

# Allianz Euro High Yield R (C)

Indice de la catégorie Morningstar

BarCap Pan Euro HY Euro TR EUR

## Note qualitative Morningstar



Elite  
**► Supérieur**  
 Standard  
 Inférieur  
 Déficient

## Mathieu Caquineau

Analyste Morningstar

## Synthèse

**Equipe:** Alexandre Caminade gère le fonds depuis janvier 2005, interrompu de six mois en 2007. Son équipe a connu de nombreux changements depuis trois ans.

**Société:** La culture de la société nous semble bien orientée envers les investisseurs.

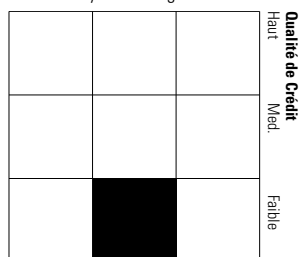
**Processus d'investissement:** L'approche combine la sélection « bottom up » de titres à haut rendement à une gestion active de l'exposition au marché.

**Performance:** Sur trois et cinq ans à fin septembre 2010, le fonds se classe parmi les 10% les plus performants de la catégorie, avec une volatilité similaire.

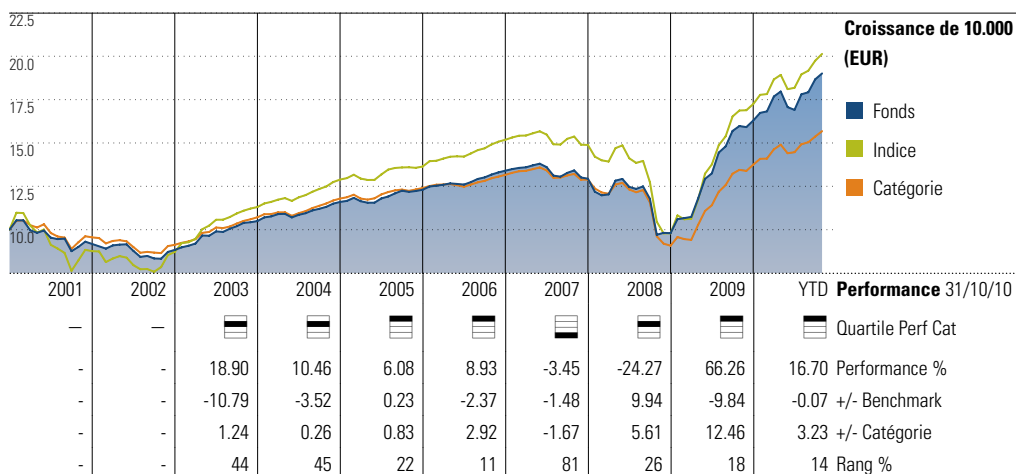
**Frais de Gestion:** Les frais sont inférieurs à la médiane de la catégorie.

**Rôle dans le portefeuille:** Le fonds peut être utilisé en complément d'un portefeuille déjà diversifié.

## Boîte de Style Morningstar



## Sensibilité aux taux d'intérêt



## Opinion Morningstar

4 nov. 2010 | Le renforcement de l'équipe et le recentrage du gérant sur ce fonds renforcent notre conviction sur son potentiel.

Alexandre Caminade est un gérant expérimenté sur l'obligataire à haut rendement. Il a bâti un historique de performance très solide sur ce fonds qu'il gère depuis janvier 2005. Les investisseurs vont continuer à bénéficier de son expertise et il sera désormais entièrement tourné vers la gestion des obligations à haut rendement. Caminade garde la responsabilité du crédit mais n'intervient plus dans la gestion quotidienne de la stratégie « investment grade », transférée à l'un des membres de son équipe. Parallèlement, suite au rapprochement avec les équipes de gestion en Italie, deux analystes ont renforcé le groupe qui compte maintenant huit professionnels au total avec plus de dix ans d'expérience moyenne. Deux d'entre eux épaulent plus spécifiquement le gérant sur les obligations à haut rendement. Nous espérons que cet effectif restera stable compte tenu des nombreux changements subis par l'équipe depuis trois ans, Caminade ayant lui-même quitté le fonds pendant six mois en 2007.

Force est de constater qu'il a su maintenir un bon niveau de performance en dépit de l'instabilité de l'équipe. Sous sa houlette, le fonds a en effet surperformé la catégorie chaque année depuis 2005, à l'exception de 2007. Cette surperformance tient à deux moteurs principaux. Tout d'abord, la sélection « bottom up » d'obligations se concentre sur les titres les mieux notés de l'univers (BB et B). Les émetteurs sont analysés avec

attention sur des critères fondamentaux pour déterminer le couple risque-rendement des différentes émissions. L'autre volet du processus consiste à gérer de façon tactique l'exposition du portefeuille au marché « high yield » en fonction des anticipations du gérant. Outre les dérivés de crédit (CDS) utilisés à cet effet, moins il est vrai aujourd'hui, le gérant peut pour ce faire diversifier le portefeuille dans des obligations privées « investment grade » ou en augmentant les liquidités. L'exposition aux titres à haut rendement reste toujours supérieure à 75%.

La gestion tactique de l'exposition au marché implique un risque de mauvaise anticipation du gérant mais, jusqu'ici, il en a fait un bon usage. Par exemple en 2008, la réduction avisée du bêta a contribué à la bonne performance relative. Le fonds n'a toutefois pas entièrement échappé à la lourde perte de la classe d'actif cette année-là qui souligne par ailleurs son caractère intrinsèquement risqué. Le fonds a bien capté le rebond, exceptionnel, des obligations à haut rendement en 2009 grâce à un réglage habile, et rapide, de la sensibilité du portefeuille combiné à une bonne sélection de titres. Depuis le début de l'année 2010, le fonds a conservé une avance confortable sur ses concurrents dans un marché très volatil.

L'historique de performance atteste de l'efficacité de la stratégie et de sa bonne exécution à travers des conditions de marché variées. Notre conviction est en outre renforcée par l'agrandissement de l'équipe et le fait que l'attention du gérant est désormais entièrement focalisée sur ce fonds. La note passe de Standard à Supérieur.

Catégorie Morningstar	Obligations EUR Haut Rendement
Catégorie AMF	Obligations internationales
Benchmark du fonds	100% BofAML Euro HY BB-Bd Constrained TR EUR
Date de création	01/03/1993

ISIN	FR0010032326
Domicile	France
Statut	FCP
Devise du fonds	EUR
Actif net total	EUR 289.64 Mil

# Allianz Euro High Yield R (C)

**Indice de la catégorie Morningstar**

BarCap Pan Euro HY Euro TR EUR

Gérant(e)	Alexandre Caminade
Gère le fonds depuis	01/01/05
Années sur ce fonds (moyenne)	5.87
Années moyennes d'expérience	12
Années sur ce fonds (max)	5.87

## Equipe

Alexandre Caminade possède 12 ans d'expérience dans la gestion obligataire. Il a commencé sa carrière dans la gestion chez Ecofi où il a notamment géré un fonds obligataire diversifié (obligations publiques et privées, "investment grade" et haut rendement) pendant quatre ans. Il a rejoint Allianz GI France en janvier 2005 pour gérer Allianz Euro High Yield mais a brièvement quitté l'équipe et la responsabilité du fonds pendant six mois en 2007 pour gérer un fonds similaire chez SGAM. De retour chez Allianz, Caminade a repris le fonds ainsi que la direction des stratégies crédit. Son équipe a également connu un historique mouvementé avec le départ de trois gérants, remplacés par trois arrivées en moins de trois ans.

L'équipe est stable depuis notre dernière revue fin 2009 et a été agrandie cette année avec le rapprochement d'Allianz GI France et Italie. Deux analystes sont venus renforcer l'équipe, portant à sept le nombre total d'analystes-gérants dédiés au crédit dont deux travaillent avec le gérant depuis 2005. Nous saluons ce renforcement des ressources tout comme la décision du gérant de se consacrer désormais uniquement aux mandats « haut rendement ». Il supervise toujours l'exposition globale au marché du fonds Investment Grade mais en laisse la gestion quotidienne à l'un des membres de son équipe. A notre regret, Caminade n'est pas investi dans le fonds, ce qui serait un bon moyen de mieux aligner ses intérêts avec ceux des investisseurs.

Société de gestion  
Allianz Global Investors France

Actifs sous gestion	EUR 108 mds
Actifs sous gestion dans cette stratégie	EUR 290 mns

## Société

Au premier trimestre 2010, la société a procédé à un rapprochement de ses équipes de gestion italiennes et françaises qui partageront désormais des processus d'investissement communs. Les deux équipes affichaient 108 milliards d'euros d'actifs sous gestion à fin mars 2010. Pour le reste, Allianz Global Investors France demeure une entité à part entière. La société (anciennement AGF Asset Management) a gardé une autonomie de gestion par rapport à sa maison-mère et continue de développer ses propres expertises telles que l'ISR. Les frais de gestion des fonds sont raisonnables et se situent pour la plupart en dessous des standards de l'industrie. Nous pensons

que la structure de rémunération des équipes est orientée vers l'intérêt des investisseurs sur le long terme. La part variable est en majorité liée à la performance des fonds gérés avec une prise en compte des résultats du fonds sur un horizon de trois ans (les deux tiers). La transparence de la communication de la société témoigne également de son intérêt pour les porteurs de parts des fonds. Ces derniers ont à disposition des rapports mensuels sur les fonds aisément accessibles et qui sont de bonne qualité. Ils contiennent des informations détaillées sur le fonds, au-delà de la performance, et incluent le plus souvent un commentaire instructif du gérant sur les mouvements récents en portefeuille.

Nombre de titres	80-100
Position maximale	6% BB 5% B 2,5% CCC
Tracking error ex ante	Aucune
Rotation ex ante	25-50%
Limites sectorielles	Aucune
Limites régionales	Aucune
Utilisation tactique du cash	Oui
Couverture du change	Oui
Benchmark du fonds	100% BofAML Euro HY BB-Bd Constrained TR EUR

## Processus d'Investissement: Stratégie

Le fonds investit principalement dans les obligations privées en euros à haut rendement (qualité de crédit inférieure à BBB). La construction du portefeuille est essentiellement «bottom up» et repose sur l'analyse fondamentale du risque-rendement ainsi que sur la qualité de l'émetteur. La recherche se focalise sur la stratégie de l'entreprise et sur les éléments financiers fondamentaux (solidité du bilan, « cash flow », ratios financiers, ...) pour lesquels l'équipe élabore des scénarios à moyen terme. Sans prise en compte des produits dérivés, le taux de rotation du fonds est peu élevé, entre 25 et 50% par an. L'autre volet de l'approche réside dans la gestion tactique

et dynamique de l'exposition du portefeuille au marché. En fonction de ses anticipations sur l'évolution du marché du crédit («spreads», positions dans le cycle), le gérant peut surexposer le portefeuille (110% max) ou à l'inverse diversifier le portefeuille à travers des obligations mieux notées («investment grade»), des liquidités et des produits dérivés (CDS). Le gérant se doit toutefois d'être investi au minimum à 75% en titres à haut rendement et limite le poids de chaque émission en fonction des qualités de crédit. Hormis ces contraintes, la sélection finale des 80 à 100 titres du fonds est relativement libre. Le fonds est géré sans limite d'allocation sectorielle, ni objectif de « tracking error ». Les rares positions non libellées en euro sont entièrement couvertes.

# Allianz Euro High Yield R (C)

Indice de la catégorie Morningstar

BarCap Pan Euro HY Euro TR EUR

Duration effective	3.67
Maturité	3.99
Qualité de crédit moyenne	B
Coupon moyen	7.95
Cours moyen	-

5 Premières Expositions Pays	Bond %
France	20.33
Pays-bas	18.81
Royaume-Uni	13.14
Luxembourg	8.58
Etats-unis	8.54

## Processus d'Investissement: Positionnement du Portefeuille

Avec une qualité de crédit moyenne de B à fin septembre 2010, le portefeuille se situait dans la partie inférieure de la Morningstar Style Box qui regroupe les fonds les plus risqués de l'univers obligataire. Le positionnement du portefeuille découle en partie de la lecture « top down » du gérant sur l'évolution du marché. Le fonds est par exemple resté positionné offensivement au premier trimestre à travers un bêta élevé (1,14-1,18) et une surpondération sur le secteur bancaire, en particulier les obligations subordonnées financières. A mesure que les

incertitudes sur la croissance grandissaient, le gérant a privilégié des émissions qu'il estimait moins sensibles au risque systémique (Raiffeisen, Erste Bank), et des émetteurs non cycliques. Après la correction du mois de mai, la pondération sur le secteur bancaire a été ramenée près de l'indice (20%) tout comme l'exposition globale au marché avec un bêta égal à 1. Le cash dégagé de la vente des financières a été ventilé sur les autres secteurs avec une préférence pour les obligations notées B au détriment des BB. Ce segment de marché recèle, d'après le gérant, les meilleurs couples risque-rendement et des émetteurs peu cycliques tels que Wind ou UPC.

Allocation d'actifs	% d'actifs	long %	short %	net %
Actions	0.04	1.75	-1.70	
Obligations	80.15	0.00	80.15	
Liquidités	25.61	6.28	19.33	
Autres	2.58	0.35	2.22	

Credit Rating Breakdown	%
AAA	0.00
AA	0.00
A	1.03
BBB	4.05
BB	45.31
B et moins	46.11
Non noté	3.50

Principales positions	% d'actifs 30-06-10
Rexel 8.25% 2016-12-15	2.80
Wind Acquisition F 11.75% 2017-07-15	2.61
Nexans 5.75% 2017-05-02	2.34
Unity Media Gmbh 9.625% 2019-12-01	2.26
Gmac Intl Fin Bv 7.5% 2015-04-21	2.16
Reynolds Grp 7.75% 2016-10-15	2.07
Campofrio Food Gpo 8.25% 2016-10-31	2.04
Cedc Fin 8.875% 2016-12-01	2.04
Allied Irish Banks 12.5% 2019-06-25	1.92
Angel Lux Common 8.25% 2016-05-01	1.92
Impress Holdgs Bv FRN 2013-09-15	1.89
Virgin Media Finan 9.5% 2016-08-15	1.86
Remy Cointreau 5.18% 2016-12-15	1.78
Cgg Veritas 9.5% 2016-05-15	1.75
Rhodia 7% 2018-05-15	1.70
Cemex Fin 9.625% 2017-12-14	1.64
Upc Hldg B.V. 8% 2016-11-01	1.62
Tereos Europe S.A. 6.375% 2014-04-15	1.60
Smurfit Kappa Fdg 7.25% 2017-11-15	1.50
Codere Fin(Lux)Sa 8.25% 2015-06-15	1.49
Total lignes actions/obligations	3/79
%age 10 premières lignes	22.17

Maturity Breakdown	%
1 à 3	1.46
3 à 5	28.14
5 à 7	42.69
7 à 10	25.77
0 à 15	0.00
15 à 20	0.00
20 à 30	1.32
Supérieure à 30	0.62

Fourchette de rendements	Bond %	Rel Cat
0 à 4	4.72	1.86
4 à 6	12.46	2.79
6 à 8	35.75	0.84
8 à 10	34.13	0.95
10 à 12	4.32	0.34
supérieur à 12	8.62	5.58

# Allianz Euro High Yield R (C)

Indice de la catégorie Morningstar

BarCap Pan Euro HY Euro TR EUR

Glissant (EUR)	Perf %	+/- Bmark	+/- Cat	Percen tile Cat
3 mois	6.76	0.53	1.44	11
6 mois	5.80	-0.60	0.30	41
1 An	18.98	-0.36	2.45	19
3 Ans Annualisé(s)	12.32	2.89	7.00	3
5 Ans Annualisé(s)	9.31	1.15	4.53	2
10 Ans Annualisé(s)	6.33	-0.48	1.99	15

Stats MPT	3 Ans	Rel Cat	5 Ans	Rel Cat
R <sup>2</sup>	91.09	1.05	91.05	1.06
Bêta	0.86	1.09	0.86	1.10
Alpha	3.51	-1.44	1.73	-0.84

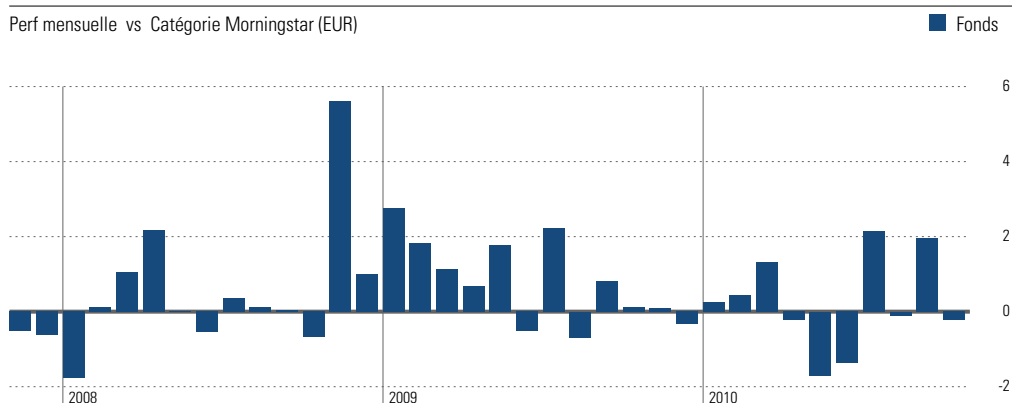
Vol. & Risque (perf.ajust.)	3 Ans	Rel Cat	5 Ans	Rel Cat
Ecart-type	17.70	1.07	13.89	1.07
Moyenne	1.10	1.96	0.83	1.77
Ratio de Sharpe	0.61	2.18	0.52	2.26
Ratio d'information	0.48	-0.86	0.24	-0.41
Treynor Ratio	11.72	2.61	7.68	2.57

## Analyse de la performance

Les deux moteurs de performance résident dans la sélection de titres « bottom up » et dans la gestion tactique de l'exposition du portefeuille. Depuis son arrivée en janvier 2005, Caminade a produit des résultats solides. Il a surperformé ses concurrents de 3,92% par an en moyenne à fin octobre 2010. Sur trois et cinq ans, le fonds se classe confortablement dans le premier quartile. La plus mauvaise année de performance relative (2007) ne lui est pas entièrement attribuable puisqu'il n'était plus, pendant six mois, responsable du fonds. En 2008, la sélection de titres sur les émetteurs moins cycliques a

contribué à limiter les pertes tout comme la gestion avisée de l'exposition du fonds au marché (bêta à 0,74 fin septembre 2008). Le gérant a su habilement capturer le rebond en 2009 (+66,26%) à travers la sélection de titres et l'augmentation rapide de l'exposition du fonds au marché. Ce positionnement offensif (bêta supérieur à 1 et surpondération sur les subordonnées financières) a été maintenu au début de l'année 2010 et a payé au premier trimestre. Le fonds a cédé du terrain dans la correction de mai et juin mais s'est bien repris ensuite grâce, notamment, à la prise de profit sur les bancaires. A fin octobre 2010, le fonds devançait la moyenne de 3,27%.

Perf mensuelle vs Catégorie Morningstar (EUR)

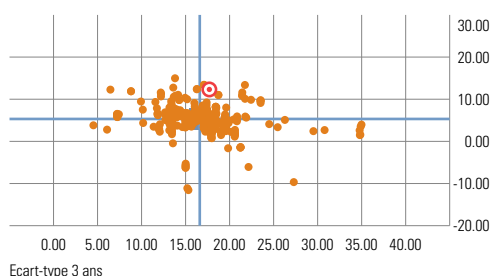


## Rendement et Risque

Le fonds investit sur une classe d'actif intrinsèquement risquée. Son utilisation doit donc être, selon nous, cantonnée à une petite partie d'un portefeuille déjà diversifié. La perte enregistrée en 2008 par la moyenne

de la catégorie (-29,88%) illustre bien le risque inhérent aux obligations à haut rendement. Le fonds a fait mieux cette année là (-24,27%) grâce à l'exposition flexible au risque de marché. Sur trois et cinq ans à fin septembre 2010, le fonds est légèrement plus volatil que la catégorie, 7% de plus.

Analyse rendement/risque Fonds ● Catégorie ■ Moyenne de la catégorie Perf 3 ans



Morningstar Rating™ (Rel Cat)	Performance Morningstar	Risque Morningstar (par rapport à la catégorie)	Morningstar Rating™
3-Ans	Haut	> Moy	★★★★★
5-Ans	Haut	> Moy	★★★★★
Overall	Haut	> Moy	★★★★★

## Frais de Gestion

Sans être parmi les moins chers de la catégorie, les frais de gestion du fonds sont, à notre avis, raisonnables.

Frais d'entrée max %	2.00
Frais de gestion annuels max %	0.96
Total des frais sur encours %	0.96