

Ellipsis High Yield Fund

- Code ISIN : **part I EUR - FR001122019**
- Forme juridique : **FCP UCITS**
- Société de gestion : **Ellipsis AM**
- Gérante : **Delphine Laloum**
- Indicateur de référence : **ICE BofAML BB-B Euro Non-Financial High Yield Constrained***
- Date de lancement : **15 novembre 2011**
- Encours au 28/02/2023 : **100 millions d'euros**
- Overall rating au 31/12/2022 : **Morningstar ★★★★★**
- Catégorie : **obligations EUR haut rendement**

* Indicateur de référence à compter du 03/11/2021 (ticker Bloomberg : HEC5). Avant cette date : Ice BofAML BB Euro High Yield Non Financial Constrained Index (ticker Bloomberg : HE1C).

Investisseurs

- Profil investisseur : **tous souscripteurs, plus particulièrement à destination des investisseurs institutionnels, des fonds de fonds et fonds de pension, des caisses de retraite ou encore des investisseurs pour compte propre.**
- Durée de placement recommandée : **3 ans minimum**

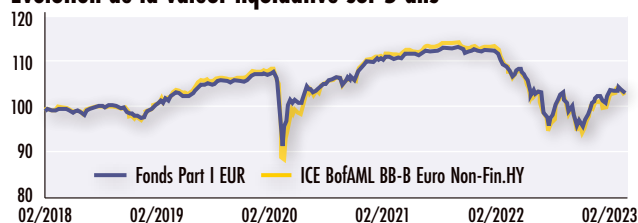
Performance

■ Le fonds a pour objectif de réaliser sur la durée de placement recommandée la meilleure performance possible au moyen d'une gestion active directionnelle sur les obligations libellées en euros, principalement d'émetteurs non financiers de catégorie spéculative.

| Perf. annualisées* | 5 ans | 3 ans | 1 an | Volatilité 1 an |
|-------------------------|----------|----------|-----------|-----------------|
| Fonds (Part I EUR) | 0,19 % | - 1,94 % | - 10,28 % | 5,9 % |
| Indicateur de référence | - 0,02 % | - 2,38 % | - 11,38 % | 6,0 % |

* Performances au 31/12/2022, nettes de frais et coupons réinvestis. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Evolution de la valeur liquidative sur 5 ans



Pourquoi investir dans ce fonds ?

Après quasiment une décennie de taux de rendement historiquement faibles sur le marché du high yield européen, dans un contexte de politiques monétaires très accommodantes et de taux d'intérêt négatifs, la classe d'actifs a enfin retrouvé, depuis deux ans, des niveaux de rendement attractifs. Actuellement, le rendement moyen ressort encore à 7,35 %, un niveau supérieur à la moyenne constatée sur les 20 dernières années, qui se situe autour de 6,7 %. La prime de risque moyenne du gisement est en effet revenue à un niveau attrayant, puisqu'elle tourne autour de 415 points de base.

Or, si l'on traduit cette prime de risque en termes d'anticipation de taux de défaut des émetteurs, celui-ci ressort à plus de 5 % par an sur les cinq prochaines années. Un niveau qui semble excessif compte tenu, d'une part, du taux de défaut moyen constaté depuis 30 ans, de l'ordre de 3 %, et, d'autre part, de l'amélioration structurelle de la qualité du gisement en Europe en termes de diversification et de rating (le rating moyen étant aujourd'hui estimé à BB-). D'un point de vue fondamental, l'analyse est également rassurante : les entreprises sont mieux armées que par le passé pour faire face à un retournement de cycle économique,

elles ont augmenté leur niveau de liquidités, ont abaissé leur niveau d'endettement et ont une marge de manœuvre importante pour se refinancer sur des niveaux de coupons plus élevés, tout en conservant un ratio de couverture de leurs frais financiers par leur résultat opérationnel satisfaisant. Autre élément crucial, il n'y a pas de mur de liquidité imminent, le pic de refinancement se situant en 2026. Enfin, les émetteurs bénéficient du soutien des créanciers et des actionnaires. En 2022, plusieurs mécanismes leur ont permis d'optimiser leur refinancement ou d'éviter le défaut. On mentionnera en particulier les opérations de « debt exchange offers » lorsque le business model des entreprises est soutenable. Il s'agit d'un échange de dette permettant d'allonger la maturité, moyennant un supplément de coupon, sans déclencher d'événement de défaut.

« A court terme, la classe d'actifs n'est pas à l'abri d'un mouvement de panique de marché et d'un retour de l'aversion au risque dans un contexte macroéconomique toujours incertain, résume Delphine Laloum, la gérante d'Ellipsis High Yield Fund. Pour autant, nous considérons que le risque/rendement sur le high yield européen est redevenu attractif dans une optique de portage à moyen terme. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle nous avons lancé, en novembre dernier, un fonds à échéance : Ellipsis Credit Road 2028. »

Le processus de gestion

Ellipsis High Yield Fund investit entre 60 et 100 % de ses actifs sur des obligations de catégorie spéculative ou non notées, libellées en euro (les émetteurs pouvant se situer en dehors de la zone euro). Le fonds se concentre uniquement sur les obligations d'entreprises, celles du secteur financier étant à ce jour exclues de l'univers d'investissement. L'objectif principal est la gestion du risque de défaut. La première étape du processus de gestion est donc l'analyse financière et extra-financière des émetteurs afin de forger les convictions fondamentales. Contrairement à un fonds de portage, la gérante doit également anticiper les mouvements de marché au jour le jour. La deuxième étape du processus consiste par conséquent à déterminer la structure du portefeuille. Pour cela, elle valorise la classe d'actifs au regard du cycle économique, ce qui lui permet de définir la répartition par catégorie de rating (bêta), la durée du portefeuille et, lorsque cela est pertinent, un biais sectoriel et/ou géographique. Cette allocation est évidemment dynamique en fonction des publications de données économiques. Le cœur de portefeuille est investi sur des émissions BB (60 % à minima), la pondération sur les signatures B et éventuellement CCC étant pilotée de manière tactique. Le couple risque/rendement de chaque émetteur

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Frais

- Frais de gestion (part I EUR) : **max 0,80 %** pour 1 million d'euros minimum de souscription initiale
- Commissions de surperformance : **15 % de la surperformance annuelle nette vs celle de l'indicateur de référence, une fois les sous-performances des cinq dernières années toutes compensées.**
- Frais de souscription/rachat : **aucun**

Risques

Echelle de risque SRI : **3 sur une échelle de 1 à 7**
(échelle de risque selon DIC – Document d'information clés)

- **Risque de perte en capital**
- **Risque de crédit**
- **Risque de taux**

Pour en savoir plus : consulter le DIC et le prospectus sur le site web : <https://www.ellipsis-am.com/fra/fr/pro/produits/ellipsis-high-yield-fund/fr001122019>

est optimisé en calibrant la maturité et le positionnement sur la structure de capital. Grâce à un suivi quotidien de l'actualité et des publications de résultats des émetteurs, l'équipe de gestion se montre très réactive en cas de dégradation inattendue de la qualité de crédit d'un émetteur ou d'un niveau de valorisation devenu excessif.

A noter : des couvertures macros (« tail risk ») peuvent être mises en place de manière tactique lorsque le risque/rendement de ces stratégies est particulièrement attractif (lire l'interview).

La société de gestion

Avec près de 20 ans d'histoire de gestion et 2,4 milliards d'euros d'actifs sous gestion (à fin 2022), Ellipsis AM est spécialisée sur des gestions de niche à valeur ajoutée, à travers ses deux pôles : Convertibles & Crédit et Overlay & Customised Portfolio Solutions. Leader* en gestion convertibles européennes et globales, elle a aussi développé des expertises de gestion sur le crédit, notamment high yield, la volatilité et les dérivés listés. Elle propose des services de gestion dédiés comme des mandats d'overlay. Signataire des UN PRI, l'intégration ESG fait partie du processus de tous les fonds de la gamme, tous classés « article 8 » selon la réglementation SFDR. Depuis 2022, Ellipsis AM a rejoint le groupe Kepler Cheuvreux. ■

* Classement Convertibles Europe en AUM : https://www.ellipsis-am.com/publication/ComplianceDoc/Fr_Methodologie-peer-group.pdf



La gérante

Delphine Laloum a 20 ans d'expérience sur le crédit et le high yield. Titulaire d'un DESS banque et finance, diplômée de la Société française des analystes financiers (SFAF/CIA) et détentrice de la certification ESG Investing du CFA Institute, elle a rejoint ADI en 2002 en tant qu'analyste crédit puis « desk analyst » dédiée aux obligations convertibles. En 2006, elle devient trader pour compte propre sur les obligations convertibles européennes chez Natixis CIB pendant quatre ans, puis market maker high yield pendant trois ans. En 2013, elle prend la responsabilité de l'équipe de gestion high yield pour Rothschild & Cie. Après un MBA marketing digital business en 2021, elle rejoint TechUpClimate en charge du business development de la marque « CarbonScore. » En septembre 2022, elle rejoint Ellipsis AM et est en charge de la gestion des portefeuilles high yield et crédit.

Pourquoi investir sur le high yield aujourd'hui ? Quelle performance peut-on espérer cette année ?

Le high yield offre une espérance de rendement réel positif dans un contexte inflationniste, compte tenu d'une durée plus faible et du risque de défaut qui semble limité à moyen terme.

Dans un scénario idéal confirmant un pilotage efficace des banques centrales, les primes de risques pourraient continuer à se resserrer, soutenues par un marché primaire restreint en l'absence de besoins de refinancement massifs. L'indice high yield européen (ICE Bofa Euro High Yield) pourrait alors enregistrer une performance comprise entre 9 et 10 %.

Dans un scénario d'entre-deux, où les taux se stabiliseraient voire continueraient à monter légèrement avec des primes de risque stables, le portage permettrait d'afficher une performance de 6 à 7 %.

Dans un scénario plus pessimiste d'atterrissage brutal de l'économie, d'aversion pour les actifs risqués et de baisse des taux sans risque, les spreads pourraient revenir sur les niveaux d'octobre 2022. Compte tenu d'un coupon autour de 4 % et de la performance de la classe d'actifs depuis le début de l'année, le gisement pourrait alors afficher une performance proche de 0. ■

Source : 28/02/2023, Ellipsis AM.

Les convictions de la gérante

Quel est aujourd'hui le positionnement du fonds ?

Sur le segment BB, la prime de risque de 310 points de base traduit une anticipation du taux de défaut supérieur à 4 % sur les 5 prochaines années, alors qu'en moyenne, le taux de défaut sur ce gisement n'a jamais dépassé 1 %. Nous sommes actuellement exposés à plus de 63 % au segment BB qui constitue le cœur de notre portefeuille. Ce segment offre un couple rendement/risque attractif sur le moyen terme. Les obligations investment grade de maturité courte et les liquidités représentent 10 % du portefeuille, afin de profiter d'opportunités sur le primaire ou d'une baisse de marché. Nous sommes actuellement sous-pondérés sur les obligations perpétuelles, en raison de la forte composante immobilière de ce sous-gisement. Le fonds est investi sur 125 émetteurs avec un risque actif par rapport à son indice de référence de 70 %. Enfin, compte tenu du portage actuel du fonds et du niveau de volatilité extrêmement bas sur les puts très en dehors de la monnaie, nous avons mis en place une couverture pour amortir une éventuelle baisse significative du marché. De fait, historiquement, l'actif le plus corrélé avec le high yield européen en termes de performance est l'EuroStoxx 50, avec une corrélation de 72 %.

En quoi se différencie-t-il ?

Le fonds a une bonne capacité à absorber les drawdowns de marché. Ellipsis AM propose des solutions de couvertures convexes depuis près de 15 ans. Nous profitons de cette expertise afin d'améliorer le profil rendement/risque du portefeuille. Ainsi, l'équipe de gestion Overlay & Customised Portfolio Solutions met en place des solutions de couverture dynamiques de type « tail risk » (couverture des événements non prévisibles et du stress de liquidités) à l'aide d'options listées sur des indices actions européens. La stratégie de couverture sur Ellipsis High Yield Fund consiste à consommer au maximum 0,5 % de rendement par an afin de viser à gagner 5 % en cas de survenance d'un événement extrême. Cette performance nous permettra le cas échéant de réinvestir les gains de cette couverture au moment opportun et de profiter de rendements très attractifs.