



JUNO
Selection Fund

Verslag over het tweede kwartaal
en halfjaar rapport

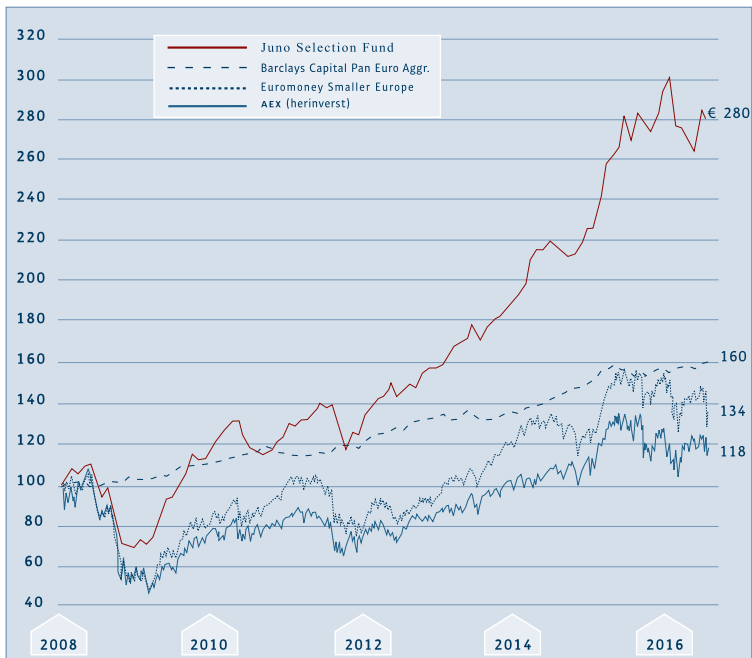
Verslag over het tweede kwartaal en halfjaar rapport 2016

Verslag over het tweede kwartaal en halfjaarrapport 2016

Rendement Juno Selection Fund

Het tweede kwartaal, dat eindigde op 30 juni, hebben we afgesloten met een koers van **€279,93** per participatie. Dat impliceert een daling van 7,0% gedurende de eerste helft van dit jaar. Juno kende een sterk tweede kwartaal (+3,1%) en kon daarmee de matige start van 2016 enigszins compenseren.

Afnemende economische verwachtingen in China en de vs drukten het marktsentiment in het eerste kwartaal. Aansluitend veroorzaakte het voorgenomen vertrek van het VK uit de Europese Unie een schok in de financiële markten. De Europese Euromoney Smaller Companies Index daalde in het eerste halfjaar met 10,8%. De Nederlandse AEX-index bleef min of meer onveranderd (0,7%).



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Het onderkennen van kwaliteit van een (familie)bedrijf is soms betrekkelijk eenvoudig. Maar goed doorgronden hoe het management de groei voor de komende jaren ziet, en de route daarnaartoe uitstippelt, is lastiger. Als die route mettertijd sterk verandert, is het zaak dat we ons afvragen of het bedrijf nog wel bij ons past. In het geval van het Zwitserse **Aryzta** constateerden we dat de strategische keuzes die het management maakt, door ons niet langer voldoende worden begrepen. De logica van de acquisities ontgaat ons en de financiering van het bedrijf is de afgelopen jaren aanzienlijk risicovoller geworden. Na vele jaren in de portefeuille, verkochten we onze gehele positie in het voorjaar.

Nieuw in de portefeuille is **Salvatore Ferragamo**. Bijna 100 jaar geleden opende de naamgever van het bedrijf op 25-jarige leeftijd zijn eerste schoenwinkel in Hollywood. De Italiaanse immigrant was zo geobsedeerd met de pasvorm van schoenen, dat hij aan de universiteit zelfs anatomie ging studeren. Bekende filmsterren in Hollywood waren idolaat van zijn schoenen, maar de vraag was te groot voor de productie omdat het aanbod van gekwalificeerde medewerkers beperkt was, en Ferragamo keerde terug naar Italië. Daar opende hij in 1927 zijn eerste winkel in Florence.

In 2016 verkoopt het bedrijf dat zijn naam draagt, producten in 90 landen, heeft meer dan 390 eigen winkels en is toeleverancier van 270 multi-label winkeliers en warenhuizen. De omzet over het afgelopen jaar bedroeg € 1,4 miljard, waarop een indrukwekkende nettowinst werd behaald van € 174 miljoen. Er wordt ook veel cash gegenereerd: het afgelopen jaar bijna € 200 miljoen. En, typisch voor de bedrijven waarin Juno investeert, er staat in 2016 geen cent schuld op de balans.

Hoewel schoenen nog steeds het belangrijkste product vertegenwoordigen binnen de omzet (42%), worden de hoogste marges gehaald met lederwaren (37% van de omzet) en accessoires (7% van de omzet).

De laatste twee categorieën groeien ook het snelst. Met name de Ferragamo handtassen geven een belangrijke impuls aan de winstgroei van de groep. De huidige product- en prijspositionering van Ferragamo biedt nog interessante mogelijkheden. In deze luxe-goederensector neemt Hermès namelijk de absolute top van de piramide in, en dat bedrijf is qua prijsstelling navenant gepositioneerd. Ferragamo's prijspunten liggen lager, maar er is ruimte om naar boven op te schuiven zonder zichzelf uit de markt te prijzen of Hermès te bedreigen.

In het gesprek dat we hadden met de cfo, Ernesto Greco, gaf hij aan dat met zo'n 400 winkels het bedrijf feitelijk al op de meest interessante plekken op de wereld in luxe winkelstraten is vertegenwoordigd. Additionele winkels openen resulteert in afnemende meerwaarde, omdat de beste plekken al ingenomen zijn. Hij pleit voor het verhogen van de winst met het bestaande distributienetwerk. Dat neemt niet weg dat er hier en daar nog winkels bij komen, of worden gesloten. Maar het verhogen van de prijzen, het verminderen van de kortingen (discounts), beter inkoopbeleid en meer eigen productie, zijn de motoren achter de toekomstige winstgroei. In de cijfers van het eerste kwartaal 2016 zagen we dit al terug: de omzet -2%, directe kosten -9%, met als resultaat een stijging van de nettowinst met 10%. De nieuwe bestuursvoorzitter, Eraldo Poletto (voormalig ceo van Furla) brengt veel nuttige ervaring. Op de middellangere termijn verwachten we voor het bedrijf als geheel een goede winstgroei.

We hebben tevens een nieuwe positie opgebouwd in het Italiaanse familiebedrijf **Brembo**, producent van remsystemen voor auto's en motorfietsen dat levert aan nagenoeg alle *premium cars*, zoals Ferrari, Porsche en Lamborghini. Brembo werd in 1961 opgericht door Emilio Bombassei, de vader van de huidige groeps-president Alberto. Hij werd in 1975 door Enzo Ferrari gevraagd de remsystemen voor zijn raceauto's te leveren. Vandaag rijden alle Formule 1 teams (met uitzondering van McLaren) met Brembo remsystemen.

Brembo's Racing divisie is zeer winstgevend, maar vertegenwoordigt slechts een klein gedeelte van de groepsactiviteiten. Het levert wel technologische innovatie op, die zijn weg vindt naar verbeterde remsystemen in consumentenauto's. Brembo is dankzij de motorsport zeer herkenbaar als premium-merk. Enkele automerken adverteren zelfs met de in hun auto geplaatste felgekleurde Brembo remklauwen.

Juno's eerste kennismaking met Brembo was twee jaar geleden in Bergamo. De kapitaalintensiteit en schuldenratio van meer dan 60% weerhielden ons toen van investeren. Brembo stond destijds aan het einde van een investeringscyclus waarbij nieuwe productiecapaciteit was gerealiseerd in Tsjechië en Polen. Intussen zijn deze investeringen zeer succesvol gebleken en de vrije kasstroom is gebruikt om de schuldenratio af te bouwen. Brembo's nieuwe productiecapaciteit in de vs kan nu grotendeels uit de eigen kasstromen worden gefinancierd.

De mate waarin Brembo afhankelijk is van wereldwijde economische groei, is een belangrijk discussiepunt geweest voor ons. Hoewel Brembo hier gevoelig voor is, denken wij dat het bedrijf de komende jaren haar omzet harder zal kunnen laten groeien dan de markt. De grote technologische voorsprong van de remsystemen van Brembo brengen een belangrijk voordeel qua gewicht. Milieuwetgeving maakt het nu economisch interessant voor veel meer autoproducenten om voor de duurdere, maar lichtere Brembo-remsystemen te kiezen. Vooral producenten van elektrische auto's, waar gewicht van doorslaggevend belang is, tonen interesse. Daarmee wordt de markt voor Brembo-systemen aanmerkelijk vergroot, hetgeen de toekomstige (winst)groei duidelijk voorspelbaarder maakt.

Vooruitzichten

Nu het VK heeft besloten de Europese Unie te willen verlaten, is er veel onzekerheid. Er zijn mogelijk verstrekkende gevolgen voor de Britse economie, die hun weerslag op de rest van Europa kunnen hebben. Veel hangt af van hoe de scheiding wordt uitonderhandeld. Beleggers houden niet van onzekerheid en stapten blindelings uit beleggingen die een link met het VK hadden en koersen daalden hard.

Goed analyseren wat de blootstelling van een bedrijf is naar de Engelse markt, levert interessante mogelijkheden op. Juno had al vóór het referendum vastgesteld dat de invloed van een vertrekkend VK slechts zeer weinig negatieve gevolgen voor haar bedrijven zou hebben. Gelukkig hebben we dat teruggezien in de beperkte negatieve koersontwikkelingen bij onze ondernemingen.

Voor 2016 verwachten we dat onze bedrijven opnieuw binnen onze doelstelling van 10-15% winstgroei kunnen gaan presteren. De prijs die we voor die winst(groei) betalen, blijft aantrekkelijk, mede gezien de zeer lage rentestanden.

Halfjaarrapport Juno Selection Fund

In dit kwartaalverslag treft u tevens het financiële rapport voor het Juno Selection Fund over het eerste halfjaar van 2016 aan. De daarin opgenomen informatie is niet door de accountant gecontroleerd. Dit gebeurt standaard alleen bij de jaarrapportage.

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 (incl. dividend)	BarCap PanEuro Index
2008 *	- 33%	- 48%	- 47%	+ 1%
2009	+ 70%	+ 55%	+ 42%	+ 8%
2010	+ 12%	+ 23%	+ 9%	+ 4%
2011	+ 3%	- 21%	- 9%	+ 6%
2012	+ 19%	+ 20%	+ 13%	+ 11%
2013	+ 22%	+ 29%	+ 20%	+ 1%
2014	+ 19%	+ 3%	+ 8%	+ 12%
2015	+ 33%	+ 19%	+ 7%	+ 2%
1 ^e kwartaal 2016	- 10%	- 6%	+ 0%	+ 2%
2 ^e kwartaal 2016	+ 3%	- 5%	+ 1%	+ 2%
2016	- 7%	- 11%	+ 1%	+ 4%
Sinds start *	+180%	+ 34%	+ 18%	+ 59%

*) fondsbegin: 11 januari 2008

Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
SimCorp	Denemarken
Dialog Semi	Verenigd Koninkrijk
U-blox	Zwitserland
Abcam	Verenigd Koninkrijk
Sartorius	Duitsland