

SEXTANT GRAND LARGE



Sextant Grand Large ha guadagnato un +2,1% sul trimestre, a fronte di un +2,8% del suo benchmark. Nell'arco del 2019, la performance del fondo è stata del +5,3% a fronte del +13,6% del suo benchmark. Questa sottoperformance si spiega per la nostra sottoesposizione alle azioni vincolate a delle valutazioni dei mercati azionari prossime a livelli da record, soprattutto negli Stati Uniti. Siamo stati penalizzati anche dal nostro stile di stock-picking, che ha privilegiato in maggior misura le PMI europee ed asiatiche, da un approccio prettamente value, i cui multipli erano fortemente scontati in rapporto alle big cap, alle società di tipo growth e ai titoli azionari statunitensi. Contrariamente alle nostre aspettative, il divario di performance si è ulteriormente ampliato nel 2019 raggiungendo dei livelli record, con una netta sovraperformance delle big cap e delle società percepite come growth. In questo contesto, nel 2019 abbiamo aumentato la nostra ponderazione nelle small e mid cap europee ed asiatiche e intendiamo proseguire con questo rafforzamento anche nel 2020.

Asset allocation

Alla fine del trimestre, l'esposizione netta al mercato azionario è discesa al 23,8% a causa del forte rialzo degli indici principali. Tale esposizione è costituita da un'esposizione lorda del 29,6% e dalle coperture che rappresentano il 5,8% del fondo. Manteniamo pertanto un'attitudine difensiva dettata dal nostro modello quantitativo, dal momento che i mercati azionari mostrano elevati livelli di valutazione, soprattutto sui mercati statunitensi dove le vendite da parte di insider hanno raggiunto nel 2019 livelli record simili a quelli degli anni 2000. Il resto del fondo è costituito da obbligazioni (17,3%) e disponibilità liquide in senso lato (53,1%). Questo rassicurante cuscinetto di liquidità ci concede un'importante margine di manovra per approfittare di eventuali ribassi dei mercati.

Segmento azionario

Sorprendentemente, i principali contributori di quest'anno sono stati dei titoli growth come Alibaba, Indutrade e Delivery Hero, che abbiamo acquistato in occasione di bassi punti d'entrata assai limitati nel tempo. Indutrade è un conglomerato svedese comprendente quasi 200 aziende industriali, completamente autonome e posizionate in segmenti di mercato piuttosto ricorrenti. Siamo entrati nel suo capitale a settembre a seguito di un rallentamento del settore in Svezia. Il calo della quotazione in borsa ci è sembrato un buon punto di ingresso considerata qualità del modello di acquisizione sistematica. Ne siamo usciti quando eravamo ormai vicini alla quotazione target prefissata verso la fine dell'anno, dopo un'ottima traiettoria. Delivery Hero, leader nella consegna a domicilio di kit per pasti in numerosi paesi emergenti e vari paesi europei, ha registrato forti aumenti verso la fine dell'anno a seguito di un'accelerazione della sua crescita organica e l'acquisizione della sua principale concorrente in Corea del Sud. La Corea del Sud è il primo mercato di Delivery Hero e l'acquisizione della concorrente Woowa dovrebbe contribuire a limitare i costi di marketing e a migliorarne la redditività. Al contrario, Iliad, Toshiba Plant, Aimia e Rocket Internet hanno contribuito negativamente o molto poco nel 2019, in quanto i loro manager azionisti o gli azionisti di maggioranza hanno realizzato massicci riacquisti di azioni nel quarto trimestre od offerte di delisting. Iliad è uno dei principali contributori negativi dell'anno a causa delle tendenze ancora complicate in Francia durante il primo semestre dell'anno, nonché di un ampliamento delle perdite in Italia in una fase di assunzioni importanti. Tuttavia, il terzo trimestre ha segnato una ripresa della telefonia fissa e mobile in Francia, nonché un'ottima dinamica in Italia. A seguito del calo della quotazione in borsa del titolo, la società ha lanciato un'offerta di riacquisto delle azioni a 120 euro per il 40% dei titoli a tasso

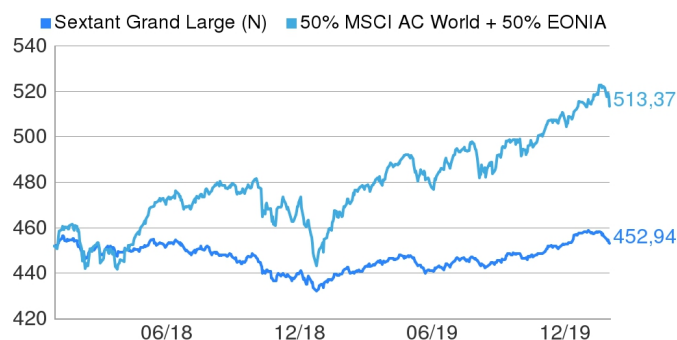
variabile, seguita da un aumento di capitale dello stesso importo, pienamente garantito dal suo fondatore, Xavier Niel. Toshiba Plant è una filiale quotata in borsa del conglomerato giapponese Toshiba, che ne possiede più del 50% del capitale. L'azienda presenta un profilo particolarmente interessante per la ricorrenza della sua attività di manutenzione delle centrali elettriche in Giappone. Inoltre, la sua attività è trainata da un aumento strutturale nella costruzione di centrali elettriche di medie dimensioni nel sud-est asiatico. Infine, la società dispone di abbondanti liquidità nette. Alla luce di questi elementi, abbiamo deciso di aprire una linea nel fondo verso la metà di novembre. Poco dopo, Toshiba ha presentato un'offerta pubblica di acquisto per l'intera quota non detenuta del capitale di Toshiba Plant ad un prezzo di 2670 yen, ossia un 10% al di sopra dei nostri primi acquisti. La società ha proceduto analogamente per le sue tre filiali quotate in borsa, traducendo nei fatti l'attuale pressione esercitata dal governo giapponese sui grandi gruppi pubblici, mirata a semplificarne la struttura azionaria affinché riacquistino le loro filiali quotate in borsa o si ritirino da esse. Anche se in questa sede avevamo già anticipato questo probabile risultato, ci dispiace che il prezzo proposto non rifletta, a nostro avviso, il vero valore di Toshiba Plant. Aimia è un operatore di programmi fedeltà e detengono una quota in PLM, il programma fedeltà di Aeromexico. Messa sotto pressione da parte degli azionisti, Aimia ha sfruttato le sue notevoli disponibilità liquide per riacquistare quasi il 40% delle azioni in circolazione in meno di un anno a prezzi assai inferiori al valore contabile degli attivi. Infine, la quotazione in borsa di Rocket Internet è leggermente aumentata nel 2019, nonostante uno sconto ancora elevato sull'attivo netto rivalutato e una buona performance dei principali suoi investimenti quotati in borsa. Il fondatore di Rocket Internet, Samwer, ha notevolmente rafforzato la sua quota di capitale verso la fine dell'anno.

Segmento obbligazionario e altre classi

Continuiamo ad evitare nella misura del possibile il rischio del tasso di interesse in un contesto di spread prossimi ai minimi storici. Il portafoglio attuale offre un rendimento al netto delle coperture dei cambi del 5,9% con una sensibilità pari a 2,3, che riteniamo soddisfacente. La nostra posizione principale, l'obbligazione Casinò 3,992% Perp ha registrato una forte volatilità durante l'anno, in concomitanza all'avvio nel mese di maggio di un procedimento concorsuale del suo azionista di maggioranza, Rallye. Il nostro caso di investimento è stato e rimane fino ad oggi basato sugli attivi del gruppo Casinò che, stando alle nostre analisi, riteniamo che coprano il valore del suo debito. La percezione del mercato che mescola le vicissitudini del debito di Rallye, società che non abbiamo mai posseduto, e di Casinò, ci ha consentito di rafforzare le nostre posizioni a un prezzo basso, dal momento che le situazioni e i destini delle due aziende ci sembrano fondamentalmente distinte. Anche se le performance operative e il rimbalzo dei titoli di Casinò non saranno comunque lineari, stando alle nostre analisi riteniamo che questi siano comunque protetti da una serie di attivi senza pari, una situazione rara negli attuali mercati del credito. In un contesto di tassi a breve negativi, una parte della nostra liquidità è investita nel mercato monetario per finanziare carte commerciali di aziende che conosciamo bene, permettendoci di ottenere un rendimento vicino a zero con dei rischi accettabili.

Performance

	Sextant Grand Large (N)	50% MSCI AC World + 50% EONIA
1 mese	-1,1%	0,1%
3 mesi	1,0%	2,7%
6 mesi	1,5%	3,8%
1 anno	2,6%	9,4%
2 anni	0,3%	11,9%



	2018	2019	2019
Sextant Grand Large (N)	-3,7%	5,3%	-1,1%
50% MSCI AC World + 50% EONIA	0,0%	13,6%	0,1%

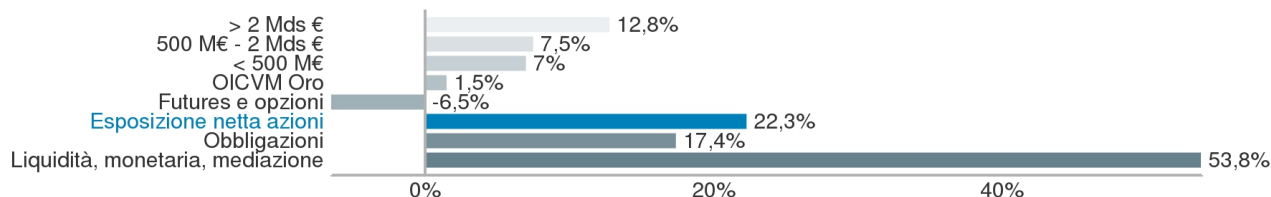
In data 02/05/2018, con l'obiettivo d'illustrare meglio la dimensione internazionale del fondo, abbiamo deciso di modificare l'indice di riferimento: 50% MSCI World + 50% Eonia (precedentemente 50% di CAC All Tradable e 50% Eonia).

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

Società di gestione autorizzata dall'AMF con il numero GP-04000038 / Società di intermediazione assicurativa iscritta presso l'ORIAS (Organismo per il registro degli intermediari assicurativi) con il numero 12065490 / Società per azioni semplificata con capitale di 629.983 euro - RCS Paris 445 224 090 - IVA: FR 33 445 224 090



Esposizione



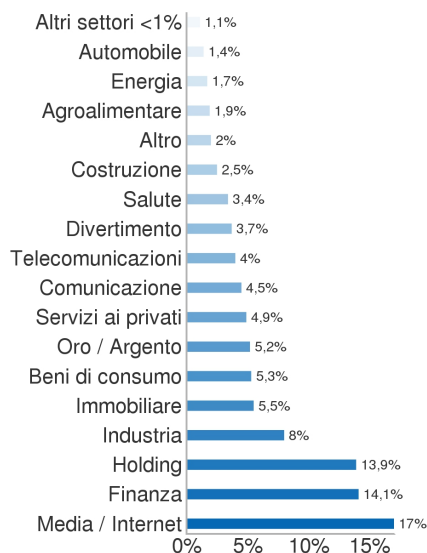
Indicatore

Volatilità 1 anno	Fondo : 3,1%
	Indice di riferimento : 6,7%
Numero di società	94
Capitalizzazione media	26 623 M€
Capitalizzazione media	1 817 M€

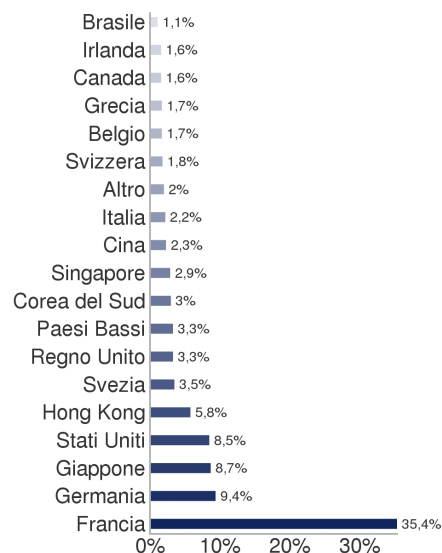
Indicatore Obbligazioni

	Componente obbligazionaria	Totale fondo
Rendimento lordo	5,4%	0,9%
Rendimento dopo copertura di cambio	5,1%	0,9%
Spread (punti base)	494	86
Duration residuale (anni)	2,5	0,4
Tasso di Sensibilità	2,2	0,4

Distribuzione settoriale del portafoglio azionario



Distribuzione geografica del portafoglio azionario



Principali investimenti

Nome	Settore	Paesi	% dell'attivo netto	Contributo della performance trimestrale
Iliad	Telecomunicazioni	Francia	2,2%	32 bps
Berkshire A	Holding	Stati Uniti	2,2%	20 bps
Rocket Internet	Media / Internet	Germania	2,1%	-14 bps
Toshiba Plant	Industria	Giappone	1,6%	0 bps
Casino TSSDI 2049	Distribuzione	Francia	1,3%	-15 bps

Allocazione Obbligazioni

Obbligazioni	17,4%
di cui sovrana	0,0%
di cui corporate	10,8%
di cui finanziarie	4,8%
di cui convertibili	1,8%

Principali contributori alla performance

Nome	Contrib.	Nome	Contrib.
Delivery Hero	60 bps	Casino TSSDI 2049	-15 bps
Clear media	36 bps	Rocket Internet	-14 bps
Iliad	32 bps	TripAdvisor	-8 bps
Alibaba ADR	31 bps	Mail.RU ADR	-5 bps
HYVE group	24 bps	Groupe Guillin	-3 bps

Principali caratteristiche

Forma giuridica	OICVM di diritto francese
Categoria di quota	quota N
ISIN code	FR0013306404
Bloomberg code	
Classificazione	N/A
Indice di riferimento	50% MSCI AC World + 50% EONIA
NAV quota / Patrimonio netto Fondo	452,94 € / 2 114,97 M€

Periodicità della valutazione Giornaliera sulle quotazioni di chiusura dei mercati

Livello di rischio 1 2 **3** 4 5 6 7
Scala che va da 1 (il rischio più basso) a 7 (il rischio più alto); il rischio 1 non indica un investimento senza rischi. Questo indicatore potrà evolvere nel tempo.

* del capitale investito

Informazioni legali importanti

Questo documento di carattere commerciale ha lo scopo di presentare in maniera semplificata le caratteristiche del fondo. Per informazioni, potete fare riferimento al KIID per l'investitore e al prospetto, documenti legali che fanno fede e che sono disponibili sul sito internet della società di gestione o attraverso semplice richiesta presso la società di gestione. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

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

Società di gestione autorizzata dall'AMF con il numero GP-04000038 / Società di intermediazione assicurativa iscritta presso l'ORIAS (Organismo per il registro degli intermediari assicurativi) con il numero 12065490 / Società per azioni semplificata con capitale di 629.983 euro - RCS Paris 445 224 090 - IVA: FR 33 445 224 090

Fonte: Amiral Gestion al 31/12/2019