

Un accès privilégié et opportuniste aux obligations d'entreprises internationales en devises dures

Créé en Avril 2015, IVO Fixed Income est un OPCVM crédit investi sur des titres de dettes d'entreprises offrant un fort potentiel de valorisation ou de portage. Exposition opportuniste aux différents segments de la dette d'entreprise: Investment Grade, High Yield, en USD et en EUR. Les instruments de couverture visent à réduire le risque de change, systématiquement couvert pour atteindre au maximum 30% d'exposition USD. La stratégie IVO FIXED INCOME privilégie l'approche "mauvais pays/bonnes sociétés" qui permet des investissements de qualité avec une décote.

Commentaire de gestion

Au cours de ce mois de mars, nous notons deux éléments importants par rapport à notre style de gestion : (i) les flux du «sell-off» ont été, comme souvent, initiés sur des considérations de type géographique ou relatives aux notations et (ii) la liquidité a totalement disparu la troisième semaine de mars impactant les valorisations. Ces deux éléments ont conduit à une déconnexion des fondamentaux pour ne représenter que le prix de la liquidité (dislocation). Dans ce contexte, le fonds s'est déprécié en mars de -30.2% en « Mark-to-Market » contre -16.7% pour le CEMBI HY+ (en EUR) et -10.4% pour le IBOXX Liquid HY (en EUR).

La première partie d'une crise financière est, comme souvent, indifférenciée et déconnectée des fondamentaux (« rating, rating... »). Elle génère des frustrations, tout du moins en « Mark-to-Market », pour les positions déjà en portefeuille avant la crise et, d'un autre côté, elle permet ces opportunités uniques d'achat d'obligations seniors d'entreprises de qualité à des prix très décotés. Dans les moments de sell-off, l'analyse fondamentale n'est pas récompensée voire surpénalisée au regard des « Mark-to-Market ». À mesure que le calme revient, mais aussi que le «reality check» intervient, notamment le paiement des intérêts et des amortissements, avantage propre à la classe d'actifs obligataire, se confirme, la reconexion aux fondamentaux se rétablit.

Quelques éléments intéressants à noter : (i) la forte sous-performance des émetteurs latino-américains et «frontier markets», plus impactés par les plafonds souverains des notations, indépendamment de leur solidité bilantielle (CEMBI HY+ Latam -20.7% en EUR, CEMBI HY+ Argentina -28.9% en EUR) ce qui est le cœur de notre angle de sélection, (ii) la forte surperformance des émetteurs HY chinois (pour autant généralement plus endettés que le reste des émergents), notamment grâce à la sortie précoce de la crise sanitaire et à l'intervention du gouvernement (CEMBI HY+ China -9.4% en EUR), (iii) la baisse des prix des hydrocarbures qui a eu un fort impact sur la valorisation des obligations du secteur (CEMBI HY Oil & Gas -30,2%), et (iv) enfin, de sérieux écarts de prix constatés sur le prix des obligations entre les différents contributeurs du fait de l'illiquidité et de la dislocation qui crée des écarts de performance selon les prix que chaque opérateur décide de retenir.

Commentaire de marché

L'expansion rapide de la pandémie a conduit à la mise en place de mesures de confinement, qui ont ainsi fait entrer le monde dans une forte mais (peut-être) brève récession lors de ce premier semestre 2020. Cela a mis fin à une période faste pour les marchés financiers, qui ont réalisé, en mars 2020 l'une des pires performances de leur histoire, malgré les mesures de relance économique et monétaire sans précédent annoncées par les principales puissances économiques du monde.

En parallèle, la décision vraisemblablement temporaire de l'Arabie Saoudite d'augmenter sa production de brut suite à l'échec des négociations de l'OPEP+ pour prolonger leur politique de quotas a entraîné une baisse drastique des prix du baril et de l'ensemble des valeurs liées au secteur pétrolier.

Suite à ce double choc, la quasi-totalité des classes d'actifs finissent le trimestre en forte baisse, en particulier celles les plus sensibles au contexte d'aversion au risque tels que les actions, le crédit high yield, les émergents. À l'inverse, les obligations souveraines et les marchés obligataires « Investment Grade », qui devraient être les bénéficiaires directs des largesses des banques centrales, ont réalisé les meilleures performances. Sur les marchés obligataires « High Yield », en particulier sur les émergents, la chute des prix des actifs a été accentuée par l'assèchement de la liquidité entraînant une dislocation entre le risque de crédit et les valorisations. La situation défavorise en premier lieu les émetteurs d'Amérique Latine, d'Europe émergente et d'Afrique, qui sont plus sensibles à des mouvements de capitaux venus des pays développés (motivés principalement par les notations et les codes postaux), par rapport aux émetteurs des pays asiatiques (Chine, Corée du Sud, Philippines notamment), qui bénéficient (i) d'une base d'investisseurs locale moins volatile, et (ii) de la bonne gestion apparente de la pandémie au niveau local, ou tout du moins de la bonne gestion de la locomotive de la région: la Chine.

***** SUITE PAGE SUIVANTE *****

PERFORMANCES MENSUELLES

	Jan.	Fév.	Mar.	Avr.	Mai	Jui.	Jui.	Aoû.	Sep.	Oct.	Nov.	Déc.	YTD
2020	+1,5%	-1,7%	-30,2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-30,3%
2019	+2,6%	+1,8%	+0,6%	-0,1%	+0,4%	+1,5%	+0,7%	-4,8%	+1,0%	+0,3%	+0,7%	+3,6%	+8,3%
2018	+0,5%	-1,0%	+0,4%	+0,4%	-1,9%	-0,5%	+1,2%	-1,7%	+1,2%	+0,1%	-1,4%	-1,5%	-4,2%
2017	+2,1%	+1,8%	+0,7%	+1,4%	+0,5%	+0,4%	+0,8%	+1,1%	+0,9%	+0,1%	+0,2%	+0,3%	+10,7%
2016	-3,2%	+2,0%	+4,4%	+2,3%	+1,3%	+1,5%	+2,0%	+1,8%	+1,2%	+1,5%	+0,7%	+2,1%	+19,4%
2015	-	-	-	-	+2,9%	-2,1%	-2,8%	-3,2%	-5,2%	+3,9%	+1,5%	-4,3%	-9,2%

CHIFFRES CLÉS

LU1165644672

Date de lancement du fonds	24 avril 2015
VL au 31 mars 2020	86,55
Actif net du fonds	275,6M€
Overall Morningstar™ Rating**	★★★★★
Notation Quantalys	☆☆☆☆☆

RENDEMENT

Part. oblig. Fonds

Rendement à maturité* (EUR)	28,1%	26,5%
Rendement au pire* (EUR)	27,7%	26,1%
Rendement ajusté** (EUR)	19,7%	18,5%

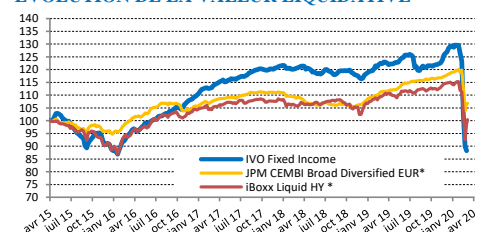
*coût de la couverture de change inclus : Bloomberg 1Y EURUSD Forward

** voir notes au dos de la page

PERFORMANCE & RISQUE

Performance MTD	-30,2%
Performance YTD	-30,3%
Performance annualisée 3 ans	-8,5%
Volatilité annualisée 3 ans	+3,8%

EVOLUTION DE LA VALEUR LIQUIDATIVE



*Coût de la couverture de change inclus : Bloomberg 1Y EURUSD Forward

Sources : IVO Capital Partners - Bloomberg. Les performances passées ne présagent pas des performances futures

CARACTERISTIQUES DU FONDS

Code ISIN : LU1165644672
Ticker Bloomberg : IVOCAPR LX
Devise de référence : EUR
Date de lancement du fonds : 24 Avril 2015
Gérants : Roland Vigne et Michael Israel
Véhicule : Fonds Luxembourgeois
Catégorie du fonds : Capitalisant UCITS
Liquidité : Quotidienne - Valorisation : Quotidienne
Horizon d'investissement : Au moins 3 ans
Société de gestion : IVO Capital Partners
Dépositaire : Société Générale
Auditeur : Deloitte

MODALITÉS DE FONCTIONNEMENT

Minimum d'investissement : 5 000€
Frais de gestion annuels : 1,5%
Comm. de perf. : 15% au-delà de EURIBOR 3M + 200bps
Droits d'entrée : Jusqu'à 4%
High Water Mark : Oui

PAR PÉRIODE

1 mois	-30,2%
3 mois	-31,4%
6 mois	-26,5%
12 mois	-27,1%
3 ans	-23,7%

Cette dislocation entre le risque de crédit et les valorisations défavorise également les émetteurs de taille moyenne de qualité (qui ont typiquement \$200-500m d'obligations en circulation), par opposition aux émetteurs de taille plus importante comme les financières, les quasi-souverains ou certains émetteurs chinois, qui bénéficient directement (pour les financières) ou indirectement (pour les émetteurs chinois notamment) du soutien des banques centrales et de leurs gouvernements. En fonction de leur géographie, de leur notation (qui comme vous le savez dépend de la notation pays) et de leur taille, même des sociétés, non affectées par le confinement, voire en mesure d'en bénéficier, affichent des décotes sur le PAR de -30%.

Parmi les émetteurs affectés par le confinement, le marché fait également peu de différences entre (i) ceux dont l'activité n'est pas menacée sur le long-terme, notamment parce qu'ils disposent d'actifs tangibles et d'un niveau de liquidité confortable et (ii) ceux dont un retour rapide à des niveaux d'activités pré-crise rapidement est indispensable. L'exemple le plus flagrant est celui des activités d'infrastructure de transport (aéroports, ports, autoroutes) par opposition aux activités de tourisme et de loisir (compagnies aériennes, hôtellerie, restauration). D'un côté, les compagnies aériennes, au-delà d'avoir un problème grave à surmonter du fait de l'arrêt total de leur activité le temps du confinement, vont également être en difficulté post-confinement car elles sont très dépendantes des volumes du fait de leur faible niveau de marge EBITDA. À l'inverse, concernant les aéroports, tant les mois d'arrêt que les pertes qui feront suite aux faillites attendues des compagnies aériennes, ne devraient avoir qu'un impact limité en valeur présente, si l'on met en perspective cette période « blanche » par rapport aux 15-30 ans typiques de durée d'une concession aéroportuaire. Quant à la sensibilité à l'ampleur et à la vitesse de la reprise, le niveau élevé des marges EBITDA des infrastructures en font des actifs capables de recréer des flux de trésorerie positifs sans avoir besoin d'un retour aux volumes pré-crise. Certaines obligations émises par des aéroports internationaux dans les pays émergents (avec souvent comme actionnaire de grands opérateurs internationaux) ont cependant perdu entre 20% et 50% de leur valeur. Le secteur des infrastructures en général et celui des aéroports en particulier est un secteur que nous apprécions et qui a vocation à être renforcé dans le contexte actuel.

Perspectives

Au niveau purement sanitaire, les pays émergents ont pour l'heure les avantages suivants : (i) des mesures de confinement prises en général à un stade relativement précoce vis-à-vis de l'Europe et des Etats-Unis, (ii) une population jeune et (iii) une capacité à soutenir la part de leur population la plus démunie à un coût bien plus abordable que dans les pays développés. En face de cela, les pays émergents ont, sur le plan sanitaire, les désavantages suivants : (i) un système de santé, en général, de qualité bien inférieure à ceux des pays développés, (ii) une proximité sociale (densité de population) pour certains pays bien supérieure (Afrique, Inde, Indonésie) et (iii) peu de capacité de test et certains auront peut-être tendance à manipuler les chiffres (comme il est apparu en Indonésie et peut-être en Turquie).

Si la sortie de crise requiert des mesures à la coréenne (programme de tests massifs et contrôle des déplacements), beaucoup de pays émergents devraient avoir une sortie de confinement et donc de crise retardée par rapport aux pays développés, à l'exception notable de la Russie. Si la sortie de crise doit se faire par élimination du virus dans la population, certains pays ont pris a priori le bon train (Argentine, Chili, Maroc, Pérou...). Une fois de plus, l'hétérogénéité de cet univers est à prendre en considération mais, de manière générale, nous ne basons pas nos analyses sur l'hypothèse que les émergents soient moins touchés sanitairelement au final que les pays développés. Nous sommes particulièrement vigilants au niveau sanitaire sur le Brésil, l'Inde, la Turquie et l'Indonésie.

Au niveau économique, les entreprises des pays émergents entrent dans cette crise généralement en bonne santé financière et mieux préparées au niveau bilantiel à des environnements volatils. Sur des bases historiques, les niveaux de levier d'endettement sont bas et le niveau de trésorerie moyen est solide (peu d'échéances en 2020). Les monnaies émergentes sont beaucoup mieux valorisées qu'au moment de la grande crise financière de 2007-2008, survenue en plein « commodity boom », ce qui limite le risque d'explosion des leviers d'endettement par effet de change. Si l'on se dirige certainement vers une détérioration des résultats au moins au deuxième trimestre 2020 pour la plupart des entreprises de l'univers (hors biens de consommation et télécom), les entreprises des pays émergents nous paraissent en général suffisamment bien positionnées pour survivre au ralentissement économique, bien davantage d'ailleurs que ce qui est suggéré par le niveau actuel des prix des obligations, qui reflètent un taux de défaut et un taux de recouvrement sous-jacents aberrants.

Concernant le secteur pétrolier, les chances pour que les prix du baril restent à ces niveaux historiquement bas de manière prolongée sont minces, et ce pour plusieurs raisons. Concernant la demande, avec la fin du confinement viendra la reprise de la consommation. Nous ne voyons pas un changement drastique des habitudes de consommation à court ou moyen terme comme certains le prédisent (la crise de 2009 a retardé la transition énergétique au lieu de l'accélérer). Concernant l'offre, plus les prix restent bas sur une période prolongée, plus on voit mécaniquement un ajustement de la capacité de production. D'abord au niveau des gisements (ceux pour qui le coût d'extraction unitaire est supérieur au prix actuel), puis au niveau des entreprises productrices (celles dont le flux de trésorerie opérationnel ne couvre pas les dépenses d'investissement). En outre, la plupart des Etats producteurs ont besoin de prix élevés pour maintenir un équilibre budgétaire, et ont donc intérêt à trouver un accord de limitation de production pour éviter de voir leur niveau de dette souveraine exploser. C'est en particulier le cas de l'Arabie Saoudite et dans une moindre mesure de la Russie (qui ont des « breakevens » fiscaux respectifs de \$80 et \$40 par baril). Les Etats-Unis également n'ont pas intérêt à voir s'effondrer une industrie qui représente une part importante de l'emploi et du PIB. L'alignement des intérêts sur le long-terme devrait vraisemblablement conduire à un compromis.

L'inclusion des Etats-Unis dans un accord malgré les problèmes inhérents que la situation soulèverait, notamment en termes de législation anti-monopoles, serait historique.

Dans tous les cas, il convient de distinguer premièrement les entreprises pétrolières nationales intégrées qui sont généralement actives sur les segments du « midstream » et du « downstream », et sont moins exposées au prix international du pétrole, car les prix locaux des carburants sont très souvent administrés. Ensuite, sur le segment des sociétés d'exploration et production (E&P), nous les avons sélectionnées principalement en fonction de leur coût de production unitaire. Toutes ont des coûts d'extraction inférieurs à \$20 par baril et la plupart inférieurs à \$10 par baril.

Toutes ont un bon niveau de liquidité qui devrait leur permettre de continuer à servir leur dette pendant que le marché se rééquilibre. Concernant les services aux pétroliers, cette crise va particulièrement affecter les nouvelles commandes. C'est un secteur où les émetteurs avec un carnet de commande peu rempli devraient rencontrer des difficultés. Deux de nos émetteurs de ce secteur (0.8% du portefeuille) sont particulièrement vulnérables mais dans tous les cas, ils traitent déjà à des niveaux de prix très bas, proche du niveau de recouvrement en cas de liquidation. Les autres devraient être en mesure de traverser cette nouvelle crise.

Stratégie

Au cours des deux semaines précédant le lundi noir, nous avons vendu, en anticipation d'une hausse des inquiétudes, plusieurs positions en forte plus-value dans le portefeuille afin de faire de la liquidité. Vendredi 6 mars, nous avions 10% de liquidités dans le fonds. Au cours des semaines qui ont suivi, dans le contexte de forte volatilité des marchés, nous avons mis en place une stratégie fondée sur plusieurs axes :

1. Protection du portefeuille via l'achat de couvertures contre une nouvelle baisse drastique des marchés :

- Achat d'options « put » sur les principaux indices boursiers actions américains et européens, des positions qui représentaient 1.6% du portefeuille en fin de mois et dont certaines ont été fermées en gain au début du mois d'avril
- Achat d'options « put » sur plusieurs devises des pays émergents, une position toujours ouverte aujourd'hui, qui représentait 0.6% du portefeuille en fin de mois
- Achat de CDS sur plusieurs souverains émergents et CDX sur un indice obligataire « Corporate US Investment Grade », des positions toujours ouvertes aujourd'hui, qui représentaient 1.5% du portefeuille en fin de mois

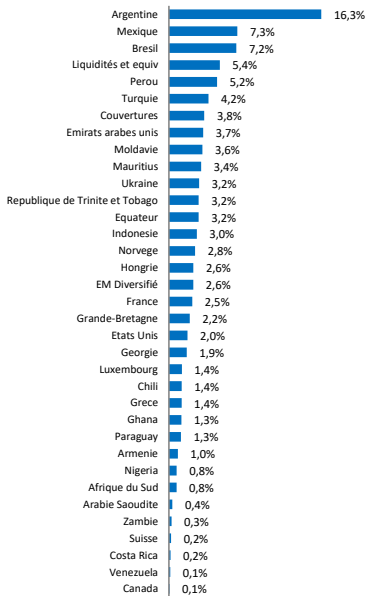
2. Préservation de la liquidité du portefeuille (10% pré-krach du 9 mars, 9% entre les liquidités et les protections en fin de mois), qui sera investie progressivement à mesure que la tension sur les marchés se relâche

3. Juste valorisation des positions en portefeuille afin de protéger les porteurs et permettre aux investisseurs qui le souhaitent de pouvoir sortir à un prix en ligne avec le coût réel associé à une recherche de liquidité dans ce marché.

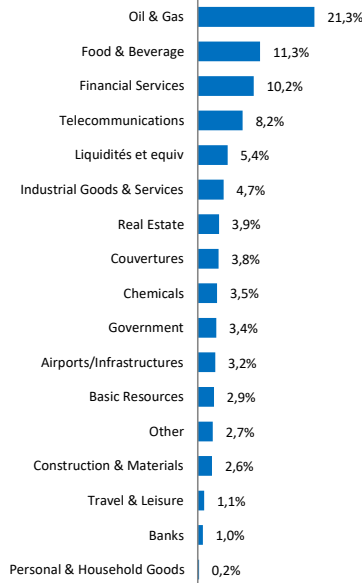
4. Arbitrage de certaines positions du portefeuille pour profiter au maximum du contexte de dislocation des prix et repositionner au mieux le portefeuille dans la perspective d'un rebond des marchés, qui devrait vraisemblablement précéder la reprise économique mondiale. L'idée étant de maintenir/baisser le niveau de prix moyen des obligations en portefeuille tout en améliorant la qualité de crédit moyenne du portefeuille. Il existe notamment des opportunités intéressantes sur le secteur des infrastructures (aéroports, producteurs d'électricité notamment), sur certains « fallen angels » mais également des opportunités d'arbitrage du secteur des services aux pétroliers vers le secteur E&P.

Récession longue, reprise économique en « U-shape » ou « V-shape » ? Nous essayons de ne pas faire de pari sur l'un ou l'autre. Les seules certitudes, à ce stade, résident dans le fait que la récession va être, dans un premier temps, extrêmement brutale et donc (i) que les entreprises et les pays émergeront généralement de cette crise avec des leviers d'endettement plus élevés tant au niveau des numérateurs (le niveau de la dette augmente car les aides gouvernementales ne prennent généralement pas la forme de prise de participation au capital, ni, pour l'heure, de « cadeaux », elles sont présentées à ce stade sous forme « d'avances ») qu'au niveau des dénominateurs (EBITDA, valeur du capital ou des actifs), (ii) la capacité de refinancement n'est pas 100% assurée pour les entreprises notamment « non-Investment Grade » et enfin, (iii) à l'exception du scénario de reprise en « V-shape », les volumes d'activité du niveau pré-crise vont prendre un certain temps à être récupérés. Face à ces trois points, notre préférence va plus que jamais (i) aux sociétés peu endettées pré-crise pouvant absorber une augmentation de leur dette, (ii) aux sociétés n'ayant ni une trésorerie limitée, ni un « cash burn » trop important, ni un risque de refinancement à court terme et enfin, (iii) aux sociétés aux marges EBITDA élevées moins sensibles au rythme de la reprise, (iv) avec ce nouveau quantitative easing massif il ne reste quasiment que deux classes d'actifs avec une rémunération positive dans un monde Investment grade et souverain à taux zéro : les obligations High Yield et les actions. Au niveau des obligations, les sociétés qui vont montrer leur capacité fondamentale à ne pas faire défaut vont voir leur prix dans le marché remonter rapidement et fortement, et ce possiblement au-dessus des niveaux pré-crise compte tenu des niveaux bas des taux d'intérêt US.

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



RÉPARTITION SECTORIELLE



DONNÉES DU PORTEFEUILLE

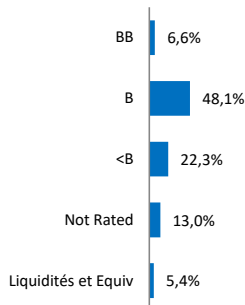
Rendement à maturité* (EUR)	26,5%
Rendement au pire* (EUR)	26,1%
Rendement ajusté** (EUR)	18,5%
Exposition USD	4,0%
Coupon sur prix	14,3%
Nombre d'émetteurs	69
Maturité moyenne	4,5
Sensibilité Taux	2,9
Duration ajustée**	3,3
Rating moyen	B+
Taille moyenne émissions (\$ million)	494
Ratio d'emprise Moy. Pond.	2,5%

*coût de la couverture de change inclus : Bloomberg 1Y EURUSD Forward

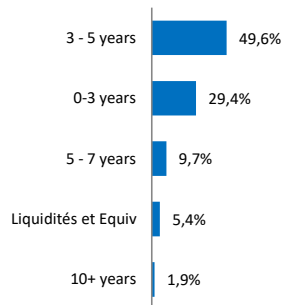
INDICATEURS BILANCIELS DES EMETTEURS

Chiffre d'affaires Moy. Pond. (\$ milliard)	2,1
EBITDA Moy. Pond. (\$ milliards)	0,4
Leverier d'endettement Moy. Pond.	3,2x

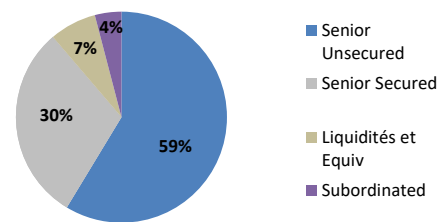
RÉPARTITION PAR NOTATION



RÉPARTITION PAR DURATION



RÉPARTITION PAR RANG DE SÉNIORITÉ



10 ÉMETTEURS PRINCIPAUX

ÉMETTEUR	PAYS	SECTEUR	POIDS	
ARAGVI FINANCE INTL 2024	\$	Moldavie	Food & Beverage	3,6%
PERU LNG SRL 2030	\$	Perou	Oil & Gas	3,4%
BAYPORT MANAGEMENT 2022	\$	Mauritius	Financial Services	3,2%
TELECOM OF TRIN & TOBAGO 2029	\$	Trin. and Tobago	Telecommunications	3,2%
INTL AIRPORT FINANCE SA 2033	\$	Equateur	Airports/Infrastructure	3,2%
ANDRADE GUTIER INT SA 2024	\$	Bresil	Industrial Goods & Services	2,9%
RONESANS GAYRIMENKUL YAT 2024	\$	Turquie	Real Estate	2,9%
AES ARGENTINA GENERACION 2025	\$	Argentine	Utilities	2,8%
NITROGENMUEK VEGYIPARI 2024	€	Hongrie	Chemicals	2,6%
INTERCEMENT FIN OP BV Perp	\$	EM Diversifié	Construction & Materials	2,6%

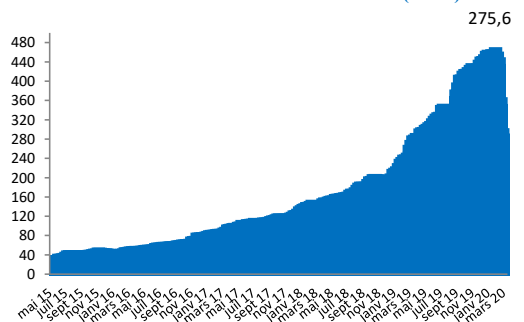
10 premières lignes

30,4%

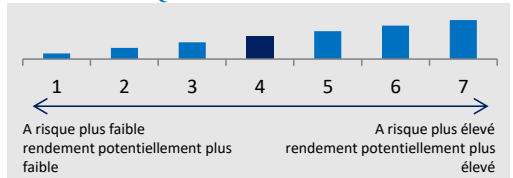
INFORMATIONS SUR LES RISQUES

- La valeur de votre investissement peut évoluer à la hausse comme à la baisse et il se peut que vous ne récupérez pas votre capital de départ.
- Les titres de créance peuvent être soumis à d'importantes fluctuations de cours dictées par l'évolution des taux d'intérêt, ainsi que par la qualité de crédit de leur émetteur. Ces risques sont plus marqués dans le cas de la dette émergente et des titres de catégorie inférieure à « investment grade ».
- Les marchés émergents peuvent être sujets à des normes moins avancées en matière de conservation d'actifs et de règlement des transactions, afficher une volatilité plus forte et s'avérer moins liquides que leurs homologues développés.
- La couverture du risque de change visant à minimiser les effets des mouvements de devises peut ne pas donner les résultats escomptés. Les investisseurs peuvent être exposés à des devises autres que celle dans laquelle est libellée la Classe d'actifs dans laquelle ils sont investis. Les gains échéant au client peuvent se voir augmentés ou réduits en fonction des fluctuations de taux de change.
- Des informations plus détaillées concernant les risques figurent à l'Annexe « Facteurs de risque » du Prospectus.

ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DU FONDS (€ mln)



PROFIL DE RISQUE ET DE RENDEMENT



La catégorie la plus faible ne signifie pas sans risque

Pour plus d'informations sur le fonds, veuillez nous contacter : gestion@ivocapital.com
Tel: +33 (1) 45 63 63 13

© 2018 Morningstar, Inc. Tous droits réservés. Les informations contenues dans les présentes : (1) appartiennent à Morningstar et/ou ses fournisseurs d'informations; (2) ne peuvent être ni reproduites, ni redistribuées; et (3) sont présentées sans garantie d'exactitude, d'exhaustivité ou d'actualité. Ni Morningstar ni ses fournisseurs d'informations ne pourront être tenus pour responsables de tout dommage ou perte résultant de l'utilisation de ces données. Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs.

**Les données ajustées par IVO CP excluent les rendements incohérents et prennent en compte les hypothèses des gérants concernant la date de remboursement probable des titres (à maturité, au prochain call ou put, à une autre date de call ou à l'occasion d'un tender). Les hypothèses retenues ne correspondent donc pas toujours au scénario du pire, c'est-à-dire au scénario offrant le rendement le plus faible, mais peuvent aussi, à l'inverse, conduire à exclure un rendement trop élevé et aberrant. Des hypothèses fausses peuvent avoir pour conséquence de sous ou surestimer le rendement et la durée résiduelle ou sensibilité du portefeuille.