

SEXTANT EUROPE



Votre fonds a baissé de 2.4 % au 1er trimestre 2018, contre une baisse de 4.2% de son indice de référence a posteriori (Stoxx 600 NR). Face à un marché qui nous semble fragile, nous avons continué d'adopter un biais prudent, notamment avec une allocation de cash relativement élevée (proche de 10%). Comme nous le remarquons en fin d'année dernière, les motifs de circonspections restent nombreux après 6 années de hausse des marchés actions : (1) la valorisation élevée du marché américain est patente, notamment si on l'analyse à travers le prisme des profits de milieu de cycle, (2) le très bas niveau des taux d'intérêt n'est pas soutenable à long terme, (3) la faiblesse du dollar est un frein pour les résultats des sociétés européennes et (4) le leadership politique américain reste une source d'incertitudes fortes, comme en témoignent par exemple les velléités de guerre commerciale du Président Trump. Cette toile de fond rend le marché assez nerveux, et on constate un réveil de la volatilité, avec des marchés réagissant brutalement aux moindres signaux émis par la Maison Blanche (qui sont nombreux) et des titres réagissant très fortement aux nouvelles, qu'elles soient bonnes ou mauvaises. Globalement, nous nous attendons à la poursuite de conditions de marché heurtées, où l'amélioration du climat économique en Europe va se trouver confrontée aux éléments mentionnés ci-dessus.

La plus forte volatilité des marchés se retrouve dans les performances des titres qui composent votre fonds. Nous avons enregistré des satisfactions avec **Rocket Internet**, **Sixt** ou **Easyjet** dont les cours se sont tous appréciés de plus de 10% sur la période. **Rocket Internet** a profité du bon comportement boursier et fondamental de ses participations cotées (**HelloFresh**, **Delivery Hero**) et de la réalisation que la valeur de celles-ci cumulées au cash au bilan couvraient sa capitalisation boursière. **Sixt** a bénéficié de résultats 2017 meilleurs qu'attendu et de l'annonce d'un dividende exceptionnel suite à la cession à BMW de sa participation dans DriveNow. Enfin la perception boursière d'**Easyjet** s'améliore considérablement en raison de la consolidation du secteur aérien court-courrier en Europe qui permet une remontée rapide du prix des billets après deux années de guerre des prix.

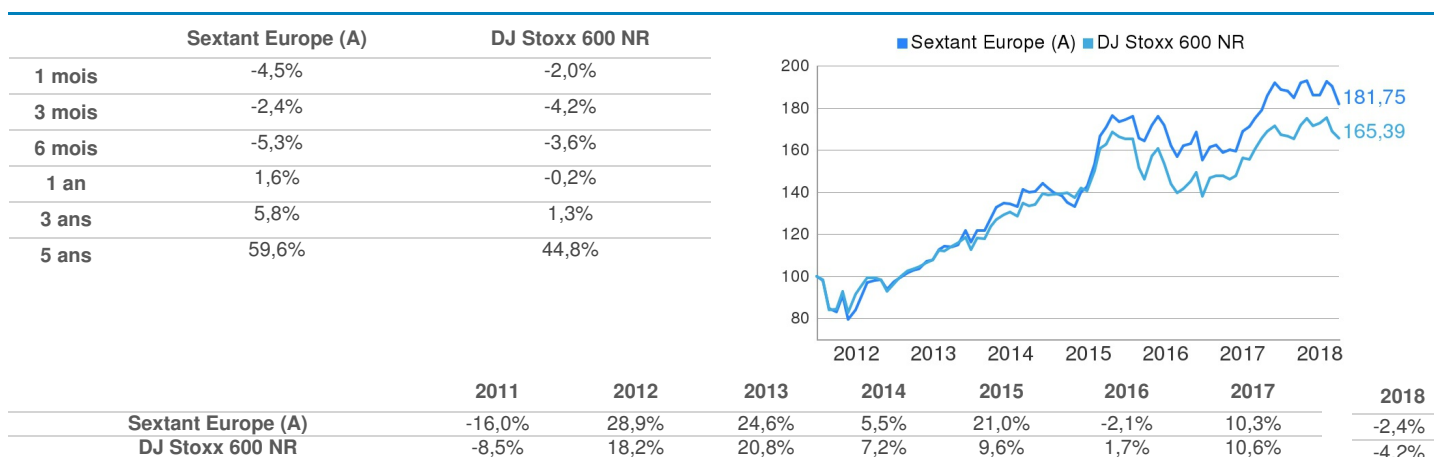
En termes de contributions négatives, les contreperformances les plus notables ont concerné **ShowroomPrivé** (voir plus bas), **Ontex** et **ILIAD**. **Ontex** (-22% ce trimestre) a été affecté par une acquisition mal maîtrisée au Brésil, la hausse des matières premières et un contexte concurrentiel bataillé en Europe. Néanmoins, le fait que la société reste commercialement performante avec une croissance organique de ses ventes de 5.5% en 2017 (7% au T4 2017) et une valorisation peu élevée pour le secteur nous incitent à être patient. **ILIAD** (-16% ce trimestre) a mal réagi à la publication de ses résultats annuels, qui ont montré un net ralentissement de la croissance dans le haut-débit (-0.1% vs c

+4.5% sur les neuf premiers mois de l'année). Nous pensons pour notre part que la société va bénéficier dans les prochaines années de ses investissements dans la fibre et que le titre dispose d'un certain nombre d'options non valorisées par le marché (consolidation en France, entrée en Italie et baisse du taux d'imposition).

En termes de mouvements dans le portefeuille, nous n'avons pas fait de cessions significatives, mais avons plutôt procédé à l'allègement de certaines positions (**Zooplus**, **Dia**, **Sopra**, **Rocket Internet**). En termes d'entrée dans le portefeuille, nous avons renforcé le segment des capitalisations moyennes, où nous trouvons plus de sociétés qui nous paraissent décotées que dans le segment des grandes capitalisations. Les principales entrées en portefeuille ont été les sociétés suivantes :

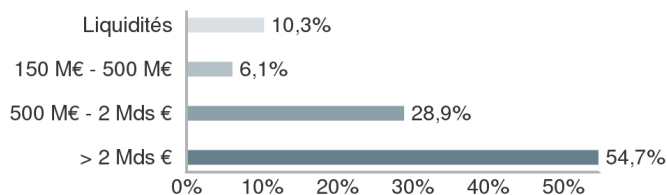
- **Heidelberger Druckmaschinen** (2.7% du fonds) est le leader mondial des machines à imprimer avec une part de marché de 40%. La société a beaucoup souffert depuis le début des années 2000 en raison d'une baisse de la demande de plus de 50% (le titre a pour sa part divisé par dix). La société a mis en place un plan de restructuration drastique dont les effets ont été lents à se matérialiser. Le marché a perdu patience et s'est trop concentré sur l'endettement de la société (4x EBITDA) dont une grande partie est constitué d'engagements de retraites. L'industrie semble se stabiliser autour de trois acteurs et la trajectoire de redressement nous semble bien engagée pour les prochaines années grâce notamment à une réduction significative de la dette.
- **Dignity** (2.1% du fonds) est un des principaux opérateurs de pompes funèbres au Royaume-Uni avec une part de marché de 12%. La société a fait un avertissement sur ses résultats mi-Janvier qui s'est traduit par une baisse du titre de plus de 50%. La société a pris acte qu'elle avait trop augmenté ses prix lors des dix dernières années, et a décidé de repositionner ceux-ci avec une baisse de 25% de son offre à bas prix. Les estimations de résultats ont été abaissées de 50% mais le niveau de génération de cash devrait rester satisfaisant et il faut noter que l'image de la société n'a pas été affectée auprès du grand public.
- **ShowroomPrivé (SRP)** (1.8% du fonds) est le numéro deux des ventes flash à prix discountés sur Internet en France. Le titre a considérablement baissé à la suite de plusieurs avertissements sur les résultats en 2017 liés à des investissements marketing plus élevés qu'attendu, des pertes importantes à l'étranger et à une mauvaise performance commerciale au 4ème trimestre. Carrefour a racheté 17% du capital au groupe Steinhoff en décembre au prix de €13.5 par action et conclu un partenariat stratégique qui pourrait déboucher sur des achats en commun et la mise en place d'un réseau de collecte des achats dans le réseau Carrefour. Le titre SRP cotait entre €7 et €8 fin mars, soit un niveau correspondant à environ 30% de son chiffre d'affaires.

Performances

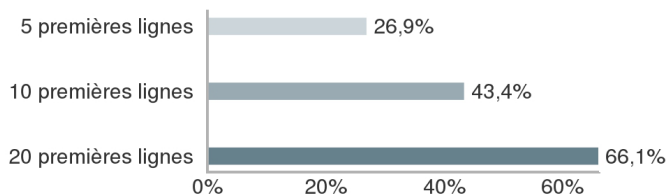




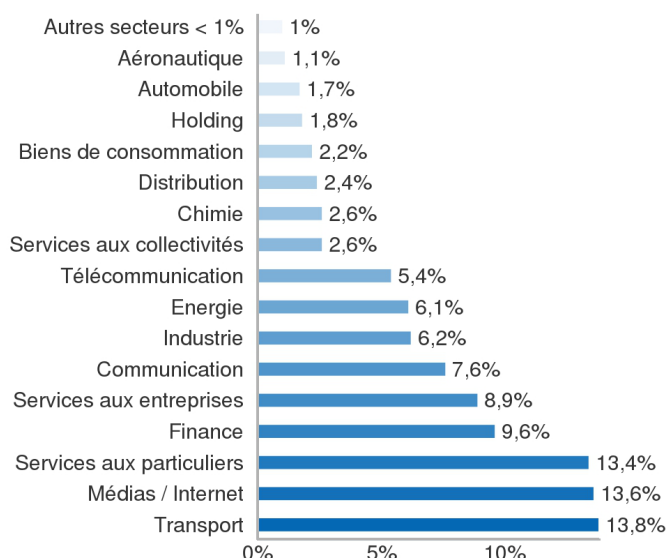
Répartition par taille de capitalisation



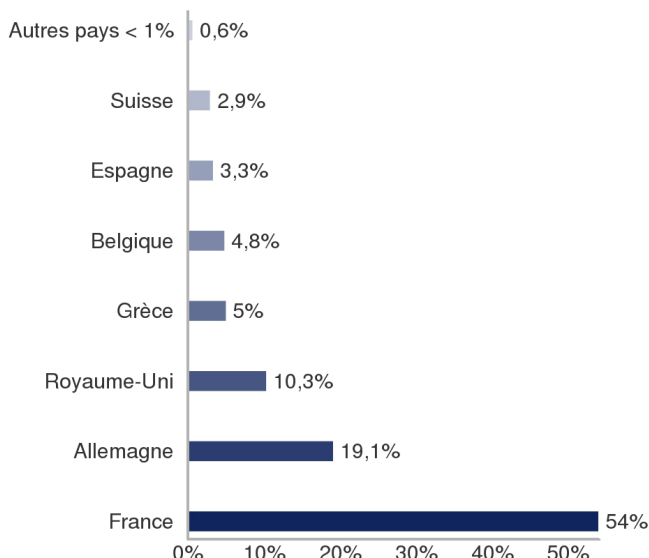
Poids des principales lignes



Répartition sectorielle de l'actif investi



Répartition géographique de l'actif investi



Principaux investissements

| Nom | Secteur | Pays | % de l'actif net | Contrib. à la performance trimestrielle |
|------------|---------------------------|-------------|------------------|---|
| Sixt pref. | Services aux particuliers | Allemagne | 6,6% | 111 bps |
| Easyjet | Transport | Royaume-Uni | 6,3% | 92 bps |
| Bolloré | Transport | France | 5,2% | -24 bps |
| Vivendi | Communication | France | 4,7% | -32 bps |
| Criteo | Médias / Internet | France | 4,1% | -13 bps |

Indicateurs

| | |
|---|--|
| Volatilité 3 ans | Fonds : 13,4% Indicateur de référence : 15,2% |
| Nombre de lignes | 41 |
| Capitalisation moy. des actions | 6 518 M€ |
| Capitalisation médiane des actions | 3 740 M€ |

Principales contributions à la performance

| Nom | Contrib. | Nom | Contrib. |
|--------------------|----------|---------------|----------|
| Sixt pref. | 111 bps | Showroomprivé | -65 bps |
| Easyjet | 92 bps | Ontex | -54 bps |
| Rocket Internet | 78 bps | Iliad | -50 bps |
| Heidelberger Druck | 30 bps | Dia | -43 bps |
| Groupe Crit | 23 bps | Eutelsat | -40 bps |

Principales caractéristiques

| | |
|------------------------------------|--|
| Forme juridique | OPCVM / FCP de droit français |
| Catégorie de part | Part A tous souscripteurs |
| Code ISIN | FR0011050863 |
| Code Bloomberg | AGSEURA FP |
| Classification AMF | OPCVM "Actions des Pays de l'Union Européenne" |
| Indicateur de référence | DJ Stoxx 600 NR |
| VL / Actif net | 181,75 € / 32,26 M€ |
| Périodicité de valorisation | Quotidienne sur les cours de clôture des marchés |
| Profil de risque | 1 2 3 4 5 6 7 |

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.

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.

| | |
|---------------------------------------|---|
| Date de lancement | Fonds : 29/06/2011 Part : 29/06/2011 |
| Durée de placement recommandée | Supérieure à 5 ans |
| Centralisat.-Règlem./Livraison | J à 10 h / J + 2 |
| Dépositaire | CACEIS Bank |
| Agent centralisateur | CACEIS Bank |
| Dominante fiscale | Eligible au PEA |
| Frais d'entrée | 2,00% TTC maximum |
| Frais de sortie | 1,00% TTC maximum |
| Frais de gestion fixes | 2,00% TTC |

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 29/03/2018