

ISČS High Yield dluhopisový

Investuje do firemních dluhopisů s vysokým výnosem od emitentů z celé Evropy. V portfoliu převažují dluhopisy splatné do pěti let. Měnové riziko je zajištěno do koruny.

Z podílových fondů Investiční společnosti České spořitelny (ISČS) lze vytvářet různá dynamická portfolia složená z nástrojů peněžního trhu, dluhopisů i akcií. K dispozici jsou jak profilové fondy, tak i jednotlivé peněžní, dluhopisové, smíšené a akciové fondy. Dluhopisových fondů pod správou ISČS existuje hned pět. V následujícím PORTRÉTu si představíme High Yield dluhopisový fond, jehož investiční doménou jsou firemní dluhopisy s vysokým výnosem od emitentů ze západní, střední i východní Evropy. Je veden v koruně, do níž zajišťuje měnová rizika.

ROZHODUJE KREDITNÍ KVALITA EMITENTŮ

High Yield dluhopisový nakupuje do portfolia především firemní dluhopisy evropských emitentů s ratingem převážně ve spekulativním stupni. Existuje sice déle než tři roky, v minulém roce ale změnil investiční strategii. Z původního fondu dluhopisových fondů se stal klasický dluhopisový fond, investující přímo do dluhopisů. Cílem této změny bylo především snížit nákladovost. Změna strategie se promítla i do řízení portfolia fondu. Na něm se od září 2008 podílí britská společnost MT Thaler Investment Management, kterou vede Michael Sonenshine. Od stejného měsíce používá fond nový interní benchmark, složený z dluhopisových indexů CSFB Western European High Yield (65 %), CSFB Emerging Europe (30 %) a indexu korunového peněžního trhu PRIBOR 3M (5 %). Jedná se pouze o neoficiální benchmark, od něhož se může fond výrazně odchýlit.

Pro výběr dluhopisů do portfolia je rozhodující kreditní kvalita emitentů. Tu manažerský tým posuzuje zejména podle finančních ukazatelů jako EBITDA/tržby,

EBITDA/úrok nebo zadlužení/EBITDA (EBITDA = zisk před odečtením úroků, daní, odpisů a amortizace). Oficiální rating emitentů dluhopisů má menší význam, neboť ke změnám ratingu dochází až s časovým odstupem po zveřejnění klíčových ekonomických ukazatelů. Sekundárně se při výběru dluhopisů do portfolia posuzují výnosy do splatnosti i kvalita ekonomického prostředí v odpovídajících zemích nebo sektorech.

Manažerský tým preferuje dluhopisy splatné do 5 let. Striktní investiční limity pro strukturu portfolia z hlediska různých parametrů však fond stanoveny ne-

Plusy a minusy

- ✓ Zajišťuje měnové riziko do koruny
- ✓ Změna strategie fondu prospěla
- ✓ Nízká korunová volatilita proti konkurenci
- ✗ Krátká historie od změny strategie
- ✗ Menší objem majetku pod správou

Data fondu

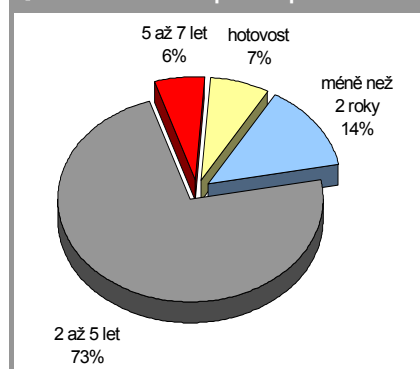
Velikost fondu	85,2 mil. CZK
ISIN	CZ0008472412
Daňový domicil	Česká republika
Vznik	srpen 2006
Vstupní poplatek	max. 1,0 %
Manažerský poplatek	1,2 %
Benchmark	pouze interní – viz text
Minimální investice	100 Kč
Režim dividend	reinvestuje

má. High Yield dluhopisový zajišťuje veškerá měnová rizika do koruny, takže investor získává lokální výkonnost evropských dluhopisů přímo v koruně.

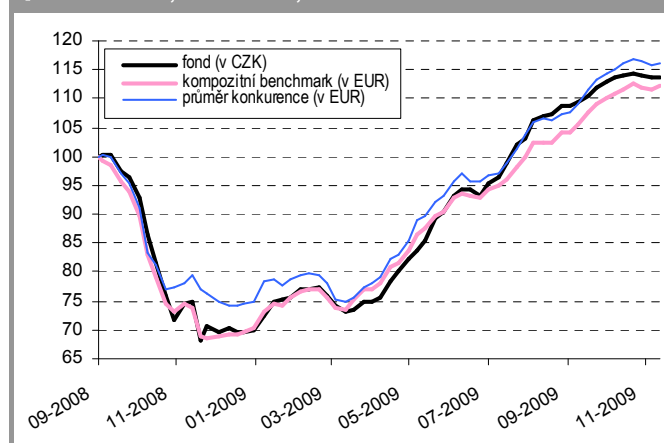
PANEVROPSKÝ PROFIL

Významnou většinu portfolia tvoří firemní dluhopisy ze zemí EU, asi 15 % majetku představují dluhopisy z jiných zemí

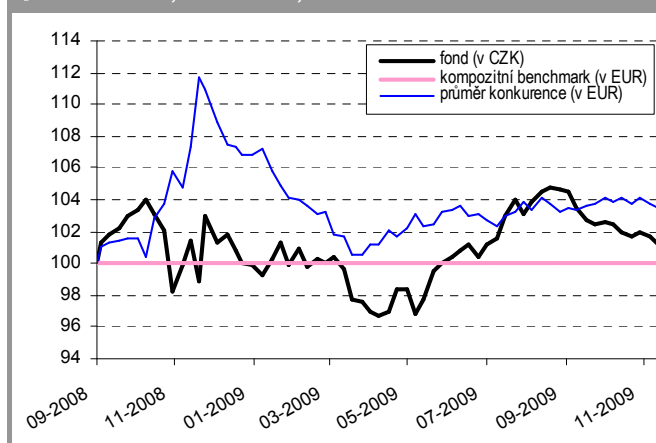
Graf 1: Portfolio podle splatnosti



Graf 2: Fond, benchmark, konkurence – absolutně



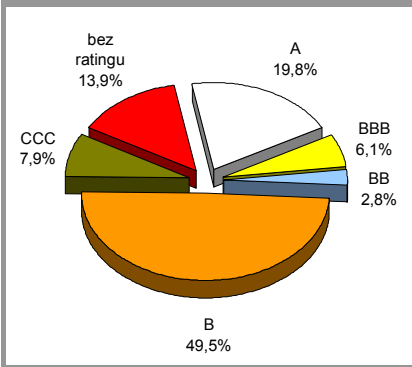
Graf 3: Fond, benchmark, konkurence – relativně



Tab. 1: Nejvíce zastoupená odvětví

výroba chemikálií	16,0%
telekomunikace	14,0%
výroba obalů a kontejnerů	11,2%
bankovníctví	10,8%
produkty ze dřeva a papír	9,3%
média	8,0%

Graf 4: Portfolio podle ratingu



(hlavně Ruska) a 7 % připadá na hotovost. Téměř 90 % se na majetku fondu podílejí dluhopisy splatné do 5 let (graf 1). Průměrná doba do splatnosti portfolia činí 3,8 roku a nachází se výrazně pod úrovní benchmarku 5,5 let. Pokud jde o rating, investuje fond převážně do dluhopisů spekulativního stupně, zvláště pak ratingu B (graf 4). Emitenti dluhopisů nejčastěji působí v sektoru materiálů (tabulka 1), finanční společnosti jsou zastoupeny málo. Mezi emitenty s nejvyšší vahou v portfoliu patří společnost ČEZ a portugalský Telecom. Stání dluhopisy tvoří přibližně 6 % portfolia.

Pro budoucí vývoj trhu evropských dluhopisů s vysokým výnosem zastává Michael Sonenshine defenzivní postoj. Očekává, že v Evropě nastane jen pomalé ekonomické oživení se slabým dopadem na ziskovost firem. Ve střednědobém horizontu předpokládá růst úrokových sazeb v

rámcí zpříšňování měnové politiky centrálních bank, což by mělo ceny „high-yield“ dluhopisů držet na uzdě. Proto klade důraz na selektivní výběr dluhopisů podle očekávaného budoucího zlepšení kreditní kvality konkrétních emitentů.

NOVÁ STRATEGIE FONDU POMOHLA

V grafech 1 a 2 srovnáváme korunovou výkonnost portrétovaného fondu s eurovou výkonností interního benchmarku a průměrnou eurovou výkonností fondů investujících do evropských firemních dluhopisů s vysokým výnosem (DATABANKA str. 36). Eurové verze indexů jsou použity s cílem odfiltrovat vliv měnového rizika. Vidíme, že od září 2008 se fond vyvíjel podobně jako interní benchmark i průměr konkurence. Výrazněji než konkurence se propadl v době kreditní krize, zatímco při růstu trhu od května 2009 si vedl lépe než interní benchmark i konkurence.

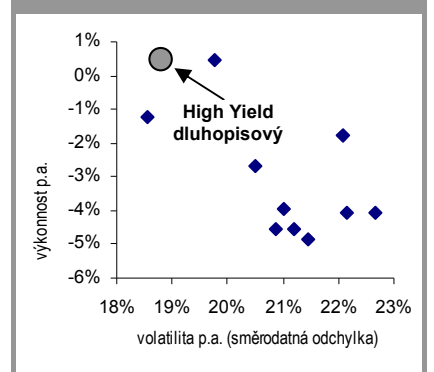
V grafech 5 a 6 srovnáváme High Yield dluhopisový s vybranými konkurenty ve skupině na periodě od vzniku fondu (u konkurence opět zanedbáváme měnové riziko). Je vidět, že změna strategie portrétovanému fondu mírně pomohla. Zatímco do září 2008 High Yield dluhopisový na konkurenci ztrácel, poté předvedl relativně lepší výkonnost než většina srovnávaných konkurentů s výjimkou fondu HSBC GIF Euro High Yield Bond. Absolutnímu propadu v posledním čtvrtletí roku 2008, kdy dluhopisy s vysokým výnosem upadly v nemilost investorů, se nicméně nevyhnul. Z hlediska skutečné korunové výkonnosti si ale High Yield dluhopisový vedl výrazně lépe než konkurenční fondy. Za posled-

Kvantitativní ukazatele fondu (data k 12.11.09)

	Fond	Index
Výkonnost v CZK (fond) a EUR (index)		
6 měsíců	33,0 %	28,5 %
1 rok	51,4 %	51,9 %
od změny strategie	13,6 %	12,4 %
od změny strategie p.a.	11,3 %	10,2 %
Riziko (perioda od změny strategie)		
Volatilita	31,3 %	28,3 %
Beta	1,07	index
Beta bear	1,45	index
Alfa (anualizovaná)	1,8 %	index
Korelace	0,97	index
Max. pokles – měsíc	-25,7 %	-22,1 %
Min. růst – rok	8,7 %	4,0 %
Max. pokles/nutný růst	-29,9 % / 42,7 %	-31,3 % / 45,6 %

Výpočty z prodejních cen (offer-offer) v CZK/EUR, případně dividendy reinvestovány. Vysvětlení jednotlivých ukazatelů viz Vysvětlivky a legenda na straně 24.

Graf 7: Výkonnost vs. riziko proti konkurenci (perioda 3 roky, v CZK)

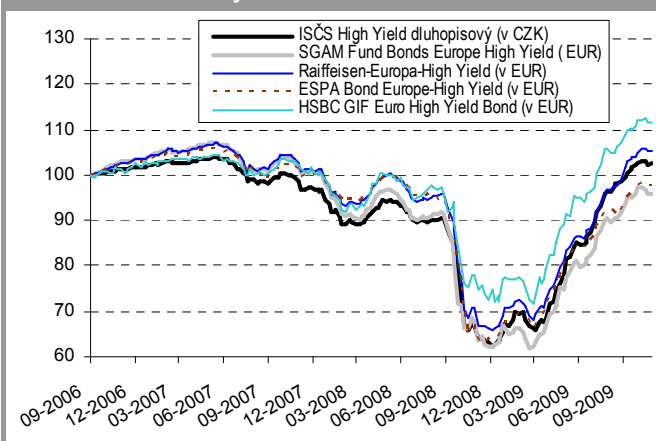


ní tři roky vykázal lepší korunovou výkonnost i volatilitu než jeho měnově nezajištění konkurenti (graf 7).

High Yield dluhopisový doporučujeme vzhledem k zaměření na rizikovější kategorii dluhopisů jako doplňkovou pozici, jejíž váha v dluhopisové části portfolia by neměla přesáhnout 10 %.

Aleš Vocilka

Graf 5: Srovnání s vybranou konkurencí – absolutně



Graf 6: Srovnání s vybranou konkurencí – relativně

