

-5,97% in maart

-2,00% in 2018Q1

-2,00% in 2018

€216,62 Koers

Portefeuille en Markt

Het AEF (Antaurus Europe Fund) daalde in maart met 6% en in het eerste kwartaal met 2%. De slotkoers in maart is hierdoor €216,62. Vanaf de start in 2006 is de koers ruimschoots verdubbeld en is het gemiddeld jaarlijks nettorendement 7%.

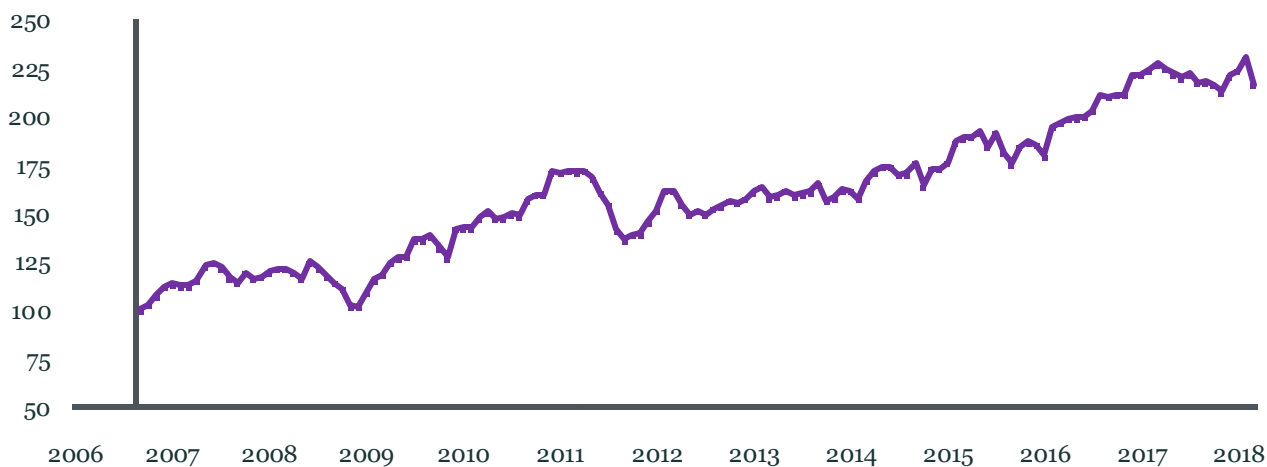
Het rendement in het eerste kwartaal van 2018 werd gerealiseerd met een gemiddelde nettolongwening van 44%. Daarmee had het AEF een lager risicoprofiel dan

een belegging in aandelen.

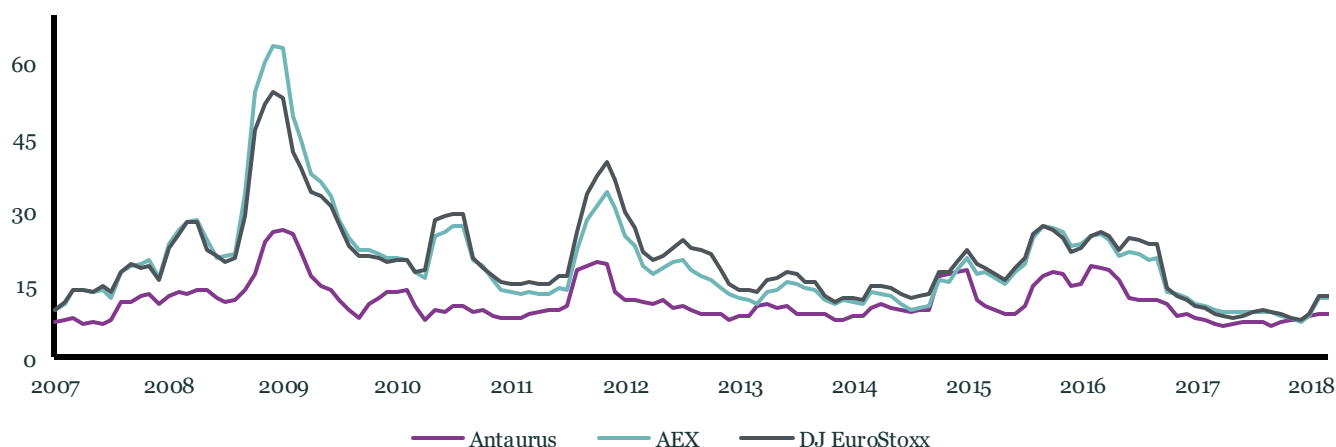
De Europese beurzen daalden in het eerste kwartaal tussen de 2% en 8%. De DJ Euro Stoxx daalde met 3%, de AEX met 2% en de Nederlandse Midkap index met 6% (allen inclusief dividend). De Zwitserse beurs daalde met 7%.

Rendement en Risico sinds start

AEF (Koers)



Volatiliteit (Risicomaatstaf)



Wijzigingen team Antaurus

Antaurus Vermogensbeheer gaat samen met Ambassador Investments

Zoals u wellicht weet heeft Antaurus naast fondsbeheer (Antaurus Europe Fund) ook een vermogensbeheertak, Antaurus Vermogensbeheer. Onlangs heeft Antaurus dit laatste onderdeel afgestoten en is Antaurus Vermogensbeheer samengegaan met Ambassador Investments uit Blaricum. De belangrijkste reden hiervoor is dat Ambassador een focus op Vermogensbeheer en ambitieuze groeiplannen in deze sector heeft. De twee partijen gaan in Blaricum samen verder onder de naam Ambassador Vermogensbeheer met 350 miljoen euro onder beheer en een team van twaalf beleggingsprofessionals. De dagelijkse leiding van de nieuwe combinatie komt in handen van Erik Nugteren en Sijmen Plomp, thans de directie van Ambassador. Michael Kembel en Arjan Sweere van het Antaurus Europe Fund leggen hun directiefunctie bij Antaurus Vermogensbeheer neer. Het Antaurus Europe Fund maakt geen onderdeel uit van de fusie en gaat als zelfstandige entiteit verder.

Afscheid Michael Kembel

Binnenkort zal Michael Kembel afscheid nemen van Antaurus. Na 24 jaar in de financiële wereld kiest Michael ervoor om zijn horizon te verbreden. Michael zal na zijn vertrek eerst wat tijd voor zichzelf en zijn gezin nemen en zich vervolgens oriënteren op de toekomst. Ondanks dat Michael al vaker heeft aangegeven dat hij niet zijn gehele werkzame leven in

de financiële sector wil doorbrengen, betreuren wij het enorm dat Michael ons gaat verlaten. Wij wensen hem het allerbeste!

In 2006 stond Michael samen met ons aan de basis van Antaurus. Wij zijn hem zeer erkentelijk voor zijn bijdrage aan ons succes de afgelopen 12 jaar. Tijdens de jaarvergadering in mei zullen wij afscheid van Michael nemen.

Samenstelling team Antaurus

Sinds de start van 2018 heeft Antaurus zich versterkt met twee nieuwe medewerkers. John van der Schenk is in maart begonnen als Risk en Compliance manager. De bedoeling is dat John zal toetreden tot de directie van Antaurus, nadat toestemming is verkregen van de toezichthouder. Jean-Paul Krak is in januari overgestapt van Antaurus Vermogensbeheer. Jean-Paul zal zijn werk als sales /accountmanager voortzetten bij het Antaurus Europe Fund.

Het team van het Antaurus Europe Fund bestaat uit:

- Portfolio Management/Analyse: Arjan Sweere, Etienne Platte en Pieter Zandee;
- Marketing & Sales: Michael Kembel (tot en met mei), Jean-Paul Krak en Ben Noy;
- Risk & Compliance: John van der Schenk.

Als u vragen hierover heeft dan kunt u ons telefonisch of per email bereiken via: 035-5433020 of info@antaurus.com.

Performance per 31-03-2018	AEF	Risk analysis	1 month	3 years	Since start
1 month	-5,97	Gross position (Long + Short)	144	136	130
3 months	-2,00	Net long (Long - Short)	43	52	47
Year to date	-2,00	Beta adjusted net long	35	43	41
2017	-0,34	Positive months (%)		69	63
2016	19,60	Maximum drawdown (%)		-8,4	-20,9
2015	6,95	Best monthly return (%)		8,4	11,9
3 years (annualised)	4,64	Worst monthly return (%)		-6,0	-8,6
5 years (annualised)	6,48	Volatility (%)	8,8	9,9	11,6
Since start (annualised)	6,95	Sharpe ratio		0,47	0,60

In het eerste kwartaal daalden alle grote Europese beurzen tussen de 2% en 8%. De DJ Euro Stoxx daalde met 3%, de AEX met 2% (inclusief dividend) en de Nederlandse Midkap index met 6% (inclusief dividend). De Zwitserse beurs daalde met 7%. De gemiddelde longweging van het AEF bedroeg 44%, waardoor de bèta negatief bijdroeg aan het resultaat in het eerste kwartaal van 2018. De aandelselectie (alpha) droeg 1,2% negatief bij aan het jaarrendement.

De best presterende longposities waren Flow Traders (market maker in ETFs), Fagron (gezondheidszorg) en Barco (beeldtechnologie). De slechtst presterende longpositie was Meyer Burger (zonne-energie). De meeste shortposities droegen positief bij aan het behaalde rendement.

De koers van Flow Traders steeg met 73% en droeg daarmee het meeste bij aan het rendement in het eerste kwartaal van 2018. Flow Traders profiteert van de toegenomen bewegelijkheid op de financiële markten sinds begin 2018. Tegelijk met de publicatie

van de jaarcijfers over 2017, gaf Flow Traders begin februari aan dat de onderneming tot dan toe al meer inkomsten had gegenereerd dan in het beste kwartaal van Flow Traders ooit (15Q3). Tevens meldde Flow Traders de week ervoor dat de onderneming verwacht te voldoen aan de hernieuwde kapitaaleisen van De Nederlandsche Bank, en dat het dividendbeleid onaangetast blijft.

De koers van Fagron steeg met 11%. Fagron publiceerde in februari haar cijfers over het vierde kwartaal van 2018. Zowel de omzetgroei van 4% alsmede de schuldpositie van de onderneming waren beter dan de markt had verwacht.

De koers van Barco steeg met 12%. De koers van Barco steeg omdat een aantal aandelenbrokers positieve rapporten publiceerden.

Met een rendement van -40% was Meyer Burger de longpositie met de grootste negatieve bijdrage aan het resultaat. Op de volgende pagina weiden wij verder uit over deze investering.

Investment Case: Meyer Burger

Meyer Burger is een Zwitserse beursgenoteerde onderneming die machines ontwikkelt en verkoopt voor de productie van zonnecellen en van zonnepanelen. Wat betreft technologie is Meyer Burger het meest geavanceerde bedrijf in de wereldwijde zonne-energie sector. Meyer Burger haalde in 2017 een omzet van CHF 473 miljoen en een bedrijfsresultaat voor afschrijving en buitengewone lasten (REBITDA) van CHF 47 miljoen (10% marge).

De koers van Meyer Burger daalde in maart met 33% naar aanleiding van de, door het bedrijf gecommuniceerde, tegenvallende vooruitzichten voor 2018. Op basis van de eerder bekendgemaakte sterke orderintake in 2017 en positieve berichten van een aantrekkelijke markt hadden beleggers verwacht dat de omzet in 2018 zou kunnen stijgen naar ongeveer CHF550m. Op basis van de laatste berichten houdt de markt nu rekening met een omzet van slechts CHF450-500m, 10-20% lager dan verwacht. De voornaamste redenen voor de lager dan verwachte omzet zijn de lage orderintake in de afgelopen zes maanden en meer concurrentie voor het belangrijkste product van Meyer Burger, de PERC technologie.

Door de koersdaling is de waardering van Meyer Burger met bijna CHF400m gedaald. Wij vinden deze heftige reactie onterecht. Als alle bestaande productiecapaciteit voor zonnecellen verbeterd wordt met PERC technologie bedraagt de potentiële markt CHF1,0bn. Als wij uitgaan van een winstmarge van 30% en een belastingdruk van 10% is de huidige waarde van deze potentiële markt CHF270m. Ondanks dat de concurrentie is toegenomen, verwachten wij dat Meyer Burger een substantieel marktaandeel zal behouden, omdat haar technologie superieur is. Meyer Burger schat in dat het een marktaandeel van 50% zal behouden in plaats van meer dan 80% in de afgelopen jaren.

Zonne-energie is de snelst groeiende vorm van energie in de wereld. Het Internationaal Energie Agentschap (IEA) voorspelt dat in de periode 2017-2022 de groei van de vraag naar elektriciteit voor tweederde ingevuld zal worden met hernieuwbare energie. Zonne-energie zal meer dan de helft van de groei van hernieuwbare energie verzorgen.

Windenergie komt op de tweede plaats met de verwachting dat het meer dan 30% van de groei van hernieuwbare energie voor zijn rekening neemt. Vooral in landen waar de vraag naar elektriciteit het snelst toe zal nemen, zoals China en India, is zonne-energie een zeer efficiënte oplossing. Recente veilingen van grote zonnepanelenparken in India, Mexico en de Verenigde Arabische Emiraten tonen aan dat de kostprijs vergelijkbaar is met die van een nieuwe kolencentrale. De potentie van zonne-energie werd vorige week nog eens onderstreept door de aankondiging van de Japanse investeringsmaatschappij Softbank en Saudi Arabië om tot 2030 \$200 miljard te investeren in zonne-energie in Saudi Arabië. Om de hoge ambities te realiseren zal de productiecapaciteit van zonnecellen en zonnepanelen in de komende vijf jaar moeten verdubbelen van 100 Gigawatt (GW) eind 2017 naar 200GW in 2022.

De belangrijkste reden voor de investering van het AEF is dat Meyer Burger een nieuwe technologie heeft ontwikkeld die de efficiëntie van zonnecellen met 20% verhoogt. Dit betekent 20% meer energieopbrengst per zonnecel. De technologie heet 'heterojunction'. De acceptatie is tot nu toe aarzelend, omdat het een forse initiële investering voor de producenten van zonnepanelen en zonnecellen vereist. Meyer Burger heeft reeds de eerste productielijnen verkocht en heeft aangegeven dat er zeer serieuze interesse is van meerdere partijen waaronder een Chinese speler. Deskundigen verwachten dat de technologie breed geaccepteerd zal worden de komende jaren. Als dit gebeurt, zullen orders en omzet ruimschoots verdubbelen en de winst verveelvoudigen.

De huidige marktkapitalisatie van Meyer Burger is CHF 700 miljoen. Daarbij beschikt het bedrijf over een nettokaspositie. Op basis van de vooruitzichten voor 2018 bedraagt het vrije kasstroomrendement meer dan 5%. Gezien de goede vooruitzichten voor de zonne-energiemarkt in het algemeen, en Meyer Burger's heterojunction technologie in het bijzonder, vinden wij dit aantrekkelijk gewaardeerd. Indien heterojunction breed geaccepteerd zal worden, dan verwachten wij dat de koers minimaal zal verdrievoudigen.

Strategie en vooruitzichten

Nadat januari een sterke voortzetting liet zien van 2017, daalden de aandelenbeurzen begin februari. Hierdoor staan de beurzen voor het huidig kalenderjaar in de min. De daling ging gepaard met de terugkeer van de *volatiliteit*, ofwel de bewegelijkheid op de financiële markten. Afgelopen jaar was het minst bewegelijke jaar van de laatste dertig jaar, maar 2018 is voorlopig volatieler van start gegaan.

Na jaren van monetaire verruiming, die zorgde voor een drukkend effect op de rente, zien we de rentes in Amerika oplopen. Ten eerste is de Amerikaanse centrale bank (Fed) sinds oktober 2017 begonnen met het afbouwen van haar balans. Ten tweede kent de Amerikaanse overheid een begrotingstekort, waardoor haar financieringsbehoefte is toegenomen. Tezamen zorgt dit toegenomen aanbod van staatsobligaties voor een drukkend effect op de prijs en dus voor een hogere rente. De nieuwe Fed voorzitter Jerome Powell gaf in zijn eerste toespraak aan voorlopig voor 2018 nog twee verdere renteverhogingen te verwachten.

Voor beleggers zorgen stijgende rentes ervoor dat obligaties weer een aantrekkelijk alternatief worden ten opzichte van beleggingen in meer risicodragende activa zoals aandelen. De hogere rente vertaalt zich in een hogere rendementseis voor aandelen, die in Amerika gedaald is tot een meerjarig dieptepunt.

In Europa zijn we nog niet zo ver. De Europese Centrale Bank blijft tot ten minste september obligaties kopen. Ook lijkt de inflatiedoelstelling van 2% voorlopig nog niet in zicht: met 8,7% werkloosheid kent Europa een ruime arbeidsmarkt, waardoor looninflatie voorlopig waarschijnlijk beperkt zal blijven. Daarnaast werkt de sterkere euro deflatoir.

Tevens is de risicopremie op aandelen in Europa met circa 5% nog steeds aantrekkelijk. Gecombineerd met een accommoderend monetair beleid en solide bedrijfswinsten biedt dit een stimulerend klimaat voor aandelen.

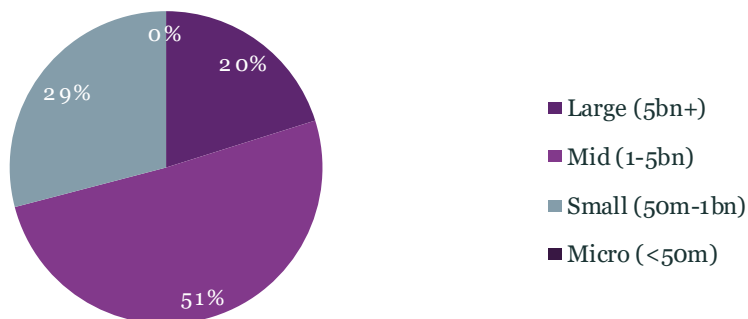
Een aantal factoren noopt echter ook tot voorzichtigheid. Allereerst is President Trump begonnen met het treffen van maatregelen tegen landen die een handelsoverschot voeren met de Verenigde Staten. De introductie van importheffingen zorgt voor onzekerheid bij bedrijven die daardoor geraakt worden. Dit kan ertoe leiden dat deze bedrijven investeringsbeslissingen uitstellen totdat deze onzekerheid is weggenomen. Voor de Brexit geldt een vergelijkbaar scenario. Wij hebben van meerdere bedrijven vernomen dat zij ondervinden dat klanten of toeleveranciers beslissingen omtrent grote kapitaalsuitgaven uitstellen gezien de onzekerheid die de Brexit met zich meebrengt. Een eventuele handelsoorlog kan vergelijkbaar gedrag met zich meebrengen, wat een drukkend effect kan hebben op de wereldhandel.

Ten tweede is de sterkere euro een doorn in het oog van het Europese bedrijfsleven. Momenteel noteert een euro \$1,23 terwijl de koers een jaar geleden nog \$1,05 was. De sterke euro holt de concurrentiepositie van Europese bedrijven uit. Een sterkere munt zorgt er namelijk voor dat producten en diensten van Europese bedrijven duurder worden ten opzichte van buitenlandse concurrenten. Tevens moeten Europese bedrijven met buitenlandse vestigingen hun winsten uit het buitenland naar euro's vertalen met een hogere eurokoers. Dit zorgt ervoor dat de gerapporteerde winst in euro's lager uitvalt. De Europese aandelenbeurzen rekenen momenteel op een gemiddelde winstgroei in 2018 van 10%. Ondanks een positief economisch klimaat valt het te bezien of dit soort groeicijfers realistisch zijn bij de huidige eurokoers.

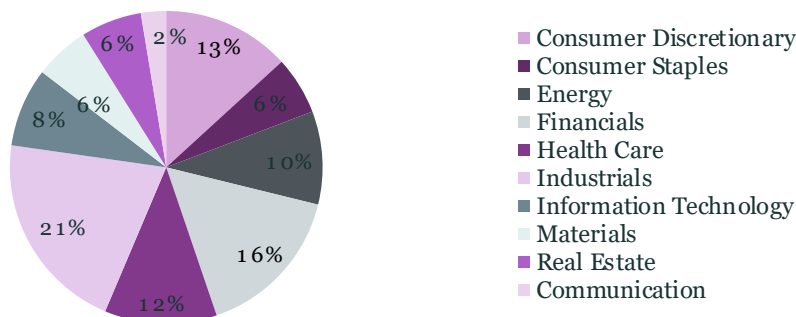
Al met al blijft het AEF voor 2018 dan ook voorzichtig gepositioneerd voor een stijgende beurs met een nettolongweging tussen de 25-50%.

Portfolio profile

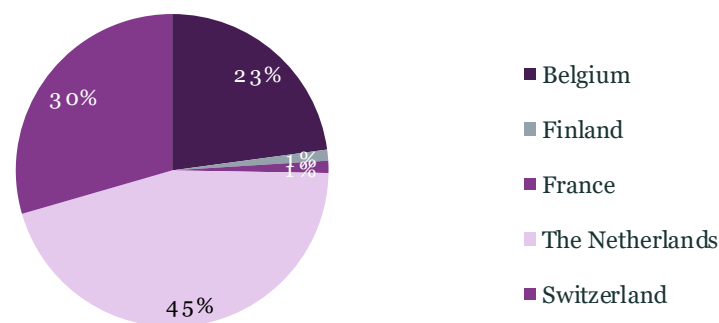
Verdeling naar marktkapitalisatie



Sectorverdeling



Landenverdeling



Top 3 belangen

Position	Weight
Long	
Fagron	13,2
Flow Traders	11,0
D'leteren	8,6
Short	
Industrials company	5,0
Commercial services company	4,8
Consumer discretionary company	4,6

NAV (€)	216,62
Fund size AuM (€m)	79
ISIN code	NL0000686848

Fund characteristics

Location	On shore
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	
Jean-Paul Krak	035-5433020
Ben Noy	

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.