



JUNO
Selection Fund

Verslag over het tweede kwartaal
en halfjaar rapport

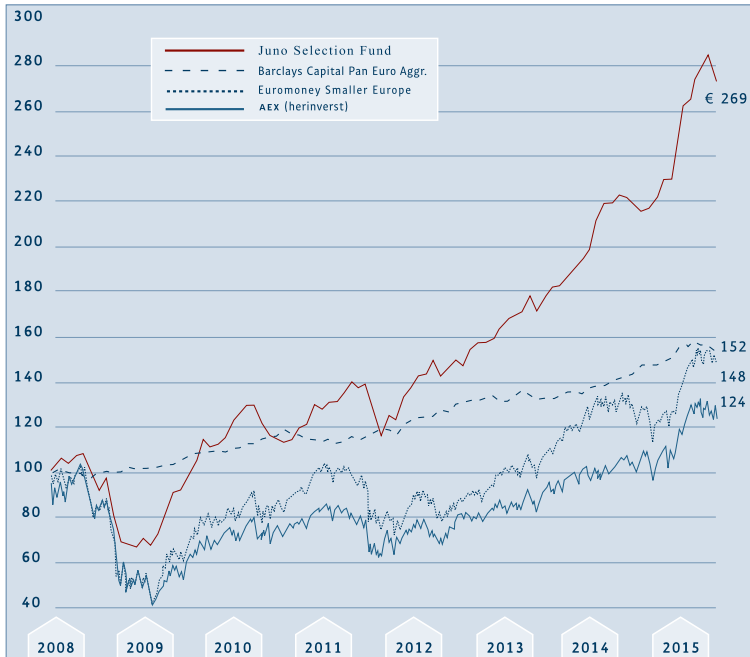
Verslag over het tweede kwartaal en halfjaar rapport 2015

Verslag over het tweede kwartaal en halfjaar rapport 2015

Rendement Juno Selection Fund

Het tweede kwartaal, dat eindigde op 30 juni, hebben we afgesloten met een koers van **€269,40** per participatie. Na de stijging in het eerste kwartaal van 15,2% bedroeg de toename in het tweede kwartaal 3,2%. Voor de eerste helft van dit jaar komen we daarmee uit op een positief rendement van 18,9%.

De koersstijging van het Juno Selection Fund kan ook dit jaar de Europese aandelenmarkten weer voor blijven: de AEX (met dividend) steeg met 13,1% en de Euromoney Smaller Europe Index met 17,7%. De afgelopen zeven en een half jaar kon het Juno Selection Fund een uitstekend rendement tonen. Gemiddeld kon er een jaarlijkse koersstijging van 14,2% worden behaald. De gerapporteerde winsten van onze deelnemingen konden jaarlijks zelfs met gemiddeld 15,4% stijgen.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

De portefeuille als geheel ligt goed op koers om de geplande jaarlijkse groei in winsten van 10-15% te behalen. In het eerste halfjaar rapporteerden enkele bedrijven in de portefeuille tegenvallende resultaten. Ondanks deze tegenvallers, konden andere bedrijven uit de portefeuille sterke winst en koersontwikkelingen noteren, waardoor de negatieve invloeden ruimschoots konden worden gecompenseerd.

Sinds enkele jaren zijn we mede-eigenaar van het Duitse **Gerry Weber**. Het bedrijf leek eerder dit jaar op koers te liggen om het wat zwakke 2014 achter zich te laten en dit jaar een stijging van de operationele marge en de omzet te realiseren. De algehele terugval van verkopen in de modebranche met ruim 5% (bron Textilwirtschaft) gooide echter roet in het eten. Hoewel de 1036 eigen winkels House of Gerry Weber, Taifun en Hallhuber deze negatieve trend nog enigszins konden weerstaan (-4,6%), liepen de verkopen aan derden, de 'wholesale' verkopen, terug met bijna 12%. Deze teleurstelling kwam hard aan en maakte dat het management de verwachtingen scherp moest bijstellen. De koersreactie was negatief en drukte relatief zwaar op de koersresultaten van het Juno Selection Fund in de maand juni.

Incidentele aspecten zoals weersomstandigheden, of een gemiste collectie, zijn overkoombaar. We denken bijvoorbeeld dat in de eigen winkels van Gerry Weber de voorraadreductie te ver is doorgeslagen, waardoor haar typische klanten het gevoel hadden minder keus te hebben dan in het verleden. Hierdoor kwamen er minder klanten in de winkels. Het gemiddelde transactiebedrag was gelukkig nagenoeg onveranderd.

Verkopen aan derden liepen veel harder terug dan had mogen worden verwacht. De exacte reden is deels structureel. Het is namelijk niet te ontkennen dat winkelstraten te lijden hebben onder een toename van verkopen via het internet. Dit raakt met name wholesale klanten met eigen winkels, die naast de kleding van Gerry Weber ook andere, meer op jongeren gerichte kleding verkopen.

Echter, er is ook een meer incidenteel aspect dat speelt. Gerry Weber heeft een zeer starre houding aangenomen wat betreft de relaties met de wholesale klanten ten tijde van de zwakkere detailhandelsverkopen van de laatste tijd. Er werd bijvoorbeeld geen toestemming verleend om haar merkkleding af te prijzen en ze hielden strikt vast aan gemaakte betalingsafspraken met de klanten. Dit lijkt een loyaliteitsprobleem veroorzaakt hebben, waar Gerry Weber nu de prijs voor betaalt.

Hoewel we in eerste instantie geneigd waren de positie af te bouwen, werd het aandeel in onze ogen te hard afgestraft en hebben we de bestaande positie grotendeels gehandhaafd. De oprichters kochten voor enkele miljoenen Euro's aandelen bij in het bedrijf. We bekijken de situatie zeer kritisch en zullen indien we daartoe verdere aanleiding zien, de positie in het fonds aanpassen.

Voor het Zwitserse **u-blox** is het jaar sterk begonnen en in maart konden ze de vooruitzichten voor 2015 verhogen. De producent van communicatie- en positioneringsmodules en chips zag met name de vraag naar haar positioneringsproducten sterk toenemen. Steeds meer toepassingen maken gebruik van het signaal van positioneringssatellieten om hun exacte locatie te bepalen. Nieuwe auto's bevatten tegenwoordig meerdere positioneringschips die het door de Europese Unie verplicht gestelde e-call systeem aansturen: bij een ongeluk worden hulpdiensten dan automatisch naar de ongelukslocatie gestuurd.

Daarnaast bieden verzekeraars speciale kastjes in de auto aan, die het rijgedrag analyseren en de premiekosten voor de verzekeringnemer verlagen bij goed rijgedrag. Ook ziet u-blox groeiend gebruik van positioneringschips in toepassingen voor vlootmanagement voor transportbedrijven, containertracking in scheepshavens en een divers scala aan consumentenproducten zoals fietscomputers en fitnessarmbanden. Het signaal afkomstig van de satellietssystemen kan ook worden gebruikt om zeer nauwkeurig de tijd te bepalen.

Dit is essentieel voor veel netwerkinfrastructuren. De positioneringschips van u-blox worden omwille van deze functionaliteit daarom ook gebruikt in bijvoorbeeld alle 4G masten in China. Kortom, we kijken met vertrouwen uit naar de te verwachten groei in de winst voor u-blox in 2015, en vooral ook in de komende jaren.

De verwachtingen van het Engelse LED verlichting fabrikant **Dialight** konden niet waargemaakt worden. Na de aankondiging van de ziekte en noodgedwongen aftreden van de CEO Roy Burton, werd er een nieuwe directeur aangetrokken. Michael Sutsko ging in mei van start. Hij besloot direct een aantal operationele zaken anders aan te pakken, waardoor de marges de tweede helft van het jaar onder druk zouden komen te staan. Toen in juni ook nog werd aangekondigd dat de verkopen van LED verlichting aan de olie-, en gasindustrie in een maand tijd opeens sterk waren teruggevallen, verkochten wij onze kleine positie.

De operationele gang van zaken bij het Zwitserse **Aryzta** verloopt dit jaar anders dan onze verwachtingen. Nadat het management besloot om haar meerderheidsaandeel binnen Origin Enterprises te verkopen, werden de vrijgekomen gelden niet aangewend om de schuldpositie te reduceren of verdere acquisities te doen op het bekende terrein van afbakbroden. In plaats hiervan werd besloten om een 49% aandeel te kopen in het Franse Picard Surgelé, een winkelketen in diepvriesproducten. Deze acquisitie komt ons als onlogisch voor want we zien weinig aansluiting bij de bestaande activiteiten van de groep.

Hierbij komt nog een doorgevoerde rationalisering van het productenassortiment in de VS, dat leidde tot een onverwachte daling in de omzet aldaar. Hoewel het management vol vertrouwen is dat deze rationalisering zal leiden tot een hernieuwde groei in verkopen van meer winstgevendende producten, is de timing ongelukkig nu deze samenloopt met de acquisitie van Picard. De winstgroei zal worden gereduceerd tot nog slechts een marginale toename. We zijn ongelukkig met deze ontwikkeling en volgen de situatie nauwgezet.

Vooruitzichten

Na enkele maanden van euforie op de beurzen, is de angst terug. Daar waar Ierland, Spanje en Portugal al grote sociale en financiële offers brachten en daarmee hun economie weer goed op de rit kregen, blijkt dit in Griekenland niet haalbaar. De gevolgen van een Griekse exit uit de Eurozone zijn evident: door het afschrijven van de leningen aan dit land, zullen ook andere zwakkere Europese landen kunnen besluiten hun schulden niet, of uitgesteld terug te betalen. De blootstelling aan Griekenland van Europese bedrijven en private banken lijkt al grotendeels afgebouwd, waardoor het voornamelijk een macro-economisch probleem is.

Deze onzekerheid is voor veel beleggers reden om wat van hun opgelopen winsten te verzilveren. Al dit Europese lawaai overstemt echter de stevige financiële resultaten van Europese bedrijven. De zwakke Euro heeft voor exporteurs voordelen en de lage olieprijs en lage rente reduceren operationele kosten. We denken dat de Europese winsten dit jaar positief kunnen verrassen.

Al deze macro-economische onrust deert onze portefeuille van steeds groeiende Europese familiebedrijven gelukkig zeer weinig. Ondanks wat tegenwind bij enkele ondernemingen dit halfjaar, denken we dat we ook in 2015 weer een gezonde winstgroei kunnen tonen. Historie leert dat koersen daar snel op volgen. De prijs die we voor die aantrekkelijke, groeiende bedrijven betalen blijft aantrekkelijk.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits

Juno Selection Fund: Historisch Rendement

	Juno Selection Fund	Euromoney Smaller Europe Index	AEX Index (reinvest)	BarCap PanEuro Index
2008 *	- 33%	- 48%	- 49%	+ 1%
2009	+ 70%	+ 55%	+ 36%	+ 8%
2010	+ 12%	+ 23%	+ 6%	+ 4%
2011	+ 3%	- 21%	- 12%	+ 6%
2012	+ 19%	+ 20%	+ 10%	+ 11%
2013	+ 22%	+ 29%	+ 17%	+ 1%
2014	+ 19%	+ 3%	+ 8%	+ 12%
1e kwartaal 2015	+ 15%	+ 17%	+ 16%	+ 5%
2e kwartaal 2015	+ 3%	+ 0%	- 2%	- 4%
	---	---	---	---
2015	+ 19%	+ 18%	+ 13%	+ 1%
Sinds start *	+ 169%	+ 49%	+ 24%	+ 52%

*) fondsbegin: 11 januari 2008

Top 5 Aandelen Posities

NAAM

LAND

Simcorp

Denemarken

Dialog Semi

Verenigd Koninkrijk

u-blox

Zwitserland

Stratec Biomedical

Duitsland

Van de Velde

België

Verslag over het tweede kwartaal en halfjaar rapport 2015.

Vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in juli 2015 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