

Verslag over het eerste kwartaal 2012

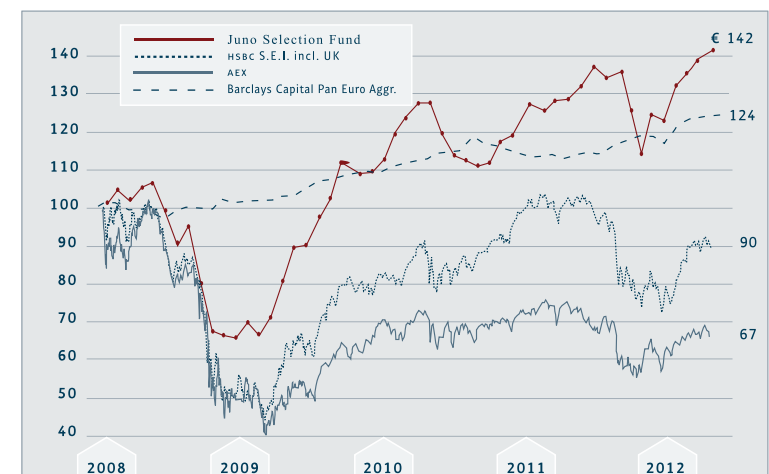
Verslag over het eerste kwartaal 2012

Rendement Juno Selection Fund

Het eerste kwartaal, dat eindigde op 31 maart 2012, hebben we afgesloten met een koers van **€ 141,68** per participatie. Een stijging van + 7,6% ten opzichte van het vierde kwartaal.

Na de zeer sterke relatieve performance van het laatste kwartaal van 2011, moesten we de indices in de eerste drie maanden van dit jaar voor laten gaan. De Hsbc Smaller European Companies Index steeg met + 14%. De Nederlandse AEX index versloegen we wel weer ruimschoots, die steeg namelijk met + 3,5% dit kwartaal.

Per einde maart blijft Juno het enige Nederlandse fonds in haar categorie met de hoogste rating (5 sterren door Morningstar). Slechts drie van de negenentachtig fondsen hebben een dergelijke hoge rating. Juno staat ook na dit kwartaal in de top drie van alle fondsen in haar categorie op basis van de performance na één en drie jaar.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Afgelopen kwartaal berichtten we u al over het Zweedse **ORC Group** nadat we een overnamebod van een private equity fonds hadden ontvangen. We besloten in januari, dat de waarde van SEK 86 een acceptabele prijs was voor onze stukken. Een zeer ruime meerderheid van de aandeelhouders en het management deelde die mening en daardoor werd de overname een feit. Ten tijde van het bod was 4,3% van de Juno portefeuille in ORC geïnvesteerd. De overnamepremie van 32% zorgde voor een performancecontributie in die maand van + 1,4%.

In december 2011 nam het Juno Selection Fund een initiële positie in het Deense **Thrane & Thrane** ('Thrane'). Deze marktleider op het gebied van satelliet communicatieapparatuur voor de maritieme sector, staat in onze ogen aan de vooravond van grote technologische marktveranderingen. Hiervan gaat het bedrijf sterk profiteren. Bovendien werd een belangrijk product voor de luchtvaartindustrie in maart 2012 goedgekeurd, waardoor er ook interessante groeimogelijkheden in dit segment voor Thrane zullen komen.

Terwijl we in de eerste maanden van het jaar onze positie aan het opbouwen waren, volgde er ook hier een overnamebod. Dit bod bleek afkomstig van het Engelse Cobham, een concurrent van Thrane. Blijkbaar zagen zij ook het belang van Thrane's marktpositie, de veelbelovende nieuwe producten van het bedrijf en de aantrekkelijke waardering. Cobham bleek echter niet meer dan DKK 420 te willen betalen, een prijs die 66% boven Juno's gemiddelde aankoopkoers lag en 43% boven de laatste beurskoers.

Voor grootaandeelhouder (24%) Lars Thrane was dit bod niet acceptabel: een mengeling van emotie, loyaliteit aan zijn medewerkers en de hoogte van het bod. Het bestuur wees vervolgens Cobham de deur. Cobham nam daarop vooralsnog afstand van haar eerdere bod, maar meldde wel dat zij alle opties open zou houden.

De koers viel terug met 15% naar DKK 367. Sindsdien hebben enkele aandeelhouders zich verenigd. Zij lijken een redelijk grote groep te vormen en zullen gesprekken met Thrane's management alsook met Cobham aangaan. Thrane's management heeft aangekondigd zelf strategisch onderzoek te doen naar alternatieven die meer waarde kunnen toevoegen dan het bod van Cobham. Medio mei komt die studie uit. Juno heeft ervoor gekozen haar positie in Thrane verder uit te breiden op niveaus die duidelijk onder het eerdere niveau van het bod van Cobham liggen.

Dit kwartaal kwam er belangrijk strategisch nieuws van het Duitse **Cewe Color**. Al eerder schreven we u over de seizoensverschuiving van de omzet naar de laatste paar maanden van het jaar. Met de opkomst van fotoboeken heeft deze trend verder doorgezet. Fotoboeken zijn immers een ideaal kerstcadeau en kunnen door consumenten in de koude wintermaanden van achter de computer eenvoudig worden samengesteld. De digitale drukpersen van Cewe lopen 24 uur per dag in december, maar zijn duidelijk onderbenut in het voorjaar en de zomermaanden. Een meer gelijke verdeling van klantenorders over het jaar zou daarom direct een aanzienlijke bijdrage aan de resultaten kunnen leveren.

Met de online-print service van Viaprinto had Cewe al voorzichtig ingezet op het uitvoeren van digitaal drukwerk voor bedrijven. De digitale druktechniek maakt dat voor kleine oplagen (tot 500 stuks) deze duidelijk goedkoper is dan de traditionele offset druktechniek. Het blijkt echter dat bedrijven ook voor kleine oplagen hun locale offset drukkers blijven gebruiken. Om deze klanten nu voor zich te winnen, heeft Cewe het Duitse Saxoprint gekocht. Dit bedrijf heeft een heel interessante groei laten zien, heeft in Dresden een ultra moderne offset drukkerij en is bovendien met haar webportals in verschillende Europese landen actief.

Cewe kan nu bedrijven een full-service dienstverlening bieden, met moderne offset printing voor grote oplages en haar bestaande digitale drukkerijen voor snelle service bij kleine aantallen. De Internationale webportals van Saxoprint maken bestellen gemakkelijk, ongeacht het benodigde aantal of locatie van de klant. Op termijn zal er een nieuw merk komen waarin Viaprinto (digitaal druk) en Saxoprint (offset) samen worden gevoegd.

De investering kan Cewe eenvoudig uit haar vrije cashflow betalen. Ondanks het verhoogde dividend over 2011 (+12%), het aandeleninkoopprogramma (€ 6,7 Mio) en haar lopende investeringen. 2011 Was dan ook een top jaar, met 5,1 mio verkochte fotoboeken, stijgende marges en een toename in de winst per aandeel van 41%. Voor 2012 is het management wat voorzichtig met haar groeiaannames. We denken dat een gepland (maar nog niet officieel aangekondigd) marketingoffensief voor de Saxoprint/Viaprinto organisatie daaraan ten grondslag ligt. Vanuit ons perspectief van een lange termijn investeerder kunnen wij ons vinden in een dergelijke structurele investering in de naamsbekendheid en toekomstige groei.

Een verhoging van de operationele risico's bij het Zweedse **Meda** deed ons besluiten om de grote bestaande aandelenpositie wat af te bouwen. Meda heeft last van prijsverlagingen, wat in onvoldoende mate wordt opgevangen door de introductie van verbeterde, dan wel nieuwe medicijnen. Meda blijft daarin achter bij onze verwachtingen.

Dit jaar wordt er een nieuw medicijn geïntroduceerd in de VS tegen neusallergieën, Dymista. Dit medicijn is een unieke combinatie van twee bestaande ingrediënten die in de VS het vaakst individueel worden voorgeschreven voor de behandeling van neusallergie: Azelastine en Fluticasone. Een totale markt van \$1,5 miljard. Het potentieel voor Dymista lijkt heel groot, maar er zal dit jaar voor bijna € 100 miljoen geïnvesteerd moeten worden in marketing en verkoop om het tot een succes te maken.

Daarnaast is Meda bezig met het opbouwen en internationaal uitbreiden van haar aanbod van *Over The Counter* medicijnen ('OTC' ofwel zonder doktersrecept verkrijgbaar). Ook deze activiteit vergt een aanzienlijke financiële investering.

Tot slot wordt onze tijdelijke waakzaamheid ingegeven door de onduidelijkheid over de opvolging van de huidige bestuursvoorzitter, Anders Lönner. Hij geniet ons volledige vertrouwen, maar over een jaar gaat hij met pensioen.

Lönner heeft bij zijn aantreden in 2001 direct contact gezocht met de Olsson familie, de familie achter het internationale conglomeraat; de Stena Group. Hij kreeg de familie achter zich met een strategie die gericht is op internationale expansie door het opkopen van bijna *off-patent* producten van de grote farmaciebedrijven. Daarnaast is er vooral veel focus op cashflow en wordt er relatief weinig geïnvesteerd in R&D. De familie heeft ook altijd meegedaan bij aandelenuitgiftes om overnames te financieren. Op dit moment bezit de Olsson familie 22,5% van de uitstaande Meda aandelen.

De gelden die vrijkwamen uit onze gedeeltelijke verkoop van de positie in Meda, werden gebruikt om de posities in Stratec Biomedical, Van De Velde, Gerry Weber en Simcorp te verhogen. De portefeuille is daardoor nu wat evenwichtiger gestructureerd dan voorheen.

Vooruitzichten

De eerste maanden van 2012 leek het alsof alle recente economische problemen opeens heel ver achter ons lagen. Met name bedrijven die Juno links laat liggen, de meer kapitaal-intensieve en risicovollere sectoren, toonden een sterk koersherstel. Het was een duidelijke terugkeer naar een 'risk-on' marktsituatie. Toch waren we niet ontevreden over de positieve koersontwikkeling van onze defensieve, stabiel groeiende bedrijven dit kwartaal.

Veel van onze deelnemingen zijn familiebedrijven of hebben een management dat zelf aandeelhouder is. Daardoor hebben ze een oprechte lange termijn visie, toewijding, creëren een sterke bedrijfscultuur en hebben een aversie tegen vreemd vermogen. Mede daardoor zijn onze ondernemingen vele malen sterker uit de recessie gekomen en hebben hun fundamenten voor toekomstige groei aanmerkelijk weten te versterken.

Na de sterke koersontwikkeling van ondernemingen die een duidelijk hoger risicoprofiel hebben dan de typische Juno deelneming, zal de markt nu naar waarschijnlijkheid ook perioden van consolidatie gaan krijgen. Dat is een normaal proces. Daarbij blijven een aantal kernfactoren van groot belang: de sterkte van de Duitse economie, het aanhoudende herstel in de VS en de oplopende inflatie in Europa. Juno's deelnemingen zijn goed geoutilleerd voor oplopende inflatie, maar dat geldt niet voor de meeste andere beursgenoteerde bedrijven. In de komende tijd zou door deze oplopende inflatie de obligatiemarkt onder verkoopdruk kunnen komen te staan. Er zijn dan niet veel veilige havens voor het geld dat dan vrijkomt. Kwaliteitsaandelen kunnen dan wel eens 'the only game in town' zijn.

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%
2011	+ 3%	- 21%	- 12%	+ 6%
1e kwartaal 2012	+ 8%	+ 14%	+ 4%	+ 3%
2012	+ 8%	+ 14%	+ 4%	+ 3%
Sinds start *	+ 42%	- 11%	- 33%	+ 23%

*) fondsbegin: 11 januari 2008

Top 5 Aandelen Posities

NAAM	LAND
CeWe Color	Duitsland
Aryzta	Zwitserland
Simcorp	Denemarken
TGS-Nopec	Noorwegen
Van de Velde	België

Verslag over het eerste kwartaal 2012.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in april 2012 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

