

-0,94% in juni

-3,22% in 2017Q2

-0,77% in 2017

€220,09 Koers

Portefeuille en Markt

Het AEF (Antaurus Europe Fund) daalde in juni met 0,9% en in het tweede kwartaal met 3,2%. De slotkoers in juni is hierdoor €220,09. Het gemiddeld jaarlijks nettorendement bedraagt 7,6%.

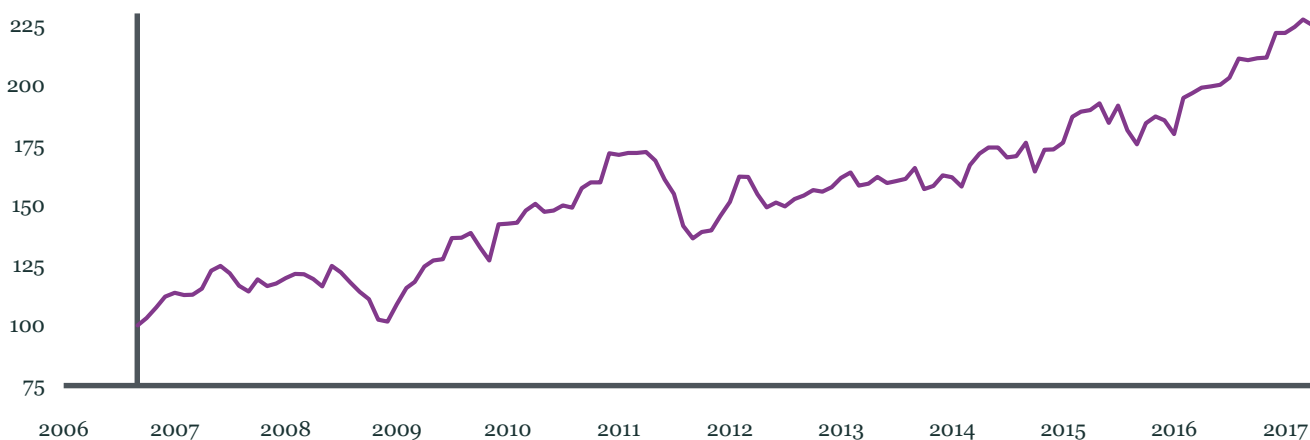
Het rendement in het tweede kwartaal van 2017 werd gerealiseerd met een gemiddelde nettolongweging van 37%. Daarmee had het AEF een substantieel lager

risicoprofiel dan een belegging in aandelen.

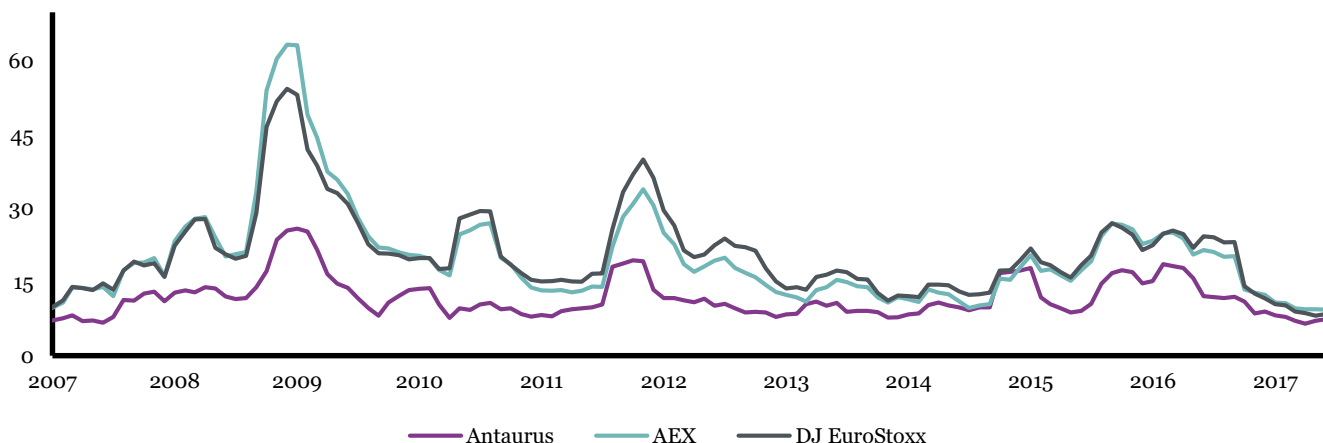
In het tweede kwartaal daalde de brede Europese beurs met 0,5%. De AEX moest 1,8% prijsgeven. De meeste andere Europese beurzen noteerden in het tweede kwartaal een bescheiden plus. Bij het AEF droegen zowel de long- als de shortposities licht negatief bij aan het resultaat.

Rendement en Risico sinds start

AEF (Koers)



Volatiliteit (Risicomaatstaf)



Performance per 30-06-2017	AEF	Risk analysis	1 month	3 years	Since start
1 month	-0,94	Gross position (Long + Short)	139	130	130
3 months	-3,22	Net long (Long - Short)	32	60	48
Year to date	-0,77	Beta adjusted net long	29	48	41
2016	19,60	Positive months (%)		73	64
2015	6,95	Maximum drawdown (%)		-8,4	-20,9
2014	6,66	Best monthly return (%)		8,4	11,9
3 years (annualised)	8,12	Worst monthly return (%)		-6,8	-8,6
5 years (annualised)	7,79	Volatility (%)	7,4	10,8	11,7
Since start (annualised)	7,61	Sharpe ratio		0,75	0,65

Het tweede kwartaal begon voortvarend. Gedreven door de solide kwartaalwinsten van Q1, die het gros van de bedrijven publiceerden, zetten de Europese beurzen het sterke eerste kwartaal voort. Met name bedrijven in de industriële, chemie- en bancaire sector lieten een sterke winstgroei zien.

Ondanks dat de OPEC haar productiebeperking verlengde tot maart 2018, kwam de olieprijs eind van het kwartaal onder druk te staan. Europese olieaandelen daalden daardoor bijna 10% in het tweede kwartaal. Eind juni liepen aandelenmarkten terug na een speech van ECB-president Draghi. Hij liet zich positief uit over de inflatiedoelstelling van de ECB. Beleggers interpreteerden dit als een hint voor het afbouwen van het huidige opkoopprogramma.

Bij het AEF droegen zowel de long- als de shortposities negatief bij aan het resultaat. De drie best presterende longposities in het tweede kwartaal waren in volgorde van bijdrage Wessanen (natuurlijke voeding), Belimo (aandrijving- en kleptechnologie) en ASR (verzekeringen). Fagron (gezondheidszorg) en Flow Traders (market maker in financiële producten) leverden de meest negatieve bijdrage bij de longposities.

De koers van Wessanen steeg met 17% in het tweede kwartaal. Dit werd gedreven door de sterke eerste kwartaalcijfers waarin de groei van Wessanen's eigen merken accelereerde naar 9%. Uiteindelijk heeft de sterke koersbeweging ertoe geleid dat het AEF haar volledige positie in Wessanen boven de 15 euro heeft verkocht. Hiermee is de winst gerealiseerd van één van de meest succesvolle investeringen die het AEF ruim drie jaar geleden initieerde toen de koers rond de vier euro noteerde.

De koers van Belimo steeg in het tweede kwartaal met circa 18%. Deze stijging werd mede veroorzaakt door

het sterke sentiment voor industriële bedrijven. Gedreven door een positief economisch klimaat laten investeringen in gebouwen momenteel gezonde groeicijfers zien. Beleggers sorteren voor op bedrijven die hiervan zullen profiteren. Belimo is hier een voorbeeld van, gezien haar leidende marktposities in aandrijfmechanismen voor verwarmings-, ventilatie- en aircosystemen.

De koers van ASR steeg ruim 10%. De eerste kwartaalcijfers lieten een solide groei zien van de ontvangen premies gecombineerd met een hoge winstmarge. Tevens reduceerde de overheid in juni haar belang tot 20% door 17% van de aandelen te verkopen. Hierdoor is de liquiditeit in het aandeel verder toegenomen, waardoor een grotere groep investeerders in ASR mag beleggen. Dit heeft een positieve impuls aan de aandelenprijs gegeven. ASR kocht zelf opnieuw 2% van de aandelen in. Bovendien hebben de aandeelhouders tijdens de AVA het bestuur een mandaat gegeven om tot 10% van het geplaatste aandelenkapitaal in te kopen. Hiermee ligt de weg voor ASR open om in de rest van het jaar nogmaals kapitaal te retourneren aan aandeelhouders mocht het bestuur dat opportuun achten.

De koers van Fagron daalde gedurende het kwartaal met circa 10% zonder dat hier directe aanleiding voor was. Ultimo juni heeft Fagron de obligatielening van €225 miljoen afgelost. Wij verwachten dat Fagron de komende jaren een sterke kasstroom zal genereren, wat naar onze mening onvoldoende tot uiting komt in de huidige aandelenkoers.

Ondanks dat het resultaat dit kwartaal achterblijft, blijft het AEF onverminderd positief over de potentie van de huidige posities. Bovendien hebben we recent kapitaal vrijgemaakt om in te spelen op de verwachte kansen in deze markt. De nettolongpositie is hierdoor gereduceerd tot 28%.



Investment Case: D'Ieteren

Met een weging van 9% is D'Ieteren één van de grootste individuele posities van het AEF. D'Ieteren is genoteerd op de Belgische beurs met een marktkapitalisatie van ruim 2 miljard euro. D'Ieteren is de wereldmarktleider op het gebied van autoruitvervanging en -reparatie met het bedrijf Belron. Daarnaast is het bedrijf de grootste importeur van auto's in België met merken als VW, Audi, Seat, Skoda en Porsche. Vorig jaar slaagde D'Ieteren erin om Moleskine over te nemen. Moleskine is een consumentenmerk voor luxe notitieboekjes. Deze uitbreiding zorgde voor de eerste stap in de gewenste diversificatie uit het automobielsegment. D'Ieteren ambieert een investeringsfonds te zijn met een beperkt aantal deelnemingen, waarbij het een actieve rol aanneemt om op de lange termijn waarde te creëren voor de aandeelhouders. De familie D'Ieteren bezit ruim 50% van de aandelen.

Belron (autoruitvervanging) is goed voor 70% van de waarde van D'Ieteren. Bij dit onderdeel wordt gewerkt met merken als Carglass en Autotaalglass. Het bedrijf heeft zeer sterke marktposities in de VS en in alle belangrijke markten in Europa. Het bedrijf profiteert van enorme schaalvoordelen ten opzichte van de lokale concurrenten op het gebied van inkoop van autoruiten, investering in IT systemen en capaciteitsbenutting van het netwerk.

De belangrijkste reden dat het AEF voor 2017 enthousiast is over het koerspotentieel van D'Ieteren is het feit dat D'Ieteren recent bekend heeft gemaakt dat het een groot minderheidsbelang in Belron wil verkopen. Hierdoor zal de verborgen waarde in Belron voor iedereen zichtbaar worden.

De reden voor de beslissing om een deel van Belron te verkopen is om de ambitieuze groeiplannen in het nieuwe vijfjarenplan te realiseren. Belron ziet uitbreidingsmogelijkheden in claimmanagement voor verzekeraars en in autoschadereparatie. Dit zal echter grote investeringen vergen. Omdat D'Ieteren juist wil diversificeren is hier binnen de groep geen ruimte voor. D'Ieteren verwacht samen met een investeringspartner de ambitieuze groeiplannen van Belron te kunnen realiseren. Ook zal Belron geherfinancierd worden, waardoor het kapitaal kan

uitkeren aan de holding van D'Ieteren. Het AEF verwacht dat D'Ieteren door de transactie van Belron meer dan één miljard euro aan vrij beschikbare kasmiddelen creëert. Dit is gelijk aan de helft van de beurswaarde van D'Ieteren. Met de opbrengst kunnen nieuwe investeringen in niet auto-gerelateerde activiteiten toegevoegd worden.

Wij verwachten dat de prijs die D'Ieteren ontvangt voor de minderheidsdeelneming in Belron positief zal verrassen. Dit komt vooral door de activiteiten in de VS, die bijna de helft van de omzet vertegenwoordigen en tweederde van de operationele winst. Het track record van de activiteiten in de VS is ijzersterk met een gemiddelde autonome groei van ongeveer 10% per jaar. De operationele winstmarges liggen met een geschatte 9% boven het gemiddelde van Belron.

Om een indruk te krijgen van de waardering van Belron's activiteiten in de VS, heeft het AEF gekeken naar de aanpalende markt voor autoschade-reparatie. Hier domineren vier spelers de markt, waarvan één het Canadese beursgenoteerde Boyd is. De andere drie spelers zijn in handen van private equity partijen zoals Hellman & Friedman, Blackstone en Carlyle. Naast deze partijen speelt ook Warren Buffet met zijn Berkshire Hathaway een actieve rol in de consolidatie van de sector. Recent deed Boyd een overname van een middelgroot autoschade-reparatie bedrijf in Canada voor een zeer hoge waardering. Zelf handelt Boyd ook op een forse waardering. De geruchten gaan dat Blackstone / Carlyle recent haar investering in de verkoop heeft gedaan.

Aangezien het groeiprofiel en de winstgevendheid van Belron VS beter is dan haar sectorgenoten, verwachten wij dat de verkoopprijs minimaal in lijn ligt met de huidige hoge waardering van deze sectorgenoten. Als we de activiteiten in Europa en de rest van de wereld conservatief waarderen, komen wij op een waardering voor heel Belron van ongeveer 3 miljard euro (ofwel €55 per aandeel D'Ieteren). Dit is ver boven de verwachting van de markt. Wij verwachten dan ook een positieve koersreactie als D'Ieteren later dit jaar de verkoop van het minderheidsaandeel in Belron afrondt.

Strategie en vooruitzichten

Het AEF heeft gedurende het tweede kwartaal de nettolongweging verlaagd naar gemiddeld 37%. Ultimo juni bedraagt de nettolongweging 28%. Met de huidige nettolongweging van 25-50% blijft het AEF gepositioneerd voor een stijgende beurs, maar is het risico gereduceerd. Recent hebben we kapitaal vrijgemaakt om zo goed mogelijk te kunnen inspelen op kansen die zich gaan voordoen.

Het tweede kwartaal liet een verlenging zien van het eerste kwartaal: *softe* economische indicatoren zoals inkoopcijfers en vertrouwensindices lieten meerjarige recordniveaus noteren, terwijl *harde* economische cijfers gezond zijn maar nog niet volledig meedelen in eenzelfde euforie. De economische groei in de Eurozone steeg op jaarbasis licht naar 1.9%, terwijl de werkloosheid in Europa met 9.3% daalde naar het laagste niveau sinds maart 2009. Ondanks dit lage niveau werd het banenrapport teleurstellend ontvangen aangezien de afname van de werkloosheid in mei slechts 5,000 banen bedroeg.

Hoewel de economische groei langzamerhand toeneemt en de werkloosheid afneemt, speelt een ander element de centrale bankiers in Europa parten: de inflatie neemt niet toe, mede gedreven door het feit dat loongroei in de Eurozone beperkt is. Dit zou ertoe kunnen leiden dat de ECB terughoudend zal zijn met betrekking tot het afbouwen van het beleid van monetaire verruiming. Een scenario waarbij een accommoderend monetair beleid vanuit de ECB voortgezet wordt, gecombineerd met stijgende bedrijfswinsten, zou stimulerend moeten werken voor aandelenkoersen. Draghi gaf vorige week aan dat de economische verbetering in Europa zichtbaar begint te worden, maar benadrukte dat het terugbrengen van monetaire stimulus voorzichtigheid gebiedt. De markt interpreteerde Draghi's commentaar echter als een voorzichtige hint voor afbouwen van monetaire stimulus. De euro steeg als gevolg hiervan naar haar hoogste niveau sinds een jaar.

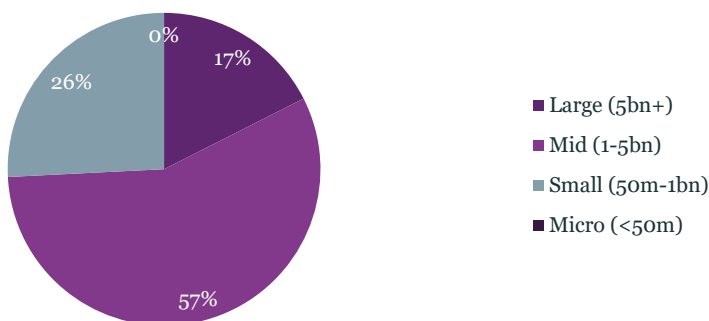
In navolging van Draghi gaven de vertegenwoordigers van de Bank of England en de Bank of Canada ook hun visie af, die allebei op hetzelfde hintten: monetaire verruiming heeft haar werk gedaan, en langzamerhand zal dit moeten worden afgebouwd.

De Amerikaanse centrale bank, eind 2014 al gestopt met monetaire verruiming, heeft inmiddels een plan uitgevouwd om de balans van \$4,5 biljoen terug te brengen. Wij zien echter in Amerika een vergelijkbaar probleem als in Europa: alhoewel (loon)inflatie positief is, zijn de groeiverwachtingen hiervan afgenomen. Dit heeft ervoor gezorgd dat de deflatie verwachting (terugkeren van inflatie), die mede gedreven werd door de stimuleringsmaatregelen die Trump tijdens zijn verkiezing heeft beloofd, momenteel gedaald zijn tot eenzelfde niveau als voor de Amerikaanse verkiezingen.

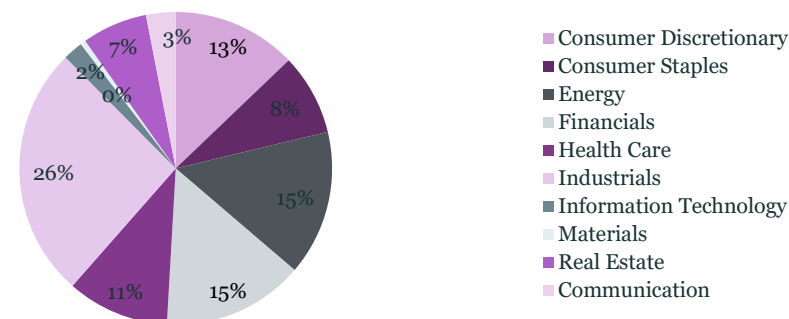
Ondanks dat de financiële markten vrij gemakkelijk laveren door alle politieke ontwikkelingen, verwachten wij dat onzekerheid over het te verwachten monetaire beleid van de centrale banken voor toenemende volatiliteit zal zorgen. Wij hebben daarom ook extra ruimte in de portefeuille gecreëerd om hier adequaat op in te kunnen spelen. Bij een daling zullen we kwaliteitsbedrijven kunnen kopen op zeer aantrekkelijke koersniveau's en shorts kunnen terugkopen. Een herstel op de beurs zullen we gebruiken om weer shortposities aan te gaan en winst te nemen op de longposities. Het AEF verwacht met deze strategie een bovengemiddeld rendement te behalen bij een benedengemiddeld risico. De afgelopen tien jaar is dat met een gemiddeld nettorendement van 7.6% per jaar gelukt.

Portfolio profile

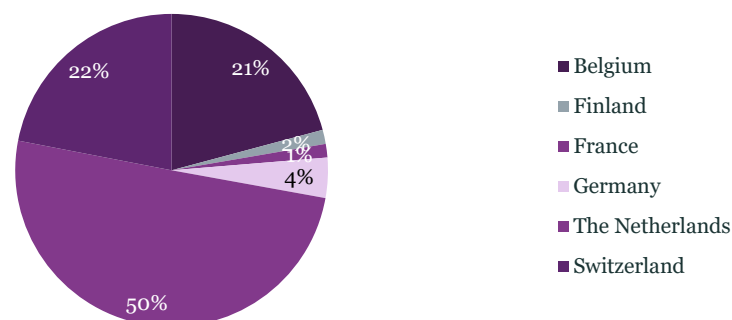
Verdeling naar marktkapitalisatie



Sectorverdeling



Landenverdeling



Top 3 belangen

Position	Weight
Long	
Fagron	11,4
D'Ieteren	8,9
Fugro	7,9
Short	
Consumer discretionary	4,5
Retail company	4,5
Staffing company	4,4

NAV (€)	220,09
Fund size AuM (€m)	81
ISIN code	NL 0000 686848

Fund characteristics

Location	Onshore
Style	Long/Short Equities
Geography	Europe
Inception	October 2006
Base currency	Euro
Additions	Monthly
Redemptions	Monthly

Leverage

Maximum Gross	150%
Net long range	-50% to +75%

Fee structure

Management Fee	2% p.a.
Performance Fee	20%, quarterly
High Watermark	Indefinite

Related parties

Depository	Kas Trust
Custodian	KAS Bank
Administrator	CACEIS
Auditor	Mazars

Team

Michael Kembel	035-5433020
Etienne Platte	
Arjan Sweere	
Pieter Zandee	
Gerben van der Zwan	035-5480355
Jean-Paul Krak	035-5480351

Contact

Antaurus Capital Management B.V.
 Piet Heinkade 99B
 1019 GM Amsterdam, Netherlands
 E: info@antaurus.com
 I: www.antaurus.com

Disclaimer

This document has been prepared by Antaurus Capital Management B.V. solely for the information of the person to whom it has been delivered. The distribution of this document and the offer, sale and delivery of units (Units) in the fund (Fund) in certain jurisdictions may be restricted by law. This document does not constitute an offer for, or an invitation to subscribe to or purchase, any Units in any jurisdiction to any person to whom it is unlawful to make such offer or invitation in such jurisdiction. Persons into whose possession this document comes are required to inform themselves about and to observe any such restrictions. The information herein is for general guidance only and it is the responsibility of any person in possession of this document to inform themselves of, and to observe, all applicable laws and regulations of any relevant jurisdiction. This information is not intended to provide and should not be relied upon for accounting, legal or tax advice or investment recommendations. You should consult your tax, legal, accounting or other advisors about the issues discussed herein. Material terms of the fund are subject to change. Any prospective investor will be provided with a copy of the prospectus and an opportunity to review the documentation. Prospective investors should review the prospectus, including the risk factors, before making a decision to invest. No representation, warranty or undertaking, express or implied, is given as to the accuracy or completeness of the information or opinions contained in this document by any of Antaurus Capital Management, its employees or affiliates and no liability is accepted by such persons for the accuracy or completeness of any such information or opinions, and nothing contained herein shall be relied upon as a promise or representation whether as to past or future performance. This is neither an offer to sell nor a solicitation of any offer to buy any securities in any fund managed by us. Past performance of a fund is no guarantee as to its performance in the future.