

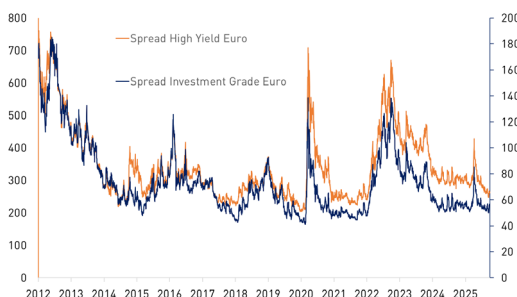


## Les indicateurs du marché obligataire (au 30/09/2025)

### Taux d'intérêt

Taux (%)	2 ans	5 ans	10 ans
<b>Etats-Unis</b>	3,61%	3,74%	4,15%
Var 2025	-0,63	-0,64	-0,42
<b>Allemagne</b>	2,02%	2,31%	2,71%
Var 2025	-0,06	+0,16	+0,34
<b>France</b>	2,25%	2,83%	3,53%
Var 2025	-0,02	+0,11	+0,34
<b>Italie</b>	2,24%	2,76%	3,53%
Var 2025	-0,18	-0,10	+0,01

### Évolution des primes de risques



### Performance des indices

Indices Euro*	Var 2025
High Yield	4,06%
Obligations AT1	7,11%
Hybrides corporates	4,21%
Subordonnées financières	4,06%
Obligations d'entreprises	2,77%
Obligations Euro	1,05%
Obligations d'État	0,38%

\* Indices iBoxx correspondants

Sources : Bloomberg et Auris Gestion. Données au 30/09/2025

## Contexte de marché

### L'évolution des taux d'intérêt

Tirés à la hausse, dans un premier temps, par les tensions commerciales et les craintes inflationnistes, les taux longs américains ont ensuite reflué sur fonds d'inquiétudes sur la croissance et l'espoir d'une Fed plus accommodante. Le 10 ans américain termine ainsi le trimestre à 4,15 %, après un pic à 4,5 % début juillet. Les investisseurs semblent désormais convaincus que l'institution privilégiera la défense d'un marché de l'emploi en perte de vitesse, alors même que D. Trump plaide depuis plusieurs mois pour un assouplissement monétaire plus rapide. Les craintes autour de l'indépendance de la Fed s'exacerbent d'ailleurs. Si des garde-fous juridiques existent, la Maison Blanche a malgré tout réussi à mettre la pression sur les membres du FOMC. Pour autant, la décision de septembre a été quasi unanime : après neuf mois de pause, la Fed a abaissé ses taux de 25 bps à 4,25% et prévoit deux nouvelles baisses d'ici la fin d'année. La prudence reste toutefois de mise. En effet, si J. Powell souligne la dégradation plus nette du marché du travail, il rappelle également que l'inflation reste élevée même si l'impact des droits de douane n'est pas aussi significatif que craint initialement. Le marché, reste, lui, optimiste, et anticipe déjà des baisses de taux en 2026 alors qu'aucun signal concret ne vient étayer ce scénario.

En Europe, les taux ont enregistré une nette hausse ce trimestre (+10 bps pour le Bund et +25 bps pour l'OAT), reflet d'un risque fiscal et politique toujours prégnant dans la zone. Le discours de la BCE en septembre, perçu un cran plus *hawkish* que prévu, a également été source de pression. L'institution a maintenu son taux directeur inchangé à 2%, estimant que les risques inflationnistes sont désormais équilibrés. Elle pourrait néanmoins faire plus alors que la croissance reste atone. L'activité dans les services demeure peu dynamique et le secteur manufacturier reste fragile, pénalisé par le repli des nouvelles commandes et de la production. La brève embellie observée cet été, portée par l'accord commercial avec les États-Unis, semble déjà terminée. En France, l'instabilité politique ajoute à l'incertitude. Nommé après le départ de F. Bayrou, le nouveau Premier ministre, S. Lecornu n'aura tenu que brièvement, faute de soutien à son gouvernement. L'adoption du budget 2026 s'annonce ainsi difficile, d'autant plus que les agences de notation exigent des efforts budgétaires importants.

Dans ce contexte, Fitch a abaissé la note de la France de AA- à A+. L'impact sur le spread OAT-Bund, déjà proche de 80 bps fin août, est resté contenu, mais une éventuelle dissolution de l'Assemblée et la révision de la note par Moody's fin octobre pourraient peser davantage sur la dette française.

### Le marché du crédit

Le marché du crédit est resté bien orienté au troisième trimestre, les spreads High Yield ont poursuivi leur resserrement (-20bps pour le Xover à 262 bps) tandis que ceux sur l'Investment Grade sont restés globalement stables. Au-delà de fondamentaux relativement bons, cette dynamique s'explique par les flux importants sur la classe d'actifs et l'appétit soutenu pour le risque alors que le souverain fait plutôt office de repoussoir. Autant de facteurs qui continuent d'alimenter la compression. En parallèle, les tensions géopolitiques n'ont eu que peu d'impact sur les spreads. Les foncières ont bien performé, portées par des résultats solides et l'amélioration de leurs métriques de crédit. Le secteur automobile, de son côté, a bénéficié des accords sur les droits de douane.

Le troisième trimestre est donc resté favorable pour la majorité des segments obligataires, hormis les obligations souveraines qui ont souffert de la remontée des taux. En termes de performance, les Cocos restent en tête (+2,90% sur le trimestre et +7,11% sur l'année) tandis que les Hybrides et le High Yield se sont aussi bien comportées (respectivement +1,58% et +1,60% au T3).

Après un été calme sur le marché primaire, les émissions ont repris de plus belle en septembre. Les émetteurs High Yield étaient d'ailleurs nombreux (CMA CGM, Renault, Saur...) et les transactions se sont bien déroulées. Plus largement, la demande est restée soutenue, avec des taux de couverture élevés dans la plupart des cas. Les émetteurs en ont ainsi profité pour adopter une approche de pricing plus agressive, marquée par une forte attrition entre l'annonce du coupon initial et le rendement final. A noter, les émetteurs français sont revenus en force à partir de la mi-septembre et n'ont eu aucun mal à se refinancer. Fait étonnant d'ailleurs -et relativement rare- certains grands groupes tricolores, dotés d'une forte exposition à l'international à l'image de LVMH, Airbus ou Axa, peuvent désormais emprunter à un meilleur taux que l'Etat français !



## Notre positionnement

### Notre stratégie d'investissement dans cet environnement

Thème de cette année, le troisième trimestre a de nouveau été marqué par la volatilité des taux et la résilience du crédit. Les actifs les plus risqués (Hybrides, Coco, High Yield...) ressortent toujours en tête en termes de performance. En parallèle, les taux de rendement restent historiquement attractifs avec en moyenne 5,3% sur le High Yield et 3,3% sur l'Investment Grade. Dans ce contexte, nous privilégions :

- de rester prudent sur la durée via une exposition à des **points de courbe intermédiaires**, afin de tenir compte des tensions contradictoires s'exerçant sur les taux longs (incertitudes macroéconomiques, baisse de l'inflation versus dégradation des déficits et Quantitative Tightening de la BCE...);
- un positionnement toujours marqué sur les **dettes subordonnées d'émetteurs Investment Grade** afin de capter la prime de subordination tout en restant exposé à des noms de bonne qualité. Plus spécifiquement sur les Cocos, nous préférons celles émises par les « champions nationaux » qui offrent un couple rendement/risque très attractif. Nous restons confiants sur les Cocos françaises, jugeant les fondamentaux solides ;
- une approche **sélective mais aussi opportuniste sur le segment High Yield**. Comme sur les subordonnées, le niveau des spreads pousse à la prudence et nous privilégions les émetteurs les plus solides (notation BB en grande majorité).

Notre gamme s'est, une nouvelle fois, très bien comportée sur le trimestre. Notre stratégie de portage s'est révélée très profitable dans cet environnement et notre poche de cash nous a permis de saisir des opportunités sur le marché primaire en septembre.

## Focus sur



### Paprec

Paprec est le leader du recyclage en France et le 3<sup>ème</sup> acteur national dans le traitement des déchets. Avec 403 sites d'exploitation, le groupe se distingue par son expertise généraliste couvrant l'ensemble de la chaîne de gestion des déchets : collecte, valorisation, recyclage et traitement de multiples types de déchets, tels que le papier, le plastique, les déchets industriels et la ferraille. Principalement implanté en France, Paprec développe également ses activités à l'international, notamment en Suisse, en Espagne et au Royaume-Uni. Fondée en 1994, Paprec est une entreprise familiale : la famille Petithuguenin contrôle 59,9% du capital de Paprec via les holdings PH Finance et JLPP Entrepreneurs.

### Actualités

Ces dernières années, Paprec a mené de front d'importants investissements pour densifier son réseau et une stratégie de croissance externe particulièrement dynamique. D'abord en Suisse, puis au Royaume-Uni, en Pologne et en Espagne avec toujours le même objectif : se positionner sur le recyclage afin de bénéficier du renforcement de la réglementation en la matière. La stratégie de développement du groupe a néanmoins pesé sur la dette avec une nette hausse du levier. Face à ce constat, Paprec a adopté une politique financière plus prudente. S&P a d'ailleurs récemment confirmé sa note BB et relevé son outlook de négatif à stable, ce dernier avait été abaissé à négatif en mai 2024. D'un point de vue opérationnel, Paprec a réalisé une performance solide au S1 2025, avec un chiffre d'affaires en progression de +15,4% sur un an. On note la hausse de +11,9% des volumes de déchets collectés, soutenue par des contrats renouvelés ou remportés mais également par l'obtention de deux contrats majeurs en 2025. L'EBITDA a fortement progressé (+30,8%) par rapport au S1 2024 et le FCF ressort à 48,1 M€. Enfin, Paprec a annoncé en septembre 2025 la retraite du fondateur Jean-Luc Petithuguenin, laissant à son fils la présidence. Ce départ est assez positif, car l'ancien président est toujours sous le coup d'une enquête judiciaire concernant des soupçons de corruption dans l'attribution de marchés publics.

### Point sur les obligations

En juillet 2025, Paprec a émis 850 M€ sur deux tranches (échéance 2030 et 2032), afin de refinancer ses obligations existantes 2027 et 2029. L'opération visait à allonger la maturité de sa dette mais également à réduire ses charges financières avec des coupons plus faibles.

### Obligation détenue dans nos fonds

	Prix (%)	Notation	Rendement
Paprec 4,125% 07/2030	101,6 (émission à 100)	BB	3,8% à maturité

### Points forts

- Un leader du recyclage en France
- Portefeuille clients diversifié
- Taux élevé de renouvellement des contrats
- Bonne visibilité des revenus grâce à des contrats pluriannuels
- Clauses d'indexation qui limitent l'exposition aux variations de prix des matériaux recyclés
- Secteur résilient

### Points faibles

- Dépendance aux volumes de déchets collectés
- Forte exposition au marché français
- Secteur nécessitant des investissements élevés en CAPEX et en croissance externe