

**+3,72%** in december

**+1,38%** in 2017Q4

**-0,34%** in 2017

**€221,05** Koers

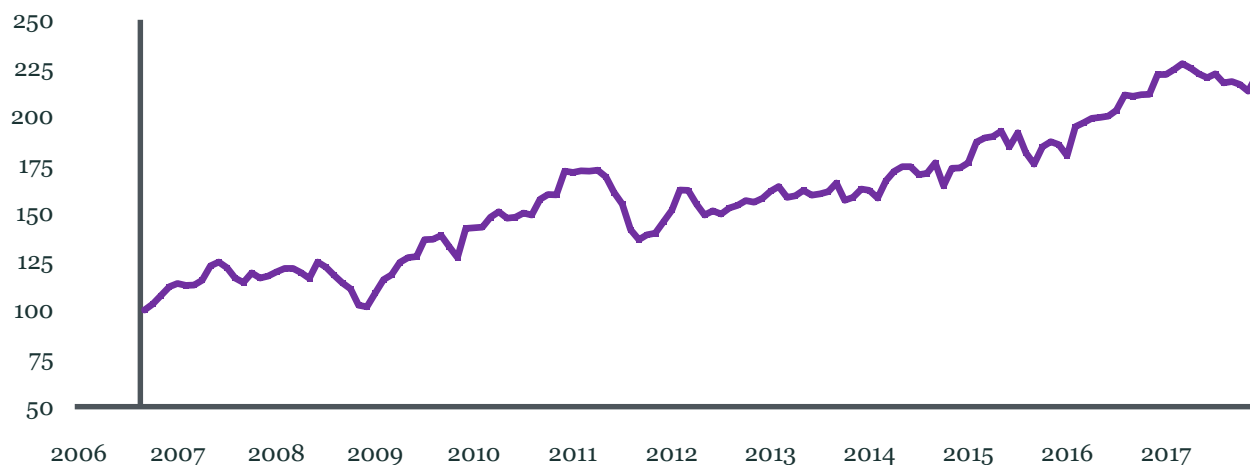
## Portefeuille en Markt

Het AEF (Antaurus Europe Fund) steeg in december met 3,7% en in het vierde kwartaal met 1,4%. Voor 2017 komt het netto rendement uit op -0,34%. De slotkoers in december is hierdoor €221,05. Vanaf de start in 2006 is de koers ruimschoots verdubbeld en is het gemiddeld jaarlijks nettorendement 7,2%.

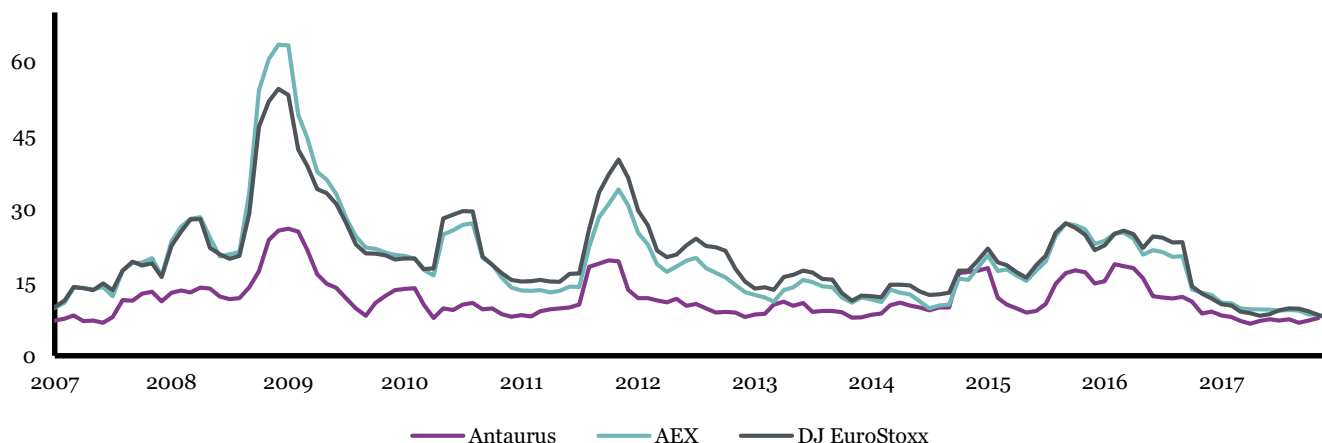
Het rendement in 2017 werd gerealiseerd met een gemiddelde nettolongweging van 35%. Daarmee had het AEF een lager risicoprofiel dan een belegging in aandelen. De Europese beurzen daalden in het vierde kwartaal met 0,9%. De DJ Euro Stoxx steeg over heel 2017 met 10%.

## Rendement en Risico sinds start

### AEF (Koers)



### Volatiliteit (Risicomaatstaf)



| Performance per 31-12-2017 | AEF   | Risk analysis                 | 1 month | 3 years | Since start |
|----------------------------|-------|-------------------------------|---------|---------|-------------|
| 1 month                    | 3,72  | Gross position (Long + Short) | 142     | 134     | 130         |
| 3 months                   | 1,38  | Net long (Long - Short)       | 45      | 54      | 47          |
| Year to date               | -0,34 | Beta adjusted net long        | 42      | 45      | 41          |
| 2016                       | 19,60 | Positive months (%)           |         | 69      | 63          |
| 2015                       | 6,95  | Maximum drawdown (%)          |         | -8,4    | -20,9       |
| 2014                       | 6,66  | Best monthly return (%)       |         | 8,4     | 11,9        |
| 3 years (annualised)       | 8,43  | Worst monthly return (%)      |         | -5,4    | -8,6        |
| 5 years (annualised)       | 6,99  | Volatility (%)                | 7,9     | 9,6     | 11,5        |
| Since start (annualised)   | 7,21  | Sharpe ratio                  |         | 0,88    | 0,63        |

De Europese beurzen lieten in 2017 over de gehele breedte sterke resultaten zien. De AEX was met ruim 12% één van de sterkste stijgers, terwijl de brede Europese index Stoxx Europe 600 met 10% steeg (zonder dividenden). De gemiddelde longweging van het AEF bedroeg 35%, waardoor de bèta positief bijdroeg aan het resultaat in het vierde kwartaal en in heel 2017. De aandelselectie (alpha) droeg echter negatief bij aan het jaarrendement.

De best presterende longposities waren ASR (verzekeraar), Fagron (gezondheidszorg) en Rieter (textielmachines). De slechtst presterende longpositie was Flow Traders (market marker in ETF's). De meeste shortposities droegen negatief bij aan het behaalde rendement.

De koers van ASR steeg met 57% (inclusief dividend) en droeg daarmee het meeste bij aan het rendement in 2017. ASR publiceerde consistent solide operationele resultaten. Daarnaast heeft de Nederlandse Staat gedurende 2017 haar belang volledig van de hand gedaan. Hierdoor is de liquiditeit in het aandeel toegenomen, waardoor een grotere groep investeerders in ASR mag beleggen. Tevens kondigde ASR de overname van de Nederlandse dochter van Generali aan, die waarschijnlijk begin 2018 wordt afgerond.

De koers van Fagron steeg met 19% in 2017. Fagron is actief op het gebied van op maat gemaakte medicatie. Na een moeizaam 2016 wist Fagron in de eerste negen maanden van 2017 een omzetgroei van 4% te realiseren, waarvan de helft organische groei betrof. De overige groei werd gerealiseerd middels een tweetal kleine acquisities. Tevens heeft Fagron de schuldpositie dit jaar flink weten te reduceren, waardoor de financieringsstructuur weer gezond is.

Het rendement van Rieter in 2017 kwam uit op 26% (inclusief dividend, in euro's). Op de volgende pagina weiden wij verder uit over deze investering.

Met een jaarrendement van -37% was Flow Traders (inclusief dividend) de long positie met de grootste negatieve bijdrage aan het resultaat. Flow Traders ondervond veel last van het feit dat 2017 gekenmerkt werd als jaar met de minste bewegelijkheid op de financiële markten in ruim dertig jaar. Het bedrijf rapporteerde 30% lagere inkomsten in de eerste negen maanden van 2017 ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar. Daarnaast werd medio november bekend dat Flow Traders (alsmede alle andere handelshuizen) strengere kapitaaleisen krijgt opgelegd door De Nederlandse Bank. Flow Traders heeft aangegeven de precieze impact hiervan te bestuderen. Wij verwachten dat Flow Traders deze strengere eisen zonder veel problemen kan absorberen gezien haar gezonde kapitaalpositie.

Ondanks dat 2017 een jaar is om snel te vergeten voor Flow Traders, blijven wij onverminderd positief over onze investering in deze onderneming. Flow Traders is wereldmarktleider in een markt die snel blijft groeien. Daarnaast moet een aantal initiatieven vanaf volgend jaar gaan bijdragen aan de winstgroei, zoals de licentie om liquiditeit te verschaffen in de off-exchange markt in de VS, de opening van een kantoor in Hong Kong en de uitbreiding naar de valutamarkt.

## Investment Case: Rieter

Rieter is een Zwitserse onderneming die machines produceert voor de textielindustrie voor het spinnen van vezelgaren. Het bedrijf heeft productiefaciliteiten in tien landen. De verkoop vindt grotendeels plaats in de landen waar de textielindustrie domineert: Turkije, India, China en een aantal andere Aziatische landen. Rieter haalde in 2016 een omzet van CHF 945 miljoen en een bedrijfsresultaat (EBIT) van CHF 56 miljoen (6% marge). Rieter is opgericht in 1795 en heeft een beursnotering in Zwitserland.

Rieter focust zich met name op het premium segment. Dit vertaalt zich in het feit dat Rieter in 2016 17% marktaandeel had op basis van het aantal verkochte machines. Wanneer men echter kijkt naar de opbrengsten van de verkochte machines, dan had Rieter een marktaandeel van 29%. Met andere woorden: de machines van Rieter worden met een 70% premie verkocht t.o.v. van de concurrentie.

Naast het sterke (en groeiende) marktaandeel heeft Rieter een aantal andere karaktereigenschappen die het AEF stelt aan een long positie. Rieter heeft een sterke balans met een substantiële nettokaspositie. Het bedrijf behaalt een hoog rendement op geïnvesteerd kapitaal. Daarnaast zullen de investeringen in de komende jaren lager zijn dan het afschrijvingsniveau. Hierdoor zal de vrije kasstroom hoger uitkomen dan de nettowinst.

De wereldwijde consumptie van stapelvezel stijgt circa 2 tot 3% per jaar. Tegelijkertijd worden nieuwe machines iedere paar jaar ook efficiënter. Gevolg hiervan is dat de vraag naar nieuwe machines met name wordt gedreven door vervanging van oude machines. De laatste jaren lag de verkoop van nieuwe machines echter onder de te verwachte vervangingsvraag. Deze lagere omzet zorgde ervoor dat de verkoop van nieuwe machines de laatste paar jaar slechts een beperkte positieve bijdrage leverde aan het bedrijfsresultaat van Rieter.

Het management van Rieter heeft daarom een aantal maatregelen doorgevoerd om de kosten te reduceren. Zo worden productielocaties in Winterthur (Zwitserland) en Ingolstadt (Duitsland) gesloten en wordt de productie overgeheveld naar goedkopere locaties. Dit moet jaarlijks circa CHF 30 tot 40 miljoen aan kosten besparen.

Naast de verkoop van nieuwe machines haalt Rieter ook omzet uit after-sales en de verkoop van onderdelen. Deze twee divisies vertegenwoordigen circa 40% van de groepsomzet en laten de laatste jaren een stabiel en groeiend resultaat zien. Rieter heeft de ambitie om deze activiteiten verder uit te bouwen. Hierbij worden substantieel hogere marges behaald dan bij de verkoop van nieuwe machines. Wij verwachten dat de groei van deze activiteiten de komende jaren circa CHF 10 miljoen zal toevoegen aan het bedrijfsresultaat.

Tezamen met de eerder genoemde kostenbesparingen moet Rieter volgens ons dus in staat zijn om het bedrijfsresultaat op te krikken naar circa CHF 100 miljoen, op een vergelijkbare omzetbasis. Zoals wij eerder aangaven ligt de huidige omzetbasis lager dan wat wij door de gehele cyclus zouden mogen verwachten op basis van de vervangingsvraag. Mocht de omzet in de komende jaren herstel laten zien, dan verwachten wij dat het bedrijfsresultaat verder zal toenemen.

Door het sluiten van de productielocaties in Winterthur (70,000 m<sup>2</sup>) en Ingolstadt (100,000 m<sup>2</sup>) kan Rieter deze grond en bijbehorend vastgoed verkopen. Wij schatten de opbrengsten hiervoor in op respectievelijk CHF 70 miljoen en CHF 50 miljoen. De totaal geschatte kosten voor het sluiten van beiden locaties bedragen circa CHF 50 miljoen, alhoewel een deel hiervan een boekhoudkundige afschrijving betreft (non-cash).

De huidige marktkapitalisatie van Rieter is CHF 1,1 miljard. Daarbij beschikt het bedrijf over een substantiële nettokaspositie en zal Rieter haar vastgoed in Winterthur en Ingolstadt te gelde maken. Op basis van onze schattingen bedraagt de bedrijfswaarde momenteel circa 7x het bedrijfsresultaat. Wij vinden dit zeer aantrekkelijk gewaardeerd. Onze inschatting is dat deze *multiple* zal toenemen wanneer het bedrijf in staat blijkt om de marge inderdaad tot boven de 10% te laten stijgen.

Het AEF belegt sinds begin 2016 in Rieter, toen de koers CHF 186 noteerde. Gedurende 2017 hebben wij de positie vergroot. Sinds de eerste aankoop in januari 2016 is de koers reeds met 29% gestegen.

## Strategie en vooruitzichten

Het AEF heeft gedurende het jaar de nettolongweging verlaagd van 57% per ultimo 2016 naar momenteel 43%. Hiermee blijft het AEF gepositioneerd voor een stijgende beurs.

2017 was het jaar waarin we wereldwijd de economische groei hebben zien accelereren. Parallel daaraan zijn de winstverwachtingen voor beursgenoteerde bedrijven gedurende het jaar ook naar boven bijgesteld. Het is voor het eerst sinds 2007 dat winstverwachtingen gedurende het jaar naar boven werden bijgesteld – meestal moeten analisten hun taxaties gedurende het jaar naar beneden bijstellen. De toegenomen winstverwachtingen hebben dit jaar dan ook steun gegeven aan aandelenkoersen om verder te stijgen.

Verskillende economische indicatoren wijzen uit dat de wereldwijde economische groei zich in 2018 verder voortzet. Onze huidige verwachting is dan ook dat de wereldwijde groei in 2018 opnieuw ruim boven de 3% zal uitkomen.

Naast een sterk economisch klimaat is het wereldwijde monetaire beleid vanuit de centrale banken ook positief geweest voor stijgende aandelenkoersen. Deze jarenlange stimulus staat echter op het punt van keren. De Fed heeft in 2017 de rente driemaal verhoogd, en de verwachting is dat in 2018 nogmaals drie verhogingen zullen volgen. Tevens is de Amerikaanse centrale bank in oktober gestart met het afbouwen van haar balans.

De Europese centrale bank liet in oktober weten voorlopig nog door te gaan met haar opkoopprogramma. De enige kanttekening hierbij is dat het maandelijkse programma gereduceerd is van 60 miljard euro naar 30 miljard euro. Na de zeer accommoderende uitspraken van voorzitter Draghi zullen renteverhogingen in Europa voorlopig nog uitblijven. De kans bestaat echter wel dat ook de ECB later in 2018 besluit om het opkoopprogramma verder te reduceren. Wanneer dat gebeurt dan zullen de vijf grootste centrale banken van de wereld voor het eerst sinds 2009 een netto **verkoper** worden van financiële activa.

De gigantische influx van kapitaal vanuit de centrale banken die voorheen voor een prijsopdrijvend effect zorgde, zal dan een tegenovergesteld effect hebben. De daadwerkelijke impact hiervan op de financiële markten laat zich lastig kwantificeren, maar zal in onze optiek ten minste een prijsdrukkend effect hebben.

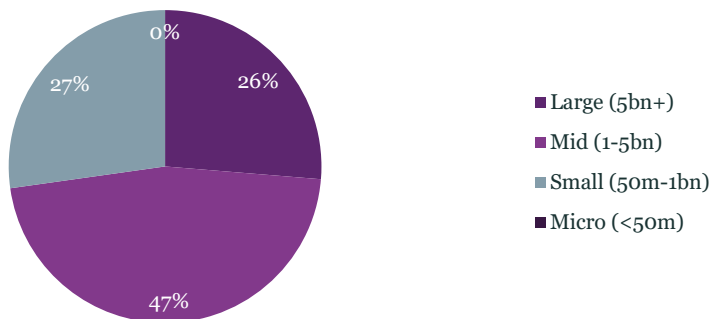
Als derde punt is het goed om te beseffen hoeveel bereidwilligheid er is van andere marktparticipanten om risico te dragen. Zo observeren we onder andere historisch lage credit spreads in de obligatiemarkt; is de inflow van kapitaal in private equity fondsen enorm toegenomen; bedraagt de marktkapitalisatie van alle cryptovaluta inmiddels meer dan 500 miljard; is de bewegelijkheid op de financiële markten in de laatste dertig jaar nog nooit zo laag geweest en zijn aandelenwaarderingen in absolute zin zeer hoog.

Naast de positieve economische vooruitzichten, realiseren we ons dus ook dat enerzijds het accommoderende monetaire beleid langzamerhand ten einde komt, en anderzijds dat de risicobereidheid van andere marktparticipanten momenteel hoog oogt.

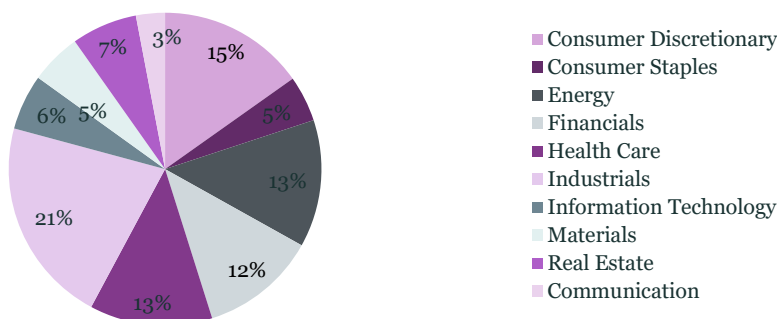
Echter, daar waar de risicopremie op aandelen in Amerika met circa 2% tot een meerjarig dieptepunt is gezakt, is de risicopremie op Europese aandelen met circa 5% nog steeds aantrekkelijk. Gecombineerd met solide winstgroei-vooruitzichten voor 2018 blijven wij met het AEF dan ook voorzichtig gepositioneerd voor een stijgende beurs met een nettolongweging tussen de 25-50%.

## Portfolio profile

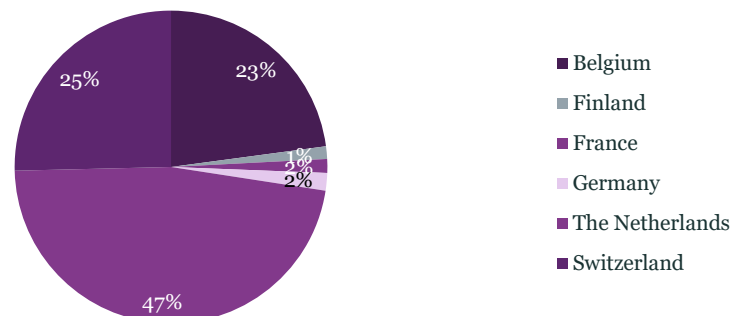
### Verdeling naar marktkapitalisatie



### Sectorverdeling



### Landenverdeling



### Top 3 belangen

| Position                       | Weight |
|--------------------------------|--------|
| <b>Long</b>                    |        |
| Fagron                         | 12,5   |
| D'Ieteren                      | 10,0   |
| SBM Offshore                   | 8,9    |
| <b>Short</b>                   |        |
| Industrials company            | 4,8    |
| Consumer discretionary company | 4,4    |
| Commercial services company    | 4,4    |

|                    |                |
|--------------------|----------------|
| NAV (€)            | 221,05         |
| 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  | 1,8% p.a.      |
| Performance Fee | 20%, quarterly |
| High Watermark  | Indefinite     |

#### Related parties

|               |                 |
|---------------|-----------------|
| Depository    | Kas Trust       |
| Custodian     | KAS Bank        |
| Administrator | Circle Partners |
| 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.