

Deux points d'attention cette semaine sur le crédit : l'Ukraine et le marché primaire

Alors que commence la saison des publications, les marchés de crédit poursuivent leur route, quasi rectiligne, tant les liquidités sont abondantes et la recherche de rendement au cœur des préoccupations.

Cette semaine, nous noterons deux points d'attention, l'un géopolitique et périphérique que nous aborderons brièvement, l'autre concernant le marché primaire, très actif actuellement et recelant des risques parfois élevés.

1- Pour le premier point nous parlerons de la situation en Ukraine et du retour de tensions proches de celles qu'on avait pu connaître en 2014, lors de la crise de Crimée et de l'entame de la guerre du Donbass. Pour rappel, entre 2010 et 2014, les relations entre l'Ukraine et la Russie étaient plutôt bonnes, le président ukrainien de l'époque étant plutôt considéré comme pro-russe. Ainsi se signaient dans la période un traité de 25 ans confortant le bail de la flotte russe à Sebastopol, en Crimée, et une baisse de 30% du prix du gaz russe en faveur de l'Ukraine. Début 2014, à la suite d'une dégradation des relations avec l'Europe (l'Ukraine refusant de signer un accord avec l'Europe du fait des pressions russes), de négociations défavorables à l'Ukraine et de manifestations violentes, le Président en place fuit en Russie. La Crimée et Sebastopol, ukrainiens depuis 1954 mais à large majorité russophone, proches de la Russie, organisent en mars 2014 un référendum à la suite duquel les deux territoires déclarent faire sécession et rejoindre la Fédération de Russie. L'Ukraine ne reconnaît pas cette opération qui contribue à installer des mouvements d'insurrection armée autour de la proclamation de deux républiques non reconnues par la communauté internationale dans la région du Donbass. Cette crise avait déclenché les embargos financiers encore en cours vis-à-vis de la Russie, qui interdisent d'investir dans les entreprises ayant ou pouvant avoir un rôle dans l'approvisionnement ou le financement militaire.

Si, depuis 2015, les tensions s'étaient fortement adoucies, la Crimée n'en reste pas moins un territoire revendiqué par les deux belligérants. Or nous avons noté ces dernières semaines un amassement majeur de troupes russes aux frontières de l'Ukraine, plus important qu'en 2014, avant le déclenchement de l'insurrection militaire. Il est probable que la Russie entame ce type de mouvement autant pour tester les gouvernements américains et européens que pour réellement asseoir son emprise à long terme sur le territoire. Le pays étant encore fragile, toute crise peut mettre à bas l'économie - la crise de 2014 avait d'ailleurs nécessité aides du FMI et négociations de dettes. Peu de corporates domiciliés dans le pays sont présents sur le marché obligataires et ils sont en général assez internationaux en termes d'activités, moins sensibles donc aux crises que leur propre souverain.

Cependant, un regain de tension comparable à 2014 pourrait provoquer accès de volatilité et illiquidité totale sur les émetteurs ukrainiens ou régionaux. Nous suivons chez Octo AM deux émetteurs : Kernel, dans le secteur des huiles et protéagineux, et Metinvest dans le secteur de l'acier. Concernant le premier, aucun de ses bassins de production ne se trouve sur les zones à risque et ses exportations en Europe et en Asie pour 90% de sa production lui permettront probablement d'éviter d'être touché significativement. Nous différencions les deux obligations de l'émetteur.

- La souche janvier 2022 : de maturité 9 mois et déjà refinancée, cette souche ne représente que très peu de risque, que ce soit de défaut ou de volatilité. Elle peut être conservée.
- la souche 2027 : émise en 2020 et offrant actuellement environ 4.5% de rendement en euro (dollar couvert), nous considérons que le rapport rendement/risque a basculé en territoire défavorable, non pour le risque final mais pour la volatilité qui pourrait survenir dans les mois à venir. Pour le moment, la souche a perdu environ 5 points sur ses plus hauts mais reste au dessus de son prix d'émission et on se souviendra des niveaux atteints par les corporates de la région en 2014, y compris russes. Nous préférons sortir du dossier pour y revenir une fois les tensions apaisées ou le risque géopolitique mieux rémunéré.

Pour le second, nous noterons que ses gisements sont très présents dans la zone de tension et que ses liens avec la Russie sont étroits. En 2014, pénalisés également, il est vrai, par un prix de l'acier en baisse, les obligations Metinvest en circulation avaient plongé autour de 40% du nominal suite à la crise de Crimée. Si l'acteur est majeur, sa situation financière correcte et sa position pro russe plutôt favorable économiquement dans une telle crise, sa situation géopolitique n'est pas forcément du bon côté pour les investisseurs en Euro de l'obligation 2025 et nous préférons éviter l'émetteur dont le rendement actuel est, comme Kernel, limité à 5% en Euro pour une maturité 2025. Aujourd'hui à 102% du nominal, rappelons qu'il y a à peine un an, certes pour d'autres raisons, les mêmes obligations traitaient autour de 65%...

2- Concernant le marché primaire, dont nous avons déjà parlé, nous mentionnerons cette semaine quelques primaires qui montrent bien la vision post-crise déjà bien établie des investisseurs. Mentionnons tout d'abord Dufry, qui parvenait cette semaine à emprunter à 3,375% de rendement alors même qu'elle ne réalise aucun chiffre d'affaires depuis plusieurs mois et ne fait que consommer du cash pour continuer d'exister, environ 70M€ par mois. Ainsi grâce aux largesses des investisseurs obligataires qui ont prêté plus de 800M€, l'entreprise a-t-elle pu se garantir des liquidités abondantes et supprimer toutes ses échéances d'ici 2024, date à laquelle elle devra s'efforcer de réaliser des cash flows positifs pour tenter de rembourser. Notons ici que les banques de l'entreprise, toujours plus prudentes que la moyenne et assez opportunistes, ont profité de l'émission obligataire pour se faire rembourser leurs prêts dès à présent... Nous considérons aujourd'hui qu'un tel émetteur à un tel taux de rendement ne rémunère absolument pas le risque, tant l'inconnue sur la reprise du trafic aérien est forte et l'élastique de la liquidité tiré pour compenser un déficit de solvabilité... Dans la même veine, nous noterons également Nexity, moins touchée opérationnellement mais dont l'obligation convertible, placée avec un coupon proche de zéro et une prime sur l'action autour de 45%, ne reflète absolument pas le risque d'un promoteur immobilier alors même que les activités sont actuellement fortement réduites et l'incertitude sur certains pans du secteur encore prégnante. Nous noterons également Rakuten, dont l'émission obligataire pourrait se placer sur un plan comparable aux SPAC, les fameux véhicules 'cartes blanches' qu'on voit actuellement fleurir en bourse. Rakuten émettait cette

semaine une obligation hybride à 4.25% de rendement, soit un taux élevé au regard de la plupart des émissions hybrides, évoluant plutôt entre 1.5 et 3 % actuellement. A regarder les chiffres passés et actuels, on ne peut comprendre un tel rendement : un endettement net négatif, des revenus stables, cash flows massifs... Alors vient le moment où l'on ne comprend même plus l'intérêt d'une émission hybride, plus chère qu'une senior et souvent vouée à améliorer les ratios bilanciers d'une entreprise. Et c'est en lisant les actualités et notes d'agences que l'on saisit que l'entreprise bascule progressivement davantage vers un modèle à la Softbank que vers Amazon ou autre entreprise classique : investissements massifs multi-secteurs, capex lourdes, pans entiers d'activités très déficitaires, remplacement de l'activité historiques par des plus-values sur participations,... Déjà, les agences prévoient, elles, des abaissements de notations à venir et c'est finalement à un fonds de private equity que l'on fait un chèque en blanc, subordonné qui plus est ! Nous éviterons donc aussi cet émetteur, comme nous évitons Softbank depuis plusieurs années, tant son modèle est devenu opaque et tant le risque obligataire s'est-il transformé en risque d'actionnaire d'un fonds de private equity.

En conclusion, plusieurs exclusions et quelques cessions donc cette semaine des portefeuilles Octo, car investir sur les opportunités obligataires Value, c'est avant tout exclure l'essentiel des primes et des décotes du marché, la plupart du temps justifiées et donc n'offrant pas d'espérance de complément de performance à long terme.

Matthieu Bailly, Octo Asset Management

73, boulevard Haussmann, 75008 Paris

Téléphone : +33 1 87 24 01 34



www.octo-am.com

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Il ne constitue ni un élément contractuel, ni un conseil en investissement, ni une offre pour acheter ou vendre quelques placements spécifiques. Du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document sont partielles. Elles peuvent être subjectives et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Toutes ces données ont été établies de bonne foi sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par le commissaire aux comptes. Les personnes qui viendraient à se trouver en possession de ce présent document sont invitées à la demande d'Octo Asset Management à se renseigner et à respecter toutes les lois et règlements applicables relatifs à la possession ou à la distribution de tels supports d'information.