

-1,06% in juni

+4,88% in 2018Q2

+2,78% in 2018

€227,19 Koers

Portefeuille en Markt

Het AEF (Antaurus Europe Fund) daalde in juni met 1,1% en steeg in het tweede kwartaal met 4,9%. De slotkoers in juni is hierdoor €227,19. Vanaf de start in 2006 is de koers ruimschoots verdubbeld en is het gemiddeld jaarlijks nettorendement 7,2%.

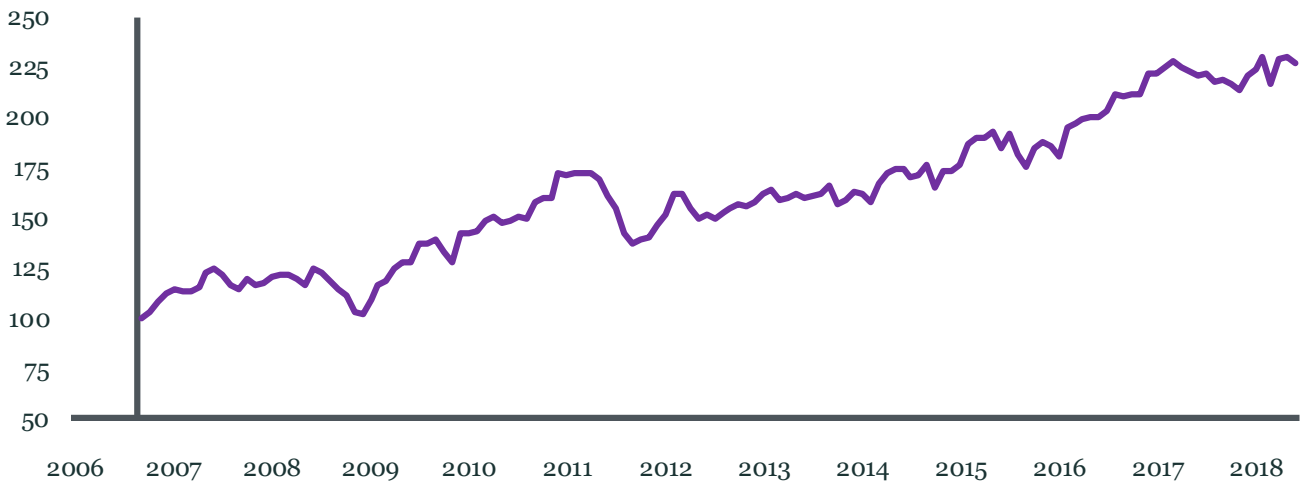
Het rendement in het tweede kwartaal van 2018 werd gerealiseerd met een gemiddelde nettolongweging van 37%. Daarmee had het AEF een substantieel lager

risicoprofiel dan een belegging in aandelen.

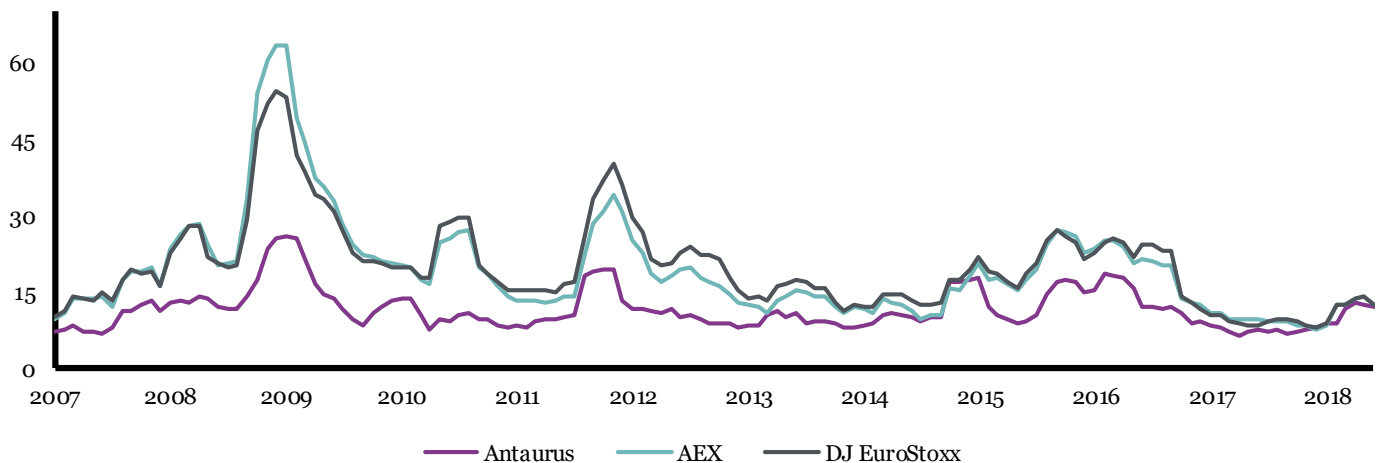
De Europese beurzen stegen in het tweede kwartaal tussen de 2% en 6% met uitzondering van de Italiaanse beurs die met -2% daalde. De DJ Euro Stoxx steeg met 3%, de AEX met 6% en de Nederlandse Midkap index met 1%. De Zwitserse beurs steeg met slechts 0,4% (allen inclusief dividend).

Rendement en Risico sinds start

AEF (Koers)



Volatiliteit (Risicomaatstaf)



| Performance per 30-06-2018 | AEF | Risk analysis | 1 month | 3 years | Since start |
|----------------------------|-------|-------------------------------|---------|---------|-------------|
| 1 month | -1,06 | Gross position (Long + Short) | 142 | 137 | 131 |
| 3 months | +4,88 | Net long (Long - Short) | 31 | 50 | 47 |
| Year to date | +2,78 | Beta adjusted net long | 25 | 42 | 40 |
| 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) | 7,20 | Worst monthly return (%) | | -6,0 | -8,6 |
| 5 years (annualised) | 7,34 | Volatility (%) | 11,9 | 10,0 | 11,6 |
| Since start (annualised) | 7,23 | Sharpe ratio | | 0,72 | 0,63 |

Na de daling in het eerste kwartaal, herstelden de beurzen in Europa sterk in het tweede kwartaal. Door de gemiddelde nettolongweging van 37% profiteerde het AEF hier gedeeltelijk van. Vooral de aandelenselectie (alpha) droeg met 3,6% sterk bij aan het kwartaalrendement van 4,9%.

De best presterende longposities in het tweede kwartaal waren Fagron, Altice en D'Ieteren. De slechtst presterende longpositie was Meyer Burger. Zowel de long- als de shortposities droegen positief bij aan het behaalde rendement.

De koers van Fagron steeg met 16%. Fagron publiceerde in april een update over het eerste kwartaal. De omzetgroei versnelde in het eerste kwartaal naar 7%. Dit was beter dan de markt had verwacht. Ook reageerde de koers positief op de aankondiging van de overname van het Amerikaanse Humco. Humco is een toeleverancier van merkproducten aan apothekers in de VS.

Het aandeel Altice Europe droeg positief bij aan het resultaat door dat het bedrijf haar belang in Altice US heeft uitgekeerd aan haar aandeelhouders. Verder verbeterde Altice Europe de balans door de verkoop van een aantal niet-kernactiviteiten voor een hoger

dan verwachte opbrengst. Kort nadat Altice Europe zijn belang in Altice US had afgesplitst, profiteerde het aandeel Altice Europe van geruchten over consolidatie in de Franse telecommunicatiemarkt.

De koers van D'Ieteren herstelde in het tweede kwartaal. In juni keerde D'Ieteren een superdividend uit van €3,80. In de week na de uitkering liep de koers het dividend grotendeels in. Verder verraste D'Ieteren met een sterke autonome omzetgroei in het eerste kwartaal van 2018.

Met een koersdaling van 15% was Meyer Burger de longpositie met de grootste negatieve bijdrage aan het resultaat. In juni maakte de Chinese overheid bekend dat het (voorlopig) stopt met de subsidieregeling voor grootschalige zonneparken. De verwachting is dat dit zal leiden tot lagere vraag naar zonnepanelen op korte termijn. Door de onzekerheid zullen producenten van zonnepanelen hun investeringen uitstellen, wat slecht is voor Meyer Burger. De vooruitzichten voor 2018 en 2019 zijn sinds de start van het jaar volledig omgedraaid. Voor de lange termijn hebben wij nog steeds vertrouwen in de vooruitzichten voor de zonneceltechnologie van Meyer Burger. In het vorige kwartaalbericht zijn wij uitgebreid ingegaan op Meyer Burger.

Investment Case: Barco

Barco is een Belgisch beursgenoteerde onderneming die zich voornamelijk bezighoudt met beeldtechnologie. Het bedrijf maakt onder andere beeldprojectoren voor bioscopen en concerten, en beeldschermen voor industriële controlekamers. Tevens is Barco actief in de gezondheidszorg waar het onder andere beeldschermen levert voor radiologie. Ook is Barco sterk in digitale visualisatie-oplossingen voor operatiekamers. Barco is in 1934 opgericht. In 2017 haalde het bedrijf een jaaronzet van €1,1 miljard en een bedrijfsresultaat voor afschrijvingen (EBITDA) van €107 miljoen.

De twee belangrijkste redenen voor de investering van het AEF zijn als volgt. Ten eerste is in 2016 nieuw management aangesteld die tezamen met de referentieaandeelhouder sterk inzetten op het opkrikken van de winstgevendheid. Ten tweede zijn wij zeer positief gestemd over de groeivoorzichten van Barco.

Medio 2016 is met Jan de Witte een nieuwe CEO aangesteld. Hij is afkomstig van het Amerikaanse General Electric waar hij verantwoordelijk was voor de software-activiteiten van de gezondheidszorgdivisie. Daarvoor werkte De Witte bij consultancybureau McKinsey. Sinds zijn aanstelling is er kritisch gekeken naar de bestaande productportefeuille van Barco. Tot op heden is er een aantal niet renderende activiteiten stopgezet of verkocht.

Tevens is er vol ingezet op automatisering. Hierbij komt de kennis van referentieaandeelhouder Charles Beauduin (18% belang) van pas, die in België bekend staat om de verregaande automatisering die hij heeft doorgevoerd bij zijn textielbedrijf Van de Wiele. Sinds april heeft Barco haar nieuwe fabriek in gebruik genomen waarbij automatisering van processen centraal staat. Tezamen met de desinvesteringen moet dit een impuls geven aan de winstgevendheid. Het doel is om de huidige EBITDA marge te verhogen van 10% naar 12% tot 14% in 2020. Onze inschatting is dat Barco deze doelstelling wellicht kan overtreffen.

Naast de voortvarendheid waarmee het nieuwe management kritisch de onderneming aan het doorlichten is, zijn wij bovenal positief gestemd over de groeivoorzichten van Barco.

De grootste activiteit van Barco bestaat uit de productie van bioscoopprojectoren. Vanaf 2007 werden traditionele analoge projectoren geleidelijk vervangen door de digitale projectoren zoals we die momenteel kennen. Deze projectoren functioneren op basis van een lichtbron met een kleurwiel ervoor. Barco heeft echter een nieuwe projector ontwikkeld gebaseerd op lasertechnologie. Deze projectoren bieden een scherpere filmbeleving en verbruiken tevens significant minder energie. Voor de bioscopeigenaar is dit een zeer interessante propositie.

Aangezien de digitale projectoren toentertijd werden aangekocht met een financieringslooptijd van tien jaar, zien we geleidelijk dat bioscoophouders hun projectoren upgraden naar laserprojectoren. Afgaand op onze analyses verwachten wij dat het hoogtepunt van deze vervangingsvraag in 2020 en 2021 zal zijn. Aangezien Barco slechts één concurrent kent met een vergelijkbaar product, verwachten wij dat deze vervangingscyclus de komende jaren een substantiële bijdrage aan de winst zal leveren.

Naast de bioscoopprojectoren is het AEF ook positief gestemd over de groeivoorzichten van de controlekamers en de gezondheidszorgactiviteiten. Voor de controlekamers heeft Barco een uniek product ontwikkeld (Barco Unisee) dat vanaf 2019 moet gaan bijdragen aan de omzetgroei. Daarnaast heeft Barco een visualisatie oplossing voor ziekenhuizen ontwikkeld (Nexxis) waarbij beelden van alle beschikbare bronnen in een operatiekamer zonder vertraging weergegeven kunnen worden op elk gewenste monitor. De vooruitzichten voor dergelijke digitale oplossingen zijn zeer aantrekkelijk.

Het AEF belegt sinds de tweede jaarhelft van 2017 in Barco, toen de koers onder €90 noteerde. Sinds onze aankoop is de koers (inclusief dividend) reeds met 19% gestegen. Desalniettemin vinden wij de waardering op basis van de groeivoorzichten nog steeds aantrekkelijk.

Strategie en vooruitzichten

Terwijl 2017 een gesynchroniseerd beeld liet zien qua wereldwijde economische groei, zien we dat 2018 tot op heden een divergerend beeld laat zien.

In Europa blijft er sprake van degelijke economische groei. Echter observeren we dat de economische cijfers in de laatste maanden gemiddeld genomen onder de verwachtingen binnenkomen. Tevens zakken softe economische indicatoren zoals inkoopcijfers en vertrouwensindices naar lagere niveaus, maar nog wel op niveaus die op een economische groei van 1% tot 2% wijzen. De kerninflatie bungelt rond de 1% en is daarmee verwijderd van de ECB-doelstelling van richting de 2%. Desalniettemin heeft de ECB in juni besloten om het opkoopprogramma van obligaties eind dit jaar te stoppen. Aangezien de inflatie-doelstelling nog lang niet in zicht is, gaf voorzitter Draghi daarbij wel aan dat de huidige beleidsrente van 0% waarschijnlijk tot september 2019 niet aangepast zal worden. Daarmee blijft de ECB voorlopig een accommoderend monetair beleid voeren.

Het economisch klimaat in de Verenigde Staten blijft onverminderd sterk. De economische groei ligt boven de 2% en de werkloosheid bungelt rond een historisch laagtepunt. Dit zorgt ervoor dat de inflatie de Fed-doelstelling van 2% heeft bereikt. Onder aanvoering van de nieuwe Fed-voorzitter Powell heeft de Amerikaanse centrale bank in juni dan ook besloten om de beleidsrente voor de tweede keer dit jaar te verhogen. De verwachting is dat de Fed de rente in 2018 nog twee keer zal verhogen. Begin 2018 was de consensus dat de Fed in 2018 de rente 'slechts' driemaal zou verhogen. De huidige snelheid van renteverhogingen onderstreept dan ook de sterke economische vooruitzichten in de Verenigde Staten.

Stijgende rentes in de VS en de daarmee gepaarde kracht van de dollar is echter niet voor iedereen goed nieuws. Opkomende landen die hun tekorten deels gefinancierd hebben met dollars ondervinden last van een sterkere dollar, aangezien het voor hen duurder wordt om deze schuld met hun lokale valuta

af te lossen. Als gevolg van de sterke dollar, en het vooruitzicht dat de Fed de rente in Amerika zal blijven verhogen, zijn veel opkomende valuta de afgelopen maanden dan ook flink in waarde gedaald. Daarmee zijn deze economieën opeens een stuk kwetsbaarder geworden, wat eventueel beperkend zou kunnen werken op de wereldwijde groei. Tevens ondervinden opkomende landen die sterk afhankelijk zijn van export momenteel last van de handelsoorlog onder aanvoering van president Trump en de onzekerheid die daarmee gepaard gaat.

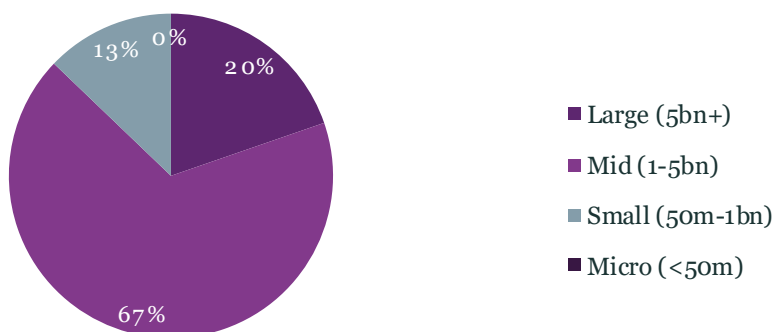
Terwijl de handelsoorlog in eerste instantie voornamelijk een kwestie leek tussen de VS en China, is Europa nu ook met de VS verwickeld in een strijd over de geldende handelsafspraken. Als antwoord op de importtarieven waarmee Trump zijn handelspartners in de afgelopen maanden mee heeft bedreigd, heeft de Europese Commissie begin juli aangegeven om in dat geval Europese importtarieven te heffen op zo'n 300 miljard dollar aan Amerikaanse exportproducten. Het is voorlopig te vroeg om de exacte impact van de huidige dreigementen over en weer in te schatten. Wel geldt over het algemeen dat dergelijke onzekerheden ertoe kunnen leiden dat bedrijven investeringsbeslissingen uit stellen, wat een negatieve impact kan hebben op de economische groei.

Concluderend stellen wij dat de huidige economische vooruitzichten zullen zorgen voor solide groei van de bedrijfswinsten van Europese bedrijven. Dit zal gepaard gaan met een accommoderend monetair beleid in Europa, aangezien de ECB de rente voorlopig op 0% houdt. Echter, de Europese economie lijkt voorlopig geen acceleratie zien van de groei. Tevens zijn de onzekerheden toegenomen nu verschillende opkomende economieën last ondervinden van een zwakke munt. Daarnaast zullen importtarieven over en weer een beperkende invloed hebben op de wereldwijde economische groei. Al met al blijft het AEF voor 2018 dan ook voorzichtig gepositioneerd voor een stijgende beurs met een nettolongweging tussen de 25-50%.

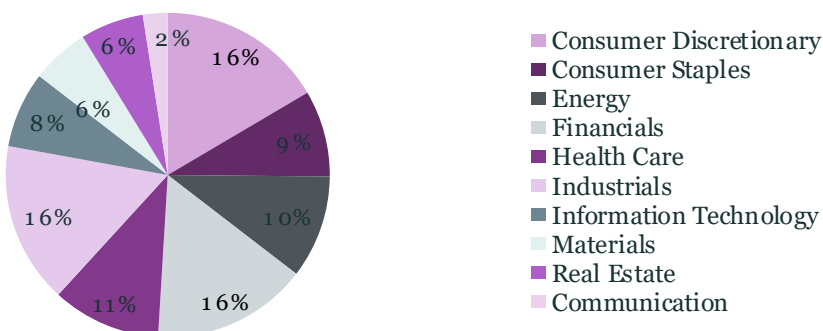


Portfolio profile

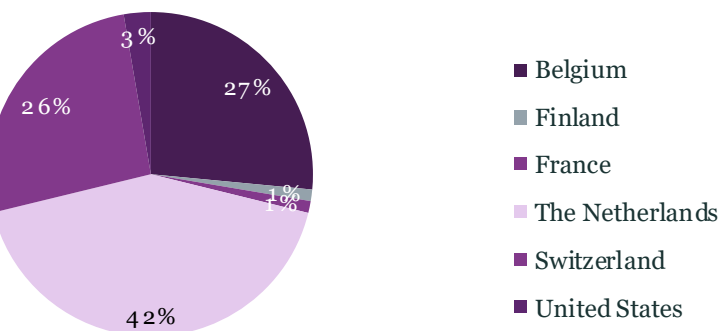
Verdeling naar marktkapitalisatie



Sectorverdeling



Landenverdeling



Top 3 belangen

| Position | Weight |
|---------------------|--------|
| Long | |
| Fagron | 11,1 |
| Flow Traders | 10,1 |
| D'Ieteren | 8,9 |
| Short | |
| Industrials company | 4,9 |
| Chemicals company | 4,8 |
| Retail company | 4,4 |

| | |
|--------------------|----------------|
| NAV (€) | 227,19 |
| Fund size AuM (€m) | 83 |
| 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

| | |
|----------------|-------------|
| Etienne Platte | 035-5433020 |
| Arjan Sweere | |
| Pieter Zandee | |
| Jean-Paul Krak | |
| Ben Noy | 035-5433020 |

John van der Schenk

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.