



JUNO
Selection Fund

Verslag over het eerste kwartaal

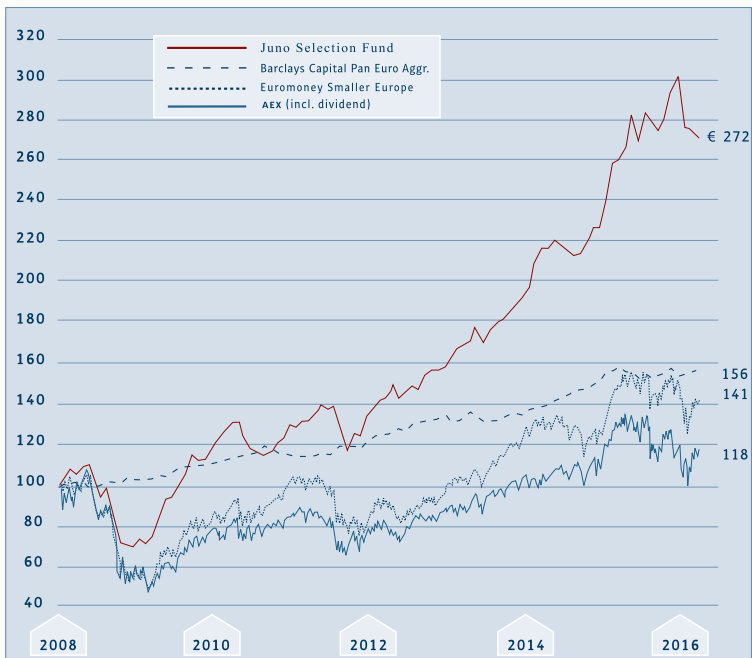
Verslag over het eerste kwartaal 2016

Verslag over het eerste kwartaal 2016

Rendement Juno Selection Fund

Het eerste kwartaal, dat eindigde op 31 maart, hebben we afgesloten met een koers van **€ 271,52** per participatie. Dat impliceert een daling van 9,8% gedurende de eerste drie maanden van het jaar.

Het fonds is niet immuun voor de wereldwijde bewegingen in aandelenkoersen. Deze stonden vooral in de eerste twee maanden sterk onder druk door afnemende economische verwachtingen in China en de VS. De Euromoney Smaller Company Index daalde gedurende het eerste kwartaal met 6,2%, terwijl de Nederlandse AEX-index nagenoeg onveranderd bleef. Hoewel we in januari en februari nog een betere relatieve performance konden rapporteren dan de Euromoney index, verloren we licht terrein in maart.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Het is ongebruikelijk dat we ingaan op korte termijn volatiliteit in de koersen van onze deelnemingen. Voor ons telt vooral de (middel-) lange termijn en de onderliggende winstgroei van de bedrijven waar we voor u in hebben geïnvesteerd. We menen echter dat de scherpe daling in de aandelenkoersen in het eerste kwartaal wat extra toelichting verdient.

Het is essentieel om goed onderscheid te maken tussen winstgroei en de ontwikkeling van de beurskoers. Een onderneming kan goed doen, de winst jaar na jaar zien toenemen, maar toch een aandelenkoers hebben die (tijdelijk) achterblijft bij de markt. Investerders besluiten bijvoorbeeld tot het her-balanceren van de weggingen in hun portefeuille, en verkopen de winnaars van het vorige jaar. Ook zijn er concurrenten die slecht nieuws brengen, hetgeen investeerders angstig maakt voor een hele sector waardoor koersen kunnen dalen. De eerste drie maanden van 2016 zagen we een beetje van alles, waardoor koersen onder druk kwamen.

Gelukkig was er overwegend goed nieuws over de winstverwachtingen van onze bedrijven. En dat stemt tot optimisme omdat de beurskoersen op termijn de winstgroei reflecteren: een logische en voorspelbare correlatie. We zien de zwakte in de prijzen van de bedrijven dan ook eerder als een uitgelezen kans om aandelen in aantrekkelijke ondernemingen selectief bij te kopen, en allerminst als reden tot zorg.

In september 2015 werden we door onze deelneming **Dialog** verrast met de aankondiging van een zeer grote overname. Dialog wilde Atmel kopen, waarvoor alle cash reserves, \$2,1 miljard schuld en 50 miljoen nieuwe aandelen nodig zouden zijn. Atmel had ook nog eens drie keer meer personeel. Het integratierisico was in onze ogen onacceptabel hoog, hetgeen we ook aan het management van Dialog communiceerden.

Het Amerikaanse Microchip, een concurrent van Atmel mengde zich midden december plotseling in de overnamestrijd.

Zij deden een beter bod dan Dialog kon opbrengen. Als onderdeel van de onderhandelingen had Dialog echter een fee bedongen indien Atmel de overname zou afbreken. Hierdoor ontving Dialog van Atmel het mooie bedrag van \$137 miljoen ter compensatie. Met bijna \$600 miljoen aan contanten op de bank, heeft het bedrijf haar aandeelhouders nu toestemming gevraagd om een groot aandelen-inkoopprogramma te starten. Verder heeft de CEO ons verzekerd dat eventuele toekomstige bedrijfsovernames van een veel kleinere aard zullen zijn.

Stratec Biomedical is onze Duitse deelneming die machines ontwikkelt voor gebruik in de medische diagnostiek. Voor 2015 was onze verwachting dat de omzetgroei beperkt zou zijn, maar dat er een gezonde winstgroei zou gaan komen vanwege een duidelijke margeverbetering. Volgens voorlopige cijfers over 2015 is de omzet met 1,4% toegenomen en is de winst met ruim 10% gegroeid. Ondanks dat de doelen voor het afgelopen jaar werden behaald, kondigde Stratec aan dat ze de verwachte groei voor de periode 2014-2017 naar beneden willen bijstellen. Stratec had oorspronkelijk de verwachting uitgesproken dat de omzet jaarlijks tussen de 8 en 12 procent zou toenemen tot 2017, rekenend vanaf het basisjaar 2013. Nu wordt verwacht dat de omzetgroei rond de 6 procent zal uitkomen.

Een belangrijke oorzaak hiervan lijkt te liggen in de tegenvallende verkoopcijfers van de Siemens Advia machines, met name in China. Dit grote diagnostische apparaat wordt in opdracht van Siemens door Stratec gebouwd, en vertegenwoordigt naar onze inschatting meer dan 10% van de omzet. Het is een machine met een lage complexiteit in vergelijking met andere apparaten die door Stratec worden gemaakt. De Advia test bloed op de aanwezigheid van simpele chemische sporen van medicijnen, drugs of veelvoorkomende ziektes zoals bijvoorbeeld diabetes.

Het afgelopen jaar hebben lokale Chinese fabrikanten concurrerende apparaten voor de Advia gelanceerd en daarmee marktaandeel gewonnen.

Stratec verwacht dat de verkoop van de Advia verder zal kunnen dalen en dit heeft in 2016 en 2017 een drukkend effect op de omzetgroei. Stratec benadrukt dat de complexere apparaten die zij bouwt voor andere klanten wel goede verkoopcijfers in de Chinese markt laten zien. Over de breedte wordt er geen verminderde vraag naar diagnostische apparaten in China waargenomen.

Al enige tijd zocht Stratec naar mogelijke acquisities om haar productenpalet en klantenbasis verder uit te bereiden. Dit kwartaal kon het de succesvolle overname van het Hongaarse Diatron aankondigen. Diatron bouwt machines voor bloedanalyse. De acquisitie past in onze ogen goed: Stratec's omzet wordt verder gediversifieerd en er is een toename van de recurrente omzet door verkoop van reserve-onderdelen en reagenten.

De voornaamste functie van de Diatron apparaten is het tellen van de aantallen van verschillende types witte en rode bloedcellen. De machines worden door Diatron aan bedrijven geleverd die hun klanten hebben in dunbevolkte gebieden, niet zozeer de traditionele gebruikers van Stratec machines zoals ziekenhuizen, laboratoria en bloedbanken. De belangrijkste synergie zit in het productieproces: Stratec heeft sterke patenten in de machinebouw waar Diatron nu toegang toe heeft.

Momenteel lopen er bij Stratec negen grote ontwikkelingsprogramma's. Dit geeft voor ons aan dat de structurele ontwikkeling voor Stratec nog steeds heel goed is en wij verwachten dan ook een versnelling van de groei na 2017.

Het Belgische familiebedrijf in high-end lingerie, **Van de Velde**, is al sinds juli 2010 een deelneming in de Juno portefeuille. Het afgelopen jaar was het succesvolste jaar sinds haar oprichting en het 18e achtereenvolgende jaar dat de omzet steeg. Met name de groei in het groothandel-kanaal blijft verbazen. Van de Velde helpt de kleinere winkelier met het lingerie styling concept, waarbij de paskamer centraal staat. Service, klantbetrokkenheid, pasvorm, beleving zijn de kernbegrippen. Doordat Van de Velde de onafhankelijke winkelier zo goed ondersteunt, kan het markt-aandeel al jaren achtereen stijgen in een krimpende markt.

Dat de 'mama en papa' winkels verdwijnen was al een feit voor de opkomst van e-commerce. Daarom heeft Van de Velde al ruim tien jaar geleden een eigen retail strategie ontwikkeld. Ook hier stond het concept; "de vrouw terug naar de paskamer" centraal. In eerste instantie heeft Van de Velde geprobeerd geheel op eigen kracht eigen winkels te beginnen. Dit bleek moeilijker dan gedacht, het was raadzamer om een bedrijf over te nemen om deze kennis in te kopen. Hiertoe werden twee kandidaten geselecteerd, het Amerikaanse Intimacy en het Britse Rigby & Peller ('R&P'). Intimacy werd in 2007 overgenomen en R&P in 2011.

In de VS winnen de eigen merken Prima Donna, Marie Jo en Andres Sarda al jaren achtereen marktaandeel in het groothandelskanaal. Met de overname van Intimacy werd ook de stap naar het retail segment gezet. Na een succesvol begin bleek Intimacy echter een paar klassieke retailfouten te hebben gemaakt: te snel, te veel, te ver. Afgelopen jaar is het management in de VS vervangen en bovendien is de directeur retail binnen Van de Velde vertrokken. De CEO geeft aan dat de eigen retail activiteit in de VS nu zijn laatste kans heeft gekregen.

Twee jaar geleden schreven wij al over de introductie van de badmodelijn bij Prima Donna, de verwachtingen waren toen al goed en zijn alleen nog maar beter geworden. Een belangrijke pijler achter de groei in 2015 en met name ook voor de komende jaren. Verder is e-commerce nu goed voor bijna 10% van de omzet. Van de Velde ziet dit kanaal vooral als zeer geschikt voor haar bestaande klanten waarvan de maten al bekend zijn. Gezien het prijskaartje van de lingerie, gelooft Van de Velde niet dat het impuls-shoppen via internet erg groot zal worden.

Al sinds onze eerste bezoeken aan het bedrijf, ruim tien jaar geleden, waren we erg gecharmeerd van het familiale karakter van Van de Velde en de CEO, Ignace van Doorselaere. Helaas kondigde hij bij de presentatie van de jaarcijfers tevens zijn afscheid aan. Na tien jaar bij Interbrew en twaalf jaar lingerie, wil hij nu iets voor zichzelf beginnen. Hij laat Van de Velde wel erg goed achter, want ondanks de altijd voorzichtige verwachtingen zijn ze voor 2016 uitgesproken positief: "alle merken groeien, in alle landen".

Vooruitzichten

De aandelenmarkten noteerden verliezen van meer dan 10% in de eerste maanden van het jaar. Zorgen over een afzwakkende groei in China, de (kleine) rentestijging in de VS en aanhoudend lage olieprijsen drukten de beurskoersen. Hoewel de economie in Europa helemaal niet slecht loopt, is er sprake van gespannen gedrag bij beleggers. Waarderingen zijn opgelopen, dus tegenvallers worden direct hard afgestraft, en er is een meer dan normale aandacht voor sectoren die qua performance waren achtergebleven.

Uiteraard is het Juno Selection Fund niet immuun voor wat er in de aandelenmarkt als geheel gebeurt. Desalniettemin blijven we de focus houden op de lange termijn en proberen we ons niet te laten afleiden door het fluctueren van de koersen op de korte termijn. De groep bedrijven in de Juno portefeuille moet als geheel hun winst met tussen de 10% en 15% per jaar kunnen laten groeien. Hoewel die winstgroei aanwezig is, is de vertaling naar koersstijgingen op de korte termijn niet altijd lineair. Zoals we in het verleden hebben gezien, én in de toekomst nog vaker tegen zullen komen: er zullen perioden zijn dat we achterblijven bij de Europese aandelenmarkten. We verliezen weleens een sprintje, maar het gaat erom dat we de marathon blijven winnen.

Onze selectie van bijzondere, (familie-) bedrijven kon in 2015 niet alleen een stevige winstgroei (+21%) noteren, ook is nu duidelijk hoe succesvol ze zijn: de netto winstmarge bedroeg maar liefst 17% en het rendement op kapitaal kwam uit op een indrukwekkende 30%. De waardering van deze groep is in 2016 alleen maar aantrekkelijker geworden doordat de koersen daalden maar de winsten verder toenemen. Om die reden blijven we optimistisch over de komende drie kwartalen, en vooral ook voor de langere termijn.

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%
2016	- 10%	- 6%	+ 0%	+ 2%
Sinds start * *) fondsbegin: 11 januari 2008	+172%	+ 41%	+ 18%	+ 56%

Top 5 Aandelenposities

NAAM

SimCorp
Dialog Semi
u-blox
Grenke
Abcam

LAND

Denemarken
Verenigd Koninkrijk
Zwitserland
Duitsland
Verenigd Koninkrijk

Verslag over het eerste kwartaal 2016.

vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in april 2016 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

