

# NEWSLETTER

## High Yield

Novembre 2022

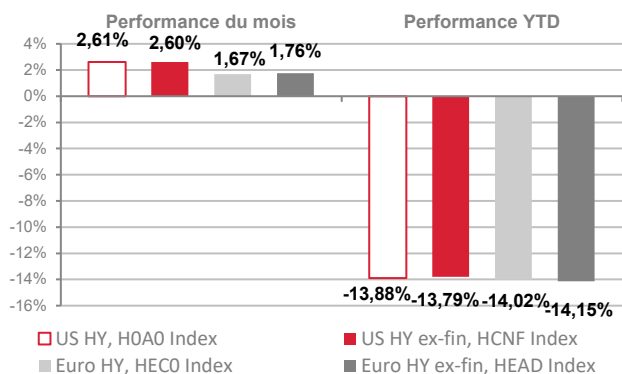
Le marché High Yield retrouve des couleurs en octobre. Les inquiétudes soulevées en 2<sup>ème</sup> moitié du mois de septembre en Angleterre ont été en partie réglées par le départ de Liz Truss et le changement de direction politique. Les primes de risque diminuent sur des espoirs de « pivot » des banques centrales. Le prix du gaz chute. L'inflation a encore surpris à la hausse sans que cela n'émeuve les marchés.

### Faits marquants du mois

#### > Performances

Les performances positives d'octobre sur les marchés High Yield Euro (+1,76%) et US (+2,60%) compensent en partie les sous-performances de septembre. Bien que les taux souverains soient en hausse (+14bp pour le 5 ans US, +4bp pour le 5 ans allemand), les primes de risque se resserrent (Euro HY : -50bp, US HY : -80bp) et soutiennent la performance. Elles sont au-dessus de leur niveau de début septembre.

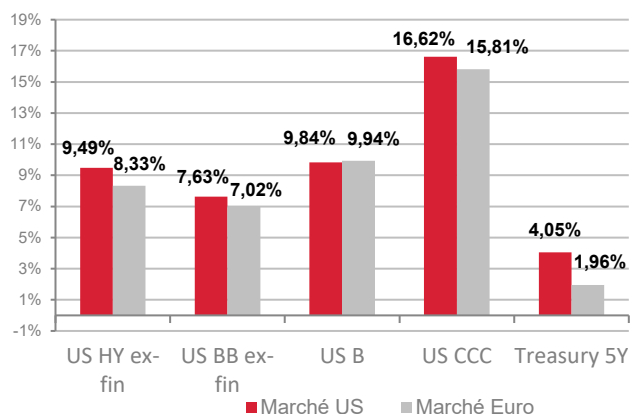
#### PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



#### > Segments de notation

Porté par un resserrement des primes de risque des 2 côtés de l'Atlantique, l'ensemble des émetteurs BB et B ont surperformé (BB Euro : +2,18%, B Euro : +1,33%, BB US : 2,72%, B US : +3,40%). Les CCC restent plus vulnérables au cours du mois d'octobre et sous-performent (CCC Euro : -1,33%, CCC US : 1,65%).

#### YIELD TO WORST\*



AVERTISSEMENT - Source : Swiss Life Asset Managers France, Bloomberg. Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées. Les performances exprimées en devises étrangères sont couvertes en euro.

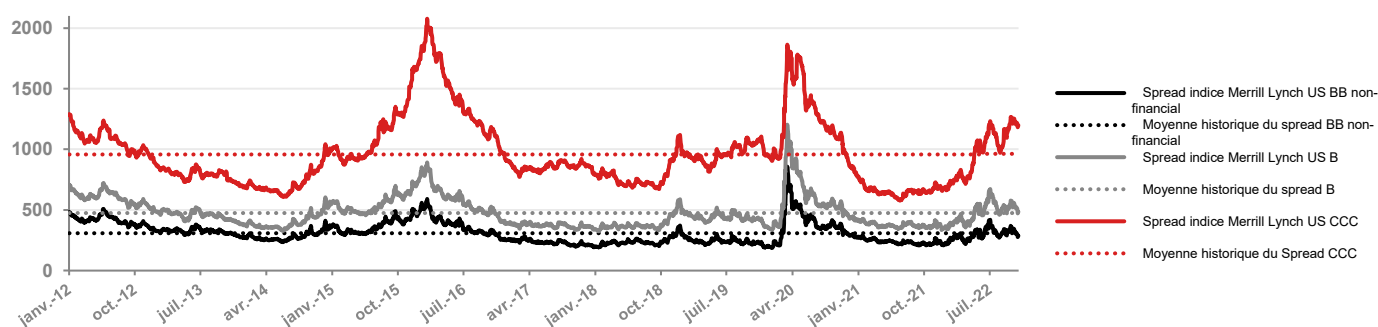
## > Secteurs

Aux US, l'ensemble des secteurs affiche des performances homogènes. Aux US comme en Europe, le secteur de l'énergie - porté par un prix du baril en hausse - a progressé significativement. De l'autre côté du spectre, en Europe le secteur immobilier enregistre la plus faible performance. Dans un environnement de hausse des taux, le secteur n'a pas été plébiscité par les investisseurs et reste le plus mauvais performeur de 2022.

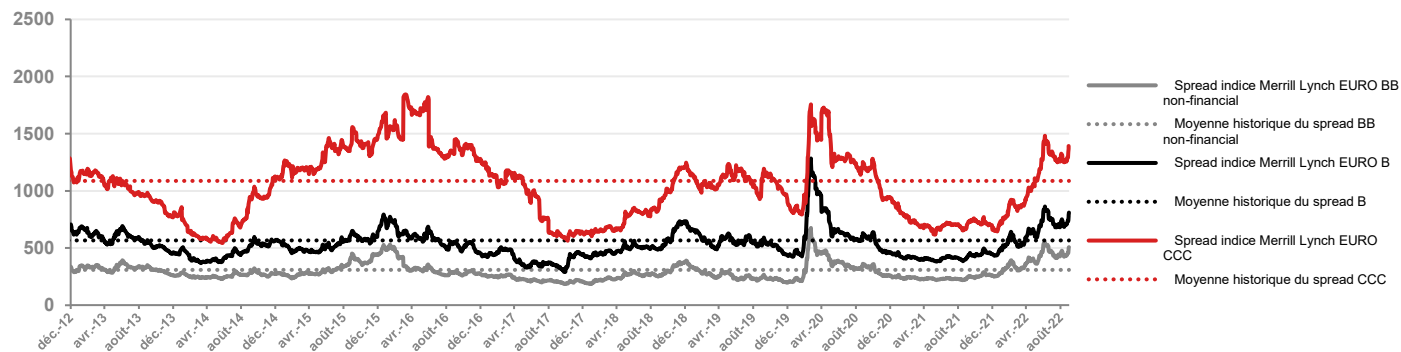
## > Marché primaire

Le marché primaire est resté calme courant octobre du fait des conditions de marché encore peu favorables. Seulement 0,7Mds Euro a été émis en Europe dont 300M€ pour le fabricant de papier haut de gamme Fedrigoni. Côté américain, seulement 5.84Mds USD ont été émis. Notons notamment le croisiériste Carnival pour 2Mds USD.

### ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



### ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



## > Taux de défaut et évolution du gisement

Aucun défaut n'a eu lieu sur le marché High Yield Euro pour le 14<sup>ème</sup> mois consécutif. De même, sur le marché américain.

Il y a eu un Fallen Angel aux US : Level 3 Financing, fournisseur de services de communication pour 1,5Mds USD. Côté Europe, il y a eu un Fallen Angel : Swan Housing, promoteur immobilier pour 0,25Mds EUR.

Il y a eu 2 Rising Stars côté US : le prestataire de services de santé Centene Corp pour 16Mds USD et IEA Energy Services spécialisé dans les énergies renouvelables en Europe pour 0,3Mds USD. En Europe, il y a eu un Rising star pour 7,3Mds EUR avec Autostrade per l'Italia chargé du réseau autoroutier italien.

AVERTISSEMENT - Source : Swiss Life Asset Managers France, Bloomberg. Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées. Les performances exprimées en devises étrangères sont couvertes en euro.



# NOTRE STRATÉGIE

**Édouard Faure**, Responsable de la gestion High Yield

*« L'espoir du pivot des banques centrales porte les marchés. »*

## 1. Stratégie High Yield

- > Après deux mois de performances négatives, le High Yield Euro gagne 1.76% en octobre. Alors que les flux ne sont toujours pas revenus sur la classe d'actif (0.7% de sorties en octobre et 15.3% depuis le début de l'année), les primes de risques se resserrent grâce à la diminution des inquiétudes en Angleterre et à l'espoir que les marchés portent sur le franchissement du pic d'inflation. Le « pivot » est ainsi le thème du mois et de fait, la Banque Centrale européenne a changé son discours, atténuant la possibilité d'une hausse des taux de 75bp en février 2023 (le marché prévoit 50bp « seulement »). Les premières publications des résultats des entreprises sur le 3<sup>ème</sup> trimestre sont également mieux orientées que le marché ne le craignait et le prix du gaz en Europe a été divisé par 3 depuis son pic du mois d'août.
- > Les risques demeurent : l'inflation a encore surpris à la hausse en zone Euro comme aux US, la Russie s'attaque aux infrastructures énergétiques ukrainiennes, la victoire de Xi Jinping n'est pas un signal positif pour les marchés tandis que les espoirs de relâchement des contraintes anti-covid en Chine sont régulièrement déçus.
- > Les obligations longues BB - dont nous avons noté l'attractivité le mois précédent - ont surperformé en Europe grâce à des taux souverains relativement stables et une convexité forte. D'un point de vue sectoriel, l'immobilier en Europe souffre fortement tandis que des prix du pétrole élevés continuent de porter le secteur de l'Energie aux US.
- > Nous privilégions encore les émetteurs des secteurs défensifs et les obligations ayant une convexité intéressante. Nous participons au primaire lorsque la prime offerte y sera significative.

## 2. Prix bas et convexité

- > Sous l'effet combiné des hausses des taux souverains (+2,68% pour le taux 5 ans allemand) et de l'écartement des primes de risques (+2,57%), le prix moyen des obligations High Yield européennes est passé de 100,92% en fin d'année dernière à 83,19% fin octobre (la moyenne des ces 20 dernières années s'établit à 97,89%).
- > C'est le plus bas niveau observé depuis la crise financière de 2008, hors très brève période du mois de mars 2020 (Covid).
- > Compte tenu du peu d'émissions primaires cette année, le gisement a peu évolué et le prix moyen de remboursement anticipé adossé aux émissions obligataires HY n'a pas pu être revu à la baisse. Cela a 2 conséquences : la probabilité de remboursement anticipé est faible et la convexité de l'indice High Yield est forte. Autrement dit : la possibilité de performance est importante alors qu'elle est traditionnellement limitée (on parle de convexité négative pour le HY en période « normale »).
- > Par ailleurs, alors que le marché s'inquiète de la hausse du taux de défaut - toujours modérée à 3,9% dans un an en Europe selon le scénario de base de Moodys - la perte liée au défaut pourrait être réduite si l'on fait l'hypothèse d'un taux de recouvrement stable (40% historiquement), puisque la chute d'une obligation d'une hauteur de 83,19% est plus indolore que de 100,92%.

# FOCUS *sur un émetteur*

## FEDRIGONI

Fedrigoni est un leader européen de l'emballage papier en Europe. D'origine italienne, la société dispose de 24 usines à travers l'Europe, l'Amérique et l'Asie. Fedrigoni a été sous LBO par Bain depuis 2018 (valorisé 650M EUR à l'époque, 5x EBITDA). En 2022, le capital a été ouvert à un autre Private Equity, BC Partners avec qui Bain se partage désormais le contrôle. La société a été valorisée à 2,3Mds EUR (8x EV/EBITDA) lors de ce deal qui a été accompagné par une émission primaire de EUR1mrd d'obligations senior sécurisées. La société a généré EUR1.9m de ventes sur 12mois glissants avec un EBITDA de 246M EUR dont 25% en Italie, 46% dans le reste de l'Europe et 29% dans le reste du monde. Fedrigoni vise par ailleurs 74M EUR d'amélioration de son EBITDA (synergies de coûts d'acquisition et consolidation d'acquisitions mais ce chiffre inclut également 35M EUR de coûts non récurrents, plus incertaines). La société a fait preuve d'une bonne génération de FCF pendant les 3 dernières années, entre 70-110M EUR dont plus de la moitié a été utilisée pour des acquisitions. Nous pensons aussi que grâce à cette bonne génération de FCF la société est en mesure de payer 2 fois plus de charges d'intérêt (40M EUR avant le refinancement de sa dette) et de continuer à faire des acquisitions pour consolider sa part de marché.



### Points forts

- > Robuste demande finale pour leurs emballages haut de gamme (par exemple cartons d'emballage de parfum ou encore de label autocollant sur les bouteilles d'alcool).
- > Bonne rentabilité avec une marge EBITDA à 13% grâce à leur positionnement de niche et le prix de leur produit peu élevé par rapport au produit final (le prix du carton pèse peu dans le prix de vente du parfum).
- > Marché défensif en cas de récession, la marge a baissé de 2% mais est restée à 9%.
- > Bon historique d'ajustement des prix : 8 hausses de prix dans les derniers 18 mois, les prix des produits sont revus tous les mois.



### Points faibles

- > Pas d'intégration dans les matières premières (pâte de papier) ni énergie, le gaz est ; en revanche, couvert sur les prochains 18 mois.
- > Stratégie de croissance acquisitive.
- > Levier élevé à 5.1x post émission.

# À PROPOS DE Swiss Life Asset Managers

Swiss Life Asset Managers dispose de plus de 165 ans d'expérience dans la gestion des actifs du groupe Swiss Life. Ce lien étroit avec l'assurance conditionne sa philosophie d'investissement qui a pour principaux objectifs d'investir dans le cadre d'une approche responsable des risques et d'agir chaque jour dans l'intérêt de ses clients. Swiss Life Asset Managers propose également cette approche éprouvée à des clients tiers en Suisse, en France, en Allemagne, au Luxembourg, au Royaume-Uni et dans les pays nordiques.

Au 30 juin 2022, Swiss Life Asset Managers gérait 249,9 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 99,7 milliards d'euros d'actifs sous gestion pour le compte de clients tiers. Swiss Life Asset Managers est un gestionnaire immobilier leader en Europe<sup>1</sup>. Sur les 249,9 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 88,0 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers administre 28,5 milliards d'euros de biens immobiliers conjointement avec Livit. Au 30 juin 2022, Swiss Life Asset Managers gérait ainsi 116,5 milliards d'euros de biens immobiliers.

Les clients de Swiss Life Asset Managers bénéficient de l'engagement et de l'expertise de plus de 2 500 collaborateurs en Europe.

## Vie en toute liberté de choix

Swiss Life permet à chacun de mener une vie en toute liberté de choix et d'envisager l'avenir avec confiance. C'est également l'objectif poursuivi par Swiss Life Asset Managers : nous pensons à long terme et agissons de manière responsable. Forts de notre expertise et de notre expérience, nous développons des solutions d'épargne et d'investissement tournées vers l'avenir.

Nous accompagnons nos clients dans la réalisation de leurs objectifs d'investissement de long terme afin qu'ils puissent à leur tour prendre en compte les besoins de leurs propres clientèles et construire un avenir financier en toute liberté de choix.

<sup>1</sup>Enquête 2021 de l'INREV sur les gestionnaires de fonds (sur la base des actifs sous gestion au 31.12.2021)

## Avertissement

Les informations contenues dans ce document sont accessibles aux clients professionnels et non professionnels au sens de l'article 4 de la LSFIn qui reprend les directives de MiFid. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information et de marketing. Il ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement ou une incitation à effectuer un placement. Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées. Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de Swiss Life Asset Managers France. La responsabilité de Swiss Life Asset Managers France ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations.

Toutes les informations et opinions exprimées dans ce document peuvent faire l'objet de modifications. Les informations relatives aux sociétés cotées n'ont pour but que d'informer les souscripteurs sur les participations des portefeuilles et ne doivent en aucun cas être considérées comme une recommandation d'achat ou de vente. Elles n'engagent nullement Swiss Life Asset Managers France en termes de conservation des titres cités au sein des portefeuilles. Tout investisseur potentiel doit prendre connaissance du DICI et du prospectus de chaque OPCVM remis avant toute souscription. Ces documents sont disponibles gratuitement sous format papier ou électronique, auprès de la Société de Gestion ou son représentant : Suisse : Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, P.O. Box 2831, 8002 Zürich ; France : Swiss Life Asset Managers France, 153, rue Saint-Honoré, 75001 Paris ou sur le site [fr.swisslife-am.com](http://fr.swisslife-am.com). Sources : Swiss Life Asset Managers, données au 31/10/2022. « Swiss Life Asset Managers » est la marque des activités de gestion d'actifs du Groupe Swiss Life.

## Retrouvez toutes nos publications sur [www.swisslife-am.com](http://www.swisslife-am.com)

Nous contacter :

**En France** : [service.clients-securities@swisslife-am.com](mailto:service.clients-securities@swisslife-am.com)

Tél. : +33 (0)1 40 15 22 53

**En Suisse** : [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com)

### Swiss Life Asset Managers France

Société de Gestion de portefeuille

GP-07000055 du 13/11/2007

Société anonyme à Directoire et Conseil de

Surveillance au capital de 671.167 Euros

Siège social : Tour la Marseillaise, 2 bis,

boulevard Euroméditerranée, Quai d'Arcen

13002 Marseille

Bureau principal : 153, rue Saint-Honoré 75001

Paris



**SwissLife**  
Asset Managers