

Les indicateurs du marché obligataire (au 30/04/2025)

Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
Etats-Unis	3,60%	3,73%	4,16%
Var 2024	-1,02	-0,49	-0,04
Allemagne	1,69%	1,99%	2,44%
Var 2024	-1,16	-0,34	+0,15
France	1,85%	2,39%	3,17%
Var 2024	-0,99	-0,26	+0,36
Italie	1,99%	2,71%	3,56%
Var 2024	-1,44	-0,52	-0,12

Évolution des primes de risques



Performance des indices

Indices Euro*	Var 2025
High Yield	0,76%
Obligations AT1	0,91%
Hybrides corporates	1,11%
Subordonnées financières	1,17%
Obligations d'entreprises	1,08%
Obligations Euro	0,81%
Obligations d'État	0,69%

* Indices iBoxx correspondants

Sources : Bloomberg et Auris Gestion. Données au 30/04/2025

Contexte de marché

L'évolution des taux d'intérêt

Si les taux longs européens sont repartis à la baisse en avril, il convient de rester prudent et de garder en mémoire les fortes tensions observées au 1^{er} trimestre. Pour rappel, en mars, on avait ainsi observé la plus forte hausse journalière sur le Bund depuis 1990 ! L'étincelle qui avait mis le feu aux poudres : le « quoi qu'il en coûte » allemand qui consiste en un fonds de 500 Mds€ pour moderniser les infrastructures et un abandon du sacro-saint frein à la dette (déficit budgétaire annuel limité à 0,35 % du PIB) pour les dépenses de défense. Mais ce n'est pas tout, en parallèle, la Commission Européenne avait annoncé un programme d'investissement de 800 Mds€ pour renforcer les capacités de défense du continent. Ces annonces ne sont pas de nature à rassurer sur les déficits, d'autant que certains pays n'ont pas les marges de manœuvre pour les alourdir durablement... Sur le trimestre, les 10 ans allemand et français ont ainsi fini en hausse de +37 et +26 bps pour clôturer à 2,74% et 3,45%. Ce mouvement s'est par ailleurs accompagné d'une forte repentification de la courbe des taux. Dans ce contexte, la BCE avait abaissé ses taux deux fois au cours du trimestre. Les membres restent confiants quant au retour de l'inflation vers l'objectif de moyen terme mais la trajectoire de croissance européenne reste incertaine. Celle-ci affiche d'ailleurs des premiers signes de reprise : le point bas sur l'activité pourrait bel et bien être dépassé.

Aux États-Unis, la situation est très différente. Si, pour certains, les droits de douane représentent un outil de négociation pour l'administration Trump, il n'en demeure pas moins que les nombreux allers-retours ont inquiété les consommateurs américains. Les ventes au détail étaient mal orientées et à des niveaux assez faibles tandis que les indices de confiance se sont dégradés nettement (US Empire State Manufacturing Survey à -20 en mars versus -2 attendu). L'impact au niveau des anticipations d'inflation était aussi notable : +4,9% à 1 an versus +4,3% attendu comme en février ! Compte tenu du manque de visibilité sur les prix mais également sur le marché de l'emploi, il n'est pas étonnant que la Fed soit restée prudente, conservant ses taux directeurs inchangés. Néanmoins, un ralentissement nettement plus marqué de l'économie pourrait l'inciter à reprendre son assouplissement monétaire dès le deuxième trimestre. D'ailleurs le récent « dots plot » indique 2 baisses des taux en 2025.

Le marché du crédit

Le marché du crédit a été chahuté en avril mais il était néanmoins relativement résilient au premier trimestre. Les sources de tensions ne manquaient pourtant pas (pression historique sur les taux, inquiétudes sur la croissance américaine, escalade de la guerre commerciale...) mais l'écartement des spreads est resté très modéré : +6 et +15 bps sur le trimestre pour les indices iTraxx Main et Xover. Les tensions géopolitiques persistantes n'ont, encore une fois, eu que peu d'impact sur les spreads de crédit. Des tractations sont à l'œuvre entre l'Ukraine et la Russie, mais aucun accord ne semble prêt à aboutir dans l'immédiat tandis qu'au Moyen-Orient, la trêve négociée mi-janvier, n'a été que de courte durée. A noter néanmoins, le secteur automobile a de nouveau été sous pression car fortement exposé au risque de tarifs douaniers. Enfin, soulignons que la tension sur les spreads a été plus notable aux États-Unis, reflet de la divergence de dynamique entre les deux zones.

Le premier trimestre est ainsi resté globalement favorable pour le segment obligataire, bien que les performances soient très disparates. Le High Yield ressort en hausse de +0,6% à la faveur du contexte résilient sur les spreads et d'un risque idiosyncratique plus faible. La majorité des émetteurs arrivent, en effet, à se refinancer sans difficultés. Les hybrides et les Cocos se sont également bien comportés (+0,94% et +0,48% sur le trimestre). Si les titres les plus longs ont été sous pression face au mouvement sur les taux, ils se sont vite repris avec le retour de nombreux acheteurs. Enfin, l'Investment Grade et les obligations souveraines ont été, sans surprise, pénalisées par le contexte sur les taux avec des performances sur le trimestre de respectivement -0,82% et -1,23%.

Enfin, le marché primaire a été très dynamique en ce début d'année bien que plus calme au cours du mois de mars. Les métriques de placement sont restées solides avec des taux de couverture satisfaisants mais les investisseurs se sont montrés plus sensibles au spread, notamment en fin de trimestre avec des primes d'émission plus élevées. Après un mois de janvier dynamique, les volumes sur le High Yield et les hybrides se sont fortement amenuisés. On notera néanmoins les émissions opportunistes de Forvia et Schaeffler qui se sont bien déroulées et les refinancements en hybrides de Eurofins et Unibail.



Notre positionnement

Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Ce premier trimestre s'est avéré très mouvementé mais certains segments se sont, de nouveau, bien comportés. Les actifs les plus risqués (Hybrides, Coco, High Yield...) affichent ainsi des performances positives. En parallèle, les taux de rendement restent historiquement attractifs avec en moyenne 6% sur le High Yield et 3,6% sur l'Investment Grade. Dans ce contexte, nous privilégions :

- de rester prudent sur la durée via une exposition à des **points de courbe intermédiaires**, afin de tenir compte des tensions contradictoires s'exerçant sur les taux longs (risque de récession versus stimulus budgétaire) ;
- un positionnement davantage marqué sur les **dettes subordonnées d'émetteurs Investment Grade** afin de capter la prime de subordination tout en restant exposé à des noms de bonne qualité. Plus spécifiquement sur les Cocos, nous préférons celles émises par les « champions nationaux » qui offrent un couple rendement/risque très attractif, nous restons confiants sur les RT1 (Cocos émises par des assureurs) malgré la forte tension observée en mars ;
- une approche **sélective mais aussi opportuniste sur le segment High Yield**. Les spreads de crédit se sont fortement resserrés mais le portage reste intéressant, le risque de refinancement s'éloigne et le marché primaire peut offrir de belles primes d'émission.

Notre gamme s'est, de nouveau, bien comportée. Notre sélection prudente sur les actifs risqués nous a permis de capter le portage attractif, compensant ainsi l'impact négatif de la hausse des taux sur la poche Investment Grade.

Focus sur KILOUTOU

Kiloutou

Kiloutou est le numéro 3 européen, et numéro 2 français, de la location d'équipement et outillage auprès notamment des secteurs du bâtiment et des travaux publics. Depuis 2014, le groupe se concentre sur sa stratégie de développement à l'international avec notamment deux acquisitions notables : GSV au Danemark et Grupo Vendap au Portugal. Ces opérations lui ont permis de dépasser 1 Md euros de chiffre d'affaires annuel et d'avoir désormais une réelle stature paneuropéenne avec 37% des revenus réalisés à l'étranger. Kiloutou est détenu en majorité par les fonds d'investissement HLDI et HLD qui se présentent comme des investisseurs de long terme.

Actualités

Par nature, Kiloutou est exposé aux cycles de la construction, puisqu'environ 60 % de ses revenus sont liés à ce secteur. Pourtant, le groupe affiche une bonne résilience de ses revenus, avec seulement trois années de baisse du chiffre d'affaires depuis 2005, grâce notamment à une exposition limitée aux nouvelles constructions résidentielles. À noter, le chiffre d'affaires de Kiloutou a dépassé pour la première fois la barre du milliard d'euros en 2022, porté notamment par l'accélération de son développement en Europe, suite au rachat de GSV au Danemark et, dans une moindre mesure, de Grupo Vendap au Portugal. La rentabilité est également au rendez-vous, avec une marge d'EBITDA qui est, dans la majorité des cas, supérieure à 30 % depuis 2017. L'activité de Kiloutou est fortement capitalistique, nécessitant des investissements importants pour entretenir et développer la flotte, ce qui peut peser sur la génération de cash flows. Néanmoins, le groupe affiche une très bonne flexibilité sur ses dépenses d'investissement qui peuvent ainsi être réduites afin de protéger la trésorerie. Celle-ci est d'ailleurs confortable, avec 79 M€ à fin septembre 2024 et une ligne de crédit disponible de 180 M€. Au niveau de la dette, celle-ci a été en hausse au cours des dernières années pour financer la croissance externe, mais le groupe se montre à l'aise avec le levier actuel d'environ 4,0x, son ratio cible. Enfin, notons qu'après une solide performance en 2023, Kiloutou a maintenu sa trajectoire positive en 2024.

Point sur les obligations

Le groupe est assez dynamique sur la gestion de sa dette. Il a ainsi refinancé début 2025 ses obligations de maturité 2026 dans de bonnes conditions. Avec cette opération, quasiment toutes les échéances financières ont été repoussées à 2030.

Obligation détenue dans nos fonds

	Prix (%)	Notation	Rendement
Kiloutou 5% 04/2031	99,81 (émission à 100)	B+	5,10% à maturité

Points forts

- Un des leaders sur le marché européen et français, renforcée par ses récentes acquisitions
- Bonne rentabilité avec une très bonne marge d'EBITDA
- Management expérimenté
- Liquidité confortable

Points faibles

- Concentration encore significative en France
- Endettement relativement élevé (levier de 4x environ) mais maîtrisé par le groupe
- Secteur cyclique mais flexibilité au niveau des capex