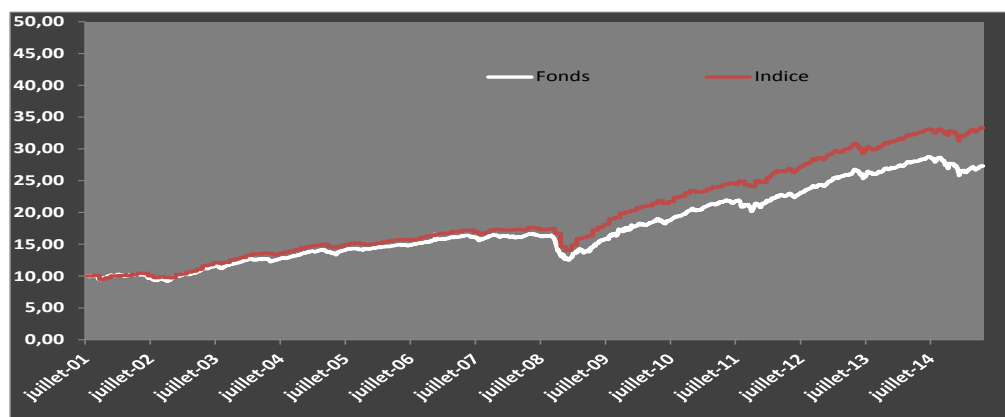


Stratégie : Obligations américaines à haut rendement

Aberdeen Global II – US Dollar High Yield Bond Fund

WWW.ATHYMIS.FR

GRAPHIQUE ET PERFORMANCES



	YTD	2014	2013	2012	2011
Fonds	2,7%	-1,3%	9,5%	16,5%	6,4%
Indice	3,8%	2,5%	7,4%	15,6%	4,4%
Ecart	-1,1%	-3,8%	2,1%	0,9%	2,0%

Classements au 31/04/15		
2015	1 an	3 ans
66%	85%	49%

COMPOSITION DU PORTEFEUILLE

Principaux secteurs

Industrie de base	21,4%
Energie	16,4%
Télécoms	11,0%
Capital Goods	11,0%
Services financiers	6,1%

Services aux collectivités	4,6%
Médias	4,8%
Santé	3,9%
Autres	17,9%
Liquidités	2,7%

Principales valeurs

Intelsat Lux 8,125% 2023	1,9%
Sungard 6,625% 2019	1,8%
Teine Energy 6,875 2022	1,7%
Blue Racer 6,125% 2022	1,6%
Mustang Merg 8,5 2021	1,5%

Répartition par rating

BB	30,1%
B	41,8%
< CCC	18,9%

Rendement actuariel au pire

7,7%*

* au 31/03/2015

Total top 5 8,5%

CARACTÉRISTIQUES

SOCIÉTÉ DE GESTION
Aberdeen AM
ISIN LU0304234296
NOM DU GÉRANT
Keith Bachman et
Brendan Dillon
STRATÉGIE
Oblig. Haut rendement US
INDICE DE RÉFÉRENCE
BofA ML HY Master II
ENCOURS SOUS GESTION
271 M\$

NOTATION & CLASSEMENT

4*

INDICATEURS DE RISQUES

VOLATILITÉ 1 AN
4,6%

BETA VS INDICATEUR DE PERFORMANCE

1.0

DURATION





4.7

MAX DRAWDOWN
-24,0% (sept 08 – déc 08)





A RETENIR

-  un process rigoureux focalisé sur les titres sous-évalués et le taux de recouvrement
-  un portefeuille affichant un « rendement au pire » meilleur que celui de l'indice : 7.7% au 31 mars, pour une notation de crédit à peine inférieure
-  les forts paris sectoriels, notamment sur l'énergie et les matières premières, ont pesé sur la performance du fonds en 2014, mais le travail effectué par l'équipe de gestion devrait permettre de libérer de la valeur
-  un risque de liquidité sur la classe d'actifs

POINTS FORTS DU FONDS

Equipe : les 600 M€ de la stratégie « US High Yield » sont gérés par Keith Bachman et Brendan Dillon. Keith et Brendan travaillent depuis 8 ans chez Aberdeen. Ils peuvent compter pour la sélection de titres sur la recherche menée par 16 analystes crédit répartis par secteur.

Process : il suit 3 étapes distinctes. Tout d'abord, les sociétés sont analysées sous un angle qualitatif : avantage compétitif, part de marché, qualité du management, concurrence, barrières à l'entrée, pouvoir de négociation sur les fournisseurs et les acheteurs. L'accent est également porté sur la qualité du bilan et la génération de cash-flows: levier d'endettement, besoin de financement, qualité des actifs. Le but est simple : éviter les entreprises susceptibles d'avoir des difficultés de refinancement et sélectionner celles disposant des liquidités suffisantes pour honorer leurs engagements d'emprunteur. La méthode fonctionne puisque la gestion ne déplore que 2 défauts d'émetteurs sur les 3 dernières années : Edison Mission Energy, avec un impact nul sur le fonds, et GMX, ayant coûté -0.8% de performance. Soit un taux de défaut annualisé de 0.25% contre environ 2% pour l'univers.

Les émissions sont abordées sous un angle plus quantitatif. Déterminer la valeur intrinsèque d'une émission permet de sélectionner les obligations sous-évaluées. Cette valeur exprimée sous forme de taux se décompose en 3 éléments: le taux sans risque, le spread moyen du secteur et le spread de l'émission, qui tient compte à la fois de la prime de liquidité et de la structure de l'émission (rang de séniorité, covenants, collatéraux). Seules les émissions affichant un **rendement actuariel supérieur à la valeur intrinsèque** sont éligibles au fonds.

Les analystes crédit portent une attention particulière à l'**analyse des covenants des émissions**. Ces clauses représentent donc des risques ou des opportunités pour le créancier. En plus de l'équipe d'analyse crédit, Aberdeen dispose d'une équipe interne et d'un prestataire externe entièrement dédiés à l'analyse de ces clauses de sauvegarde. Ces 3 dernières années, de nombreux investisseurs ont fait état d'une dégradation du marché du primaire, notamment au travers de covenants moins restrictifs pour l'emprunteur. Pour l'équipe de gestion, la dégradation du primaire ne s'applique qu'aux prêts bancaires, limités à 10% dans le fonds. L'équipe estime que la qualité de crédit actuelle du gisement « high yield » est la meilleure depuis des années, exception faite des sociétés sous LBO.

Le défaut représente le risque le plus important pour un portefeuille obligataire. C'est pourquoi la gestion de ce risque est partie intégrante de la construction du portefeuille. L'équipe de recherche calcule le « Capital At Risk », qui représente la différence entre le prix du titre et **la valeur de recouvrement en cas de défaut**. La valeur de recouvrement est déterminée en amont lors de l'analyse de la qualité des actifs. La comparaison du potentiel de perte au potentiel de gain permet de calibrer la taille des positions en portefeuille. Cette approche aboutit à des fortes sous-pondérations sectorielles. Ainsi le taux de recouvrement des émissions bancaires voisinant zéro, la pondération du secteur bancaire est infime : 0.6%.



La construction de portefeuille : Aberdeen US High Yield combine investissements de conviction et contrôle des risques. Les 10 premiers titres du portefeuille représentent 15.9% de l'encours. Un poids moyen de 0.8% par titre est attribué aux 110 positions restantes. Ce positionnement est plus concentré que celui des leaders de la classe d'actifs, tout en restant très diversifié.

L'analyse de la répartition sectorielle fait ressortir **des paris marqués**. L'investissement autorisé par secteur est limité à 20%. Cette contrainte est exploitée au maximum avec par exemple 20% investis sur l'industrie de base. La surpondération sur ce secteur et sur les biens d'équipement atteint +9% et +5.5%. A l'inverse, la sous-pondération sur la santé et les médias est de -4.8%.

La sélection de titres sous-évalués est au cœur du process. Si la qualité de crédit du fonds est légèrement inférieure à celle de l'univers, avec B contre B+, le fonds affiche un « **rendement au pire** » **bien supérieur : 7.7% contre 6.1%**.

Afin de maximiser les opportunités d'investissement ou de limiter l'exposition au marché, le fonds peut avoir recours aux CDS et aux prêts bancaires en plus du papier physique, dans la limite de +/- 10% d'exposition. L'ensemble de ces instruments est analysé et ceux présentant le couple rendement/risque le plus intéressant sont retenus. La gestion utilise les CDS pour réduire le beta du fonds si nécessaire et/ou bénéficier d'élargissements de spreads sur certains émetteurs en difficulté. Au 30/04, le fonds est ainsi acheteur de protections à hauteur de 5% via des CDS Transocean, Chesapeake et AK Steel.

Le track record : il est solide. Affichant 4 étoiles Morningstar, Aberdeen US High Yield se classe dans les 24^{ème} et 29^{ème} percentiles sur 5 et 10 ans. Il **bat son indice sur 6 des 8 dernières années**, dont les difficiles années 2007, 2008 et 2011: +2.0%, +7.1% et +2.1% de surperformance. Parallèlement le fonds a su capter les hausses de 2012 et 2013 : surperformances de +1.0% et +2.1%. Avec une volatilité annualisée sur 3 ans de 6.2%, parmi les plus faibles de l'univers, et une performance annualisée sur 3 ans de +7.8%, Aberdeen US High Yield affiche un Sharpe ratio de 1.3, supérieur à la moyenne de celui des grands fonds concurrents.

POINTS FAIBLES DU FONDS

Une tracking-error élevée : Le track record du fonds fait état de 2 années de sous-performances marquées : -19.4% en 2009 et -3.8% en 2014.

En 2009, l'équipe de gestion, encore marquée par le comportement du marché en 2008, a privilégié un portefeuille défensif avec une poche de cash conséquente et des titres aux betas faibles. Par conséquent, l'équipe n'a pas réussi à capter le fort mouvement haussier à partir de mars. Le marché primaire a été beaucoup plus actif qu'anticipé par l'équipe de gestion, avec de nombreuses entreprises parvenant à se refinancer et donc à honorer leurs engagements.

La **sous-performance de 2014** est concentrée sur le 2ème semestre et sur 2 secteurs. Aberdeen US High Yield perd -7.1% au 2ème semestre de l'an dernier et accuse un retard de -3.0% par rapport à son indice. En analysant l'attribution de portefeuille, nous remarquons que le **secteur de l'industrie de base et le secteur énergétique** sont les principaux contributeurs à la sous-performance: -2.2% et -1.1%, alors que le fonds surperformait l'indice de +0.6% au 1^{er} semestre. Malgré la forte baisse des métaux industriels et du pétrole en 2014, l'exposition à ces secteurs n'a pas fait l'objet de changements : 19% début 2014 et 20% fin 2014 pour l'industrie de base, 18% et 16.5% pour le secteur énergétique. Ainsi Alpha Natural Ressources et Arch Coal, 2 sociétés spécialisées dans l'extraction de charbon, ont été maintenues, détruisant -2.3% de performance relative, avec la baisse continue du prix du charbon.

Nous constatons également que la prudence sur le secteur bancaire a coûté ces dernières années : -0.9%, -0.4%, -0.3% de contribution en 2012, 2013, 2014.



Le risque taux : avec une durée de 4.7 ans contre 3.9 ans pour l'indice, le fonds est plus sensible à l'évolution des taux d'intérêt. Cette surpondération n'est pas une décision de gestion, seulement la conséquence du choix des titres en portefeuille. Mais en cas de hausse de +1.8% des taux d'état, la totalité du coussin qui constitue le rendement actuariel sera mathématiquement consommé. Et la probabilité d'une hausse des taux par la Fed grandit au fur et à mesure que la situation de l'emploi américain s'améliore.

Cependant une hausse des taux dans le contexte actuel serait synonyme d'amélioration de l'économie américaine et de ses entreprises, et donc en partie compensée par une réduction des spreads de crédit. C'est d'ailleurs ce qui a été constaté en avril-mai de cette année : le taux 7 ans américain a augmenté de près de 40 bps entre le 15 avril et le 15 mai, entraînant une baisse des obligations d'état de -2.5%. Parallèlement, le portefeuille n'a perdu que -0.7%.

Le risque crédit : Les meilleures notations de l'univers, à savoir **les BB, sont sous-pondérées à hauteur de -15.2%** au profit des plus mauvaises notes de l'univers. Ainsi les notations inférieures ou égales à CCC représentent 18.9% du fonds, soit une surpondération de +4.2%. Les émissions concernées sont plus rémunératrices en absolu et en relatif que leurs équivalents mieux notés. Dans la phase de baisse du 2^{ème} semestre 2014, les CCC ont beaucoup plus souffert que les BB et B : -7.4% contre -0.6% et -3.6%.

La liquidité: Le développement de **l'industrie des ETF** ainsi que l'arrivée de nouveaux investisseurs à la recherche de rendement, a considérablement modifié l'équilibre entre l'offre et la demande. La liquidité sur l'univers s'en trouve réduite. A titre d'exemple, le **spread sur le « bid-ask »** atteint aujourd'hui 150 bps contre 75 bps auparavant. Nous nous sommes nous-mêmes livrés à l'exercice sur les 10 principales valeurs du portefeuille. Le spread moyen du « bid-ask » sur cette portion du portefeuille est de 120 bps. Le fonds, avec sa taille modeste et sa propension à privilégier les titres liquides, parvient à traiter dans de relatives bonnes conditions, mais le portefeuille sera néanmoins impacté en « marked-to-market » en cas de sell-off.

CONCLUSION

Géré par une équipe étoffée, ce fonds répond aux problématiques de la gestion obligataire dans le contexte actuel : un rendement attractif et un contrôle des risques minutieux. Le travail opéré sur l'exposition énergétique, l'un des principaux détracteurs de la performance de l'univers en 2014, et la taille relativement modérée du fonds devraient permettre de profiter de l'appréciation du pétrole et de gérer les périodes chahutées. Le fonds, sensible aux taux d'intérêt et au risque crédit, est cependant réservé aux investisseurs avertis.

Sébastien PELTIER



GLOSSAIRE

Beta: Outil d'appréciation de la sensibilité d'un actif par rapport à son marché de référence.

Bid-ask spread: Le bid étant le prix offert – par opposition au ask, prix demandé - par les institutions financières lors d'une transaction (négociations d'actions ou d'obligations, échange de devise). Le « Bid- ask spread » est tout simplement l'écart entre ces deux prix.

BofA ML HY Master II : indice de référence du fonds. Cet indice, créé par l'institution Bank of America – Merrill Lynch, est représentatif de l'univers des obligations américaines de haut rendement. Pour être éligible à cet indice, les obligations doivent :

- avoir un nominal supérieur à 100 millions de dollars
- avoir une qualité de crédit comprise entre BB+ et B-
- avoir une maturité supérieure à 1 an

Cet indice fait l'objet d'un rebalancement mensuel de ses pondérations.

CDS (Credit Defaults Swaps): Instrument financier qui permet de se couvrir contre le risque de contrepartie. L'acheteur de protection verse une prime ex ante annuelle calculée sur le montant notionnel de l'actif à couvrir souvent dit de référence ou sous-jacent (ce montant étant également appelé encours notionnel du CDS), au vendeur de protection qui promet de compenser ex post les pertes de l'actif de référence en cas d'événement de crédit précisé dans le contrat.

Covenants: Clauses de sauvegarde qui en cas de non-respect des d'objectifs fixés contractuellement peuvent entraîner le remboursement anticipés de l'obligation.

Duration: Indicateur approximant l'impact instantané d'une variation des taux d'intérêt sur le prix de cette obligation. Une duration de X signifiera que l'obligation baissera de -X% en cas de hausse de 1% des taux d'intérêt.

ETF (Exchange Traded Fund): Qualifiés d'OPCVM indiciels, ils ont pour objectif de répliquer les performances d'un indice à la hausse comme à la baisse et admettent un spread appelé « tracking error ».

High yield ou encore speculative grade (*en français « Haut rendement »*) : qualification des obligations émises par des sociétés à notation inférieure à BBB- selon l'échelle de S&P. Notations correspondant à un niveau de risque élevé par opposition à l'investment grade.

LBO (Leveraged Buy Out): Méthode de finance qui consiste à recourir à un emprunt pour financer une acquisition.

Mark to market: Méthode de valorisation évaluant une position sur la base de sa valeur observée sur le marché au moment de l'évaluation.

Rendement au pire: Représente le rendement actuariel minimum pour les obligations comprenant des clauses particulières, telles que les clauses de rappel anticipé à prix fixé d'avance. Le calcul estimera le rendement effectif dans le cas le plus défavorable pour l'investisseur.

SÉBASTIEN PELTIER

Tél : +33 (0) 1 53 20 49 91

Fax : +33 (0) 1 45 26 16 69

46, rue de Provence
75 009 Paris

contact@athymis.fr



Le présent document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas la base d'un contrat ou d'un engagement de quelque nature que ce soit. ATHYMIS GESTION n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Il n'est pas destiné à être distribué à, ou utilisé par, des personnes physiques ou des entités qui seraient ressortissantes ou auraient leur résidence ou leur siège dans un état où sa distribution, publication, mise à disposition ou utilisation seraient contraires aux lois ou règlements en vigueur. Les informations, avis et évaluations qu'il contient reflètent un jugement au moment de sa publication et sont susceptibles d'être modifiés sans notification préalable. Ce document ne saurait être interprété comme étant un conseil juridique, réglementaire, fiscal, financier ou encore comptable. Avant d'investir, le souscripteur doit comprendre les risques et mérites financiers des services ou produits financiers considérés et consulter ses propres conseillers. Avant d'investir, il est recommandé de lire attentivement la documentation contractuelle et, en particulier, les prospectus qui décrivent en détail les droits et obligations des investisseurs ainsi que les risques liés à l'investissement dans de tels produits financiers.

