



Infinity Capital

**Investovanie do kreditnej prémie podnikových
dlhopisov**

1. Maximalizovať pomer výnos/riziko
2. Maximalizovať absolútny výnos

Kapitálová Štruktúra

Do ktorej vrstvy kapitálovej štruktúry investovať ?

Vlastné Imanie		Dlh	
▪ Cena kapitálu:	Dividenda	▪ Cena kapitálu:	Úrok
▪ Nárok na výplatu výnosu:	Podriadený	▪ Nárok na výplatu výnosu:	Nadriadený
▪ Nárok na likvidačný zostatok:	Podriadený	▪ Nárok na likvidačný zostatok:	Nadriadený
▪ Možnosť ovplyvniť riadenie:	Áno	▪ Možnosť ovplyvniť riadenie:	Nie
▪ Možnosť signifikantného kapitálového zisku:	Áno	▪ Možnosť signifikantného kapitálového zisku:	Nie

Kapitálová Štruktúra

Do ktorej vrstvy kapitálovej štruktúry investovať ?

Vlastné Imanie

- Pozitívny makro scenár: Rast
- Negatívny makro scenár: Stagnácia
Recesia
- Historický dlhodobý výnos (p.a.): 8,5%
- Historická volatilita: 16%

Dlh

- Pozitívny makro scenár: Rast alebo stagnácia,
resp. mierna recesia
- Negatívny makro scenár: hlboká recesia
- Historický dlhodobý výnos (p.a.): 7,5% - 8,8%
- Historická volatilita: 5-8%

Kategória

- High Grade vs. High Yield vs. Distressed
- Secured vs. Unsecured
- Senior vs. Junior

Dlhopisové Univerzum

High Grade

- Rating AAA + až BBB-
- Typický pomer dlh/bilancia pod 20%
- Dlhodobá kreditná prémia 2,0%
- Dlhodobá priemerná ročná miera defaultov 0,05%
- Nízky kupón
cena dlhopisov citlivá na zmeny úrokových mier

High Yield

- Rating BB+ a menej
- Typický pomer dlh/bilancia nad 40%
- Dlhodobá kreditná prémia 5,9%
- Dlhodobá priemerná ročná miera defaultov 4,2%
- Vysoký kupón
cena dlhopisov málo citlivá na zmeny úrokových mier

Distressed

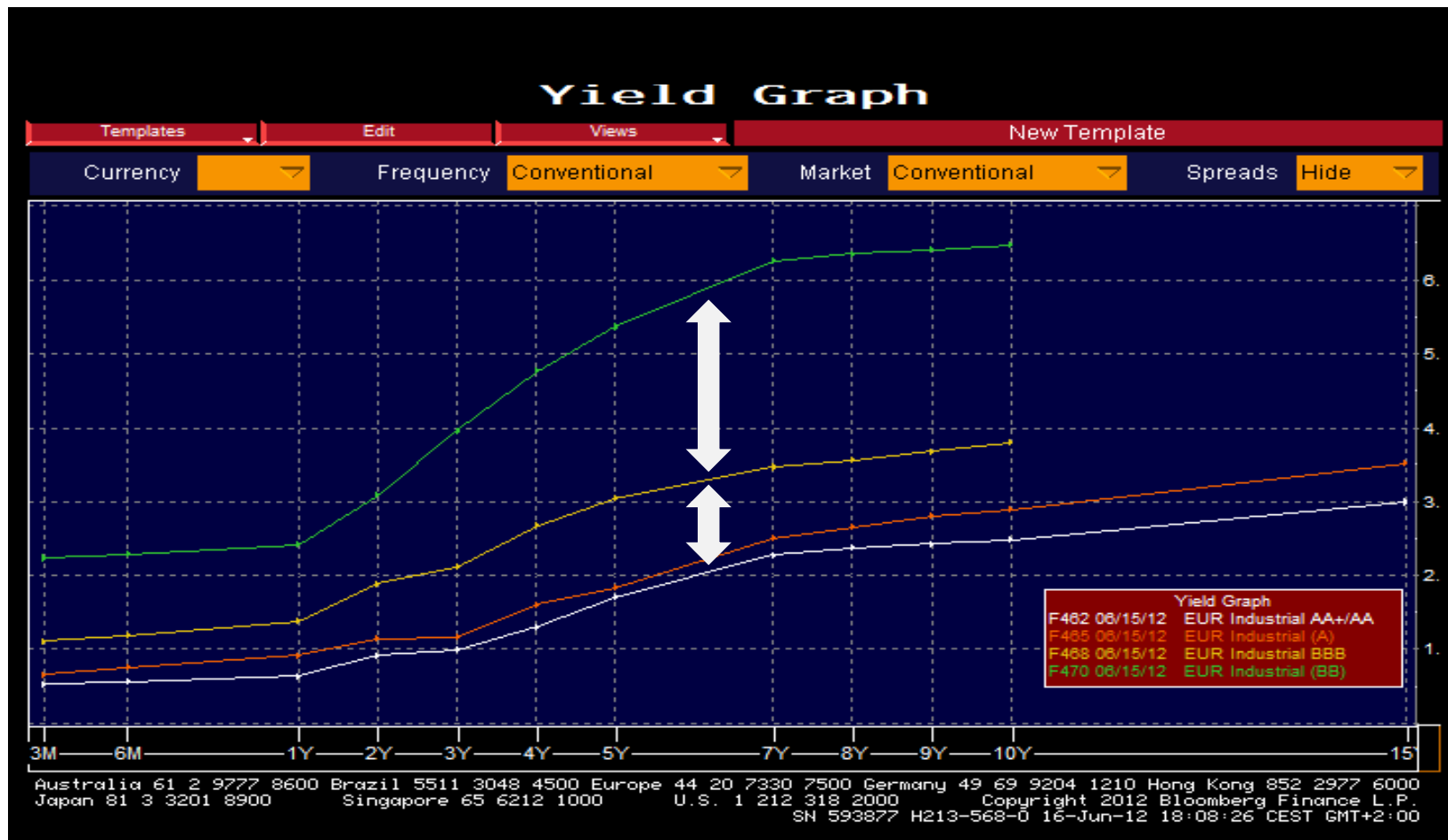
- Rating CCC- a menej
- Úroveň kreditnej prémie pri distressnutej situácii nad 15%
- Forced Sellers – vysoký potenciál zisku
- Potrebná dôkladná fundamentálna analýza
- Cena dlhopisov málo citlivá na zmeny úrokových mier

Rating

Kreditné Riziko	Moody's	Standard & Poor's	FITCH IBCA
HIGH GRADE			
Najvyššia kvalita	Aaa	AAA	AAA
Vysoká kvalita (veľmi silná)	Aaa	AAA	AAA
Vyššia stredná kvalita (silná)	Aaa	AAA	AAA
Stredná kvalita	Baa	BBB	BBB
HIGH YIELD			
Nižšia stredná kvalita	Ba	BB	BB
Nízka kvalita	Ba	BB	BB
Slabá kvalita	Caa	CCC	CCC
Špekulatívna kvalita	Ca	CC	CC
Nevyplatenie úrokov alebo žiadosť o reštrukturalizáciu	C	C	C
Default	D	D	D

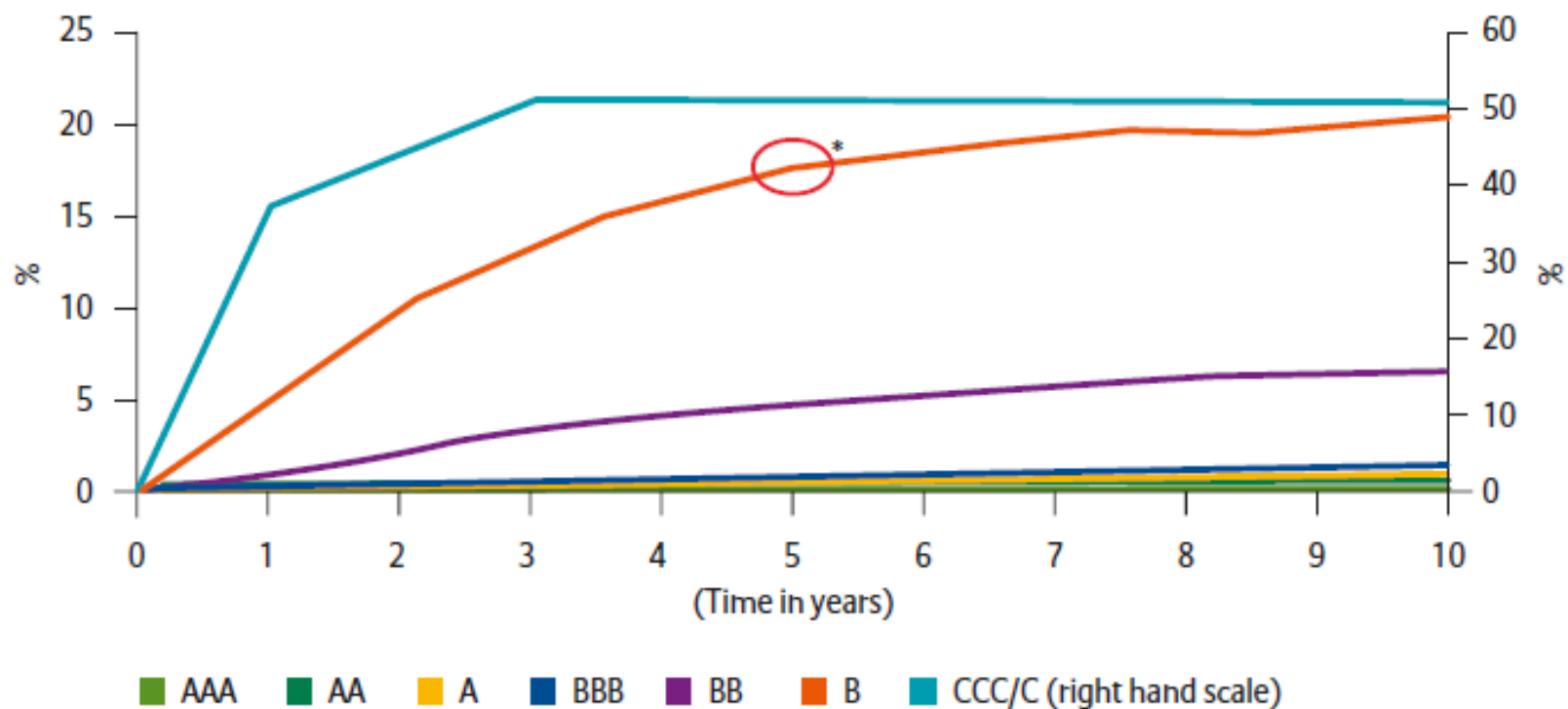
Kreditná Prémia

Ako vzniká kreditná prémia v High Yield segmente?



Kreditná Prémia

Ako vzniká kreditná prémia v High Yield segmente?



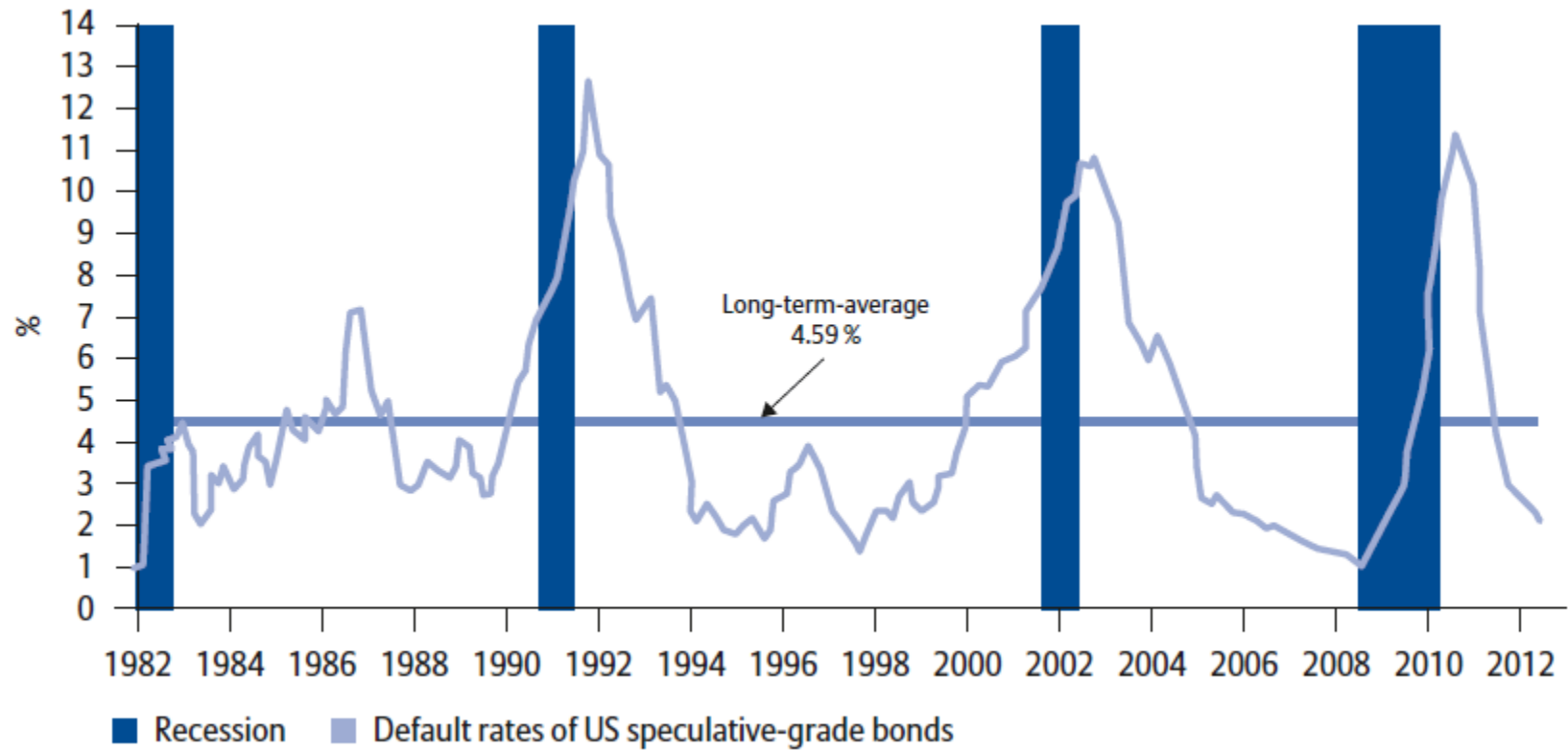
Kreditná Prémia

Kde je riziko?

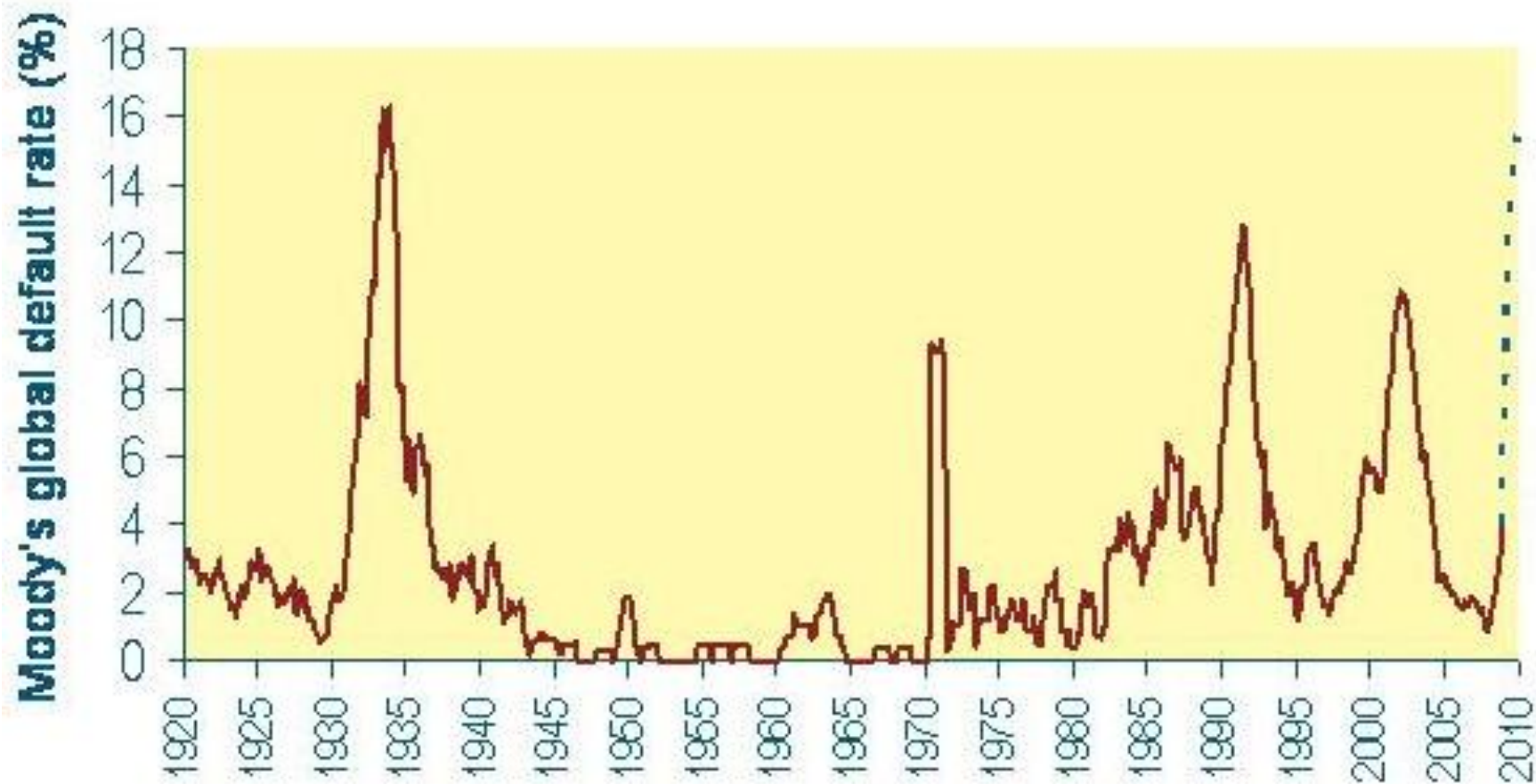
RATING		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Corporate Bonds	Aaa	0.00%	0.01%	0.01%	0.04%	0.11%	0.17%	0.25%	0.32%	0.41%	0.50%	Investment Grade
	Aa	0.02%	0.06%	0.09%	0.16%	0.23%	0.31%	0.38%	0.45%	0.49%	0.54%	Investment Grade
	A	0.05%	0.17%	0.34%	0.52%	0.72%	0.94%	1.18%	1.46%	1.76%	2.05%	
	Baa	0.18%	0.49%	0.91%	1.40%	1.93%	2.47%	3.00%	3.53%	4.15%	4.85%	
	Ba	1.17%	3.19%	5.58%	8.12%	10.40%	12.49%	14.32%	16.15%	18.03%	19.96%	
	B	4.55%	10.43%	16.19%	21.26%	25.90%	30.30%	34.47%	38.11%	41.42%	44.38%	
	Caa-C	17.72%	29.38%	38.68%	46.09%	52.29%	56.62%	59.77%	63.56%	67.42%	71.38%	Not Investment Grade

- Pri investičnom horizonte 5 rokov je pravdepodobnosť defaultu 10-25%
- Ak dôjde k defaultu, priemerné vymožitelné plnenie sa pohybuje na úrovni 41% (Recovery Rate)
- Pravdepodobnosť defaultu sa dá minimalizovať detailnou kreditnou analýzou, diverzifikáciou a timingom

High Yield – Miery Defaultov



High Yield – Miery Defaultov



High Yield

Ako znížiť riziko a maximalizovať výnos?

- Diverzifikácia 60%
- Kreditná analýza 30 %
- Timing 10 %

Distressed

Ako znížiť riziko a maximalizovať výnos?

- Kreditná analýza 80%
- Diverzifikácia 15 %
- Timing 5 %

Diverzifikácia - The Only Free Lunch

Moderná teória portfólia: Harry Markowitz 1952

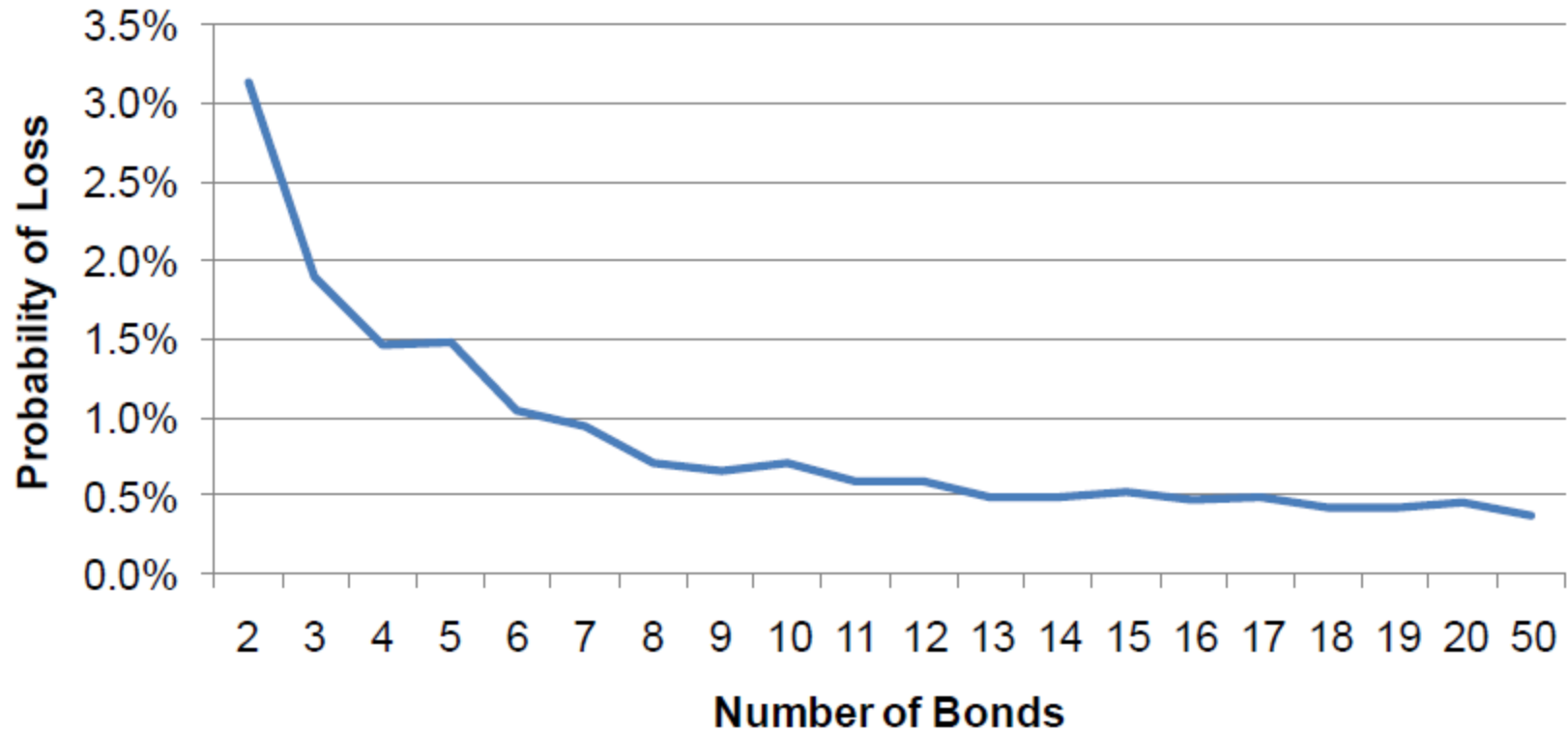
Očakávaný výnos:
$$E(R_p) = \sum_i w_i E(R_i)$$

Rozptyl:
$$\sigma_p^2 = \sum_i w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_i \sum_{j \neq i} w_i w_j \sigma_i \sigma_j \rho_{ij},$$

Volatilita:
$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2}$$

Diverzifikácia - The Only Free Lunch

Diversification Benefits



Na čo sa pozerat'?

- Credit Metrics:

EBITDA Marža

Dlh/EBITDA

Čistý Dlh/EBITDA

EV/EBITDA

Dlh/CFO

Dlh/FCF

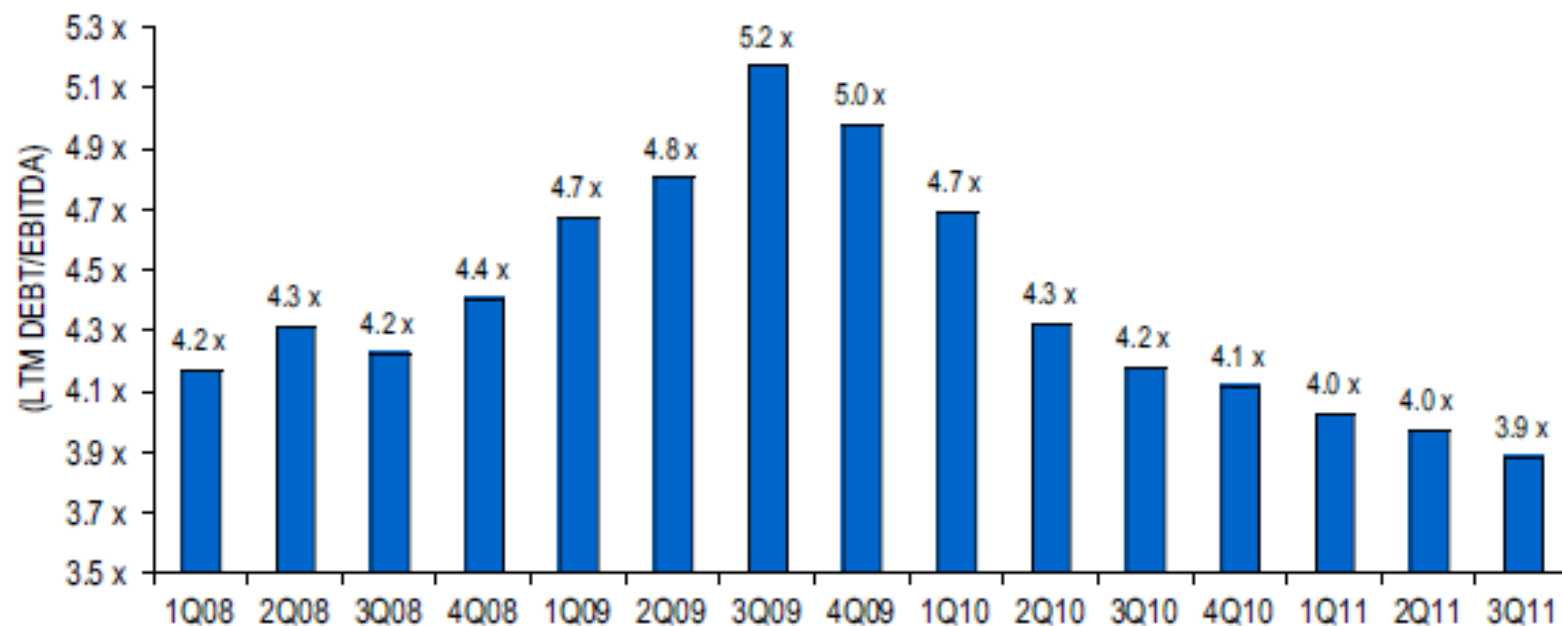
Dlh/Vlastné Imanie

- Seniorita, bankové kovenanty, kolateralizácia

- Maturitný profil

- Korporátne štruktúry

Kreditná Analýza



Sources: J.P. Morgan; Capital IQ.

Kreditná analýza

AAA

Padlý anjeli (Fallen Angels)

Stabilný High Grade

AA

- Zhoršenie ratingu

- Blue Chip spoločnosti

A

- Operačné problémy

- Investície pre vdovy a siroty

BBB

- Regulácia

BB

Stabilný High Yield

Rastúce hviezdy (Rising Stars)

B

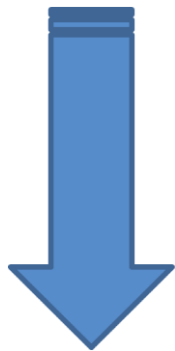
- Vysoký úrokový výnos za zvýšené riziko defaultu

- Znižovanie finančnej páky

CCC

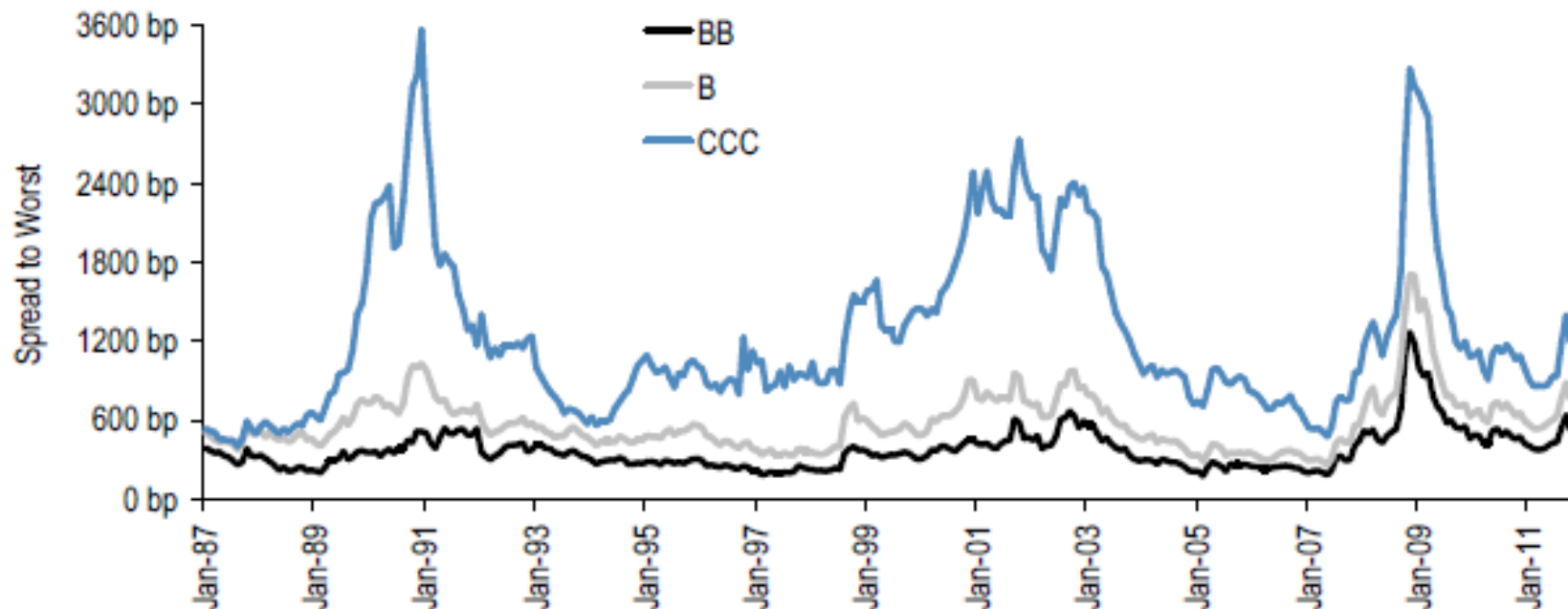
- IPO

- Reštrukturalizácia pasív



Timing

- Mean Reversion – návrat k dlhodobým priemerom
- Trend Following – Long & Cash



Source: J.P. Morgan.

Optimálna Dlhopisová Investícia ...

... pre investora maximalizujúceho pomer výnos/riziko

Portfólio dlhopisov s nasledujúcimi charakteristikami:

- High Yield
- Rastúce hviezdy
- Odvetvia s nízkou koreláciou
- S výborným prevádzkovým výkonom (EBITDA) a s vysokým dlhom
- Obchodované pod nominálnu hodnotu
- Splatnosť 3-5 rokov
- Podľa možností prisladené distressed situáciami

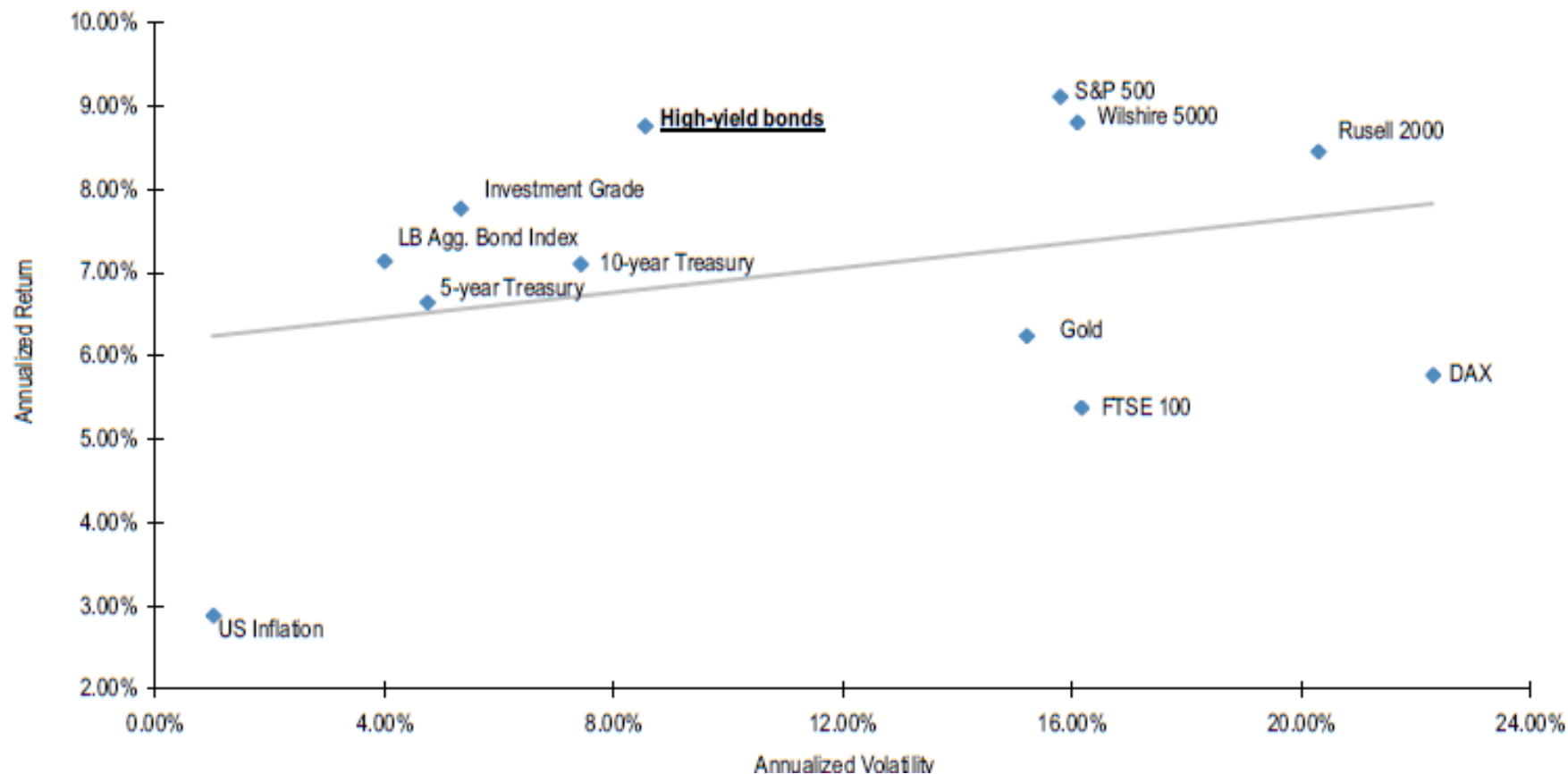
Optimálna Dlhopisová Investícia

Benefity pre privátneho investora:

- Možnosť nastavenia maturitného profilu podľa potreby
- Výplata polročných kupónov – rýchlejšie reinvestovanie
- Marked-to-Market volatilita funguje v prospech privátneho investora držiaceho investície do splatnosti

Výkonnosť Tried Aktív

Výnos /Riziko – 25 ročná história



Výkonnosť Tried Aktív

Výkonnosť iBoxx Liquid High Yield Index



Výkonnosť Tried Aktív

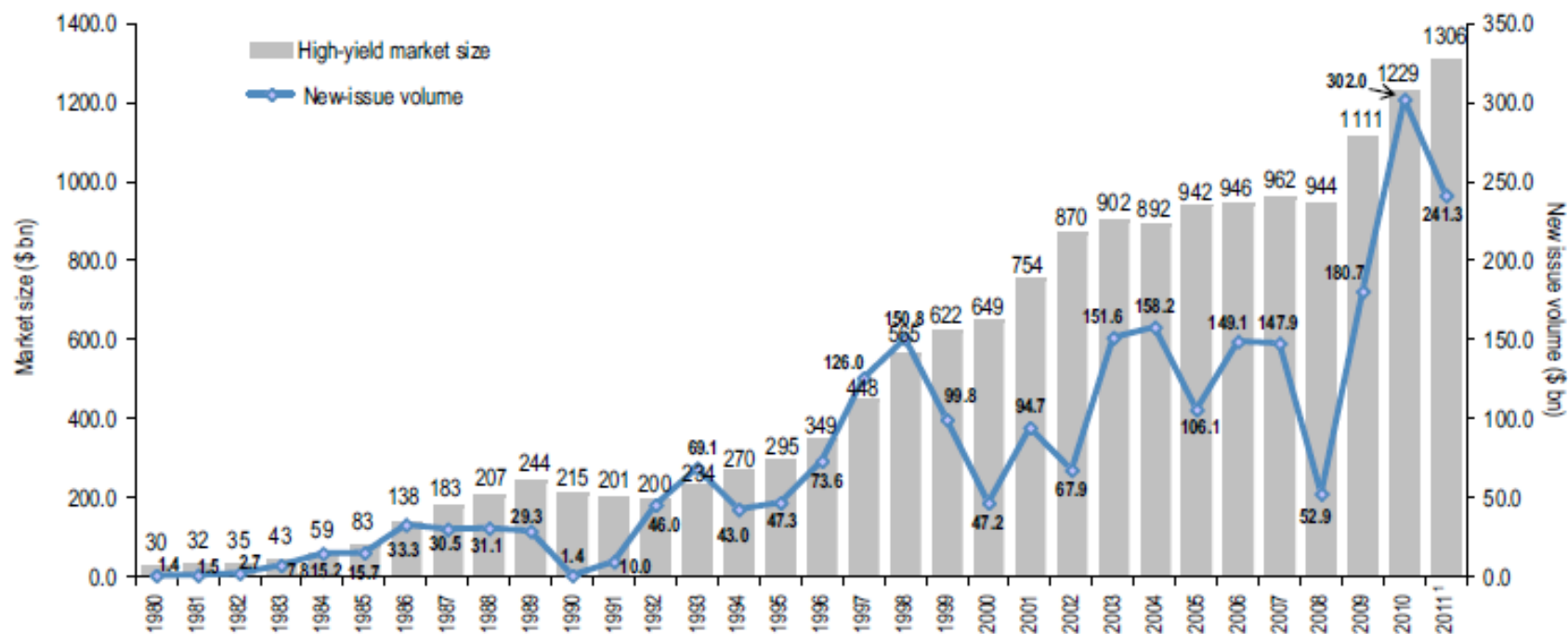
Komparatívna výkonnosť – High Yield, vs. S&P 500 (Total Return)



High Conviction Trades

Dlhopis	Typ pozície	Odvetvie	YtM
Ardagh Glass 9,25% 2020	High Yield	Výroba skla a obalov	9.5%
Refresco 7,375% 2018	High Yield	Nápoje	9,5%
Inaer Aviation 9.5% 2017	High Yield	Vrtulníkové Služby	14%
Magyar Telecom 9.5% 2016	High Yield	Telekomunikácie	16%
ATU 11% 2014	Distressed	Retail	16%
Hellenic Telecom 5% 2013	Distressed	Telekomunikácie	38%

Appendix 1: High Yield Trh – Veľkosť & Rast

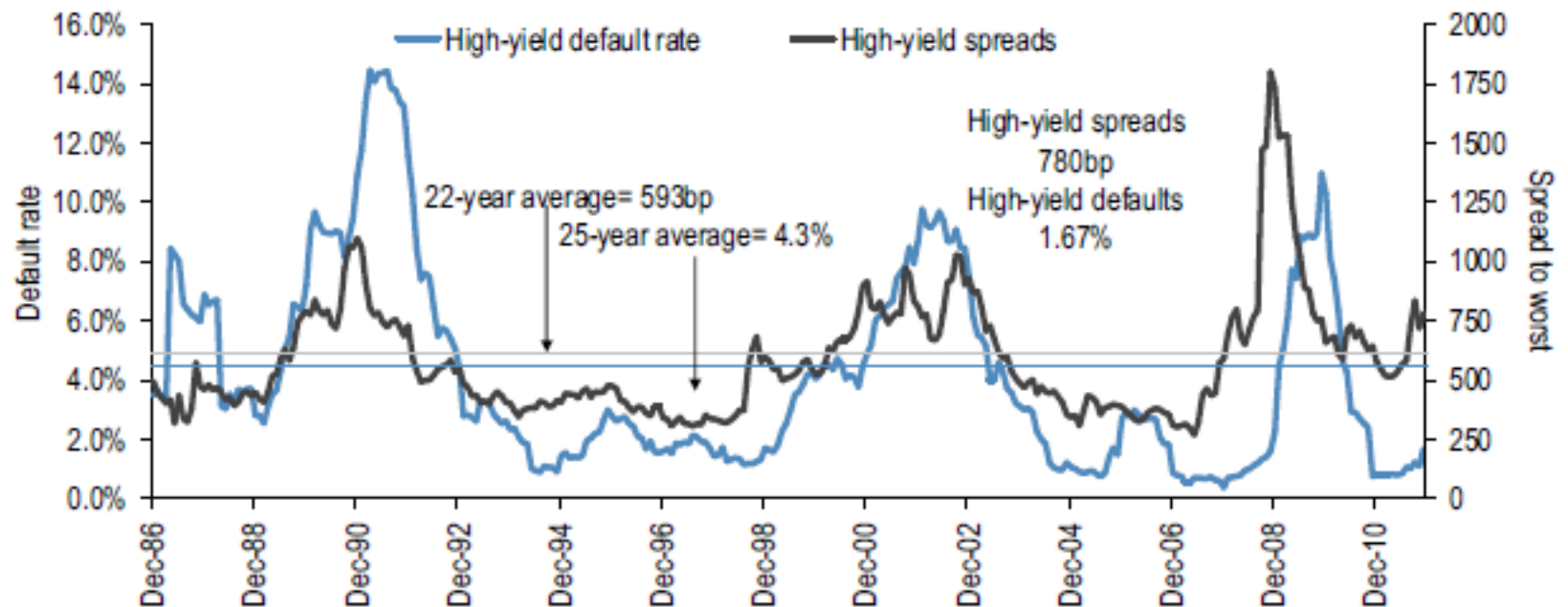


1. Through November 30, 2011.

Source: J.P. Morgan.

Appendix 2: High Yield – Kreditná Prémia & Miery Defaultov

High-yield spreads and default rates



Source: J.P. Morgan.