CREDIT SUISSE

# Value Investments v Credit Suisse

**Únor 2010**

**Gregor Trachsel & Sven Sommer**
**Value Investments**
**Credit Suisse Asset Management**

# Credit Suisse Equity Fund (Lux) – Global Value
## Klíčové postřehy

- Hodnotové (Value) investování funguje v čase - tedy nikoliv *kvůli* takovým obdobím jako je to nynější, ale *právě díky* nim. Složité hospodářské podmínky a následné pády akcií dávají vzniknout nadvýnosům, ze kterých hodnotový investor těží.
- Hodnotový investor vždy rozlišuje mezi *dočasným* cenovým poklesem a *trvalým* snížením hodnoty kapitálu. Základem naší analytické činnosti je minimalizovat právě toto trvalé snížení kapitálu nezávisle na tom, zda jsme v dobrých nebo špatných časech. Proto je disciplína hodnotového investování jako stvořená právě pro tyto časy.
- Pokud se soustředíme na ekonomické bohatství firem, které vlastníme, na jejich schopnost generovat nový kapitál a vyplácet dividendy, není důležité co akciové trhy v jakémkoliv okamžiku dělají.

# Value filosofie
# Co přinášíme klientům

Schopnosti:

**Hledání& Hodnocení**
- Vlastní kompetence
- Selektivita

**Ocenění**
- Diskonotované cash flow
- Reprodukční náklady
- Součet komponentů
- Soukromá tržní hodnota

**Výběr akcií**
- Bezpečnostní polštář
- Mix
- Rovnoměrné vážení (žádné „sázky“)

**Portfolio Management**
- Atraktivní aktiva
- Atraktivní mix
- Prořezávání

**Neustálý proces**
- Disciplína
- Konzistence

Cíle:

**Skládání výnosů**
- Kontinuita
- Reinvestice
- Replikovatelnost v čase

**Dlouhodobý absolutní výnos**
- Investiční cíle (Graham & Dodd): „ochrana jistiny a adekvátní výnos“

Žádoucí výstup:

**Nástroj klientů k dosažení svých dlouhodobých potřeb v oblasti investování**
- Dlouhodobé partnerství

Zdroj: Credit Suisse

# Hodnotový přístup Credit Suisse
# Jak definujeme hodnotový přístup?

Investovat dle hodnotového stylu pro nás znamená:

…nalézání takových firem, jejichž současná tržní hodnota je očima strategického investora, který by takovou firmu chtěl koupit jako celek, významně pod vnitřní ekonomickou hodnotou („intristic value“)

Dva pilíře hodnotového přístupu:

Bezpečnostní polštář (Margin of safety): Rozdíl mezi tržní a vnitřní cenou. Čím větší je rozdíl, tím větší je polštář. Bezpečnostní polštář je to, co diktuje v hodnotovém přístupu nákupní a prodejní rozhodnutí.

Vlastní kompetence (Circle of competence): Vlastní hranice našich analytických schopností zkoumat hospodářské situace, odvětví, právní rámce, manažerské taktiky,...(z toho vyplývá, že různí analytici mají různé kompetence)

# Hodnotový přístup Credit Suisse
# Co nás charakterizuje?

- Náš tým neustále zkoumá hodnotu:
  - V rámci celého světa
  - Nezávisle na různých odvětvích
  - Nezávisle na velikosti společnosti
  - Nebojíme se investovat do společností, které se v současné době nachází v problémech
  - Jakmile vhodnou společnost najdeme, držíme ji v horizontu 5-10 let

→ Náš přístup je charakterizován neustálým hledáním společností, které můžeme koupit s významnou slevou.

# Investování podle hodnotového přístupu
# Čeho se snažíme vyvarovat?

- Nakupovat a prodávat trendové investiční produkty
- Dělat makroekonomické nebo měnové sázky
- Spravovat celkové finanční riziko
- Spravovat peníze vůči benchmarku ve stylu podvážit / nadvážit
- Vytvářet a spravovat portfolia na základě mechanického výběru
- Vybírat investice na základě časování nebo momenta
- Sázet na “příběhy” a “nová paradigmata”
- Predikovat budoucnost

# Investování podle hodnotového přístupu Graham & Dodd a jak to děláme my

- Faktory snižující cenu
  - Přehlíženost
  - Obavy
  - složitost/komplikovanost
  - nedostatek informací
- Relativně nepopulární velká společnost
  - “nudné téma”
  - “padlý anděl”
- Speciální situace
  - aktiva / nízká schopnost generace zisku (např. podcenění aktiv, neefektivní využívání pozemků, restrukturalizace / reorganizace, atd.)
  - jiné otázky a problémy

“Problémové společnosti”

↓

Trh problém přecení/ podcení možnosti potenciálu firmy

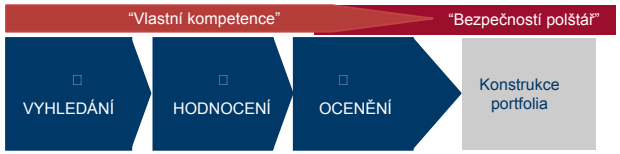
↓

Významné podcenění vůči fundamentální hodnotě

↓

Nákup

# Investování podle hodnotového přístupu
# Investiční proces



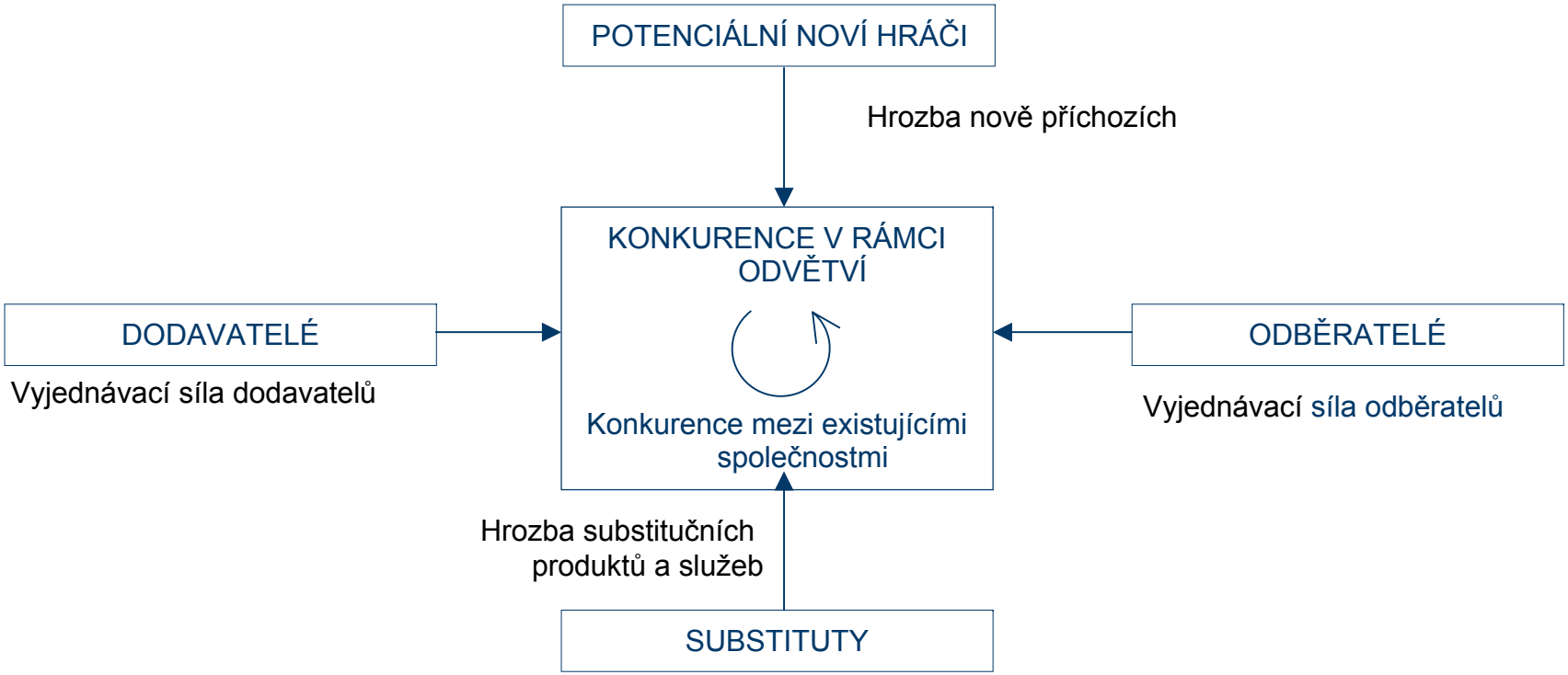

1. VYHLEDÁVÁNÍ
   - Vyhledávání potenciálních hodnotových společností je otevřený, kreativní proces stavějící na příležitostech.
   - Zdrojem informací jsou finanční databáze, tisk, různé speciální a oborové publikace, internet

2. HODNOCENÍ
   - K hodnocení zvažovaných společností používáme racionální ekonomická kritéria; podobné těm, které využívá dobře informovaný obchodník, který se snaží zhodnotit svůj vlastní investiční projekt (v rámci svých vlastních kompetencí).
   - Oporou jsou nám speciální hodnotící nástroje (např. 5 Porterových sil).
   - Většina investičních myšlenek je zavržena – "negativní proces výběru" – pouze ty nejzajímavější postupují dále.

3. OCENĚNÍ
   - Výpočet vnitřní (intristic) hodnoty společnosti
   - Fond manažer používá metodu diskontovaného volného cash flow (discounted free cash flow - DFCF). Aktiva jsou oceňována na bázi svých reprodukčních nákladů.
   - Bezpečnostní polštář (margin of safety) indikuje mezeru mezi napozorovanou tržní cenou akcií a vypočítanou vnitřní cenou.

→ Pouze společnost, která vykazuje významný bezpečnostní polštář, bude zahrnuta do portfolia.

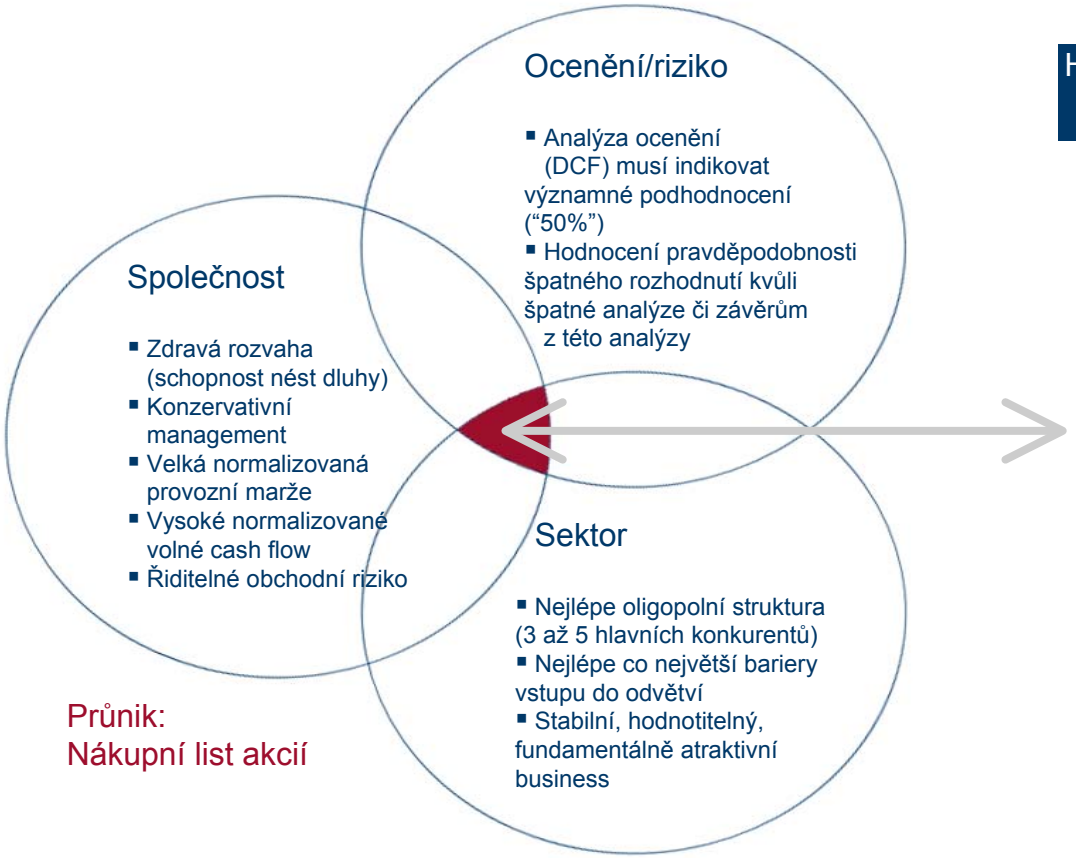
# Investování podle hodnotového přístupu
# Investiční proces – Model pěti Porterových sil

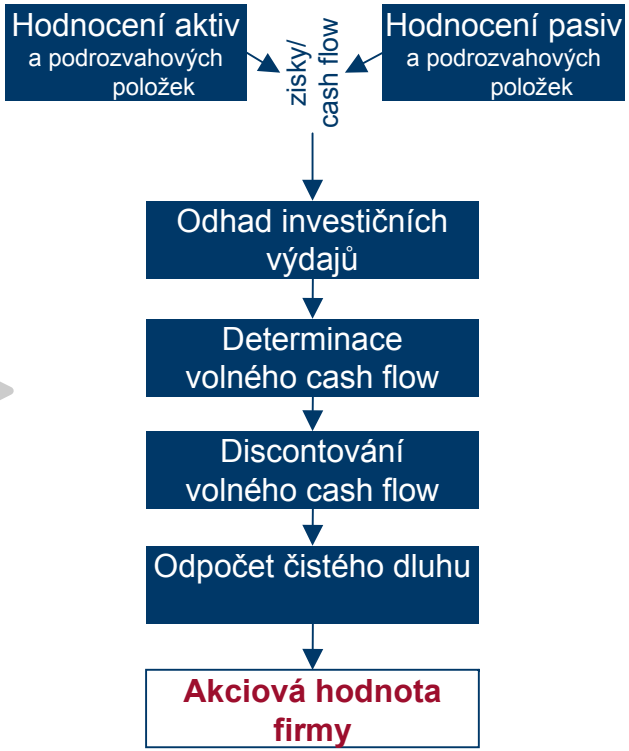



→ Model pěti Porterových sil je velmi poučný hodnotící nástroj pro analýzu konkurenční struktury odvětví, ve kterém daná společnost operuje.

Zdroj: Porter, Michael E.: "Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors" (1980)

# Investování podle hodnotového přístupu
# Investiční proces – kritéria výběru akcií




Zdroj: Credit Suisse

# Investování podle hodnotového přístupu

## Příklad investice– “E. I. du Pont de Nemours and Company*”

### 1. „Problémy“

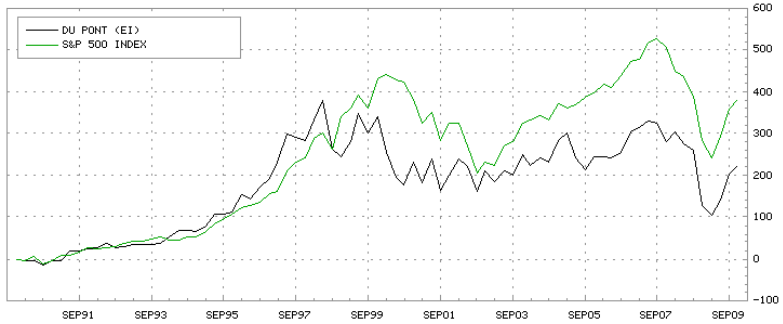
- Komplexní: konglomerát (zemědělství & potraviny, nátěry& barvy, elektronika& komunikace, speciální hmoty, bezpečnost& ochrana)
- „Nudné“: společnost je (stále) nahlížena jako hráč zachycený v základním chemickém průmyslu
- Ovlivněn hospodářským poklesem: významná expozice na automobilový a stavební průmysl
- Během posledních 20 let nabírá ztrátu za americkým akciovým trhem

COMPARATIVE RETURNS — Page 1/ 7

Range 12/29/89 - 12/31/09 Period Q Quarterly 80 Qtr Period

| | Securities | Crncy | Prc Appr | Total Ret | Difference | Annual Eq |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | DD US Equity | USD | 64.24 % | 221.68 % | -160.88 % | 6.01 % |
| 2 | SPX Index | USD | 215.53 % | 382.55 % | | 8.18 % |
| 3 | | | | | | |

(* = No dividends or coupons)




zdroj: Bloomberg. Sledované období: 29. prosinec 1989 – 31. prosinec 2009.

### 2. Potenciál

- Fundamentálně atraktivní, relativně stabilní a dobře hodnotitelný obchodní segment
- Vysoká nehmotná aktiva (R&D, patenty, silná značka, vyjednávací síla)
- Aplikovaná vědou tažená strategie; udržitelná vyjednávací cenová pozice/ růst hrubých výnosů
- Neustálá snaha zvýšit produktivitu prostřednitvím snižování fixních nákladů
- Klasicky vypadající rozvaha

### 3. Ocenění

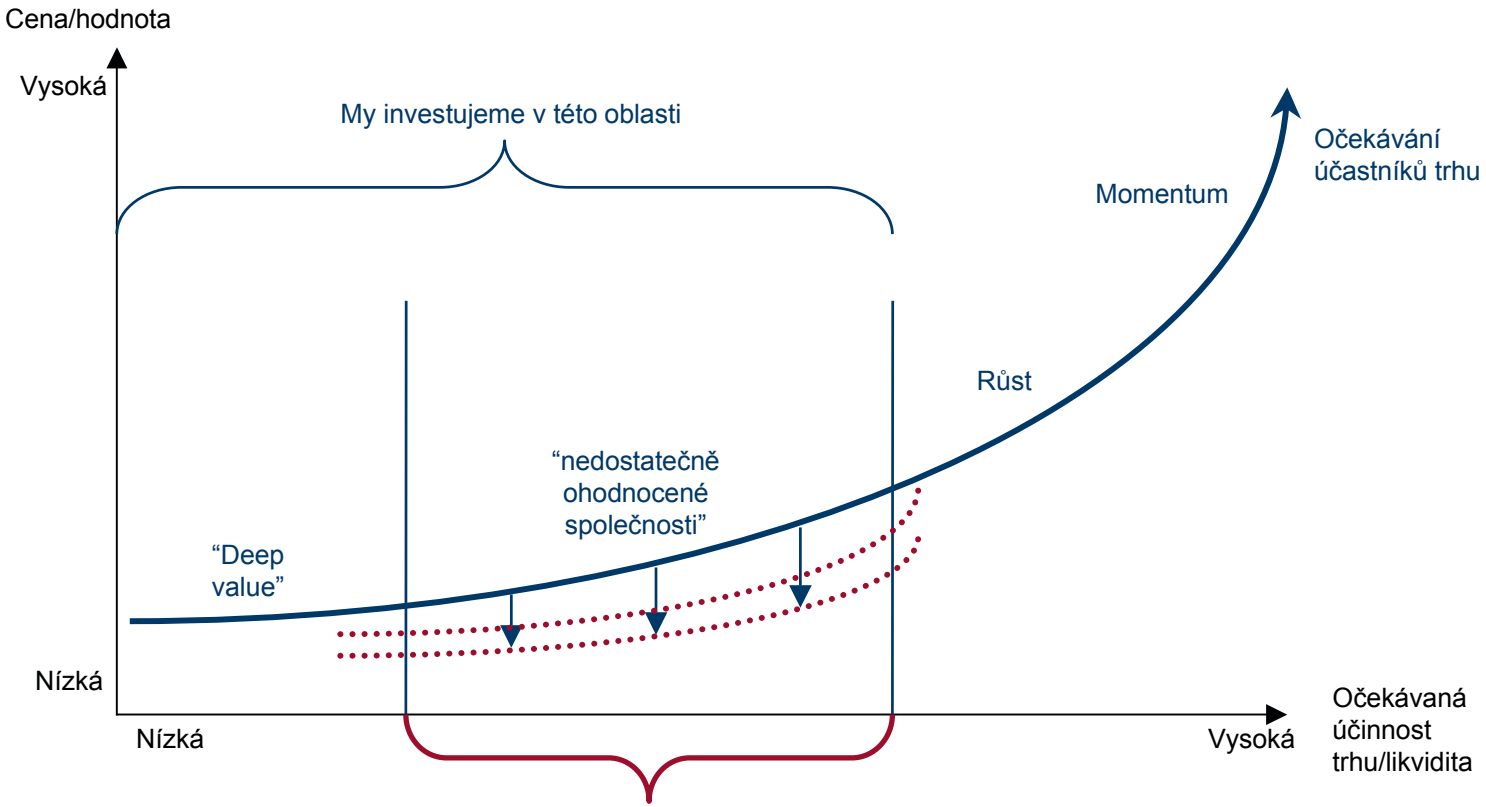
- Diskontované volné cash flow
- Reprodukční náklady
- Dividendový výnos

### 4. Závěr

- Při současné ceně věříme, že trh významně 1/ podceňuje konkurenční výhodu a 2/ podceňuje celkovou hodnotu aktiv
- Díky dobrému dividendovému výnosu očekáváme, že společnost bude schopna dosáhnout absolutního nadvýnosu

*DuPont je společnost zaměřená na produkty a služby založené na vědeckých poznatcích. Byla založená v 1802 a své obchodní aktivity provozuje ve více než 70 zemích; nabízí širokou řadu produktů a služeb pro odvětví včetně zemědělství, potravinářství, stavebnictví , komunikace a doprava.

# Investování podle hodnotového přístupu
# Value (hodnota) a growth (růst)




Sklon k posunům křivky směrem dolů je vysoký zejména během této fáze a znamená, že jisté akcie zůstávají příliš levné i přesto, že jejich ceny by již měl růst.

Zdroj:Credit Suisse

# Investování podle hodnotového přístupu
# Současná strategie

- V současném době nacházíme atraktivní respektive tzv. „problémové“ oblasti:
  - **(Dočasný) pokles marží**
    - Rostoucí ceny surovin na straně jedné, zatímco odběratelské ceny není možné tak rychle přizpůsobovat
      - Příklady odvětví: chemie, potraviny, obalová technika
  - **Cyklický pokles**
    - Zhoršování makroekonomických podmínek vede k (dočasnému) poklesu/stagnaci růstu
      - Příklady odvětví : průmysl, strojírenství, obchodní služby
  - **Odvětví/ společnosti/ země v období transformace**
    - Adaptace na novou konkurenční realitu je strategicky i exekutivně časově náročná
      - Příklady odvětví : klasická média, telekomunikace
      - Příklady zemí: Japonsko, Italie
  - **Půda**
    - Je odprodávána, neboť ji trh spojuje se současnou hypotéční krizí
      - Příklady odvětví: lesnictví, zemědělství, nemovitosti

# Investování podle hodnotového přístupu
# Shrnutí: portfolio management v průběhu krize

**1. Normalní „předkrizový“ proces výběru investic**

- Hodnocení a ocenění založeno na „realistickém nejhorším případě“
- Důraz na rozvahu
- Očekávání(tedy i ceny) byly již před krizí nízké

**2. Hodnocení portfolia v průběhu krize**

- Významný (dočasný) pokles cen, …
- … bez trvalého poklesu ekonomické hodnoty

**Nárůst bezpečnostního polštáře**

**3. Přijatá rozhodnutí**

- Žádné rozsáhlé výprodeje či přesuny z „offenzivních“ do „defenzivních“ titulů
- Akumulace v již držených akciích za nižší ceny
- Selektivní nové nákupy
- Vytěžení „pockets of value“ (hodnoty v kapse) vytvořené v průběhu krize (např. půda v USA, průmyslové konglomeráty v Itálii)

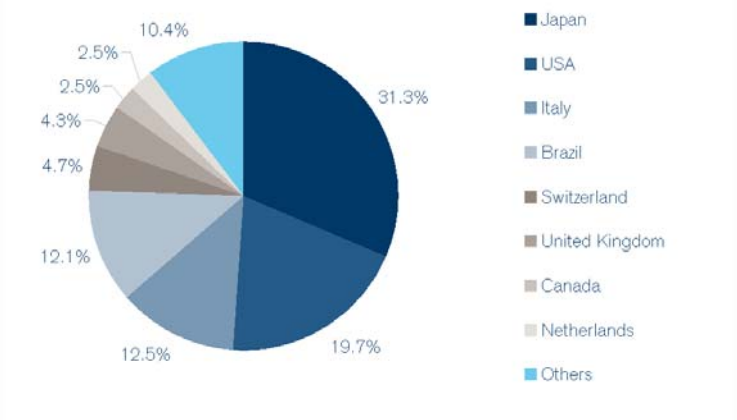
**4. Dosažené výsledky**

- Nižší nákupní ceny akcií…
- … velkých, krizí prověřených společností, mnohe z nich budou skutečně benefitovat a vyjdou vítězně z tržních otřesů

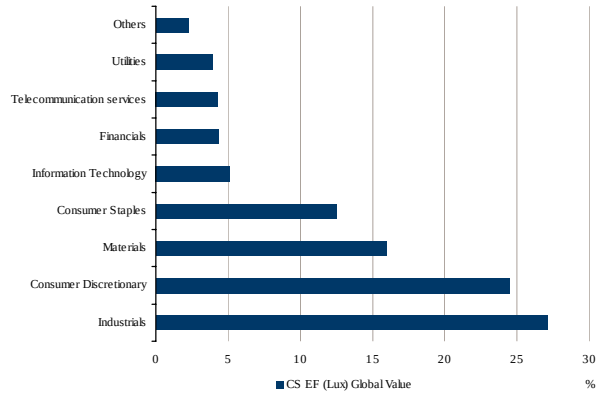
**Udržovaní vysokého bezpečnostního polštáře navzdory současnému oživení**

# Složení portfolia
# Credit Suisse Equity Fund (Lux) Global Value

## Rozložení dle zemí




## Rozložení dle sektoru




## Rozdělení podle měn

| Currencies in % (before hedging) | |
|---|---|
| JPY | 31.00 |
| USD | 19.76 |
| EUR | 19.66 |
| BRL | 12.15 |
| CHF | 4.73 |
| GBP | 4.28 |
| CAD | 2.53 |
| ARS | 1.45 |
| AUD | 1.33 |
| DKK | 1.13 |
| SEK | 1.02 |
| SGD | 0.97 |

## 10 největších pozic

| Security | % Weight |
|---|---|
| Tokyo Electric | 2.73 |
| Brunswick | 1.80 |
| Schweitzer-Mauduit Intl. | 1.69 |
| New York Times | 1.69 |
| Pearson | 1.52 |
| Tele Norte | 1.44 |
| Marcopolo | 1.44 |
| Arnoldo Mondadori Edit. | 1.43 |
| IMI | 1.41 |
| Vivendi Universal | 1.37 |

Pouze pro ilustraci

Zdroj: IPS, Credit Suisse / IDC
Konečné datum: 30.09.2009

# Investování podle hodnotového přístupu
# Výhled

- Nepředpovídáme vývoj akciového trhu. Domníváme se jakožto konzervativní investoři, že současné makroekonomické potíže budou pokračovat (2-3 roky).

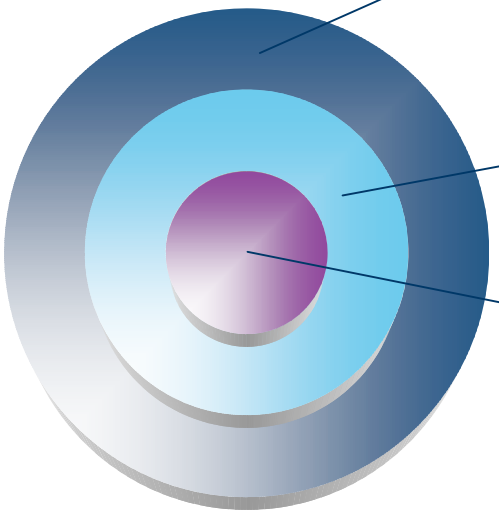
- Navzdory současnému nárůstu akcii, jsme schopni v rámci světa nalézt zajimavé investiční příležitosti.

- Typickým rysem v současného prostředí je, že jsme schopni nalézt akcie s dobrým a stabilním dividendovým výnosem. Vážený dividendový výnos u CS (Lux) Global Value portfolia činí 3%. S tím jak se budou hospodářské podmínky postupně zlepšovat, tento výnos v čase pravděpodobně poroste a případně bude poskytovat dostatečné “carry” portfolia.

- *Z geografického hlediska* jsme v posledních 2-3 letech dávali přednost japonským a americkým akciím na úkor Evropy a rozvíjejících se trhů.

- *Z odvětvového hlediska*, nadále nacházíme hodnotu v segmentu:
  - “základní průmysl” raději než v segmentu “nová ekonomika”
  - Meziprodukty a mezislužby (raději než konečné produkty/ spotřebitelské značky)

# Pro jakého investora se naše investice hodí?
# Klíčové body úspěchu

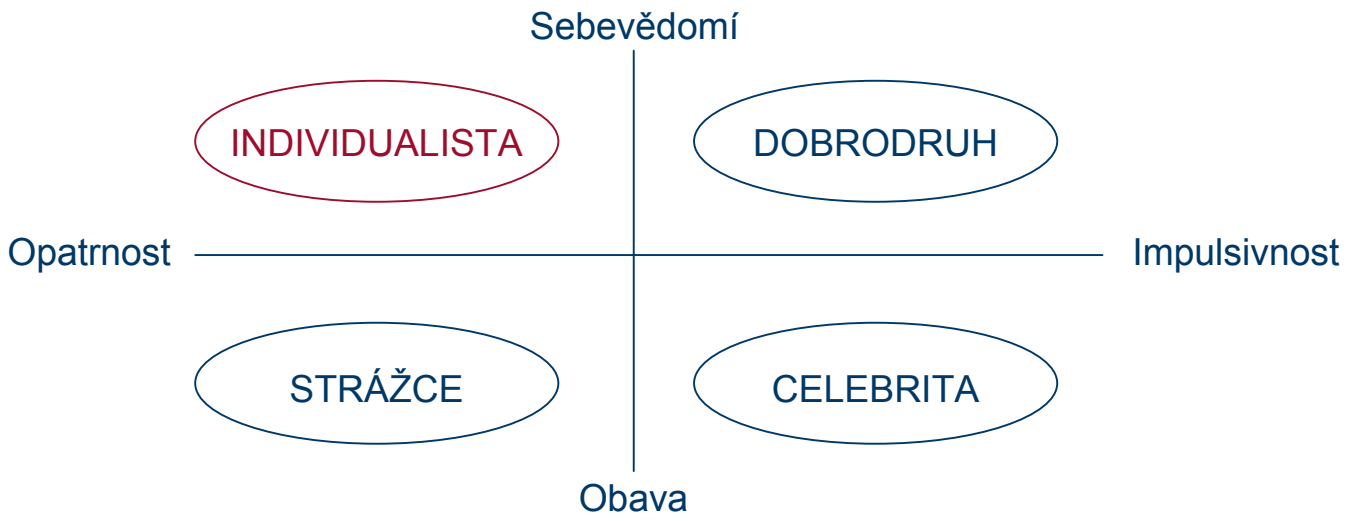


1. Zájem
   Ideálními předpoklady je zájem a otevřená mysl vůči specializovanému hodnotovému přístupu. Relevantní informace přinášejí porozumnění a důvěru ve filosofii.

2. Porozumnění
   K dosažení dlouhodobého úspěchu je klíčem důvěra v investiční styl a zodpovědný portfolio management.

3. Proces
   Pokud jsou oba předchozí body naplněny, pak může být s důvěrou uskutečněno dlouhodobé, emočně vybalancované investiční rozhodnutí, které položí základ proto, aby se mohl v průběhu času naplnit onen „magický hodnotový efekt“.

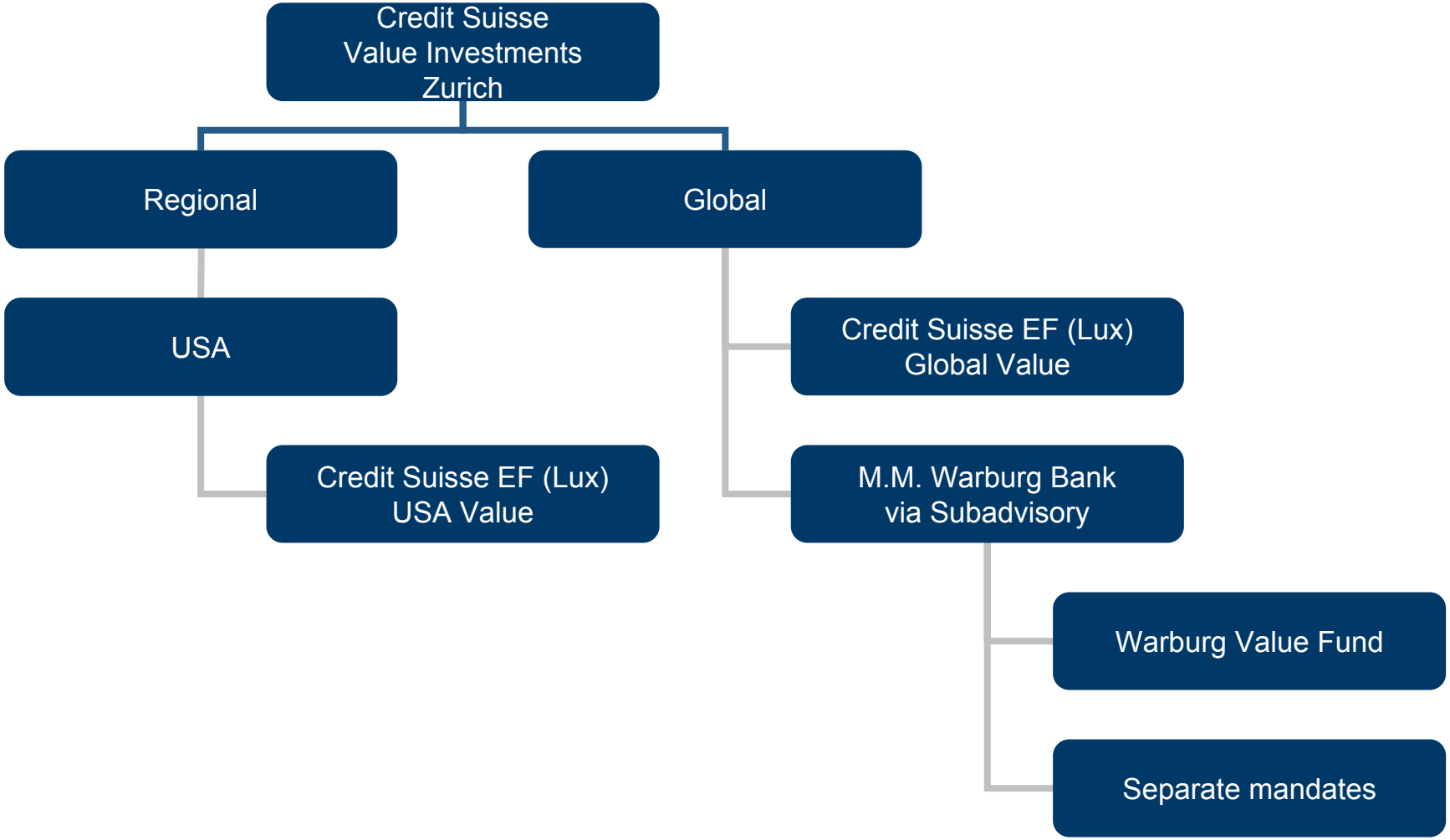
# Pro které investory je náš přístup vhodný? Charakteristika investora




Zdroj: Bailard, Biehl & Kaiser

- Typickým hodnotovým investorem je „individualista“; toto očekávání je potvzeno, podíváme-li se napříč naší klientelou.
- Je to charakteristické, neboť nezávislé myšlení a jeho emoční vyrovnanost pro uskutečnění investičního rozhodnutí je jedním z hlavních požadavků našeho investičního přístupu.
- Naši klienti jsou významnou součástí investičního úspěchu.

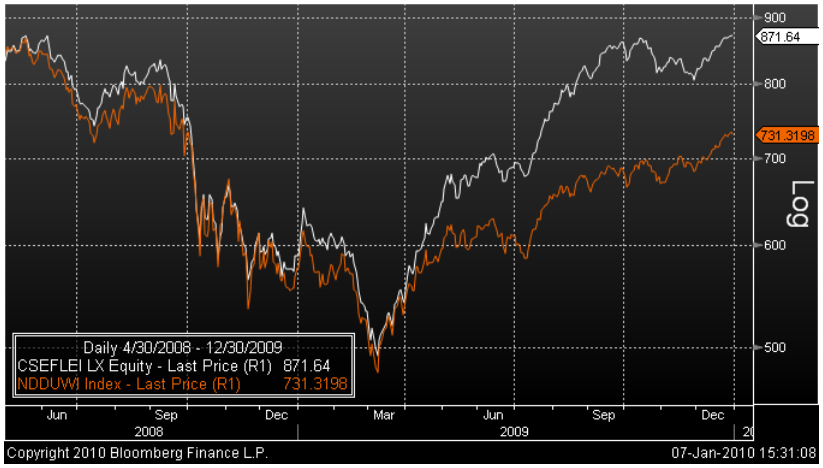
# Investiční „Value“ tým Credit Suisse




Zdroj: Credit Suisse

# Dosažená výkonost

Gregor Trachsel úspěšně spravuje WARBURG VALUE FUND od jeho založení (23. prosince 2004). Od 30. dubna 2008, je i portfolio manažerem CS EF (Lux) Global Value a CS EF (Lux) USA Value.




**Výkonost v EUR WARBURG VALUE FUND B vůči benchmarku (MSCI World, Index s reinvestovanými dividendami).**
**Období: 23. prosinec 2004 – 30. prosinec 2009**
**Výnos fondu: 54.39 % / 9.03 % p.a.**
**Výnos benchmarku: 5.01 % / 0.98 % p.a.**
**Nadvýkonost od založení: 8.05 % p.a.**

**Výkonnost v EUR of the Credit Suisse Equity (Lux) Global Value I vůči benchmarku (MSCI World, Index s reinvestovanými dividendami).**
**Období: 30. duben 2008 – 30. prosinec 2009**
**Výnos fondu : 4.45 % / 2.64 % p.a.**
**Výnos benchmarku: - 12.36 % / - 7.60 % p.a.**
**Nadvýkonost od založení : 10.24 % p.a.**

Historické výnosy a scénáře finančních trhů nejsou zárukou současné nebo budoucí výkonnosti. Hodnoty výkonnosti jsou zaznamenány před odečtením poplatků a nákladů za nákup a odkup podílových listů.

Zdroj: Bloomberg, data k 7. lednu 2010

# Credit Suisse Equity Fund (Lux) – Global Value

## CS Equity Fund (Lux) Global Value EUR

| | |
|---|---|
| Domicil fondu | Luxembourg |
| Měna fondu | EUR / USD / CHF/ CZK |
| Benchmark | MSCI World EUR |
| Založení fondu | 6/8/01 |
| Změna strategie | 4/30/08 (počátek nové historie) |
| Manažerský poplatek | 1.92 % |
| ISIN No. | Třída I: LU0129339833, Třída B: LU0129338272 |
| ISIN CZK Class | LU0458681094 |

# Důležité upozornění

Tento dokument byl vytvořen CREDIT SUISSE (dále jen “CS”) s největší péčí, znalostí a vírou. Nicméně CS neposkytuje záruky ve vztahu k obsahu a úplnosti a nepřijímá zodpovědnost za ztráty, které mohou vzniknout z používání těchto informací. Názory vyjádřené v tomto dokumentu jsou názory CS v době jeho vypracování a jsou předmětem změn, kdykoliv bez předchozího upozornění. Pokud není uvedeno jinak, všechna čísla jsou neauditovaná. Tento dokument slouží pouze pro informační účely a pro výlučné použití svým příjemcem. Nezakládá nabídku nebo doporučení ke koupi nebo prodeji finančních instrumentů nebo bankovních služeb a nezbavuje příjemce vlastního úsudku. Příjemci je především doporučováno, aby si porovnal poskytnuté informace s vlastními podmínkami ve vztahu k jakýmkoliv právním, regulatorním, daňovým nebo jiným následkům, je-li to nezbytné i s pomocí profesionálního poradce. Tento dokument nesmí být reprodukován ani částečně ani zcela bez písemného souhlasu CS. Není výslovně určen pro osoby, které kvůli své národnosti nebo místu pobytu, nejsou oprávněni k přístupu k takovým informacím příslušnou místní legislativou. Každá investice představuje riziko, především vzhledem k pohybům hodnoty a výkonnosti. Investice do cizích měn zahrnují další riziko, že cizí měna může ztratit hodnotu oproti investorově referenční měně. Indikace historických výnosů a scénáře finančních trhů nejsou zárukou současných ani budoucích výnosů. Indikace výkonnosti neberou v úvahu poplatky účtované za nákup a/nebo odkup. Dále není poskytována žádná záruka na to, že výkonnost benchmarku bude dosažena či překonána. Investiční fondy zmíněné v této publikaci mají sídlo v Lucembursku a jsou v souladu s direktivou EU 85/611/EEC z 20. prosince 1985, ve znění pozdějších dodatků, týkající se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů. Reprezentantem ve Švýcarsku je CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT FUNDS AG, Zurich. Agentem pro platby ve Švýcarsku je CREDIT SUISSE, Zurich. Úpisy jsou platné pouze na bázi platného prodejního prospektu a aktuální výroční zprávy (nebo pololetní, jestliže je více aktuální). Prodejní prospekt, zjednodušený prospekt, stanovy a výroční a pololetní zprávy mohou být získány zdarma u CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT FUND SERVICE (LUXEMBOURG) S.A., Luxembourg, u CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT FUNDS AG, Zurich, a u každé banky Credit Suisse Group AG. Copyright © 2009 Credit Suisse Group AG a/nebo její pobočky. Všechna práva vyhrazena.