

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

Le fonds s'est apprécié de 2,1% en avril, un rebond moins marqué que l'indice IBOXX Liquid High Yield (+3.4% en EUR) et l'indice JPM CEMBI HY+ (+5.0% en EUR), principalement du fait de la surperformance des émetteurs asiatiques et russes par rapport aux émetteurs latino-américains auxquels le fonds est davantage exposé.

Aux Etats-Unis notamment, la Fed a baissé ses taux directeurs à 0% et prévoit d'injecter près de 2 trilliards de dollars dans l'économie. Dans un contexte économique toujours incertain, le rebond des marchés s'est néanmoins avéré plus appuyé dans les pays développés que dans les pays émergents, les investisseurs préférant les actifs réputés protégés par les banques centrales. Au sein même des émergents, les disparités des performances sont relativement importantes. Comme le mois précédent, les marchés obligataires ont de nouveau avancé à deux vitesses. Les valeurs asiatiques et russes du CEMBI HY+ ont réalisé une meilleure performance que les valeurs latino-américaines, accentuant leur avance cumulée depuis le début de l'exercice, et donc l'attractivité relative des émetteurs d'Amérique Latine au sein de l'univers émergent. La prime de risque additionnelle des émetteurs latino-américains du CEMBI HY+ par rapport aux émetteurs asiatiques est passée à 338 pdb à fin avril (1063 pdb contre 725 pdb) contre 310 pdb à fin mars et 114 pdb en début d'année. Cette différence s'explique par plusieurs facteurs fondamentaux mais aussi techniques : notation des émetteurs, pays en cours de restructuration sur leur dette publique (Argentine, Equateur...), économies plus liées aux matières premières notamment énergétiques (Colombie, Pérou...), sursauts politiques (Brésil), économies moins administrées et moins en capacité de l'être en comparaison à la Chine ou la Russie. Cette prime de risque devrait (en particulier sur les bons actifs du pays) se résorber progressivement à mesure que la situation sanitaire et économique se normalise.

Au Brésil, la démission du très populaire ministre de la Justice Sergio Moro a provoqué une nouvelle crise politique. En Argentine, l'Etat a divulgué une première proposition de restructuration (qui se traduirait par une décote des obligations actuellement en circulation de près de 65% du pair en valeur présente, par extension des maturités et diminution des coupons). L'offre a été massivement refusée par les crédettes internationaux et devra être vraisemblablement améliorée pour qu'un accord soit trouvé. Le ton offensif employé par le gouvernement au cours du mois d'avril a laissé sa place à un ton plus modéré début mai. Si la date butoir du 22 mai paraît prématurée, la conclusion d'un accord dans les prochains mois n'est pas à exclure, avec un impact positif à attendre sur les émissions d'entreprises du pays, dont les différentiels de crédit ont atteint fin avril le niveau record de 2149 points de base.

PERFORMANCES MENSUELLES

	Jan.	Fév.	Mar.	Avr.	Mai	Jui.	Jui.	Aoû.	Sep.	Oct.	Nov.	Déc.	YTD
2020	+1,6%	-1,7%	-30,2%	+2,1%	-	-	-	-	-	-	-	-	-28,9%
2019	+2,6%	+1,8%	+0,7%	-0,1%	+0,4%	+1,7%	+0,7%	-4,8%	+1,1%	+0,3%	+0,7%	+3,8%	+9,1%
2018	+0,6%	-1,0%	+0,5%	+0,4%	-1,8%	-0,5%	+1,3%	-1,6%	+1,2%	+0,1%	-1,3%	-1,5%	-3,7%
2017	+2,2%	+1,8%	+0,8%	+1,4%	+0,5%	+0,5%	+0,8%	+1,2%	+0,9%	+0,2%	+0,3%	+0,4%	+11,4%
2016	-3,2%	+2,0%	+4,4%	+2,4%	+1,4%	+1,6%	+1,5%	+1,6%	+1,2%	+1,6%	+0,7%	+2,1%	+19,0%
2015	-	-	-	-	+2,9%	-2,4%	-2,7%	-3,1%	-4,9%	+4,0%	+1,5%	-4,2%	-8,9%

PAR PÉRIODE

1 mois	+2,1%
3 mois	-28,8%
6 mois	-25,7%
12 mois	-26,6%
3 ans	-23,2%
5 ans	-11,7%

CHIFFRES CLÉS

LU1165644672

Date de lancement du fonds	24 avril 2015
VL au 30 avril 2020	88,35
Actif net du fonds	285,6M€

RENDEMENT

Part. oblig. Fonds

Rendement à maturité* (EUR)	27,0%	26,2%
Rendement au pire* (EUR)	27,0%	26,1%
Rendement ajusté** (EUR)	21,3%	20,6%

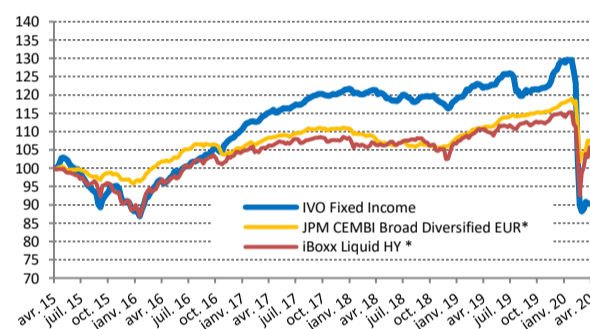
*coût de la couverture de change inclus : Bloomberg 1Y EURUSD Forward

** voir notes au dos de la page

PERFORMANCE & RISQUE

Performance MTD	+2,1%
Performance YTD	-28,9%
Performance annualisée 3 ans	-8,3%
Volatilité annualisée 3 ans	+13,0%

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

Au Mexique, Fitch a rétrogradé la note du souverain à BBB-, un cran au-dessus du rang spéculatif, à cause du ralentissement induit par le confinement local et aux Etats-Unis, dans un contexte économique déjà au ralenti depuis l'élection d'AMLO. Dans le même temps, Moody's a été la deuxième agence à rétrograder la note de **Pemex** au rang spéculatif, qui devient donc le «fallen angel» le plus important du monde.

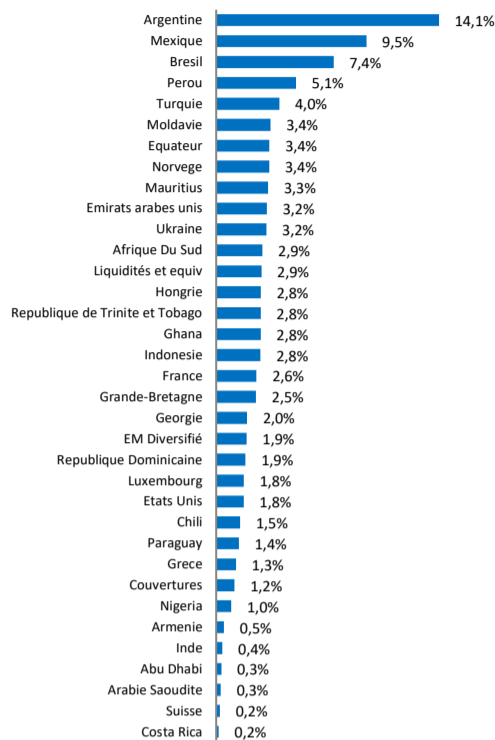
Concernant le marché pétrolier, malgré le nouvel accord de limitation de la production convenu par l'OPEP+, le marché reste profondément déséquilibré à cause de la baisse sans précédent de la demande. Dans ce contexte exceptionnel, le contrat WTI avec livraison en mai est momentanément tombé en territoire négatif, un phénomène inédit qui s'explique notamment par la saturation des capacités de stockage aux Etats-Unis. La situation devrait vraisemblablement être temporaire. Le Brent est toujours en « contango », le contrat à terme avec livraison en juin 2021 traitant début mai à \$37, un niveau auquel la quasi-totalité de nos émetteurs du secteur devrait générer des flux de trésorerie positifs. Ceci étant dit, à ces niveaux de prix, les perspectives pour les émetteurs du secteur des services aux pétroliers, qui dépendent des investissements consentis par les entreprises productrices, sont moins encourageantes.

Dans les semaines qui viennent, la propagation du Covid-19 devrait continuer d'animer les débats, notamment aux Etats-Unis et dans les pays émergents. La situation en Europe qui entame progressivement son déconfinement devrait également retenir l'attention des marchés. Le succès des Européens à contenir la propagation du virus tout en réouvrant leurs commerces et leur industrie sera sans doute déterminant pour évaluer le potentiel de reprise de l'économie mondiale post-Covid. En dehors des mesures de distanciation sociale, toute avancée significative sur un traitement ou un vaccin sera certainement accueillie très positivement par les marchés. Du côté des émergents, on suivra avec attention l'évolution de l'épidémie et des mesures de confinement en Amérique Latine, en Russie, en Afrique du Sud, en Inde et dans les pays d'Asie du Sud-Est. Hors Covid-19, la renégociation de la dette souveraine argentine et le regain de tension entre la Chine et les Etats-Unis seront à surveiller. Si les perspectives économiques pour le reste de l'année 2020 sont plus que jamais difficiles à évaluer et qu'un certain nombre d'émetteurs notamment dans les secteurs les plus cycliques (construction, ciment...) devraient connaître des difficultés, de nombreux émetteurs des pays émergents ont un niveau de liquidité suffisant pour faire face à un ralentissement prolongé. Dans le même temps, le niveau actuel des différentiels de crédit sur le CEMBI HY+ se tient à un niveau record (804 pdb), une situation qui offre des opportunités variées, sur le segment « High Yield » comme sur « l'Investment Grade ».

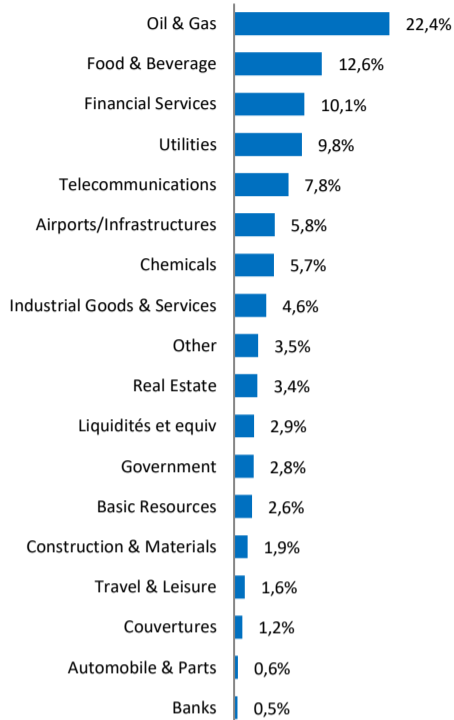
Ce mois-ci, nos principaux contributeurs à la performance ont été deux positions que nous avons renforcées ou construites au cours des mois de mars et avril : **Tullow Oil**, suite à la vente à Total de sa participation dans un gisement majeur en Afrique de l'Est pour \$575m, et **Sasol**, dont les obligations ont regagné une partie de leurs pertes après un mois de mars marqué par la dégradation de leur notation de crédit au rang spéculatif. À noter également la bonne performance de **Nitrogenmuvek**, dont l'obligation a profité des bons résultats de l'année 2019, notamment de la forte baisse du levier d'endettement net. Nos principaux détracteurs ont été **Shelf Drilling**, dont l'obligation a vu sa valorisation particulièrement affectée malgré son carnet de commande fourni, à cause de la baisse des prix du pétrole qui fait craindre un nouveau ralentissement du marché des services aux pétroliers, ainsi que nos émissions argentines dans leur ensemble, dont les différentiels de crédit se sont écartés à cause du caractère très incertain de la situation au niveau du souverain.

Concernant les principales opérations, nous avons profité du contexte attractif pour investir une partie de nos liquidités. Nous avons fait rentrer 12 nouveaux émetteurs en portefeuille, en majorité des crédits notés BB/BBB affectés à un certain degré par le ralentissement économique mondial mais dont le profil de crédit à long-terme nous paraît solide et la liquidité adéquate. Les effets principaux de ces entrées sur le portefeuille sont un allongement de la durée (de 3.3 à 3.5), une amélioration de la qualité de crédit moyenne et une diversification géographique et sectorielle renforcée. Parmi les émetteurs IG que nous avons intégrés, on peut citer le conglomérat mexicain **Alfa** (BBB-) et les opérateurs portuaires **DP World** (BBB) et **Adani Ports** (BBB-). Nous avons également investi dans des « fallen angels », dont le profil risque/rendement nous paraît attractif, notamment le brésilien **Embraer** (BB) et le sud-africain **Sasol** (BB). Enfin, nous profitons également de la volatilité sur le secteur des aéroports pour y augmenter notre exposition, de 3.2% du portefeuille fin mars à 5.9% fin avril. Les aéroports, bien que directement touchés par la crise du coronavirus, opèrent des concessions à long-terme (souvent sur plus de 10 ans) avec des marges d'EBITDA généralement très élevées (50-80%), ce qui leur permet de générer des flux de trésorerie positifs même dans une situation d'activité partiellement réduite. Par ailleurs, les contrats de concession comptent généralement des clauses dites d'équilibre économique qui permettent à l'opérateur de négocier une augmentation des taxes d'aéroport ou une prolongation du contrat de concession si le trafic descend en-dessous d'un certain seuil. Nous avons notamment initié une position importante sur l'obligation 2029 d'**Aeropuertos Dominicanos**, une filiale à 100% du groupe français Vinci (noté A-) et sur les obligations émises par l'aéroport d'Hyderabad en Inde dont l'opérateur a été racheté à 49% par ADP (noté A par S&P) en début d'année.

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE



RÉPARTITION SECTORIELLE



DONNÉES DU PORTEFEUILLE

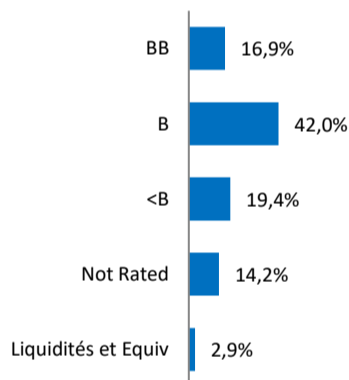
Rendement à maturité* (EUR)	26,2%
Rendement au pire* (EUR)	26,1%
Rendement ajusté** (EUR)	20,6%
Exposition USD	3,0%
Coupon sur prix	13,7%
Nombre d'émetteurs	96
Maturité moyenne	4,9
Sensibilité Taux	3,1
Duration ajustée**	3,5
Rating moyen	B+
Taille moyenne émissions (\$ million)	531
Ratio d'emprise Moy. Pond.	2,4%

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

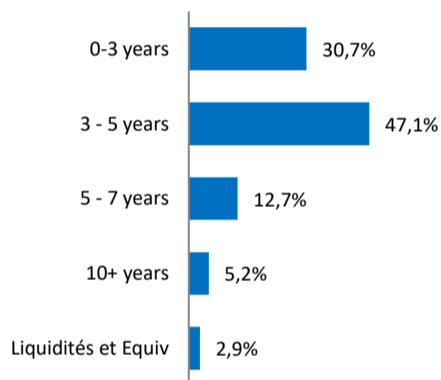
INDICATEURS BILANCIELS DES EMETTEURS

Chiffre d'affaires Moy. Pond. (\$ milliard)	6,9
EBITDA Moy. Pond. (\$ milliards)	0,6
Levier d'Endettement Moy. Pond.	3,2x

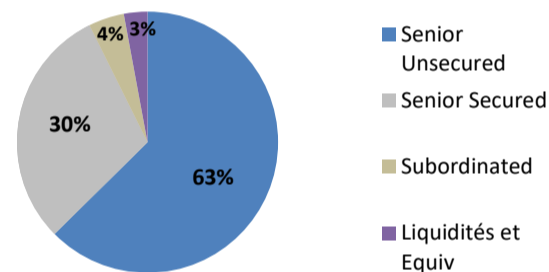
RÉPARTITION PAR NOTATION



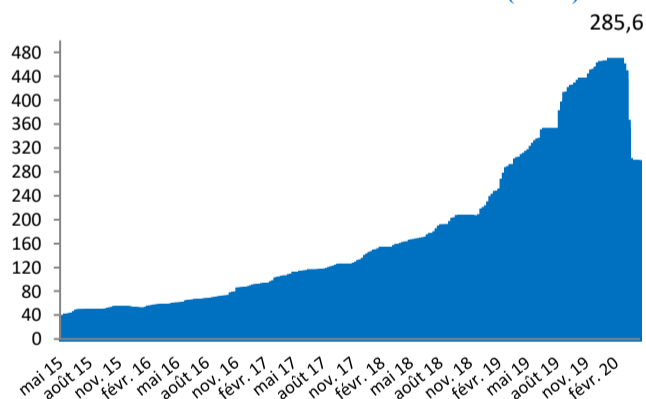
RÉPARTITION PAR DURATION



RÉPARTITION PAR RANG DE SÉNIORITÉ



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



10 ÉMETTEURS PRINCIPAUX

Émetteur	PAYS	SECTEUR	POIDS
ARAGVI FINANCE INTL 2024	\$ Moldavie	Food & Beverage	3,4%
INTL AIRPORT FINANCE SA 2033	\$ Equateur	Airports/Infrastructure	3,4%
PERU LNG SRL 2030	\$ Perou	Oil & Gas	3,2%
BAYPORT MANAGEMENT 2022	\$ Mauritius	Financial Services	3,1%
NITROGENMUVEK VEGYIPARI 2025	€ Hongrie	Chemicals	2,8%
TELECOM OF TRIN & TOBAGO 2029	\$ Trinite et Tobago	Telecommunications	2,8%
AES ARGENTINA GENERACION 2023	\$ Argentine	Utilities	2,7%
RONESANS GAYRIMENKUL YAT Perp	\$ Turquie	Real Estate	2,7%
CASINO GUICHARD PERRACHO 2022	€ France	Food & Beverage	2,6%
GENEL ENERGY FIN TWO 2025	\$ Grande-Bretagne	Oil & Gas	2,5%

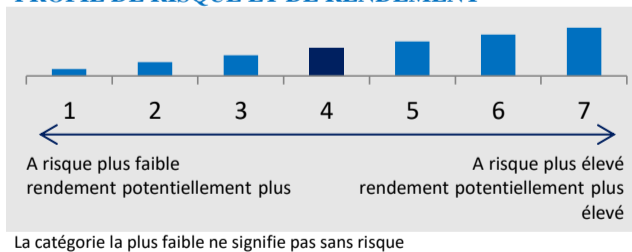
10 premières lignes

29,3%

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 récupériez 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.

PROFIL DE RISQUE ET DE RENDEMENT



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.