



Credito High Yield: un approccio short-duration per combinare rendimento e protezione dai tassi

Lorenzo Gazzoletti
Deputy CEO Oddo BHF Asset Management



Oddo BHF AM è la filiale di gestione degli attivi del Gruppo Oddo ed è il marchio comune di due società di gestione giuridicamente separate: Oddo Meriten AM SAS (Francia) e Oddo Meriten AM GmbH (Germania).

Il presente documento, a carattere promozionale, è redatto da Oddo Meriten Asset Management S.A.. **La sua distribuzione agli investitori è responsabilità di ciascun rivenditore, distributore o consulente. Si invitano i potenziali investitori a rivolgersi ad un consulente d'investimento prima di sottoscrivere i fondi regolamentati dalla Autorité des Marchés Financiers (AMF) o dalla Commission de surveillance des services financiers (CSSF). Si informano gli investitori che il fondo presenta un rischio di perdita del capitale, oltre che un certo numero di rischi legati agli strumenti/alle strategie in portafoglio. In caso di sottoscrizione, gli investitori devono obbligatoriamente consultare il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID) o il prospetto dell'OIC, al fine di assumere piena consapevolezza degli eventuali rischi.** Il valore dell'investimento è soggetto a variazioni sia positive che negative e potrebbe non essere interamente restituito. L'investimento deve avvenire in base agli obiettivi d'investimento, all'orizzonte d'investimento e alla capacità di far fronte ai rischi legati all'operazione. Oddo Meriten AM SAS non potrà inoltre essere ritenuta responsabile di danni diretti o indiretti derivanti dall'utilizzo della presente pubblicazione o delle informazioni in essa contenute. Le informazioni vengono fornite a titolo indicativo e in ogni momento possono subire modifiche senza preavviso.

Si ricorda che i risultati ottenuti nel passato non sono indicativi dei risultati futuri e possono variare nel tempo. Essi vengono presentati al netto delle spese, ad esclusione delle eventuali commissioni di sottoscrizione acquisite dal distributore e delle imposte locali. Le opinioni contenute nel presente documento esprimono le nostre previsioni di mercato al momento della pubblicazione del documento. Esse possono variare in funzione delle condizioni di mercato e non comportano in alcun caso la responsabilità contrattuale di Oddo Meriten AM SAS.

I KIID e i prospetti sono disponibili gratuitamente presso Oddo Meriten AM SAS su www.oddomeriten.eu o richiedendoli ai distributori autorizzati. Il rendiconto annuo e il rapporto semestrale sono disponibili gratuitamente presso Oddo Meriten AM SAS o sul sito Internet www.oddomeriten.eu



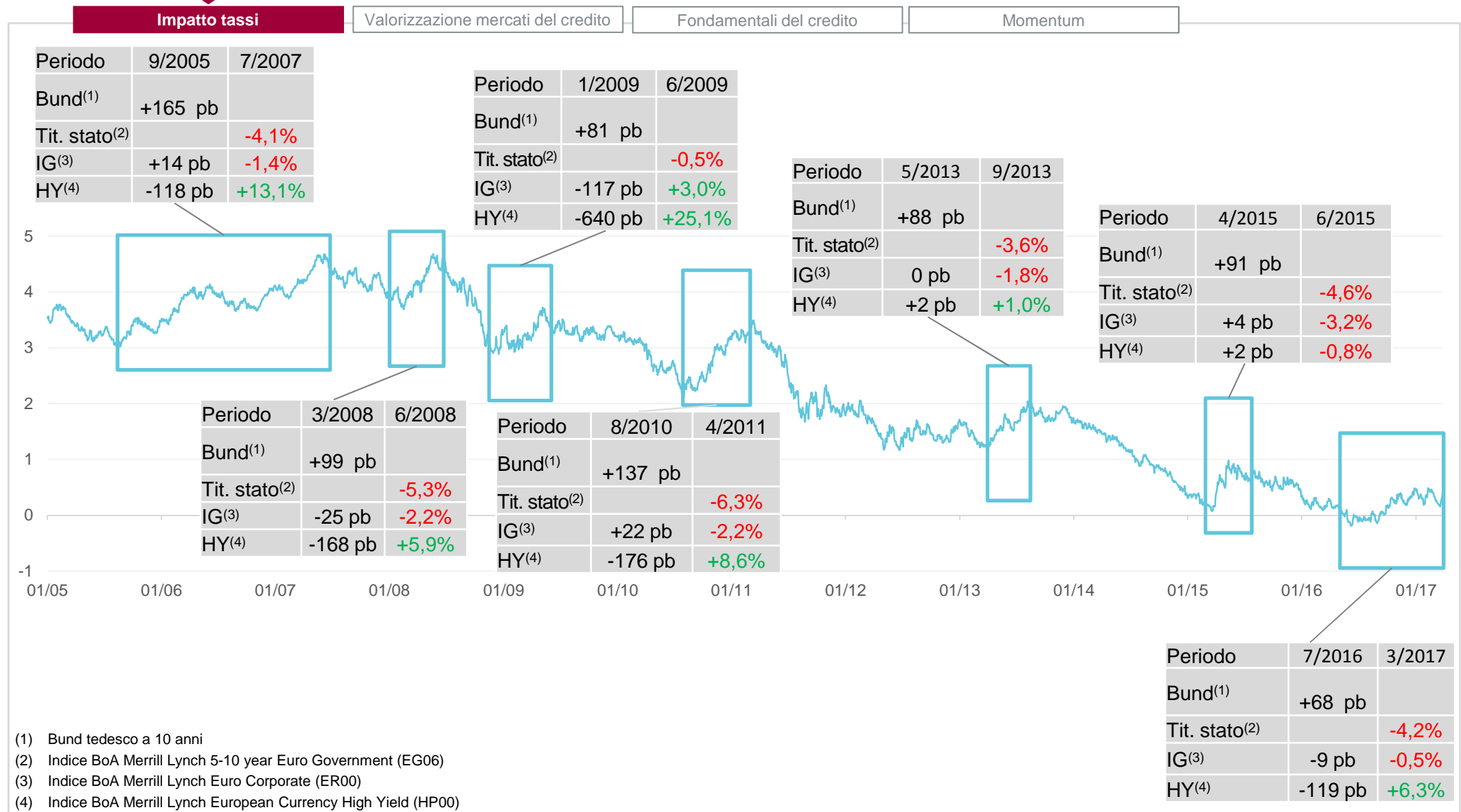
1. La nostra view del mercato High-Yield

2. La Filosofia “Short-Duration High-Yield”

3. Il nostro processo d’investimento, tra rendimento e volatilità

Impatto dell'aumento dei tassi sui mercati obbligazionari

Le obbligazioni high yield rendono in periodi di aumento dei tassi



I risultati ottenuti nel passato non sono un'indicazione affidabile di quelli futuri e possono variare nel tempo.

Fonte: Bloomberg e BoA ML, Oddo Meriten AM GmbH, aprile 2017



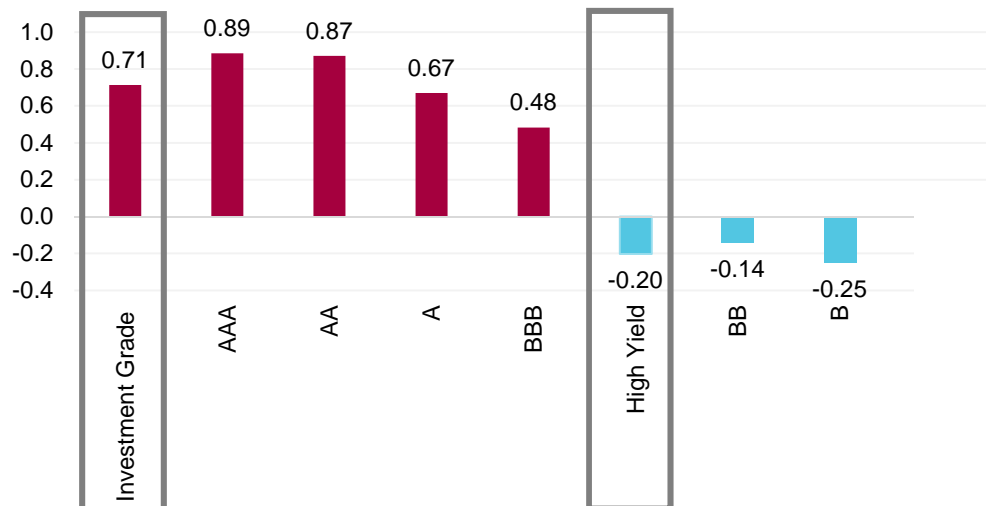
Impatto tassi

Valorizzazione mercati del credito

Fondamentali del credito

Momentum

Correlazione media su 10 anni* con i titoli tedeschi



Punti morti a 12 mesi dei principali segmenti obbligazionari

Al 11/05/2017

	Bund tedesco a 10 anni	Credito Euro Investment Grade ¹	High Yield Euro	
			BB ²	B ³
Rendimento nel peggiore dei casi ("yield to worst")	0,41	0,88	2,35	3,44
Duration nel peggiore dei casi ("duration to worst")	9,6	5,23	3,13	2,07
Punto morto (a 12 mesi) (in base ai dati nella peggiore configurazione possibile al 11/05/2017)	4 pb	17 pb	75 pb	166 pb

- Maggiore è la qualità del credito, più grande sarà la correlazione dell'indice ai titoli di stato tedeschi
- I titoli High Yield mostrano una correlazione negativa con le obbligazioni tedesche (-0,2 in media)

I risultati ottenuti nel passato non sono indicativi di quelli futuri e possono variare nel tempo.

*Settembre 2007 - Marzo 2017 | Analisi basata sull'indice BofA ML: correlazione tra l'indice di credito Investment Grade EUR (ER00) e l'indice dei titoli di stato tedeschi a 5-7 anni (G3D0), correlazione tra l'indice di credito AAA Euro Corporate (ER10) e l'indice dei titoli di stato tedeschi a 5-7 anni (G3D0), correlazione tra l'indice BBB Euro Corporate (ER40) e l'indice dei titoli di stato tedeschi a 5-7 anni (G3D0), correlazione tra l'indice di credito High Yield EUR (HE00) e l'indice dei titoli di stato tedeschi a 3-5 anni (G2D0), correlazione tra l'indice di credito High Yield EUR BB (HE10) e l'indice dei titoli di stato tedeschi a 3-5 anni (G2D0), correlazione tra l'indice di credito High Yield EUR B (HE20) e l'indice dei titoli di stato tedeschi a 1-3 anni (G1D0), |

¹ Indice BoA Merrill Lynch Euro Corporate (ER00); ² Indice BoA Merrill Lynch BB Euro high yield (HP10); ³ Indice BoA Merrill Lynch B Euro high yield (HP20)

Fonti: BofA ML, Oddo Meriten AM GmbH | Dati al 24/03/2017 (sinistra) | Dati al 11/05/2017 (destra)

Tasso di default e spread

Gli spread dell'high yield hanno toccato il fondo?



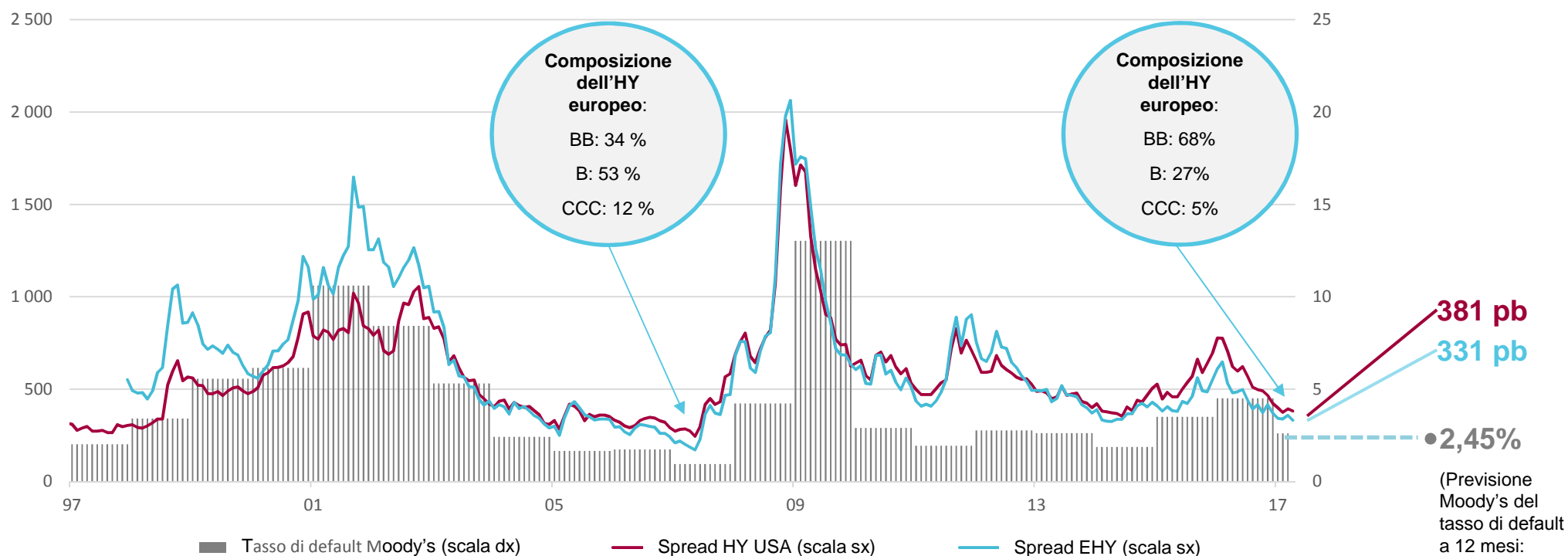
Impatto tassi

Valorizzazione mercati del credito

Fondamentali del credito

Momentum

Tassi di default nel mondo e spread dell'HY americano* ed europeo**



- Gli spread rappresentano un indicatore avanzato di un anno per le tendenze dei default
- Gli spread USA ed europei si muovono in parallelo dal 2002
- Gli spread sono lontani dai minimi in Europa (172 pb nel 2007) e negli Stati Uniti (245 pb nel 2007)

* Spread dell'indice BofA Merrill Lynch US High Yield Master II Constrained rispetto ai buoni del tesoro americano; ** Spread dell'indice BofA Merrill Lynch Euro High Yield Bond Fixed Rate Constrained poi, a partire dal 2007, dell'indice BofA Merrill Lynch Euro High Yield Bond Fixed Floating Rate Constrained; Fonte: Moody's (Dati al 31/03/2017); BofA Merrill Lynch; Oddo Meriten Asset Management GmbH | Dati al 30/04/2017



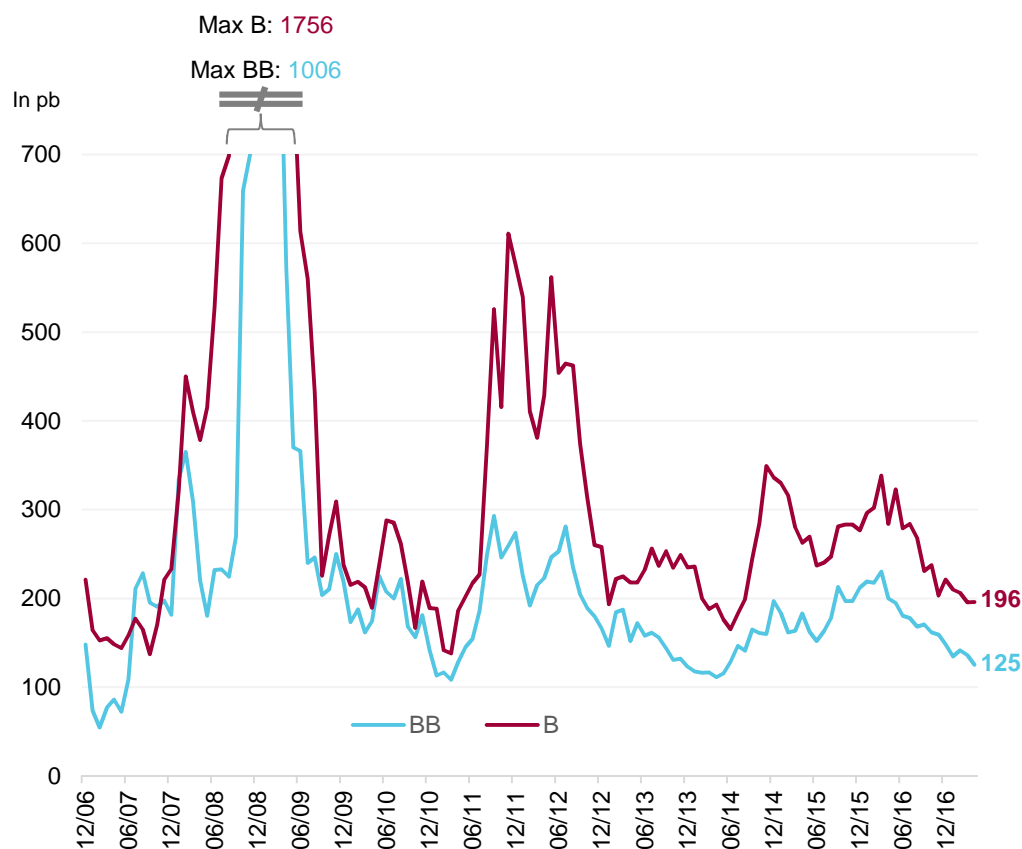
Impatto tassi

Valorizzazione mercati del credito

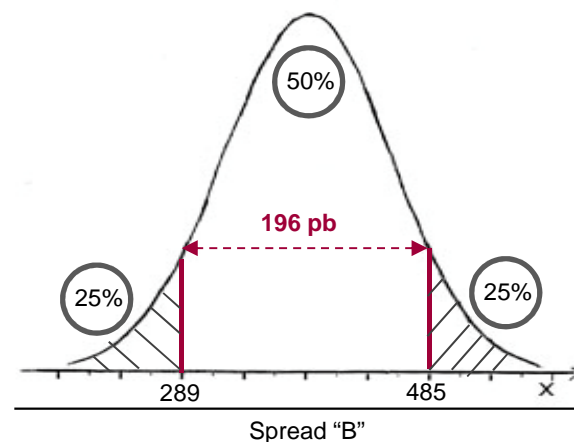
Fondamentali del credito

Momentum

Dispersione degli spread "BB" e "B" tra il 25° e il 75° percentile



- La dispersione degli spread "B" e "BB" tra il 25° e il 75° percentile è particolarmente stretta e tocca i livelli più bassi da 10 anni a questa parte
- È indispensabile preferire la gestione attiva per approfittare di una scelta efficiente di titoli di credito: i crediti più solidi tenderanno a sovraperformare.



*

Fonte: Indice BofA ML Fixed & Floating High Yield constrained (HEAC); Oddo Meriten Asset Management GmbH, Bloomberg | Dati al 28/04/2017
Le presenti informazioni sono fornite unicamente a scopo illustrativo e non devono essere interpretate come una consulenza all'investimento.

Valorizzazione degli spread high yield europei “B” e “BB”



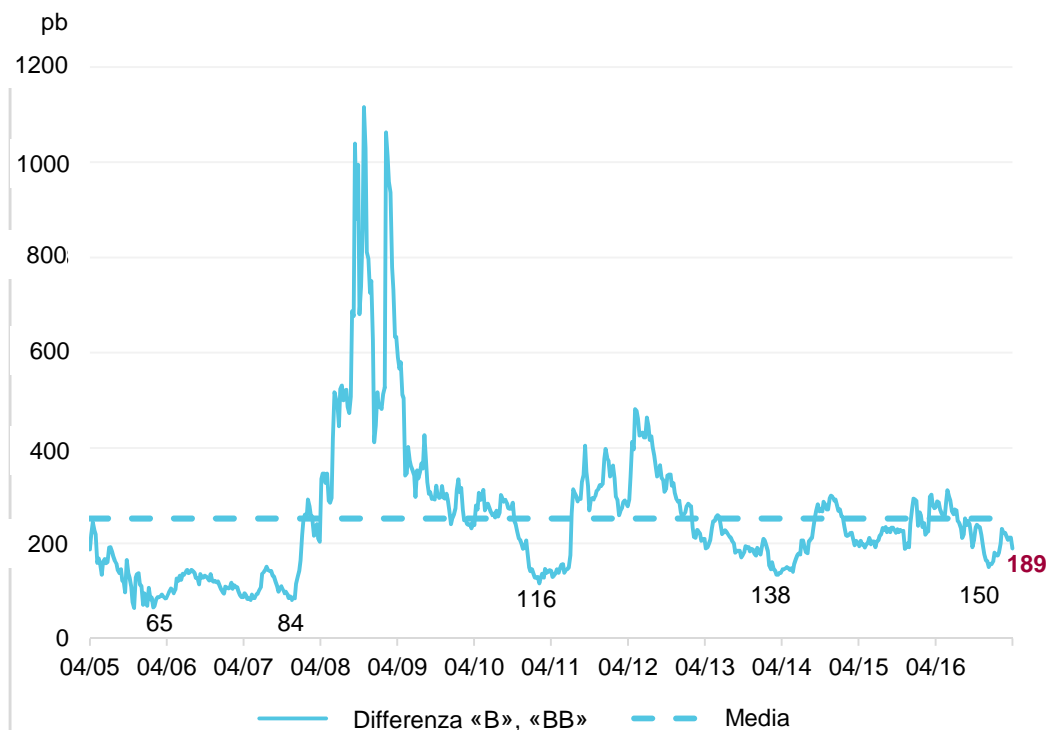
Impatto tassi

Valorizzazione mercati del credito

Fondamentali del credito

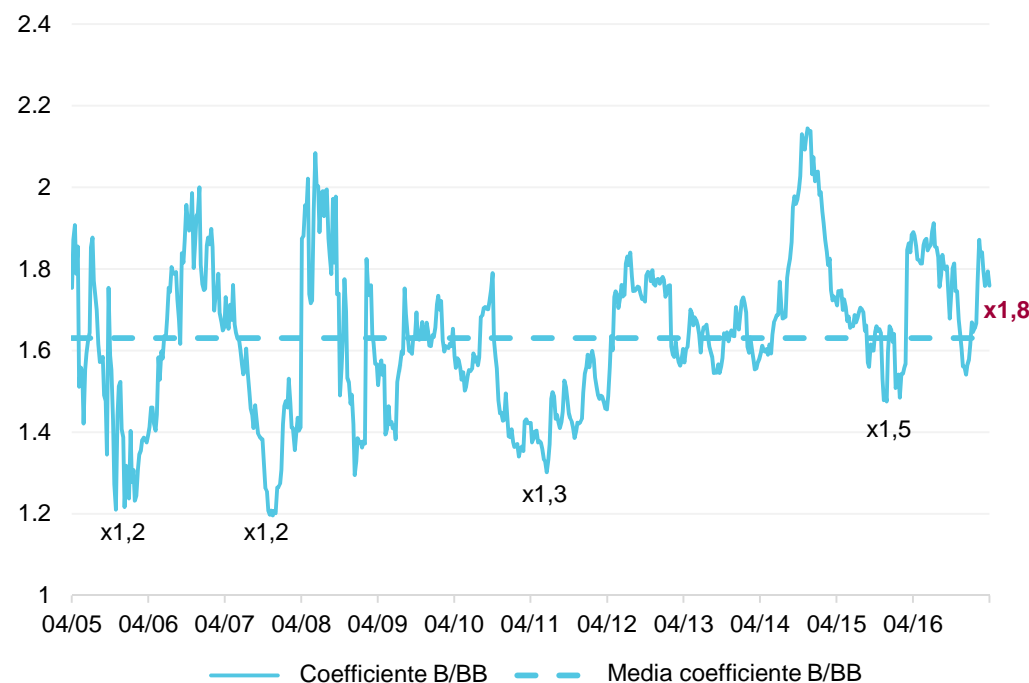
Momentum

Differenza tra gli spread “B”¹ e “BB”²



- La differenza tra gli spread “B” e “BB” è inferiore alla sua media a lungo termine (252 pb) pur restando al di là dei punti bassi

Coefficiente di spread “B”¹/“BB”²



- Il coefficiente degli spread “B” rispetto agli spread “BB” resta corretto e superiore alla sua media a lungo termine

¹ BoA Merrill Lynch B Euro high yield Index (HP20); ² BoA Merrill Lynch B Euro high yield Index (HP10)

Fonte: J.P. Morgan, Bloomberg; Oddo Meriten AM GmbH | Dati al 24/04/2017

Le presenti informazioni sono fornite unicamente a scopo illustrativo e non devono essere interpretate come una consulenza all'investimento.

Debole volatilità del credito High Yield in Euro



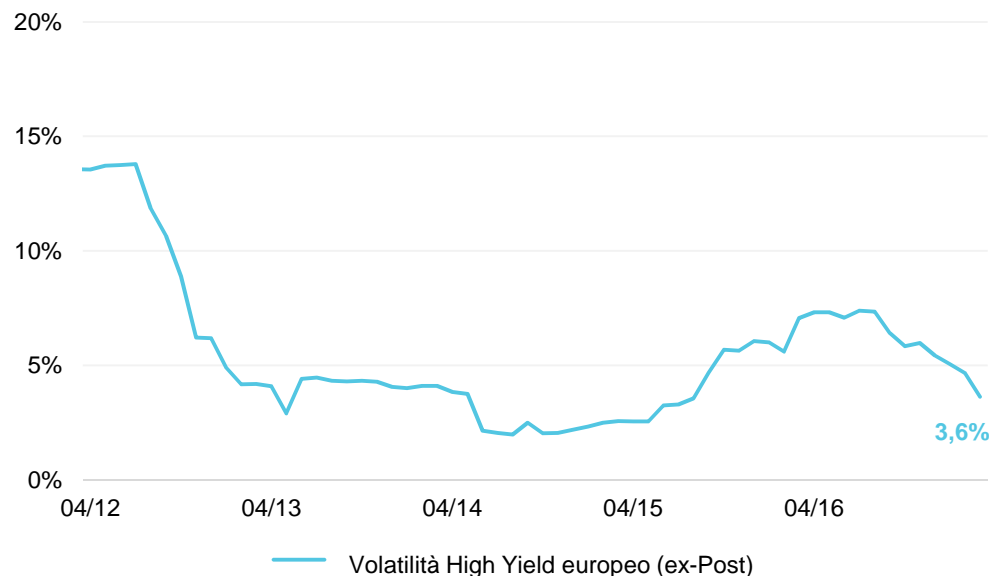
Impatto tassi

Valorizzazione mercati del credito

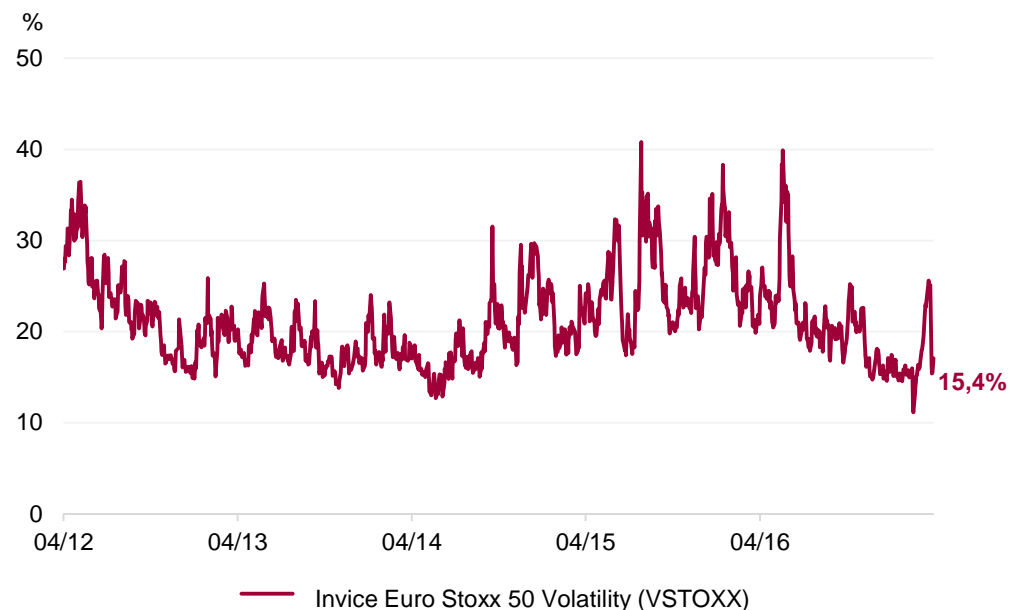
Fondamentali del credito

Momentum

Volatilità del credito High Yield in EUR¹ (ex-post)



Volatilità azione europea: Vstoxx



- La volatilità dei mercati High Yield e azionari in Europa è calata con lo svanire delle preoccupazioni legate ai mercati emergenti, ai prezzi del petrolio e alla politica della Fed

¹ HEAE: Indice unconstrained BofA ML Euro Non financial Fixed & Floating rate High Yield |
Fonte: Bloomberg, Oddo Meriten Asset Management GmbH | Dati al 31/03/2017

Qual è il giusto valore del mercato dell'High Yield?

Modello di regressione JPM a 2 fattori



Impatto tassi

Valorizzazione mercati del credito

Fondamentali del credito

Momentum

Modello di giusto valore degli spread di mercato (pb)

	VIX											
	10%	12,5%	15%	17,5%	20%	22,5%	25%	30,0%	35%	40,0%	45%	50,0%
1%	261	301	341	381	421	461	501	581	661	741	821	901
2%	303	343	383	423	463	503	543	623	703	783	863	943
3%	345	385	425	465	505	545	585	665	745	825	905	985
4%	387	427	467	507	547	587	627	707	787	867	947	1.027
5%	429	469	509	549	589	629	669	749	829	909	989	1.069
6%	471	511	551	591	631	671	711	791	871	951	1.031	1.111
7%	513	553	593	633	673	713	753	833	913	993	1.073	1.153
8%	555	595	635	675	715	755	795	875	955	1.035	1.115	1.195
9%	597	637	677	717	757	797	837	917	997	1.077	1.157	1.237
10%	639	679	719	759	799	839	879	959	1.039	1.119	1.199	1.279

Performance a un anno

	VIX											
	10%	12,5%	15%	17,5%	20%	22,5%	25%	30,0%	35%	40,0%	45%	50,0%
1%	4,6	3,4	2,1	0,9	-0,3	-1,5	-2,8	-5,2	-7,7	-10,1	-12,6	-15,0
2%	3,3	2,1	0,8	-0,4	-1,6	-2,8	-4,1	-6,5	-8,9	-11,4	-13,8	-16,3
3%	2,0	0,8	-0,4	-1,7	-2,9	-4,1	-5,3	-7,8	-10,2	-12,7	-15,1	-17,6
4%	0,7	-0,5	-1,7	-3,0	-4,2	-5,4	-6,6	-9,1	-11,5	-14,0	-16,4	-18,9
5%	-0,6	-1,8	-3,0	-4,2	-5,5	-6,7	-7,9	-10,4	-12,8	-15,3	-17,7	-20,1
6%	-1,9	-3,1	-4,3	-5,5	-6,7	-8,0	-9,2	-11,6	-14,1	-16,5	-19,0	-21,4
7%	-3,1	-4,4	-5,6	-6,8	-8,0	-9,3	-10,5	-12,9	-15,4	-17,8	-20,3	-22,7
8%	-4,4	-5,6	-6,9	-8,1	-9,3	-10,5	-11,8	-14,2	-16,7	-19,1	-21,6	-24,0
9%	-5,7	-6,9	-8,2	-9,4	-10,6	-11,8	-13,0	-15,5	-17,9	-20,4	-22,8	-25,3
10%	-7,0	-8,2	-9,4	-10,7	-11,9	-13,1	-14,3	-16,8	-19,2	-21,7	-24,1	-26,6

Parametri del mercato

Parametri dell'indice HY

(HEAE)

Tasso di default

2,4 %

Volatilità (VIX)

10,8

Duration modificata

2,74

Spread valore equo (pb)

303

Spread

321

Performance (%)

3,3

Yield-to-worst
(rendimento nel
peggiore dei casi)

3,06

VIX: indice di volatilità delle opzioni del Chicago Board Options Exchange; Dati al 30/04/2017; Fonte: Bloomberg, Oddo Meriten Asset Management GmbH; indice: Indice BofA ML Euro High Yield Fixed Floating Rate Constrained finanziari esclusi – HEAE ; Si possono verificare degli scarti tra le stime presentate e i risultati reali. Le stime non presuppongono in nessun modo che le performance stimate siano garantite.

Mercato del credito in Europa – Leva e copertura degli interessi

Fondamentali del credito ancora ragionevoli



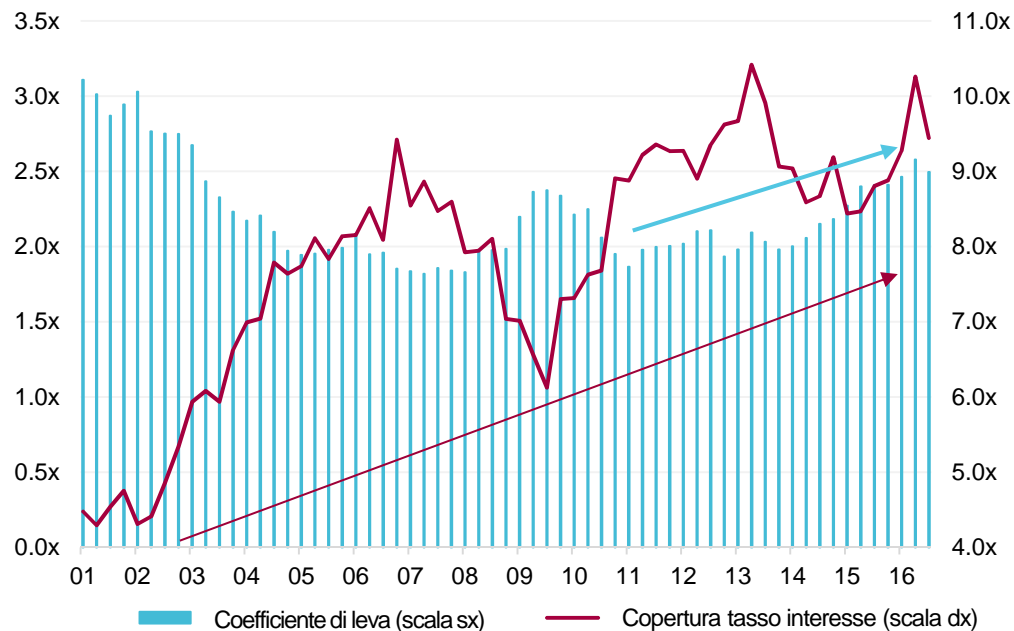
Impatto tassi

Valorizzazione mercati del credito

Fondamentali del credito

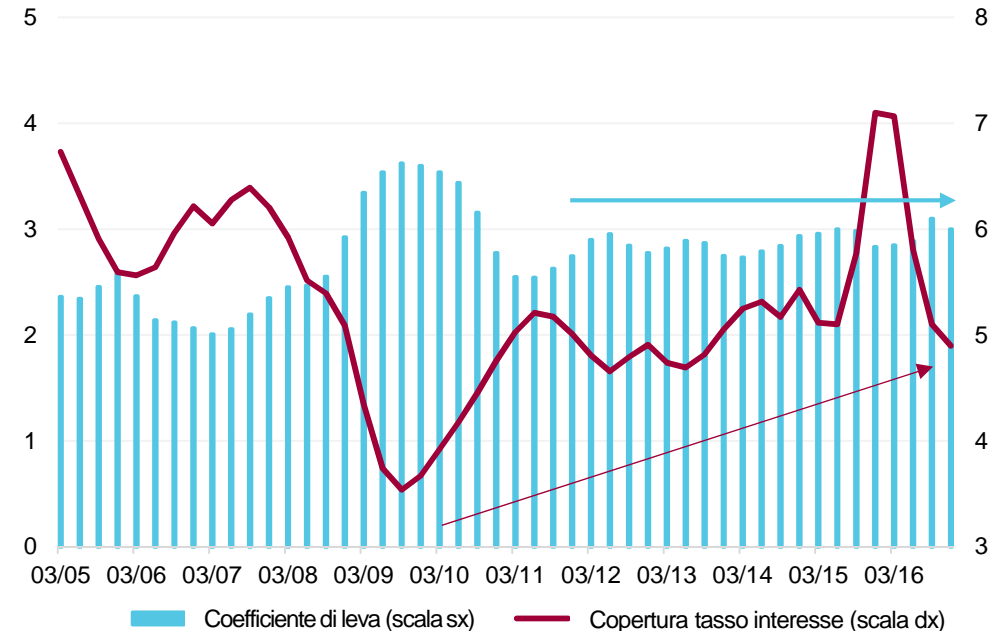
Momentum

Leva e copertura degli interessi del credito IG



- I coefficienti di copertura degli interessi restano solidi
- La leva è cresciuta, soprattutto con l'influenza dell'aumento registrato nel settore delle risorse naturali

Leva e copertura degli interessi del credito HY



- Stabilità della leva a livello del credito High Yield
- Miglioramento del coefficiente di copertura degli interessi

I risultati ottenuti nel passato non sono un'indicazione affidabile di quelli futuri e possono variare nel tempo.

Fonte: Deutsche Bank, BofA Merrill Lynch | Dati di sinistra al 30/09/2016, dati di destra al 31/12/2016

Norme di concessione di credito commerciale e industriale

Condizioni di finanziamento favorevoli



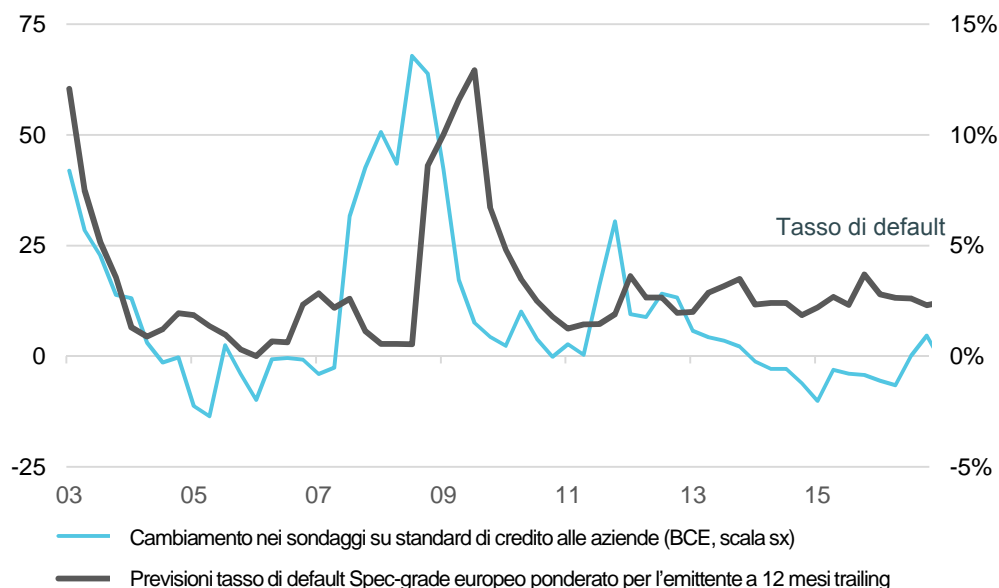
Impatto tassi

Valorizzazione mercati del credito

Fondamentali del credito

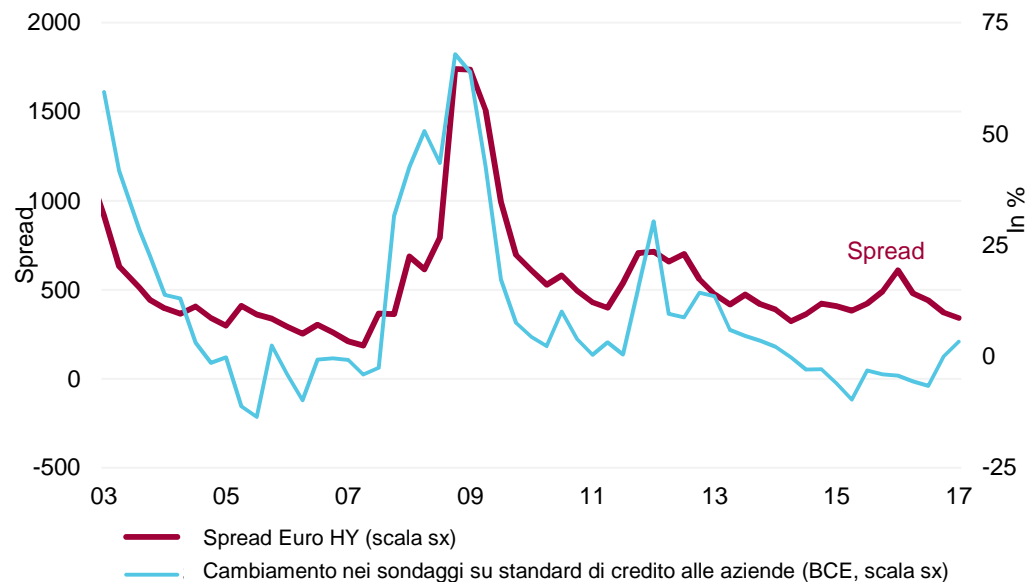
Momentum

Norme di credito e tassi di default



- Condizioni di concessione dei crediti in miglioramento in Europa dal 2011
- Previsione Moody's dei tassi di default in calo per i prossimi 12 mesi (fine aprile 2018: 1,9%)

Norme di credito e spread



- Gli spread si evolvono in linea con le norme di concessione del credito

Flussi d'investimento positivi nella categoria High Yield



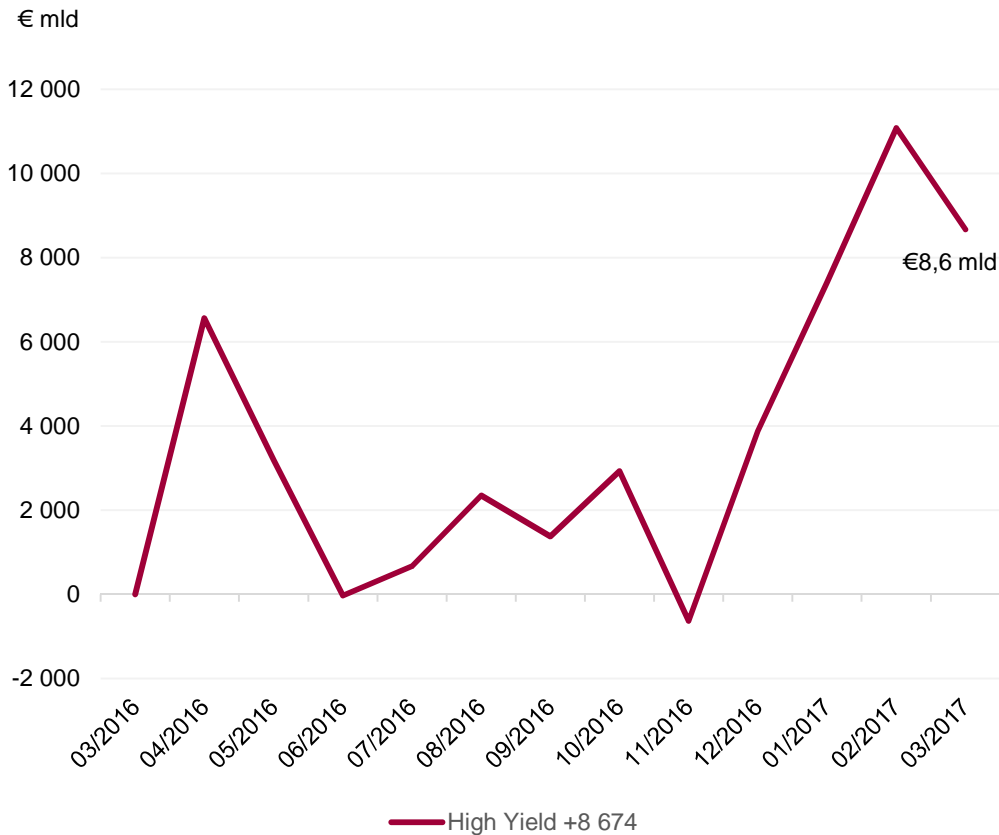
Impatto tassi

Valorizzazione mercati del credito

Fondamentali del credito

Momentum

Evoluzione dei flussi cumulativi nei fondi High Yield (ETF esclusi) in 12 mesi



- I fondi High Yield approfittano di sottoscrizioni positive negli ultimi 12 mesi



1. La nostra view del mercato High-Yield

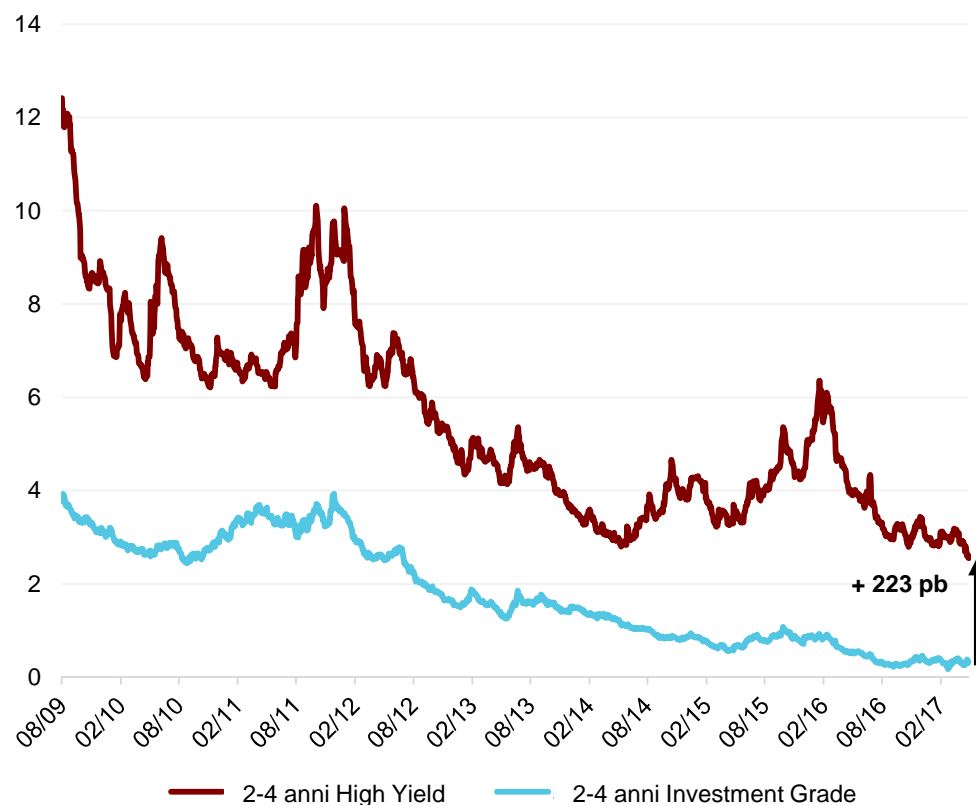
2. La Filosofia “Short-Duration High-Yield”

3. Il nostro processo d’investimento, tra rendimento e volatilità

L'high yield a breve termine presenta un costo aggiuntivo di mantenimento in portafoglio di oltre il 2% rispetto all'indice investment grade



Tasso attuariale degli indici High Yield a breve termine¹ contro l'Investment Grade a breve termine²



Esempio preso dal settore dell'automobile

DAIMLER AG

Caratteristiche:

- Cedola: 0,875%
- Scadenza: 12/01/2021
- Rendimento a scadenza: 0,15%
- Rating: A2/A/A-

FIAT CHRYSLER FINANCE EUROPE

Caratteristiche:

- Cedola: 4,75%
- Scadenza: 22/03/2021
- Rendimento a scadenza: 1,65%
- Rating: B1/BB/BB-

+ 150 pb

¹ Indice BofA Merrill Lynch 2-4 Year Euro High Yield (HE0B); ² Indice BofA Merrill Lynch 2-4 Year Euro High Yield (HE0B); Indice BofA Merrill Lynch 2-4 Year Euro High Yield (HE0B) Fonte: BofA ML, Bloomberg, Oddo Meriten AM GmbH | Dati di aprile 2017

Le presenti informazioni sono fornite unicamente a scopo illustrativo e non devono essere interpretate come una consulenza all'investimento.

L'high yield a breve termine presenta una ridotta sensibilità ai fattori di rischio



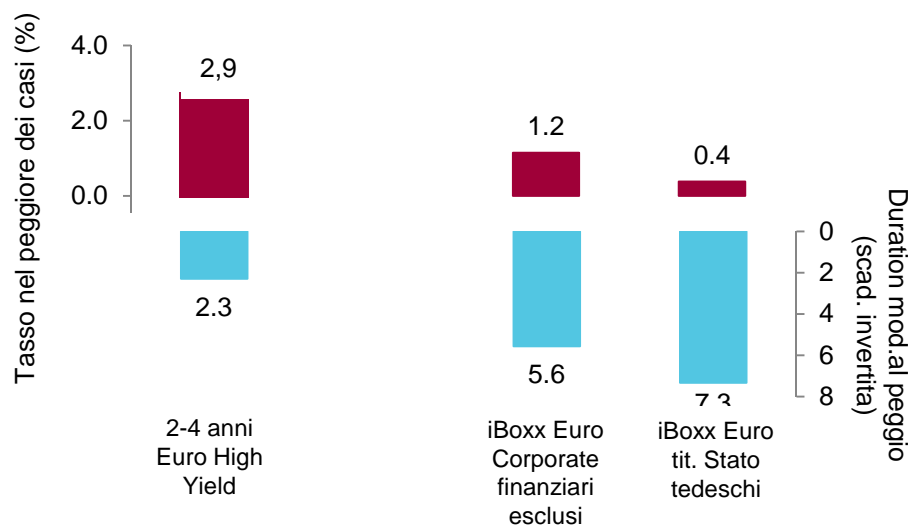
Euro Credit Short Duration:

Il nostro know-how

La nostra soluzione

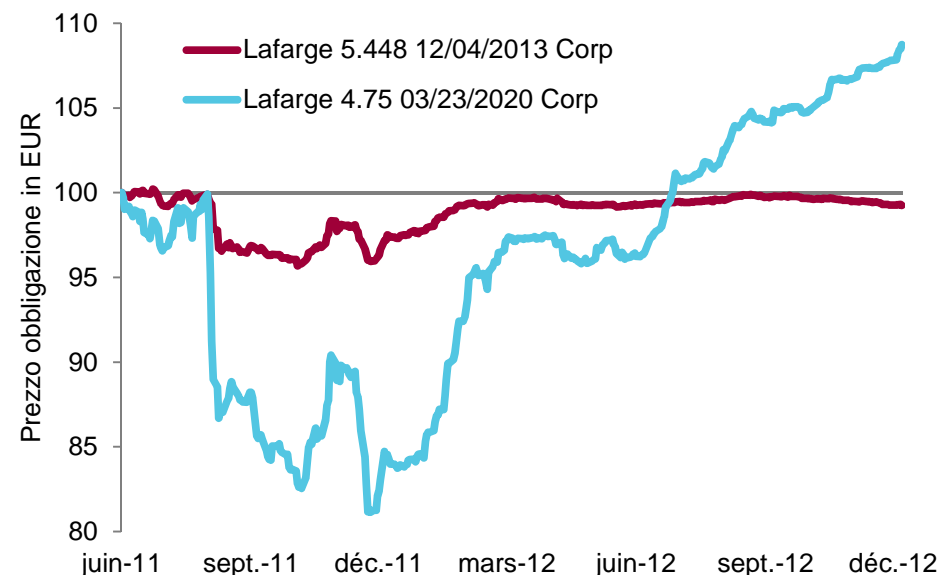
Allegati

Duration contro rendimento*



L'High Yield a breve termine presenta una sensibilità ridotta ai tassi d'interesse e un potenziale di rendimento allettante, considerando la duration*

Evoluzione dei prezzi**



Le scadenze brevi mostrano una sensibilità minore agli spread

I risultati ottenuti nel passato non sono indicativi di quelli futuri e possono variare nel tempo.

* Al 31/03/2017 **Evoluzione comparata dei prezzi (in EUR) dell'obbligazione Lafarge (LGFP) 02/13 vs. Lafarge 03/20; indice High Yield Finanziari esclusi: BofAML Euro High Yield Fixed Floating Rate ex Financials Constrained. Le presenti informazioni sono fornite a scopo unicamente indicativo e non devono essere considerate come una consulenza d'investimento

Fonte: Bloomberg, BofA ML; Markit, Oddo Meriten AM GmbH; dati al 31/03/2017

Analisi dello scenario sul credito High Yield a duration breve per i prossimi 12 mesi



Analisi del rendimento

Spread espresso in punti base



Forte potenziale di ribasso:

Spread: +300 pb
Performance : -3,0%

Leggero potenziale di ribasso:

Spread: +100 pb
Performance : +0,7%

Nessun cambiamento:

Spread: +0 pb
Performance : +2,6%

Leggero potenziale di rialzo:

Spread: -50 pb
Performance : +3,6%

Forte potenziale di rialzo:

Spread: -100 pb
Performance : +4,5%

- La performance sarà positiva fintanto che gli spread non supereranno i 140 pb circa (calcolo meno favorevole).

Grafico degli spread in base all'indice BofA Merrill Lynch 2-4 Year Euro High Yield (HE0B);

Si possono verificare degli scarti tra le stime presentate e i risultati reali. Calcoli in base al rendimento e alla duration "nel peggiore dei casi". Ipotesi: le variazioni di rendimento sono distribuite in modo uniforme sui 4 trimestri e si verificano a metà di ogni trimestre. La duration del portafoglio resta identica ovunque lungo tutto l'orizzonte delle previsioni. Le stime non presuppongono in nessun modo che le performance stimate siano garantite. Fonte: Oddo Meriten Asset Management GmbH ; BofA Merrill Lynch | Dati al 11/05/2017



	10-anni Bund Tedesco	Investment Grade Index	Crossover Credit Index	Euro Credit Short Duration Strategy	Euro High Yield Index
Yield to Worst	0.32	1.12	1.37	1.33	3.06
Duration to Worst	9.6	5.23	4.99	1.20	2.74
Break Even (based on "to worst figures 30/04/2017)	0.03%	0.23%	0.30%	1.90%	1.07%

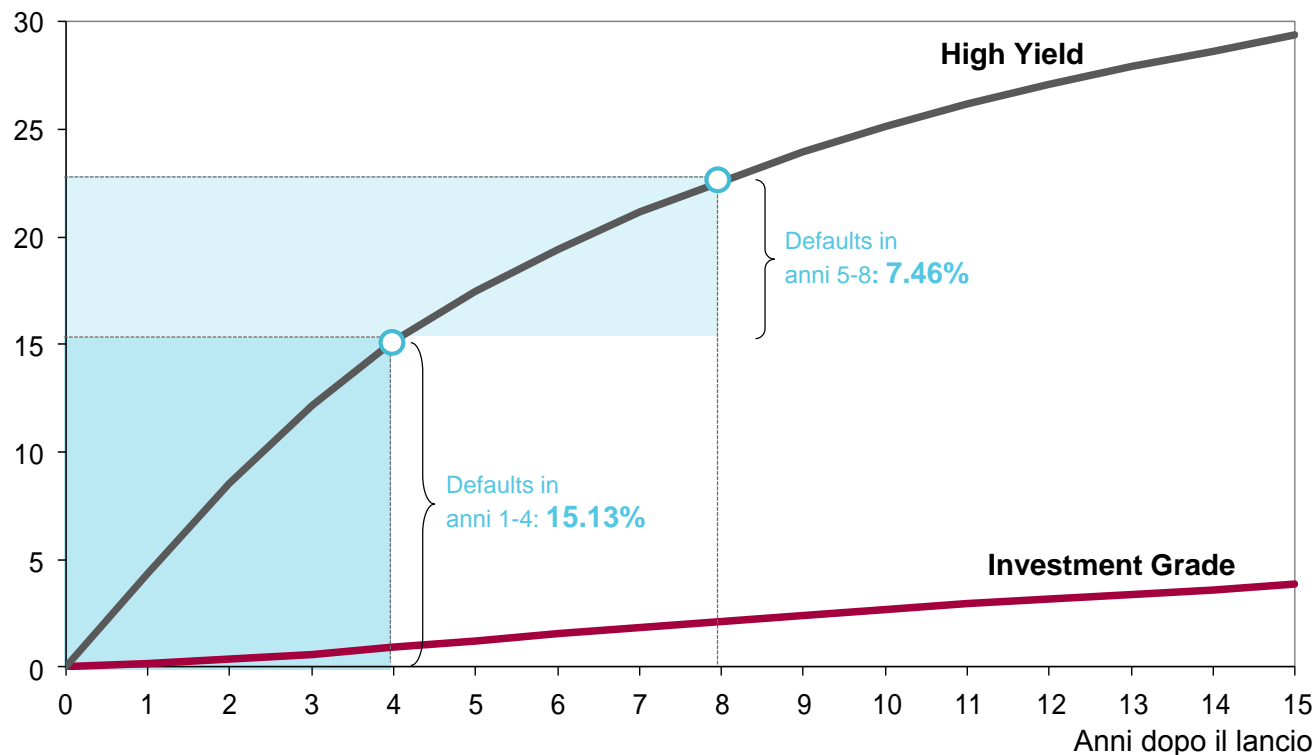
- Euro Credit Short Duration ed Euro High Yield con il livello più lato di break-even

I risultati ottenuti nel passato non sono indicativi di quelli futuri e possono variare nel tempo.

Euro Credit Short Duration: rischio di default dei corporate bonds diminuisce nel tempo



Tasso di default
cumulativo (in %)

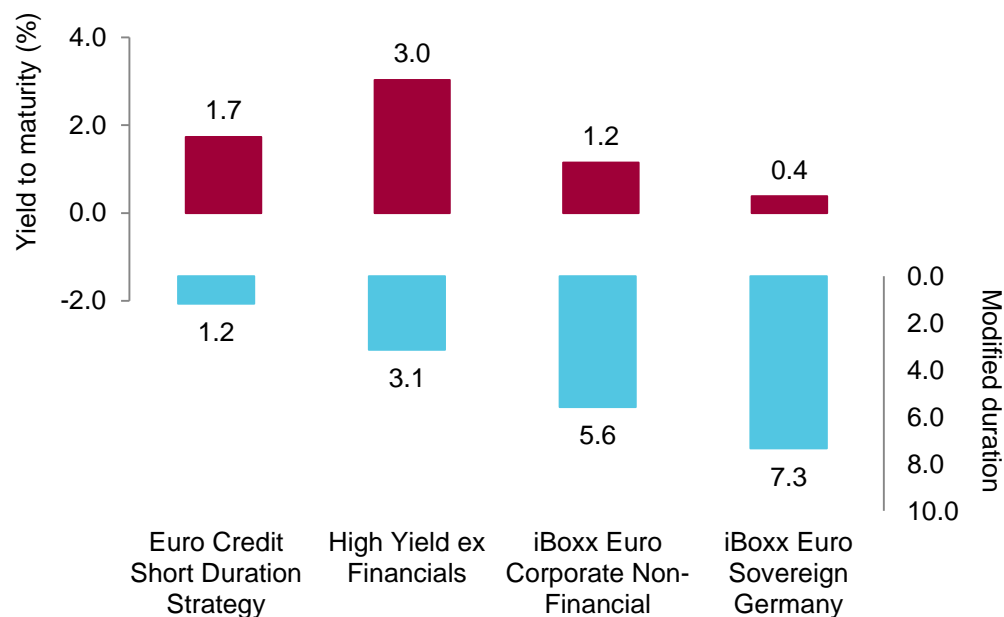


- Bonds HY mostrano un rischio di default cumulativo significativamente più alto nei primi 4 anni dopo il lancio (rischio di default cumulativo 15% negli anni 1-4)
- Dopo i primi 4 anni il tasso di default cumulativo è il 50% più basso al 7.46% (anni 5-8)
- Investitori possono significativamente ridurre il potenziale rischio di default all'interno dell'universo HY scegliendo bonds con scadenze più brevi

Fonte: S&P, basato sui tassi di default globali dal 1981 – 2010. Dati per il mercato generale, non per i fondi.

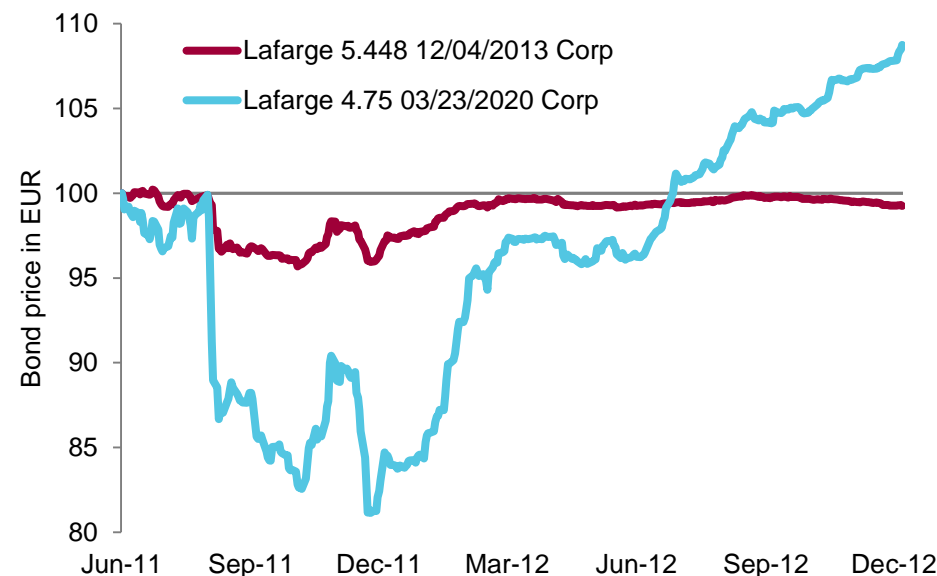


Duration vs. yield*



Short Duration Strategy con bassa sensibilità ai tassi d'interesse e rendimento potenzialmente attrattivo rispetto alla scadenza*

Price development**



Le scadenze più brevi mostrano una sensibilità agli spread più bassa

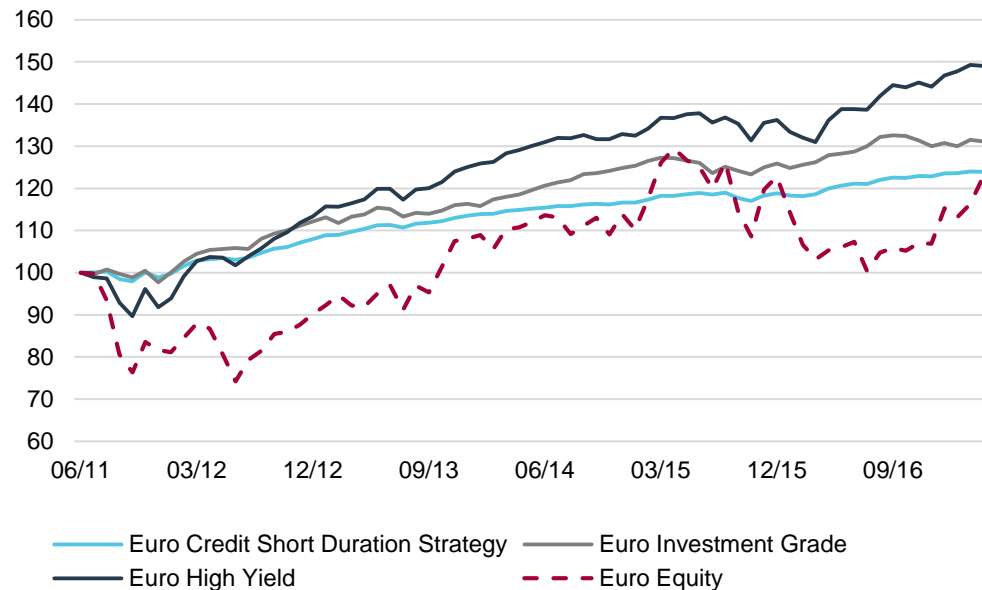
I risultati ottenuti nel passato non sono indicativi di quelli futuri e possono variare nel tempo.

* Dati al 31/03/2017 | ** Indexed price (in EUR) development Lafarge (LGFP) 02/13 vs. Lafarge 03/20 | High Yield ex-Financials: BofAML Euro High Yield Fixed Floating Rate ex Financials Constrained Index. | Le presenti informazioni sono fornite a scopo unicamente indicativo e non devono essere considerate come una consulenza d'investimento. | Fonti: Bloomberg, Markit, Oddo Meriten AM GmbH



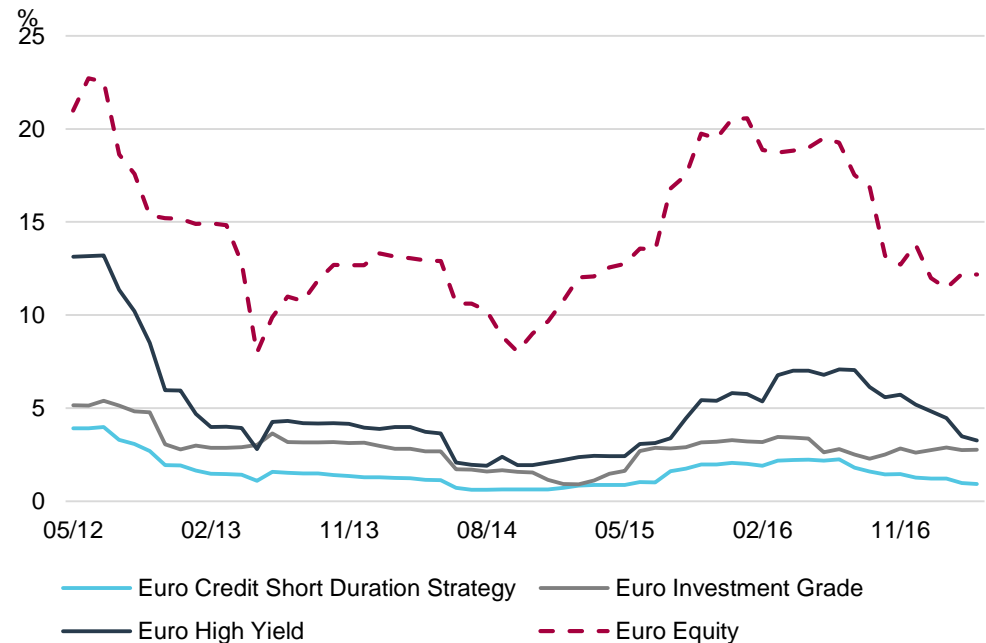
Performance

Performance indexed in EUR



Performance stabili e positive in periodi turbolenti

Volatilità (ultimi 12 mesi)

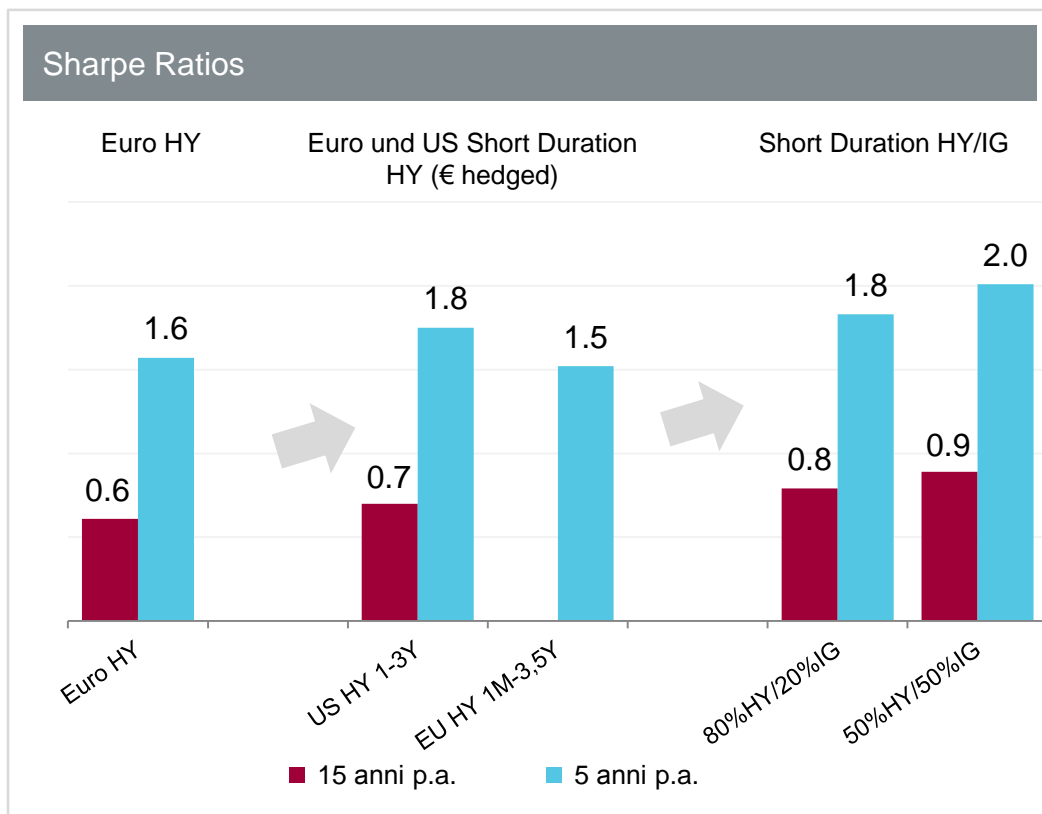


Bassa volatilità comparata a High Yield puri e Investment Grade

I risultati ottenuti nel passato non sono indicativi di quelli futuri e possono variare nel tempo.

Euro Credit Short Duration: Oddo Meriten Asset Management GmbH's Euro Credit Short Duration Strategy (performance cumulate al lordo delle fees); EUR Investment Grade: ER00 Index BofA ML; Euro High Yield: BofA ML Euro High Yield Fixed-Floating Rate ex FNCL 3% Cap (HEAE) Index (l'indice non serve come indice comparativo della strategia); Euro Equity: EURO STOXX 50 (l'indice non serve come indice comparativo della strategia); Le presenti informazioni sono fornite a scopo unicamente indicativo e non devono essere considerate come una consulenza d'investimento. | Fonti: Oddo Meriten AM GmbH, Bloomberg, Markit | Dati al 30/04/2017

Euro Credit Short Duration: profilo rischio/rendimento potenzialmente attrattivo - soprattutto quando si combina HY e IG



Rischio e rendimento in periodi precisi

	IG NON-FIN 1-3 Y	US HY 1-3 Y	EURO HY 1M-3,5Y	EURO HY	ECSD*	
					80HY/20IG	50HY/50IG
Performance (in % annualizzata)						
5 anni	1,9	5,7	4,9	8,2	5,0	3,8
10 anni	3,4	6,9	-	7,0	6,2	5,2
15 anni	3,6	7,5	-	8,1	6,9	5,6
Rischio (in % annualizzata)*						
5 anni	0,9	3,3	3,3	5,2	2,7	1,9
10 anni	1,6	9,5	-	11,9	7,8	5,2
15 anni	1,5	8,3	-	10,6	6,8	4,5

- Storicamente short duration HY ha generato rendimenti aggiustati per il rischio simili comparati agli HY convenzionali. Combinando HY e IG é maggiormente migliorato lo Sharpe ratio nel lungo periodo
- Su una visione di 15 anni, un portafoglio 80%HY/20%IG dovrebbe fornire un rendimento leggermente inferiore come Euro HY con solo circa il 65% di volatilità.

I risultati ottenuti nel passato non sono indicativi di quelli futuri e possono variare nel tempo.

iBoxx € Corporate Non Financial 1-3 Year Index | BofA Merrill Lynch High Yield US Corporates Cash Pay 1- 3 Year Index (hedged into Euro), BofAML Euro High Yield Non-Financials BB1-B3 1 mo-3.5 Y | Euro HY: BofAML Euro High Yield Fixed Floating Rate Constrained Bond Index ex Financials | Credit Short Duration by combining BofAML High Yield US Corporates Cash Pay 1-3 Y (hedged into Euro) and iBoxx € Corporate Non-Financial 1-3 Y | * Standard deviation of monthly rates of return | Fonti Bloomberg, Markit, Oddo Meriten AM GmbH; Dati al 31/03/2017

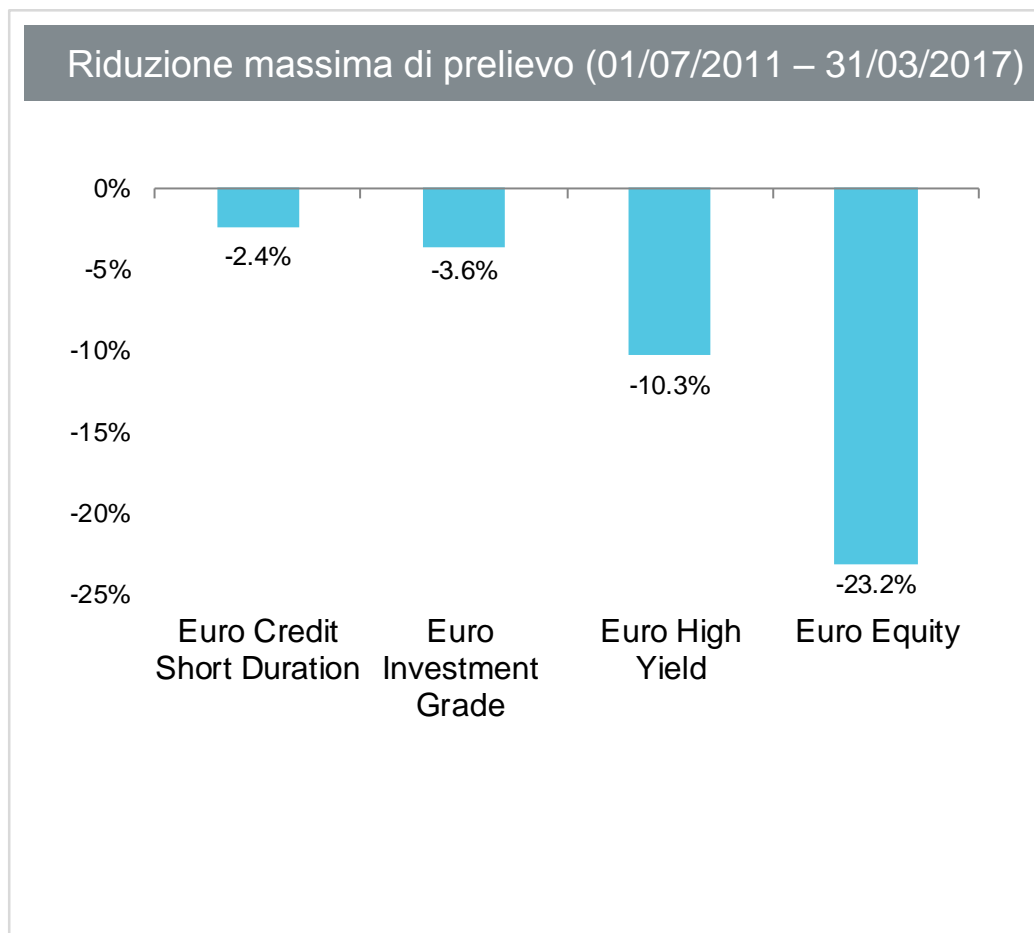
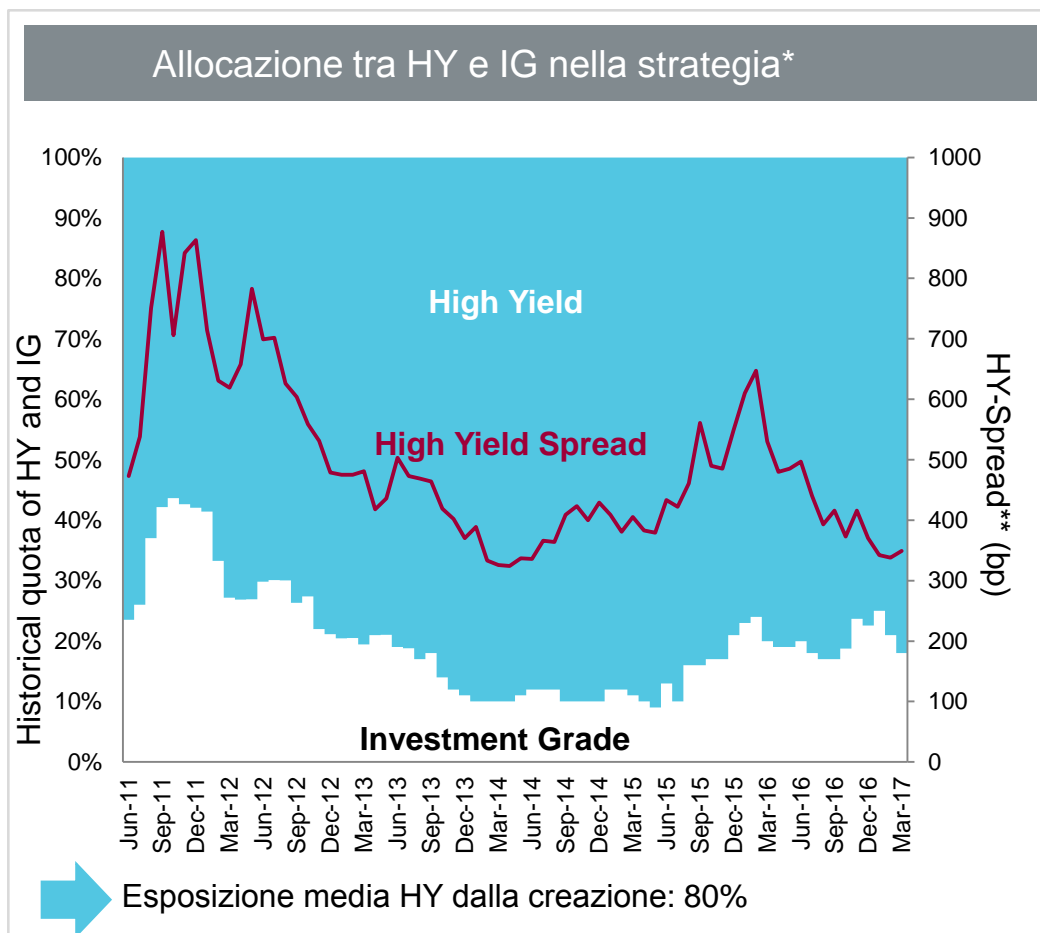


Filosofia d'investimento

- Tentare di limitare il prelievo dei fondi durante mercati turbolenti e ottenere l'apprezzamento del capitale e rendimenti quando i mercati sono positivi
- Identificare gli emittenti che ci si attende possano mantenere sufficiente liquidità fino a scadenza
- Allocare attivamente tra HY / IG a seconda del ciclo economico
- Implementare una strategia in modo disciplinato per minimizzare il rischio
- Applicare una rigorosa disciplina di vendita in caso di alta probabilità di default

Processo d'investimento¹

Allocazione dinamica del credito



I risultati ottenuti nel passato non sono indicativi di quelli futuri e possono variare nel tempo.

¹ Oddo Meriten AM GmbH | * Dati al 31/03/2017; prestare attenzione che i titoli in portafoglio sono soggetti a cambiamenti in ogni momento senza preavviso. | ** Spread of BofAML Euro High Yield Fixed Floating Rate Constrained Bond Index ex Financials; Euro Credit Short Duration: Euro Credit Short Duration strategy; Euro Investment Grade: iBoxx Euro Corporate All Index, Euro High Yield: BofA Merrill Lynch Euro High Yield Fixed Floating Rate ex Financials Constrained Index, Euro Equity: EuroStoxx 50, Le presenti informazioni sono fornite a scopo unicamente indicativo e non devono essere considerate come una consulenza d'investimento. | Fonte: Oddo Meriten AM GmbH

High Yield duration breve

Punti chiave



Vantaggi

- Rischio di tasso limitato (duration debole)
- Un rendimento superiore ai titoli Investment Grade
- Una volatilità ridotta
- Un punto morto che fornisce una certa protezione dal rialzo degli spread

Rischi

- Rischio di credito (default dell'emittente)
- Rischio di perdita del capitale
- Rischio di tasso



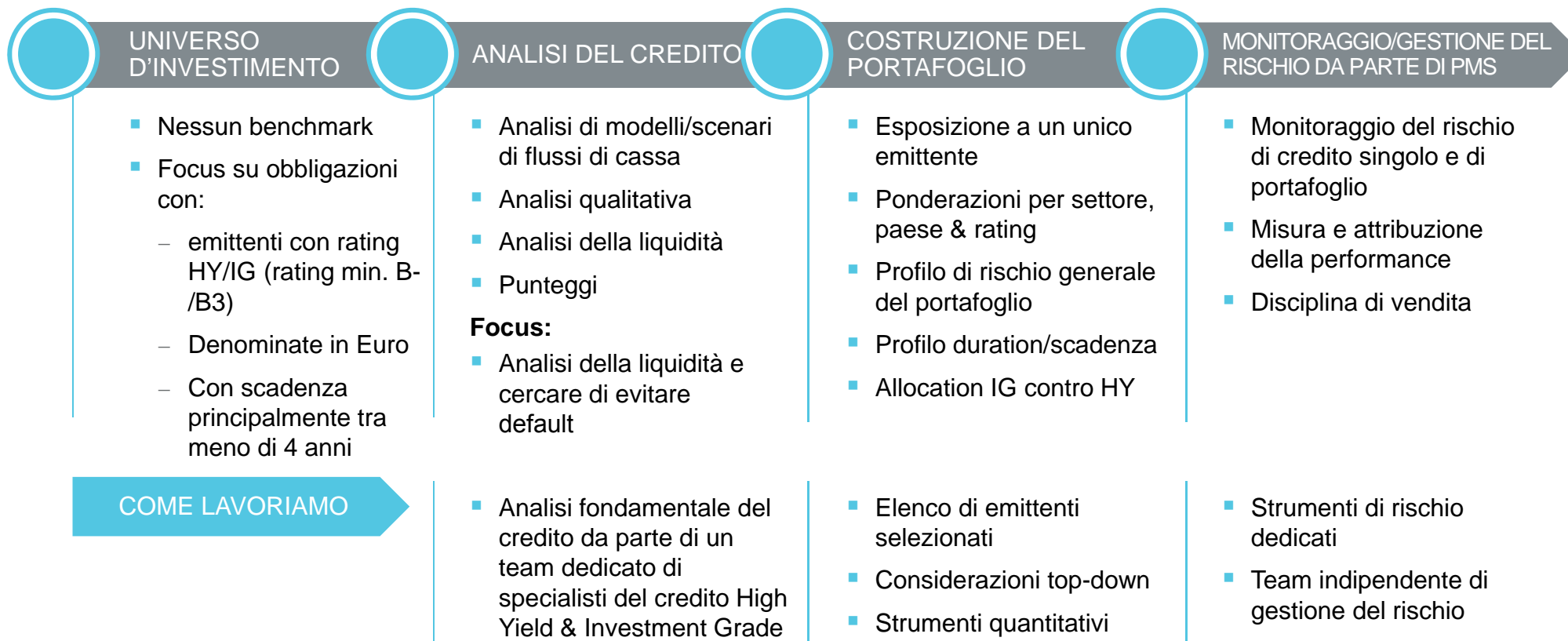
1. La nostra view del mercato High-Yield

2. La Filosofia “Short-Duration High-Yield”

3. Il nostro processo d’investimento, tra rendimento e volatilità



- Fundamental credit analysis come base per il nostro approccio bottom-up con gestione attiva dei rischi top-down supportata da strumenti quantitativi.
- Diversificazione e approccio disciplinato per minimizzare i rischi.
- Applicazione di una rigorosa disciplina di vendita in caso di deterioramento della qualità del credito.
- Mantenere la massima trasparenza per il nostro processo d'investimento.
- Approccio d'investimento conservativo: evitare i fallimenti al centro della nostra filosofia.



Le presenti informazioni sono fornite a scopo unicamente indicativo e non devono essere considerate come una consulenza d'investimento. Il raggiungimento degli obiettivi non può essere garantito.. | Fonte: Oddo Meriten AM GmbH

Processo d'investimento¹

Analisi & modello del credito fondamentale.



Conto economico	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Redditi	15.284	15.816	15.198	15.654	15.967	16.127	16.288
Modifica nei redditi	-5,5%	3,5%	-3,9%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%
Utile netto al lordo di deprezzamenti e ammortamenti	4695	4881	4485	4853	5030	5161	5131
Margine lordo	30,7%	30,9%	29,5%	31,0%	31,5%	32,0%	31,5%
Spese generali, amministrative e di vendita	1478	1431	1383	1409	1437	1451	1466
Spese generali, amministrative e di vendita come % delle vendite	9,7%	9,0%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
EBITDA	3217	3450	3102	3444	3593	3709	3665
Margine EBITDA	21,0%	21,8%	20,4%	22,0%	23,0%	23,0%	23,0%
Modifiche nell'EBITDA	-8,0%	7,2%	-10,1%	11,0%	4,3%	3,2%	-1,2%
Deprezzamento e ammortamento	1038	1010	1027	1085	1086	1088	1091
Utile operativo ricorrente	2179	2440	2075	2359	2507	2621	2574
Margine utile operativo	14,3%	15,4%	13,7%	15,1%	15,7%	16,3%	15,8%
Spese su interessi, nette (esclusi tassi di cambio sul debito)	944	1031	1041	986	946	901	851
Utile al lordo delle tasse	739	916	979	1373	1561	1720	1723
Spese fiscali	484	316	262	367	418	460	461
Utile netto prima delle quote di minoranze	1094	605	736	1006	1143	1260	1262
Prospetto dei flussi di cassa (negativo = calo)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Fondi da operazioni	1789	2103	1799	2090	2228	2347	2353
Modifiche nel capitale circolante	20	- 304	- 36	- 41	- 28	- 14	- 15
Capitale circolante per vendite	8,7%	9,1%		9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Altri flussi di cassa operativi (OCF riferito-OCF calcolato partendo dall'EBITDA)	- 153	- 523	- 508				
Flusso di cassa da attività operative riferite	1597	1276	1255	2049	2200	2333	2338
Spesa in conto capitale comprese immobilizzazioni (netta) (-)	- 1125	- 758	- 1067	- 1096	- 1118	- 1129	- 1140
spesa in conto capitale come % delle vendite	7,4%	4,8%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Dividendi versati (-)	- 487	- 299	- 507	- 402	- 457	- 504	- 505
FLUSSO DI CASSA LIBERO RICORRENTE	197	742	189	551	625	700	693
Acquisizioni e cessione di attivi (- e +)	1960	413	1291				
Aumento di capitale/riscontro di azioni (+ e -)	18		3				
Flusso di cassa libero al netto di voci straordinarie e acquisizioni/CI	2116	1155	1483	551	625	700	693
Periodo totale rimborso debito (-)	- 1862	- 934	- 142	- 2800	- 2950	- 2850	- 2350
Surplus di finanziamento/Necessità di finanziamento	254	221	1341	- 2249	- 2325	- 2150	- 1657
LIQUIDITÀ A FINE ANNO	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Liquidità di fine periodo	3171	2733	3346	3346	3346	3346	3346
Totale strumenti impegnati	4000		3400	1151	- 1173	- 3323	- 4980
LIQUIDITÀ A FINE PERIODO (CASH + FIDI INUTILIZZATI)	7171	2733	6746	4497	2173	23	- 1634
STATO PATRIMONIALE	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Capitale netto	18.201	17.750	16.506	17.109	17.795	18.551	19.308
Immobilizzazioni e avviamento	13.353	12.804	12.186	12.186	12.186	12.186	12.186
Capitale netto al netto di avviamento e immobilizzazioni	4848	4946	4320	4923	5609	6365	7122
Attività materiali (capitale fisso netto)	15.542	14.992	14.752	14.763	14.795	14.836	14.885
Totale attività	40.719	39.464	37.075	38.187	38.951	39.341	39.734
Totale indebitamento cash	15.206	14.084	13.696	13.145	12.519	11.819	11.126
Liquidità	3171	2733	3346	3346	3346	3346	3346
Indebitamento compresi obblighi di locazione	15.206	14.084	13.696	13.145	12.519	11.819	11.126
Indebitamento aggiustato per la locazione, comprese altre passività fuori bilancio				13.145	12.519	11.819	11.126
Indebitamento cash netto	12.035	11.351	10.350	9799	9173	8473	7780
COEFFICIENTI	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
RAPPORTO NETTO INDEBITAMENTO/PATRIMONIO	66,12%	63,95%	62,70%	57,27%	51,55%	45,67%	40,29%
Capitale/Totale attività	44,70%	44,98%	44,52%	44,80%	45,60%	47,15%	48,59%
Attività nette tangibili rispetto all'indebitamento netto	129,14%	132,08%	142,53%	150,66%	161,29%	175,10%	191,34%
Indebitamento cash netto/EBITDA	3,7	3,3	3,3	2,8	2,6	2,3	2,1
Indebitamento netto/EBITDA covenant							
Indebitamento netto agg. per locazione/EBITDAR	3,7	3,3	3,3	2,8	2,6	2,3	2,1
Indebitamento netto comprensivo di passività fuori bilancio/EBITDAR	0,0	0,0	0,0	2,8	2,6	2,3	2,1
FCF/indebitamento netto	1,64%	6,54%	1,83%	5,63%	6,82%	8,27%	8,91%
Fondi da operazioni/indebitamento netto	14,86%	18,53%	17,38%	21,33%	24,29%	27,71%	30,24%
EBITDA/spese nette per interessi	3,4	3,3	3,0	3,5	3,8	4,1	4,3
EBITDA/spese nette liquide per interessi	3,4	3,3	3,0	3,5	3,8	4,1	4,3

- Analisi qualitativa
- Modello/analisi di scenario
- Analisi flusso di cassa
- Valutazione del margine di rating/rischio di default

FATTI DA TENERE IN CONSIDERAZIONE:

- 1 Che dimensioni ha l'azienda?
- 2 Primo livello di flusso di cassa
- 3 Quali fondi sono disponibile per estinguere debiti?
- 4 Fino a quando è finanziata l'azienda?
- 5 Il profilo di credito è migliorato?

¹ Oddo Meriten AM GmbH

| Queste informazioni hanno unicamente scopo illustrativo e non devono essere interpretate come consulenza all'investimento. | Fonte: Oddo Meriten AM GmbH

Processo d'investimento¹

Approccio a punteggio – Esempio per non finanziari



I. FLUSSO DI CASSA		
I. SOLIDITÀ DEL FLUSSO DI CASSA		
a. DATI STORICI	5%	
Crescita del fatturato	1,70%	
Margine EBITDA	1,70%	
EBITDA/spese nette per interessi	1,70%	25%
b. PROIEZIONI. CAPACITÀ PREVISTA DI GENERARE FLUSSO DI CASSA POSITIVO/MIGLIORARE I COEFFICIENTI FINANZIARI	20%	
Flusso di cassa libero al lordo del rimborso del debito/indebitamento netto	20%	
2. FATTORI DI RISCHIO DEL FLUSSO DI CASSA		
a. CONTESTO ECONOMICO (ORIZZONTE A 6 MESI)	5%	
b. DINAMICHE INDUSTRIALI	10%	
Domanda a lungo termine	2%	
Volatilità della domanda/volatilità del flusso di cassa	2%	
Concorrenza	2%	
Nuovi ingressi/Barriere all'ingresso	2%	
Rischio di sostituzione del prodotto	2%	25%
c. POSIZIONE CONCORRENZIALE E DIVERSIFICAZIONE	6%	
Posizione concorrenziale/posizionamento sul mercato	2%	
Segmentazione per attività e zona geografica	2%	
Segmentazione per cliente	2%	
d. RISCHIO DI CONTENZIOSO	4%	
II. LIQUIDITÀ PREVISTA E FLESSIBILITÀ FINANZIARIA		
Liquidità, linee di credito rotative non utilizzate, requisiti di finanziamento	8%	
Rischio di violazione delle clausole del credito bancario	8%	20%
Accesso al capitale/flessibilità finanziaria	4%	
III. LEVA/COPERTURA PATRIMONIALE		
Rapporto indebitamento netto/capitale	3,30%	
Indebitamento netto/EBITDA	3,30%	10%
Copertura patrimoniale (capitale netto/indebitamento netto)/valore di recupero	3,30%	
IV. GESTIONE & STRATEGIA		
Qualità della gestione/proprietà azionaria	2,50%	
Trasparenza della contabilità/reportistica	2,50%	
Strategia	2,50%	10%
Rischio di esecuzione della strategia	2,50%	
V. RELATIVO AI TITOLI		
Livello di subordinazione (classifica)	4%	
Protezione da clausole di salvaguardia (covenants)	3%	10%
Garanzie/titoli	3%	
PUNTEGGIO FONDAMENTALE TOTALE		100%

Il punteggio - **punteggio fondamentale***
("rating interno")

- Processo d'investimento molto strutturato e trasparente
- Il punteggio fornisce un'immagine fondamentale della società
- Base di confronto con altri emittenti

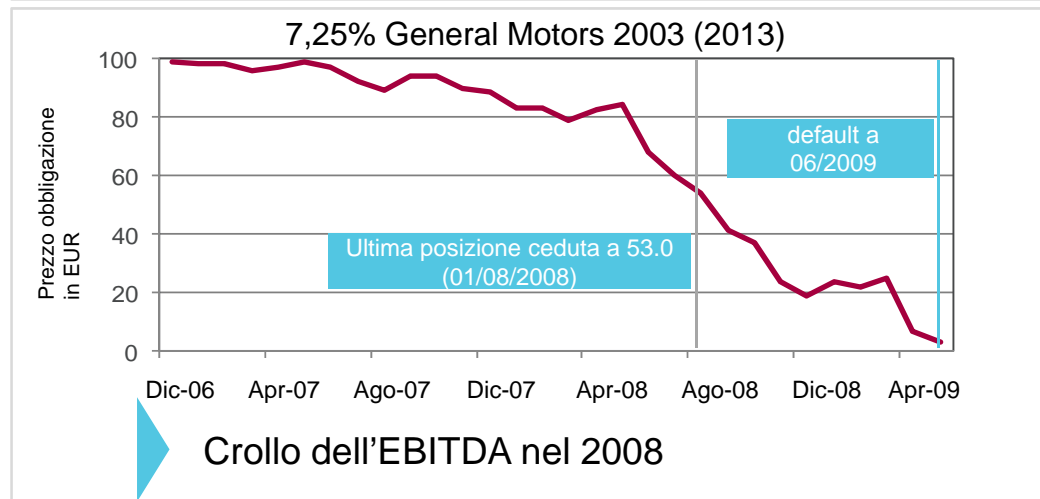
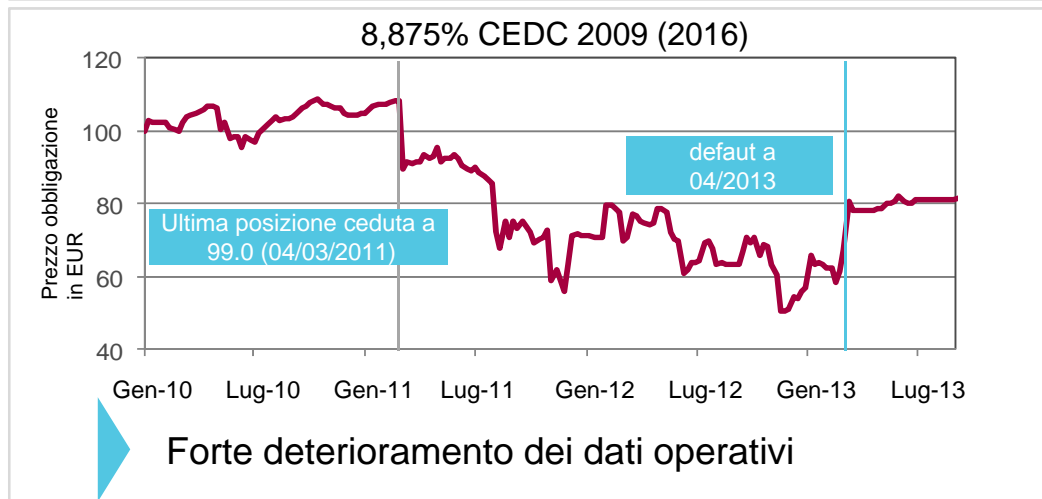
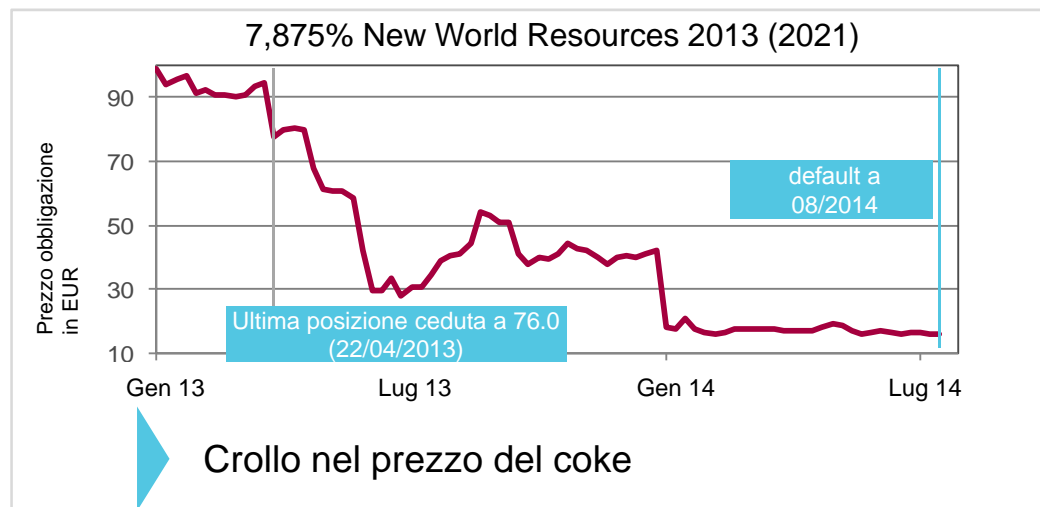
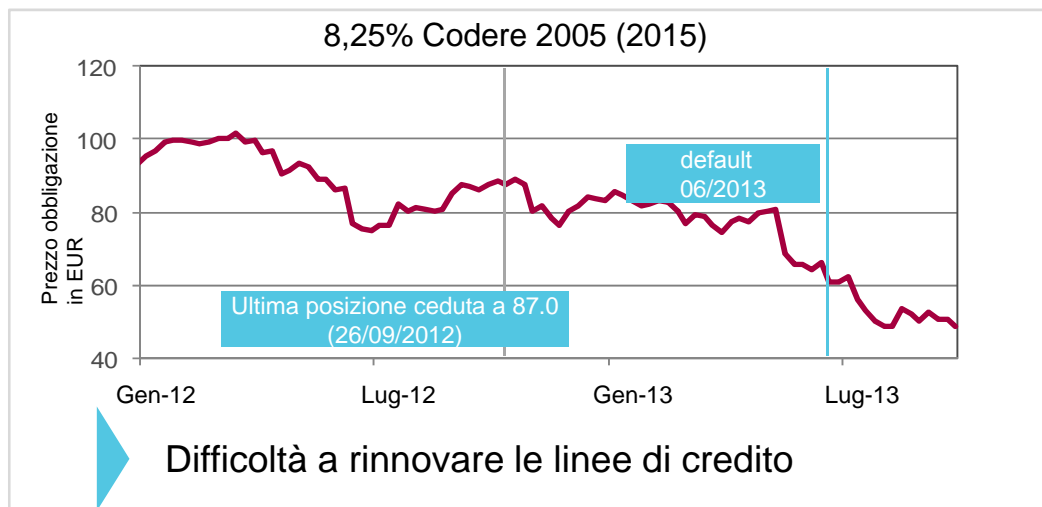
Punto d'inizio per determinare le ponderazioni di portafoglio dei singoli emittenti

¹ Oddo Meriten AM GmbH

* I punteggi sono definiti in un range da 1 a 10; Queste informazioni hanno unicamente scopo illustrativo e non devono essere interpretate come consulenza all'investimento. | Fonte: Oddo Meriten AM GmbH

Processo d'investimento¹

Obiettivo: cercare di evitare default – Motivo di vendita



Le performance ottenute nel passato non sono indicative di quelle future e possono variare nel tempo.

¹ Oddo Meriten AM GmbH | Queste informazioni hanno unicamente scopo illustrativo e non devono essere interpretate come consulenza all'investimento. | Fonte: Oddo Meriten AM GmbH a settembre 2013

Processo d'investimento¹

Costruzione del portafoglio



APPROCCIO

ANALISI DEI FONDAMENTALI DEL CREDITO

- Analisi qualitativa
- Analisi del flusso di cassa/scenario basata su modelli
- Analisi valore relativo

FOCUS SU FATTORI TOP-DOWN RILEVANTI:

- Indicatori del clima aziendale
- Standard di credito
- Tassi di default previsti

STRUMENTI QUANTITATIVI

- Segnale beta

ALLOCATION/POSIZIONAMENT



PESI DELL'EMITTENTE

max. 5%*
per singolo emittente

PESI DEL SETTORE

max. 25%*
per singolo settore

CICLICI VS NON CICLICI

HY VS. IG

Min. 20% HY

PROFILO DI SCADENZA

la duration del portafoglio prevista è in una range tra 1.0 e 2,5 anni

¹ Oddo Meriten AM GmbH

* linee guida interne a 12/2016, che possono variare in qualsiasi momento

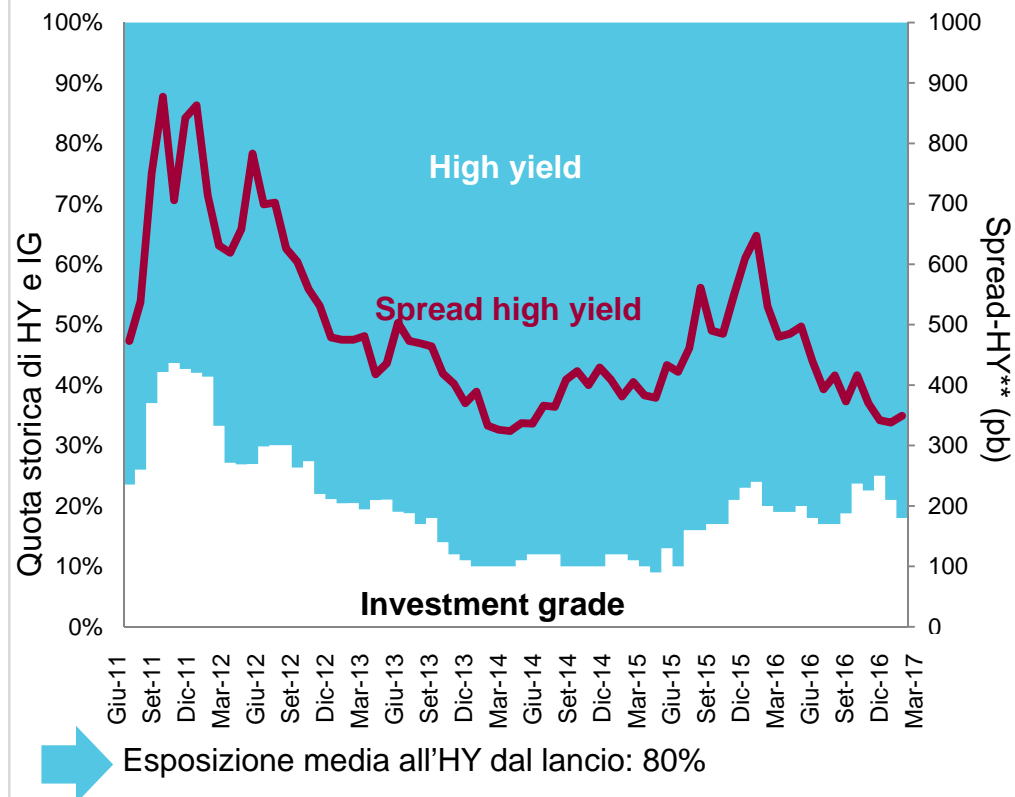
| Queste informazioni hanno unicamente scopo illustrativo e non devono essere interpretate come consulenza all'investimento. | Fonte: Oddo Meriten AM GmbH

Processo d'investimento¹

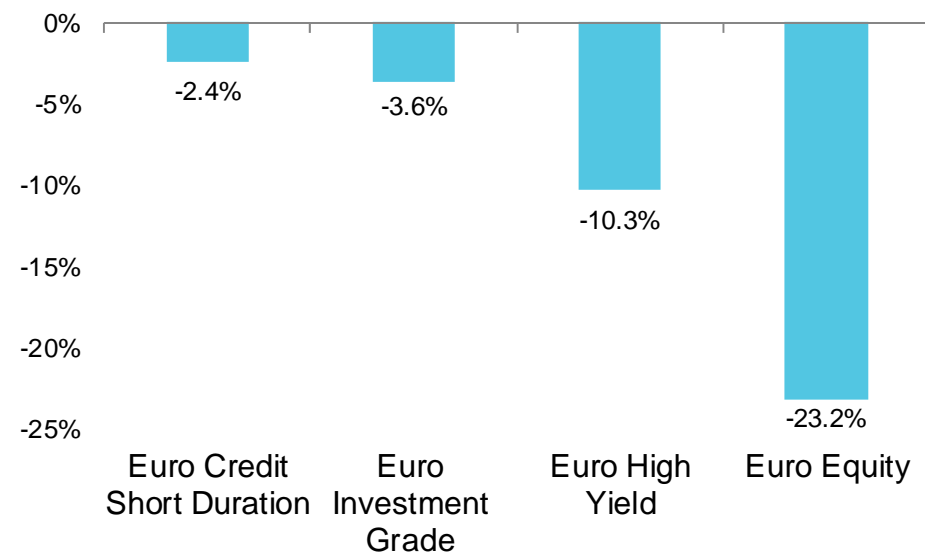
Allocation del credito dinamica



Allocation tra HY e IG nella strategia*



Prelievo massimo ridotto (01/07/2011 – 31/03/2017)



Le performance ottenute nel passato non sono indicative di quelle future e possono variare nel tempo.

¹ Oddo Meriten AM GmbH | * al 31/03/2017; si prega di notare che le posizioni in portafoglio sono soggette a modifica in qualsiasi momento, senza preavviso. | ** Spread dell'indice BofAML Euro High Yield Fixed Floating Rate Constrained Bond, finanziari esclusi; Euro Credit Short Duration: Strategia Euro Credit Short Duration; EUR Investment Grade: iBoxx Euro Corporate All | Euro High Yield: Indice BofA Merrill Lynch Euro High Yield Fixed Floating Rate, finanziari esclusi, Euro Equity. Eurostoxx 50, Queste informazioni hanno unicamente scopo illustrativo e non devono essere interpretate come consulenza all'investimento. | Fonte: Oddo Meriten AM GmbH

Selezione titoli - High yield duration breve

Esempi



Titolo selezionato

EDREAM ODIGEO SA

Caratteristiche:

- Cedola: 8,5%
- Scadenza: 01/08/2021
- Prezzo attuale: 109,84 %
- Rating S&P: B3/B/B-

Argomenti principali

- Agenzia di viaggi online con un fatturato di 500 milioni e un EBITDA da 100 milioni. La leva finanziaria è adeguata (3x) e la società ha una buona capacità di ridurre il proprio debito.
- Nuova emissione a settembre 2016 a cui abbiamo partecipato, acquistata a 98 con yield del 9,25% e rendimento totale del 16%.



Disciplina di vendita

AGROKOR D.D

Caratteristiche:

- Cedola: 9,125%
- Scadenza: 01/02/2020
- Prezzo attuale: 32,13 %
- Rating S&P: Caa2/D/DDD+

Argomenti principali

- Il maggiore distributore croato con un fatturato di 6 miliardi di euro.
- Abbiamo ceduto tutta la nostra esposizione a questo titolo a causa del deterioramento delle performance operative e di forti esigenze di rifinanziamento a breve termine.
- Il piano di rilancio sembra utopico.



Le presenti informazioni sono fornite unicamente a scopo illustrativo e non devono essere interpretate come una consulenza all'investimento.

Fonte: Oddo Meriten Asset Management SAS | maggio 2017

Conclusione

Preferiamo il mercato dell'high yield



Fondamentali solidi

- Crescita economica in aumento
- Coefficienti finanziari sani

Una valorizzazione corretta

- Debole volatilità
- Spread ancora attraenti rispetto ad un mercato composto per 2 terzi da emittenti con rating "BB"
- Curva del credito ripida

Un segmento che resiste e rende in fase di aumento dei tassi

- Correlazione negativa
- Sovraperformance dell'high yield durante la fasi di aumento dei tassi

Rischi

- Rischio di credito (default dell'emittente)
- Rischio di perdita del capitale



Modified duration alla scadenza

Misura del rischio di tasso degli strumenti obbligazionari. La duration appare come una durata di vita media aggiornata in base a tutti i flussi (interesse e capitale).

Modified duration nel peggiore dei casi o "Modified Duration to Worst"

Misura del rischio di tasso degli strumenti obbligazionari. La "Modified Duration to Worst" è la durata di vita media aggiornata in base a tutti i flussi (interesse e capitale), tenendo conto dell'esistenza di opzioni nella struttura del titolo e senza che l'emittente arrivi al default.

Obbligazioni "High Yield" o "Alto rendimento"

Obbligazioni di natura speculativa con rating inferiore a BBB- (Standard & Poor's o equivalente in base all'analisi della società di gestione)

Obbligazioni "Investment Grade".

Obbligazioni con rating compreso tra AAA e BBB- (Standard & Poor's o equivalente in base all'analisi della società di gestione)

"Obbligazioni garantite da collaterale" o "Covered Bonds"

Obbligazioni emesse in generale da istituti finanziari e coperte da una garanzia che garantisce il rimborso in caso di fallimento dell'emittente. I titolari di un'obbligazione garantita hanno la precedenza sulla garanzia rispetto ad altri creditori. L'emittente deve inoltre assicurarsi che, in ogni momento, la garanzia sia sufficiente a coprire i reclami di tutti i titolari di obbligazioni garantite da collaterale. La garanzia è spesso inserita in una struttura giuridica separata.

Punto morto:

(o punto d'equilibrio) descrive la soglia di redditività

Effetto "Roll Down"

Approfittare della configurazione dell'andamento positivo della curva dei tassi o del credito



“Duration spread”

Per i titoli non emessi dal governo, il rendimento è pari al rendimento dello Stato, più uno scarto (“spread”) per compensare l’ulteriore rischio di credito. Anche se i rendimenti dello Stato restano invariati, il prezzo dell’obbligazione, abbinato ad un rischio di credito, può variare se varia lo scarto preteso dal mercato. La misura in cui il prezzo di un titolo non emesso dallo Stato si evolve se varia lo scarto preteso dal mercato si chiama “Spread Duration”

“Stop Loss”

Livello di prezzo al quale il gestore preferisce saldare la sua posizione, in caso di perdita.

Strategia “Total Return”

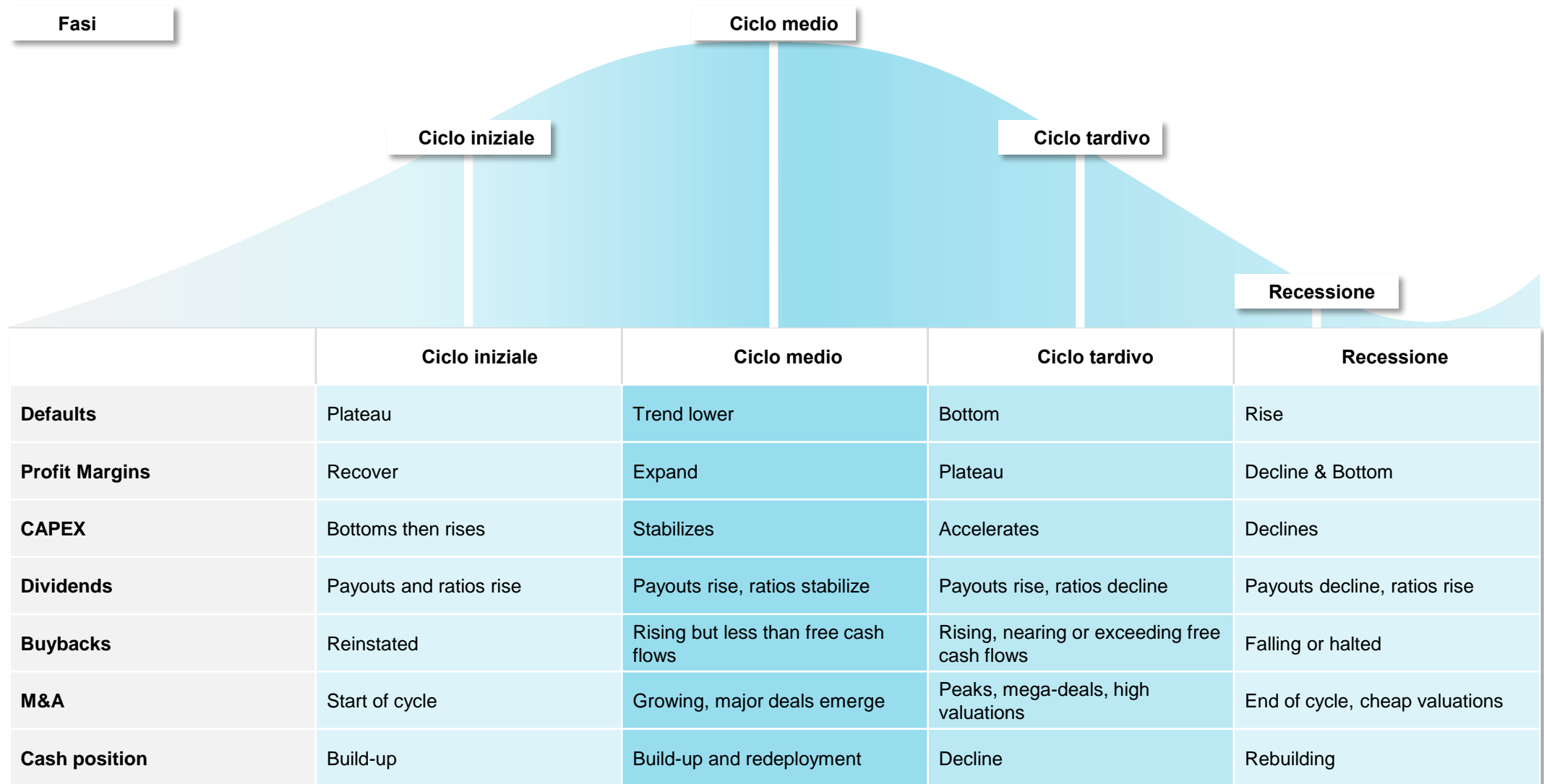
Strategia flessibile che non impone nessun limite e non replica nessun indice, il cui obiettivo consiste nel generare regolarmente un rendimento positivo (a breve, medio e lungo termine).

Tasso a scadenza o “Yield To Maturity”

Tasso di rendimento attuariale di un’obbligazione o tasso di rendimento reale dell’obbligazione per un investitore che la conserva fino al suo rimborso, ipotizzando che l’emittente non fallisca e supponendo un reinvestimento degli interessi allo stesso tasso attuariale.

Tasso nel peggiore dei casi o “Yield To Worst”

Rendimento probabile che può ottenere un’obbligazione tenendo conto dell’esistenza di opzioni nella struttura del titolo e senza che l’emittente arrivi al default.





Oddo BHF Asset Management SAS (Francia)

Società di gestione patrimoniale costituita sotto forma di società semplice per azioni con capitale di 7.500.000€

Autorizzata dalla Autorité des Marchés Financiers Iscritta al RCS di Parigi con il numero 340 902 857.

12, boulevard de la Madeleine - 75440 Paris Cedex 09 Francia - Tel.: 33 (0)1 44 51 85 00

www.oddomeriten.eu