

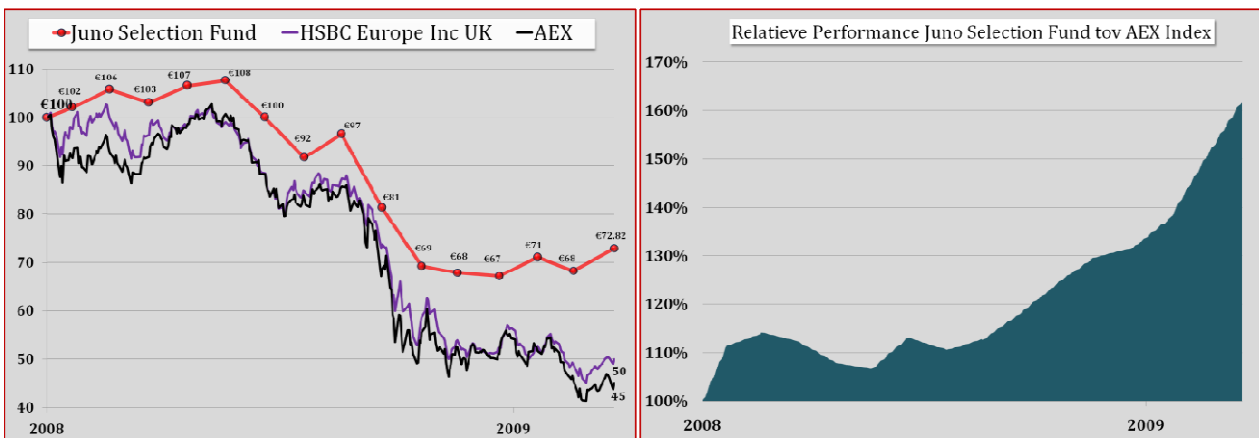
Wassenaar, 8 april 2009

Betreft: 1^e kwartaal 2009, Juno Selection Fund

Geachte Participant,

Performance

Het eerste kwartaal van het Juno Selection Fund hebben we afgesloten met een koers van **€72.82** per participatie. Sinds het begin van het jaar 2009 is dat een positief rendement van 8.4%. Dat is in scherp contrast met de ontwikkeling op de Europese beurzen. Deze konden tegen het einde van het kwartaal eindelijk wel weer een beetje opveren, maar toch werd de gehele periode wederom met een min afgesloten (gemiddeld -5%). De Nederlandse AEX moest nog meer terug en daalde zelfs met 12% in de eerste drie maanden van het jaar. De relatieve *outperformance* van het fonds ten opzichte van de AEX is daarmee nog verder gestegen: de AEX moet nu met 62% stijgen om op het niveau van het Fonds uit te komen.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Het Duitse **Bijou Brigitte** kon over 2008 een nieuwe recordwinst bekendmaken en handhaaft het hoge dividend van €6.50. De winst van €83M was geflatteerd door de verlaging van het belastingtarief in Duitsland, maar dat neemt niet weg dat een netto marge van 22% wel bevestigt wat een bijzonder bedrijf dit is. Er werd voor €14M aandelen ingekocht en toch kon de hoogte van de liquide middelen het afgelopen jaar weer verder oplopen¹. Het einde aan een daling van de omzet in winkels in de Duitse thuismarkt was misschien nog wel het beste nieuws dat we kregen. Dat Bijou Brigitte's winkels in Spanje, Italië en Frankrijk een teruggang in de verkopen laten zien, is geen verrassing. Voor dit jaar denken we dat deze teruggang in de omzet voor een groot deel kan worden gecompenseerd met nieuwe winkelopeningen (circa 80), veelal in nieuwe regio's zoals Scandinavië en Oost-Europa.

TGS-NOPEC was de absolute ster in onze portefeuille dit eerste kwartaal. Dit Noorse bedrijf is gespecialiseerd in het verzamelen en interpreteren van seismische data voor de exploratie naar olie. Niet alleen werden er uitstekende resultaten over 2008 bekendgemaakt, CEO Hank Hamilton gaf ook blijk van voorzichtig optimisme voor 2009. Oliemaatschappijen hebben aangegeven bijzonder geïnteresseerd te zijn in de grote seismische studies die door TGS in 2008 werden uitgevoerd. Dat lijkt paradoxaal, aangezien de

¹ Onder voorbehoud: definitieve jaarcijfers nog niet gepubliceerd

olieprijs veel lager ligt dan de piek van \$147. Toch blijven budgetten bij TGS grootste klanten redelijk op peil. Zo gaven Shell, Total en Petrobras aan hun exploratie budgetten in 2009 niet te verlagen. De wereldwijde oliereserves blijven dalen en deze willen zij op peil houden om aan de vraag te voldoen zodra de economie weer aantrekt. Naarmate het 1^e kwartaal vorderde, kwam ook de olieprijs weer boven de \$50 en dat deed de koers van TGS nog meer goed.

De dramatische daling van het Engelse Pond in het 4^e kwartaal van 2008, werd gelukkig in dit kwartaal iets gecorrigeerd, waarvan de waarde van onze deelneming **Healthcare Locums** ("HCL") kon profiteren. Ondanks dat de gerealiseerde cijfers over 2008 indrukwekkend waren, bewoog de aandelenkoers zich nauwelijks in het eerste kwartaal. De *Gross Profit* (voor een bedrijf in de uitzendbranche vergelijkbaar met behaalde omzet) steeg organisch met 30% over het gehele jaar 2008 en met maar liefst 45% in de tweede helft van 2008. De winst voor belasting en ook de winst per aandeel verdubbelden. Vreemd vermogen werd afgelost en een dividend voorgesteld, dit alles conform plan. Ook voor dit jaar blijft de uitdaging voor HCL het vinden van voldoende hoog opgeleide artsen, om aan de grote vraag naar medici te blijven voldoen.

De ontwikkeling in de beurswaarde van het Iers/Zwitserse **Aryzta** liet in het eerste kwartaal te wensen over. De producent van afbakbroden en koekjes kreeg te maken met angst bij investeerders dat de omzet van producten in hun duurdere segment (zoals Otis Spunkmeyer koekjes, Labrea brood) onder de huidige crisis zouden lijden. Ook Aryzta's activiteiten in het economisch hard geraakte Ierland, baarden investeerders zorgen. Echter, de cijfers over het fiscale eerste halfjaar (t/m 31 januari 2009) bleken uitstekend. De omzet steeg in alle segmenten en, nog veel belangrijker, de marges namen toe en het rendement op geïnvesteerd kapitaal steeg. Dit laatste is opmerkelijk gezien de investering van €200M in de nieuwe productiecapaciteit in Grangecastle, die pas eind januari 2009 in gebruik werd genomen. Het management blijft hameren op het belang van het genereren van cash en het verhogen van de marges.

Vooruitzichten

Sinds het begin van het jaar is de depositorente wederom gehalveerd: naar 1.5%. Dit is een weinig aantrekkelijke beloning voor investeerders. Echter, de aanhoudende onzekerheid op het gebied van de economische ontwikkelingen, zorgt er voor dat veel potentiële investeerders in aandelen aan de zijlijn blijven. Liever een laag rendement dan (nog meer) koersverlies. Als de markt echter voelt dat de bodem misschien wel is bereikt qua negatief nieuws, dan kunnen koersen in korte tijd heel hard aantrekken.

In tegenstelling tot vele beursgenoteerde bedrijven, hebben onze negen deelnemingen een uiterst gezonde financiering en een business model dat winstgroei redelijk voorspelbaar maakt. We maken ons daarom geen zorgen over verwaterende aandelenemissies of het overleven van het bedrijf in deze barre tijden. Onze bedrijven groeien, hebben vet op de botten en geven ons ook nog eens een goed dividend. We blijven focussen op voorspelbare groei en een hoog rendement op kapitaal. Die voorspelbare groei maakt dat wij veel vertrouwen houden in een toename van de waarde van het Juno Selection Fund. Ook voor 2009 denken wij dat de ondernemingen die wij voor u selecteerden als groep zullen groeien en verwachten dit in de koersen gaat worden gereflecteerd.

Graag willen wij u ook nog wijzen op de bijgevoegde brief voor de eerste Participantenvergadering van het Fonds op; **vrijdag 5 juni 2009** op de Laan van Hoogwolde 2, te Wassenaar.

Mocht u vragen of opmerkingen hebben, staan wij u uiteraard steeds heel graag ter beschikking.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,

Frans Jurgens

Lennart Smits