



Nous sommes très heureux d'avoir reçu pour notre fonds **Keren Corporate**, le **Label Performance** de la part de **Mieux Vivre Votre Argent** pour sa performance **sur 5 ans**.

Géré par **Benoit Soler** depuis **avril 2020**, ce fonds d'**obligations d'entreprises européennes** utilise désormais **4 leviers**. Une **poche défensive**, constituée d'émetteurs de très bonne qualité, lui permet d'amortir les phases baissières. Une **autre**, dédiée à des **investissements de conviction**, vise à capter du rendement auprès d'émetteurs de taille moyenne, parfois délaissés à cause de difficultés passagères. Un **troisième moteur** provient d'investissements sur des **thématiques porteuses** (eau, récurrence des revenus...). Enfin, une **poche de diversification** dans des

instruments à taux variables ou des obligations convertibles complète le portefeuille. Aussi, comme les marchés sont de plus en plus volatils, Benoit Soler a mis en place une politique de couverture (taux, marché...) pour améliorer la gestion du risque au sein de Keren Corporate.

Le fonds Keren Corporate affiche une performance, au 30.04.21, de **+2,75% YTD**

## Focus sur la situation actuelle dans le High Yield Européen et la stratégie mise en oeuvre pour Keren Corporate

### 1. Le marché a déjà intégré les bonnes nouvelles

#### a. Baisse du taux de défaut qui est attendu très bas pour 2021

Après une année 2020, où les attentes sur le nombre de défauts étaient à plus de 10% (alors que nous avons terminé sous les 4%) pour 2021, les anticipations sont autour de 2.5%. Ce niveau est très proche de ce que nous indique les spreads du Xover à un an (indice sur les CDS en HY européen), c'est à dire une probabilité de défaut de 2.8% ce qui est historiquement bas.

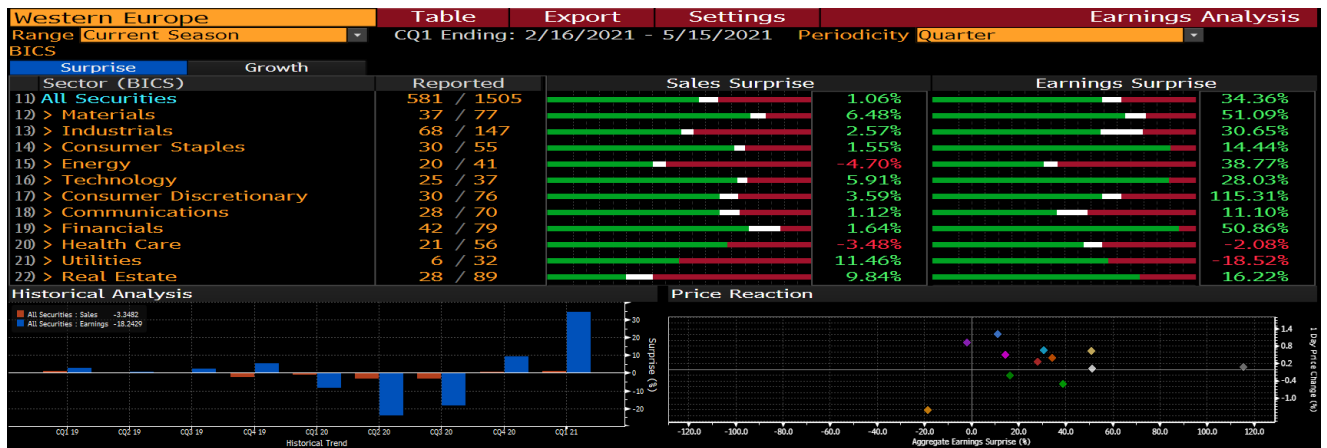
#### b. Des résultats excellents au 1er trimestre

Effectivement, lorsque l'on analyse les dernières publications de résultats, celles-ci sont d'excellentes factures sur les sociétés listées car la base de comparable 2020 était évidemment facile à battre. Dans l'univers du Haut Rendement, la tendance est également bonne avec un effort particulier des entreprises sur la gestion de leur liquidité.

Le tableau ci-dessous vous montre que sur 581 sociétés qui ont communiqué leurs résultats du premier trimestre, les ventes (sales) et les revenus (earnings) sont respectivement en hausse moyenne de 1,06% et 34,36%, avec certains secteurs qui profitent particulièrement bien de la période.

# KEREN FINANCE

Retrouvez l'analyse du marché obligataire européen et le positionnement actuel du fonds par son gérant, Benoit Soler



Source: BLOOMBERG – Mai 2021

## 2. Une répercussion directe dans les niveaux de valorisation et dans l'activité du marché primaire

Sur les marchés obligataires européens, le programme supplémentaire de la BCE dit PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) de 1 850 Md€ a encore dopé la demande pour les titres européens notés Investment Grade. Pour rappel, ce programme achète également des titres d'entreprises, en complément du CSPP qui approche lui-même les 275 Md€ de titres crédit achetés depuis son départ en 2016.

### a. Les valorisations sur le Crédit reviennent sur des niveaux pré crise

- Le Xover traite actuellement à 250 bp, contre un intervalle de 210 à 360 bp entre février 2018 et février 2020 et une moyenne de 275 bp.

- Les niveaux de compression entre les ratings (notes) BBB et BB ou BB et B, qui permettent de juger le niveau d'appétence au risque du marché, sont revenus à des niveaux très serrés.

### b. Le marché primaire s'emballe, surtout sur le High Yield

Le marché € High Yield est, à fin avril, proche des 47 milliards d'euros d'émission soit un des meilleurs démarrages jamais enregistré sur ce marché. Si une partie substantielle est liée à des refinancements, nous avons revu des opérations agressives de ré endettement dans le but de servir un dividende aux fonds de Private Equity propriétaires : Foncia, Pfeiderer et la tentative, échouée, de Picard. Ce dernier cas nous semble rassurant car il montre que même si le marché est clairement plus favorable aux émetteurs qu'aux investisseurs, il y a quand même certaines limites à ne pas franchir.

## 3. Que peut-on désormais attendre du marché High Yield européen et de Keren Corporate ?

### a. Le portage devient le principal moteur de performance pour les indices

Avec un taux actuariel de 0.40% (et un spread de 80bp) pour une durée de 6.5 années, le marché € Investment Grade devient onéreux en base historique même si cela semble tout à fait logique dans un contexte de reprise économique et d'abondance de liquidités.

Le point clef sur cette partie sera le niveau d'atterrissage du 10 ans allemand qui revient désormais rapidement vers le zéro.

Avec un taux actuariel de 3% (295bp de spread) mais pour une durée de 3.5 années, le rapport de risque semble plus favorable au High Yield. Nous pensons toutefois que la valeur est plus présente sur la partie courte des courbes, nous restons assez septiques sur les niveaux de valorisations des récentes émissions BB ou B de maturité 7-10 ans.

De plus, avec des niveaux aussi serrés, une augmentation de la volatilité et/ou une baisse significative des marchés actions (plus de 10%) pourraient entraîner une forte revalorisation des spreads, surtout si le discours des Banques Centrales devient moins accommodant.

## b. Quel positionnement et quels moteurs de performance pour Keren Corporate pour les mois à venir ?

Keren Corporate est aujourd'hui segmenté en 4 différentes sous stratégies qui ont chacune un rôle à jouer :

- La **partie Défensive** est composée des **titres liquides**, de **bonne qualité**, dont nous estimons que le risque de variation est très limité (effet taux ou choc sur la prime de risque émetteur) mais également de **nos liquidités**. Nous pouvons citer les obligations CGG 7.875% 2023 que nous avons achetées au moment de l'annonce d'une nouvelle souche 2027. Cette dernière ayant été émise pour refinancer le titre 2023. Sur le même schéma, nous pouvons évoquer nos positions dans CMA CGM, Rexel ou Autodis. Cette partie représente aujourd'hui 30% du portefeuille contre environ 20% en début d'année 2021. Nous allons maintenir ce niveau dans l'attente d'opportunités d'investissement.

- La **poche Conviction** représente les émetteurs avec un **profil de risque plus agressif** mais ceux pour lesquels nous espérons également générer le **plus de rendement**, que ce soit via le **portage ou l'appréciation du prix** des obligations. Cette poche représente **aujourd'hui 23% du portefeuille**, en légère baisse car nous considérons que beaucoup de dossiers sont désormais au juste prix. Nous conservons comme principale exposition la compagnie aérienne portugaise, quasi nationalisée, TAP qui offre encore un rendement de 11.5% contre 3.5% pour une obligation Air France 2025. La poche Conviction offre un **rendement moyen autour de 5%**.

- La **partie Diversification** regroupe nos expositions qui apportent un **profil de risque différent** pour le portefeuille. Cela peut se traduire par des expositions sur les **obligations à taux variables, des convertibles, des obligations de tailles plus petites** (et donc qui réagissent moins aux variations au jour le jour du marché) ou d'émetteurs européens mais dans une **devise autre que l'Euro**. A ce jour, nous détenons des expositions sur de la dette courte (2022) de la Holding d'investissement HLD, la convertible 2023 de Maison du Monde ou de la dette de Neptune Orient Lines Limited, une société singapourienne rachetée par l'armateur CMA CGM. Cette partie, **19% du portefeuille**, qui offre un taux de 2.5% actuellement pour une durée moyenne de 2 années, à vocation à **augmenter dans les prochains mois** afin de chercher des sources de rendement différenciantes au marché obligataire €.

- La poche la plus importante **aujourd'hui (28%) regroupe nos investissements dits Thématique**. Nous avons plusieurs thèmes actifs :

- Les sociétés avec un **schéma de revenus par abonnement et des marges d'EBITDA élevées**. Ex : Matterhorn, Vodafone, Eircom ou Ubisoft. Avec des rendements entre 2 et 4%, le risque nous semble bien rémunéré, relativement aux conditions de marché.
- Le thème du **recyclage ou du traitement de l'eau**. Nous avons inclus des sociétés comme Paprec, SNFF et nous étudions d'autres candidats. Ce thème renforce la note ESG du portefeuille.
- Les **dettes financières subordonnées** d'anciennes générations (Tier 2, CMS...) dont le régime réglementaire évolue et qui ont vocation à être rappelées avant 2025.

Afin de protéger le portefeuille et nos choix de valeurs, nous **utilisons de manière active** plusieurs **instruments dérivés** afin de **couvrir les risques** macroéconomiques que nous pouvons anticiper.

Après une **excellente première partie d'année**, les niveaux de valorisation nous semblent désormais tendus et nous **anticipons des niveaux de volatilité plus élevés** lorsque les Banquiers Centraux vont devoir modifier leurs discours sur l'inflation. La **sensibilité au taux de Keren Corporate a donc été ramenée autour de 1.5 année** (contre 3.90 pour notre indice de référence) et nous avons investi 0.2% du fonds (pour une performance nette à +2.75% fin Avril) à horizon 6 mois pour nous couvrir d'une hausse de la volatilité.

Keren Corporate cherche donc désormais à **mieux maîtriser l'évolution de sa volatilité tout en maximisant sa performance**. Le fonds affiche une volatilité sur un an proche de 3% mais de seulement 1% depuis le début d'année. Plus important encore, l'évolution du process mis en place en avril 2020 a permis de réduire fortement le niveau de perte maximum : sur un an, le fonds affiche une perte maximum de 1% contre 1.70% pour l'indice Pan European High Yield.

Achevé de rédiger le 03/05/21 par Benoit Soler

*Cette communication est diffusée exclusivement à l'attention des professionnels, à titre d'information uniquement, ne constitue ni une proposition d'investissement, ni une autre forme de conseil aux investisseurs. Rédigé le 03.05.21 Les opinions exprimées dans ce document représentent le sentiment de l'auteur au jour de son édition. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les informations et opinions de Keren Finance peuvent être modifiées sans préavis de notre part. Ce document est basé sur des informations considérées comme fiables par Keren Finance. Néanmoins, Keren Finance ne peut s'engager sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Avant d'investir, consulter au préalable le descriptif complet et exact des caractéristiques des fonds et des risques associés disponible dans le prospectus et le DICI du FCP sur notre site internet, [www.kerenfinance.com](http://www.kerenfinance.com) ou sur simple demande auprès de la société Keren Finance, 178 boulevard Haussmann, 75008 Paris - tel: 01 45 02 49 00 Fax: 01 45 02 88 15. Publié par Keren Finance, 178 boulevard Haussmann, 75008 Paris. [www.kerenfinance.com](http://www.kerenfinance.com)*