

SEXTANT BOND PICKING



SEXTANT BOND PICKING est un fonds d'obligations internationales qui a la possibilité d'investir sur l'ensemble des segments du marché obligataire : obligations d'Etat / Corporate / Financières, Investment Grade / Haut rendement, Seniors / Subordonnées, Convertibles...

Le risque de change non-couvert représente au maximum 20% de l'actif net et le fonds peut investir à titre accessoire (10% maximum) en actions, principalement dans des situations de risk-arbitrage ou dans des actions à dividende élevé.

Pourquoi créer un fonds obligataire aujourd'hui ?

Impactés par les interventions massives des banques centrales, les marchés obligataires occidentaux sont aujourd'hui marqués par (i) des taux sans risque historiquement bas et (ii) une rémunération du risque (spreads de crédit) historiquement basse aussi. Formulés autrement, les obligations n'ont donc jamais été aussi "chères" rendant la classe d'actifs, considérée en général, peu attrayante.

Ceci exposé, de nombreux capitaux doivent se placer sans être exposés aux risques des marchés actions. Forts de l'expérience obligataire accumulée au sein de Sextant Grand Large et de nos portefeuilles de gestion privée, il nous paraît pertinent d'offrir une solution d'investissement mettant en oeuvre la spécificité d'Amiral Gestion, basée sur une approche discriminée et flexible des marchés obligataires, le "Bond Picking".

La philosophie d'investissement

Nous pensons que l'approche "value / fondamentale" est adaptée et profitable sur d'autres classes d'actifs que les actions et entendons gérer SEXTANT BOND PICKING avec ce même "ADN" :

- accorder plus d'importance aux fondamentaux des sociétés qu'aux marchés en raisonnant comme un prêteur : notre risque de crédit est-il convenable et est-il correctement rémunéré ?
- sélectionner les titres en nous basant sur notre propre travail d'analyse et pas sur les ratings des agences de notation ;
- ne pas contraindre notre univers d'investissement et privilégier les segments les moins efficaces : émissions non notées, papiers et/ou industries complexes, convertibles hors la monnaie...
- éviter les paris macro-économiques sur les taux en nous focalisant sur des sensibilités basses ou modérées, abaisser la sensibilité aux taux du portefeuille si besoin.

Il nous apparaît, par expérience, possible de délivrer de la performance sur les obligations en faisant du crédit fondamental le cœur de l'investissement par opposition au timing et au risque de taux.

Notre stratégie au démarrage du fonds

Compte-tenu de la situation actuelle inédite des taux et des spreads, nous visons un portefeuille au démarrage du fonds :

- concentré sur des "situations spéciales" où le risque est bien rémunéré (>5% en moyenne) et la sensibilité raisonnable (<3) ;
- investi à hauteur de 60-65% de sorte à générer à l'échelle du fonds un rendement >3.5% et une sensibilité particulièrement faible (<2) ;
- et en conservant 35-40% de cash qui constitueront autant de "munitions" à déployer dans les mois qui viennent au fur et à mesure des nouvelles opportunités et au gré des phases de marché.

Le portefeuille au 31 mars 2017

Lancé le 30 mars 2017, l'actif net du fonds ressort à 29.2 M€. Les objectifs initiaux sont respectés tant en termes de taux d'investissement (60.4%), de rendement (6.1% sur la partie investie et 3.7% sur le fonds) que de sensibilité (2.9 sur la partie investie et 1.8 sur le fonds).

On relèvera également une taille moyenne des souches investies plus réduite que la moyenne des marchés obligataires et une sensibilité action (Delta) très faible des convertibles présentes dans le portefeuille.

Quelques exemples de valeurs en portefeuille

Parmi les principales lignes présentes dans le portefeuille, on peut considérer comme illustratives de notre approche :

- ROCKET INTERNET 2022, une société en situation de cash net mais peu lisible par les investisseurs obligataires classiques (secteur où les sociétés sont rarement endettées, pas d'Ebitda ni de Free Cash Flow), une couverture de la dette par la trésorerie disponible ainsi que par les actifs de la société très protectrice ;
- une émission UNICREDIT Lower-Tier-2 call 2018 en dollars de Singapour dont le différentiel de rendement avec les souches équivalentes en euros est supérieur de plusieurs points au coût de la couverture contre le risque de change ;
- la nouvelle obligation SOLOCAL issue de la restructuration de l'émetteur dont les ratios d'endettement et les clauses de la dette sont désormais protecteurs pour les porteurs associés à un rendement supérieur à 7% ;
- l'obligation PUNCH TAVERN financée par titrisation un portefeuille de pubs opérés au Royaume-Uni, Heineken est en train de finaliser le rachat de ces pubs et de leur dette associée, le rappel de ces obligations semble donc hautement probable, le coût d'endettement de HEINEKEN étant très grandement inférieur aux rendements des obligations Punch Taverns ;
- SACYR est un constructeur concessionnaire espagnol ayant souffert de la crise et opérant dans un secteur en Espagne marqué par la faillite de plusieurs compatriotes ; la valorisation de ses actifs ainsi que sa trajectoire opérationnelle en font un cas particulier qui nous semble présenter un rendement attractif sur un risque maîtrisé,
- SGL CARBON est une société opérant sur des marchés difficiles à anticiper, hautement endettée et ne produisant pas de FCF ; leur prochaine échéance à 8 mois, dans laquelle nous avons investi est en revanche couverte par le produit de cessions d'actifs et une augmentation de capital souscrite en majorité par leur partenaire BMW.

Perspectives

Nous ne formons pas de vue arrêtée sur les taux d'intérêt sans risques qui semblent devoir connaître une tendance haussière mais qui pourraient tout à fait rester bas pendant encore de nombreuses années (cf situation au Japon).

En revanche, les spreads obéissent historiquement à des cycles plus courts. Bien que ceux-ci demeurent depuis des mois au plus bas dans la zone Euro, nous percevons une amorce de détente (USD, papiers longs, certaines hybrides, OAT à 10 ans...) qui nous encourage à patienter avec notre trésorerie tout en étant relativement optimistes sur la possibilité de la déployer dans le courant de l'année.



Caractéristiques du portefeuille

	avec risk-arb. actions		sans risk-arb. actions	
	excl. cash	incl. cash	excl. cash	incl. cash
Investi	60,40%		58,90%	
Cash & divers	39,60%		41,10%	
Rendement	6,70%	4,10%	6,30%	3,70%
Rdt. net de couverture de change	6,10%	3,70%	5,70%	3,30%
Spread	603	365	561	331
Durée	2,2	1,3	2,2	1,3
Duration	2,7	1,6	2,8	1,6
Sensibilité	2,9	1,8	3	1,7
Prix-Mid	98,2		98,4	
Coupon	5,80%	3,50%	5,90%	3,50%
Encours (M)	466		331	
Emprise	0,33%		0,34%	
Liquidity Score	2,2		2,2	
Spread / Sensi	2,1		1,9	
Yield net / Sensi	2,1		1,9	
Z-spread au worse hors risk-arb			340,9	206
OAS au worse hors risk-arb			252,4	152,5
Prime des convertibles			36,10%	
Delta des convertibles			5,10%	
Delta du portefeuille			0,80%	0,50%

Répartition sectorielle

Secteur	excl. cash	incl. cash
Aerospace/Defense	1,10%	0,70%
Banks	22,80%	14,50%
Building Materials	2,20%	1,40%
Chemicals	2,60%	1,70%
Distribution/Wholesale	1,50%	1,00%
Engineering&Construction	6,50%	4,20%
Food	7,90%	5,00%
Forest Products & Paper	4,10%	2,60%
Insurance	7,40%	4,70%
Internet	7,20%	4,60%
Investment Companies	0,50%	0,30%
Iron/Steel	0,60%	0,40%
Mining	4,30%	2,70%
Oil&Gas	4,50%	2,90%
Packaging & Containers	1,10%	0,70%
Pharmaceuticals	2,70%	1,70%
Private Equity	4,00%	2,50%
Real Estate	4,40%	2,80%
Retail	3,10%	2,00%
Telecommunications	4,50%	2,80%
NA	7,00%	4,40%

Répartition géographique

Pays	excl. cash	incl. cash
Austria	2,4%	1,4%
Belgium	5,0%	3,0%
Brazil	9,4%	5,6%
Britain	4,1%	2,4%
Canada	3,7%	2,2%
France	18,8%	11,2%
Germany	10,2%	6,1%
Greece	0,6%	0,3%
Italy	10,8%	6,5%
Netherlands	7,7%	4,6%
Norway	5,8%	3,5%
Spain	8,7%	5,2%
United States	6,4%	3,8%
NA	7,00%	4,40%

Exposition devises

Devises	excl. cash	incl. cash
EUR	65,70%	83,00%
USD	25,40%	16,20%
SGD	5,90%	3,70%
GBP	3,10%	2,00%

Les données indiquées dans ce rapport de gestion sont fonction pour chaque titre de l'hypothèse de date de remboursement retenue par les gérants : à maturité, au prochain *call*, au prochain *put*, à une autre date de *call* ou à l'occasion d'un *tender*. L'hypothèse ne correspond donc pas toujours au *worst*, c'est-à-dire au scénario offrant le rendement le plus faible. Cette hypothèse est déterminée en fonction du coupon, des taux d'intérêt du marché, des *calls*, *puts* et *step-ups* éventuels, de la liquidité et des conditions de refinancement de l'émetteur, de sa politique de gestion du passif (économique ou réputationnelle) ou encore du traitement prudentiel ou par les agences de notation de la souche. L'hypothèse retenue est susceptible de s'avérer fautive, en particulier pour les hypothèses de *tender*. Le Rendement, la Durée, la Duration, la Sensibilité et le Spread sont calculés en fonction de cette hypothèse. **Une hypothèse fautive peut donc avoir pour conséquences de surestimer le Rendement et/ou de sous-estimer la Duration et la Sensibilité.**

Le Spread est calculé sur la base du différentiel entre le Rendement et :

- le taux Swap de la devise du titre sur un nombre d'année égal à la Durée du titre (arrondi à l'unité inférieure ou supérieure la plus proche) pour les Durées résiduelles supérieures à 6 mois,
- le taux monétaire à 3 mois de la devise du titre pour les durées résiduelles inférieures à 6 mois.

Le calcul ne prend pas en compte la valeur des options de conversion en actions.

Le Rendement net de couverture de change est un rendement théorique approximé en comparant :

- le différentiel du taux Swap entre l'euro et la devise du titre sur un nombre d'année égal à la Durée du titre (arrondi à l'unité inférieure ou supérieure la plus proche) pour les Durées résiduelles supérieures à 6 mois,
- le différentiel entre le taux monétaire à 3 mois en Euros et dans la devise du titre pour les Durées résiduelles inférieures à 6 mois.

Le calcul ne prend pas en compte les coûts liés à la mise en œuvre effective d'une couverture (marge de la banque).

Sources : Données Amiral Gestion au 31/03/2017

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 passées ne préjugent en rien des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.