

## Promotions en vue : les étoiles montantes du marché obligataire

A l'usage des investisseurs professionnels

**Chris Bullock, co-gérant du Henderson Horizon Euro High Yield Bond Fund et du Henderson Horizon Global High Yield Bond Fund analyse le rôle joué par les 'étoiles montantes' et les 'anges déchus' dans les fonds en terme de rendement.**

### Etoiles montantes : une source de bénéfices

Les 'étoiles montantes' sont des obligations à haut rendement dont le statut a été revu à la hausse (de 'sub-investment grade' à 'investment grade') par les agences de notation telles que Moody's, Standard & Poor's et Fitch. Bien identifier ces obligations permet de générer des revenus solides car :

- Ces réévaluations témoignent de l'amélioration des fondamentaux au niveau de la société, ce qui rassure les investisseurs quant à la capacité de la société à remplir ses obligations envers les détenteurs d'obligations.

- Le statut 'Investment grade' permet d'accroître le nombre d'investisseurs potentiels car ceux qui ne pouvaient pas détenir des investissements 'sub-investment grade' peuvent désormais investir sur ces obligations.

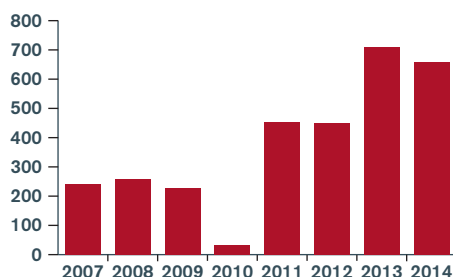
Ceci conduit donc à un accroissement de la demande pour les obligations de sociétés dont la notation a été revue à la hausse, ce qui entraîne généralement une hausse du cours des obligations.

Nous présentons ci-après certains des éléments que nous recherchons dans les sociétés susceptibles d'être des étoiles montantes :

### Reprise cyclique

Bon nombre de sociétés cycliques ont eu du mal à conserver leur statut 'investment grade' au cours de la période de récession qui a fait suite à la crise financière. Le fait de pouvoir identifier les sociétés exposées à l'amélioration des conditions économiques peut permettre de réaliser des bénéfices, en particulier lorsque la société est également impliquée dans des activités d'auto-assistance. Notre position sur GKN, le groupe d'ingénierie, a généré de bons résultats. Le statut de la société a été rétrogradé à 'haut rendement' en 2009 avant de passer à 'investment grade' vers la fin de l'année 2014, la société ayant réduit sa dette nette, généré d'importants flux de trésorerie et finalisé avec succès l'acquisition de Volvo Aero. L'acquisition de Volvo en 2012 a aidé la société à diversifier ses flux de revenus en lui permettant d'engranger des bénéfices sur le secteur de l'aéronautique en plus de son exposition au secteur automobile en pleine reprise.

#### GKN: Flux de trésorerie nets liés aux activités d'exploitation (en millions de Livres sterling)



Source: Datastream, rapports annuels de GKN, chiffres en fin d'année.

### Une meilleure gestion financière

Les sociétés ont profité des faibles taux d'intérêt pour réduire leurs coûts de financement. Ce fut le cas de Schaeffler, le groupe d'équipements industriels et automobiles. En mars 2015, la société a émis des obligations sénior sécurisés dont les recettes ont été utilisées pour financer le rachat anticipé de deux obligations existantes qui versaient des coupons plus élevés. La société a ainsi pu réduire ses coûts de financement ce qui, associé à la révision à la hausse de ses prévisions de bénéfices, lui a permis d'améliorer sa situation financière. Nous nous attendons à ce que Schaeffler atteigne le statut 'investment grade' au cours des deux prochaines années grâce à l'évolution positive de ses bénéfices et à l'amélioration du profil de distribution de sa dette en termes de maturité.



“ Sur 12 mois glissants, le ratio du nombre de hausses des notations rapporté au nombre de dégradations de celles-ci fut légèrement supérieur à 1 pendant 20 mois consécutifs<sup>1</sup>. Notre défi est de continuer à trouver les émetteurs suivant les tendances positives.”  
Chris Bullock, Gérant

<sup>1</sup> Source: BofA Merrill Lynch, changements de notation du Global High Yield index, au 31 mai 2015.

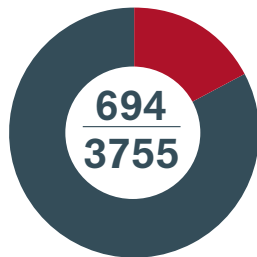
## Risque événementiel positif

Les fusions et les acquisitions peuvent avoir un effet positif ou négatif pour les détenteurs d'obligations en fonction du niveau d'endettement de la société souhaitant faire l'acquisition ou de celle faisant l'objet de l'acquisition. Une méthode couramment utilisée pour bénéficier de cette tendance est qu'une société bien notée fasse l'acquisition d'une société moins bien notée, la nouvelle entité ainsi formée disposera de fondamentaux biens plus solides ce qui permet généralement d'améliorer la notation ou l'appétit des investisseurs envers les obligations de la société acquise. Nous avons tiré profit de ce phénomène lors de l'acquisition par Vodafone de Kabel Deutschland, la société de câblodistribution allemande, et d'Ono, le groupe de câblodistribution espagnol. Suite à chacune de ces deux acquisitions, la notation de la société acquise a été revue à la hausse et est passée à 'investment grade'.

## Anges déchus

Les 'anges déchus' sont des anciennes sociétés 'investment grade' dont le statut a été rétrogradé à 'sub-investment grade'. Dans la plupart des cas, un émetteur devient un ange déchu suite à des problèmes spécifiques à son secteur ou à la société. Il est possible, au fil du temps, que les agences de notation modifient leur point de vue sur un secteur donné et leurs niveaux de tolérance pour les principaux paramètres de crédit, comme ce fut le cas avec les producteurs d'acier lorsque bon nombre de sociétés enregistraient une faible baisse structurelle. Les problèmes spécifiques à la société sont plus susceptibles de découler d'acquisitions financées par emprunt au mauvais moment du cycle. Une dégradation de la dette souveraine peut également avoir des répercussions sur les notations des obligations d'entreprise. La récente dégradation de la dette souveraine russe a par exemple conduit de nombreuses sociétés russes à voir leur notation revues à la baisse.

\* Source: Bloomberg, Bank of America Merrill Lynch Global High Yield Bond index, au 31 mai 2015.



Nombre d'anges déchus par rapport au nombre total d'obligations dans l'indice global high yield\*

## Tesco 5.5% 13/01/2033, spread par rapport aux obligations d'Etat (en points de base)



Source: Bloomberg, Tesco 5.5% 13/01/2033, spread par rapport aux obligations d'Etat britanniques à maturité similaire, rendement moyen 'spread to worst', en points de base, du 31 mai 2007 au 31 mai 2015.

## On sait ce que l'on perd mais pas ce que l'on va gagner

La recherche réalisée par Moody's, l'agence de notation, couvrant les obligations non-financières entre 1999 et 2013, montre qu'il est légèrement plus probable qu'un ange déchu devienne une étoile montante (notation réévaluée à 'investment grade') qu'un ange non-déchu à notation similaire. Cela peut s'expliquer par le fait que la stratégie commerciale des anciennes sociétés 'investment grade' est généralement plus vaste et plus diversifiée que celle d'une véritable société à haut rendement. Il est également possible que les pressions extérieures l'incitant à améliorer la notation de la société soient plus importantes si la plupart des détenteurs d'obligations de la société sont des investisseurs 'investment grade' traditionnels espérant que la dégradation ne soit que temporaire.

Quelles que soient les raisons derrière la perte ou l'obtention du statut 'investment grade' par une société, les investisseurs ne bénéficient d'aucun raccourci. Il est nécessaire, pour identifier une éventuelle étoile montante, de bien analyser les fondamentaux d'une société et les investisseurs devront s'assurer que le titre lui-même présente un intérêt en termes de rendement.

## Remises sur les supermarchés

Les anges déchus peuvent créer des opportunités. Nous avons récemment ajouté les obligations de Tesco à nos fonds à haut rendement suite à la dégradation de la notation de la société. Nous étions convaincus que le marché était devenu trop pessimiste envers la société et ne tenait pas compte de son potentiel de reprise, de sa capacité à réduire les coûts et à réduire sa dette nette par l'intermédiaire de cessions d'actifs comme, par exemple, avec ses supermarchés en Asie. Même en tenant compte d'une érosion des marges à cause des supermarchés "discount", le groupe de supermarchés conserve une position solide sur le secteur de la vente de détail et dispose d'excellents flux de trésorerie. La dégradation de sa notation en janvier 2015 nous a permis de tirer profit d'un élargissement des spreads de crédit (le plus important en dix ans) et devrait nous permettre d'engranger des bénéfices en cas de réévaluation de sa notation.

**Les exemples utilisés dans ce document reflètent nos positions détenues dans le Henderson Horizon Euro High Yield Bond Fund et/ou le Henderson Horizon Global High Yield Bond Fund. Les positions sont susceptibles d'être modifiées. Les données sont correctes au 31 mai 2015.**

**Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur d'un investissement et ses revenus peuvent augmenter ou diminuer et vous pourriez ne pas récupérer l'intégralité du montant investi à l'origine.**

### Nous contacter

Bureau français +33 (0) 1 53 05 44 80

Email: [Info.France@henderson.com](mailto:Info.France@henderson.com)

Website: [henderson.com](http://henderson.com)

**Henderson**  
GLOBAL INVESTORS  
KNOWLEDGE. SHARED

Le Henderson Horizon Fund (le « Fonds ») est une SICAV de droit luxembourgeois immatriculée le 30 mai 1985 et gérée par Henderson Management S.A. Tout investissement devra être effectué uniquement sur la base des informations contenues dans le prospectus du Fonds (y compris les informations contenues dans les documents annexes correspondants), qui contient les restrictions d'investissement. Le présent document est distribué titre promotionnel et ne constitue qu'un résumé et nous recommandons aux investisseurs potentiels de lire le prospectus du Fonds et le document d'informations clé pour l'investisseur avant d'effectuer tout investissement. Les informations concernant le Fonds sont fournies exclusivement à l'attention des clients ne résidant pas aux États-Unis. Une copie du prospectus du Fonds et du document d'informations clé pour l'investisseur peut être obtenue auprès de Henderson Global Investors Limited en sa qualité de Gestionnaire d'Investissement et de Distributeur. Document publié au Royaume-Uni par Henderson Global Investors. Henderson Global Investors est le nom sous lequel Henderson Global Investors Limited (immatriculée sous le numéro 906355) (inscrite et immatriculée en Angleterre et au Pays de Galles et dont le siège social est sis au 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE, et autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority) fournit des produits et services d'investissement. Aucune des informations contenues dans ce document ne constitue ni ne doit être interprétée comme une recommandation. Le présent document ne constitue pas une recommandation quant à l'achat ou l'achat d'un placement quelconque. Il ne constitue pas un contrat quant à la vente ou l'achat d'un placement quelconque. Les données fournies sur la performance ne tiennent pas compte des commissions et des coûts associés à l'émission et au rachat des parts. Les déductions de frais et de charges ne sont pas réalisées uniformément au cours de la durée de l'investissement mais peuvent être déduites de façon disproportionnée lorsque le placement est effectué. Une Commission de Transaction pourra être prélevée pour toutes actions rachetées dans un délai de 90 jours suivant leur acquisition comme défini dans le prospectus du Fonds. Ceci pourrait affecter le montant que vous pourriez ne pas récupérer l'intégralité du montant investi à l'origine. La valeur d'un investissement et ses rendements peuvent augmenter ou diminuer. Certains Compartiments du Fonds peuvent être soumis à une volatilité plus importante en fonction de la composition de leurs portefeuilles respectifs. Les hypothèses retenues en matière fiscale peuvent être modifiées si la législation change, et le montant de l'exonération fiscale (le cas échéant) dépendra de chaque cas individuel. Pour tout investissement effectué par le biais d'un intermédiaire, nous vous recommandons de contacter ce dernier directement, les frais, performances et les termes et conditions dépendant de chaque cas individuel. Le Fonds est un organisme de placements collectifs autorisé à des fins promotionnelles au Royaume-Uni. Nous attirons l'attention des investisseurs potentiels au Royaume-Uni sur le fait que toutes, ou la plupart, des protections offertes par la réglementation au Royaume-Uni ne s'appliquent pas à un investissement réalisé dans le Fonds et que ledit investissement ne donnera lieu à aucune compensation au titre du Système d'Indemnisation pour les Services Financiers du Royaume-Uni (United Kingdom Financial Services Compensation Scheme). Le Fonds est un organisme de placements collectifs étranger immatriculé au Pays-Bas auprès de l'Autorité pour les Marchés Financiers et en Espagne auprès du CNMV sous le numéro 353. Une liste des distributeurs peut être obtenue sur le site [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es). Une copie du prospectus, du document d'informations clé pour l'investisseur, des statuts et des rapports annuels et semestriels du Fonds sont disponibles gratuitement sur demande auprès des bureaux locaux de Henderson Global Investors : 201 Bishopsgate, Londres, EC2M 3AE pour les investisseurs anglais, suédois et scandinaves; Via Agnello 8, 20121, Milan, Italie pour les investisseurs italiens et Roemer Visscherstraat 43-45, 1054 EW Amsterdam, Pays-Bas pour les investisseurs hollandais; et l'Agent Payer autrichien du Fonds Raiffeisen Zentralbank Österreich AG, Am Stadtpark 9, A-1030 Vienne; l'Agent Payer français du Fonds BNP Paribas Securities Services, 3, rue d'Antin, 75002 Paris; l'Agent d'Information allemand du Fonds Marcard, Stein & Co, Ballindamm 36, 20095 Hambourg; le Prestataire de services financiers belge du Fonds Dresdner Van Moer Courtens S.A./N.V. Société débourse, Drève du Prieuré 19, 1160 Bruxelles; le Représentant espagnol du Fonds Allfunds Bank S.A. Estafeta, 6 Complejo Plaza de la Fuente, La Moraleja, Alcobendas 28109 Madrid; ou le Représentant suisse du Fonds BNP Paribas Securities Services, Paris, succursale de Zurich, Selnastrasse 16, 8002 Zurich qui est également l'Agent Payer suisse. RBC Investor Services Trust Hong Kong Limited, une filiale du partenariat de société de portefeuille du Royaume-Uni RBC Investor Services Limited, 51/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong, Tél: +852 2978 5656 est le Représentant du Fonds à Hong Kong. H016871/0615 FR