

NEWSLETTER

High Yield

Mai 2021

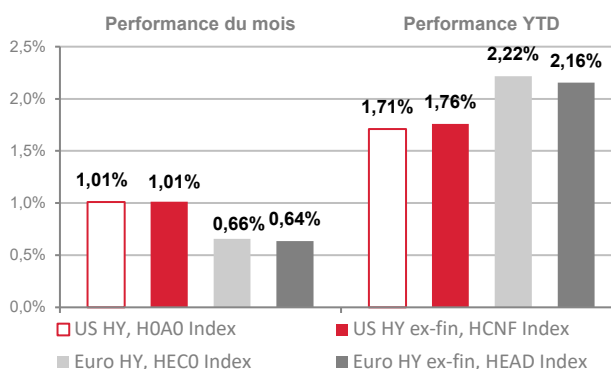
Alors que la direction du marché a été consensuelle en mars, avec peu de volatilité, observons-nous les premiers signes d'essoufflement ou seulement une courte pause sur la toute fin de mois ? Si certaines émissions primaires ont peiné à convaincre, il faut noter que les volumes d'émissions ont été importants depuis le début de l'année. Les taux de défaut attendus restent très bas et les primes de risque en Europe sont encore loin des points les plus serrés connus en 2017.

Faits marquants du mois

> Performances

De solides performances en avril grâce au resserrement des primes de risque et au portage : Euro HY +0,64% et US HY +1,01%. La surperformance du marché HY US est dû à une baisse des taux souverains américains (-0,12% pour le taux 10 ans) tandis qu'un mouvement inverse a eu lieu sur les taux européens (+9bp pour le taux à 10 ans allemand)

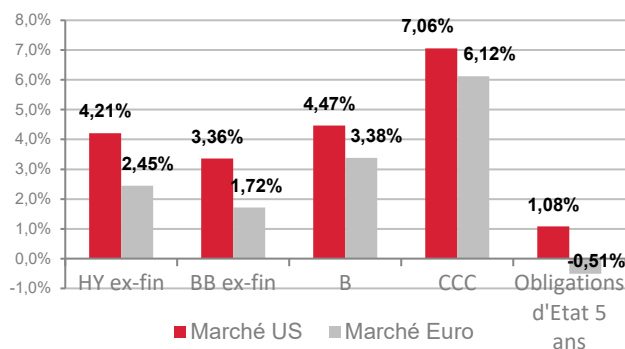
PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



> Segments de notation

Les émetteurs CCC, aidés par les perspectives de réouverture, réalisent de nouveau les meilleures performances (CCC Euro +1,92% ; CCC US: +1,20%). Les BB US font mieux que les B US (+0,99% vs +0,90) grâce à une plus longue durée dans un contexte de taux baissiers. Les émetteurs B et BB Euros sont proches (+0,56% pour les BB et +0,59% pour les B).

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.

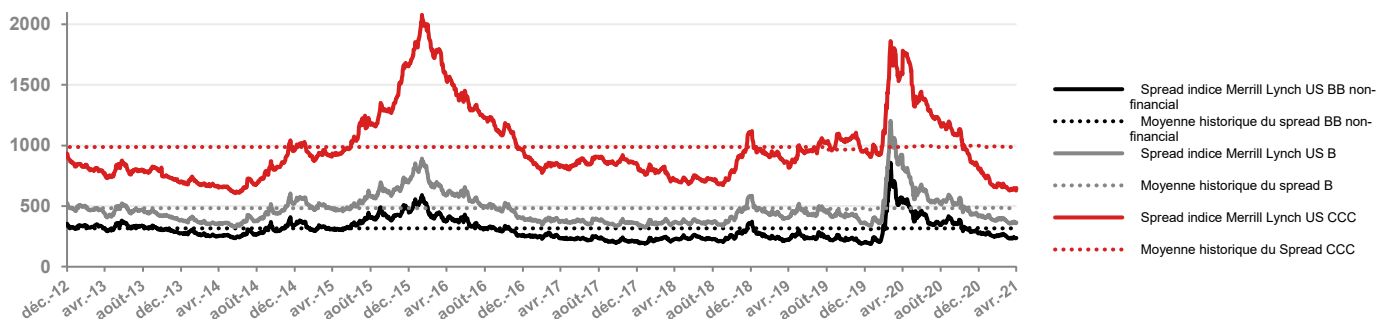
> Secteurs

Alors que le cours du baril est passé à plus de 65\$ au cours du mois et face aux bonnes perspectives économiques, c'est le secteur très cyclique de l'énergie US qui réalise la meilleure performance. En Europe, ce sont les secteurs des loisirs (hôtels, casinos, cinémas, croisiéristes) et du transport (compagnies aériennes, fret) qui ont le plus progressé. On note aussi la bonne performance du secteur des médias (porté par Netflix). A l'inverse les secteurs défensifs de la santé aux US et des télécoms en Europe ont le moins progressé.

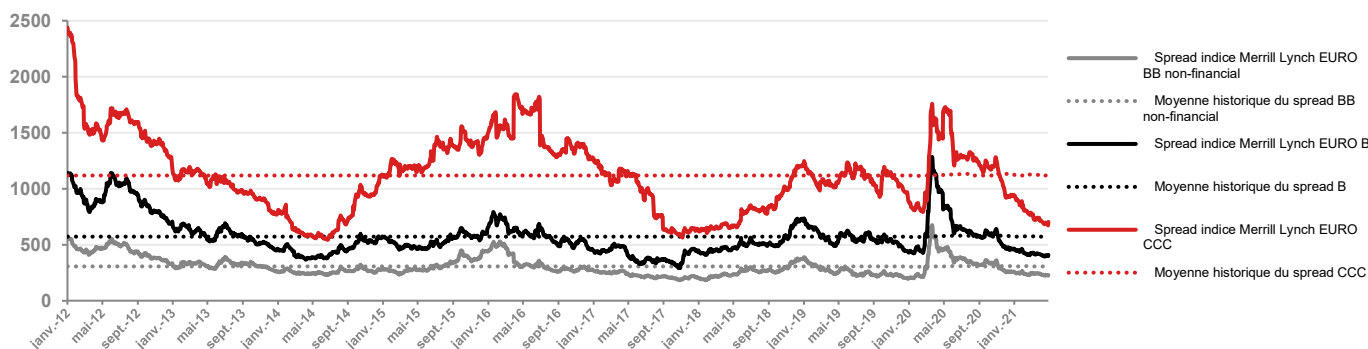
> Marché primaire

Le rythme effréné se poursuit après un premier trimestre déjà record. En avril, il y a eu plus de 50Mds\$ de nouvelles émissions aux US. Citons Organon (notre focus), Altice USA et Charter Communications qui ont pu émettre à plus de 10 ans. United Airlines a aussi profité des bonnes conditions de marché. Sur le marché HY européen, un peu plus de 14 Mds€ ont été émis en avril dont SFR, Rexel et Dufry. Notons le retrait de Picard, qui n'a pas obtenu les conditions espérées et quelques performances décevantes sur des émetteurs notés B en fin de mois.

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



> Taux de défaut et évolution du gisement

Comme lors du mois précédent, nous comptons un seul défaut aux USA en avril : la société de service pétrolier Basic Energy Services, et aucun en Europe.

Il y a eu 2 Fallen Angels en Europe : les dettes hybrides du chimiste Evonik (500 M€ d'obligations) et la société anglaise G4S (pour 1,55 Mds€) dont les obligations ont été dégradées de BBB- à B suite à son acquisition par l'américain Allied Universal, noté B-.

Trois nouvelles Rising Stars aux US : le constructeur Richmond American Homes (via sa holding MDC Holding, 1,4 Mds\$), le producteur d'électricité Northern Star Generation (240 M\$) et la dette sécurisée du loueur de matériel de BTP United Rentals (750 M\$) ont ainsi quitté la catégorie High Yield.

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

« *Nous allégeons les émetteurs CCC* »

1. Stratégie High Yield

- > Le High Yield a connu sa meilleure performance mensuelle depuis le début de l'année, lors d'un mois où la volatilité a été faible. L'indice « VIX » a ainsi été au plus bas depuis le début de la crise sanitaire. L'optimisme face à la réouverture des économies a bénéficié aux actifs risqués. Les émetteurs les moins bien notés en ont profité : les CCC euro gagnent +1,92% sur le mois et les CCC US +1,20%. Cela fait 6 mois d'affilée que les performances sont positives pour la classe d'actif et que le segment des CCC réalise de meilleures performances mensuelles que les B et les BB. Aux US, les CCC en sont à leur 13^{ème} mois de performance positive, la plus longue série depuis près de 30 ans.
- > Les primes de risque sont aussi revenues au niveau du début de l'année 2020. Nous sommes encore loin des niveaux les plus serrés de ces 5 dernières années, d'autant que la qualité du gisement s'est améliorée grâce aux nombreux Fallen Angels entrés dans le High Yield en 2020. Pour autant il reste des incertitudes : l'évolution des variants du Covid-19, la fluidité du commerce mondial et le prix du fret, son implication pour l'inflation et la capacité de certains secteurs (aérien, tourisme) à retrouver un rythme de croissance soutenable.
- > Nous observons également, après un 1^{er} trimestre record en volume d'émission, que les 2 dernières semaines d'avril ont été moins favorables aux émissions à fort effet de levier dont certaines ont été accueillies avec scepticisme. Nous rééquilibrons donc les portefeuilles en allégeant certains émetteurs CCC au profit d'émetteurs mieux notés (BB notamment) tout en restant prudents sur la duration

2. Les primaires à fort effet de levier moins bien reçus ?

- > Les obligations à fort effet de levier, offrant des primes de rendement intéressantes, ont connu un bon parcours sur le marché secondaire à l'image de la dette non sécurisée de l'émetteur Verisure, notée Caa1/CCC+ en janvier, ou de la dette sécurisée du fabricant de médicaments génériques Advanz Pharma (B+/B3) en mars. Quelques dossiers n'avaient cependant pas connu le même succès : citons Douglas, le parfumeur allemand, dont le modèle est alourdi par de nombreuses boutiques (ils sont en train d'en fermer 500), et dont la dette non sécurisée émise en mars perdait 3% juste après l'émission - malgré un coupon de 8.25%. Et surtout Kloeckner Pentaplast, fabricant de produits d'emballage en plastique, vulnérable à une remontée des coûts de ses matières premières qui a subi la remontée du cours du pétrole et dont la dette non sécurisée notée Caa2/CCC+ a perdu près de 6% depuis son émission en février. En avril, le LBO de Birkenstock, notée Caa1/CCC+/B- a séduit, présentant de belles perspectives de croissance et offrant 5,25% de coupon.
- > Cependant les 2 dernières semaines d'avril ont montré des signes d'essoufflement : Picard a dû revenir sur sa volonté d'émettre, suivi de Kedrion, noté B/B1, émis avec un coupon de 3,37%, et Consolis, noté B2/B- et offrant 5,75%, qui ont peiné sur le marché secondaire. Plusieurs raisons possibles : les souscriptions ne sont pas revenues dans les fonds HY ce qui pèse sur la demande de nouveaux papiers. Il est aussi possible que les investisseurs aient moins d'appétit pour les entreprises à fort effet de levier qui ont connu plusieurs mois de fortes performances. Les dossiers présentés étaient peut-être aussi moins séduisants et les arrangeurs se sont habitués à resserrer les rendements offerts, après plusieurs mois où la demande a été au rendez-vous. Enfin, le marché a été un peu moins porteur sur la fin du mois avec un léger écartement de spread.

FOCUS *sur un émetteur*

ORGANON

Organon est une société pharmaceutique leader en santé des femmes, acteur majeur dans la mise à disposition de médicaments biosimilaires et de médicaments historiques à forts enjeux de santé publique (en particulier en dermatologie, traitement de la douleur, respiratoire et cardiovasculaire). Ce spin-off de Merck bénéficie d'une bonne diversification de produits et par géographie (environ 1/3 de revenus en Europe, 1/3 Amériques et 1/3 Asie). De taille importante dans sa niche, avec des revenus de 6,6 Mds \$, la société dispose notamment d'un portefeuille de marques bien établies et de produits de croissance comme son implant contraceptif Nexplanon/Implanon NXT. Le M&A jouera également un rôle dans le futur pour compenser la décroissance de quelques produits plus matures. Grâce à une bonne génération de FCF, le leverage qui se situe autour de 4x post spin-off devrait s'approcher à terme du target de 3,5x. Lors de ces récents résultats la société a donné plus de visibilité sur l'année 2021 avec une guidance de 6,1-6,4 Mds\$ de revenus attendues et 36-38% marge EBITDA. La croissance des revenus est attendu positive (0-5%) avec une croissance d'EBITDA supérieure grâce au levier opérationnel.



Points forts

- > Bon positionnement dans la santé féminine y compris avec le 'blockbuster' Nexplanon/Implanon NXT
- > Diversification géographique et par produit
- > Croissance dans la division biosimilaire
- > Deleveraging prévu vers 3.5x net dette/EBITDA



Points faibles

- > Marques établies en faible croissance voire décroissance
- > Risque d'exécution post spin-off de Merck
- > Brevet de Nexplanon expire en 2027, besoin de gérer la vie du produit
- > M&A probable, potentiellement financé par nouvelle dette

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 31 décembre 2020, Swiss Life Asset Managers gérait 249,2 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 84,7 milliards d'euros de placements pour des clients tiers. Swiss Life Asset Managers est également un gestionnaire immobilier leader en Europe¹. Sur les 249,2 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 71,8 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 25,6 milliards d'euros. Au 31 décembre 2020, Swiss Life Asset Managers gérait ainsi 97,5 milliards d'euros de biens immobiliers.

Swiss Life Asset Managers emploie plus de 2 300 collaborateurs en Europe.

¹ Enquête 2020 de l'INREV sur les gestionnaires de fonds (sur la base des actifs sous gestion au 31.12.2019)

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.

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.

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

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