

## Verslag over het derde kwartaal 2014

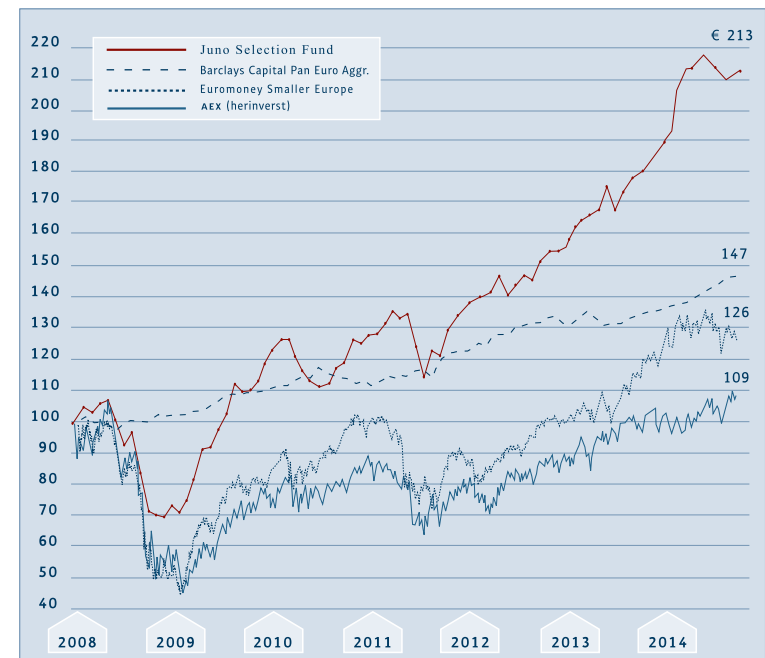
## Verslag over het derde kwartaal 2014

### Rendement Juno Selection Fund

Het derde kwartaal, dat eindigde op 30 september, hebben we afgesloten met een koers van **€ 213,29** per participatie. De daling in het derde kwartaal bedroeg 2,2%. Voor het geheel van 2014 komen we uit op een positief rendement van 11,7%.

Ten opzichte van de markt konden we nog verder uitlopen. De daling van de Euromoney Smaller Company index bedroeg 3,9% in het derde kwartaal, en deze index staat op een magere 2% voor het jaar.

De afgelopen vijf jaar bedroeg ons jaarlijkse samengestelde rendement 13,5%. Dat verhoudt zich tot 9,6% voor de Euromoney index en 9,3% voor de AEX. Bij Morningstar.nl staat Juno in de ranglijsten ook dit jaar opnieuw bovenaan in haar categorie.



## Belangrijkste ontwikkelingen in de portefeuille

Afgelopen kwartalen schreven wij met enige regelmaat over de ontwikkelingen bij onze deelneming in het Zweedse **Meda AB**. Bij het aantreden van de nieuwe CEO in oktober 2013 zijn wij gelijk afgereisd naar Solna om zijn strategische plannen voor de komende jaren te bespreken. Hierin gaf hij aan dat naar zijn mening Meda vooral zou moeten groeien op basis van organische groei en dat overnames zeldzamer zouden worden. Hier konden wij ons helemaal in vinden.

Begin dit jaar kreeg Meda tot tweemaal toe een overnamebod van Mylan Labs. Deze Amerikaanse farmaceut wilde Meda acquireren om nog te kunnen profiteren van fiscale regelgeving in de VS die per 1 januari 2015 gaat wordt aangepast. Meda heeft de twee biedingen naast zich neergelegd. Belangrijker nog, Meda wijzigde haar strategie. De focus ging van organische groei weer terug naar overnames. Zij nam zogezegd een vlucht naar voren. Zoals de CEO het omschreef, “*eat or be eaten*”.

Met kleine overnames hebben wij niet zoveel problemen. Echter, Meda kondigde eind juli aan om Rottapharm, een Italiaanse *specialty pharma* onderneming, over te willen nemen. Hiermee koopt Meda 40% omzet erbij met dezelfde marges als Meda zelf. Dit is geen kleine overname, waardoor grote integratierisico's ontstaan. Voor Juno een teleurstellende ontwikkeling en wij hebben dan ook besloten de uitkomst van het integratieproces niet af te wachten en onze positie in zijn geheel te verkopen.

Afgelopen kwartaal namen wij een nieuwe positie op in de portefeuille; het Duitse **Grenkeleasing AG** (Grenke). Deze in 1978 door Wolfgang Grenke opgerichte onderneming richt zich op leasing van kantoorapparatuur voor het midden- en kleinbedrijf.

Het gemiddelde leasebedrag bedraagt 8.100 Euro en het totaal aantal contracten is meer dan 400.000. Het betreft kopieerapparaten, scanners, telefooncentrales, laptops, servers en andere kantoorbenodigdheden, met een relatief geringe aanschafprijs.

Grenke faciliteert de verkoop van deze artikelen doordat de eindklant in een keer het aankoopbedrag via de leasemaatschappij kan voldoen. De beslissing door de eindklant is zo sneller gemaakt, en de leverancier van de apparaten krijgt binnen 24 uur zijn geld. Grenke neemt het risico op zich dat de eindklant daadwerkelijk gaat afbetalen volgens de leaseovereenkomst. De gemiddelde looptijd van een leasecontract bedraagt slechts 48 maanden.

Om zoveel contracten, met kleine bedragen, winstgevend af te sluiten, is een zeer efficiënte en ervaren organisatie nodig. Deze moet in korte tijd een heel kundige inschatting van de kredietwaardigheid van de eindklant kunnen maken. Hiervoor gebruikt Grenke een door haarzelf ontwikkeld kredietbeoordeling systeem. Dit is volledig geautomatiseerd waardoor Grenke binnen een paar seconden al weet of zij een aanvraag tot een leasecontract kan accepteren. Gemiddeld wordt 45% van alle aanvragen goedgekeurd.

Grenke is vooral actief in de Europese Unie en is daar marktleider. De grootste concurrent is General Electric Capital, daarom is het onwaarschijnlijk dat Grenke ooit de Amerikaanse markt zal betreden, de thuismarkt van General Electric. Bij de expansie naar nieuwe landen werkt Grenke allereerst middels een franchisemodel. Een bestaande franchise partner uit haar netwerk, wordt bereid gevonden om op eigen risico een vestiging in het nieuwe land te openen. Grenke bedingt wel een call optie, om in de toekomst, wanneer de franchise partner succesvol is, deze uit te kopen. Grenke opent alleen vestigingen in landen waar de regelgeving zodanig is dat Grenke te allen tijde eigenaar blijft van de geleasede apparatuur. In bepaalde landen zoals Rusland is dat bijvoorbeeld niet het geval en die zal Grenke dan ook mijden.

Na afloop van het contract, zijn de geleasede kantoorartikelen afgeschreven en worden deze teruggeleverd aan Grenke.

Er bestaat dus geen restwaarde risico. De opbrengst van de verkoop van de apparatuur na afloop van het contract is verwaarloosbaar, maar zoals gezegd, verlies is er ook niet.

Tijdens het afsluiten van het contract sluit de contractant een verzekering af op het geleasede object, dit kan bij Grenke, of bij zijn eigen verzekeraar. Hiermee voorkomt Grenke dat schade aan het product niet meer kan worden verhaald. Het enige grote risico dat bestaat, is dat de afnemer van het leasecontract niet meer aan zijn lease betalingsverplichtingen kan voldoen. Gemiddeld leidt Grenke verlies op 1,5% tot 2% van al haar leasevolume. Ook tijdens de crisis liepen de verliezen niet op tot boven 2% van de uitstaande contracten. Dit geeft wel bewijs dat het risico management systeem van Grenke op orde is. Veel concurrenten trokken zich in die tijd terug uit verschillende markten waardoor Grenke haar marktaandeel de laatste jaren aanzienlijk heeft zien stijgen.

Grenke betaalt de aanschafprijs van de apparatuur aan de leverancier, en de gebruiker betaalt gedurende circa 48 maanden het aankoopbedrag terug aan Grenke, met een opslag voor rente, risico en winst. Om deze voorfinanciering te doen, gebruikt Grenke voor een deel haar eigen vermogen. Veruit het grootste gedeelte komt voort uit de uitgave van eigen obligaties. Die leningen hebben een looptijd die exact gelijk is aan de looptijd van de onderliggende leasecontracten. Deze zijn dus perfect *matched*. Hierdoor loopt Grenke geen enkel renterisico op haar contracten. Een essentieel verschil met bijvoorbeeld een bank, waar de toekomstige winstgevendheid sterk afhankelijk is van de renteontwikkeling en de actieve keuze om op lange of korte termijn te financieren.

Mochten renteniveaus oplopen, dan zal Grenke deze renteverhoging voor alle nieuwe contracten direct doorberekenen in haar opslag. Voor de bestaande contracten verandert er niets, deze zijn immers al allemaal gefinancierd en *matched* in de tijd. Op dit moment haalt Grenke een organische omzetgroei van meer dan 10% met een onderliggende winstgroei die daar ruim boven ligt.

Het rendement op eigen vermogen bedraagt bijna 14% en onze inschatting is dat deze de komende jaren gaat stijgen naar 16%. Dit zal een verdere versnelling van de onderliggende winstgroei met zich mee brengen. Grenke is een echt familiebedrijf, de oprichter en zijn familie bezitten nog steeds 42,6% van de aandelen.

Sinds het allereerste begin van het Juno Selection Fund, bijna zeven jaar geleden, hebben we een positie in het Zwitserse Aryzta. Het bedrijf heette toen nog IAWS en kreeg na de overname in 2008 van het Zwitserse Hiestand, haar nieuwe naam en domicilie. Onder leiding van CEO Owen Killian onderging IAWS meer dan een naamsverandering. Als specialist op het gebied van afbakbroden, wist Aryzta zich te transformeren: zowel regionaal als wat klanten betreft. Het bedrijfsmodel werd omgegooid om de Amerikaanse fastfood sector en Duitse discountwinkelketens meer aandacht te geven. Ook werden grote internationale klanten meer centraal gesteld. Om dit te bereiken waren strategische acquisities nodig, een diep ingrijpende integratie en reorganisatie, en flinke investeringen.

Over het afgelopen fiscale jaar (tot juli 2014) kon Aryzta prima cijfers presenteren, met een omzetstijging van 9,4% en een operationele winststijging van maar liefst 19,6%. Een zeer goed resultaat dat de verwachtingen van de markt kon overstijgen. Nog indrukwekkender wordt het als we veel langer terugkijken naar de oorsprong van het bedrijf. In juli 1989 werd de Irish Agricultural Wholesale Society (IAWS) naar de beurs gebracht in Ierland. De beurswaarde was destijds 93 miljoen Euro, met een koers per aandeel van € 1,10. Eind juli 2014 was die beurswaarde gegroeid tot een niveau dat 64 keer hoger ligt en de koers steeg met een factor 62. De jaarlijkse winstgroei laat zich berekenen (inclusief dividend) als 14,8%. Een typisch Juno bedrijf. Het management van Aryzta is echter nog niet klaar met haar werk. Een gezonde winstgroei voor de komende jaren van 10-15% moet in onze ogen haalbaar zijn. Hierbij heeft het management bovendien aangegeven dat zij verwachten dat het rendement op het geïnvesteerde vermogen weer verder kan gaan oplopen tot 15%. We kijken met vertrouwen uit naar de komende jaren.

## Vooruitzichten

Het herstel in Europa lijkt maar niet echt tractie te krijgen. De Centrale banken hebben nauwelijks nog instrumenten in handen om de hoeveelheid geld in de economie verder te laten toenemen. Toch kon er nóg een renteverlaging van af, waarmee het niveau in Europa nu op een historisch lage 0,05% staat. Ook gaat er een obligatie opkoopprogramma lopen. De aandelenmarkt wil echter nog meer actie zien, liefst nu meteen. Dit ongeduld vertaalt zich naar meer koersvolatiliteit op de markten.

Ietwat zorgwekkend is de vertraging van de groei in Duitsland. Nader onderzoek wijst echter uit dat de oorzaak vooral ligt in het opschorten van handel met Rusland vanwege de Oekraïne crisis, en de invloed hiervan op onder meer het consumentenvertrouwen. Als het huidige Oekraïne-bestand houdt, kan de Duitse groei snel weer positief verrassen. In onze ogen is er geen reden tot grote zorgen dus.

We kijken terug op een prima set halfjaarcijfers van onze deelnemingen, macro economische strubbelingen ten spijt. We liggen ruimschoots voor op onze doelstelling om dit jaar ten minste 15% groei in de onderliggende winsten te realiseren. Die winstgroei is, zoals u weet, de krachtigste motor achter de toekomstige koersstijgingen van onze deelnemingen.

Onze sterke en voorspelbare familiebedrijven kunnen naar onze mening ook de rest van 2014 hun indrukwekkende winstgroei vasthouden. We verwachten daarom opnieuw een goed vierde kwartaal en blijven tevens onverminderd optimistisch over de langere termijn.

Namens de beheerder van het Juno Selection Fund,



Frans Jurgens



Lennart Smits

## Juno Selection Fund: Historisch Rendement

	Juno Selection Fund	Euromoney Smaller Europe Index	AEX Index	BarCap PanEuro Index
2008 *	- 33%	- 48%	- 47%	+ 1%
2009	+ 70%	+ 55%	+ 42%	+ 8%
2010	+ 12%	+ 23%	+ 9%	+ 4%
2011	+ 3%	- 21%	- 9%	+ 6%
2012	+ 19%	+ 20%	+ 13%	+ 11%
2013	+ 22%	+ 29%	+ 20%	+ 1%
1e kwartaal 2014	+ 13%	+ 7%	+ 1%	+ 3%
2e kwartaal 2014	+ 1%	- 1%	+ 4%	+ 3%
3e kwartaal 2014	- 2%	- 4%	+ 2%	+ 3%
	---	---	---	---
<b>2014</b>	<b>+ 12%</b>	<b>+ 2%</b>	<b>+ 7%</b>	<b>+ 9%</b>
<b>Sinds start *</b>	<b>+113%</b>	<b>+ 26%</b>	<b>+ 9%</b>	<b>+ 46%</b>

\*) fondsbegin: 11 januari 2008

## Top 5 Aandelenposities

NAAM	LAND
Aryzta	Zwitserland
cts-Eventim	Duitsland
Simcorp	Denemarken
Stratec Biomedical	Duitsland
CeWe Stiftung & Co	Duitsland

Verslag over het derde kwartaal 2014.

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

Dit rapport is in oktober 2014 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)

