

Corporate Credit Monthly Update

Novembre 2020

Les pays de la zone euro ont montré des signes de ralentissement au niveau de la reprise économique. En outre, la résurgence des cas de coronavirus a conduit à un renforcement des mesures de confinement, ce qui pourrait entraver les perspectives de la région. Le taux à 10 ans allemand est ainsi fortement reparti à la baisse. Il s'établit fin octobre à -0,63% alors qu'il était de -0,40% à la rentrée de septembre. Les primes de risque des émetteurs privés de notation investissement et celles des émetteurs périphériques sont néanmoins restées stables. D'une part, la majorité des émetteurs a déjà sécurisé l'essentiel de ses besoins de financement pour 2020 ; d'autre part, les différents programmes d'achats d'actifs des banques centrales constituent des facteurs de rappel puissants en cas d'écartement des spreads. La Banque Centrale Européenne se tient par ailleurs prête à renforcer sa politique monétaire accommodante en cas de besoin. Le rendement de l'indice corporate européen s'établit à la fin du mois à 3,78%.

Aux Etats-Unis, le pays reste sous haute tension, plus divisé que jamais par l'élection présidentielle, et ce malgré la victoire de Joe Biden. La fin de la longue course à la Maison Blanche est apparue acharnée, dans un contexte de pandémie et d'émeutes qui a secoué plusieurs villes américaines. Après avoir ravivé les espoirs en intensifiant les discussions sur la relance budgétaire, le gouvernement américain n'a pas réussi à trouver un accord sur un nouvel ensemble de mesures pour aider l'économie. Il ne fait aucun doute que de nouvelles mesures de relance arriveront, mais l'agitation post-électorale pourrait détourner l'attention des décideurs politiques pendant un certain temps. Le rendement de référence américain à 10 ans a augmenté, atteignant 0,87% en fin de mois, ce qui représente une hausse de 19 points de base. Il s'agit de la plus forte progression depuis septembre 2018. Dans le même temps, les taux à court terme sont restés inchangés. Le marché obligataire américain semble avoir attendu l'aboutissement de la présidentielle.

Le mois d'octobre a été relativement calme pour les primes de crédit. La tendance à la hausse des rendements obligataires à long terme et l'accentuation de la courbe des taux suggèrent que les investisseurs en obligations ont commencé à intégrer la possibilité d'améliorations économiques à venir. Les obligations d'entreprises ont fait preuve de résilience. En particulier, les obligations à haut rendement ont eu des performances positives. Le rendement de l'indice corporate américain ressort à 4,99%.

Sur les marchés émergents, la Chine est en tête de la reprise mondiale, avec de nombreux indicateurs d'activité économique déjà supérieurs aux niveaux pré-Covid. Les secteurs de l'industrie et des services ont tous deux fortement rebondi, soutenus par le succès apparent du pays dans la lutte contre le virus. Les émetteurs chinois dominent le marché obligataire en dollars et ces émissions obligataires, ainsi que celles des entreprises du reste de l'Asie, ont considérablement contribué à attirer des capitaux sur les marchés émergents. Les flux ont plus que doublé, pour atteindre 17,9 milliards de dollars en octobre, contre 7,5 milliards le mois précédent, grâce à l'amélioration des perspectives économiques et à la vigueur du secteur technologique. La dette a représenté la majorité des entrées avec environ 11,7 milliards de dollars, alors que les émissions se succèdent. Le flux de capitaux a toutefois ralenti vers la fin du mois, les marchés devenant plus volatils. Le résultat des élections américaines et les nouvelles contraintes sanitaires européennes en raison d'une augmentation du nombre de cas de Covid-19 ont rendu les investisseurs plus nerveux. Dans ce contexte, le rendement de l'indice corporate émergent s'établit à 7,34%.

Date de rédaction : 12/11/2020

Entreprises en vue

Recordati

Recordati, entreprise italienne qui fabrique et commercialise des produits pharmaceutiques pour les soins spécialisés et primaires, a publié des résultats corrects pour 9M20. Alors que le chiffre d'affaires a légèrement diminué de 0,6% en glissement annuel, soit une hausse organique de 1,1%, à 1,1 milliard d'euros, l'EBITDA a augmenté de 7,1%, à 439 millions d'euros. Lors de la conférence sur les résultats, le management a rappelé la bonne résilience de l'entreprise malgré les difficultés liées au Covid-19, qui a entraîné une baisse globale de la consommation et un impact négatif sur les opérations de change. L'amélioration de l'EBITDA s'est traduite également par une marge plus élevée à 40,1% (contre 37,2% pour 9M19). L'endettement net est ainsi passé de 1,6x sur le 1^{er} semestre 2020 à 1,5x au moment de la publication. La société a réitéré ses prévisions pour l'exercice 2020, ce qui est bon signe.

Nielsen

Nielsen a annoncé qu'Advent International rachètera Nielsen Global Connect pour 2,7 milliards de dollars. Le produit net pourrait atteindre 2 milliards de dollars et permettra de réduire la dette, d'après le management de Nielsen. La transaction devrait se conclure au cours du 1^{er} trimestre 2021. Nielsen a également publié de solides résultats pour le 3^e trimestre 2020, avec un chiffre d'affaires de 1,6 milliard de dollars et un EBITDA ajusté de 501 millions. La société a terminé le trimestre avec un effet de levier total net de 4,3x. Pro forma de la transaction, la société vise un objectif de 4,0x d'ici la fin de l'année.

Ulker Biskuvi

Basée en Turquie, Ulker Biskuvi est une entreprise de confiserie avec une position de leader dans les biscuits, le chocolat et les gâteaux. La société a récemment émis une obligation senior non garantie de 650 millions de dollars pour compléter le refinancement de sa structure de capital. En plus de ses parts de marché de leader sur son marché domestique dans chacune de ses catégories de produits (biscuits 43,3%, chocolat 41,3% et gâteaux 22,2%), Ulker bénéficie également d'une position solide en Arabie Saoudite et en Égypte. Au cours de l'exercice 2019, Ulker a enregistré un chiffre d'affaires net de 7,8 milliards de livres turques et un EBITDA ajusté de 1,29 milliard. S&P prévoit qu'Ulker maintiendra probablement un ratio dette ajustée (brute) sur EBITDA de 4,0x-5,0x, une couverture des intérêts par l'EBITDA d'au moins 3x et un FOCF positif pour les 12-18 prochains mois. Il faut cependant souligner le fait qu'Ulker bénéficie de positions de trésorerie élevées, ce qui implique un effet de levier net plus proche de la fourchette 1,0-2,0x.

Émissions primaires significatives du mois

EUR

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Adevinta	3.00%	2027	€400M	Ba3
Aston Martin	10.50%	2025	\$1.85Bn	CCC

US

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Gray Television	4.75%	2030	\$800M	B+
MGM resorts	4.75%	2028	\$750M	BB-

EM

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Fortune Star	5.95%	2025	\$400M	BB
Ulker Biskuvi	6.95%	2025	\$650M	B+

Publications de notation

Émission	Notateur	Évolution	Note
Bertelsmann	S&P	▼	BBB
Dufry	S&P	▼	B+
Hapag-Lloyd	Moody's	↗	Ba3
Lyondellbasell	S&P	▼	BBB-
Merlin	Moody's	▼	B3
Oi European Group	Moody's	↗	B1
Renault	Fitch	▼	BB

Date de rédaction : 12/11/2020

Evènements macro-économiques

Zone Euro : à fin octobre, l'annonce d'une augmentation record de 12,7% du PIB pour le 3e trimestre par rapport au trimestre précédent a été éclipsée par les perspectives incertaines liées à la pandémie. Ce rebond a dépassé les attentes des économistes, mais a tout de même laissé la production à un niveau inférieur de 4,3% à celui de l'année précédente.

BCE : la BCE a laissé ses taux inchangés, et si la dynamique de l'économie de la zone euro se détériorait plus rapidement que prévu, Christine Lagarde a déclaré que la banque centrale n'hésiterait pas agir. Elle a laissé entendre qu'un soutien supplémentaire pourrait être apporté à l'économie dès décembre.

Allemagne : les conditions d'exploitation du secteur privé en Allemagne se sont améliorées à un rythme légèrement plus faible en octobre, l'indice PMI étant passé de 54,7 en septembre à 54,5. L'indice est resté au-dessus du seuil neutre de 50 qui sépare l'expansion de la contraction des conditions commerciales.

France : la banque centrale a annoncé qu'elle prévoyait une baisse de l'activité économique de 9 à 10% cette année, une baisse plus importante que prévu en raison du nouveau confinement.

États-Unis : la reprise économique s'est poursuivie à un rythme soutenu au cours des dernières semaines du mois d'octobre. Le marché du travail, en particulier, s'est considérablement amélioré. Le nombre de personnes recevant des allocations de chômage a atteint 8,4 millions, après un pic à 25 millions en mai.

Chine : l'économie devrait croître à son rythme le plus faible depuis plus de quatre décennies, alors même qu'elle se remet progressivement de la chute provoquée par le Covid-19 au début de l'année. Cependant la production pourrait rebondir fortement en 2021. La deuxième économie mondiale devrait connaître une croissance de 2,1% en 2020, ce qui ferait de la Chine la seule grande économie en croissance en 2020.

Brésil : la banque centrale a maintenu son taux d'intérêt directeur au niveau historiquement bas de 2% pour la 2e fois consécutive, en attendant de voir l'évolution de la reprise économique naissante. L'inflation est passée à 3,9% en octobre, au-dessus des 3,1% de septembre. Le chiffre d'octobre a marqué le taux d'inflation le plus élevé depuis le mois de février 2020.

Turquie : la confiance des entreprises est passée de 105,3 en septembre à 108,1 en octobre. Le résultat d'octobre est le meilleur résultat depuis mai 2018. L'indice demeure au-dessus du seuil de 100, séparant l'optimisme du pessimisme des entreprises. En ce qui concerne les prix, les anticipations d'inflation pour les 12 prochains mois sont passées à 13,6% en octobre contre 13,0% en septembre, sous l'influence de la dépréciation continue de la lire.

Indices de marché (à fin octobre)		Performance		Duration	Rendement
		MTD*	YTD*	DTW*	YTW*
Haut Rendement					
HE00	Haut Rendement Europe	0.25%	-2.31%	3.91	4.13%
J0A0	Haut Rendement Etats-Unis	0.47%	0.24%	3.81	5.70%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	0.38%	-2.81%	3.86	3.78%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	0.44%	0.92%	3.89	4.99%
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents Hors Financières	0.30%	1.11%	3.41	7.34%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	0.78%	1.46%	5.29	0.41%
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	-0.17%	6.43%	8.12	2.08%
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	0.21%	4.47%	5.79	2.29%
Obligations d'Etat					
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	0.78%	3.28%		-0.63%
G402	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-1.30%	9.96%		0.87%

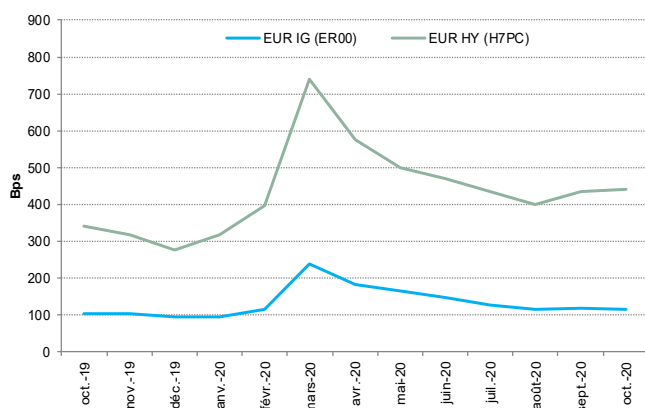
Inflation (à fin octobre)						
Inflation attendue		Octobre	Septembre	Août	6M	12M
EURO INF	Prévision d'inflation pour l'année 2020 en Europe	0.30%	0.40%	0.40%	0.50%	1.20%
US INF	Prévision d'inflation pour l'année 2020 aux Etats-Unis	1.20%	1.10%	1.00%	1.00%	1.80%
Inflation réalisée		Octobre	Septembre	Août	6M	12M
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	-0.30%	-0.30%	-0.20%	0.30%	0.70%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		1.40%	1.30%	0.30%	1.80%

*MTD = Month-to-date, YTD = Year-to-date, DTW = Duration-to-worst, YTW = Yield-to-worst

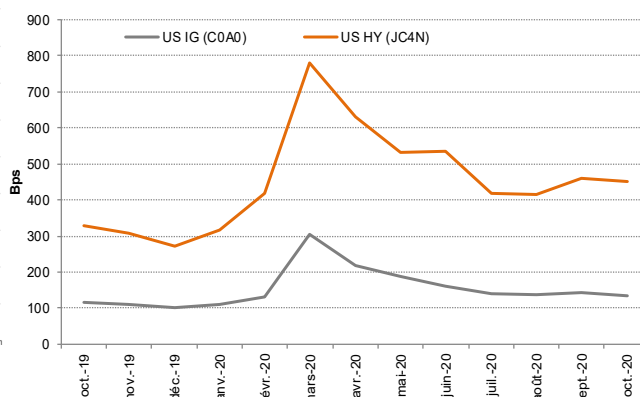
Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 12/11/2020

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads		Octobre	Septembre	Août	12 mois
Europe					
ER00	Investment Grade Europe	115	117	114	103
HE00	Haut Rendement Europe	486	477	450	378
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	444	439	406	348
ER30	Titres notés A Europe	96	96	92	85
ER40	Titres notés BBB Europe	141	146	142	126
HE10	Titres notés BB Europe	366	363	330	256
HE20	Titres notés B Europe	644	618	582	549
Etats-Unis					
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	128	139	131	115
J0A0	Haut Rendement Etats-Unis	529	542	503	427
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	458	467	419	346
C0A3	Titres notés A Etats-Unis	94	103	95	88
C0A4	Titres notés BBB Etats-Unis	164	178	170	147
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	388	400	355	255
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	574	578	532	458
Pays Emergents					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	182	193	187	158
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	702	709	672	528
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	137	145	139	122
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	235	250	242	206
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	452	473	461	340
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	914	884	789	607

Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 12/11/2020

Anaxis Asset Management

Anaxis est le spécialiste de la gestion crédit robuste pour les investisseurs convaincus des mérites de la gestion fondamentale basée sur la connaissance approfondie des sociétés. Depuis plus de dix ans, Anaxis se concentre sur la gestion crédit et a développé une expertise et des méthodes d'une fiabilité reconnue par ses clients.

Anaxis Asset Management

9 rue Scribe
75009 Paris

+33 (0)9 73 87 13 20
info@anaxiscapital.com

www.anaxiscapital.com

