

SEXTANT EUROPE



Il fondo si è rivalutato dell'11,6% rispetto al 6,1% del suo benchmark (Stoxx 600 NR) durante il quarto trimestre. Durante l'anno, la performance è stata del 24,5% rispetto al 26,8% dell'indice Stoxx 600 NR.

I mercati azionari sono rimasti dinamici alla fine dell'anno, grazie alle speranze di una soluzione della guerra commerciale USA-Cina e ai risultati delle elezioni britanniche, che hanno permesso al partito conservatore di trovare una maggioranza stabile e probabilmente di consentire un'uscita ordinata dall'Unione europea. Il contesto finanziario rimane caratterizzato da una situazione di tassi bassissimi o addirittura negativi in alcuni paesi (Svizzera, Germania). Questo rimane un notevole fattore di sostegno per i mercati azionari e ritarda la fine del ciclo di crescita delle economie e del rialzo degli attivi finanziari osservato a partire dal 2010. In questo contesto, il nostro problema consiste sempre nel trovare degli attivi che siano sufficientemente solidi da resistere a una possibile inversione del ciclo e la cui valutazione non sia al contempo troppo gonfiata dall'impatto dei bassi tassi sui multipli delle aziende di buona qualità. Come avevamo preannunciato tre mesi fa "... mentre ci avviciniamo alla fine di un ciclo economico, i flussi tendono a muoversi verso valori difensivi, com'è normale. Tuttavia, la novità è che questi valori hanno registrato delle buone performance durante la fase ascendente del ciclo, grazie anche al calo dei tassi. Dall'altra parte, il mercato tende ad evitare le situazioni "value" nella misura in cui un'inversione di ciclo potrebbe avere un impatto fortemente negativo sui risultati di molte di esse".

La sovraperformance dell'ultimo trimestre è dovuta in gran parte alla forte rivalutazione di quattro titoli che rappresentano delle posizioni importanti per Sextant Europe e sui quali il mercato ha espresso forti dubbi dall'inizio dell'anno: Iliad (+35%) il cui titolo è rimbalzato dopo l'annuncio del suo fondatore e azionista di maggioranza, Xavier Niel, dell'intenzione di riacquistare il 20% del capitale della società (ossia il 45% del flottante) a 120 euro l'azione. I risultati del terzo trimestre mostrato inoltre una stabilizzazione dell'attività, mentre il mercato francese sembra allontanarsi dalla guerra dei prezzi in corso fino a poco tempo fa.

Delivery Hero (+70%) ha reagito particolarmente bene all'annuncio del progetto di acquisizione di Woowa, azienda leader coreana nella consegna di cibo a domicilio. La Corea era il paese che creava i maggiori problemi al gruppo, ma questa acquisizione lo trasformerà in un attore ultra-dominante e altamente redditizio in questo mercato. Abbiamo ceduto la nostra posizione verso la fine dell'anno, prendendo atto della rivalutazione del titolo e della possibilità di un esame di questa acquisizione da parte delle autorità antitrust locali.

HelloFresh (+36%) ha confermato anche nel terzo trimestre i buoni risultati ottenuti nel secondo trimestre, raggiungendo per la prima volta l'equilibrio operativo, mentre il suo fatturato è cresciuto del 45%. Nel corso della recente giornata dedicata agli investitori, l'azienda si è mostrata particolarmente fiduciosa riguardo alla sua capacità di espandere il mercato dei kit per pasti e di consolidare la sua leadership su entrambe le sponde dell'Atlantico.

Easyjet (+23%) ha confermato con la pubblicazione dei suoi risultati annuali il consolidamento delle sue capacità nei cieli intraeuropei. Detto

risultato è da collegare da un lato al fallimento del tour operator Thomas Cook e dall'altro alle difficoltà di messa in servizio del Boeing 737 Max, che hanno costretto Ryanair a ridurre la sua offerta. Si prevede che questi due elementi argineranno il calo dei prezzi dei biglietti e porteranno a un processo di revisione al rialzo. Il titolo si è rivalutato oltre il 60% rispetto ai minimi dell'anno e viene scambiato nell'attualità con un premio pari a circa il 25% sul valore della sua flotta al netto dell'indebitamento.

Abbiamo alleggerito parte della nostra posizione a fine anno. In termini di movimenti, abbiamo integrato nel nostro portafoglio i titoli **Ceconomy** (3,5%) e **Interpump** (1,2%).

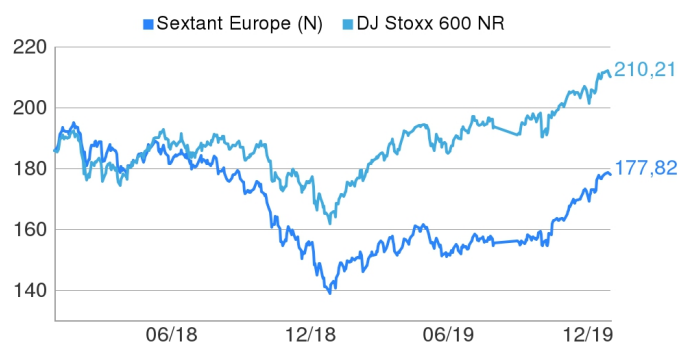
La società tedesca **Ceconomy** è il principale distributore di elettrodomestici bruni e bianchi in Europa con un fatturato di 21,5 miliardi di euro, un risultato operativo di 400 milioni di euro e posizioni di leadership in Germania, Spagna, Italia, Austria e Svizzera. Dalla sua scissione dal Gruppo Metro nel luglio 2017, la sua traiettoria in borsa è stata pessima, con un calo del titolo da un massimo di 13 euro a meno di 4 euro, causato in parte da una serie di profit warning, due cambi di CEO e i disaccordi con l'azionista di minoranza (27% del capitale) circa la sua struttura operativa. La pubblicazione dei risultati annuali 2018/19 a nostro avviso ha mostrato dei segni di stabilizzazione dell'attività, in quanto alcuni problemi regionali sono stati risolti (la cessione dei rami in Russia e Grecia) e l'attività su Internet sta cominciando ad essere significativa nel fatturato. La struttura finanziaria è alquanto solida con 830 milioni di euro in liquidità nette e partecipazioni del 24% in FNAC Darty e del 15% nella società russa MVideo. In totale, **Ceconomy** detiene 2,6 euro per azione di liquidità e attivi quotati in borsa (rispetto a una quotazione di 5 euro sui nostri primi acquisti) e il titolo viene scambiato a 5 volte circa il risultato operativo. **Interpump** è una società italiana specializzata in pompe ad alta pressione (35% del fatturato, 40% del mercato mondiale) e pompe idrauliche. **Interpump** è molto attiva in termini di acquisizioni di aziende di piccole o medie dimensioni, effettuate di solito in condizioni abbastanza interessanti (6 volte l'EBIT, il risultato ante oneri finanziari e dopo il calcolo dell'impatto delle sinergie). Oltre alla qualità dei suoi prodotti, questa strategia costituisce l'interesse principale del titolo che viene scambiato a 17 volte i risultati del 2020.

Abbiamo anche rafforzato significativamente la nostra posizione in **Rocket Internet** passando dal 3,5% all'8% del fondo a seguito del recente ribasso del titolo. Quest'ultimo ci sembra assai difensivo alla quotazione attuale (21,5 euro), in quanto viene scambiato al livello delle liquidità nette mentre il resto dell'attivo (circa 10 euro per azione) consiste in una partecipazione del 21% in Traveloka, la piattaforma di viaggi leader in Estremo Oriente e in varie decine di partecipazioni in altrettante start-up di Internet.

Per quanto riguarda le cessioni, i principali movimenti hanno riguardato **Delivery Hero** ed **Easyjet**. Come spiegato sopra, in entrambi i casi abbiamo capitalizzato il significativo aumento della quotazione delle loro azioni negli ultimi sei mesi.

Performance

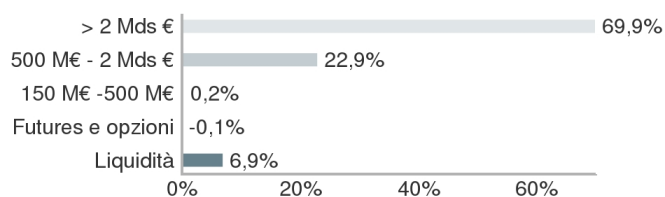
	Sextant Europe (N)	DJ Stoxx 600 NR
1 mese	3,0%	2,1%
3 mesi	11,6%	6,1%
6 mesi	14,9%	8,9%
1 anno	24,5%	26,8%
2 anni	-4,3%	13,2%



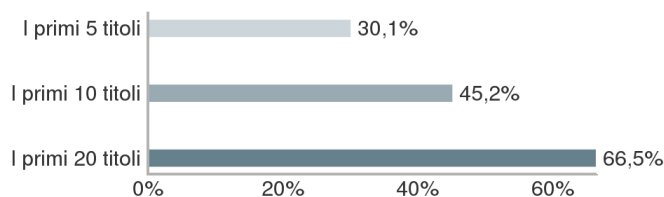
	2018	2019
Sextant Europe (N)	-23,1%	24,5%
DJ Stoxx 600 NR	-10,8%	26,8%



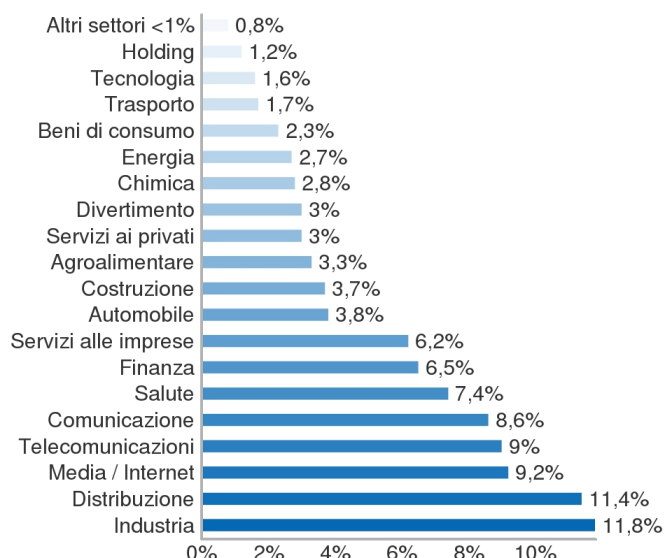
Suddivisione per capitalizzazione di mercato



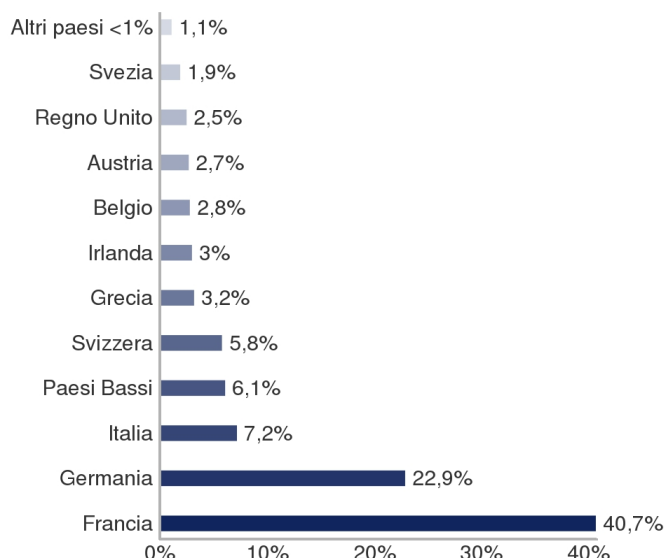
Peso dei principali titoli



Distribuzione settoriale del portafoglio azionario



Distribuzione geografica del portafoglio azionario



* del capitale investito

Principali investimenti

Nome	Settore	Paesi	% dell'attivo netto	Contributo della performance trimestrale
Iliad	Telecomunicazioni	Francia	8,3%	222 bps
Rocket Internet	Media / Internet	Germania	8,3%	-26 bps
Vivendi	Comunicazione	Francia	6,0%	15 bps
HelloFresh	Distribuzione	Germania	3,8%	176 bps
Ceconomy	Distribuzione	Germania	3,6%	4 bps

Indicatore

Volatilità 1 anno	Fondo : 12,0% Indice di riferimento : 10,6%
Numero di società	45
Capitalizzazione media	25 122 M€
Capitalizzazione media	3 699 M€

Principali contributori alla performance

Nome	Contrib.	Nome	Contrib.
Delivery Hero	261 bps	Rocket Internet	-26 bps
Iliad	222 bps	Nestlé	-11 bps
HelloFresh	176 bps	Hunter Douglas NV	-11 bps
Easyjet	126 bps	SMCP	-7 bps
Indutrade	52 bps	Financière Odet	-6 bps

Principali caratteristiche

Forma giuridica	OICVM di diritto francese
Categoria di quota	quota N
ISIN code	FR0013306412
Bloomberg code	
Classificazione	OICVM "Azioni dei paesi dell'U. E."
Indice di riferimento	DJ Stoxx 600 NR
NAV quota / Patrimonio netto Fondo	177,82 € / 25,59 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 rischio. Questo indicatore potrà evolvere nel tempo.

Informazioni legali importanti

Questo documento di carattere commerciale ha lo scopo di presentare in maniera semplificata le caratteristiche del Fondo: Amiral Gestion al 31/12/2019 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