



## Les indicateurs du marché obligataire (au 30/09/2022)

### Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
<b>Etats-Unis</b>	4,28%	4,09%	3,83%
Var T3	+1,33	+1,05	+0,82
Var 2022	+3,55	+2,83	+2,32
<b>Allemagne</b>	1,76%	1,96%	2,11%
Var T3	+1,11	+0,90	+0,77
Var 2022	+2,38	+2,42	+2,29
<b>France</b>	1,81%	2,35%	2,72%
Var T3	+1,26	+0,88	+0,80
Var 2022	+2,47	+2,61	+2,52
<b>Italie</b>	2,88%	3,90%	4,52%
Var T3	+1,69	+1,48	+1,26
Var 2022	+2,95	+3,48	+3,35

Chiffres au 30/09/2022

### Évolution des primes de risques



### Performance des indices

Indices Euro*	Var T3	Var 2022
Obligations Euro	-4,61%	-16,25%
Obligation d'État	-5,07%	-16,72%
Obligation d'entreprises	-3,14%	-15,17%
High Yield	-0,28%	-13,64%
Hybrides corporates	-2,60%	-16,24%
Subordonnées financières	-3,37%	-15,87%
Obligations AT1	-4,91%	-20,22%

\*indices iBoxx correspondants au 30/09/2022

Sources : Bloomberg et Auris Gestion

## Contexte de marché

### L'évolution des taux d'intérêt

Les investisseurs n'ont pas manqué d'être optimistes cet été, jugeant les nombreux signes de ralentissement économique suffisants pour atténuer le cycle de resserrement monétaire. Les taux ont ainsi marqué un net repli en juillet. Mais cet espoir n'a été que de courte durée, Jerome Powell sifflant, mi-août, la fin de la récréation à Jackson Hole avec un discours particulièrement agressif. Les banques centrales sont d'accord : une politique monétaire restrictive est nécessaire, même au prix d'une récession. La BCE a ainsi frappé fort en relevant, pour la première fois depuis 2011, ses taux de 50 bps en juillet et 75 bps en septembre. La Fed, quant à elle, reste sur sa lancée avec deux nouvelles hausses de 75 bps sur le trimestre, menant au passage le resserrement monétaire le plus rapide depuis 1994.

Les taux ont donc, de nouveau, monté en flèche avec une volatilité toujours très marquée. A titre d'exemple, les taux 10 ans américain et allemand ont touché un plus bas sur le trimestre de 2,57% et 0,78% pour terminer respectivement à 3,82% et 2,10% fin septembre. Les obligations souveraines ont ainsi fortement souffert, à l'image du 2 ans allemand qui perd 4,34% sur l'année.

Les sources de tension sur les taux ne se limitent pas au resserrement monétaire ce trimestre. Les opérations de la BoJ sur le marché des changes pour soutenir le yen ont fortement pesé sur les taux américains. Puis, s'en est suivie l'annonce d'un plan de relance budgétaire massif au Royaume-Uni qui a fait plonger les marchés et provoqué de très fortes tensions sur les taux britanniques. Le taux 10 ans UK a ainsi progressé de près de 120 bps en à peine quelques jours pour atteindre un pic d'environ 4,50%. La BoE a d'ailleurs dû intervenir en urgence (achats d'emprunts d'Etat) afin de soutenir les fonds de pension (forte hausse des appels de marge). Les taux italiens ont également été chahutés par le nouveau paysage politique qui risque de faire resurgir des tensions avec Bruxelles et de compromettre les aides européennes. Les conditions d'activation du Transmission Protection Instrument (TPI), adopté mi-juillet par la BCE, risquent d'ailleurs de ne plus être respectées (risque politique dans le cas présent).

### Le marché du crédit

Le marché obligataire ne connaît pas de répit. Après une brève embellie en juillet, la tendance baissière est repartie de plus belle. Outre la hausse des taux, la forte aversion au risque a entraîné un écartement massif des spreads qui ont atteint des niveaux historiques. La hausse de la prime de risque est généralisée et ne se limite pas à certains noms. Les niveaux restent d'ailleurs loin des fondamentaux et reviendraient à considérer un taux de défaut cumulé de plus de 10% à 5 ans sur l'Investment Grade et d'environ 40% sur le High Yield !

La faible liquidité, accompagnée de fourchettes de prix larges sur certains titres, et les nombreux flux sortants ont exacerbé le mouvement de baisse. Aucun sous-segment du marché obligataire n'a été épargné avec des performances depuis le début d'année qui oscillent entre -14% et -20%. Étonnamment, en matière de performances, le High Yield se révèle plus résilient que l'Investment Grade, profitant d'un profil de duration plus court et de l'effet de portage qui protège en partie contre les chocs de marché.

Le marché primaire demeure dynamique bien que le coût de refinancement ne cesse de croître (hausse des taux et des primes de risque). En relatif, les volumes émis sont néanmoins inférieurs aux années précédentes avec le plus faible mois de septembre depuis 2015. Les noms Investment Grade restent dans l'ensemble bien accueillis comme en témoignent les carnets d'ordres sursouscrits mais la santé financière devient un facteur de plus en plus discriminant. Le marché High Yield, anémique au cours de l'année, a tenté une réouverture en septembre. Celle-ci n'a pas été couronnée de succès pour tous, certains émetteurs (House Of HR, Inetum) ont dû annuler leur émission faute de demande. D'autres ont réussi à susciter de l'intérêt au prix de primes d'émission conséquentes comme Verisure (75 bps de prime). L'émetteur a ainsi placé 500 millions d'euros à 5 ans avec un généreux coupon de 9,25% alors qu'il n'était que de 3,25% en 2021. L'urgence n'est en tout cas pas au refinancement, il n'y a pas de « mur de la dette » à court terme et les lignes de crédit bancaire offrent une certaine souplesse. Enfin, le segment des dettes hybrides, fermé depuis mi-avril, n'a réouvert que sporadiquement avant de se refermer face à la dégradation des conditions de marché.



## Notre positionnement

### Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Le mouvement sur la classe d'actifs obligataire a été violent mais a permis de retrouver des niveaux de valorisation très intéressants. Si la volatilité devrait rester forte, la notion de portage n'a jamais fait autant sens avec un taux de rendement moyen de plus de 8% sur le High Yield et des rendements de l'ordre de 3 à 5% sur l'Investment Grade.

Ainsi, nous privilégions :

- une exposition à des **maturités courtes** (il conviendra par la suite de considérer un allongement progressif des maturités pour gagner en rendement, une fois le potentiel de hausse des taux plus limité) ;
- un positionnement sur les **dettes subordonnées d'émetteurs Investment Grade** afin de capter la prime de subordination tout en restant exposés à des noms de bonne qualité. Nous gagnons ainsi en rendement sans pour autant abaisser la qualité de crédit des sociétés en portefeuille ;
- une approche toujours **très sélective sur le segment High Yield** et une attention toute particulière au marché primaire qui offre des **primes d'émission non négligeables**.

2022 est une année difficile pour l'obligataire. **Notre positionnement toujours défensif (maturités courtes et couverture taux) ainsi que notre flexibilité sur les expositions (couverture CDS, obligations indexées à l'inflation,...) permettent de largement surperformer le marché et nos comparables.**

## Focus sur verisure

### Verisure

Verisure est le leader européen des alarmes de sécurité avec télésurveillance. Le groupe suédois est détenu par plusieurs fonds de Private Equity avec un actionnaire majoritaire à 60% : Hellman & Friedmann. Verisure affiche une forte croissance du chiffre d'affaires et une bonne diversification géographique (16 pays, principalement en Europe). L'activité est fortement génératrice de trésorerie mais les dépenses d'investissement sont significatives.

### Points forts

- Leader européen dans un secteur assez défensif
- Forte croissance dans un marché porteur (faible taux de pénétration)
- Forte génération de cash et liquidité adéquate

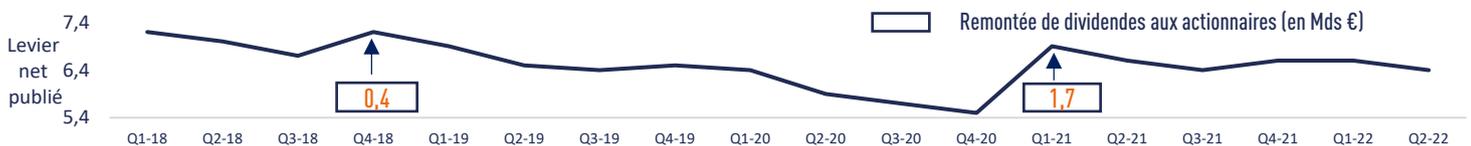
### Points faibles

- Endettement élevé
- Politique de remontée de dividendes agressive
- Dépenses d'investissements significatives

### Actualités

Le groupe connaît une forte croissance, de nouveau confirmée au premier semestre 2022, malgré le contexte macroéconomique plus compliqué (progression de la base de clients de 12,7% sur un an). La génération de cash est toujours élevée (marge d'EBITDA stable à 36,4%), accompagnée cependant de coûts d'acquisition (capitalisés) significatifs (notamment le coût du matériel). A terme, ceux-ci devraient être, en grande partie, couverts par les revenus récurrents (abonnements mensuels) générés par le portefeuille de clients qui ne cesse de croître.

Le niveau d'endettement est élevé avec un levier à 6,4x à fin juin : l'actionnaire principal est assez agressif et procède à des remontées de dividendes environ tous les 2/3 ans. Verisure a cependant su démontrer sa capacité de désendettement par le passé grâce à sa forte génération de cash et sa flexibilité sur la politique d'acquisition des clients (moins agressive si nécessaire).



### Point sur les obligations

Le groupe dispose de plusieurs souches Senior en circulation notées B pour les Secured et CCC+ pour les Unsecured.

Fin septembre, Verisure a placé avec succès une Senior Secured d'échéance 2027 (€500 Millions) et de coupon 9,25% afin de refinancer son obligation 3,5% 2023 (rappelée par anticipation le 30/09/2022 et déjà présente dans nos fonds).

### Obligation détenue dans nos fonds

	Prix (%)	Notation	Rendement	Commentaire
Verisure 9,25% 10/2027 c.10/2024 (émise à 100)	102	B	8,96% à maturité 10,5% au call	Emise au pair (nous avons participé) avec une prime d'émission d'environ 75 bps, bien reçue par le marché.