

# Corporate Credit Monthly Update

## Mai 2022

Dans la zone Euro, le conflit russo-ukrainien a renforcé l'inflation et créé de nouvelles difficultés pour l'accès aux matières premières. De nombreux pays tentent de trouver de nouvelles sources d'approvisionnement. La hausse des coûts et les pénuries potentielles n'ont fait qu'ajouter de la tension sur les économies, en plus des goulots d'étranglement déjà existants sur les chaînes d'approvisionnement. Les investisseurs continuent de s'inquiéter du ralentissement de la croissance. L'inflation a battu de nouveaux records en avril. En Allemagne, elle a atteint des niveaux jamais vus depuis 1981. Ces données ont renforcé les anticipations d'un resserrement de la politique monétaire de la BCE, ce qui a engendré une hausse historique des rendements. Le Bund allemand à 10 ans a clôturé le mois à 0,94%, et a mis sous pression l'ensemble des obligations européennes.

Le 1<sup>er</sup> trimestre de l'année a été difficile pour les investisseurs sur les différents marchés. Le mois d'avril est resté dans la continuité. Les spreads de crédit se sont considérablement élargis dans ce contexte de volatilité, en particulier sur les actifs obligataires les plus risqués, tel que le Haut Rendement. Dans ce contexte, le rendement de l'indice corporate européen termine le mois en hausse de 86 points de base, à 5,18%.

Aux Etats-Unis, le conflit russo-ukrainien, l'inflation, la hausse des taux d'intérêt, les pénuries persistantes de main-d'œuvre, les problèmes sur les chaînes d'approvisionnement et le resserrement de la politique monétaire de la Fed ont continué à peser sur les marchés financiers, toujours aux prises avec la volatilité en avril. En outre, l'économie s'est contractée de manière inattendue au 1<sup>er</sup> trimestre, après six trimestres consécutifs de croissance. La Fed est de plus en plus inquiète et adopte une attitude encore plus restrictive. La vitesse et l'ampleur de la hausse des rendements obligataires ont provoqué une forte pression sur les prix des marchés actions et du crédit d'entreprises. Les rendements du Trésor ont augmenté de manière significative, tant sur les échéances courtes que longues. Le rendement à 10 ans a clôturé le mois en hausse de 60 points de base, à 2,94%, des niveaux jamais vu depuis 2018.

Les obligations notées Investment Grade ont davantage reculé que les obligations Haut Rendement depuis le début de l'année. Les prix du Haut Rendement corrigent tout de même de près de 9% sur l'année. La classe d'actifs connaît cependant un regain d'attractivité, du fait des prix décotés de façon indifférenciée et des rendements élevés. Le rendement de l'indice corporate américain a augmenté de 94 points de base, pour clôturer le mois à 6,49%.

A l'instar de leur homologues développés, la préoccupation prédominante des marchés émergents reste l'inflation. Celle-ci remet en question la santé économique globale et la capacité des consommateurs à dépenser. Sous l'effet de politiques agressives, tant de resserrement du crédit que de zéro Covid-19, la Chine a enregistré au 1<sup>er</sup> trimestre les sorties de capitaux les plus importantes de ces dernières années. Les confinements stricts de grandes villes, le risque perçu d'investir dans un pays dont les relations avec l'Occident se compliquent de jour en jour et les goulots d'étranglement des chaînes d'approvisionnement expliquent ce désamour. Ces facteurs pourraient se renforcer si l'épidémie de Covid-19 en Chine continue à se développer.

Sur les marchés du crédit émergents, le 1<sup>er</sup> trimestre a été très volatil et ce mois d'avril n'a rien fait pour briser la tendance baissière. Les spreads de crédit se sont élargis au cours du mois d'une ampleur rarement vue. Les performances ont été négatives dans tous les secteurs et, en termes de notation, les obligations Investment Garde ont davantage corrigé que les autres segments. L'incertitude liée à l'évolution de l'inflation et les réactions consécutives aux décisions de la Fed resteront les principaux facteurs de volatilité. Le rendement de l'indice corporate émergent s'établit en fin de mois à 9,95%.

Date de rédaction : 09/05/2022

## Entreprises en vue

### Paprec

Paprec, société française de recyclage, a publié de solides résultats pour l'exercice 2021, avec des ventes en hausse de 41,3% à 1,9 milliard d'euros, principalement en raison de la hausse des prix des matériaux recyclés et de l'augmentation des volumes. L'EBITDA a bondi de 48,9% pour atteindre 370 millions d'euros, avec une marge en hausse de 100 points de base à 19,6%. Ces résultats, associés à une amélioration substantielle de la génération de flux de trésorerie, ont permis de réduire l'effet de levier net de 0,5x, à 3x. A noter que la société a procédé à deux augmentations de capital en décembre 2021 et mars 2022, Matthieu Leclercq, fils du fondateur de Decathlon, est devenu actionnaire. La famille Petithuguenin reste actionnaire majoritaire. Lors de sa conférence téléphonique, le management a présenté des perspectives encourageantes malgré un environnement macroéconomique incertain.

### Avis

Avis, la plus grande société de location de voitures au monde, a publié des résultats record pour le 1<sup>er</sup> trimestre. L'activité s'est accélérée sur la 2<sup>ème</sup> partie du trimestre. La demande de voyages pour la zone Amériques a été la plus forte jamais enregistrée. Grâce à un volume et des prix favorables, le chiffre d'affaires du 1<sup>er</sup> trimestre a augmenté de 77% en glissement annuel et de 27% par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre 2019. Tous les segments ont contribué positivement. L'EBITDA international, qui était à la traîne par rapport au continent américain jusqu'à récemment, a publié le 1<sup>er</sup> trimestre le plus élevé de son histoire, tandis que la demande des entreprises a également bien rebondi, avec une période de location plus longue (et donc une rentabilité plus élevée) qu'avant la pandémie. Fin mars 2022, Avis a fait état d'un ratio de levier net de 1,3x, bien en dessous de son objectif à moyen terme de 3x-4x. La société a revu ses prévisions à la hausse après ce début d'année vigoureux et une surperformance continue en avril et début mai. L'accent pourrait désormais être mis sur la rémunération des actionnaires, avec l'annonce de l'augmentation de l'autorisation de rachat d'actions de 2 milliards de dollars.

### Avia Solutions Group

Avia Solutions Group, l'un des principaux fournisseurs européens de services aéronautiques, a publié des résultats solides pour le 4<sup>ème</sup> trimestre 21 et pour l'exercice 2021. En 2021, le chiffre d'affaires a augmenté de 46% à 1,015 milliard d'euros, tandis que l'EBITDA ajusté a augmenté de 42% à 155 millions d'euros. Le FCF est positif à 33 millions d'euros et les liquidités ont été renforcées par une émission d'actions privilégiées convertibles de 300 millions d'euros effectuée par Certares Compass LLC en fin d'année. Après cette augmentation, la société a atteint un ratio de levier net de 0,2x et est bien positionnée pour profiter des opportunités de croissance interne et externe, à mesure que la demande de fret et de transport aérien reprend. En 2021, la société a augmenté sa flotte de 54 à 93 avions, et ce chiffre pourrait atteindre 137 en 2022.

## Émissions primaires significatives du mois

### EUR

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Castle UK	7%	2029	GBP 425M	B1

### US

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Carvana	10.25%	2030	\$3.275Bn	CCC
VistaJet Global	7.875%	2027	\$500M	B-

### EM

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Arcos Dorados SLN	6.125%	2029	\$350M	Ba2
Natura Cosméticos	6%	2029	\$600M	BB

## Publications de notation

Atlantia	Moody's	↗	Ba1
Bilfinger SE	S&P	↗	BB+
Citycon	Fitch	↘	BB+
Derichebourg	Fitch	↗	BB+
Equinix	Moody's	↗	Baa2
Europcar	Moody's	↗	B3
Grünenthal	S&P	↗	BB-
LKQ	S&P	↗	BBB-
Loxam	S&P	↗	BB-
Oriflame	Fitch	↘	B
Paprec	Moody's	↗	B1
Sanef	Moody's	↘	Baa2
Scientific Games	S&P	↗	BB-
Warner Media	Fitch	↘	BBB-

Date de rédaction : 09/05/2022

## Evènements macro-économiques

**Zone Euro** : l'économie de la zone euro a connu une croissance trimestrielle de 0,2% au cours du 1<sup>er</sup> trimestre 2022, la plus faible depuis que l'UE est sortie de la récession en 2021. Elle est également inférieure aux attentes du marché, qui tablait sur une progression de 0,3%. Le taux d'inflation annuel est ressorti à 7,5% (contre 7,4% en mars) et atteint un nouveau record depuis 1997. La guerre en Ukraine et les sanctions contre la Russie ont contribué à faire monter les prix des produits de base.

**BCE** : la Banque centrale européenne n'a apporté aucune modification à ses principaux instruments de politique monétaire. Elle a confirmé le probable arrêt au 3<sup>e</sup> trimestre 2022 de ses achats nets d'actifs dans le cadre de son programme de soutien (APP).

**Allemagne** : les prix à l'importation ont bondi de 31,2% en glissement annuel, après une hausse de 26,3% en février. Ce nouveau chiffre dépasse les attentes du marché, à 28,6%. Il s'agit de la plus forte hausse annuelle des prix à l'importation depuis septembre 1974, alors que l'impact de la guerre russo-ukrainienne commence à se faire sentir.

**France** : la confiance des consommateurs a chuté de manière inattendue à 88 points en avril alors que les prévisions des analystes prévoyaient une hausse à 92 points. Il s'agit de la plus faible lecture depuis décembre 2018, bien en dessous de sa moyenne à long terme de 100. La guerre en Ukraine et la hausse de l'inflation ont pesé sur la confiance des consommateurs, préoccupés par la baisse du niveau de vie et la détérioration de la capacité d'épargne. Les craintes concernant le chômage sont à leur plus haut niveau depuis septembre 2021.

**Etats-Unis** : l'indice PMI a baissé à 58,5 points en avril, contre 65,9 points en mars, et a manqué les prévisions du marché de 62. Il s'agit de la plus faible lecture depuis novembre 2020, ce qui suggère un ralentissement de l'activité économique.

**Chine** : l'indice manufacturier est tombé à 46 en avril 2022, son plus bas niveau depuis 26 mois, contre 48,1 en mars. Il s'agit d'un chiffre inférieur aux prévisions du marché (47). Ce chiffre constitue également la troisième contraction de l'activité des usines chinoises depuis le début de l'année. L'épidémie de Covid-19 et les mesures strictes qui en découlent ont pesé sur l'économie.

**Colombie** : la banque centrale a relevé son taux d'intérêt de référence de 100 points de base supplémentaires pour le porter à 6%, conformément aux attentes du marché. Il s'agit de la 6<sup>ème</sup> hausse de taux depuis le début du resserrement monétaire mis en place en septembre 2021. Celle-ci a été motivée par les pressions élevées et persistantes sur les prix et par l'incertitude qui entoure les perspectives internationales. Le taux d'inflation annuel a atteint son plus haut niveau en six ans à 8,5%, soit près du triple de l'objectif de 3% fixé par la banque centrale.

Indices de marché (à fin avril)		Performance		Duration	Rendement
Haut Rendement		MTD*	YTD*	DTW*	YTW*
HE00	Haut Rendement Europe	-2.87%	-7.56%	3.68	5.21%
J0A0	Haut Rendement Etats-Unis	-3.65%	-8.01%	4.59	6.94%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	-2.89%	-7.05%	3.57	5.18%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	-3.57%	-7.90%	4.70	6.49%
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents Hors Financières	-2.68%	-13.99%	3.93	9.95%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	-2.77%	-7.89%	4.98	2.09%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	-4.97%	-12.33%	7.42	4.29%
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	-2.78%	-11.60%	5.69	4.35%
Obligations d'Etat					
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	-2.99%	-8.61%		0.94%
G402	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-4.04%	-10.27%		2.93%

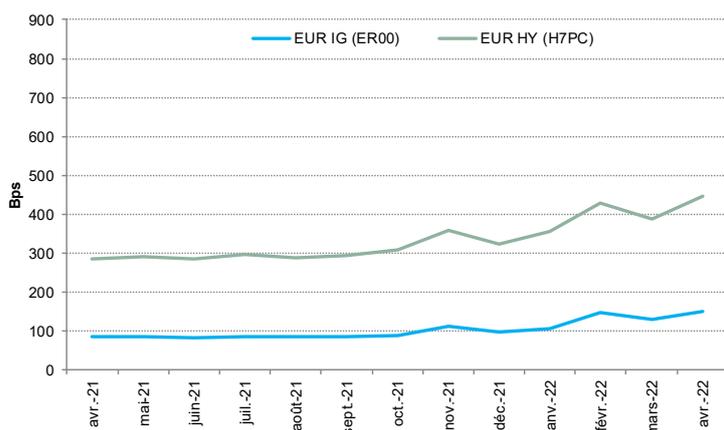
Inflation (à fin avril)		Avril	Mars	Février	6M	12M
Inflation réalisée						
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	7.50%	7.40%	5.90%	4.10%	1.60%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		8.50%	7.90%	6.20%	4.20%

\*MTD = Month-to-date, YTD = Year-to-date, DTW = Duration-to-worst, YTW = Yield-to-worst

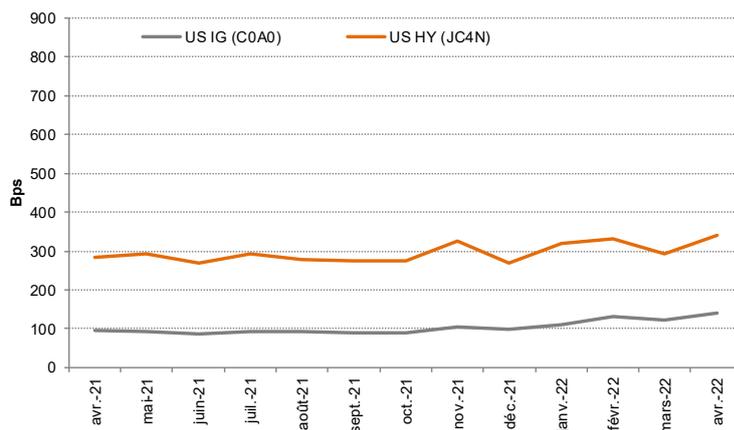
Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 09/05/2022

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads		Avril	Mars	Février	12 mois
<b>Europe</b>					
ER00	Investment Grade Europe	146	127	146	84
HE00	Haut Rendement Europe	458	410	450	311
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	444	395	431	294
ER30	Titres notés A Europe	123	107	123	71
ER40	Titres notés BBB Europe	173	151	170	98
HE10	Titres notés BB Europe	364	323	358	241
HE20	Titres notés B Europe	592	525	586	416
<b>Etats-Unis</b>					
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	139	121	128	90
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	410	361	389	339
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	364	323	353	303
C0A3	Titres notés A Etats-Unis	112	96	100	67
C0A4	Titres notés BBB Etats-Unis	172	151	160	113
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	303	267	298	252
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	453	404	436	387
<b>Pays Emergents</b>					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	166	163	206	152
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	723	760	863	545
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	120	120	118	108
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	228	221	308	202
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	390	383	497	361
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	896	921	1218	712

Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 09/05/2022

Anaxis Asset Management

Anaxis est le spécialiste de la gestion crédit robuste pour les investisseurs convaincus des mérites de la gestion fondamentale basée sur la connaissance approfondie des sociétés. Depuis plus de dix ans, Anaxis se concentre sur la gestion crédit et a développé une expertise et des méthodes d'une fiabilité reconnue par ses clients.



Anaxis Asset Management

9 rue Scribe  
75009 Paris

+33 (0)9 73 87 13 20  
info@anaxiscapital.com

www.anaxiscapital.com

