

## Verslag over het vierde kwartaal 2012

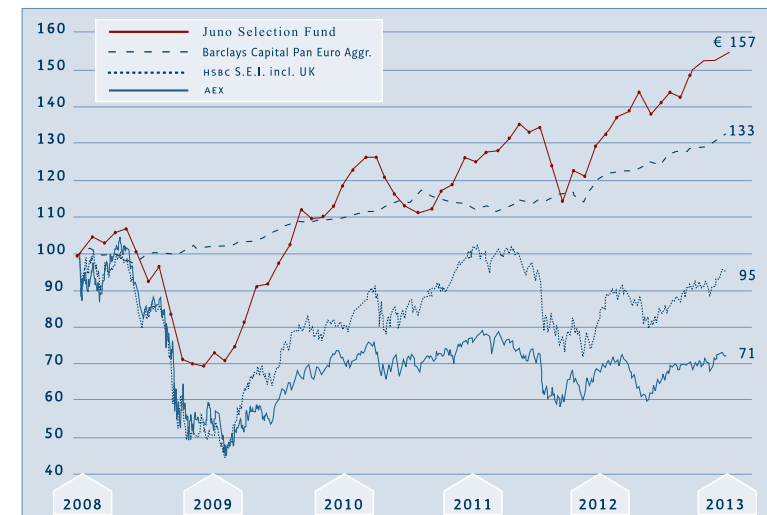
## Verslag over het vierde kwartaal 2012

### Rendement Juno Selection Fund

Het vierde kwartaal, dat eindigde op 31 december 2012, hebben we afgesloten met een koers van € **156,96** per participatie. Een stijging van 3,1% ten opzichte van het derde kwartaal en 19,2% voor het gehele jaar 2012.

Dit jaar liep onze voorsprong op de Nederlandse AEX index weer verder op: de AEX steeg slechts met 9,7%. De HSBC Smaller European Companies Index moesten we in het vierde kwartaal voor laten gaan. Deze index steeg dit jaar met 20,3% na een zeer sterke decembermaand.

Na een periode van bijna 5 jaar (Juno Selection Fund ging van start op 11 januari 2008), tekent zich voor ons fonds een zeer duidelijke voorsprong af ten opzichte van alle indices. De AEX en de HSBC index hebben hun niveaus van januari 2008 nog steeds niet bereikt, terwijl Juno op een rendement van +57% staat. Het geannualiseerde rendement komt daarmee op +9,4% per jaar.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Ruim twee jaar geleden, in oktober 2010, bezochten we het Engelse **SDL** in Maidenhead, Engeland. Deze onderneming werd 20 jaar geleden door Mark Lancaster opgericht. Aanvankelijk richtte het bedrijf zich enkel op de markt voor professionele vertalingen met onder meer het succesvolle desktop software pakket Trados. Sinds 2000 is deze vertaalsoftware ook via het internet (*'the cloud'*) beschikbaar voor vertalers.

De opkomst van het internet maakt dat SDL zich realiseerde dat vertalingen alléén niet genoeg zouden zijn om een belangrijke positie in te nemen bij haar multinationale klanten. Met een serie van acquisities (waaronder Tridion) heeft SDL een belangrijke positie op het gebied van het inrichten en onderhouden van websites verworven. Hierbij wordt steeds meer ingezet op het managen van de ervaringen van de cliënten, *customer experience management* of 'cxm'. SDL levert haar diensten al aan 42 van de top 50 merken in de wereld.

Websites zijn een logisch alternatief maar veelal ook een onmisbare aanvulling geworden op handleidingen, brochures en tevens de communicatie tussen bedrijf en klant. Het vertalen van de documenten in verschillende talen moet secuur maar vooral steeds sneller worden uitgevoerd. In sommige gevallen, bij *'live chats'* en hulplijnen, moet de vertaling liefst real-time geschieden.

Op websites moeten klanten ook snel en efficiënt kunnen zoeken in handleidingen, liefst in hun moedertaal. Het model, het probleem en de geboden oplossingen moeten snel te vinden zijn. De markt voor het vertalen én de *document-handling* is daarom sterk groeiende, want het geduld van de consument is steeds minder groot.

Ondernemingen willen ook steeds vaker weten wat de wensen van de klanten zijn die hun online winkels of websites bezoeken. Hoe is hun ervaring, waar en waarom haken ze af op de website? Waarom kopen ze niet, of juist wel? Wat gebeurt er op het gebied van *social media*: wordt er over mijn product getwitterd, wat schrijven ze op Facebook en hoe krijg ik daar een goed beeld van? Met de acquisitie van Alterian in 2012, kreeg SDL de kennis in huis om dit aspect van de klantenervaringen beter te gaan analyseren en rapporteren aan haar klanten.

SDL kan nu de hele toolbox leveren om websites te bouwen, de (technische) documenten daarop in meerdere talen te administreren en ook nog te kijken hoe klanten hierop reageren. Dat lijkt ons een winnende combinatie. Jammer genoeg was de koers van het bedrijf sinds ons eerste bezoek twee jaar geleden steeds te hoog voor de waarde die wij in het bedrijf zagen. We bleven het nauwgezet volgen, maar investeerden gedurende deze periode nog niet.

In oktober 2012 volgen een aantal ontwikkelingen elkaar snel op. Een wat tegenvallend 3e kwartaal en een kleine rechtszaak tegen SDL doen de koers terugvallen. Drie weken later wordt de CEO Hunter vervangen door de oprichter, Mark Lancaster. De terugkomst van Lancaster en de lagere koers, gaven ons nu de impuls om een positie in SDL te initiëren.

Recente ontmoetingen met personeel van SDL hebben onze indruk versterkt dat onder CEO Hunter te weinig werd doorgepakt, maar dat met Lancaster aan het roer, de noodzakelijke wijzigingen direct zijn ingezet. Overigens kocht Lancaster voor zichzelf en zijn dochtertje begin december voor € 1 miljoen aandelen SDL bij.

Een belangrijke bijdrage aan de sterke performance van het Juno Selection Fund in 2012 werd geleverd door onze deelneming in het Duitse **Gerry Weber** ('GW'). Gedurende het jaar trok de koers met 55% aan, als gevolg van een uitstekende executie van de strategie en enkele overnames met grote potentie.

In 2011 kochten we een eerste participatie in GW omdat we bemoedigende ontwikkelingen zagen in de winstgevendheid en het efficiënte gebruik van het kapitaal. Het management was namelijk tot inzicht gekomen dat haar eigen winkels, ondanks hogere operationele kosten en risico's, een duidelijk betere winstbijdrage leverden dan concessiewinkels, de groothandelsactiviteiten en de franchisewinkels. Samen met een recente verjonging van het assortiment en hoge kasreserves, waren onze verwachtingen dus hooggespannen.

De verdere transitie van groothandelsactiviteiten, franchise-winkels en concessiewinkels, naar meer eigen winkels werd in 2012 nog versneld door de overname (51%) van een van haar grotere franchisepartners (Nederland). GW heeft nu het eigendom van deze 25 winkels en 15 kleinere store-in-store winkels overgenomen. De komende jaren zal ook in ons land het aantal winkels verder gaan toenemen. We vermoeden dat een soortgelijke transactie in 2013 in Italië zal volgen.

De belangrijkste strategische stap werd echter in februari 2012 genomen. Met de overname van het Duitse Wissmach, kreeg GW ineens toegang tot 200 winkels in Duitsland. Omdat GW ruim voldoende geld in kas had, kon zij al enkele dagen na het faillissement van Wissmach toeslaan en voor een uiterst aantrekkelijke prijs de gehele keten kopen. Enkele winkels werden gesloten, maar het merendeel werd omgebouwd in een Taifun winkel. Taifun is één van de nieuwe merken die GW in de markt aan het zetten is.

De positionering van GW is uniek. De potentie van het segment van iets oudere klanten, die interesse hebben in kleding met een lichte modegevoeligheid, in combinatie met een aantrekkelijke prijs, wordt veelal onderschat. GW heeft daarom weinig directe concurrenten. Het grootste gevaar dat het management ziet, is dat Inditex (de eigenaar van onder meer Zara) of Hennes & Mauritz een nieuw winkelconcept in haar segment zal gaan opzetten. Dit is dan ook een aspect dat we nauwgezet volgen.

Verder is het interessant om aandacht te blijven geven aan de eerste stappen die GW in Amerika zet. De eerste ervaringen waren zeer succesvol: de prijspunten voor de GW kleding liggen beduidend hoger dan in Europa. Ondanks hogere transportkosten en importheffingen, is GW erg tevreden over de winstbijdrage uit dit land. De groeipotentie is enorm, getuige ook de snelle acceptatie van het merk door grote bekende retailers zoals Bloomingdale's en Dillard's.

De laatste tien jaar wist GW haar omzet te verdrievoudigen en de winst voor belasting zelfs te verzesvoudigen. De contributie van de eigen GW winkels is indrukwekkend en de groep genereert jaarlijks een aanzienlijke vrije kasstroom. Hieruit kan de expansie eenvoudig worden gefinancierd en blijven er ruimschoots mogelijkheden om acquisities uit te voeren. Ook blijft er ruimte om nieuwe merken in de markt te zetten, zoals de groep nu met Taifun doet. Het doel om 1 Miljard Euro omzet te halen met een marge van 15%, komt de komende twee jaar duidelijk in zicht.

## Vooruitzichten

Een jaar geleden voorspelden we al een 'flink positief scenario'. Ondanks het dipje in het voorjaar, was 2012 ook echt een sterk beursjaar. Verrassend was wel de sterke obligatiemarkt, waar de rentes nu op onvoorstelbaar lage niveaus zijn beland. Wij blijven bij onze mening dat daar een ommekeer gaat komen en dat verkopers van die obligaties zullen switchen naar aandelen. Met name solide bedrijven met een sterk dividend en een gezonde balans, zullen in trek blijven.

De VS lijkt in economische zin ook echt uit het dal te klimmen. Echter, de besparingen die nodig zijn om de overheidstekorten te reduceren, zullen dit jaar moeten worden ingevoerd, hetgeen de economie kan remmen in haar ontwikkeling. Ook geeft de Amerikaanse Centrale Bank aan dat zij haar monetaire stimulering wat gaat terugdraaien. Een en ander suggereert een langzaam aantrekkende economie. Een soortgelijke situatie zien we in Europa, waar er in 2013 in de reële economie nog wel wat pijn te lijden is. De beurs, zo weet u, kijkt meestal anderhalf jaar vooruit en daarom denken we dat we al met al een redelijk jaar voor aandelen tegemoet kunnen zien.

Juno's Europese beursgenoteerde familiebedrijven continueren naar verwachting ook in 2013 weer hun jaarlijkse winstgroei. Wij blijven deze sterke ondernemingen nauwgezet volgen en verwachten daarnaast wederom enkele interessante nieuwe investeringen te kunnen toevoegen aan de portefeuille. We kijken daarom met onveranderd veel vertrouwen uit naar de toekomst.

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	BarCap PanEuro Index
2008 *	- 33%	- 48%	- 49%	+ 1%
2009	+ 70%	+ 55%	+ 36%	+ 8%
2010	+ 12%	+ 23%	+ 6%	+ 4%
2011	+ 3%	- 21%	- 12%	+ 6%
1e kwartaal 2012	+ 8%	+ 14%	+ 4%	+ 3%
2e kwartaal 2012	+ 2%	- 7%	- 5%	+ 2%
3e kwartaal 2012	+ 6%	+ 8%	+ 5%	+ 4%
4e kwartaal 2012	+ 3%	+ 6%	+ 6%	+ 2%
	- - - -	- - - -	- - - -	- - - -
<b>2012</b>	<b>+ 19%</b>	<b>+ 20%</b>	<b>+ 10%</b>	<b>+ 11%</b>
<b>Sinds start *</b>	<b>+ 57%</b>	<b>- 6%</b>	<b>- 29%</b>	<b>+ 33%</b>

\*) fondsbegin: 11 januari 2008

## Top 5 Aandelen Posities

NAAM	LAND
Simcorp	Denemarken
Aryzta	Zwitserland
CeWe Color	Duitsland
Stratec Biomed	Duitsland
cts-Eventim	Duitsland

Verslag over het vierde kwartaal 2012.

vormgeving René de Haan, [renedehaan.net](http://renedehaan.net)

Dit rapport is in januari 2013 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](http://www.juno-invest.com)

