

**-2,20%** in december

**-2,76%** in 2018Q4

**+5,56%** in 2018

**€233,35** Koers

## Portefeuille en Markt

Het Antaurus Europe Fund (AEF) daalde in december met 2,2%. Voor 2018 komt het nettorendement uit op +5,6%. De slotkoers in december is hierdoor €233,35.

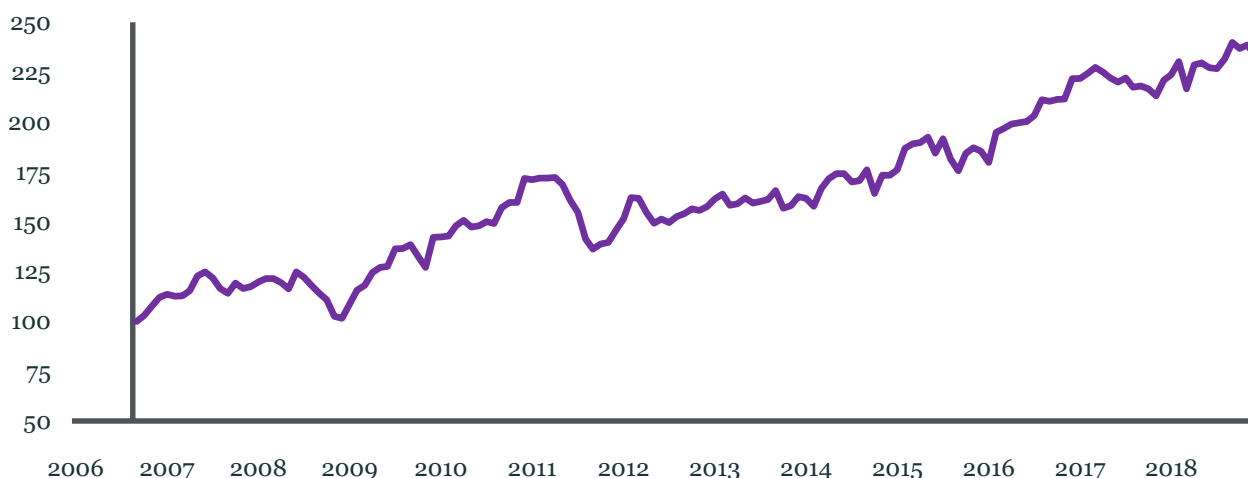
Vanaf de start in 2006 is de koers ruimschoots verdubbeld en is het gemiddeld jaarlijks nettorendement +7,2%.

Het rendement in 2018 werd gerealiseerd met een gemiddelde nettolongweging van 35%. Daarmee had het AEF een lager risicoprofiel dan een belegging in aandelen.

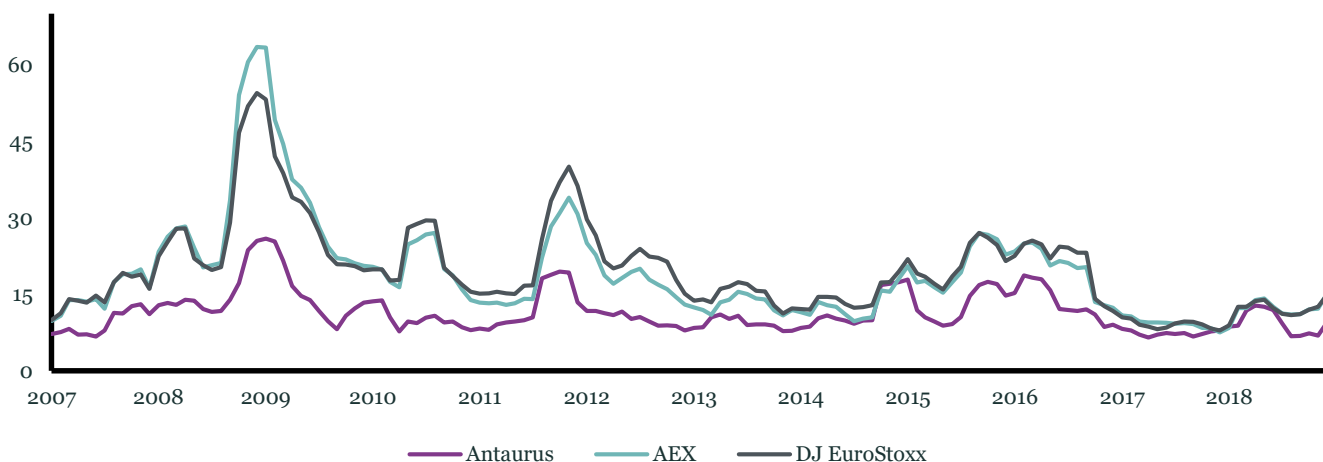
De DJ Euro Stoxx daalde in het vierde kwartaal met 13% en over heel 2018 met 15%. Daarmee was 2018 het slechtste beursjaar sinds 2008.

## Rendement en Risico sinds start

### AEF (Koers)



### Volatiliteit (Risicomaatstaf)



Performance per 31-12-2018	AEF	Risk analysis	1 month	3 years	Since start
1 month	-2,20	Gross position (Long + Short)	129	136	131
3 months	-2,76	Net long (Long - Short)	38	43	46
Year to date	5,56	Beta adjusted net long	33	38	40
2017	-0,34	Positive months (%)		63	63
2016	19,6	Maximum drawdown (%)		-6,0	-20,9
2015	6,95	Best monthly return (%)		8,4	11,9
3 years (annualised)	7,96	Worst monthly return (%)		-6,0	-8,6
5 years (annualised)	7,50	Volatility (%)	9,4	8,9	11,4
Since start (annualised)	7,16	Sharpe ratio		0,89	0,63

2018 was het slechtste beursjaar sinds 2008. De Europese beurzen daalden variërend van 10% tot ruim 20%. De AEX-index daalde 10%, terwijl de brede Europese index Stoxx Europe 600 met 15% daalde (zonder dividenden). De gemiddelde longweging van het AEF bedroeg 35%, waardoor de bèta negatief bijdroeg aan het resultaat in 2018. De aandelselectie (alpha) droeg echter positief bij aan het jaarrendement.

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

Het rendement van Flow Traders was 48% en droeg daarmee het meeste bij aan het rendement in 2018. Nadat 2017 het minst bewegelijke jaar op de financiële markten was in de laatste dertig jaar, ging de handel in 2018 zeer volatiel van start. Hierdoor kondigde Flow Traders in februari al aan dat 2018 het meest winstgevende jaar zou worden uit haar bestaan. Flow Traders breidt de laatste kwartalen gestaag haar positie uit in de Amerikaanse markt, waar het momenteel nog een beperkt marktaandeel heeft. Daarnaast is het bedrijf in 2018 begonnen met het afgeven van prijzen in de valutamarkt. Ten slotte heeft Flow Traders een licentie verkregen om als market maker te starten in Hong Kong.

Het rendement van Fagron in 2018 was 26%. Fagron is actief op het gebied van op maat gemaakte medicatie. De koers werd gestuwd doordat Fagron de omzetgroei in de loop van het jaar wist te versnellen. Dit kwam onder meer door een herstel van de Amerikaanse bereidingsmarkt. Tevens 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. In oktober organiseerde Fagron een dag voor beleggers om de nieuwe faciliteit in Wichita (Kansas, VS) te tonen. Het lokale management liet zich hier ambitieus uit over de toekomstplannen.

Het rendement van Helvetia in 2018 kwam uit op 13%. Helvetia publiceerde voor het eerst haar solvabiliteitsratio. Deze is zeer solide en bleek hoger dan verwacht. Tezamen met de afgeronde integratie van Nationale Suisse besloot Helvetia daarom om het dividend te verhogen van CHF 21 naar CHF 23 per aandeel.

Met een koersdaling van 68% was Meyer Burger de longpositie met de grootste negatieve bijdrage aan het resultaat in 2018. Meyer Burger is een Zwitserse onderneming die machines ontwikkelt en verkoopt voor de productie van zonnepanelen. Qua technologie is Meyer Burger het meest geavanceerde bedrijf in de wereldwijde zonne-energie sector. De vooruitzichten voor de komende jaren zijn substantieel verslechterd gedurende 2018. Meyer Burger kreeg in 2018 te maken met fors meer concurrentie voor haar belangrijkste product. Verder besloot de Chinese overheid om (voorlopig) te stoppen met de subsidieregeling voor grootschalige zonneparken. Aangezien China de grootste markt is voor zonnepanelen, besloten producenten van zonnepanelen hun investeringen in productiemachines uit te stellen. Voor de lange termijn hebben wij nog steeds vertrouwen in de vooruitzichten voor de zonneceltechnologie van Meyer Burger. Dit werd aan het eind van 2018 bevestigd toen Meyer Burger een grote order ontving voor de nieuwste technologie 'heterojunction' die de efficiëntie van zonnecellen met 20% verhoogt.

## Investment Case: Takeaway.com

Takeaway.com is een Nederlandse onderneming die als online marktplaats fungeert voor het bestellen van maaltijden. In Nederland is het bedrijf beter bekend als Thuisbezorgd.nl, maar het bedrijf is ook actief in onder andere België, Duitsland, Oostenrijk en Polen. De huidige CEO Jitse Groen startte het bedrijf in 2000. In 2016 ging Takeaway.com naar de beurs om groeikapitaal op te halen. Antaurus verwacht dat Takeaway.com in 2018 een omzet zal behalen van circa €230 miljoen. Het bedrijf verwacht in de loop van 2019 voor het eerst een positief brutobedrijfsresultaat (EBITDA) te boeken.

Takeaway profiteert zeer sterk van het zogenaamde netwerk-effect: naarmate een platform het grootste restaurantaanbod heeft, zal dit platform de meeste consumenten aantrekken die online een maaltijd willen bestellen. Als restauranthouder zul je ook op het grootste platform actief moeten zijn want op dat platform zullen de meeste consumenten zich begeven. Takeaway ontvangt een commissie van de restauranthouder per bestelling die wordt geplaatst.

Om optimaal te profiteren van dit netwerk-effect is het belangrijk om het allergrootste platform te zijn. De doelstelling van Takeaway is dan ook om in ieder land waar het actief is de nummer één te zijn. De relatieve schaalgrootte maakt het bovendien mogelijk om meer te investeren in marketing en sales dan de concurrentie. Dit versnelt het netwerk-effect. Meer marketing levert naamsbekendheid op en dus meer klanten, terwijl een grotere sales-afdeling in staat is om sneller restaurants aan het platform te binden.

De bedrijven die actief zijn in deze sector erkennen dat het eigenlijk geen zin heeft om als nummer twee of drie te acteren in een markt. De laatste jaren heeft er onderling op landenniveau dan ook veel consolidatie plaats gevonden.

In de (potentieel) grootste Europese markt, Duitsland, was dit echter niet het geval. Hier was Takeaway jarenlang in een kostbare concurrentiestrijd verwickeld met de Duitse concurrent Delivery Hero. Beide bedrijven investeerden veel geld om de nummer één positie te bemachtigen, waardoor er flinke verliezen werden geleden. De laatste tijd werd het steeds duidelijker dat Takeaway in dit gevecht aan de winnende hand

was. Uiteindelijk heeft Delivery Hero in december 2018 besloten om haar Duitse activiteiten voor €930 miljoen te verkopen aan Takeaway. Hiermee wordt Takeaway de grootste in Duitsland. Het marketingbudget van de gecombineerde activiteiten kan daardoor flink gereduceerd worden.

Een belangrijke reden voor onze investering in Takeaway is dat de markt voor online eten bestellen naar verwachting flink zal blijven groeien. Ten eerste wordt er momenteel nog steeds veelal per telefoon besteld. Dit zal in de toekomst steeds meer via internet en mobiele apps gebeuren. Ten tweede verwachten wij dat consumenten in de toekomst vaker voor het gemak zullen kiezen om eten te bestellen.

Daarnaast is een belangrijke reden dat het sterke netwerk-effect ervoor zorgt dat er zeer hoge rendementen behaald kunnen worden op het geïnvesteerde kapitaal. Naarmate een platform eenmaal de grootste is, is het zeer moeilijk voor een concurrent om dit nog te overtreffen.

Ten slotte heeft het management van Takeaway dezelfde belangen als haar aandeelhouders. Het management bezit zelf 37% van alle uitstaande aandelen, waarbij oprichter en CEO Jitse Groen de grootste aandeelhouder is met 35%. Deze belangen zijn voor verwatering van de recente overname in Duitsland die deels met de uitgifte van nieuwe aandelen zal worden gefinancierd.

De huidige bedrijfswaarde van Takeaway, ervan uitgaande dat de overname in Duitsland wordt goedgekeurd, bedraagt circa €3,5 miljard. Wij verwachten dat Takeaway over drie jaar een bedrijfsresultaat na belasting van bijna €200 miljoen moet kunnen behalen. Gegeven de hoge rendementen op het geïnvesteerde kapitaal en de sterke groeivoorzichten vinden wij de huidige waardering dan ook aantrekkelijk.

Het AEF belegt sinds eind 2018 in Takeaway. Op de slotkoers van 2019 van ruim 58 euro heeft het AEF een positief rendement behaald op de positie in Takeaway.

## Strategie en vooruitzichten

Nadat de beurzen begin 2018 met hogere koersen begonnen, zijn de aandelenbeurzen wereldwijd fors gedaald in met name het laatste kwartaal van 2018. Er worden verschillende redenen genoemd voor deze daling, waaronder de handelsoorlog tussen de VS en China, de aankomende Brexit en het begrotingstekort van Italië. Wij schreven begin 2018 dat de eerste twee redenen voor onzekerheid bij bedrijven zorgen, waardoor investeringsbeslissingen uitgesteld worden totdat deze onzekerheid is weggenomen.

Daarnaast wordt de Amerikaanse centrale bank (Fed) als boosdoener genoemd. Begin dit jaar was de verwachting dat de Fed de beleidsrente driemaal zou verhogen. De Amerikaanse economie heeft echter een sterk 2018 gekend, met een economische groei van circa 3% en een werkloosheid die met 3,8% historisch laag is. Hierdoor is de inflatie opgelopen richting de Fed-doelstelling van 2%. Daardoor heeft de Fed uiteindelijk vier renteverhogingen doorgevoerd in 2018 naar 2,25%. De huidige verwachting van de Fed is dat in 2019 nog twee renteverhogingen zullen volgen.

In Europa is de verwachting dat de beleidsrente ten minste tot en met de zomer rond het nulpunt blijft. De ECB heeft wel aangegeven dat zij vanaf januari 2019 stopt met het opkopen van obligaties. Hierdoor worden de vijf grootste centrale banken van de wereld voor het eerst sinds 2009 een netto **verkoper** van financiële activa. Dit zal een prijsdrukkend effect hebben op obligaties, wat tot hogere obligatierentes leidt. Dit is over het algemeen slecht voor de waardering van aandelen.

Vanaf medio 2018 lieten softe economische indicatoren zoals inkoopcijfers en vertrouwensindices in Europa en Azië een forse daling zien. Met name recente data uit China zijn teleurstellend. Dit komt op een heikel moment, aangezien China de ambitie heeft om haar (torenhoge) schuld te reduceren. Een afzwakkende economie zal dit nog lastiger maken. Aangezien China momenteel verantwoordelijk is voor circa 30% van de wereldwijde economische groei zal een afzwakkende Chinese economie een substantiële impact hebben op de rest van de wereld.

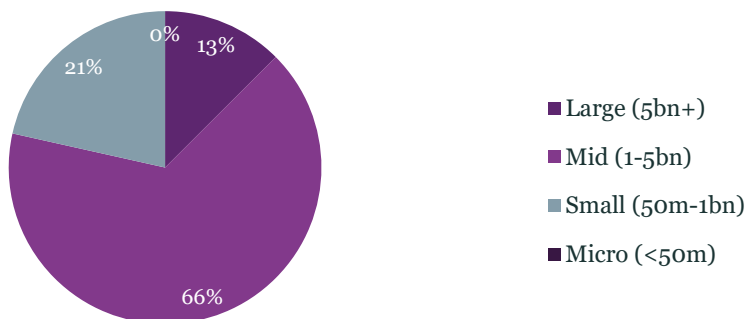
In het laatste kwartaal van 2018 liet de olieprijs een sterke daling zien. De prijs voor een vat Brent olie daalde van \$86 in oktober bijna 40% naar \$53 eind december. Zorgen over een afzwakkende wereldwijde economische groei en overcapaciteit op de oliemarkt worden als verklaringen voor de daling genoemd. De uitspraak van de OPEC (organisatie van olie-exporterende landen) op 7 december dat zij gezamenlijk haar productie zal verlagen konden de olieprijs geen duw in de rug geven.

Ondanks dat de economische vooruitzichten minder positief zijn dan aan het begin van 2018, wijzen verschillende economische indicatoren erop dat de wereldwijde economie een redelijke groei zal laten zien in 2019. Niet alle bedrijven zullen daar evenredig van profiteren. Doordat personeel en bepaalde grondstoffen schaarser zijn geworden kampen veel bedrijven met oplopende kosten. Bedrijven die deze kosten niet kunnen doorberekenen aan hun klanten zullen hun resultaten dus maar beperkt, of zelfs niet, zien groeien. Het Antaurus Europe Fund selecteert aan de long-kant bedrijven die in staat zijn om deze stijgende kosten door te berekenen aan hun klanten, terwijl wij aan de short-kant juist bedrijven hebben geselecteerd die daar naar verwachting meer moeite mee zullen hebben.

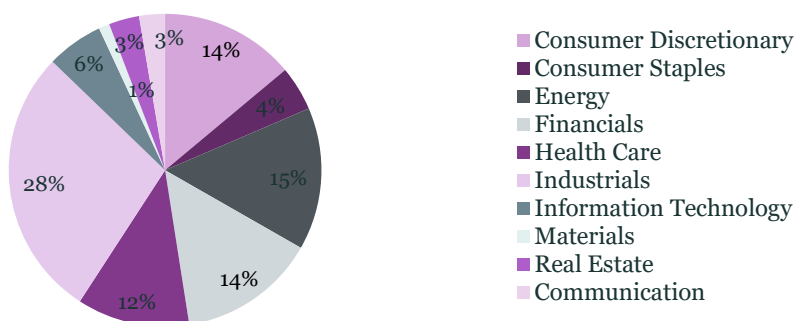
Al met al blijft het AEF redelijk voorzichtig gepositioneerd. Het AEF heeft in het laatste kwartaal van 2018 gebruik gemaakt van de forse koersdalingen op de beurs en daarmee de nettolongweging verhoogd van 30% naar 40%. Mochten koersen verder dalen dan zal het AEF voorzichtig doorgaan met het kopen van aandelen en daarmee langzamerhand de nettolongweging vergroten. Mochten aandelenkoersen vanaf deze niveaus herstellen, dan zullen we meer short posities opbouwen. Het AEF verwacht met deze strategie een bovengemiddeld rendement te behalen bij een benedengemiddeld risico. De afgelopen twaalf jaar is dat met een gemiddeld nettorendement van 7,2% gelukt.

## Portfolio profile

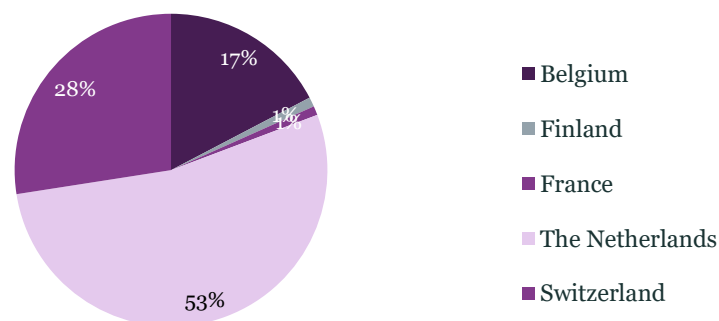
### Breakdown by market cap



### Breakdown by sector



### Breakdown by country



### Top 3 holdings

Position	Weight
<b>Long</b>	
SBM Offshore	12,5
Fagron	10,8
Flow Traders	7,5
<b>Short</b>	
Industrials company	4,1
Professional services company	3,9
Industrials company	3,7

NAV (€)	233,35
Fund size AuM (€m)	89
ISIN code	NL 0000 686848

### Fund characteristics

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

### Contact

Antaurus Capital Management B.V.  
 Piet Heinkade 99B  
 1019 GM Amsterdam, Netherlands  
 T: 020-7059530  
 E: [info@antaurus.nl](mailto:info@antaurus.nl)  
 I: [www.antaurus.nl](http://www.antaurus.nl)

### 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.