

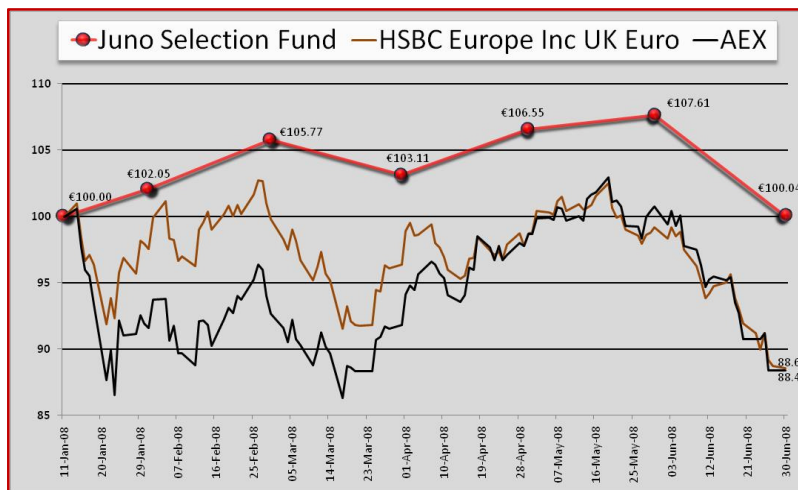
Wassenaar, 3 juli 2008

Betreft: 2^e kwartaal 2008, Juno Selection Fund

Geachte Participant,

Het tweede kwartaal van het Juno Selection Fund hebben we afgesloten met een koers van **€100,04** per participatie in het fonds.

Dit kwartaal begon zeer voorspoedig. Zowel in april als in mei konden we een stijgende waarde van het fonds melden. In juni ondergingen de beurzen een zware correctie. Zorgen over inflatie, gevoed door de



stijgende prijzen voor voeding en olie, aangekondigde rentestijgingen en signalen van een afzwakende economische groei waren daarvoor verantwoordelijk. In Europa, maar ook in de VS schreven de beurzen diep rode cijfers. Sinds de grote depressie in 1930 was de maand juni voor de Dow Jones in New York nog nooit zo slecht. Europese beurzen daalden met meer dan 10%. Gemeten vanaf het begin van het jaar, zijn koersen van kleinere en middelgrote Europese bedrijven zelfs met ruim 20% gedaald.

In zoveel negatief marktgeweld, kon ook het Juno Selection Fund haar positieve trend niet vasthouden. In de grafiek hierboven vergelijken we de ontwikkeling van de waarde per participatie, met die van Europese aandelen en de Nederlandse beurs, gemeten aan de hand van de AEX index. Het is een schrale troost, maar het relatieve verschil met deze indices is ook tijdens het tweede kwartaal weer verder opgelopen. Sinds de start van het fonds op 14 januari heeft het fonds een performance van nagenoeg 0%, terwijl de HSBC Small Cap Europe en de AEX ruim 11% moesten prijsgeven. Wij willen er wel opnieuw op wijzen dat door het geringe aantal posities binnen het Fonds en het vermijden van bepaalde industrieën, het voor de hand ligt dat er ook in de toekomst geen hoge correlatie met aandelen indices zal zijn.

Resultaten van de participaties

In het afgelopen kwartaal rapporteerden alle deelnemingen resultaten. Hoewel de cijfers van **Orc Software** tegenvielen, voornamelijk als gevolg van de grote invloed van de sterk gedaalde US Dollar, zagen we beter dan verwachte resultaten bij pharma bedrijf **Meda**, groothandelsbedrijf **Sligro** en broodproducent **IAWS**. **Meda** bleek in staat haar vreemd vermogen zeer gemakkelijk te herfinancieren en bovendien de operationele marges van het geacquireerde Medpointe veel sneller dan verwacht op het groepsniveau van 30% te krijgen.

Sligro profiteerde van de sterke inflatie in voedingsmiddelen die zeer snel aan haar klanten kon worden doorberekend, zonder dat Sligro's kosten direct navenant stegen. Ook kon de marge in de afdeling Sligro Bezorg Service (SBS) flink aantrekken als gevolg van de recente focus op logistiek en rendement.

IAWS tenslotte, bleek tevens uitstekende *pricing power* te bezitten en kon de gestegen graanprijzen aan haar klanten die haar afbakbrood producten kopen, zonder veel problemen doorrekenen. Alle overige participaties rapporteerden cijfers zonder grote verrassingen en min of meer in lijn met de eerdere verwachtingen.

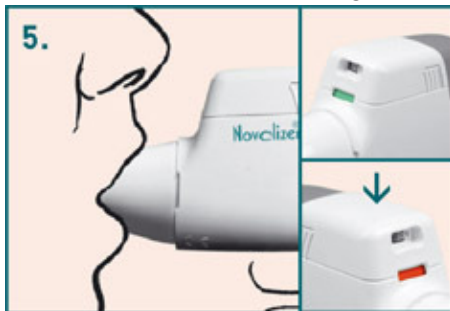
Participaties van het Juno Selection Fund

In het eerste kwartaalbericht van 2008 bespraken we al twee grote participaties in het fonds. Deze keer willen we u in meer detail informeren over twee ander belangrijke participaties, **Meda** (Zweden) en **IAWS** (Ierland).

Meda

Meda is een *specialty pharma* onderneming uit Zweden. Meda behaalde in 2007 een winst van € 88 Miljoen op een omzet van € 861 Miljoen. Meda koopt licenties op medicijnen van de grote farmaceuten, waarvan het patent de aankomende jaren gaat verlopen. Meda heeft haar eigen marketing en verkoop organisatie, waardoor zij in staat is om deze medicijnen ‘nieuw’ leven in te blazen. Bovendien ontwikkelt Meda nieuwe opnametechnieken voor bestaande medicijnen en richt zij haar eigen onderzoek alleen op nieuwe medicijnen in klinische fase III en de registratiefase. Deze strategie is te omschrijven als *Search & Development*. Hierdoor heeft Meda geen dure research afdeling nodig.

Een voorbeeld van verbetering van de gebruiksvriendelijkheid, is de vernieuwing van een belangrijk product



voor Meda, de *Novolizer*. De *Novolizer* is een zogenaamde inhalator, die gebruikt wordt door mensen die lijden aan astma. Bij de nieuwste *Novolizer* kan de gebruiker zien of de gewenste hoeveelheid aanwezig is, of de inhalatie succesvol is en hoe vaak het apparaat succesvol is gebruikt. Het apparaat switcht van rood naar groen. De laatste twee toepassingen zijn erg belangrijk bij het gebruik door kinderen. Daarnaast kan de *Novolizer* hervuld worden en is geschikt voor het gebruik van vele verschillende medicijnen die door inhalering worden toegediend.

De laatste jaren heeft Meda een viertal grotere acquisities gedaan om haar productenportefeuille te versterken en om de geografische spreiding en verkooporganisatie te optimaliseren. Dat Meda erg succesvol is in haar strategie van *Search & Development* blijkt ook uit het feit dat de overgenomen ondernemingen binnen een jaar in de organisatie zijn geïntegreerd en op dezelfde winstgevendheid zijn gebracht als de Meda groep als geheel. Afgelopen jaar werd bijvoorbeeld Medpointe uit de US overgenomen dat al jaren achtereen een operationele marge van winst, voor belasting en afschrijvingen (EBITDA), had van 12%. Meda wist deze marge binnen een jaar boven de 30% te brengen, dit onder meer door het schrappen van Medpointe's onderzoek naar medicijnen die zich in de risicovolle vroege ontwikkelingsstadia bevonden. Ook werden, zoals Meda het zegt; ‘de mensen belangrijk gemaakt die het geld verdienen’. Dat laatste resulteerde in het vertrek van een gedeelte van de verkoopafdeling, overigens zonder dat daardoor de omzet afnam.

Diverse biotechnologie ondernemingen hebben medicijnen in een ver stadium van ontwikkeling. Het ontbreekt hen echter vaak aan de benodigde middelen om klinisch onderzoek te blijven financieren en zij missen tevens de verkoop-, en marketingkracht om de medicijnen succesvol te lanceren. Wij weten dat Meda in gesprek is met interessante partijen en dat zij momenteel de meest lucratieve samenwerkingsverbanden aan het selecteren zijn.

Wij denken dat Meda in de farmaceutische markt een duidelijke en succesvolle strategie heeft, met een gereduceerd risico profiel. Deze strategie leidt tot een aanzienlijke vrije kasstroom, waardoor Meda de aankomende jaren haar producten portefeuille verder uit kan bouwen, terwijl dit toch gepaard gaat met een verder stijgend rendement op kapitaal. Ook kan Meda profiteren van een algemene toename in de acceptatie en gebruik van generieke medicijnen en succesvolle samenwerkingsverbanden met biotechnologie ondernemingen.

IAWS

De “warme bakker” staat allang niet meer voor dag en dauw op om zelf zijn broden te bakken. In plaats daarvan bladert hij ’s avonds in een catalogus van bijvoorbeeld *Délice de France* en kiest zijn gewenste assortiment voor de volgende dag. Hij belt een service-center van **IAWS** en bestelt zijn benodigde soort en hoeveelheid brood, taarten en croissants. Een vrachtwagen brengt de volgende ochtend even voor de opening van zijn zaak de bestelde bakwaar; even in de oven en het verse brood kan aangeboden worden aan de klant.

De **Irish Agricultural Wholesale Society (IAWS)** begon als een coöp voor boeren in Ierland. Wat met mengvoeders en kunstmest werd verdiend, werd vanaf 1998 geïnvesteerd in de snel groeiende sector van o.a. afbakbroden. Niet alleen bakkers, maar ook tankstations, sandwichshops, restaurants en supermarkten kopen inmiddels duizenden IAWS producten op dagelijkse basis in. Meer dan 200.000 verkooppunten worden iedere dag door IAWS beleverd, vanuit 12 wereldwijde locaties. Het assortiment wisselt met grote regelmaat, waardoor aantrekkelijke vernieuwende producten aan de eindconsument kunnen worden aangeboden. Van super-de-luxe *La Brea* artisaan brood voor zes Euro, tot het simpele bolletje. Naar verwachting behaalt IAWS per juli 2008 een jaaromzet van € 2.6 Miljard, een winst van € 130 Miljoen en een vrij besteedbare kasstroom (na dividend en capaciteitsuitbreiding) van € 160 Miljoen. De beurswaarde is nu € 2 Miljard.

IAWS heeft een management dat denkt in termen van rendement op geïnvesteerd kapitaal en veel aandacht heeft voor de cash die uit het bedrijf moet komen. Deze vrije kasstroom wordt jaarlijks gebruikt om acquisities te doen, capaciteit uit te bereiden (recent € 200 Miljoen geïnvesteerd) en de aandeelhouders een stijgend dividend te geven. In de laatste 10 jaar genereerde IAWS € 992 Miljoen aan vrije cash, na normale capaciteit uitbereidingen en dividend. Een nagenoeg gelijk bedrag (€ 997 Miljoen) werd in die periode aan acquisities besteed. Merken als *Otis Spunkmeyer* (bekend premium koekjesdeeg merk in de USA), *La Brea Bakeries*, *Cuisine de France*, *Coup de Pates* en *Groupe Hubert*, werden aan IAWS toegevoegd. Daardoor nam de geografische spreiding van de activiteiten toe, de klanten basis werd breder en het assortiment innovatiever.

In 2008 kon IAWS de plotseling sterk stijgende wereldprijzen van graan integraal doorberekenen in haar producten en toch het verkochte volume zien toenemen. Recentelijk heeft IAWS haar 32% aandeel in het Zwitserse Hiestand gebruikt om met dit bedrijf te fuseren. De nieuwe organisatie gaat **Aryzta** heten, met domicilie in Zwitserland en biedt nog betere groei mogelijkheden voor IAWS.

Ten slotte

Wij blijven bijzonder optimistisch over de waardeontwikkelingen binnen onze participaties en hun groei mogelijkheden. Op 3 oktober 2008 zullen we u opnieuw berichten over de voortgang die onze bedrijven boekten en de gerelateerde ontwikkeling van het Juno Selection Fund. Mocht u in de tussentijd vragen of opmerkingen hebben, Frans en Lennart staan u uiteraard steeds heel graag ter beschikking.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,

Frans Jurgens

Lennart Smits