

LE MARCHÉ DU *HIGH YIELD*

QUESTIONS À ÉTIENNE GORGEON – RESPONSABLE DE LA GESTION OBLIGATAIRE

Quelles sont les raisons de la dégradation rapide du marché du Haut Rendement ces dernières semaines ?

Etienne Gorgeon : Les raisons ne viennent ni des fondamentaux, ni de la macroéconomie, ni de la prime de risque, ni d'un risque systémique quelconque. Le risque géopolitique a pu contribuer à la marge à un manque d'appétit pour cette classe d'actif.

Nous avons observé, dans cet environnement de rendement bas, des investisseurs non spécialistes de la classe d'actif y allouer des sommes de plus en plus importantes et être subitement refroidis par quelques événements de marché. Il y a eu tout d'abord la fraude qui a conduit au démantèlement de la banque Espirito Santo fin juillet, puis le défaut brutal de Phone4U fin août, qui ont coup sur coup engendré une défiance du marché et mis en difficulté certains gérants de portefeuille contraints de vendre leurs positions *high yield* à l'heure de rendre des comptes au regard de leurs sous-performances (ces noms étant hors de leur benchmark).

Aux Etats-Unis, même si les raisons sont différentes, nous assistons à un mouvement similaire.

La faible liquidité des marchés de crédit constitue un facteur aggravant. En effet, les ventes occasionnées par les sorties des investisseurs conduisent à faire baisser les valeurs liquidatives des fonds et à engendrer mécaniquement de nouvelles sorties.

Sommes-nous à la fin du cycle favorable à cette classe d'actif ?

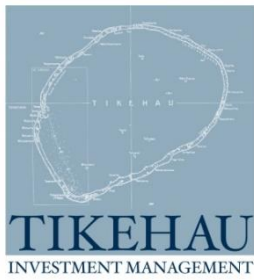
Etienne Gorgeon : Il nous semble que non, dans la mesure où :

- Les fondamentaux sont décents, malgré des perspectives de croissance inférieure à 1% en Europe pour l'année 2014. Les émetteurs *high yield* européens ont publié dans l'ensemble, des résultats plutôt corrects au second trimestre même si nous observons des disparités selon les secteurs.
- Les valorisations ne sont pas excessives : la prime de risque (bien que loin de ses plus bas historiques) est au-dessous de sa moyenne de long terme. Elle compense selon nous largement le risque de défaut. Les *spreads* sont désormais plus larges aujourd'hui qu'en début d'année.
- Les sources de rendement sur le marché obligataire sont rares : en relatif sur l'échelle des rendements, seul un investissement sur un emprunt d'état grec 5 ans ou encore portugais 10 ans ou sur le marché du *high yield*, permet de dégager un rendement à c.3% en Europe (*figure 1*).

Figure 1 : ÉCHELLE DES RENDEMENTS (15/09/2014)

Notation	Description	Rendement
BB	Société Générale 6,75%	6,5%
BB+	Crédit Agricole 8,2% (subordonnée ancienne génération)	2,4%
B-	Atalian	5,2%
BB-	Rexel SA	1,3%
BBB	Saint Gobain 5 ans	0,9%
AA+	OAT 5 ans	0,4%

Sources : Bloomberg - Septembre 2014



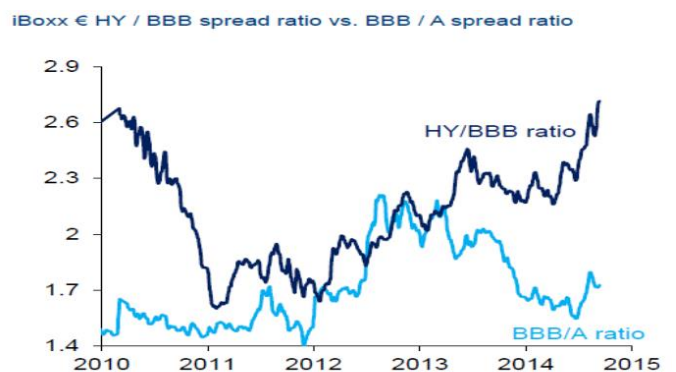
LE MARCHÉ DU *HIGH YIELD*

QUESTIONS À ÉTIENNE GORGEON – RESPONSABLE DE LA GESTION OBLIGATAIRE

Sommes-nous à la fin du cycle favorable à cette classe d'actif ? suite

De plus, la politique monétaire accommodante mise en place ces derniers mois par la Banque Centrale Européenne a entraîné la compression des taux actuariels jusqu'à la catégorie des émetteurs notés BB-. Les émetteurs BB et mieux notés (*Investment Grade*) n'ont jamais offert des taux actuariels si faibles, ce qui a pour conséquence de rendre la prime de risque des émetteurs B attractive en relatif aux autres catégories (*figure 2*).

Figure 2 : COMPARAISON DES INDICES CRÉDIT

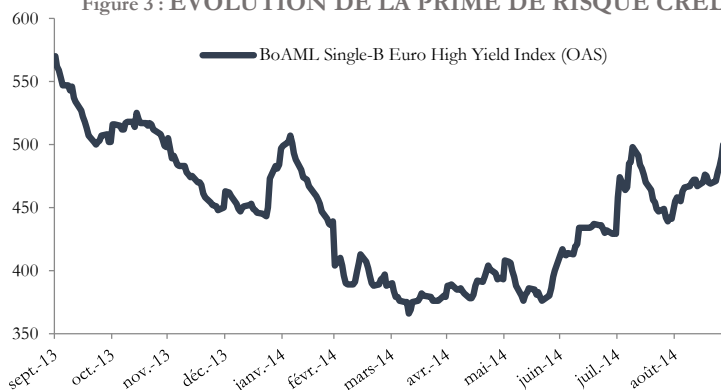


Sources : Citi Research, Markit - Septembre 2014

Quelles sont les perspectives ?

Etienne Gorgeon : À très court terme, l'évolution du marché restera dépendante des flux sortants. L'illiquidité du marché a rarement été aussi élevée sur les 12-18 derniers mois. Nous n'avons probablement pas encore atteint un point d'équilibre, même si la prime de risque s'est en partie reconstituée.

Figure 3 : ÉVOLUTION DE LA PRIME DE RISQUE CRÉDIT B



Sources : BoA ML – Indice Euro High Yield Single-B- Septembre 2014

En effet, en Europe comme aux Etats-Unis, cette prime de risque est désormais revenue sur ses niveaux d'octobre 2013. Si nous raisonnons en taux actuariel (*Yield to Worst*), les niveaux les plus bas atteints en Europe et aux Etats-Unis étaient respectivement de 3,5% et 4,8%; ils sont désormais de 4,2% et 6,3% au 29 septembre 2014 * (*figure 3*).

Nous estimons que dans un environnement de rendements bas, les investisseurs n'ont plus beaucoup d'alternatives et devraient peu à peu se repositionner sur cette classe d'actif qui reste fondamentalement stable et contribuer à son rebond

* Sources : Bloomberg - Il convient de noter que le marché du Haut Rendement en Europe est de qualité moyenne BB lorsqu'aux US il est B, le différentiel de taux entre les deux zones sur la période 5 ans est de l'ordre de 1,5%, ces deux facteurs expliquent la différence de rendement des deux zones.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni une proposition ou une incitation à l'investissement ou l'arbitrage. Les données contenues dans cette présentation ne sont ni contractuelles ni certifiées par le commissaire aux comptes. La responsabilité de Tikehau Investment Management ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Le prospectus de référence doit obligatoirement être proposé aux souscripteurs préalablement à la souscription, remis à la souscription et mis à la disposition du public sur simple demande.

TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT

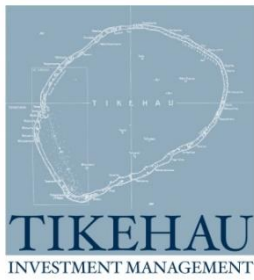
32 rue de Monceau – 75008 Paris

Tél. : +33 1 53 59 05 00 – Fax : +33 1 53 59 05 20

491 909 446 RCS Paris – Numéro d'agrément

AMF GP 07000006

Courtier en assurance inscrit au registre ORIAS 09 051 177



LE MARCHÉ DU *HIGH YIELD*

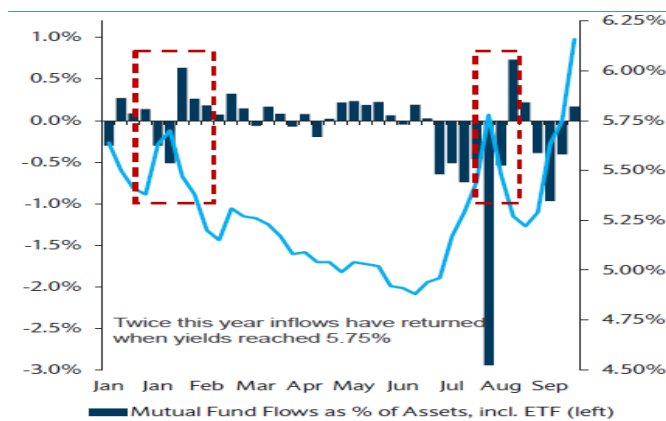
QUESTIONS À ÉTIENNE GORGEON – RESPONSABLE DE LA GESTION OBLIGATAIRE

Quelles sont les perspectives ? suite

Etienne Gorgeon : Nous regardons également l'indicateur américain *Lipper* (publication hebdomadaire) et qui indique les flux nets dans les fonds de crédit Haut Rendement américain (*HY Mutual Fund Flows*).

Nous avons observé qu'à chaque fois que le taux actuariel repasse au-dessus de 5,75%, les investisseurs reviennent sur la classe d'actif. Il est aujourd'hui à 6,3%.

Figure 4 : RENDEMENT ET FLUX NETS DANS LES FONDS CRÉDIT HAUT RENDEMENT US



Sources : *Lipper mutual fund flows database - Septembre 2014*

Qu'en est-il du fonds Tikehau Credit Plus (TC+) ?

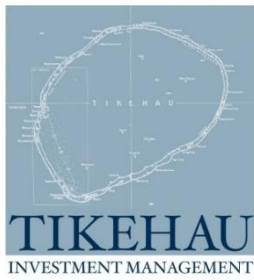
Etienne Gorgeon : Dès les mois d'avril-mai, nous avons la conviction que l'action de la Banque Centrale Européenne allait contribuer à écraser toutes les primes de risque et notamment celles qui demeureraient encore élevées comme sur le segment du Haut Rendement noté B ainsi que les CoCos. Nous avons de ce fait un beta historiquement assez élevé (1,2) vis-à-vis du marché du haut rendement.

Hors depuis le début de l'année le segment du BB a surperformé le segment du B, en partie avec l'effet baisse des taux, et ce mouvement s'est amplifié sur les dernières semaines où le segment du B a récemment subi de fortes décotes.

Nous continuons de penser que ce positionnement dans un environnement de taux bas a un potentiel important. Les résultats du second trimestre des émetteurs que nous avons en portefeuille ont apporté très peu de surprise, réconfortant notre sélection de titre.

Le beta du portefeuille est de 1,1, (avec 15bps de NAV de protection optionnelle).

Le niveau de liquidités du portefeuille est de 17% ce qui nous permettra de saisir des opportunités.



LE MARCHÉ DU *HIGH YIELD*

QUESTIONS À ÉTIENNE GORGEON – RESPONSABLE DE LA GESTION OBLIGATAIRE

Qu'en est-il du fonds Tikehau Credit Plus (TC+) ? suite

Voici quelques titres ci-dessous dont nous aimons les fondamentaux et qui ont été sévèrement malmenés depuis le début du mois de septembre :

Isolux € 6.625% Senior Unsecured 2021. Prix : 96,5/97,5 Rendements : YtW 7,2% et YtNC 9,1% (Avril 2017). Rating : B

Isolux Corsán est un groupe espagnol présent dans 40 pays dans les domaines des concessions, énergie, construction et services industriels. Les derniers résultats ont été bons selon notre analyse avec une croissance de l'EBITDA de 38% et un carnet de commandes en augmentation de plus de 10%. Le levier s'est légèrement détérioré et atteint désormais 3,2x, principalement dû à un effet saisonnier. Les anticipations pour les prochains trimestres sont à la hausse. Pourtant l'obligation a perdu près de 5 points sur 1 mois.

Ovako € 6.5% Senior Secured 2019. Prix : 97/98 Rendements : YtW 7,1% et YtNC 9,9% (Juin 2016). Rating : B

Ovako est un important producteur européen d'acier d'ingénierie à forte valeur ajoutée, lui permettant d'obtenir un pouvoir de négociation supérieur aux autres aciéristes plus traditionnels. Les derniers résultats ont été corrects selon notre analyse avec un chiffre d'affaires en légère baisse et une forte augmentation de l'EBITDA (+47%) grâce à un *mix-produit* favorable. Le levier est resté stable par rapport au niveau de l'émission, à 3,5x. Nous estimons que dans un environnement macroéconomique qui ne se détériore pas en Europe, la performance opérationnelle d'Ovako devrait rester solide à moyen terme.

CASA 6.5% Perp/Call 2021. Prix : 101/102 Rendement : YtC 6,4%. Rating : BB

Crédit Agricole a publié ces derniers résultats début août, et ont montré selon notre analyse une performance opérationnelle plus que satisfaisante, les provisions continuent de décroître, le ratio de solvabilité *Core Tier1* s'améliore de 90 bps, à 12,3%. Le coussin de sécurité de l'*AT1* continue donc de croître, à 5,3% (soit € 15,8mds), et pourtant l'obligation a perdu 5 points.

Sources : Bloomberg au 30/09/2014

YtW : yield to worst / YtNC : yield to next call / YtC : yield to call

Call : date de remboursement par anticipation

PERFORMANCES TC+ (A) AU 29/09/2014

En résumé, nous pensons que nous traversons actuellement une période difficile dans une tendance qui reste fondamentalement favorable au crédit.

Dans un environnement de taux de défauts et de rendement bas, nous estimons donc que cette « respiration du marché » est source d'opportunités pour Tikehau Credit Plus.

YtD 2014	+ 2,7%
2013	+ 10,4%
2012	+ 16,9%
2011	- 2,8%
2010	+ 12,9%

Sources : Tikehau IM au 29/09/2014 –

Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les principaux risques : risque de perte en capital, risque de crédit, risque de taux, risque lié à l'investissement dans les titres spéculatifs haut rendement

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni une proposition ou une incitation à l'investissement ou l'arbitrage. Les données contenues dans cette présentation ne sont ni contractuelles ni certifiées par le commissaire aux comptes. La responsabilité de Tikehau Investment Management ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Le prospectus de référence doit obligatoirement être proposé aux souscripteurs préalablement à la souscription, remis à la souscription et mis à la disposition du public sur simple demande.

TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT

32 rue de Monceau – 75008 Paris

Tél. : +33 1 53 59 05 00 – Fax : +33 1 53 59 05 20

491 909 446 RCS Paris – Numéro d'agrément

AMF GP 07000006

Courtier en assurance inscrit au registre ORIAS 09 051 177