

SEXTANT BOND PICKING



SEXTANT BOND PICKING est un fonds d'obligations internationales dont la philosophie de gestion est de type "value / fondamentale" :

- nous nous concentrons sur la gestion du risque de crédit (rémunération versus coût du risque)
- l'analyse-crédit des émetteurs est réalisée en interne sans se reposer sur les ratings des agences de notation
- nous évitons au maximum les paris macro-économiques sur les taux (en privilégiant des sensibilités faibles ou modérées) et les devises (en couvrant l'essentiel du risque de change)
- nous ne nous imposons pas de contraintes dans l'univers d'investissement afin de pouvoir nous positionner sur les segments les moins efficaces du marché : émissions non notées, convertibles en-dehors de la monnaie, émissions dans des devises non-domestiques pour l'émetteur, papiers et/ou industries complexes...

Le fonds peut également investir à titre accessoire en actions (10% maximum), principalement des arbitrages sur opérations de marchés ou sur des sociétés dont le dividende est élevé.

Situation du marché

La situation de tension des marchés obligataires décrite dans le dernier rapport trimestriel perdure : outre des taux sans risque pour la plupart négatifs, les marges de crédit qui viennent rémunérer les risques liés aux emprunteurs sont en moyenne peu attractives.

Il nous semble marquant que les marchés ne semblent même pas s'émouvoir des risques géopolitiques. Par exemple, l'indice KOSPI de la bourse de Séoul traite à ses plus hauts niveaux historiques alors que la possibilité d'un conflit régional n'est pas de l'ordre de la fiction. Autre illustration symptomatique d'un marché devenu complaisant vis-à-vis du risque : les souches hybrides d'un émetteur suisse qui a annoncé la suspension du paiement de ses coupons traitent avec moins de 5% de décote sur le pair !

Plus proche de nos écrans, les difficultés politiques entre la communauté autonome de Catalogne et le gouvernement espagnol ne semblent pas inquiéter les investisseurs dans la dette émise par la région espagnole. Au pire de la crise, les investisseurs n'ont exigé qu'à peine plus de 5% pour prêter des fonds à la région à taux fixe jusqu'en 2035. La défiance sur les émetteurs espagnols lors de cet épisode a toutefois été mise à profit par le fonds qui a ainsi pu renforcer sa position sur l'obligation émise par **Colombia Telecom**. Rachetée sur un rendement de 5,5% en USD, la société filiale de **Telefonica** a souffert de la nationalité de sa maison-mère alors que sa trajectoire opérationnelle est totalement immune des risques régionalistes catalans.

Structure du portefeuille

Dans ce contexte où le rapport entre les rendements et les risques de taux et de spreads présente une asymétrie historiquement défavorable, nous sommes restés disciplinés en maintenant d'une part, un rapport rendement-risque de taux exigeant sur la partie investie du portefeuille et d'autre part, un volant important de liquidités.

Le rendement brut après déduction du coût des couvertures de change de la partie investie du portefeuille ressort à 4,5%. A titre de comparaison, le "rendement au pire" de l'indice BofA Merrill Lunch Euro High Yield Index (indice que le fonds ne reproduit absolument pas) ressort à seulement 2,2%. En face, la sensibilité, c'est-à-dire le risque de taux demeure raisonnable à 2,2. Cela signifie que toutes choses égales par ailleurs, 6 mois de rendement permettrait de compenser l'impact négatif sur la valeur du portefeuille d'une remontée de 1% des taux d'intérêts.

La difficulté aiguë à renouveler les idées d'investissement répondant à ce niveau d'exigence explique une position de trésorerie qui ressort à 43% de l'actif

du fonds. Il en découle pour l'ensemble du fonds un rendement brut de 2,6% pour une sensibilité taux de 1,3.

La sensibilité du fonds aux marchés actions (delta) demeure par ailleurs modeste (4,7%), la plupart de nos convertibles étant très en-dehors de la monnaie et plus du tiers du portefeuille actions étant constitué d'arbitrages sur OPA.

On notera enfin que les obligations libellées en devises étrangères représentent plus de la moitié du portefeuille investi mais que le risque de change est intégralement couvert : nous essayons de profiter des zones où les marges de crédit sont moins tendues qu'en zone euro.

Principales transactions

Au cours du trimestre, nous avons terminé notre programme d'allègement des papiers subordonnés les plus susceptibles de corriger en cas de retournement de marché. Nous avons ainsi vendu les hybrides **Raiffeisen Bank International** et **Standard Chartered**, la première sur un rendement au call 2019 inférieur à 2% pour une banque active en Europe de l'est et en Russie, la seconde sur un rendement converti en euros de 4% pour un papier 2037 avec un risque de taux non négligeable. Nous avons également allégé notre exposition aux TSDI **Casino-Guichard Perrachon** dont le rendement s'est normalisé.

Nous avons été remboursés par **Santander Holding USA** (à regret, suite à l'exercice du call par l'émetteur) et **Tizir**.

En face nos investissements se sont limités au renforcement de nos positions existantes en **Usiminas**, **Petrofac** et **Coltel** et à deux nouvelles lignes :

- **Brait SE**, une holding sud-africaine dont le spread de crédit souffre des déboires de son investissement dans les magasins de vêtements New Look mais dont nous pensons que la valeur des autres actifs est à minima deux fois supérieure à la dette nette :
- **NY Reit**, une foncière new-yorkaise qui a entamé un processus de liquidation volontaire et vient compléter notre poche accessoire d'arbitrage action.

Perspectives

Le portefeuille de Sextant Bond Picking nous paraît positionné de manière prudente de par sa faible sensibilité-taux et sa position de trésorerie. Cette dernière sera alimentée naturellement par les remboursements (**Demire Real Estate** et **Punch Tavern** ayant par exemple annoncé le rappel prochain de leurs papiers). Nous anticipons un maintien de cette position d'attente autour de 40%, et ce tant qu'un événement ne viendra pas normaliser au moins quelques segments du marché obligataire.

Les amorces de détente des marchés de crédit évoquées dans les précédents rapports de gestion ne se sont pour l'instant pas du tout concrétisées et ce malgré le grand nombre d'émissions primaires High Yield intervenues depuis septembre. L'explication la plus évidente est liée aux flux, avec le cumul de l'intervention massive de la BCE qui a acheté plus de 116 milliards d'euros d'obligations d'entreprise et d'un solde primaire/remboursements toujours négatif.

Malgré la difficulté psychologique de patienter dans un tel contexte, l'expérience nous enseigne que l'éloignement entre les prix de marché et les valorisations fondamentales ne se poursuit jamais indéfiniment. Nous poursuivons sans relâche la recherche de nouvelles opportunités sans abaisser notre niveau d'exigence rendement/risque. Le cash constituera tôt ou tard autant de "munitions" à déployer.

Performances

Le fonds a été créé le 30 mars 2017 avec une valeur liquidative de 100 €.

La réglementation ne nous permet pas d'afficher la performance au cours de la première année d'existence du fonds.

Au 29/09/2017, la valeur liquidative est de 101,03€.



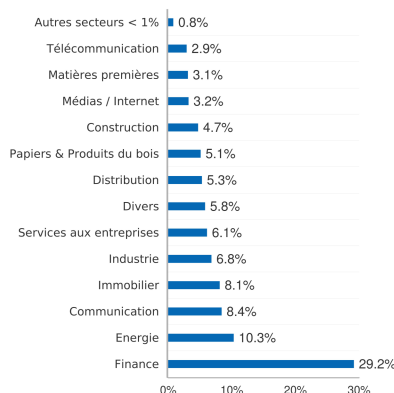
Répartition par durée résiduelle de l'actif investi

Maturité	< 1 an	1 à 3 ans	3 à 5 ans	5 à 7 ans	7 à 10 ans	> 10 ans	perpétuelle	actions stratégie rendement
Base 100%	30,8%	30,0%	28,1%	0,0%	0,0%	0,0%	6,1%	5,0%

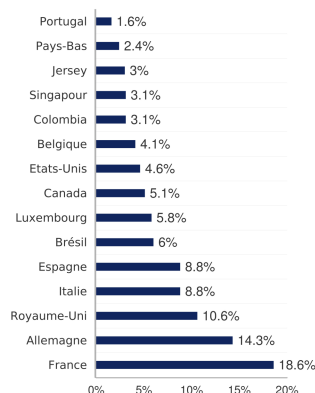
Allocation

Obligations	52,3%
dont souveraine	0,0%
dont corporate	35,4%
dont financières	8,1%
dont convertibles	8,8%
Actions	4,7%
dont stratégie risk-arb	1,8%
dont stratégie rendement	2,9%
Cash & Assimilés	43,0%

Répartition sectorielle*



Répartition géographique*



Principaux investissements

Emission	Devise	Secteur	Pays	% Actif Net
HSS Financing 6.75% GBP 08-2019	GBP	Services aux entreprises	Royaume-Uni	3,5%
IVO Fixed Income EUR-I Cap	EUR	Divers	Luxembourg	3,3%
SoLocal Float 03/15/22	EUR	Communication	France	3,0%
Tembec 9% USD 12/15/19	USD	Papiers & Produits du bois	Canada	2,9%
Unicredit LT2 5.5% SGD 07-2023 call 07-2018	SGD	Finance	Italie	2,9%

Indicateurs

	Part Obligatoire	Total Fonds	Exposition aux devises brute / nette	25,3% / -0,1%
Rendement brut	5,0%	2,9%	Nombre de lignes / Encours moyen	40 / 487 M€
Rendement après coût couverture de change	4,3%	2,6%	Valeur liquidative / Actif net	101,03 € / 44,78 M€
Spread (points de base)	461	268	Profil de risque	1 2 3 4 5 6 7
Durée résiduelle (années)	2,7	1,4	Echelle allant de 1 (risque le plus faible) à 7 (risque le plus élevé) ; le risque 1 ne signifie pas un investissement sans risque. Cet indicateur pourra évoluer dans le temps.	
Sensibilité taux	2,4	1,3		
Sensibilité actions (delta)	3,8%	4,8%		

Principales caractéristiques

Forme juridique	OPCVM / FCP de droit français	Date de lancement	Fonds : 30/03/2017 Part : 30/03/2017
Catégorie de part	Part A tous souscripteurs	Durée de placement recommandée	Supérieure à 3 ans
Code ISIN	FR0013202132	Dominante fiscale	--
Code Bloomberg	AGDBPKA FP Equity	Frais d'entrée	1,0% TTC maximum
Classification AMF	FCP « Obligations et autres titres de créance internationaux »	Frais de sortie	0,0% TTC maximum
Indicateur de référence	Euro Constant Maturity Treasury (CMT) cash 3Y + 100 bp	Frais de gestion fixes	1,25% TTC
Périodicité de valorisation	Quotidienne sur les cours de clôture	Commission de performance	15% TTC de la performance du FCP au-delà de son indicateur de référence majoré de 300 bp.
Centralisation - Règlement / Livraison	J-1 à 10 h J+2		
Dépositaire	CACEIS BANK		
Agent centralisateur	CACEIS BANK		

Source: Amiral Gestion at 29/09/2017

Glossaire

L'intégralité du glossaire est disponible dans le reporting mensuel de votre fonds, sur le site internet www.amiralgestion.com.

* de l'actif investi

Avertissement

Ce document, à caractère commercial, a pour but de présenter de manière simplifiée les caractéristiques du fonds. Pour plus d'informations, vous pouvez vous référer au document d'information clé pour l'investisseur et au prospectus, documents légaux faisant foi disponibles sur le site internet de la société de gestion ou sur simple demande auprès de la société de gestion. Les performances présentées ne constituent pas une indication fiable des performances futures.

Amiral Gestion - 103 rue de Grenelle - 75007 Paris - T. +33 (0)1 47 20 78 18 - F. +33 (0)1 40 74 35 64 - www.amiralgestion.com

Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le numéro GP-04000038 / Société de courtage en assurances immatriculée auprès de l'ORIAS sous le numéro 12065490 / Société par actions simplifiée au capital de 629 983 euros - RCS Paris 445 224 090 - TVA : FR 33 445 224 090