

NEWSLETTER

High Yield

Octobre 2021

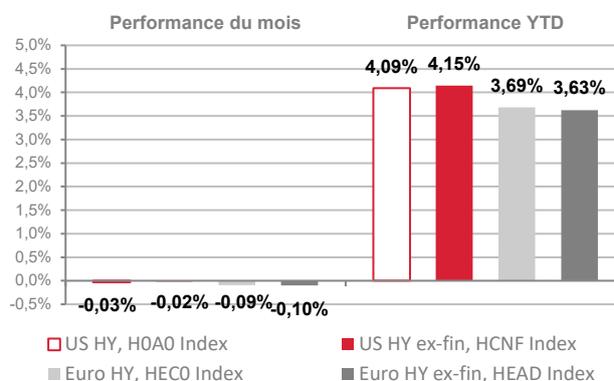
Tapering, Evergrande, inflation durable... ces facteurs inquiètent le marché et pour la première fois depuis 1 an, le High Yield enregistre une performance négative au mois de Septembre. Cependant, ces inquiétudes ont été en partie dissipées par des chiffres de croissance robustes et des taux de défaut toujours en baisse permettant aux secteurs cycliques d'enregistrer de bonnes performances.

Faits marquants du mois

> Performances

Pour la première depuis 1 an, les marchés High Yield affichent une performance négative au mois de septembre (Euro HY : -0,10% ; US HY : -0,02%). Les inquiétudes liées à une inflation durable et l'annonce de la réduction du programme d'achat de la FED ont provoqué quelques incertitudes chez les investisseurs.

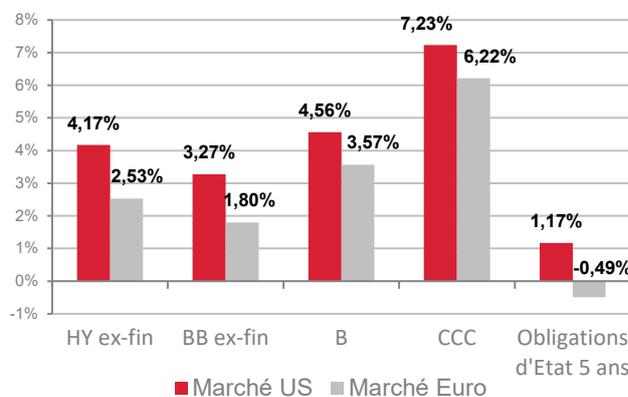
PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



> Segments de notation

Suite à l'annonce du « Tapering » par la FED, les taux d'états US et Euro ont augmenté. Ainsi, le segment BB, plus sensible à une variation des taux, a sous-performé (BB Euro : -0,28% ; BB US : -0,25%). La dynamique de croissance étant toujours positive, les autres notations ont enregistré des performances positives, avec une surperformance nette des CCC (Euro B : 0,07% ; Euro CCC : 0,44% ; US B : 0,16% et US CCC : 0,65%)

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.

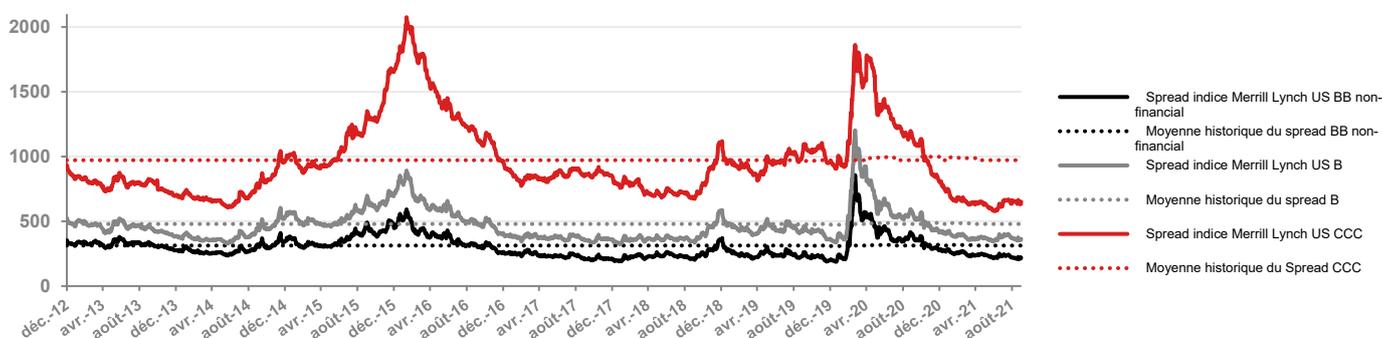
> Secteurs

Les secteurs non-cycliques (télécoms, technologie, média), plus sensibles aux taux, ont sous-performé alors que les secteurs les plus cycliques (loisirs, énergie, transport) continuent d'enregistrer des performances positives. Notons les inquiétudes concernant le secteur auto liées à la pénurie de semi-conducteurs. Enfin, en Europe, le secteur immobilier est moins bon performeur du fait d'un émetteur en proie à d'importantes positions courtes (des Hedge funds) : la société allemande Adler.

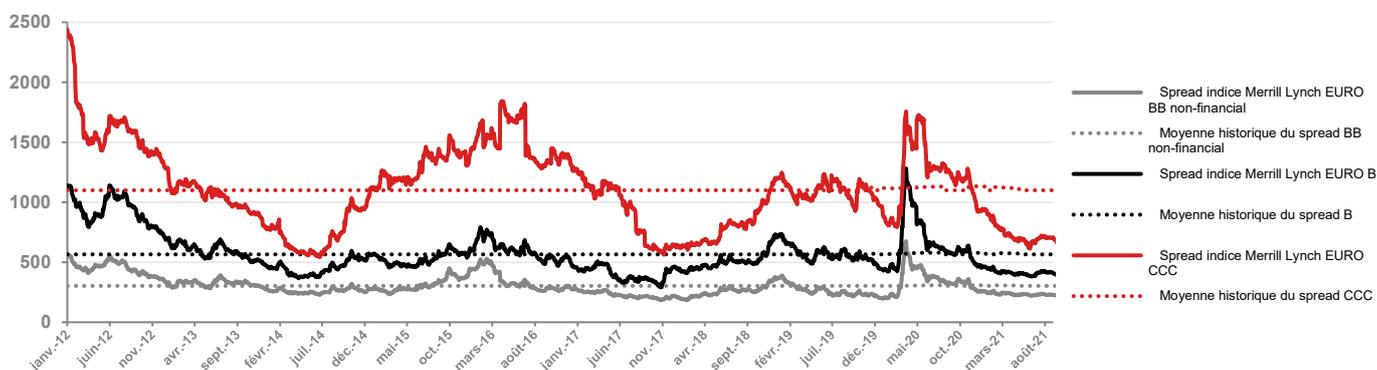
> Marché primaire

Le volume de marché primaire a fortement augmenté en septembre, même s'il est légèrement en-deçà des chiffres annoncés fin août. En Europe, près de 13 Mds d'Euro ont été émis. Citons notamment Grifols venu financer son acquisition américaine en émettant 1,4 Mds d'euro ou encore la société de gaming Cirsa, qui a réussi son premier refinancement post-COVID. Aux Etats-Unis, 30 Mds d'USD ont été émis dont notamment SFR (groupe Altice) avec une tranche de 2 Mds d'USD (en plus de la tranche Euro de 800 M).

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



> Taux de défaut et évolution du gisement

Il n'y a eu aucun défaut, ni sur le marché High Yield Euro, ni sur le High Yield US.

Il n'y a pas eu de Fallen Angel en Europe. Aux USA, 3 Fallen Angels sont à dénombrer pour un total de 6 Mds d'USD dont la chaîne de magasins Nordstrom (2,8 Mds d'USD) et le laboratoire pharmaceutique spécialisé dans les génériques Perrigo (2,7 Mds d'USD).

Il y a eu un Rising Star aux Etats-Unis, la société immobilière EPR Properties, pour 2,6 mds d'USD.

Côté européen, il n'y a pas eu de Rising Star à proprement parler mais les obligations hybrides d'Unibail-Rodamco ont quitté la catégorie HY (l'émetteur étant déjà IG) suite à la nouvelle notation émise par Fitch.

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

« Garder des liquidités pour profiter du primaire »

1. Stratégie High Yield

- > S'ils n'ont pas immédiatement réagi aux annonces de la FED, les taux d'états US et Euro se sont écartés en fin de mois. L'impact s'est rapidement fait ressentir sur la partie BB. Les chiffres macroéconomiques restant bons, les notations inférieures et les secteurs les plus cycliques ont continué de bien performer. Le marché primaire a été particulièrement actif en septembre de part et d'autre de l'Atlantique et fut très bien absorbé, témoignant de l'importance des liquidités disponibles et de l'appétit pour le risque.
- > Les secteurs les plus scrutés en ce moment sont l'automobile et l'immobilier. Le premier, en proie à des difficultés d'approvisionnement en semi-conducteurs voit ses lignes de production s'arrêter alors que les carnets de commandes sont au plus haut. Certains équipementiers/constructeurs ont donc dû réduire leurs prévisions de résultat pour 2021. Le deuxième, via la société allemande Adler, fait face à une défiance de la part des investisseurs et notamment des Hedge Funds qui construisent des positions courtes sans réel argument quant à la dégradation des fondamentaux de la société.
- > Dans ce contexte, nous avons été actifs (mais sélectifs) sur le marché primaire en profitant des primes offertes pour diversifier nos portefeuilles (Cirsa, Altice, Medline, Grifols...). Nous avons fait quelques arbitrages au sein du secteur auto, réduisant légèrement notre pondération globale au secteur en vendant certains émetteurs ayant bien performé et en ajoutant d'autres, de conviction, dont le prix des obligations a baissé. Nous gardons une poche confortable de liquidités pour profiter du marché primaire

2. Déjà plus de Rising Stars que de Fallen Angels

- > Après l'effondrement du marché engendré par le Covid-19 et les dégradations des notes de crédit, 2020 a enregistré la vague de Fallen Angels la plus importante depuis la crise de l'énergie de 2015 avec un pic de 150 Mds d'USD sur le 1^{er} trimestre et un total de 230 Mds USD. Ainsi, une étude récente relève que le ratio de Fallen Angels vs. Rising Star s'établissait à 8 pour 1 et seulement 18 mois plus tard, ce ratio s'est drastiquement inversé avec un rapport de Rising Stars vs. Fallen Angels de 5 pour 1 désormais, i.e. 36 Mds d'USD contre 8 Mds d'USD. Alors que la pandémie a continué de peser sur l'activité économique depuis le début de l'année, le profil de crédit de la plupart des émetteurs s'améliore et surprend positivement. Notons ainsi que le levier financier médian est très rapidement retombé vers les niveaux pré-crise sanitaire après un pic en 2020. Cette dynamique positive des fondamentaux de crédits se reflète dans la migration ascendante des notations de crédit que nous observons actuellement.
- > Ce mouvement va-t-il pour autant entraîner une vague de Rising Stars pour 2022 ? Toute conjecture en la matière serait hasardeuse car des risques demeurent sur le Tapering des banques centrales, l'inflation, les désordres de la chaîne logistique. Néanmoins, il nous paraît clair que le profil de crédit des émetteurs High Yield va continuer à bénéficier de la reprise économique bien que les effets de base vont progressivement s'atténuer. Dès lors, nous pouvons anticiper une poursuite de ce mouvement à la lumière du stock d'émetteurs BB+ et BB associés à une perspective positive ou une surveillance vers un relèvement de leur notation par l'une des trois agences. En effet, la même étude recense que les émetteurs susceptibles de passer Investment Grade atteignent le montant record de 167 Mds d'USD de notionnel contre un plus bas à 22 Mds d'USD l'an dernier.

FOCUS *sur un émetteur*

MEDLINE

Medline est un producteur et distributeur de fournitures médicales pour les hôpitaux, institutions médicales et médecins individuels. C'est le plus grand LBO de cette année avec 14,7 Mds d'USD de dette y compris 7 Mds d'USD d'obligations High Yield et un apport d'actions important de 17 Mds d'USD de la part de 3 fonds de PE (Blackstone, Carlyle et Hellman&Friedman). La société a été précédemment détenue par la famille fondatrice qui restera dans la structure de capital en minoritaire et dans le rôle du CEO.

Medline génère 9,7 Mds d'USD de revenus et 2,4 Mds d'USD d'EBITDA normalisé (hors effet positif sur les ventes en raison du covid). Medline vend surtout des produits de consommation comme des gants, masques, blouses, pansements, etc. L'entreprise bénéficie d'une bonne croissance (29% croissance EBITDA par année de 2018 à 2021) notamment grâce à des nombreux gains de contrats de « prime vendeur » qui permettent à la société de fournir la grande majorité de toutes les fournitures médicales à un même client (hôpitaux etc). Ces contrats permettent également à la société d'augmenter le pourcentage de ventes de ses propres marques distributeur plutôt que de distribuer les marques concurrentes avec à la clé des économies de coûts pour les clients et des meilleures marges pour Medline. La politique financière est acceptable : le levier élevé (4,4x sur la dette sécurisée et 6,1x sur la dette unsecured) étant mitigé par une politique financière raisonnable (pas de dividende et besoins de capex sont limités à 3% du CA) ainsi qu'une bonne génération de FCF avec 1,2 Mds d'USD de FCF (7% de la dette brute).



Points forts

- > Leader dans la distribution dans ses deux plus importants marchés : soins intensifs et soins en phase post aigüe avec 28% et 30% de part de marché.
- > Forte croissance et amélioration des marges grâce à la montée en puissance des marques distributeur.
- > Bonne génération de FCF (Free Cash Flow)



Points faibles

- > Levier important.
- > Bien que le marché soit plutôt concentré autour de quelques distributeurs, la compétition se fait essentiellement sur le prix des produits.
- > Des questions sur la politique financière des sponsors à long terme (quelque peu mitigé par la perspective d'une IPO à moyen terme nécessitant un désendettement).

À PROPOS DE Swiss Life Asset Managers

Swiss Life Asset Managers dispose de plus de 160 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 principal objectif d'avoir une approche responsable des risques. Ainsi, nous créons le socle permettant à nos clients de planifier leurs investissements de manière sûre et à long terme, en toute liberté de choix et confiance financière. Cette approche qui a fait ses preuves permet également à des clients tiers basés en Suisse, en France, en Allemagne, au Luxembourg et en Grande-Bretagne de bénéficier des services proposés par Swiss Life Asset Managers.

Au 30 juin 2021, Swiss Life Asset Managers gère 250,3 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 90,2 milliards d'euros de placements pour des clients tiers. Swiss Life Asset Managers est également un gestionnaire immobilier leader en Europe¹. Sur les 250,3 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 74,6 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers assure la gestion de biens immobiliers via ses filiales Livit et Corpus Sireo pour 26,4 milliards d'euros.

Au 30 juin 2021, Swiss Life Asset Managers gère ainsi 100,9 milliards d'euros de biens immobiliers. Swiss Life Asset Managers emploie plus de 2 400 collaborateurs en Europe.

¹ Enquête 2021 de l'INREV sur les gestionnaires de fonds (sur la base des actifs sous gestion au 31.12.2020)

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.

Retrouvez toutes nos publications sur www.swisslife-am.com

Nous contacter :

En France : service.clients-securities@swisslife-am.com

Tél. : +33 (0)1 40 15 22 53

En Suisse : info@swisslife-am.com

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. Sources : Swiss Life Asset Managers, données au 30/09/2021. « Swiss Life Asset Managers » est la marque des activités de gestion d'actifs du Groupe Swiss Life.

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'Arenc 13002 Marseille
Bureau principal : 153, rue Saint-Honoré 75001
Paris



SwissLife
Asset Managers