

SEXTANT EUROPE



Les marchés sont restés très résistants au troisième trimestre malgré les inquiétudes récurrentes sur leurs niveaux de valorisation absolue, la remontée des taux d'intérêt, les risques italiens ou le ralentissement potentiel de l'économie chinoise. Il faut toutefois réaliser que cette résistance des marchés est en trompe l'œil, car un petit nombre de très grosses valeurs nourrissent celle-ci. Ainsi, si l'indice Stoxx 50 n'est en baisse que de 0.5% à fin septembre, c'est en grande partie grâce à 5 valeurs (les pétrolières, **LVMH** et **SAP**) qui contribuent positivement à hauteur 300-400bp à celui-ci. A un niveau plus global, le rallye ininterrompu des valeurs technologiques, et notamment les plus importantes d'entre elles en termes de capitalisation (les GAFAs et Netflix), a réussi à maintenir les marchés à flot.

Cette stabilité des indices masque selon nous une très grande nervosité, après neuf ans d'un cycle haussier quasi ininterrompu. Les réactions boursières aux nouvelles continuent d'être très violentes, reflet d'investisseurs ayant adopté une boussole dont la portée semble se limiter à la dernière nouvelle. Les sociétés ayant un profil de croissance régulière continuent de monter tant qu'elles affichent des performances en ligne avec les attentes alors que les sociétés avec des profils plus incertains baissent à chaque nouvelle, sans que des valorisations parfois très basses offrent un quelconque support en cas de chiffres décevants.

Ce genre de situation ne dure pas éternellement, mais force est de constater que cela affecte significativement la performance de notre fonds. En termes relatifs, le troisième trimestre a été médiocre avec une baisse de 5% contre une hausse de l'indice de référence Stoxx 600 NR de 1%. Notre style de gestion « value » et plus généralement l'écart des très grosses valeurs des indices fonctionnent moins bien dans ce type de configuration atypique.

La performance négative du fonds sur la période s'explique presque intégralement par le comportement baissier (plus de 20%) de quatre valeurs (**Criteo**, **Easyjet**, **LIAD** et **HelloFresh**), dont une seule, **Criteo**, nous semble refléter une erreur de jugement.

La sortie des résultats du deuxième trimestre de **Criteo** a été une déception. Si les résultats T2 étaient de bonne qualité, les prévisions sur le reste de l'année nous ont beaucoup surpris, la société s'attendant à un ralentissement de son activité, notamment en raison d'un manque de commerciaux. La vraie question pour nous est de savoir si nous avons surestimé le potentiel à moyen terme du retargeting publicitaire sur Internet, notamment pour un groupe qui est très tributaire de son acceptation par les grands acteurs du secteur (notamment Apple, qui a décidé de lui fermer son écosystème l'an dernier, Google, Facebook). Nous avons soldé notre position.

Easyjet a été très affecté par la perception qu'une nouvelle guerre des prix est imminente dans le secteur du transport aérien court courrier en Europe. Cette crainte se nourrit de deux éléments : d'une part le prix du kérosène a beaucoup monté et d'autre part les capacités se reconstitueraient

sur les routes d'**Easyjet**. Nous pensons que la concomitance de ces deux phénomènes n'est pas soutenable. En effet, quand le prix du kérosène monte, les capacités les moins rentables finissent par sortir du marché, parfois sous la forme de faillites d'opérateurs. Historiquement, **Easyjet** a paradoxalement mieux performé dans ces périodes de hausse du kérosène car la pression compétitive sur les prix devient moins forte, d'autant plus que la société bénéficie alors à plein de sa politique systématique de couverture sur les prix du carburant. Accessoirement, la société vient de pré-annoncer des résultats record.

Concernant, **LIAD**, le newflow est toujours très négatif avec des pertes d'abonnés tant en fixe qu'en mobile au deuxième trimestre et une rentrée scolaire qui a été extrêmement compétitive en termes de prix. Le titre a quasiment été divisé par deux en un an, passant du statut de disrupteur innovant à celui de suiveur. Nous avons en ligne de mire que la situation actuelle de marché français à quatre compétiteurs n'est pas soutenable à long terme et que la consolidation rendra tout le secteur plus profitable. Par ailleurs, **LIAD** a déjà beaucoup investi dans la fibre et la société va devenir significativement génératrice de cash à horizon 2020 alors que le démarrage en Italie se passe bien. Enfin, la sortie prochaine de la nouvelle box pourrait enfin apporter des commentaires positifs sur la société...

Enfin, **HelloFresh** a sorti un chiffre d'affaires T2 en hausse de 41%, qui a été mal reçu par les marchés notamment en raison de la crainte d'un ralentissement sur le marché clé des Etats-Unis. Là encore, nous pensons ces craintes infondées et nous observons que le principal concurrent, **Blue Apron**, est dans une situation très difficile. Nous avons récemment rencontré à Berlin le management d'**HelloFresh** et celui de son principal actionnaire, **Rocket Internet**, et nous en avons retiré une vision très positive des perspectives de la société.

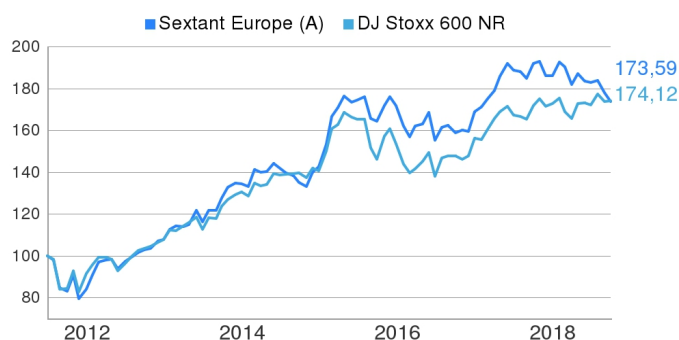
Au-delà de ces contre-performances, beaucoup de nos sociétés ont sorti des résultats satisfaisants sans que cela ne déclenche de réactions très fortes. Parmi ces satisfactions en termes de résultats, on pourra mentionner **Amundi**, **Elis**, **Sixt** ou **Zooplus**. Parmi les rares performances boursières très positives de ce trimestre, citons le raffineur de pétrole grec **Motor Oil**, dont le marché a pris acte de la bonne qualité des actifs et de la très forte génération de cash flow libre. Le titre s'est apprécié de 30% pendant la période.

Le contexte actuel n'est pas simple, avec un marché qui s'intéresse actuellement peu aux valorisations et beaucoup aux aspects de momentum. Ceci se combine avec la possibilité que nous entrions dans la phase finale d'un cycle économique. Ceci nous amène à rechercher des titres plus défensifs mais correspondant à nos critères de valorisation, comme **Whitbread**, une société hôtelière britannique riche en actifs immobilier et en cash, dont nous avons des titres acquis début octobre.

Performances

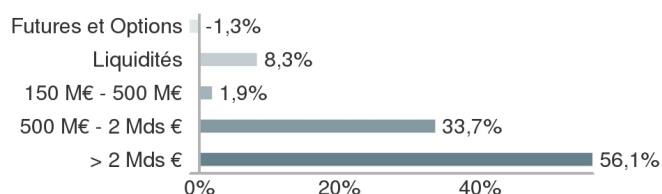
	Sextant Europe (A)	DJ Stoxx 600 NR
1 mois	-2,5%	0,3%
3 mois	-5,1%	1,3%
6 mois	-4,5%	5,3%
1 an	-9,6%	1,5%
3 ans	6,2%	19,8%
5 ans	36,7%	41,5%

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Sextant Europe (A)	-16,0%	28,9%	24,6%	5,5%	21,0%	-2,1%	10,3%	-6,8%
DJ Stoxx 600 NR	-8,5%	18,2%	20,8%	7,2%	9,6%	1,7%	10,6%	0,9%

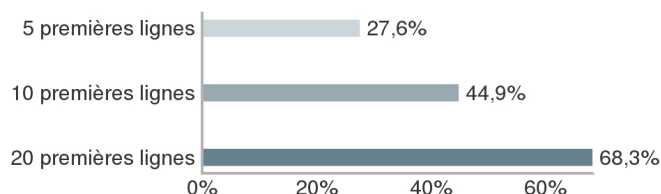




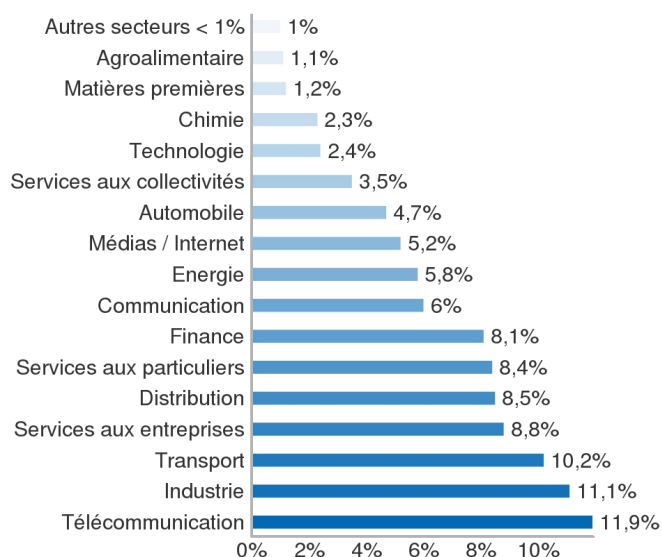
Répartition par taille de capitalisation



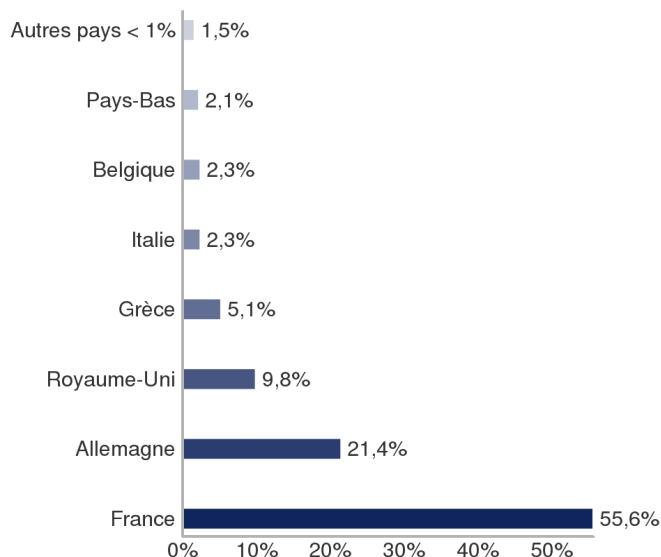
Poids des principales lignes



Répartition sectorielle du portefeuille action



Répartition géographique du portefeuille action



Principaux investissements

Nom	Secteur	Pays	% de l'actif net	Contrib. à la performance trimestrielle
Iliad	Télécommunication	France	7,5%	-109 bps
Sixt pref.	Services aux particuliers	Allemagne	6,1%	15 bps
Vivendi	Communication	France	5,5%	27 bps
HelloFresh	Distribution	Allemagne	4,4%	-82 bps
Heidelberger Druck	Industrie	Allemagne	4,2%	-11 bps

Indicateurs

Volatilité 3 ans	Fonds : 12,5% Indicateur de référence : 13,6%
Nombre de lignes	43
Capitalisation moy. des actions	5 840 M€
Capitalisation médiane des actions	4 162 M€

Principales contributions à la performance

Nom	Contrib.	Nom	Contrib.
Motor Oil	100 bps	Iliad	-109 bps
Gruppo Mutuonline	29 bps	Criteo	-96 bps
Ontex	27 bps	Easyjet	-90 bps
Vivendi	27 bps	HelloFresh	-82 bps
Saipem	25 bps	Derichebourg	-58 bps

Principales caractéristiques

Forme juridique	OPCVM / FCP de droit français	Date de lancement	Fonds : 29/06/2011 Part : 29/06/2011
Catégorie de part	Part A tous souscripteurs	Durée de placement recommandée	Supérieure à 5 ans
Code ISIN	FR0011050863	Centralisat.-Règlem./Livraison	J à 10 h / J + 2
Code Bloomberg	AGSEURA FP	Dépositaire	CACEIS Bank
Classification AMF	OPCVM "Actions des Pays de l'Union Européenne"	Agent centralisateur	CACEIS Bank
Indicateur de référence	DJ Stoxx 600 NR	Dominante fiscale	Eligible au PEA
VL / Actif net	173,59 € / 29,40 M€	Frais d'entrée	2,00% TTC maximum
Périodicité de valorisation	Quotidienne sur les cours de clôture des marchés	Frais de sortie	1,00% TTC maximum
Profil de risque	1 2 3 4 5 6 7	Frais de gestion fixes	2,00% TTC

Echelle allant de 1 (risque le plus faible) à 7 (risque le plus élevé) ; le risque 1 ne signifie pas un investissement sans risque. Cet indicateur pourra évoluer dans le temps.

Commission de performance
15% TTC de la performance du FCP au-delà de la performance du DJ STOXX 600 dividendes réinvestis, sous-réserve que la performance soit positive

Source : Amiral Gestion au 28/09/2018

Avertissement

Ce document, à caractère commercial, a pour but de présenter de manière simplifiée les caractéristiques du fonds. Pour plus d'informations, vous pouvez vous référer au document d'information clé pour l'investisseur et au prospectus, documents légaux faisant foi disponibles sur le site internet de la société de gestion ou sur simple demande auprès de la société de gestion. Les performances présentées ne constituent pas une indication fiable des performances futures.

Amiral Gestion - 103 rue de Grenelle - 75007 Paris - T. +33 (0)1 47 20 78 18 - F. +33 (0)1 40 74 35 64 - www.amiralgestion.com

Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le numéro GP-04000038 / Société de courtage en assurances immatriculée auprès de l'ORIAS sous le numéro 12065490 / Société par actions simplifiée au capital de 629 983 euros - RCS Paris 445 224 090 - TVA : FR 33 445 224 090