

+3,62% in september

+5,63% in 2018Q3

+8,56% in 2018

€239,98 Koers

Portefeuille en Markt

Het AEF (Antaurus Europe Fund) steeg in september met 3,6% en steeg in het derde kwartaal met 5,6%. De slotkoers in september is hierdoor €239,98. Vanaf de start in 2006 is de koers ruimschoots verdubbeld en is het gemiddeld jaarlijks nettorendement 7,6%.

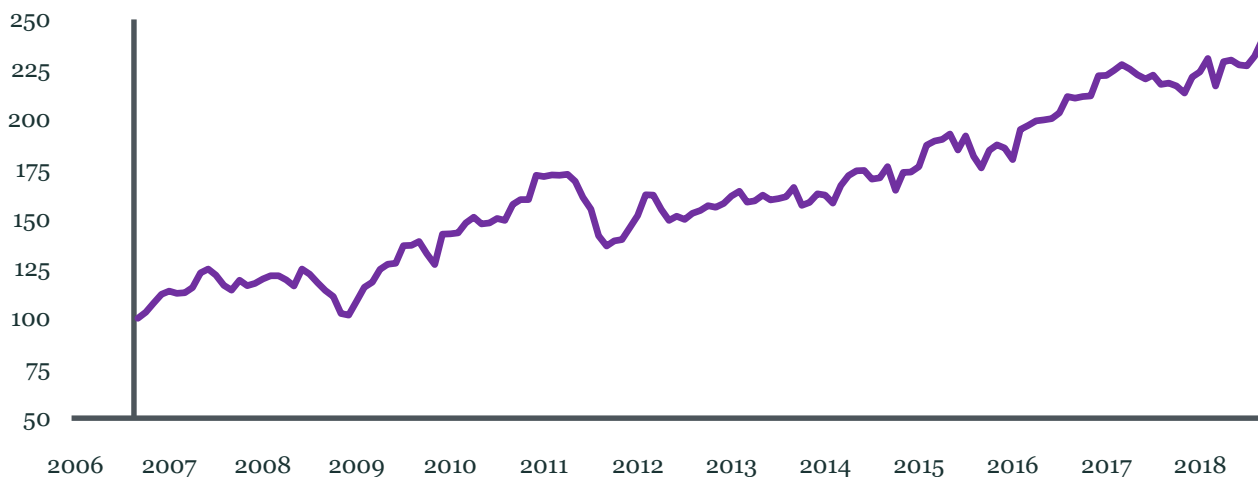
Het rendement in het derde kwartaal van 2018 werd gerealiseerd met een gemiddelde nettolongweging van 23%. Daarmee had het AEF een substantieel lager

risicoprofiel dan een belegging in aandelen.

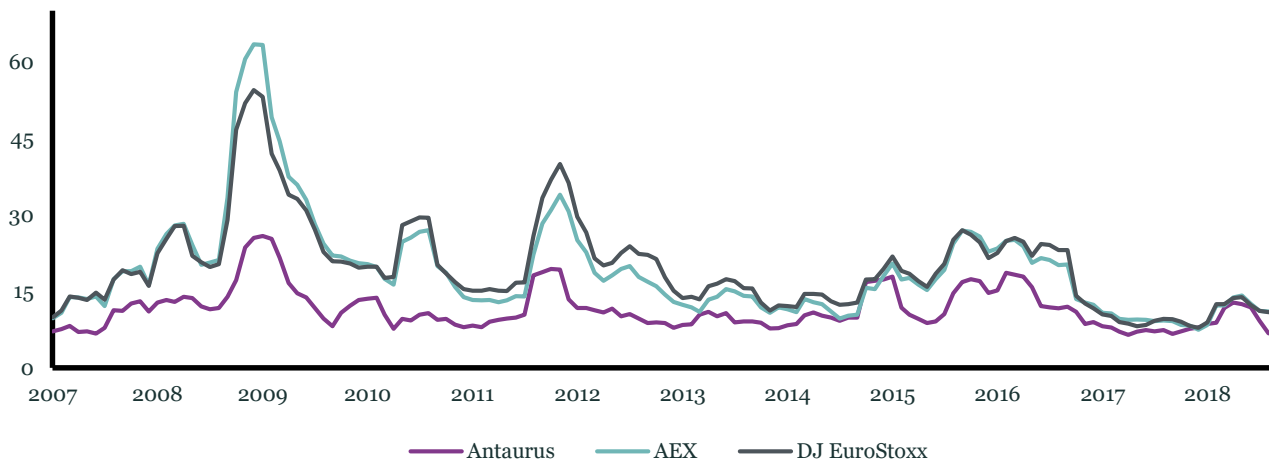
De meeste Europese beurzen bleven grotendeels onveranderd vergeleken met het kwartaal ervoor. Italië (-4%), Frankrijk (+3%) en Zwitserland (+6%) waren de grootste uitslagen. De DJ Euro Stoxx, de AEX en de Nederlandse Midkap index waren allen nagenoeg onveranderd.

Rendement en Risico sinds start

AEF (Koers)



Volatiliteit (Risicomaatstaf)



Performance per 30-09-2018	AEF	Risk analysis	1 month	3 years	Since start
1 month	3,62	Gross position (Long + Short)	126	136	131
3 months	5,63	Net long (Long - Short)	26	45	46
Year to date	8,56	Beta adjusted net long	17	40	40
2017	-0,34	Positive months (%)		66	63
2016	19,60	Maximum drawdown (%)		-8,4	-20,9
2015	6,95	Best monthly return (%)		8,4	11,9
3 years (annualised)	10,99	Worst monthly return (%)		-6,0	-8,6
5 years (annualised)	7,69	Volatility (%)	6,8	9,1	11,5
Since start (annualised)	7,57	Sharpe ratio		1,21	0,66

Het kwartaalrendement van het AEF van 5,6% werd voornamelijk gedreven door de aandeleselectie (alpha). Zowel de long- als de shortposities droegen positief bij aan het behaalde rendement.

De best presterende longposities in het tweede kwartaal waren SBM Offshore (olie dienstverlening), Fagron (gezondheidszorg) en ASR (verzekeringen). De slechtst presterende longpositie was Flow Traders (market maker in ETFs).

SBM Offshore droeg positief bij aan het resultaat doordat het een schikking heeft getroffen met de autoriteiten in Brazilië. Door deze overeenkomst heeft het bedrijf eindelijk definitief afgerekend met het verleden. Ook maakte SBM Offshore bekend dat het een tweede FPSO mag ontwerpen voor het grote Liza olieveld van ExxonMobil. Hierdoor is het zeer waarschijnlijk dat SBM Offshore ook de opdracht krijgt om deze FPSO te bouwen. In de investment case op de volgende bladzijde gaan wij uitgebreid in op SBM Offshore.

De koers van Fagron steeg met 14%. De koers reageerde in het tweede kwartaal vooral positief op rapporten van analisten. Fagron publiceerde in augustus de halfjaarresultaten, waarin het

bekendmaakte dat de omzetgroei in het tweede kwartaal versnelde naar 10%. Dit was beter dan de markt had verwacht.

De koers van ASR steeg 19% (inclusief dividend). De halfjaarpublicatie eind augustus liet sterke resultaten zien. Daarnaast zal ASR op 10 oktober een dag organiseren voor haar investeerders. De verwachting is dat het bestuur op deze dag ambitieuzere financiële doelstellingen zal presenteren. Ook werd bekend dat het Chinese Anbang haar belang in Vivat (voorheen SNS Reaal) wil verkopen. ASR wordt als één van de belangrijkste kanshebbers gezien om Vivat over te nemen.

Met een koersdaling van 20% (inclusief dividend) was Flow Traders de longpositie met de grootste negatieve bijdrage aan het resultaat. In de eerste jaarhelft steeg de koers met bijna 70%. De koers kende een terugval in het derde kwartaal nadat het halfjaarresultaat onder de consensusverwachting binnenkwam. Na een sterk bewegelijk eerste kwartaal op de financiële markten is de handel sindsdien een stuk minder volatiel. Dit heeft een drukkend effect op het handelsresultaat van Flow Traders.

Investment Case: SBM Offshore

SBM Offshore is de wereldmarktleider op het gebied van middelgrote FPSO's: drijvende boorplatformen met opslagcapaciteit. Samen met het Japanse Modec heeft SBM Offshore een duopolie op de markt van middelgrote FPSO's. Andere partijen hebben niet kunnen bewijzen dat ze zonder vertraging en binnen budget een FPSO kunnen bouwen.

SBM Offshore heeft een lastige periode afgesloten die geduurd heeft van 2011 tot 2018. De problemen hadden zowel interne als externe oorzaken. De interne problemen zijn door het huidige management opgelost. Het heeft de grote verlieslatende projecten van niet-kernactiviteiten afgewikkeld. Verder heeft het management schikkingen getroffen met de bevoegde autoriteiten voor de omkooptchandalen in Afrika en Brazilië. De externe problemen werden veroorzaakt door de dalende olieprijs, waardoor de ontwikkeling van nieuwe olievelden volledig tot stilstand kwam en SBM Offshore weinig nieuwe opdrachten kreeg.

Het AEF is zeer enthousiast over SBM Offshore om drie redenen: ten eerste heeft SBM Offshore de problemen uit het verleden eindelijk achter zich gelaten, waardoor het aandeel weer beleggingswaardig is geworden voor institutionele beleggers. Ten tweede geeft de leasevloot van FPSO's een zeer hoge, gegarandeerde vrije kasstroom tot 2035. Ten slotte is SBM Offshore uitstekend gepositioneerd om te profiteren van het herstel van de oliesector en de noodzakelijke investeringen in de ontwikkeling van nieuwe olievelden.

SBM Offshore heeft recent aangekondigd dat het een schikking voor \$340m heeft getroffen voor de omkooptchandalen in Brazilië. Dit bedrag was een meevaller nadat recent bekend werd dat een bedrag van \$1,6 miljard geëist werd. De huidige kaspositie van meer dan \$800m is meer dan voldoende om de boete te voldoen. Door de onzekerheid over de hoogte van de boete was SBM Offshore voor veel institutionele beleggers niet beleggingswaardig. Nu SBM Offshore het verleden eindelijk definitief heeft afgesloten, verwachten wij dat de interesse voor het aandeel onder institutionele beleggers geleidelijk weer zal terugkeren.

SBM Offshore heeft een grote leasevloot van FPSO's met jarenlange contracten tot zelfs 2036. Door deze

leasevloot heeft SBM Offshore een gegarandeerde inkomstenstroom voor een zeer lange termijn. Wij schatten in dat er, na rentebetalingen en aflossingen, een vrije kasstroom resteert van ongeveer \$300 miljoen per jaar oftewel €1,30 per aandeel.

De derde reden dat wij enthousiast zijn over SBM Offshore is dat wij een zeer sterke vraag naar FPSO's verwachten in de komende jaren. In de periode 2014-2017 heeft de oliesector amper geïnvesteerd in nieuwe velden. Er dreigt daardoor op korte termijn een tekort aan olie doordat de productie van bestaande velden elk jaar met ruim 3% daalt. De grote oliebedrijven lijken daarom weer bereid om grote investeringen te doen in nieuwe olievelden om aan de vraag naar olie te voldoen. Dit wordt bevestigd door SBM Offshore. Zij krijgen op dit moment veel aanvragen voor offertes voor nieuwe FPSO's. SBM Offshore verwacht dan ook dat de vraag naar FPSO's de komende jaren boven het langjarig gemiddelde zal liggen. Het bedrijf verwacht zo'n sterke vraag dat het zelfs besloten heeft om selectief om te gaan met aanvragen. Op dit moment heeft SBM Offshore een capaciteit van 2,5 FPSO's per jaar. Bij een volle bezetting zal dit kunnen resulteren in een productievolume van \$4 miljard per jaar. Met een verwachte winstmarge van 10-15% betekent dit dat SBM per jaar een waarde voor de aandeelhouders zal kunnen creëren van €1,60 - 2,30 per aandeel.

Het AEF heeft sinds december 2013 een positie in SBM Offshore. Door actief beheer van de positie bedraagt de gemiddelde aankoopprijs ongeveer €11,50. Het rendement bedraagt dus 35% in bijna 5 jaar, oftewel 6,6% per jaar.

Recent heeft het AEF de weging van SBM Offshore verhoogd naar ruim 10%. De reden voor de bovengemiddeld hoge weging van SBM Offshore in de portefeuille is de aantrekkelijke risico-rendementsverhouding. Het neerwaarts risico is beperkt doordat de waarde van de leasevloot en de kaspositie op het niveau van de holding, na betaling van de boetes, ongeveer €12,50 bedraagt. Het opwaarts potentieel is substantieel door de sterke marktpositie en door de verwachte sterke vraag naar FPSO's het komende decennium. Wij verwachten dat het aandeel SBM Offshore op een termijn van twee jaar ruimschoots boven de €20 zal noteren.

Strategie en vooruitzichten

Het divergerende beeld dat we tot op heden in 2018 hebben gezien is de laatste maanden sterker geworden. De Amerikaanse economie draait op volle toeren, terwijl we de economische groei in Europa, Japan en China licht zien afzwakken.

De Amerikaanse economie groeide in het tweede kwartaal met 4,2%. De werkloosheid schommelt met 3,9% rond een historisch laagtepunt. Tevens zien we dat de looninflatie met 2,9% het snelst groeit sinds juni 2009. Dankzij deze factoren lijkt het er dan ook op dat de Amerikaanse centrale bank (Fed) door zal blijven gaan met het verhogen van de beleidsrente. Eind september maakte zij bekend de rente voor de derde keer dit kalenderjaar te verhogen naar 2% – 2,25%. Daarnaast werd de ambitie uitgesproken om de rente later dit jaar nogmaals te verhogen, gevolgd door drie renteverhogingen in 2019.

Een jaar geleden was de consensusverwachting dat de Fed de beleidsrente slechts eenmaal zou verhogen in 2018. Uiteindelijk is het zeer waarschijnlijk dat er vier renteverhogingen zullen zijn doorgevoerd tegen het einde van dit jaar. Dit onderstreept de huidige kracht van de Amerikaanse economie.

Naast het verhogen van de beleidsrente is de Fed sinds oktober 2017 ook begonnen met het afbouwen van haar balans van 4,5 biljoen dollar. Tezamen met de verhoogde snelheid waarmee de Fed de rente ophoogt zorgt dit ervoor dat het monetaire beleid niet langer accomoderend is voor financiële activa. Daarnaast kent de Amerikaanse overheid onder leiding van Trump een begrotingstekort. Zij moet dus ook obligaties verkopen om aan haar financieringsbehoefte te voldoen. Dit zorgt ook voor een drukkend effect op de prijs van obligaties en dus voor een hogere rente. Een oplopende rente is uiteindelijk meestal negatief voor de waarde van financiële activa zoals obligaties en aandelen.

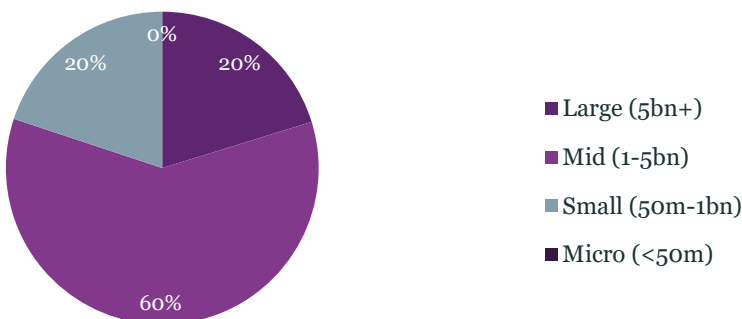
De Europese economie groeide in het tweede kwartaal met 2,1%. Dit is lager dan de 2,4% die gerapporteerd werd in het eerste kwartaal. Voor 2019 verwacht de Europese Centrale Bank (ECB) dat de groei 1,8% zal bedragen. Voor de ECB blijft de inflatiedoelstelling voorlopig uit zicht, aangezien deze momenteel rond de 1% is. Desalniettemin heeft ECB-voorzitter Draghi aangegeven het obligatie opkoopprogramma per ultimo 2018 te beëindigen. Hiermee worden de vijf grootste centrale banken van de wereld voor het eerst sinds 2009 een netto verkoper van financiële activa, wat een prijsdrukkend effect zal hebben. De ECB blijft voorlopig echter een ruim monetair beleid voeren aangezien zij heeft aangegeven de beleidsrente tot ten minste september 2019 op 0% te houden.

In onze optiek worden de positieve economische vooruitzichten deels teniet gedaan door een wereldwijd verkrappend monetair beleid. Tevens zorgt de stijgende inflatie ervoor dat de winstmarges van bedrijven minder snel zullen groeien op het moment dat zij kostenstijgingen niet kunnen doorberekenen aan hun klanten. Aandelenwaarderingen in Europa zijn echter nog redelijk aantrekkelijk in vergelijking met de huidige rente. Het Antaurus Europe Fund blijft dan ook voorzichtig gepositioneerd voor een stijgende beurs. De nettolongweging bedraagt momenteel 25-50%.

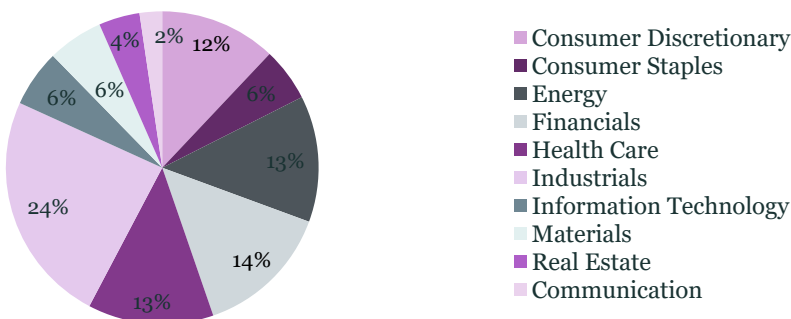


Portfolio profile

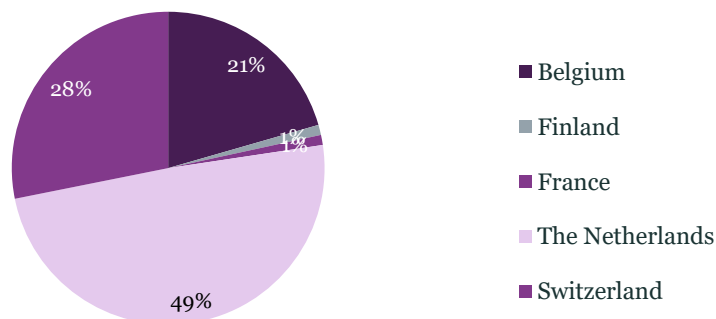
Verdeling naar marktkapitalisatie



Sectorverdeling



Landenverdeling



Top 3 belangen

Position	Weight
Long	
Fagron	11,9
SBM Offshore	11,1
Flow Traders	7,2
Short	
Medical equipment company	4,9
Industrials company	4,5
Industrials company	4,4

NAV (€)	239,98
Fund size AuM (€m)	87
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	
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.