



## Les indicateurs du marché obligataire (au 31/12/2024)

### Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
<b>Etats-Unis</b>	4,24%	4,38%	4,57%
Var 2024	-0,01	+0,53	+0,69
<b>Allemagne</b>	2,08%	2,15%	2,37%
Var 2024	-0,32	+0,21	+0,34
<b>France</b>	2,27%	2,72%	3,20%
Var 2024	-0,67	+0,46	+0,64
<b>Italie</b>	2,42%	2,87%	3,52%
Var 2024	-0,57	-0,20	-0,18

### Évolution des primes de risques



### Performance des indices

Indices Euro*	Var 2024
High Yield	6,88%
Obligations AT1	13,64%
Hybrides corporates	7,58%
Subordonnées financières	7,53%
Obligations d'entreprises	4,56%
Obligations Euro	2,51%
Obligations d'État	1,76%

\* Indices iBoxx correspondants

Sources : Bloomberg et Auris Gestion. Données au 31/12/2024

## Contexte de marché

### L'évolution des taux d'intérêt

Les taux souverains américains ont grimpé ce trimestre (+79 bps pour le 10 ans) avec notamment un bond de +16 bps le jour des résultats de l'élection présidentielle ! En cause, la résilience de l'économie avec des statistiques qui ne cessent de rassurer (normalisation progressive du marché du travail, ventes au détail dynamiques, ISM des services toujours solide) mais également la victoire de D. Trump. Le programme du républicain, tel qu'annoncé, risque en effet d'entraîner une nette hausse du déficit public et de l'inflation. Si la nomination de Scott Bessent au poste de secrétaire au Trésor, un profil plutôt « modéré », a rassuré les marchés en décembre, on notera tout de même le bras de fer sur les questions budgétaires et les menaces d'augmentation des droits de douane, et ce, dès l'investiture du nouveau président.

En Europe, par sympathie, les taux ont également progressé (+24 bps pour le 10 ans allemand), et ce, malgré une situation économique très différente. Les indicateurs économiques de la zone euro ressortent toujours en demi-teintes avec des disparités marquées. Les PMI de décembre dressent ainsi un tableau mitigé à l'image de l'indice composite qui demeure en territoire de contraction. Surtout, les deux locomotives du Vieux Continent ne rassurent toujours pas : en France, comme en Allemagne, le secteur des services connaît un léger rebond en décembre mais l'industrie reste en crise. De plus le brouillard politique favorise un climat d'incertitude et retarde les décisions d'investissement.

Dans ce contexte, les membres de la BCE sont de plus en plus nombreux à estimer que les risques portent davantage sur la croissance que sur l'inflation. C. Lagarde a ainsi acté deux baisses des taux directeurs de 25 bps au cours du trimestre mais elle s'est bien gardée de s'engager pour la suite. Seule indication donnée : un cadre restrictif n'est plus nécessaire. Du côté de la Fed, la situation se complique avec l'élection de D. Trump. Si la dernière réunion de l'année a bien débouché sur une baisse de 25 bps des taux d'intérêt, le message pour la suite était ainsi plus incertain. Preuve en est, les prévisions d'inflation ont été revues à la hausse et les dot plots prévoient dorénavant 2 baisses en 2025 contre 4 initialement estimées en septembre ! D'après J. Powell, le contexte économique justifie ces ajustements mais il est probable que les risques posés par la future administration Trump y aient également contribué.

### Le marché du crédit

Le marché du crédit s'est de nouveau très bien comporté, et ce, malgré le retour du risque d'une guerre commerciale, des incertitudes sur la croissance en Europe et la hausse des tensions géopolitiques (intensification de la guerre en Ukraine, conflits au Moyen-Orient...). On observe ainsi sur le trimestre des indices iTraxx Main et Xover quasiment stables (performance de respectivement -1 et +2 bps), soutenus d'ailleurs par des résultats d'entreprises globalement satisfaisants et d'importants flux sur la classe d'actifs. A noter, les émetteurs français ont finalement été assez peu impactés par l'instabilité politique que traverse le pays actuellement (motion de censure contre le gouvernement de M. Barnier, nouveau premier ministre, inquiétudes sur le vote d'un budget...). Même les banques, dont certaines ont vu leur notation abaissée à la suite de la dégradation de la note de la France par Moody's, ont finalement assez peu souffert. La tension est plus notable au niveau du spread OAT-Bund qui avoisine désormais les 80 bps ! Soulignons également que le secteur automobile a été sous pression avec notamment plusieurs constructeurs / équipementiers qui ont annoncé des mesures de restructuration (Volkswagen, Valeo...).

Le 4<sup>ème</sup> trimestre s'est avéré très favorable pour le segment obligataire. On retrouve en tête, encore une fois, les Cocos, aussi bien sur le trimestre (+3,3%) que sur l'ensemble de l'année (+13,6%). Le High Yield, quant à lui, profite toujours d'un portage élevé (+1,92% sur le trimestre) et de la résilience des spreads. A noter d'ailleurs, le risque idiosyncratique s'éloigne : la majorité des émetteurs arrivent à se refinancer sans difficultés. Enfin, l'Investment Grade et les obligations souveraines ont été pénalisées par le contexte sur les taux avec des performances sur le trimestre de respectivement +0,80% et -0,16%.

Enfin, le marché primaire a été très dynamique en cette fin d'année. On notera la pluie d'émetteurs High Yield (Iliad, IHO Verwaltungs, United Group...) en octobre et les nombreuses émissions hybrides (Roquette Frères, Iberdrola...) en novembre. La majorité de ces transactions ont reçu un très bon accueil, preuve de l'appétit pour le risque de la part des investisseurs. Côté Investment Grade, les métriques des opérations restent solides : carnets d'ordres sursouscrits et primes d'émission réduites.



## Notre positionnement

### Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Ce dernier trimestre est resté très favorable pour la classe d'actifs obligataire qui affiche de très bonnes performances en 2024, et ce, notamment pour les actifs les plus risqués (Hybrides, Coco, High Yield...). En parallèle, les taux de rendement restent historiquement attractifs avec en moyenne 5,7% sur le High Yield et 3,5% sur l'Investment Grade. Dans ce contexte, nous privilégions :

- une exposition aux **points de courbe intermédiaires** au vu du cycle d'assouplissement monétaire en Europe et de la prime de terme ;
- un positionnement davantage marqué sur les **dettes subordonnées d'émetteurs Investment Grade** afin de capter la prime de subordination tout en restant exposé à des noms de bonne qualité. Plus spécifiquement sur les Cocos, nous préférons celles émises par les « champions nationaux » qui offrent un couple rendement/risque très attractif ; nous restons confiants sur les Cocos françaises jugeant les fondamentaux solides ;
- une approche **sélective mais aussi opportuniste sur le segment High Yield**. Les spreads de crédit se sont fortement resserrés mais le portage reste intéressant, le risque de refinancement s'éloigne et le marché primaire peut offrir de belles primes d'émission.

Notre gamme s'est, de nouveau, bien comportée. Notre sélection prudente sur les actifs risqués nous a permis de capter le portage attractif tout en évitant certains dossiers compliqués. Enfin, notre gestion dynamique des futures de taux nous a permis d'ajuster au mieux la duration, que nous avons d'ailleurs relevée en fin de trimestre jugeant le potentiel de baisse intéressant.

## Focus sur **fressnapf**

### Fressnapf

Fressnapf est un leader de la distribution d'articles pour animaux en Europe, proposant une offre variée d'aliments (75% des revenus) et de produits non alimentaires (accessoires, produits de santé, services), principalement destinés au segment haut de gamme du marché. Fressnapf propose ses propres marques, mais aussi d'autres marques renommées. Le groupe a récemment racheté Arcaplanet et est désormais présent dans 13 pays à travers l'Europe avec notamment des parts de marché significatives en France, Allemagne et Italie. Fressnapf est une entreprise familiale : son fondateur, Torsten Toeller, et sa famille détiennent une participation majoritaire de 84,3 %, tandis que le fonds de Private Equity, Cinven, détient les 15,7 % restants.

### Actualités

Les récents résultats de Fressnapf sont rassurants : le chiffre d'affaires a augmenté de 9,9 % en moyenne entre 2022 et les 12 derniers mois (à fin juin), atteignant ainsi 2 831 M€. La croissance a été soutenue par une augmentation du nombre de magasins, passé de 1 785 à 2 045 fin juin 2024, ainsi que par une hausse des ventes. La marge sur EBITDA est satisfaisante (7.9% sur les 12 derniers mois à fin juin 2024) et devrait croître, portée par la rationalisation des coûts, le développement du e-commerce et l'expansion du programme de fidélité « Friends ». La force de la marque repose, en effet, sur la fidélité des clients : à fin juin 2024, Fressnapf dénombrait ainsi 9,1 millions de clients connus. A noter, le secteur des produits pour animaux a fait preuve de résilience en période de ralentissement économique et devrait continuer à se développer grâce à des tendances telles que l'augmentation des taux d'adoption. Historiquement, Fressnapf a développé son réseau de magasins grâce à une combinaison de croissance organique et d'acquisitions opportunistes. D'ailleurs, le récent rachat d'Arcaplanet, leader en Italie (559 magasins), va permettre de nombreuses synergies mais son financement a entraîné une nette hausse de l'endettement. Le management a néanmoins indiqué se concentrer sur une réduction du levier (objectif de 2x à moyen terme) et une politique financière prudente : aucun versement de dividendes pendant au moins 4 ans et discipline sur le M&A.

### Point sur les obligations

Fressnapf a placé son emprunt obligataire inaugural de 800 M€ destiné à financer l'acquisition de Arcaplanet. L'obligation, notée BB-/Ba3, a été bien accueillie par le marché ; l'émetteur a offert une prime d'émission significative aux investisseurs.

### Obligation détenue dans nos fonds

	Prix (%)	Notation	Rendement
Fressnapf Holding 5,25% 10/2031	103,21 (émise à 100)	BB-	4,74% à maturité

### Points forts

- Secteur en croissance et résilient en phase de ralentissement économique
- Position de leader sur le marché européen, renforcée par l'acquisition d'Arcaplanet
- Programme de fidélité efficace
- Management expérimenté
- Plan stratégique ambitieux qui devrait soutenir marges et revenus

### Points faibles

- Risques d'exécution sur l'intégration d'Arcaplanet
- Récente hausse de l'endettement mais attention du management sur le retour d'un levier proche de 2x
- Concurrence intense de la part des acteurs en ligne notamment