

**+0,27%** in september

**-0,93%** in 2017Q3

**-1,69%** in 2017

**€218,05** Koers

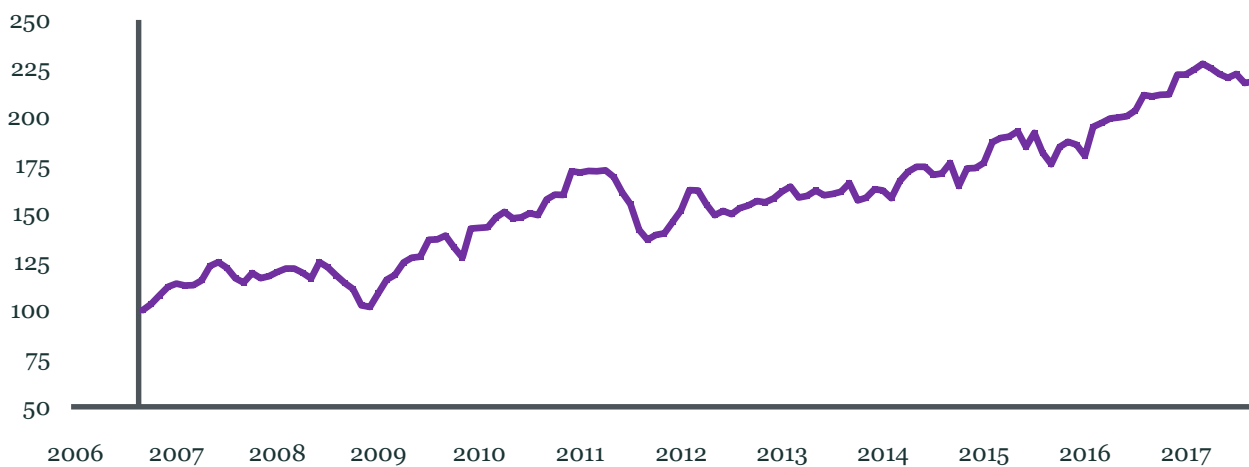
## Portefeuille en Markt

Het AEF (Antaurus Europe Fund) steeg in september met 0,27% en daalde in het derde kwartaal met 0,93%. De slotkoers in september is hierdoor €218,05. Het gemiddeld jaarlijks nettorendement bedraagt 7,3%. Het rendement in het derde kwartaal van 2017 werd gerealiseerd met een gemiddelde nettolongweging van 24%. Daarmee had het AEF een substantieel lager risicoprofiel dan een belegging in aandelen.

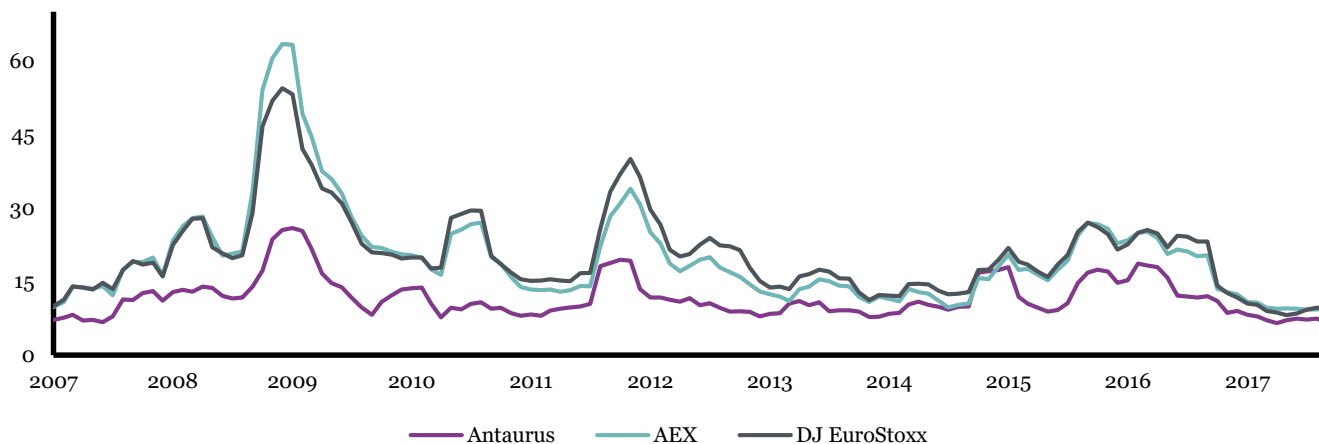
**Vanaf 1 januari 2018 zullen wij de management fee van de Beheerder van het AEF, thans 2% per jaar, verlagen naar 1,8% per jaar. De reden hiervoor is dat wij het Fonds te allen tijde attractief en competitief willen houden voor de bestaande én nieuwe participanten.**

## Rendement en Risico sinds start

### AEF (Koers)



### Volatiliteit (Risicomaatstaf)



Performance per 30-09-2017	AEF	Risk analysis	1 month	3 years	Since start
1 month	0,27	Gross position (Long + Short)	135	132	130
3 months	-0,93	Net long (Long - Short)	26	56	47
Year to date	-1,69	Beta adjusted net long	25	46	41
2016	19,60	Positive months (%)		70	64
2015	6,95	Maximum drawdown (%)		-8,4	-20,9
2014	6,66	Best monthly return (%)		8,4	11,9
3 years (annualised)	7,38	Worst monthly return (%)		-6,8	-8,6
5 years (annualised)	7,18	Volatility (%)	6,7	10,8	11,6
Since start (annualised)	7,25	Sharpe ratio		0,69	0,63

Het derde kwartaal kende een zwakke start door geopolitieke spanningen en opmerkingen van verschillende centrale bankiers die hintten op het einde van een verruimend monetair beleid. September maakte de verliezen van juli en augustus echter meer dan goed, waardoor de brede Europese beurs in het derde kwartaal een positief rendement van 2,3% neerzette. De AEX steeg met 5,9%.

De halfjaarresultaten van Europese bedrijven waren over de gehele breedte opnieuw sterker dan verwacht. Zowel de omzet- als winstcijfers overtroffen de verwachtingen. De olieprijs liet een fors herstel zien. Dit kwam doordat het Internationaal Energie Agentschap (IEA) aangaf dat de vraag naar olie sterker is dan vooraf was ingeschat. Tevens liepen de olievoorraden in Amerika sterk terug en lieten de OPEC-leden zien dat zij zich aan de productie afspraken houden.

Bij het AEF droegen de longposities positief en de shortposities negatief bij aan het resultaat. De drie best presterende longposities in het derde kwartaal waren in volgorde van bijdrage Fagron (gezondheidszorg), ASML (halfgeleiderindustrie) en ASR (verzekeringen). Rieter (toeleverancier textielindustrie) en Helvetia (verzekeringen) leverden de meest negatieve bijdrage bij de longposities. Bij de shortposities droegen de industriële bedrijven gezamenlijk het meest negatief bij. Deze aandelen zagen hun waarderingen verder oplopen, gedreven door gezonde economische cijfers in Europa. Hun negatieve bijdrage werd deels gecompenseerd door de gerealiseerde winst op de shortpositie in het Belgische IBA (medische apparatuur).

De koers van Fagron steeg met 14% in het derde kwartaal. Dit werd gedreven door de solide

halfjaarcijfers. Met name de sterke schuldreductie was beter dan de markt had verwacht. Tevens heeft Fagron recent twee kleine acquisities aangekondigd (3% bijdrage aan de jaaromzet).

De koers van ASML steeg ruim 26%. De aandelen profiteerden met name richting het einde van het kwartaal van positieve geluiden van andere spelers in de industrie. Medetoeleverancier Applied Materials liet zich op een dag voor investeerders positief uit over de nabije toekomst van de halfgeleiderindustrie. Tevens publiceerde geheugenchipproducent Micron eind september resultaten die beter waren dan verwacht.

De koers van Helvetia daalde gedurende het kwartaal met circa 4%. Op de volgende pagina weiden wij verder uit over deze investering.

De koers van Rieter daalde met circa 6%. Rieter maakte teleurstellende cijfers over het eerste halve jaar bekend. Rieter verlaagde de winstverwachting voor 2017 licht. Positief is dat de order intake fors verbeterd. Verder zal de verplaatsing van de productie van Duitsland naar Tsjechië een flinke besparing opleveren. Hierdoor verwachten wij een forse winststijging in 2018.

Doordat de nettolongpositie gedurende het derde kwartaal gemiddeld 24% bedroeg, heeft het AEF beperkt geprofiteerd van de gestegen aandelenkoersen.



## Investment Case: Helvetia

Helvetia is de derde grootste verzekeraar in Zwitserland. Daarnaast heeft het kleinere winstgevende marktposities in Italië, Duitsland, Spanje en Oostenrijk. De Zwitserse verzekeringsmarkt is de meest winstgevende in Europa. En in deze markt is Helvetia de meest winstgevende speler gemeten naar het percentage van de verzekeringspremie dat het overhoudt na kosten en uitkering van schade. De toetredingsdrempels in de markt zijn hoog omdat Zwitserse consumenten, nog meer dan in andere landen, hechten aan merknaam, reputatie en vertrouwen. Een andere reden voor de hoge winstgevendheid is dat de Zwitserse markt één van de meest geconsolideerde is. De top-3 spelers (het Franse AXA, Swiss Life en Helvetia) hebben samen een marktaandeel van 67%, terwijl de grootste zeven spelers een marktaandeel hebben van 92%.

Het AEF is sinds eind 2014 belegd in Helvetia op een koers van CHF465. Sinds de eerste aankoop bedraagt het behaalde rendement inclusief dividend 25% oftewel gemiddeld 8,4% per jaar. De reden om een positie te kopen in Helvetia was de overname van een Zwitserse concurrent, Nationale Suisse. Hierdoor is de marktpositie van Helvetia flink verbeterd. Maar het belangrijkste argument om Helvetia te kopen was het enorme synergiepotentieel van de acquisitie.

De koers van het aandeel Helvetia is dit jaar echter gedaald en heeft daarmee een negatieve bijdrage aan het resultaat van het AEF geleverd. Dit terwijl andere West Europese verzekeraars dit jaar een rendement behaald hebben van gemiddeld 17%. De reden voor de teleurstellende koersontwikkeling is dat de winst minder stijgt dan verwacht door hogere integratiekosten voor de acquisitie en door investeringen in strategische initiatieven. In het derde kwartaal daalde het aandeel doordat Raiffeisen bank besloot haar 4% belang af te stoten op een koers van CHF513. Raiffeisen en Helvetia werken al zeer lang samen om verzekeringsprodukten in de Zwitserse markt te verkopen. Om de samenwerking te bekrachtigen heeft Raiffeisen ooit een belang genomen in Helvetia. Raiffeisen heeft aangegeven dat het belang niet meer noodzakelijk is voor een goede samenwerking en dat het met het vrijgekomen geld de balans wenst te versterken.

De reden dat wij in de komende twaalf maanden een sterk rendement verwachten van de positie in Helvetia is dat we een solide stijging van de winst voor 2018 verwachten, omdat de integratie van de acquisitie in 2017 afgerond is en de investeringen in strategische initiatieven gelijk of lager zullen zijn dan in 2017. Verder verwachten wij dat het dividend met 20% zal stijgen van CHF21 in 2016 naar CHF25 in 2018 aangezien Helvetia heeft aangegeven om 50% van de winst na reorganisatielasten uit te keren aan aandeelhouders. Ook verwachten wij dat de rente-ontwikkeling niet langer zal drukken op het resultaat en zelfs positief zal kunnen bijdragen aan de winstgroei. Afgelopen jaren heeft de daling van de rente een zeer negatief effect gehad op de ontwikkeling van de winst bij verzekeraars. Nu de rente langzaam maar zeker stijgt zal Helvetia een hoger rendement kunnen behalen op de belegde premies en reserves.

Wij vinden de waardering zeer aantrekkelijk. We verwachten dat het dividendrendement stijgt van 4% in 2016 naar 5% in 2018. Op basis van onze schattingen handelt Helvetia op een verhouding van 10x de winst in 2018 oftewel een winstrendement van 10%. Dit is hoog in vergelijking met een rendement van de hybride perpetual obligaties van minder dan 3% en van de 10-jaars lening van slechts 0,5%. Dit betekent dat de risicopremie van de aandelen Helvetia (winstrendement – lange termijn obligatie rendement) ruim 9% bedraagt. Dit kan men vergelijken met een risicopremie van rond de 4% voor de aandelenmarkt. De risicopremie die de markt inprijsst voor Helvetia vinden wij extreem. Vooral omdat bij Helvetia de winst, die het overhoudt uit ontvangen verzekeringspremies en die dus niet gevoelig is voor de rente-ontwikkeling, zeer voorspelbaar is. Het AEF beschouwt Helvetia dan ook als een solide, veilige belegging. Bij een nog steeds forse risicopremie van 7% komen wij op een koersdoel van CHF700. Op basis van de huidige koers, geeft dit een upside van 33%.

## Strategie en vooruitzichten

*Softe* economische indicatoren zoals inkoopcijfers en vertrouwensindices stegen naar nieuwe recordniveaus. De economische groei in de Eurozone steeg op jaarbasis licht naar 2.3% (van 2%), terwijl de werkloosheid in Europa met 9.1% daalde naar het laagste niveau sinds februari 2009. Wereldwijd zien we een vergelijkbaar economisch klimaat. De groeivoet van de Amerikaanse economie was met 3.1% op het hoogste niveau sinds begin 2015, terwijl de economische groeiverwachtingen in de meeste opkomende landen ook aantrekt.

Naast de solide economische vooruitzichten, zijn de ogen van de financiële markten gericht op het monetair beleid van de centrale banken. Terwijl ECB-president Draghi zich in september opnieuw op de vlakte hield, was de Amerikaanse centrale bank meer uitgesproken. Voorzitster Yellen gaf eind september aan dat het onverstandig is om te wachten met verdere renteverhogingen totdat de inflatiedoelstelling van 2% is bereikt. Hiermee zette zij de weg open voor een nieuwe renteverhoging in december, en is de verwachting van Fed-leden dat er in 2018 nog drie verhogingen zullen plaatsvinden. Gesteund door de stand van de Amerikaanse economie, heeft de Fed aangegeven dat ze zich niet moet blind staren op de inflatiedoelstelling van 2%. Hiermee gaf de Fed een duidelijk signaal dat de markt zich moet klaarmaken voor hogere renteniveaus. Desalniettemin prijst de financiële markt slechts één renteverhoging in voor 2018. Waarschijnlijk doordat de inflatie momenteel rond de 1.5% bungelt.

Tevens startte de Fed deze week met het afbouwen van haar balans. De Fed zal haar balans, momenteel zo'n 4,5 biljoen dollar groot, initieel met 30 miljard dollar per maand afbouwen.

In tegenstelling tot de Fed liet de ECB opnieuw weinig kwijt in haar september bijeenkomst. De verwachting is nu dat de ECB eind oktober zal aankondigen dat zij per januari 2018 zal starten met het afbouwen van het huidige opkoopprogramma van 60 miljard euro per maand. Twee items spelen de ECB momenteel parten om agressief terug te schalen: de recente appreciatie van de euro (wat deflatoir

werkt) en het gebrek aan looninflatie (wat als aanjager werkt voor prijsinflatie). Wij zijn van mening dat het gebrek aan looninflatie een langdurig karakter heeft, gezien de huidige ruime arbeidsmarkt in de Eurozone (met een werkloosheid van boven de 9%).

De recente uitlatingen van de ECB hintten er op dat de ECB voorzichtig te werk zal gaan in het terugschroeven van de monetaire verruiming. Wij hebben eerder aangegeven dat een scenario waarbij de ECB een accommoderend monetair beleid voert, in combinatie met economische meewind, stimulerend zal moeten werken voor aandelenkoersen.

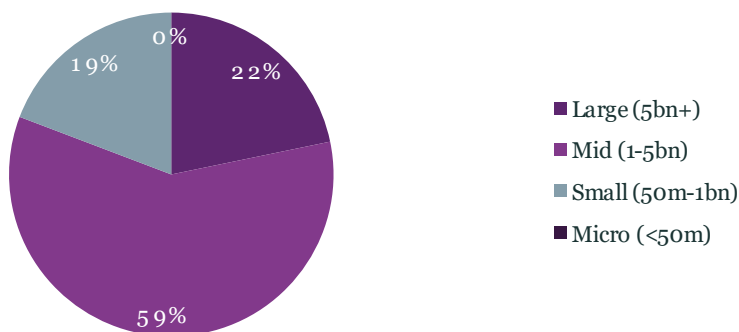
Desalniettemin zijn wij prudent in onze nettolongweging (ofwel de blootstelling). De voornaamste reden is dat wij momenteel aandelenwaarderingen observeren die in historisch en absoluut perspectief hoog ogen.

Tot op heden zijn de financiële markten beter in staat geweest om schokken te absorberen dan wij initieel hadden verwacht. Ondanks dat de Fed heeft gezinspeeld op verdere renteverhogingen en dat de Fed is begonnen met het afbouwen van haar balans, staan aandelenmarkten in Amerika en Europa op recordniveaus. Zelfs een Amerikaanse president die op Twitter veelvuldig agressief uithaalt naar Noord-Korea brengt de markt niet aan het wankelen. De bewegelijkheid van de markt is historisch gezien dan ook nog nooit zo laag geweest.

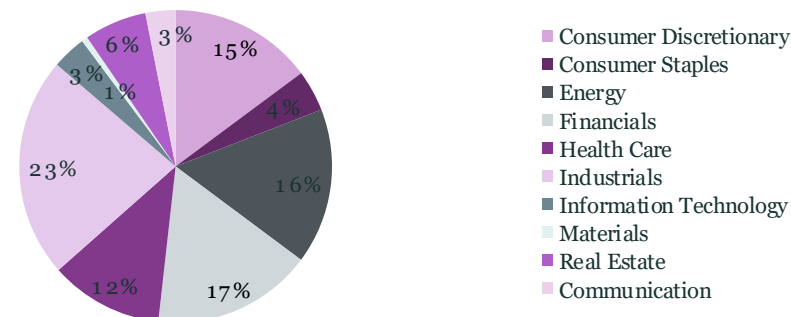
Wij zijn er van overtuigd dat de individuele long- en shortposities zonder uitzondering fors kunnen bijdragen aan het resultaat van het fonds. De gemiddelde nettolongweging gedurende het derde kwartaal lag met 24% beneden de gemiddelde nettolongweging in het tweede kwartaal. Ultimo september bedraagt de nettolongweging 32%. Door de huidige nettolongweging van 25-50% is de richting van de beurs van minder belang voor het resultaat van het AEF. Daardoor hebben wij voldoende ruimte in de portefeuille om adequaat in te kunnen spelen op toenemende bewegelijkheid. Wij verwachten met deze positionering een rendement te behalen dat tussen de 7-10% per jaar ligt.

## Portfolio profile

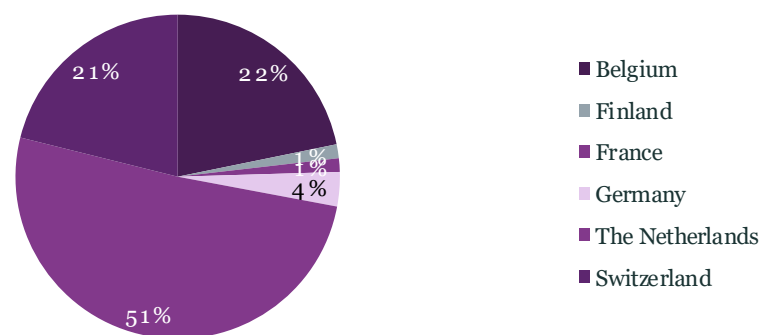
### Verdeling naar marktkapitalisatie



### Sectorverdeling



### Landenverdeling



### Top 3 belangen

Position	Weight
<b>Long</b>	
Fagron	12,8
SBM Offshore	11,4
D'Ieteren	10,0
<b>Short</b>	
Consumer discretionary	4,5
Retail company	4,5
Staffing company	4,4

NAV (€)	218,05
Fund size AuM (€m)	82
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](mailto:info@antaurus.com)  
 I: [www.antaurus.com](http://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.