

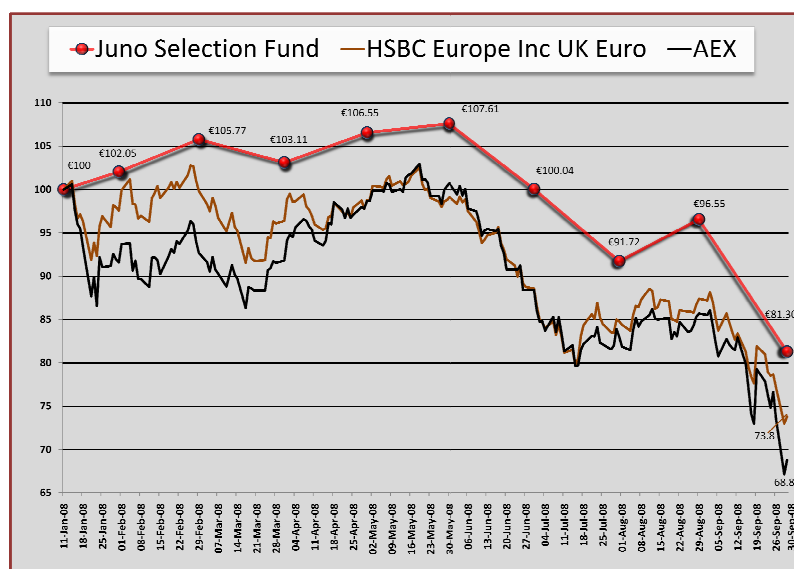
Wassenaar, 4 oktober 2008

Betreft: 3^e kwartaal 2008, Juno Selection Fund

Geachte Participant,

Het derde kwartaal van het Juno Selection Fund hebben we afgesloten met een koers van **€81.30** per participatie in het fonds. Daarmee is de waarde in dit derde kwartaal met 18% gedaald. Op de grafiek hieronder is goed te zien dat die daling minder was dan van de Europese kleine en middelgrote aandelen index van HSBC, en tevens een stuk minder dan de val in de AEX Index.

Zelden stonden de financiële markten zo vaak en zo negatief in het nieuws als in de afgelopen maanden. We moeten dan ook ver terug in de geschiedenis om soortgelijke grote correcties in de aandelenbeurzen terug te vinden. De beurscrisis in 1929 in de VS lijkt nog het meest op de huidige situatie, met het verschil dat destijds de correctie over een periode van 4 werkdagen plaats had. Ook in oktober 1987 was de correctie kort en hevig.



Over heel 2008 verloor de AEX index al 36%. Deze keer geen korte hevige correctie: De koersen daalden in januari, liepen wat op, gingen vervolgens weer hard onderuit in juli en daarna nog eens in september. Dit alles veroorzaakt door de aaneenschakeling van kredietcrisis gerelateerd nieuws en ook tegenvallende economische berichten.

De aandelenmarkten maken als gevolg van een viertal problemen momenteel een grote correctie door:

- 1) Banken en de vertrouwensproblemen, veroorzaakt door slechte hypotheek producten;
- 2) Opgelopen inflatie en hogere rente;
- 3) Winstwaarschuwingen van cyclische bedrijven en de vraag naar olie;
- 4) Herfinancierings problematiek voor ondernemingen met veel vreemd vermogen.

De bedrijfsontwikkeling van de participaties van het Juno Selection Fund zijn door deze vier aspecten nagenoeg niet geraakt. Het is uiterst frustrerend te moeten vaststellen dat beleggers de koersen van onze bedrijven echter wel op een gelijke manier afstraffen. Onterecht in onze ogen.

Probleem 1: Financiële dienstverleners & hypotheek producten

Het Juno Selection Fund investeert niet in banken. Het niveau en de richting van de markttrend bij verschillende looptijden, bepaalt hoe hun winsten zich gaan ontwikkelen. De rentecurve en het renteniveau

voor de komende tijd voorspellen is uiterst lastig. Juno heeft geen bedrijven in de portefeuille die te goedkope leningen verschaffen, of in dat soort leningen hebben geïnvesteerd. Ook is er geen gebrek aan onderling vertrouwen tussen onze ondernemingen en de bedrijven waarmee zij zaken doen, dit in tegenstelling tot de financiële instellingen onderling.

Probleem 2: Inflatie en rente

De stijging van de olieprijs bedroeg in 2007 meer dan 30% en is nu ook doorberekend in de consumentenprijzen. Plastics, benzine prijzen en de algehele kosten van productie zijn door de hogere olieprijsen opgestuwd. Ook de graanprijzen stegen eerder in 2008 flink, met als gevolg oplopende winkelprijzen voor voeding. Niet alle bedrijven zijn in staat deze gestegen kosten door te berekenen. Daarvoor moet je marktleider zijn, een uniek product hebben of een inelastische vraag naar je product of dienst hebben. Binnen de portefeuille van het Juno Selection Fund hebben bijna al onze ondernemingen wél die mogelijkheid waardoor marges op peil kunnen worden gehouden.

Zolang de inflatie boven het doel van de Europese Centrale Bank blijft, kan deze de officiële rente tarieven niet verlagen. Een verlaging zou inflatie verder aanwakkeren. Het is echter mogelijk dat de huidige bankencrisis een verlaging van de officiële rentetarieven zou kunnen rechtvaardigen. Maar, zolang de banken elkaar niet vertrouwen, gaat een lagere rente echter nauwelijks effect op de kredietverstrekking hebben. Het gevolg: de markrente gaat daarom voorlopig niet omlaag, zie ook probleem 4 hieronder.

Probleem 3: Cyclische sectoren en de vraag naar olie

Het gebrek aan onderling vertrouwen bij banken zet de kredietmarkten op slot. De vraag naar geld stijgt en het aanbod neemt af, met als gevolg dat de rente stijgt. Ondernemingen zijn niet meer in staat hun investeringen te financieren. Hierdoor komt de toekomstige groei voor bedrijven met veel vreemd vermogen op de balans in gevaar. Cyclische industrieën, zoals de bouw, hebben last van die afnemende vraag en hebben ook nog eens hard stijgende kosten. Niet alleen is het bouw materiaal, zoals staal, flink in prijs gestegen, ook het personeel verlangt steeds hogere lonen. De kosten stijgen, de omzet neemt af, waardoor marges onder grote druk komen te staan en snel rode cijfers worden geschreven. Precies om die reden investeert Juno niet in sterk cyclische bedrijven.

De vraag naar olie heeft een directe correlatie met de stand van de economie in de wereld. Nu de prijs van olie na vier jaar stijgen onder druk staat, vergeet men dat onder meer China en India meer blijven consumeren dan voorheen. Dat compenseert de afname in de vraag in de VS en Europa. Terwijl de vraag licht stijgt, neemt de productie echter niet significant toe. In de 20 jaar tot 2004, lag de gemiddelde prijs van een vat olie op \$25, met een korte uitschieter naar \$30 ten tijde van de onzekerheid van 9/11. Juno heeft momenteel twee investeringen in de olie sector: Fugro en TGS-NOPEC. Deze bedrijven groeiden ook heel gezond tijdens de jaren dat de olieprijs op \$25 stond. Momenteel is hun orderboek vol, mensen en apparatuur zijn niet snel genoeg aan te trekken. De grote oliebedrijven hebben financieel gesproken meer dan voldoende slagkracht om te blijven investeren in exploratie en productie. Zolang de olieprijs boven de \$25 blijft (huidige stand \$91), worden de kosten van het zoeken en oppompen van olie voor hen meer dan goed gemaakt. Daardoor blijft de markt voor Fugro en TGS-NOPEC sterk.

Probleem 4: hogere rente en herfinanciering van bestaande leningen

De kredietlijnen bij banken zijn nu nagenoeg afgesloten en lenen is alleen nog maar mogelijk is tegen hogere rente tarieven, met meer zekerheden voor de bank. Traditiegetrouw zijn bepaalde industrieën met een grote mate van geleend geld gefinancierd. Leningen hebben looptijden en moeten regelmatig worden *geherfinancierd*. Dit hernieuwen van geleende bedragen wordt door de kredietcrisis langzaamaan een probleem. Zelfs bedrijven als General Electric vragen aandeelhouders om geld zodat ze slechts een gedeelte van haar leningen hoeft te herfinancieren tegen deze nieuwe, hogere tarieven.

Wij keken naar een groep van 231 beursgenoteerde bedrijven in de Benelux, Frankrijk en Spanje met een gezamenlijke beurswaarde van € 920 Mrd. Deze groep bedrijven heeft € 370 Mrd (40% van hun beurswaarde) aan geleend geld in hun boeken. 1/5^e Heeft zelfs meer geleend geld dan eigen vermogen op hun balans. Het gedeelte dat deze maanden moet worden vernieuwd van deze leningen, is slechts een deel

daarvan, maar het geeft een indruk van de omvang van het probleem. Een probleem waar we voor deze categorie bedrijven nog meer van gaan horen.

De 10 Juno bedrijven in de hebben een totale beurswaarde van € 9.1Mrd en hadden in 2007 gezamenlijk € 1.7 Mrd aan rentedragende schuld uitstaan (18% van hun beurswaarde). Onze bedrijven lenen dus de helft minder dan een doorsnee Europees bedrijf. Afgelopen jaar genereerden ze een vrije kasstroom (na belasting en interest betalingen) van €906 Miljoen, waarmee ze de totale leningen in 2 jaar geheel zouden kunnen afbetalen. Wij voorzien dus geen enkele herfinancierings problemen voor onze bedrijven.

Samenvattend

- Het Juno Selection Fund heeft geen banken of financiële dienstverleners in de portefeuille. Ook zijn we niet van plan daarin te investeren.
- We investeren niet in cyclische bedrijfstakken. Al onze bedrijven maken gezonde winst en genereren een hoge mate van cash, die in toenemende mate in aandelen terugkoop programma's wordt gestoken. Marges liggen bovengemiddeld, wat zelfs in lastige tijden een goede buffer geeft.
- Onze 10 bedrijven hebben veelal een positie van marktleider, en/of leveren essentiële producten of diensten. Inflatie kan integraal worden doorberekend aan klanten en marges blijven op peil.
- Wij geloven niet dat de vraag naar olie zal instorten en zelfs bij een aanzienlijk lagere olieprijs kunnen onze olie-service bedrijven uitstekende rendementen blijven maken, zelfs groeien.
- Onze 10 bedrijven zijn niet afhankelijk van vreemd vermogen om hun bedrijf te groeien laat staan financieren. Er is nagenoeg geen herfinancierings risico aanwezig.
- Gemiddeld verwachten we voor 2008 een groei in de winsten van onze 10 bedrijven van 14%. Overigens lag in de eerste helft van 2008 die gerapporteerde groei al op 15% en de operationele kasstroom nam met 17% toe.

Nieuwe participatie van het Juno Selection Fund

Wij hebben een voorkeur voor bedrijven die kunnen groeien, onafhankelijk van wat de economie doet. Mede daarom hebben we een nieuwe positie in het Verenigd Koninkrijk verworven. Healthcare Locums Plc. ("HCL") is een uitzendbureau voor tijdelijke artsen ("locums" genaamd). De wachtlijsten in ziekenhuizen zijn enorm in Engeland. Bovendien is er een chronisch tekort aan gekwalificeerde artsen, therapeuten en maatschappelijk werkers. Door deze professionals te rekruteren buiten het V.K., vooral in Britse Gemenebest landen, zoals Australië, Canada, Nieuw Zeeland, India, maar ook Nepal en Zuid Korea, kan beter in de grote Engelse vraag worden voorzien. Van alle door HCL geplaatste specialisten (4-5000 per week) komt 70% van buiten het V.K.

In tegenstelling tot traditionele uitzendbureaus, loopt HCL nauwelijks extra risico's in een recessie. De klant is meestal de (semi-) overheid; Ze betalen langzaam, maar vallen niet om. De geplaatste artsen worden door een gerespecteerd extern kantoor op kwalificaties en resumé getoetst. Eenmaal aan de slag werken zij op risico en rekening van het betreffende ziekenhuis. HCL verzorgt de betaling aan de professional, en rekent hiervoor een fee van rond de 30% boven op het salaris van deze arts of therapeut. Als er voor de arts geen passend werk zou zijn, krijgen ze ook niets door HCL uitbetaald. Er is dus geen risico van dure bankzitters.

Maar nog wel de belangrijkste reden om te investeren is de enorme vraag naar geschikt personeel, waaraan niet op korte termijn kan worden voldaan. Wanneer de vraag zo veel groter is dan het aanbod, liggen er kansen. HCL is marktleider en kan via haar international netwerk in het buitenland meer en vaak betere kandidaten aantrekken. Bovendien zijn dit jaar de eerste stappen in het buitenland gezet om ook locums te plaatsen in (nieuwe) ziekenhuizen in de VS en het Midden-Oosten. HCL's klant in Dubai heeft 40.000 nieuwe locums nodig tussen 2008 en 2013.

HCL rapporteert een accelererende organische groei. Momenteel loopt die tegen de 25%. Wij rekenen op een omzet in 2008 van meer dan £ 160 M. De cashflow ligt dan rond de £ 12 M en er is nauwelijks geld nodig voor investeringen. Het vreemd vermogen wordt daarom in een snel tempo afgelost. Het kan niet anders dan dat de grotere uitzenders, zoals Adecco en Randstad, dit soort snel groeiende branchegenoten nauwlettend in de gaten houden. Hun eerdere poging om Michael Page te acquireren zijn daarvoor het bewijs. Het management van HCL heeft de afgelopen maanden zelf aandelen bijgekocht en heeft nu meer dan 10% van het kapitaal.

Ten slotte

De gemiddelde koers-winst verhouding op onze portefeuille is tot een historisch goedkoop niveau gedaald van rond 6x de verwachte winst over 2009. Als onze bedrijven al hun winst in de vorm van dividend zouden uitkeren, behalen we een rendement van 16%. En toch blijkt uit de gerapporteerde cijfers van de afgelopen maanden dat het jaar 2008 voor onze participaties zeer voorspoedig loopt. Winsten stegen nu al met 15% en er is vol orderboek, gezonde groei en weinig vreemd vermogen. Ook de vooruitzichten voor volgend jaar en daarna, blijven positief en realistisch. Het is daarom voor ons niet heel moeilijk om, tegen het sentiment van de markt in, positief te blijven over onze 10 participaties.

De markt is onzeker en ziet de toekomst voor de economie somber in. De komende maanden rapporteren enkele van onze bedrijven weer (interim) cijfers. Gelukkig investeren wij in bedrijven die een duidelijk beeld hebben over hun toekomst. De vraag naar hun producten is namelijk relatief stabiel en voorspelbaar. De marges zijn gezond, de balansen robuust. Daarom blijven wij het volste vertrouwen hebben. Al helemaal gezien de uitzonderlijk lage prijs die wij voor deze voorspelbaarheid moeten betalen, die ons ruimschoots voor eventuele tegenvallers compenseert.

Graag maken we u attent op het persbericht van 3 oktober 2008. Binnen onze Raad van Advies gaat een wijziging plaatsvinden waarvan we u graag op de hoogte stellen.

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

Bijlage 1.

Posities Juno Selection Fund per 30 september 2008.

Participatie	Land	Omzet (€ miljoen) 2007	Beurswaarde (€ miljoen)	
Fugro	Nederland	1'800	3'000	Collectie en interpretatie van geofysische en geologische informatie voor de bouw, mijnbouw en olie exploitatie. Profiteert onder meer van gestegen budgetten om olie te vinden en bouwactiviteiten in Midden-Oosten.
Bijou Brigitte	Duitsland	360	580	Detailist met >1000 winkels in voornamelijk Europa, met zwaarte punt Spanje en Duitsland. Verkoopt bijoutherieën tegen zeer hoge marge en blinkt uit in uitstekend logistiek apparaat, hoge (vrije) kasstromen en rendement op kapitaal.
Meda	Zweden	861	1'800	<i>Specialty Pharma</i> , focus op generieke en medicijnen in laatste jaren van patent bescherming. Echte marketing en sales organisatie, vooral "Search & Development".
TGS-Nopec	Noorwegen	320	500	Actief in de service aan de olie exploratie industrie. Heeft grootste bibliotheek van seismische gegevens die oliemaatschappijen gebruiken alvorens boringen te verrichten. Profiteert van groei in vraag naar olie, nieuwe olieboringen.
SimCorp	Denemarken	160	380	Leverancier van software voor financiële administratie van pensioenfondsen, vermogensbeheerders, verzekeraars en banken. <i>Recurring revenue</i> model maakt omzet relatief stabiel ook in mindere tijden.
Healthcare Locums	V.K.	170	160	Uitzender voor "locums": artsen, therapeuten en maatschappelijk werkers, aan ziekenhuizen en gemeenten. Enorme vraag, weinig aanbod van professionals. Marktleider met internationaal netwerk.
ORC Software	Zweden	60	130	Producent van algoritmische software voor gebruik door trading desks en professionele derivaten handelaren wereldwijd. Profiteert van volatiliteit op de financiële markten.
ARYZTA	Ierland (Zwitserland)	1'908	2'150	Levert dagelijks 200.000 klanten wereldwijd afbakbrood en broodspecialiteiten. Levert aan shops, restaurants en supermarkten. Marktleider.
C&C Group	Ierland	980	570	Producent van premium appelcider, met markt aandeel van 13% in Ierland en 3% in de Britse markt. Groei ten koste van bier consumptie. Hoge vrije kasstroom, sterk merk.
Vet'Affaires	Frankrijk	95	20	80 winkels in Frankrijk op gebied van harddiscount segment van textiel. Koopt alle producten in Azië in. Geen mode gevoeligheid.

Opmerking: bovenstaande (afgeronde) cijfers op basis van informatie uit jaarverslagen 2007 en (wissel-) koersen van 30 september 2008.