

Verslag over het derde kwartaal 2009

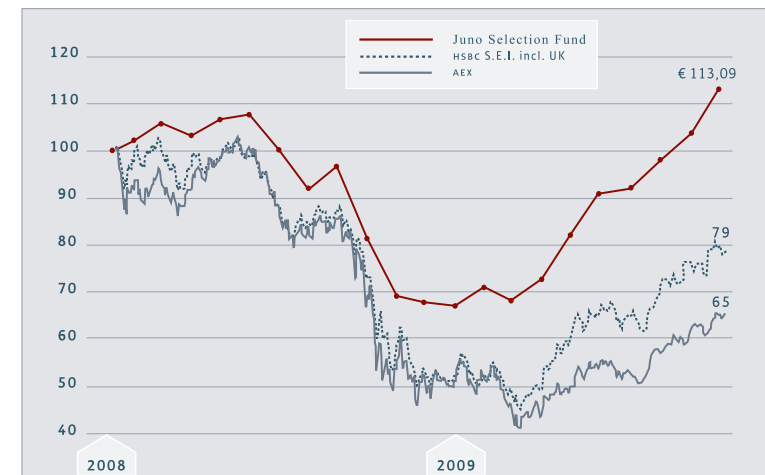
## Verslag over het derde kwartaal 2009

### Rendement Juno Selection Fund

Het derde kwartaal, dat eindigde op 30 september 2009, hebben we afgesloten met een koers van **€113,09** per participatie. De stijging in het derde kwartaal bedroeg 23,4%. Vanaf het begin van het jaar is het rendement 68,4%. Sinds de start van het fonds in januari 2008 zijn we tevreden met het absolute rendement van 13,1%.

Gedurende de eerste negen maanden van 2009 steeg de HSBC Smaller Europe Index met 52,1% en de AEX met 26,6%. Net als in 2008 kon Juno dit jaar dus weer duidelijk betere prestaties neerzetten dan de indices. Alleen in 2009 al, steeg het Juno Selection Fund 2,5 keer zo hard als de AEX. Die Index moet nu met 75% stijgen om op het niveau van het Juno Selection Fund uit te komen.

We lieten niet alleen de aandelen indices achter ons, ook was er over de afgelopen 12 maanden geen enkel ander Europees aandelenfonds dat beter presteerde dan Juno.<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> bron: [www.morningstar.nl](http://www.morningstar.nl), "1 Jr Rend. %", per 30.09.2009 alle Europese Aandelen fondsen.

Net als afgelopen kwartaal wijzen wij u er echter op dat het niet waarschijnlijk is dat wij ieder kwartaal opnieuw een dergelijke outperformance kunnen realiseren.

### Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Het Franse **Vet’Affaires**, uitsluitend actief in Frankrijk met haar hard-discount textielwinkels, deed in het tweede kwartaal een bod op 350.000 van haar eigen aandelen. Het bod van €13 vonden wij te laag. De intrinsieke waarde lag in onze ogen een stuk hoger. Meerdere aandeelhouders van het bedrijf vonden het bod van €13 ook te laag: er werd slechts 27% van de 350.000 aandelen aangeboden. Hierop besloten wij direct ons belang uit te bouwen tegen de beurskoers van €13.

Enkele weken later meldde het bedrijf de winstcijfers over het eerste halfjaar. Deze waren niet goed. De belangrijkste oorzaak is de terugvallende omzet in de bestaande winkels. Operationeel gezien, werd de verbetering die in deze fase van de economische cyclus mag worden verwacht, onvoldoende gerealiseerd. Ook is de verwachting van het management voor het verdere verloop van 2009 in onze opinie te optimistisch. Toch steeg de koers in een snel tempo naar €20. De reden hiervoor was dat deze halfjaarcijfers in positieve zin werden overschaduwed door de aankondiging van een super dividend. Deze betaling aan de eigenaren zal €2,80 gaan bedragen en komt bovenop het reguliere dividend van €1. Bij een koers van €20, bereikten we een prijsniveau dat boven de door ons berekende waarde van het bedrijf ligt. De combinatie van deze koers met de aanhoudend tegenvallende operationele activiteiten, deed ons besluiten de gehele positie te verkopen.

De hele wereld kijkt uit naar de eerste tekenen van “green shoots” als teken van het einde van de recessie. Wij denken dat vooral de terugkeer van de consument dat herstelmoment aankondigt. Bij onze Duitse deelneming **Bijou Brigitte** zien we sinds kort die eerste signalen. De omzet in bestaande winkels in haar grootste markt (Duitsland) nam in het tweede kwartaal

weer toe. Ook in Italië en Nederland werd er meer verkocht in de bestaande winkels. Verder bleek het inkoopbeleid opnieuw te profiteren van een gunstigere dollar koers en steeds verbeterende inkoopcondities. De operationele winst nam in de eerste zes maanden toe. Ook konden de financiële middelen met ruim € 20M toenemen, ondanks de 33 winkelopeningen in de eerste helft van het jaar. Er staat nu ruim €180M aan contanten op de balans en geen vreemd vermogen.

Bijou is een uniek bedrijf. De netto marges zijn met 20% uitzonderlijk, al helemaal gezien de staat van de economie op dit moment. Als sterke speler ziet Bijou kleinere concurrenten nu de markt verlaten. Door een uitgekiend logistiek systeem en grote inkoopkracht kan Bijou haar marktpositie goed blijven verdedigen en de marges nog verder verhogen. Ook de vrije kasstroom is sterk. Deze bedraagt zelfs na belasting, uitbreiding van het winkelnetwerk en na het dividend van €6,50 per aandeel, meer dan €20M per jaar. Er zijn bovendien uitstekende groeimogelijkheden in verschillende (nieuwe) regio’s en landen, zoals bijvoorbeeld Scandinavië en Turkije. Nu dit jaar ook de omzet in de circa 1100 winkels weer begint aan te trekken, zal duidelijk zijn waarom dit een typische Juno onderneming is, waarin we onze positie verder hebben verhoogd in dit kwartaal.

De grootste positie is momenteel het Deense **SimCorp**. Gedurende de laatste maanden hebben we ons belang in het softwarebedrijf vergroot. De reden hiervoor is dat het steeds zichtbaarder wordt dat Simcorp de crisis in de financiële wereld erg goed doorstaat. Als toeleverancier aan verzekeraars, pensioenfondsen en banken waren beleggers bezorgd dat SimCorp het erg moeilijk zou krijgen. Het tegenovergestelde blijkt waar: het is nog duidelijker geworden wat een cruciale rol deze software binnen de financiële organisaties inneemt. De SimCorp Dimension software bewees de afgelopen 12 maanden keer op keer haar waarde. Vermogensoverzichten en risico rapportages kunnen namelijk in zeer korte tijd worden opgesteld, waar voorheen dagen nodig waren. Bij het omvallen van een bank als Lehman, een essentiële tijdswinst.

De wens van financiële partijen om steeds betere risico rapportage en controle te hebben, versterkt daarom de huidige vraag naar de Dimension software.

Het business model van SimCorp maakt de inkomsten stroom van het bedrijf in grote mate voorspelbaar. Klanten betalen jaarlijks een licentie om deze essentiële software te mogen blijven gebruiken. Daar staat tegenover dat Simcorp reguliere updates en het volledige onderhoud aan de klanten biedt. Deze onderhoudscontracten verzekeren SimCorp al op 1 januari van ruim 2/3 van haar omzet voor dat jaar. Daarnaast heeft het bedrijf geen vreemd vermogen en beschikt over ruimschoots voldoende vrije kasstromen om de groei in nieuwe markten als Frankrijk en de V.S. te financieren. We verwachten verder dat CEO Peter Ravn ook dit jaar weer zijn doelstellingen zal overtreffen. Bovendien denken wij dat SimCorp in het vierde kwartaal haar aandelen inkoopprogramma kan gaan hervatten.

### Vooruitzichten

De sterke koersstijging van de markten in dit kwartaal lijkt aan te geven dat de economie weer de stijgende lijn te pakken heeft. Hoewel het klopt dat de dalingen van belangrijke economische indicatoren afnemen, zijn er in onze ogen nog niet heel veel echt positieve ontwikkelingen. De aandelenmarkten lijken ook voornamelijk door de lage rendementen op spaargelden en obligaties te worden gevoed. Doordat investeerders op hun deposito's weliswaar zekerheid krijgen, maar geen rendement, wordt de aandelenmarkt als alternatief steeds aantrekkelijker.

Door de onverwacht sterke stijging van die beurs die gepaard ging met relatief lage handelsvolumes, zijn er waarschijnlijk veel beleggers die deze beursrally gemist hebben. Wij achten het heel waarschijnlijk dat een correctie in de markt van 5-10%, door deze groep direct zal worden aangegrepen om alsnog in te stappen.

De aanhoudende onzekerheid over het herstel van de economie, maakt het echter zaak om juist nu heel zorgvuldig te kiezen waarin geïnvesteerd gaat worden. Bedrijven die met een relatief hoge mate van zekerheid hun omzet en winsten voor de komende maanden kunnen voorspellen, verdienen de voorkeur. Er zijn namelijk nog vele bedrijven die geen verbetering in de vraag zien en waarvoor de toekomst nog erg onzeker blijft.

Krapte in kredietverlening is een tweede aspect dat als selectie criterium een belangrijke rol speelt. Ondernemingen die leningen moeten herfinancieren of nieuwe leningen moeten afsluiten, kunnen daardoor in de problemen komen. Aandeelhouders moeten dan de benodigde contanten bijstorten om financiële middelen aan te vullen maar verwateren daarmee hun bestaande belang. Als beleggers de keuze hebben, zouden ze er beter aan doen ondernemingen te selecteren die iedere maand geld overhouden (vrije kasstroom) die gefinancierd zijn met weinig of geen vreemd vermogen.

Er zijn maar heel weinig Europese ondernemingen die deze voorspelbare groei, sterke rendementen en goede balansstructuren hebben. En er zijn er nóg minder die ook nog eens aantrekkelijk geprijsd zijn. De performance over 2008 en nu opnieuw in 2009, toont dat Juno's selectie zowel in turbulente tijden, als in de huidige sterke aandelenmarkten de juiste blijkt te zijn.

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

## Juno Selection Fund: Historisch Rendement

|                                | Juno Selection Fund | HSBC Smaller Europe Index | AEX Index   |
|--------------------------------|---------------------|---------------------------|-------------|
| 1 <sup>e</sup> kwartaal 2008 * | + 3%                | - 4%                      | - 8%        |
| 2 <sup>e</sup> kwartaal 2008   | - 3%                | - 8%                      | - 4%        |
| 3 <sup>e</sup> kwartaal 2008   | - 19%               | - 17%                     | - 22%       |
| 4 <sup>e</sup> kwartaal 2008   | - 17%               | - 29%                     | - 26%       |
| <b>2008 *</b>                  | <b>-33%</b>         | <b>-48%</b>               | <b>-49%</b> |
| 1 <sup>e</sup> kwartaal 2009   | + 8%                | - 4%                      | - 12%       |
| 2 <sup>e</sup> kwartaal 2009   | + 26%               | + 29%                     | + 17%       |
| 3 <sup>e</sup> kwartaal 2009   | + 23%               | + 23%                     | + 22%       |
| <b>2009 †/m sept</b>           | <b>+68%</b>         | <b>+52%</b>               | <b>+27%</b> |
| <b>Sinds start *</b>           | <b>+13%</b>         | <b>-21%</b>               | <b>-35%</b> |

\*) fondsbegin: 11 januari 2008

## Top 5 Aandelen Posities

| NAAM           | LAND        | WEGING |
|----------------|-------------|--------|
| SimCorp        | Denemarken  | > 15%  |
| Bijou Brigitte | Duitsland   | > 15%  |
| Meda           | Zweden      | > 10%  |
| Aryzta         | Zwitserland | > 10%  |
| TGS Nopec      | Noorwegen   | > 10%  |

Verslag over het derde kwartaal 2009  
vormgeving René de Haan, [renedehaan.net](http://renedehaan.net)

Dit rapport is uitgegeven door Juno Investment Partners,  
beheerder van het Juno Selection Fund.

Laan van Hoogwolde 2,  
2243 CA, Wassenaar, Nederland

Telefoon: +31 (0)70 514 41 06  
[www.juno-invest.com](http://www.juno-invest.com)

