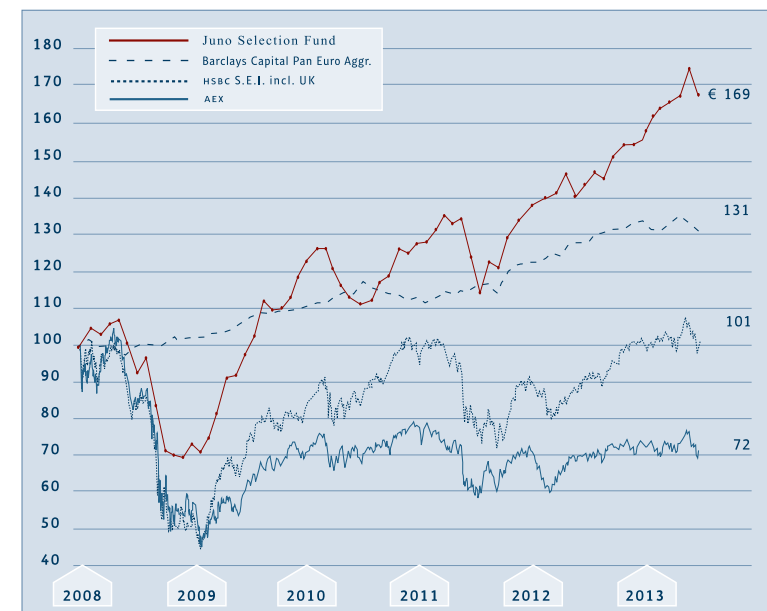


Verslag over het tweede kwartaal en halfjaar rapport 2013

Rendement Juno Selection Fund

Het tweede kwartaal, dat eindigde op 30 juni, hebben we afgesloten met een koers van **€169,05** per participatie. Nadat we het eerste kwartaal met een plus van 6,5% eindigden, bedroeg de stijging in het tweede kwartaal 1,1%. Voor het geheel van 2013 komen we uit op een positief rendement van 7,7%.

De voorspelbare, jaarlijkse winststijgingen van onze bedrijven zien we opnieuw terug in een positieve koersontwikkeling. Bovendien kan de koersstijging van het Juno Selection Fund ook dit jaar de Europese aandelenmarkt weer voorblijven: de AEX (met dividend) stijgt 2,2% en de HSBC Smaller Europe Index met 5,9%. Morningstar.nl en Lipper Fund Screener volgen de ontwikkelingen bij verschillende beleggingsfondsen. Per 30/6/2013 staat Juno in haar categorie in de top drie van de ranglijst op 5 jaars-basis, met het maximum haalbare aantal van 5 sterren.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Gedurende het tweede kwartaal hebben we een nieuwe positie toegevoegd aan de portefeuille. Het bedrijf betreft het Zwitserse **u-blox Holding**. Het werd in 1997 opgericht door een professor en vier van zijn studenten van de technische hogeschool van Zurich. u-blox ontwikkelt en verkoopt positionerings-, en communicatiechips en modules. De productie is geheel uitbesteed aan derden. De klanten die de producten van u-blox kopen zijn veelal kleinere elektronica producenten. Door hun beperkte omvang hebben deze bedrijven veelal geringe technologische kennis over hoe zij bepaalde computerchips in hun elektronica kunnen inbouwen. Daarom maken zij gebruik van zogenaamde 'modules'. Modules bevatten naast de chip, 30 tot 40 additionele componenten. Deze module kan de klant dan als kant-en-klaar geheel in het eigen product inpassen.

u-blox is begonnen als ontwerper van GPS positioneringsmodules. Deze stellen elektronica in staat haar eigen locatie vast te stellen op basis van de signalen van satellieten. Aanvankelijk maakte u-blox enkel de modules en kocht het de positioneringschips in bij derden zoals Intel. Echter, niet op de module, maar op de chip wordt de hoogste marge gemaakt. Daarom heeft u-blox in 2006 haar eigen positioneringschip op de markt gebracht. Deze chip werd los verkocht maar ook geïntegreerd in haar goed verkopende modules en dit heeft u-blox tot marktleider gemaakt. De positioneringsmodules zijn te vinden in grote variëteit aan elektronica zoals bijvoorbeeld navigatiesystemen in auto's, foto toestellen die de coördinaten vastleggen waar de foto is gemaakt en fietscomputers die de afgelegde route onthouden.

De positioneringsmodules ontvangen data van de satellieten, maar kunnen zelf geen data verzenden. Hiervoor moet een communicatiemodule worden toegevoegd. Deze stellen elektronica dan in staat om over het telefoonnetwerk data te versturen en te ontvangen. Hierdoor kan de positiebepaling gedaan worden én (op afstand) aan de eigenaar worden doorgegeven. Bijzonder interessant voor logistieke planners in containervervoer, of transportbedrijven met veel voertuigen onderweg.

Sinds 2009 heeft u-blox met enkele acquisities een kleine marktpositie op het gebied van communicatiemodules opgebouwd. Net zoals voorheen verkoopt u-blox enkel de modules, maar zijn de chips in de communicatiemodules nog afkomstig van derden. Ondertussen is men echter druk bezig met het ontwikkelen van de eigen communicatiechip. Deze zal naar verwachting eind 2014 de externe communicatiechips gaan vervangen.

Met deze strategie zal u-blox in relatief korte tijd de marge op bestaande omzet significant kunnen verbeteren. Het kunstje dat u-blox toepaste op de positioneringsmodule, met een eigen chip, kan daarmee binnen de communicatiewereld worden herhaald.

Naast het op de markt brengen van de eigen communicatiechip staat u-blox aan de vooravond van enkele veelbelovende technologische marktontwikkelingen. Op gebied van positionering worden de met GPS concurrerende navigatiesystemen GLONASS (Rusland), Beidou (China) en Galileo (Europese Unie) gelanceerd. Daarnaast speelt u-blox met haar communicatiechips ook tijdig in op de wereldwijde uitrol van 4G netwerken met haar veel hogere datacapaciteit.

Ons bezoek aan het bedrijf heeft ons vertrouwen gegeven dat de onderneming haar strategie met zorg en overtuiging uitvoert. We hebben een goed beeld gekregen van de mogelijke groei en zien een aantrekkelijke waardering.

Een positie die we al langer in de portefeuille hebben is het Zweedse *specialty pharma* bedrijf **Meda**. De belangrijkste ontwikkeling bij dit bedrijf dit jaar is de introductie van het medicijn Dymista in de VS. Dymista combineert Asteline en Fluticason, de twee belangrijkste ingrediënten die worden voorgeschreven voor de behandeling van allergieën zoals hooikoorts. Meda had hiervoor alleen een medicijn beschikbaar dat gebaseerd was op Asteline.

Dymista combineert het beste van de twee ingrediënten; het werkt sneller en beter. De markt van Fluticason is van oudsher groter geweest dan die van Asteline, waardoor de afzetmarkt die Meda met Dymista bedient ook groter is. De eerste verkoopcijfers die naar buiten komen na de introductie zijn bemoedigend. Dymista blijft aan marktaandeel winnen. Misschien beter nog is dat er steeds meer onafhankelijke studies verschijnen die de effectiviteit van het medicijn bevestigen. Aankomend voorjaar zal Dymista ook in Europa geïntroduceerd worden.

Een andere markt waarop Meda de laatste jaren heel actief is geweest, is de over-the-counter (OTC) markt. Dit is de markt voor medicijnen waarvoor geen recept nodig is. In vergelijking met de markt voor voorgeschreven medicijnen groeit deze markt sneller en is *direct marketing* naar de consument toe belangrijker. Twee producten die het afgelopen jaar bijvoorbeeld in Nederland zijn geïntroduceerd zijn CB12 en Naloc.

Bovenstaande ontwikkelingen zullen er in onze ogen toe leiden dat de organische groei en winstgevendheid van Meda zal toenemen. Bovendien vindt er, geholpen door de stabiele kasstromen en nadruk op kosten-synergiën, consolidatie plaats in de industrie. Zo zijn er het afgelopen halfjaar meerdere overnames geweest. Ook Meda wordt op dit vlak vaak genoemd.

De huidige CEO, Anders Lönner, zal in 2015 afscheid nemen. Hij is degene die met behulp van de familie Olsson, meest bekend als de familie achter de Stena Line, Meda sinds 1999 heeft opgebouwd. Anders Lönner heeft op dit moment 1,7% van de aandelen en de familie Olsson 22,7%. Gezien de hechte band tussen de CEO en de familie lijkt het ons niet onwaarschijnlijk dat ze in het geval van een overname tegelijkertijd hun pakket zullen verkopen.

De toenemende organische groei met stijgende marges zien wij nog onvoldoende weergeven in de koers van het aandeel. Wij blijven dan ook aandeelhouder in deze Zweedse onderneming.

Vooruitzichten

In april schreven we dat naar onze mening de koersen van veel cyclische bedrijven te ver vooruit waren gelopen op het lichte economische herstel. In de maand juni namen beleggers daadwerkelijk gas terug. De aanleiding hiervoor was de mededeling dat de Amerikaanse centrale banken hun gigantische obligatie-inkoop programma gaan afbouwen, waardoor er een minder verruimend geldbeleid komt. Hierdoor kan de rente gaan stijgen, waardoor obligaties en aandelen minder aantrekkelijk worden. Opvallend was het relatief snelle koersherstel tegen het einde van de maand, hetgeen duidelijk maakt dat er veel geld aan de zijlijn op een goed instapmoment wacht.

Met een stijgende rente in het verschiet, hebben beleggers eigenlijk niets meer te zoeken in de obligatiemarkten waar de prijzen onder druk komen. Bovendien compenseert de effectieve rente toch al niet of nauwelijks meer voor inflatie. Waar kunnen investeerders dan nog met hun geld naartoe, wetende dat ook de deposito rentes weinig rendement meer geven?

We denken dat 's werelds aandelenbeurzen de enige plek zijn waar nog enig rendement te behalen is. Waarderingen van aandelen zijn aantrekkelijk, zeker van de solide, groeiende familiebedrijven uit Juno's portefeuille. Deze selecte groep ziet haar winsten jaar op jaar groeien, heeft een bijna schuldenvrije balans, terugkerende winstgroei van rond de 15% en jaarlijkse cash-overschotten. Dat geeft ons veel vertrouwen voor de toekomst. In dit kwartaalverslag treft u tevens het financiële rapport voor het Juno Selection Fund over het eerste halfjaar van 2013 aan. De daarin opgenomen informatie is niet door de accountant gecontroleerd.

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%
2012	+19%	+20%	+10%	+11%
1 ^e kwartaal 2013	+7%	+7%	+2%	0%
2 ^e kwartaal 2013	+1%	-1%	-1%	-1%
2013	+8%	+6%	+1%	-2%
Sinds start *	+69%	-0%	-29%	+30%

*) fondsbegin: 11 januari 2008

Top 5 Aandelen-Posities

NAAM	LAND
Aryzta	Zwitserland
Simcorp	Denemarken
CeWe Color	Duitsland
TGS-Nopec	Noorwegen
Gerry Weber	Duitsland

Verslag over het tweede kwartaal en halfjaar rapport 2013.

Vormgeving René de Haan, renedehaan.net

Dit rapport is in juli 2013 uitgegeven door
Juno Investment Partners,
beheerder van het Juno Selection Fund.

Villa Maarheeze
Rijksstraatweg 675
NL-2245 CB Wassenaar, Nederland

Telefoon: +31 (0)70 24 00 247
www.juno-invest.com