingen in te schatten. Uiteindelijk was de conclusie dat de invloed op het herstel van de wereldeconomie minimaal zou zijn en hoogstens tot een grotere vraag naar olie zou kunnen leiden. Enkele ondernemingen ondervinden wel lichte problemen bij de toelevering van (reserve-)onderdelen, maar op wereldniveau is de economische schade verwaarloosbaar.

Die hogere olieprijs, net als de in dit verslag beschreven hogere prijzen voor voedsel en basismaterialen, hebben wél grote gevolgen voor de economie. Centrale banken willen inflatie immers beperken tot onder de 2%. Om dit te bewerkstelligen zal de Europese Centrale Bank in april voor het eerst sinds juli 2008 de officiële rente verhogen. Daarmee remt ze effectief de economische groei. Hogere rente en hogere inflatie zijn de grootste gevaren voor beleggers in obligaties. Ook depositohouders zijn niet veilig voor het verlies aan koopkracht bij inflatie van meer dan 2%: de 3-maands rente ligt op 1,3%.

Gezien de inflatoire ontwikkelingen, gepaard met de grote hoeveelheid geld die in obligaties en deposito's staat geparkeerd, achten wij het zeer waarschijnlijk dat bij aanhoudende positieve beursontwikkelingen een gedeelte hiervan naar aandelen zal gaan stromen. Hierdoor kunnen koers-winstverhoudingen op aandelen weer verder aantrekken.

Selectief investeren blijft van groot belang: juist als het herstel nog fragiel is, veel ondernemingen nog geen structurele groei laten zien en inflatie de kop opsteekt.

Juno's voorkeur voor sterke en solide bedrijven met 'pricing power' en marktleiderschap, blijft onveranderd belangrijk. De winsten van onze deelnemingen nemen jaar op jaar toe. Die voorspelbaarheid, hoge marges en grote vrije kasstromen, maken dat wij verwachten dat hun aantrekkelijkheid ten opzichte van alternatieven verder zal toenemen.

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	BarCap PanEuro Index
2008 *	- 33%	- 48%	- 49%	+ 1%
2009	+ 70%	+ 55%	+ 36%	+ 8%
2010	+ 12%	+ 23%	+ 6%	+ 4%
1e kwartaal 2011	+ 1%	+ 1%	+ 3%	- 1%
2011	+ 1%	+ 1%	+ 3%	- 1%
Sinds start *	+ 30%	+ 1%	- 24%	+ 12%

*) fondsbegin: 11 januari 2008

Top 5 Aandelen Posities

NAAM	LAND	WEGING
CeWe Color	Duitsland	< 20%
Meda	Zweden	> 15%
TGS-Nopec	Noorwegen	> 15%
Aryzta	Zwitserland	> 15%
Van de Velde	België	< 10%

Verslag over het eerste kwartaal 2011
vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in april 2011 uitgegeven
door Juno Investment Partners,
beheerder van het Juno Selection Fund.

Villa Maarheeze
Rijksstraatweg 675,
2245 CB, Wassenaar, Nederland

Telefoon: +31 (0)70 24 00 247
www.juno-invest.com

