

## Verslag over het vierde kwartaal 2009

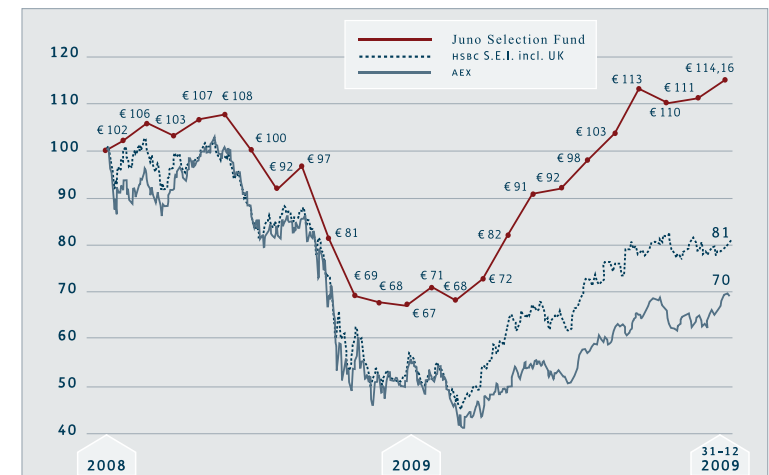
## Verslag over het vierde kwartaal 2009

### Rendement Juno Selection Fund

Het vierde kwartaal, dat eindigde op 31 december 2009, hebben we afgesloten met een koers van **€114,16** per participatie. De stijging in het vierde kwartaal bedroeg 1,0%. Gerekend over het hele jaar is het rendement een indrukwekkende 70,0%. Sinds de start van het fonds in januari 2008 zijn we zeer tevreden met het netto rendement van 14,2%.

Gemeten over het jaar 2009, steeg de HSBC Smaller Europe Index met 55,1% en de AEX met 36,6%. Net als in 2008 kon Juno dit jaar dus wederom duidelijk betere prestaties neerzetten dan de indices. De HSBC index werd nu twee jaren achtereen steeds met 15 procentpunten verslagen.

Verheugend is ook de toename van interesse in het Juno fonds. Dit heeft, samen met de goede performance, ertoe geleid dat het fondsvermogen met een factor 2,7 kon toenemen tot €8,5M. Deze trend zette ook begin 2010 door, waardoor het beheerde vermogen nu bijna €10M bedraagt.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Binnen de groep van circa 30 Europese ondernemingen die we nauwgezet volgen, hadden wij al geruime tijd oog voor **CeWe Color**. In het vierde kwartaal kochten we voor het eerst een positie.

In 2003 was CeWe Color al Europees marktleider op het gebied van ontwikkelen van foto's. De opkomst van digitale camera's dwong het bedrijf tot een rigoureuze omschakeling van het ontwikkelen van fotorolletjes, naar het printen van digitale foto's. Nieuwe computers en printers werden aangeschaft, software voor internet-gebruik werd ontwikkeld en logistieke processen grondig herzien. Gedurende 5 jaar leed CeWe's bedrijfsresultaat onder deze zware herstructurering, met kosten van meer dan €10M per jaar. Tevens werd er in totaal voor €225M in nieuwe technologieën en apparatuur geïnvesteerd.

Dit tijdig omschakelen naar het printen van digitale foto's, gaf CeWe een enorme voorsprong op de concurrentie. Velen, zoals Kodak-photofinish en Agfa-Photo, moesten de strijd opgegeven. Die voorsprong komt nog steeds tot uitdrukking in de vele prijzen die CeWe jaar op jaar binnensleept op gebied van haar gebruiksvriendelijke software, service, websites en continu hoge printkwaliteit.

Een erg belangrijke factor in de groei en positionering van de groep is het CeWe-Fotoboek. Van deze fotoalbums, door consumenten zelf samengesteld, worden er in 2009 waarschijnlijk meer dan 3,5 miljoen gedrukt. Een groei van meer dan 35%. Dat volgt op 2008 toen de groei zelfs 72% bedroeg. CeWe is trouwens ook Europees marktleider op het gebied van fotoboeken.

Consumenten kunnen hun foto's en fotoboeken ter ontwikkeling bij CeWe aanbieden op 50,000 verkooppunten/handelspartners. In Nederland onder meer online bij bol.com en TNT Post en in de winkels van АН, С1000 en Kruidvat.

CeWe heeft in onze ogen nu een omslagpunt bereikt. Er zijn geen herstructureringen meer nodig: de organisatie binnen Europa is prima gestroomlijnd. Bovendien zijn de belangrijkste grote investeringen voltooid. Ten slotte zien we dat de groei in de aantallen digitale foto's die CeWe ontwikkelt, de dalende aantallen analoge fotorolletjes compenseert. CeWe ontwikkelde naar verwachting over heel 2009, 1,9 miljard digitale foto's en nog maar 0,5 miljard analoge foto's.

Het afgelopen jaar stond voor onze Zweedse deelneming **Meda** in het teken van de introductie van nieuwe en verbeterde versies van bestaande medicijnen. Zo kreeg zij in de zomer goedkeuring van de Amerikaanse zorgautoriteiten om Onsolis en Astepro-once-Daily te gaan verkopen. Onsolis maakt gebruik van een unieke techniek om Fentanyl toe te dienen bij kankerpatiënten met doorbraakpijn. Aan het eind van het jaar is het medicijn geïntroduceerd in de VS en Europa volgt in 2010.

Astepro-once-daily wordt gebruikt voor de behandeling van hooikoorts en andere allergieën aan de luchtwegen. Het is de eerste nasale antihistamine die maar één keer per dag gebruikt hoeft te worden. De formulatie is op basis van Asteline, één van de belangrijkste antihistamine voor gebruik bij behandeling van neusallergieën.

Aan het einde van het jaar maakte Meda verder bekend dat ze de productrechten op Axorid heeft uitgebreid. Dat product is een combinatie van twee bekende ingrediënten; Ketoprofen en Omeprazol. Ketoprofen wordt gebruikt voor behandeling van reumatische klachten. Belangrijkste bijwerking is maagproblemen en Omeprazol gaat die klachten tegen.

Meda heeft meerdere van dergelijke combinaties van ingrediënten in de portefeuille waar we de aankomende jaren nog veel van verwachten.

De kasstroom die in 2009 voortkwam uit de reeds bestaande portefeuille aan medicijnen, werd voor een groot deel gebruikt om de uitstaande schuld te verlagen. Meda heeft een zeer gezonde balans, mede op basis waarvan wij verwachten dat ze in de toekomst weer kleinere overnames zal gaan doen, of verkooprechten op nieuwe medicijnen zal kunnen aankopen.

Ten slotte hebben we een positie geïnitieerd in **cts Eventim**. Dit is de nummer twee wereldwijd op het gebied van 'ticketing'. De (online) verkoop van concertkaartjes, of toegangsbewijzen voor theater of sportevenementen, is een strak georganiseerde en zeer winstgevende business. Hoewel Ticketmaster (Verenigde Staten) de grootste is, is cts de onbetwiste nummer één in Europa.

Artiesten verdienen vanwege illegale downloads steeds minder aan hun cd verkopen en neigen steeds vaker tot grote internationale tournees. cts verkocht in 2009 maar liefst 70 miljoen kaartjes in opdracht van deze artiesten en hun tourpromotors voor meer dan 100,000 evenementen.

's Werelds grootste promotor van artiesten, LiveNation, gebruikt de ticketing-software van cts op licentie basis. Op ieder door haar verkocht kaartje in de VS, krijgt cts ongeveer 50 dollarcent. In Europa mag cts de kaartjes van LiveNation zelf aan de man brengen. Daarmee is cts verzekerd van een grote hoeveelheid aanbod van evenementen waarvoor zij de kaartverkoop uitvoert.

Deze ticketingmarkt is een duidelijk oligopolie, met slechts een beperkt aantal aanbieders. De kennis en kunde die nodig is om tienduizenden fanatieke fans een relatief klein aantal kaartjes te kunnen laten aanschaffen, is niet te onderschatten.

De grote vrije kasstromen die cts genereert, gecombineerd met de gezonde balans, maakt het waarschijnlijk dat cts haar positie in enkele Europese landen, en wellicht zelfs de VS, actief zal gaan uitbreiden in 2010.

## Vooruitzichten

In het vierde kwartaal zagen we een sterke toename in de instroom van nieuw geld in het Juno Selection Fund. Niet alleen de performance droeg daartoe bij, maar zeker ook de lage rendementen op spaartegoeden en obligaties. We refereerden hier al aan in ons 3e kwartaalverslag. Ook in 2010 zien we deze factor als toonaangevend. Tegelijkertijd blijven beleggers toch enigszins angstig over aandelen, maar winnen met iedere positieve handelsdag hun vertrouwen langzaam terug.

Hoe overheden en centrale banken de geldkranen voorzichtig dichtdraaien, zonder het fragiele herstel een nekslag te geven, is dé problematiek van 2010. Het kan haast niet anders dat de inflatie zijn rentree maakt. Naast de hoge schuldpositie van overheden, is dit een tweede reden waarom de geldstroom wel moet worden ingedamd. De angst voor stijgende rente zal een al te groot enthousiasme op de beurzen in toom houden dit jaar.

In 2009 stond vooral het sterke koersherstel van cyclische bedrijven centraal. Het merendeel gaat niet kopje-onder, heeft de kosten drastisch gereduceerd en kan weer wat gaan groeien. Bij velen vinden wij de beurskoers te ver op de feiten vooruit lopen. Volgens de DJ Stoxx Small 200 index, wordt in Europa nu 15 keer de verwachte winst van 2010, en 14 keer de cashflow betaald.

Ter vergelijking: Juno's portefeuille van negen Europese kleine en middelgrote bedrijven noteert tegen een gewogen koers-winst verhouding van 11 en een kasstroom multiple van slechts 7.

De logica ontgaat ons waarom onze ondernemingen, met goede groeivoorzichten, sterke (vrije) kasstromen, hoge en stijgende rendementen en gedreven en ervaren management, goedkoper moeten zijn dan het gemiddelde Europese bedrijf.

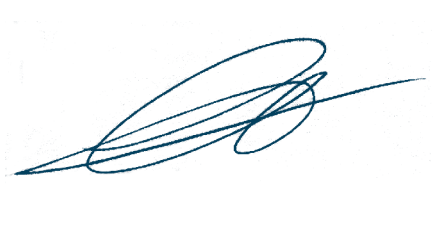
We blijven daarom optimistisch over onze selectie van bijzondere bedrijven. We zullen onze uiterste best doen om voor het derde jaar op rij, de indices te verslaan en een mooi absoluut resultaat voor u te realiseren.

Wij staan u uiteraard steeds heel graag ter beschikking mocht u vragen of opmerkingen hebben.

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%       |
| 4 <sup>e</sup> kwartaal 2009   | + 1%                | + 2%                      | + 8%        |
| <b>2009</b>                    | <b>+70%</b>         | <b>+55%</b>               | <b>+36%</b> |
| <b>Sinds start *</b>           | <b>+14%</b>         | <b>-19%</b>               | <b>-30%</b> |

\*) fondsbegin: 11 januari 2008

## Top 5 Aandelen Posities

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

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

Dit rapport is in januari 2010 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)

