

# Corporate Credit Monthly Update

## Février 2022

Dans la zone Euro, plusieurs facteurs ont pesé sur le sentiment de marché. La hausse des coûts de l'énergie et son impact potentiel ont continué à préoccuper les investisseurs. Les risques géopolitiques sont également passés au premier plan, avec l'accumulation de troupes russes aux frontières de l'Ukraine. Enfin, tout début février, le discours de la Présidente de la BCE a surpris en Europe, Mme Lagarde indiquant une forte probabilité de hausse des taux dès cette année. Automatiquement, la courbe des taux s'est déplacée d'environ 50 points de base vers le haut.

Dans cet environnement, les marchés obligataires européens ont baissé. Les durations longues ont bien évidemment été les plus touchées, ainsi que les obligations moins bien notées. Le rendement du Bund allemand a atteint son plus haut niveau depuis près de trois ans, et a clôturé le mois de janvier en terrain positif à 0,026%. En augmentation de 52 points de base, le rendement de l'indice corporate européen s'établit à 3,45%.

Aux Etats-Unis, la principale inquiétude du mois a été de nouveau l'inflation. Celle-ci a atteint ses niveaux les plus élevés sur les quarante dernières années. La hausse continue de l'inflation a exacerbé la volatilité sur les marchés et ceux-ci anticipent désormais que la Fed relèvera ses taux de manière plus agressive que prévu. Les Fed Funds Futures prévoient cinq hausses d'ici la fin de l'année. Le changement de ton de la Fed a provoqué une réaction négative sur l'ensemble des marchés financiers américains, avec notamment une hausse des rendements obligataires et un élargissement des spreads de crédit. Les rendements ont augmenté pour toutes les échéances des bons du Trésor, avec des hausses plus importantes pour les échéances courtes. Le rendement à 10 ans est quant à lui passé de 1,51% à 1,78% au cours du mois.

Le prix du pétrole est en hausse de +17,7% sur janvier et a poursuivi sa marche vers la barre des 100 dollars. Le WTI s'établit à fin de mois à 88,1 dollars le baril. La dette d'entreprise à Haut Rendement, qui s'était très bien comportée en 2021, a connu elle aussi un mois difficile.

Elle a dans un premier temps résisté à la baisse des marchés actions et à la hausse des rendements des bons du Trésor, avant de capituler avec l'élargissement des spreads. Dans ce contexte, le rendement de l'indice corporate américain a augmenté de 98 points de base, pour clôturer le mois à 4,90%.

Les marchés émergents ont également été touchés par les préoccupations croissantes concernant l'inflation et la position de plus en plus restrictive de la Fed. Un nombre important de banques centrales des pays émergents ont elles aussi relevé leurs taux d'intérêt. La Banque populaire de Chine a cependant continué d'assouplir sa politique monétaire, afin de faire face au ralentissement de la croissance du pays. Les investisseurs ont eu du mal à digérer ce nouvel environnement, ainsi que l'exacerbation des tensions géopolitiques en Europe de l'Est. En Ukraine, le marché semble désormais exclure une invasion à grande échelle, mais le doublement du prix des CDS russes et la chute du taux de change du rouble par rapport au dollar américain ont rappelé qu'une telle action serait sévèrement sanctionnée par le marché.

Le marché primaire émergent est resté plus calme que prévu en janvier, dans ce contexte de hausse globale de la volatilité. Les marchés émergents demeurent sous pression à court terme avec le resserrement des politiques des banques centrales. Les perspectives sont cependant favorables, avec des fondamentaux des émetteurs à des niveaux sains et des flux entrants qui devraient se renforcer si la situation se stabilise. Les flux de souscriptions dans la dette émergente ont été positifs sur le mois, à 4,5 milliards de dollars. La Chine domine néanmoins ces flux (+9 milliards de dollars), tandis que le reste des pays émergents a enregistré des sorties nettes (-4,5 milliards de dollars). Le rendement de l'indice corporate émergent s'établit en fin de mois à 8,76%.

*Date de rédaction : 07/02/2022*

## Entreprises en vue

### Tendam

Tendam, le détaillant espagnol, a annoncé un solide 3<sup>e</sup> trimestre 21-22 avec un chiffre d'affaires en hausse de 31,2%. L'EBITDA a également augmenté de manière significative à 33 millions d'euros, contre 4 millions l'année précédente, grâce à une reprise des ventes sur toutes les marques et à l'amélioration des marges brutes. Les flux de trésorerie ont bénéficié de la très bonne trajectoire sur les bénéfices, avec des FCF positifs, ce qui a permis de réduire le levier net d'endettement à 3,3x. Le management a déclaré que le versement de dividendes n'était pas à l'ordre du jour et qu'il se concentrait sur le désendettement de la société. Le conseil d'administration de Tendam n'a pas pris de décision concernant le refinancement de la structure du capital, qui arrivera à échéance en 2024. La société a réalisé dans son ensemble des performances exceptionnelles au cours du trimestre, malgré des défis persistants sur sa chaîne d'approvisionnement et l'inflation sur les matières premières.

### AMC Entertainment

AMC Entertainment, l'un des principaux exploitants de salles de cinéma aux États-Unis, a publié des résultats meilleurs que prévu au 4<sup>e</sup> trimestre 2021. Pour ce trimestre, le chiffre d'affaires publié n'est que de 20% en-dessous de son niveau pré-Covid, une amélioration séquentielle par rapport au trimestre précédent. Plus important encore, la génération de trésorerie d'exploitation est redevenue positive, comme attendu certes, mais dans une mesure beaucoup plus importante que précédemment anticipé par la société (+217 millions de dollars, contre « tout juste positif »). La fin de l'année a été marquée par la sortie du film à succès *Spider-Man : No Way Home*, qui a généré 573 millions de dollars de revenus au niveau national entre sa sortie et le 31 décembre 2021. Cet ensemble de résultats solides offre une lecture positive pour les autres exploitants de salles de cinéma américaines, mais aussi pour d'autres secteurs en réouverture (loisirs, casino, restaurants).

### Alsea

Alsea, l'un des principaux exploitants mexicains des franchises Starbucks, Domino's Pizza et Burger King, est venu deux fois sur le marché du haut rendement au cours des deux derniers mois. En décembre 2021, la société a émis 500 millions de dollars d'obligations de premier rang non garanties à échéance 2026 pour refinancer ses prêts bancaires à court terme. En janvier 2022, la société a émis 300 millions d'euros d'obligations à échéance 2027 pour refinancer ses facilités bancaires européennes. Alsea bénéficie d'accords à long terme avec des marques fortes et a diversifié ses activités dans 11 pays, tout en restant principalement exposée au Mexique, son pays d'origine (56% des ventes LTM au 3<sup>e</sup> trimestre 21). En 2021, la reprise a été rapide, avec la quasi-totalité de ses magasins désormais ouverts et une marge d'EBITDA en hausse par rapport à la période pré-Covid. La société est cotée à la bourse mexicaine et a mis en place des pratiques de gouvernance d'entreprise bien définies, ainsi que d'une politique financière prudente (elle vise un ratio dette nette/EBITDA de 2,5x-3,0x).

### Émissions primaires significatives du mois

#### EUR

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Edreams	5.50%	2027	EUR 375M	Caa1
Voyage Care	5.875%	2027	GBP 250M	B+

#### US

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Bausch Health	6.125%	2027	\$1.00Bn	BB
CHS/Community Health	5.25%	2030	\$1.535Bn	B

#### EM

Émetteur	Coupon	Maturité	Montant	Note
Alsea S.A.	5.50%	2027	EUR 300M	B1
Silknet	8.375%	2027	\$300M	B1

### Publications de notation

Avis Budget Group	S&P	↗	BB
CNH Industrial	Fitch	↗	BBB+
Elior	Moody's	↘	B1
Enagas	S&P	↘	BBB
Isabel Marant	Moody's	↗	B2
Nexi	S&P	↗	BB
OPAP	S&P	↗	BB-
Sazka	S&P	↗	BB-
Thermo Fisher	Moody's	↗	A3

Date de rédaction : 07/02/2022

## Evènements macro-économiques

**Zone Euro** : le PIB a augmenté de 0,3% au cours du dernier trimestre de l'année 2021, ce qui représente un net ralentissement par rapport à la croissance de 2,3% enregistrée au cours du 3e trimestre. Les différentes économies de la région ont souffert d'une recrudescence des cas de Covid-19 et des perturbations constantes sur la chaîne d'approvisionnement.

**Allemagne** : le taux de chômage a légèrement baissé pour le quatrième mois consécutif, à 5,1% en janvier, contre 5,2% en décembre 2021. Le nombre de chômeurs a diminué de 48 000 inscrits pour atteindre 2,345 millions, le plus bas niveau depuis mars 2020.

**France** : le taux d'inflation annuel devrait atteindre 2,9% en janvier, contre 2,8% en décembre, en raison notamment d'une nouvelle augmentation des prix de l'énergie. Ce taux s'établit ainsi à un niveau supérieur aux attentes du marché (2,4%). Il s'agit du taux le plus élevé depuis septembre 2008.

**Etats-Unis** : l'indice de confiance des consommateurs a été révisé à la baisse à 67,2 en janvier, son plus bas niveau depuis novembre 2011. Les prévisions d'inflation ont été confirmées à 4,9% pour l'année 2022.

**Chine** : l'indice PMI manufacturier est tombé à son plus bas niveau depuis 10 mois, et s'établit à 50,1 en janvier, contre 50,3 en décembre. L'indice est néanmoins resté au-dessus du seuil de 50, ce qui indique une amélioration continue, bien que modérée, des conditions commerciales.

**Afrique du Sud** : la banque centrale a relevé son taux de référence de 25 points de base pour le porter à 4% lors de sa réunion de janvier. Il s'agit de la deuxième hausse récente, décidée en grande partie en raison de l'augmentation des risques d'inflation.

**Turquie** : l'inflation a bondi, passant de 36% en décembre 2021 à près de 47% en janvier. Il s'agit du taux le plus élevé en 20 ans, alors que la lire continue de dégringoler, suite à la décision de la banque centrale de réduire les taux d'intérêt, et dans un contexte de flambées des prix et de contraintes d'approvisionnement.

Indices de marché (à fin janvier)		Performance		Duration	Rendement
Haut Rendement		MTD*	YTD*	DTW*	YTW*
HE00	Haut Rendement Europe	-1.53%	-1.53%	3.67	3.40%
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	-2.75%	-2.75%	4.41	5.22%
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	-1.48%	-1.48%	3.60	3.45%
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	-2.85%	-2.85%	4.53	4.90%
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents Hors Financières	-2.88%	-2.88%	3.80	8.76%
Investment Grade					
ER00	Investment Grade Europe	-1.32%	-1.32%	5.20	0.76%
COA0	Investment Grade Etats-Unis	-3.12%	-3.12%	7.99	2.80%
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	-2.11%	-2.11%	6.09	2.92%
Obligations d'Etat					
G4D0	Obligation d'Etat allemande à 10 ans	-1.36%	-1.36%		0.01%
G402	Obligation d'Etat américaine à 10 ans	-2.30%	-2.30%		1.78%

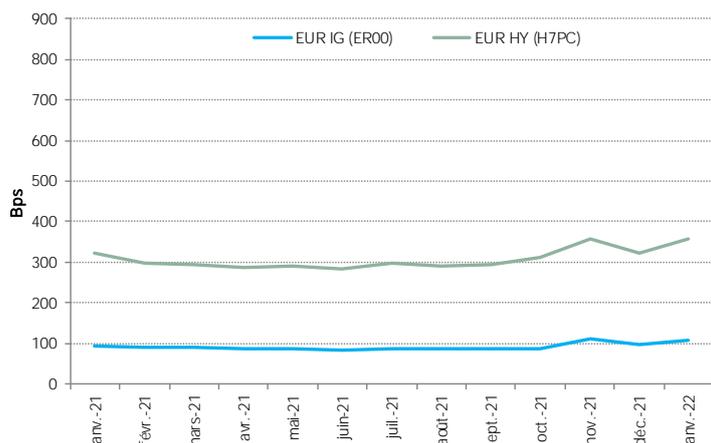
Inflation (à fin janvier)		Janvier	Décembre	Novembre	6M	12M
Inflation réalisée						
EUR CPI	Inflation réalisée en Europe (12 derniers mois glissants)	5.10%	5.00%	4.90%	2.20%	0.90%
US CPI	Inflation réalisée aux Etats-Unis (12 derniers mois glissants)		7.00%	6.80%	5.40%	1.40%

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

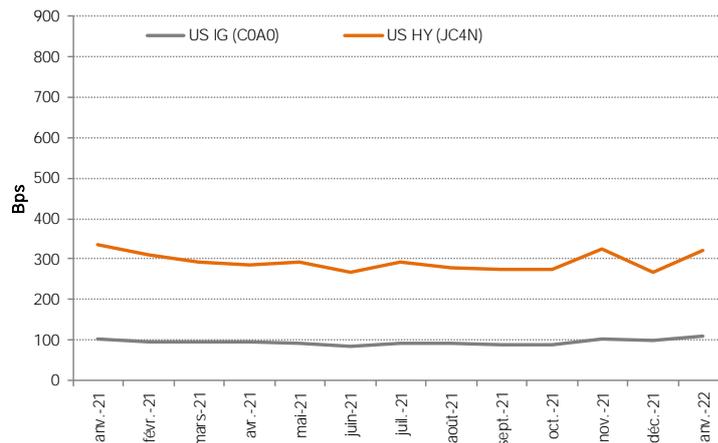
Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 07/02/2022

EUR Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



US Corporate Bond Spreads (OAS) by Index



Corporate Bond Spreads		Janvier	Décembre	Novembre	12 mois
<b>Europe</b>					
ER00	Investment Grade Europe	106	97	110	94
HE00	Haut Rendement Europe	374	341	381	355
H7PC	Haut Rendement Europe BB/B Hors Financières	363	332	368	328
ER30	Titres notés A Europe	91	84	96	79
ER40	Titres notés BBB Europe	123	112	125	112
HE10	Titres notés BB Europe	293	269	299	274
HE20	Titres notés B Europe	506	455	505	457
<b>Etats-Unis</b>					
C0A0	Investment Grade Etats-Unis	107	95	100	97
JOA0	Haut Rendement Etats-Unis	373	322	379	384
JC4N	Haut Rendement Etats-Unis BB/B Hors Financières	340	290	346	343
C0A3	Titres notés A Etats-Unis	84	74	79	74
C0A4	Titres notés BBB Etats-Unis	133	119	124	122
JUC1	Titres notés BB Etats-Unis	286	235	285	286
JUC2	Titres notés B Etats-Unis	418	375	436	436
<b>Pays Emergents</b>					
EMIC	Investment Grade Pays Emergents	148	138	152	152
HYEF	Haut Rendement Pays Emergents	740	762	806	560
EMAQ	Titres notés A Pays Emergents	105	103	107	118
EM2B	Titres notés BBB Pays Emergents	200	183	207	194
EM3C	Titres notés BB Pays Emergents	402	410	444	358
EM6B	Titres notés B Pays Emergents	1017	935	958	727

Source : Merrill Lynch

Date de rédaction : 07/02/2022

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

