

Wassenaar, 5 januari 2009

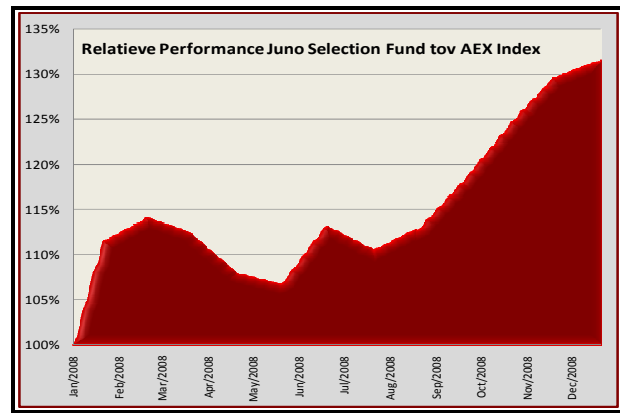
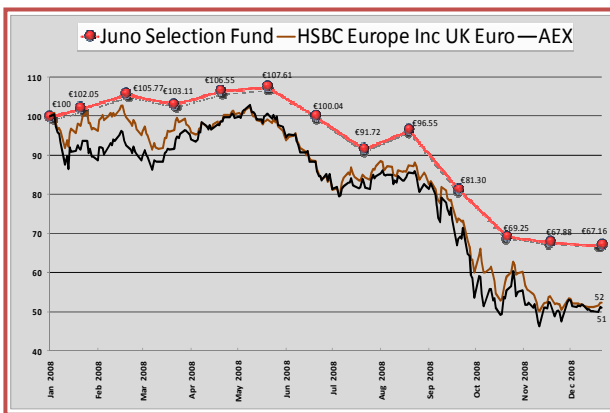
Betreft: 4^e kwartaal 2008, Juno Selection Fund

Geachte Participant,

Performance

Het vierde kwartaal van het Juno Selection Fund hebben we afgesloten met een koers van **€67.16** per participatie. Aandelenmarkten lieten in het vierde kwartaal een negatieve ontwikkeling zien (gemiddeld -28%) en wij verloren 17%. Het eerste jaar van het Juno Selection Fund is daarmee met een forse min geëindigd. Omdat we geen derivaten inzetten, maar een zogenaamde “*long-only*” investeringsstijl hanteren, hebben we niet kunnen profiteren van koersdalingen en helaas waren er -zoals u weet- in 2008 maar heel weinig aandelen die in de plus eindigden.

Hoewel we natuurlijk teleurgesteld zijn in de absolute performance over 2008, is het wel bemoedigend dat we niet alleen in het laatste kwartaal de AEX index en de HSBC Index versloegen, maar al acht maanden achtereen. Voor het gehele jaar 2008 is onze out-performance ten opzichte van de AEX index, op meer dan 30% uitgekomen (zie onderstaande grafiek). Het defensieve karakter van onze participaties: voorspelbare, groeiende ondernemingen met een conservatieve financieringsstructuur, heeft daarin zijn waarde bewezen.



Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Onze grootste positie, het Duitse **Bijou Brigitte**, kon dit kwartaal een mooie koersstijging laten zien van 20%. Dit was het gevolg van de melding van een licht positieve ontwikkeling in de omzet van de winkels in Duitsland gedurende het derde kwartaal. De voortzetting van het aandelen inkoopprogramma speelde tevens een rol, alsook het hoge (en zekere) dividend rendement van bijna 10%.

Een flinke koersdaling werd de afgelopen drie maanden echter zichtbaar bij **Fugro**. De daling met 50% werd vooral veroorzaakt door de enorme terugval in de prijs van olie. Hoewel Fugro inderdaad voor circa 70% van de omzet afhankelijk is van de oliesector, bestaat Fugro's klantenbasis veelal uit grote National Oil Companies (NOC's) die nog volop investeren in olie exploratie en exploitatie. Ook doet Fugro veel noodzakelijk onderhoud bij producerende olievelden, wat gewoon doorloopt. Onze recente gesprekken met het management hebben niet geleid tot een andere visie dan voorheen en de bestaande positie in het fonds werd daarom uitgebreid.

De koersontwikkeling liep duidelijk beter bij **Simcorp**. Wij zagen aanvankelijk wat problemen opdoemen voor het bedrijf, die enkele van 's werelds grootste pensioenfondsen en banken tot haar klanten rekent. Maar het optimisme in onze gesprekken met de CEO Peter Ravn, bleek gegrond. In het vierde kwartaal kondigde SimCorp meerdere grote nieuwe contracten aan. Daarmee lijkt het er vooralsnog op dat het bedrijf de doelstellingen voor 2008 haalt en gaat het 2009 in met een goed gevuld orderboek.

Onze nieuwe positie in het Britse **Healthcare Locums** ("HCL") werd verder opgebouwd. Management gaf bovendien aan beter dan verwachte cijfers over 2008 te gaan publiceren als gevolg van sterke groei in de vraag naar tijdelijke artsen (locums). Helaas moesten we de koersstijging in dit kwartaal van 11% in het aandeel opgeven, als gevolg van de 20% afname in de waarde van het Engelse Pond.

We verkochten aan het einde van het derde kwartaal onze positie in **Sligro**. We maakten ons in toenemende mate zorgen over de ontwikkeling binnen haar supermarktketen EM-TÉ en de invloed van de plotselinge afname in de voedselprijs inflatie op de groeps marges. Onze verkoop bleek goed getimed, in oktober berichtte Sligro tegenvallende cijfers en moesten te hoge marktverwachtingen voor 2008 bijgesteld worden.

Tot slot verkochten we ook onze kleine positie in **C&C**. Deze Ierse cider fabrikant kwam in zwaar weer dit jaar doordat haar belangrijkste concurrent haar prijzen sterk verlaagde en strategische posities als leverancier bij pub-ketens in het VK kon innemen. C&C's bestuursvoorzitter stapte op en een veelbelovend nieuw team kon worden aangetrokken. Echter, de afzet in de bars en kroegen in Ierland en het VK liggen als gevolg van de economische tegenwind zwaarder onder druk dan we eerder vermoedde. Wij menen daarom dat er eerst duidelijk economisch herstel moet komen, voordat C&C weer groei kan tonen.

Vooruitzichten

Sinds oktober is de depositorente bijna gehalveerd naar 2.9%. Deze lage rente samen met dalende inflatie, zouden een positieve stimulans voor beurskoersen moeten geven. In de reële economie zullen we echter nog veel teleurstellend bedrijfsnieuws krijgen. Daarbij komen voornamelijk cyclische bedrijven, actief in de bouw-, uitzend- en de chemiesector verder onder druk. De marktverwachtingen voor deze bedrijven zijn in onze ogen nog steeds te rooskleurig; winstdalingen van ten minste 20% lijken aannemelijker.

Vergelijk die ontwikkelingen met de verwachte winstgroei van de negen participaties van het Juno Selection Fund. Als geheel denken we dat in 2009 hun winst met tenminste 10% gaat stijgen. De aannames die daaraan ten grondslag liggen zijn conservatief. Op basis van deze prognose kunnen we een dividend rendement van 4.5% tegemoet zien en is de portefeuille momenteel op 7 keer de winst gewaardeerd. Maar, misschien nog wel belangrijker, is dat deze bedrijven geen financieringsrisico's lopen. Hun activiteiten zijn goed te begrijpen en zijn bovendien relatief voorspelbaar en transparant.

Ook dit jaar gaan wij weer hard aan de slag om onze bestaande participaties nauw te volgen en interessante nieuwe investeringsideeën te bestuderen. De combinatie van voorspelbare winstgroei gecombineerd met erg lage waarderingen is aantrekkelijk. Dit zou ons in staat moeten stellen om in 2009 en de jaren hierna een goede performance neer te zetten.

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