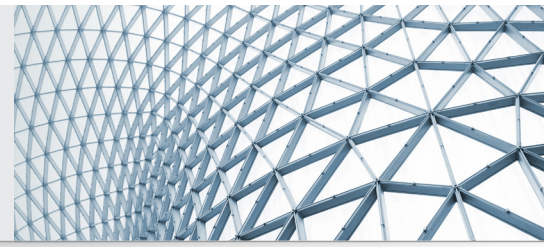


Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



> Plus d'informations sur :
im.natixis.com/fr-institutional/le-hub

Prêt à décoller

La dette aéronautique peut générer un revenu régulier et des spreads ajustés du risque élevés.

Points clés

- Les prêts aux compagnies aériennes et aux loueurs, qui sont garantis par des avions, peuvent générer un revenu stable et régulier à long terme, tout en étant assortis d'une faible volatilité.
- Les taux de recouvrement très élevés en cas de défaut contribuent habituellement à une amélioration du rendement par rapport à des dettes cotées comparables.
- Le marché de la dette aéronautique a été largement négligé par les investisseurs, mais la faiblesse des taux d'intérêt et le caractère diversifiant de ces actifs présentent un attrait pour les investisseurs institutionnels possédant des engagements à long terme.

Il existe une corrélation directe dans l'industrie aéronautique : la croissance du trafic aérien se traduit par un plus grand nombre d'avions. L'équation est simple, mais l'on connaît moins l'ampleur des variables. Le trafic aérien devrait augmenter de 4,7 %¹ par an au cours des vingt prochaines années, ce qui devrait se traduire par un besoin supplémentaire d'environ 40 000 avions¹.

Certains de ces avions desserviront de nouvelles destinations ou rejoindront la flotte de nouvelles compagnies aériennes, d'autres viendront remplacer des avions anciens. Tous auront besoin de financement. Comme on s'attend à ce que les banques soient de plus en plus affectées par la réglementation, une grande partie de ces financements proviendra des marchés financiers et des investisseurs privés. Le financement du secteur aéronautique est une composante des marchés de la dette publique et privée qui prend de plus en plus d'importance.

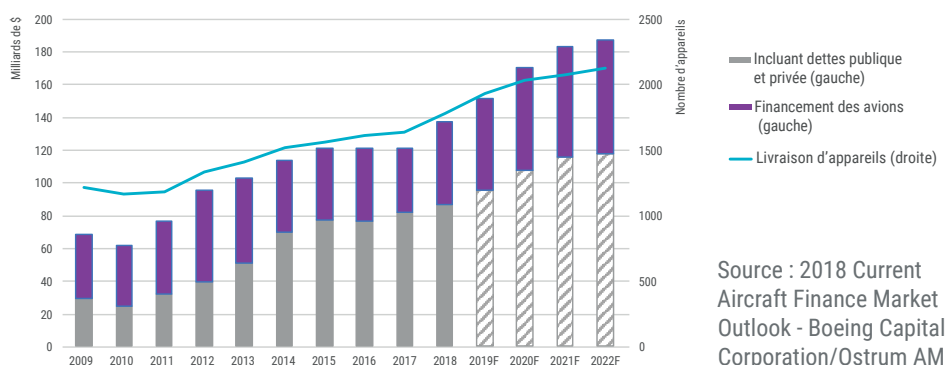


Aymeric Angotti
Responsable Gestion
Dette Aéronautique,
Ostrum¹
ASSET MANAGEMENT

Le financement des avions devrait presque doubler pour passer d'un peu plus de 90 milliards de dollars en 2012 à plus de 180 milliards de dollars d'ici la fin 2022. Pour les investisseurs obligataires, il s'agit d'un nouveau segment du secteur de la dette qui vient compléter la poche crédit de leur allocation.

La dette aéronautique présente plusieurs avantages : des flux de trésorerie prévisibles à long terme, une véritable diversification du portefeuille à travers l'exposition aux actifs réels, une hausse du rendement

Financements des livraisons : origine des fonds



Source : 2018 Current Aircraft Finance Market Outlook - Boeing Capital Corporation/Ostrum AM

1. Source : Boeing Commercial Market Outlook 2018-2037



liée à l'illiquidité de la classe d'actifs et une réduction de la volatilité dans l'ensemble du portefeuille.

Comment fonctionne un financement d'avion ?

Les sociétés de leasing, comme les compagnies aériennes, ont besoin de financements. Elles ont recours à différents types de financement pour acheter des avions commerciaux auprès de constructeurs tels qu'Airbus, Boeing, Embraer, etc. Ces appareils peuvent être destinés à la desserte de nouvelles destinations, à la croissance du trafic sur des routes très demandées ou simplement pour remplacer des appareils vieillissants. "Avec la forte croissance de la demande de transport, les loueurs opérationnels représentent une source importante de financement pour les compagnies aériennes dans un secteur à forte intensité capitalistique", déclare Aymeric Angotti, responsable gestion dette aéronautique chez Ostrum Asset Management.

Les financements d'avions sont structurés par le biais de véhicules ad hoc (appelés *Special Purpose Companies* ou SPC) qui sont généralement propriétaires de l'appareil et qui le louent à une compagnie aérienne. L'élément important de ce type de structure est l'hypothèque sur l'appareil, qui permet au prêteur de le reposséder, si nécessaire, dans un délai raisonnable. Le prêteur est alors en mesure de le relouer ou de le vendre à une autre compagnie aérienne.

Contrairement à un bien immobilier, sur lequel une hypothèque peut également être prise, l'avion est un actif mobile et fongible : on peut le retirer de la flotte d'une compagnie aérienne et le donner en exploitation à une autre, dans une autre région du monde. En effet, un A320 exploité par Lufthansa reste un A320 s'il est exploité par Latam au Brésil.

La dette aéronautique est garantie par un actif stable, dont la valeur affiche une faible volatilité, qui n'atteint que 20 à 25 % durant les crises les plus graves² et dont la durée de vie économique, d'environ 25 ans, dépasse la durée moyenne du prêt qui la finance, d'environ 12 ans. Ces deux facteurs induisent des taux de recouvrement élevés en cas de défaut.

Qu'il s'agisse d'une structure vanille (un avion pour une compagnie aérienne) ou d'un portefeuille d'avions anciens loués à différentes compagnies aériennes, le marché de la dette aéronautique offre un large éventail d'opportunités aux investisseurs.

Que faut-il acheter, et à quel prix ?

Les prêts aéronautiques ne peuvent être achetés et vendus sur des marchés régulés de la même manière que les obligations cotées. Ils sont illiquides étant donné la taille limitée du marché secondaire, qui comporte un nombre restreint d'acheteurs et de vendeurs. Il faut du temps et de l'expérience pour analyser une transaction, le risque de crédit, l'actif, la structure et les documents juridiques, avant de prendre une décision d'investissement.

Tout cela aboutit à une "prime" d'illiquidité, qui offre aux investisseurs des rendements qui peuvent être beaucoup plus élevés que ceux des obligations présentant des profils de risque similaires.

L'origination nécessite l'accès à un large réseau de banques à travers le monde, mais aussi à des contacts parmi d'autres originateurs d'opérations, aux premiers rangs desquels des compagnies aériennes et des sociétés de private equity.

La sélection des actifs requiert une expérience et une connaissance du secteur comparables. « Il y a peu d'informations accessibles au public en matière de dette aéronautique et aucun marché secondaire, de sorte que la

sélection initiale des actifs est complexe et constitue un élément déterminant de notre mission », affirme Aymeric Angotti. Une transaction doit être examinée sous différents angles, y compris l'analyse de l'entreprise ou de la contrepartie, l'actif lui-même et la structure de l'opération.

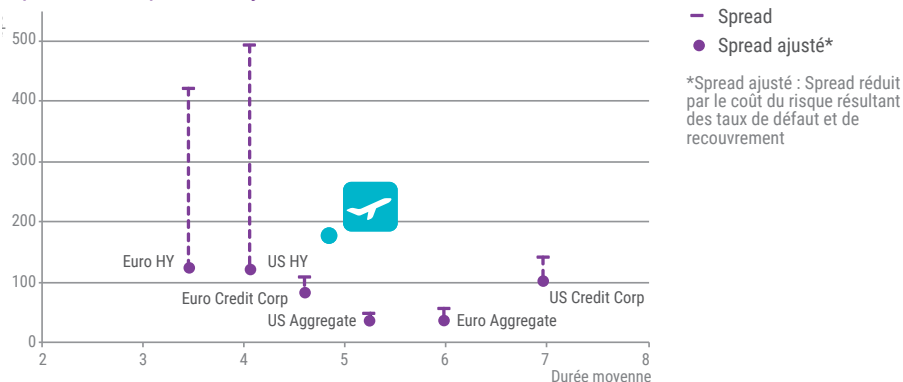
La notation de l'entreprise est basée sur un cadre externe solide, à savoir la méthodologie bien connue de S&P Global Market Intelligence. L'actif, quant à lui, est classé en fonction de son type, de son âge, du nombre d'opérateurs, de la taille de la flotte ou de sa situation dans son cycle de vie, la question fondamentale restant de savoir s'il sera facile à vendre ?

Les enjeux ESG font également partie de la sélection des actifs. L'octroi de prêts à des compagnies aériennes affichant un piètre bilan sur les questions sociales risque de compromettre le risque de crédit du fait de grèves, d'amendes ou de pertes d'opportunités.

La liquidité est également un élément essentiel. Si un actif n'est pas performant – parce que la compagnie aérienne est en difficulté et n'honore plus le remboursement de ses prêts, par exemple – il est essentiel de savoir à l'avance dans quelle mesure il sera possible de reprendre l'appareil pour le vendre à une autre compagnie. Dans certains pays, ce processus est plus facile que dans d'autres, et certains actifs, en particulier les modèles d'avions monocouloirs les plus répandus, sont plus faciles à négocier que d'autres.

Ostrum a développé son propre outil permettant de comparer l'encours de la dette et la valeur de l'appareil tout au long de la vie de la transaction.

Spreads VS Spreads ajustés



Source : Barclays (moyenne janv 2010 - déc 2017 Libor Option Adjusted Spread (LOAS) et Default adjusted LOAS pour différentes classes d'actifs), Ostrum AM. Les analyses et opinions mentionnées dans ce document reflètent la vision subjective de l'auteur, en date du 31 janvier 2019, et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis.

2. Étude par Ostrum de l'évolution des valeurs de marché de 1984 à nos jours



S'agissant de cette valorisation, la difficulté est notamment de connaître le délai de repossession de l'avion. Selon la juridiction où l'actif est exploité, ce délai peut varier de 60 jours à deux ans. Toute erreur de la part du prêteur peut s'avérer très coûteuse.

Le ratio Loan To Value (LTV ou ratio montant du prêt/valeur de l'actif), l'échéance de la dette, l'âge des appareils, leurs valeurs futures, qui sont également évaluées grâce à un outil interne, les coûts de repossession et de re-commercialisation sont également des variables déterminantes.

Enfin, et peut-être le plus important, le prêteur doit surveiller rigoureusement la performance du prêt et de l'avion. Il ne suffit pas de faire le suivi du prêt en lui-même ; le prêteur doit également inspecter l'appareil et s'assurer qu'il vole régulièrement. Pourquoi cela ? L'avion peut, par exemple, avoir été démantelé pour récupérer des pièces de rechange, ce qui est un désastre pour la valeur de l'actif que vous avez en garantie et envoie un signal dangereux au prêteur quant à la stabilité financière de l'emprunteur. Si ce dernier ne peut pas payer les nouvelles pièces, sera-t-il capable de rembourser sa dette ?

Performance potentielle

Une gestion appropriée des risques liés à une dette aéronautique permet de diminuer les risques de pertes potentiels. Historiquement, les prêts senior garantis par des avions bénéficient d'un taux médian de recouvrement en cas de

défaut d'environ 98 %³. En comparaison, le taux de recouvrement de la dette senior infrastructure s'établit à 77 %⁴. Les taux de recouvrement élevés de la dette aéronautique permettent d'atteindre des rendements ajustés du risque supérieurs à des classes d'actifs obligataires comparables.

Pour les investisseurs en dettes aéronautiques, il en résulte des rendements possibles de 75 points de base au-dessus du taux interbancaire, ce qui est un rendement habituel pour le financement de monocouloirs loués aux compagnies aériennes de premier rang, jusqu'à 300 points de base au-dessus du taux interbancaire, et parfois même plus, pour les transactions portant sur des portefeuilles d'anciens avions.

La stratégie offre des cash-flows prévisibles à long terme, avec des échéanciers de paiement fixés dès le premier jour de la transaction.

"Les marges ont diminué durant les dix ans qui ont suivi la crise financière, mais les inefficiences qui caractérisent le marché de la dette aéronautique sont une opportunité pour les gérants d'actifs expérimentés", affirme Aymeric Angotti. Ces inefficiences découlent de la nature des transactions, qui sont conclues bilatéralement ou dans le cadre de club deals. En conséquence, les marges ne sont pas standardisées, comme c'est le cas pour les transactions largement syndiquées.

Ainsi, deux transactions aéronautiques peuvent présenter des risques similaires, mais des prix très différents. Cela peut se

produire si, par exemple, une compagnie aérienne éprouve des difficultés provisoires à lever des fonds pour des raisons géopolitiques. Ou lorsque des banques locales affichent des coûts de refinancement plus élevés et exigent donc des marges plus élevées. Ces deux exemples permettraient d'accroître le rendement pour les investisseurs.

Le surcroît de rendement et le profil des cash-flows conviennent à de nombreuses catégories d'investisseurs institutionnels, les compagnies d'assurance ayant manifesté un intérêt particulier pour cette classe d'actifs.

Conclusion

Les avions sont des actifs intéressants pour les investisseurs institutionnels en raison de leur caractère tangible. Les prêts garantis par des actifs réels, solides et utiles sont plébiscités par un nombre croissant d'investisseurs. Ces derniers sont rassurés par les taux de recouvrement élevés, l'absence de corrélation entre la dette aéronautique et les marchés obligataires et la régularité des paiements de capital et d'intérêts.

"Les défis sont nombreux sur ce marché, mais les gérants d'actifs possédant à la fois une solide expérience dans la structuration de transactions, acquise dans de grandes banques d'investissement, et une connaissance approfondie du secteur et des actifs, devraient pouvoir générer de la valeur ajoutée", conclut Aymeric Angotti.

Écrit le 11 mars 2019

Les principaux risques liés à la stratégie dette aéronautique sont, entre autres : perte en capital, pas de garantie de retour sur investissement; illiquidité; performance des actifs comprenant le risque de contrepartie générale, solvabilité de l'emprunteur, risque juridique et risque de repossession de l'avion, valorisation de l'avion et risque opérationnel ; situation économique en général et conditions de marché (notamment prix du kérosène), changement législatif et fiscal, risques associés au déploiement de la stratégie.

3. Source : Étude de l'Aviation Working Group, publiée le 14/10/2016.

4. Source : Étude de Moody's sur les taux de défaut et de recouvrement des prêts bancaires destinés au financement de projets, datée du 5 mars 2018.



MENTIONS LÉGALES

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg et en Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Suisse : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Ostrum Asset Management

Un affilié de Natixis Investment Managers
Société Anonyme
Capital € 27 772 359
Agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le numéro GP 18000014
RCS Paris n° 525 192 753
43 avenue Pierre Mendès France
75013 Paris
www.ostrum.com

Natixis Investment Managers

RCS Paris 453 952 681
Capital: €178 251 690
43 avenue Pierre Mendès France
75013 Paris
www.im.natixis.com