



Ministerstvo financí České republiky
Letenská 15
118 10 Praha 1
www.mfcr.cz

Scorecard korporátních dluhopisů 2.0

Nezkušený a konzervativní investor (k veřejné konzultaci)



Ministerstvo financí
České republiky



Ministerstvo financí
České republiky



Disclaimer



Dluhopis jako forma investice **není vždy pro drobného investora, který nemá s podobnou formou investování zkušenosti nebo znalost emitenta dluhopisu, tou nejlepší a bezrizikovou investicí.** Stále více drobných investorů ve snaze o lepší výnos z investice vybere špatně a nakonec o své peníze může přijít. Investor by měl takovou investici **dobře prověřit a případně diverzifikovat své riziko** více investicemi.

Účel tohoto dokumentu



Účelem tohoto dokumentu je **poskytnout investorům, kteří nejsou zkušení v podobné formě investování, jednoduchý a rychlý nástroj pro počáteční posouzení dluhopisů.** Upozorňujeme, že jde o počáteční posouzení emise a emitenta, které nemá nahradit samotný rating renomovaných společností. Při důkladnějším a komplexním prověřování emitenta a emise hraje roli mnohem více faktorů. Pro účely tohoto dokumentu **je řada faktorů zjednodušených pro lepší pochopení.** Některé další faktory jsou pak zmíněny v doplňující kapitole.

Dluhopisové Scorecardy



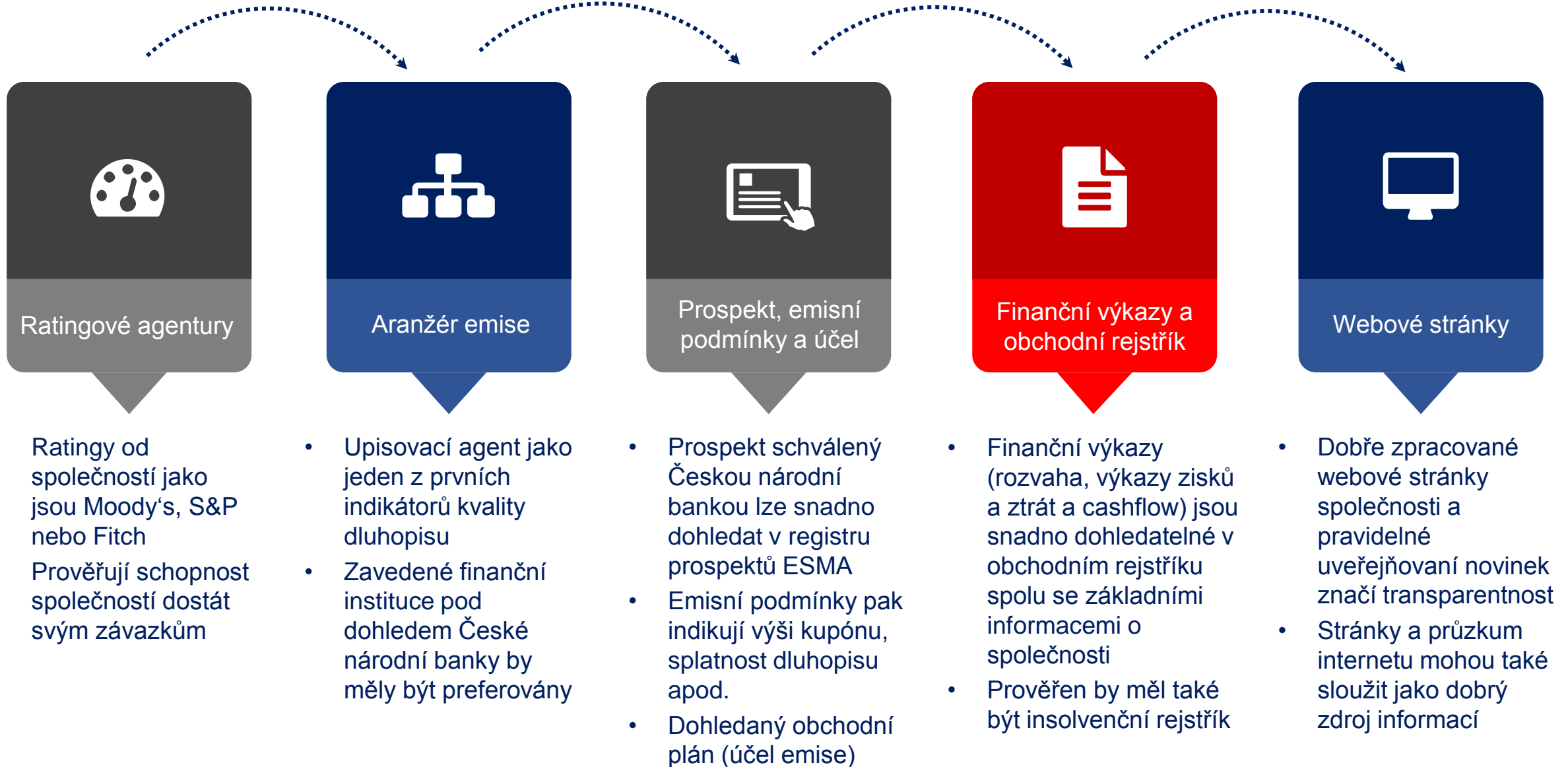
Scorecard korporátních dluhopisů (Corporate bond scorecard) dělíme na dvě větve: **Scorecard S ratingem a Scorecard BEZ ratingu.** V těchto větvích předpokládáme, **že investor bude držet dluhopis až do splatnosti.** Proto zde nehrají tak zásadní roli likvidita a investiční horizont, které uvádíme v doplňující kapitole. Rating některé z renomovaných společností, většinou **Moody's, S&P nebo Fitch** může **hrát zásadní roli při výběru dluhopisů.** Pokud **společnost nedisponuje ratingem** a investor společnost velmi dobře nezná a **nepovažuje se za zkušeného investora, může být taková investice velmi riziková.** Tento fakt nezvrátí ani prospekt schválený Českou národní bankou, která sice indikuje, zda prospekt splňuje všechny formální náležitosti, ale neprověřuje zdraví společnosti. Prospekt též může být schválen jiným orgánem dohledu států EU a do České republiky tzv. notifikován. Dále v dokumentu uvádíme oba scorecardy – Scorecard S ratingem a **Scorecard BEZ ratingu pro ty, kteří by si chtěli jednoduše a rychle počátečně vyhodnotit emisi a emitenta bez ratingu.** Scorecard BEZ ratingu dále pro lepší pochopení a usnadnění práce doplňují 2 dokumenty – Orientace ve finančních výkazech a Kalkulačka skóre.

Zdroje informací



V dokumentu uvádíme zdroje informací, které by měly být volně dostupné na internetu. **Ve zdrojích by pak investor měl najít potřebné informace pro prvotní posouzení emitenta a emise.**

Zdroje informací



Níže je možné nalézt **10 základních varovných signálů**, které mohou indikovat zhoršenou schopnost emitenta dostát svým závazkům a zapříčinit tak situaci, ve které by investor mohl o své peníze přijít. Analýza uvedených varovných signálů by neměla trvat déle než 1 hodinu.

1 Silně negativní zprávy v médiích

Zvýšený a dlouhodobý výskyt negativních zpráv o situaci emitenta z více věrohodných zdrojů.

2 Nedostupné webové stránky emitenta

Nedostupné, nepřehledné a neaktualizované webové stránky emitenta značí netransparentnost.

3 Distributoři / aranžéři nepodléhají dohledu ČNB

Distributoři / aranžéři dluhopisů nepodléhající dohledu České národní banky mohou znamenat vyšší riziko.

4 Časté změny ve vedení společnosti

Krátkodobé působení jednotlivých členů managementu a jejich nezkušenost v oboru.

5 Nedostupnost finančních výkazů

Nedostupné finanční výkazy a výroční zprávy na webových stránkách nebo v obchodním rejstříku.

DESATERO VAROVNÝCH SIGNÁLŮ



6 Rostoucí zadluženost

Rostoucí zadluženost může, ale nemusí znamenat finanční nestabilitu. Viz ukazatele dále v dokumentu.

7 Klesající tržby

Několik let za sebou klesající tržby primárně z důvodu klesajícího tržního podílu.

8 Klesající nebo záporná EBITDA

Několik let za sebou klesající nebo záporná EBITDA, která je nejvyužívanějším ukazatelem ziskovosti.

9 Záporné provozní cash flow

Záporné provozní cash flow signalizuje nevytváření dostatečných zdrojů k pokrytí investičních výdajů.

10 Výrok auditora není „bez výhrad“

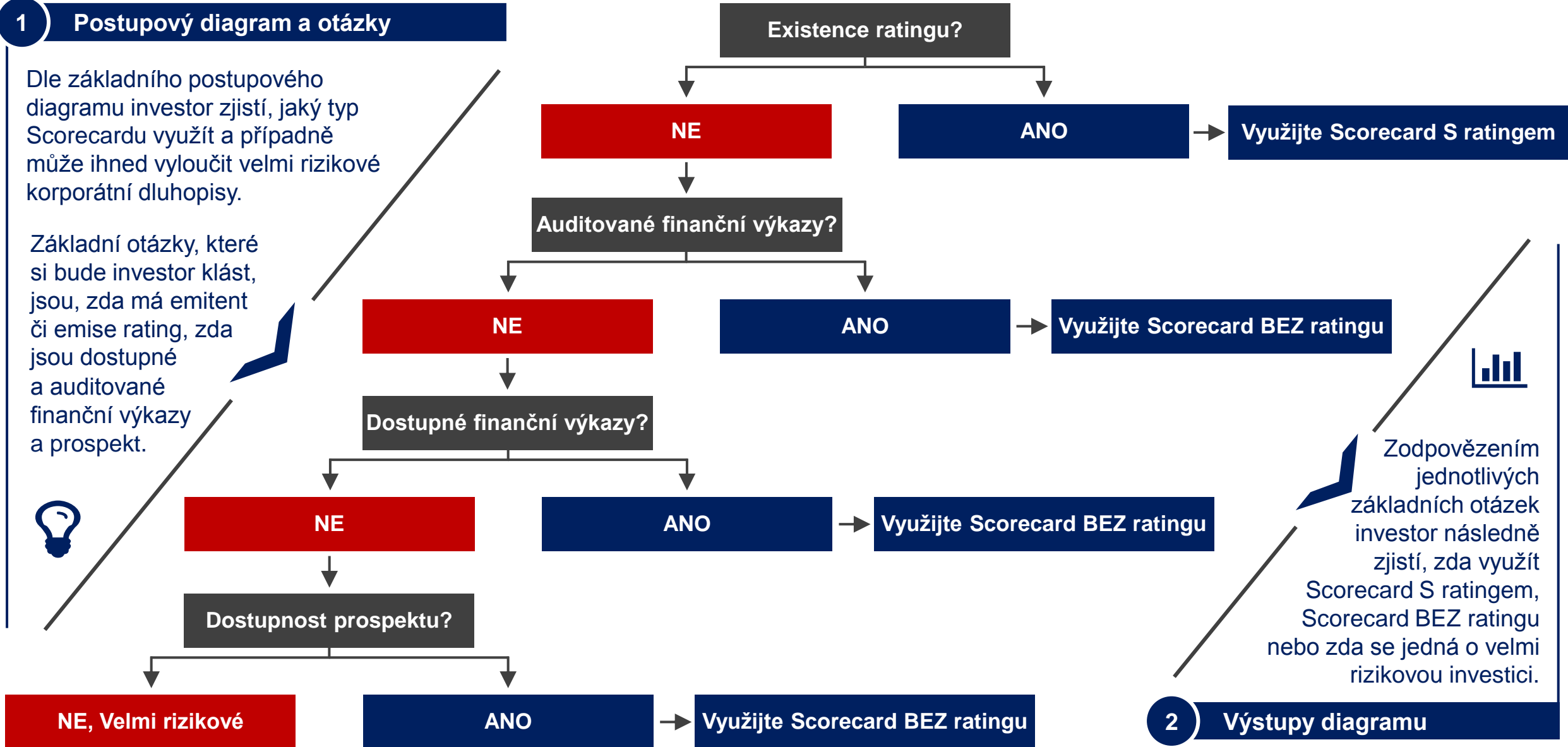
Auditor ve výkladu zpochybnil předpoklad trvalého pokračování společnosti. Časté změny auditora.

Základní postupový diagram při investici dle Scorecardu korporátních dluhopisů

1 Postupový diagram a otázky

Dle základního postupového diagramu investor zjistí, jaký typ Scorecardu využít a případně může ihned vyloučit velmi rizikové korporátní dluhopisy.

Základní otázky, které si bude investor klást, jsou, zda má emitent či emise rating, zda jsou dostupné a auditované finanční výkazy a prospekt.



Zodpovězením jednotlivých základních otázek investor následně zjistí, zda využít Scorecard S ratingem, Scorecard BEZ ratingu nebo zda se jedná o velmi rizikovou investici.

2 Výstupy diagramu



Scorecard S ratingem










Ministerstvo financí
České republiky

Scorecard S ratingem



Scorecard při existenci ratingu počítá s předpokladem, že **některá z renomovaných společností již vyhodnotila schopnost společnosti dostát svým závazkům**. Renomované společnosti a odkazy na jejich stránky s dostupnými ratingy lze nalézt v seznamu zdrojů informací.

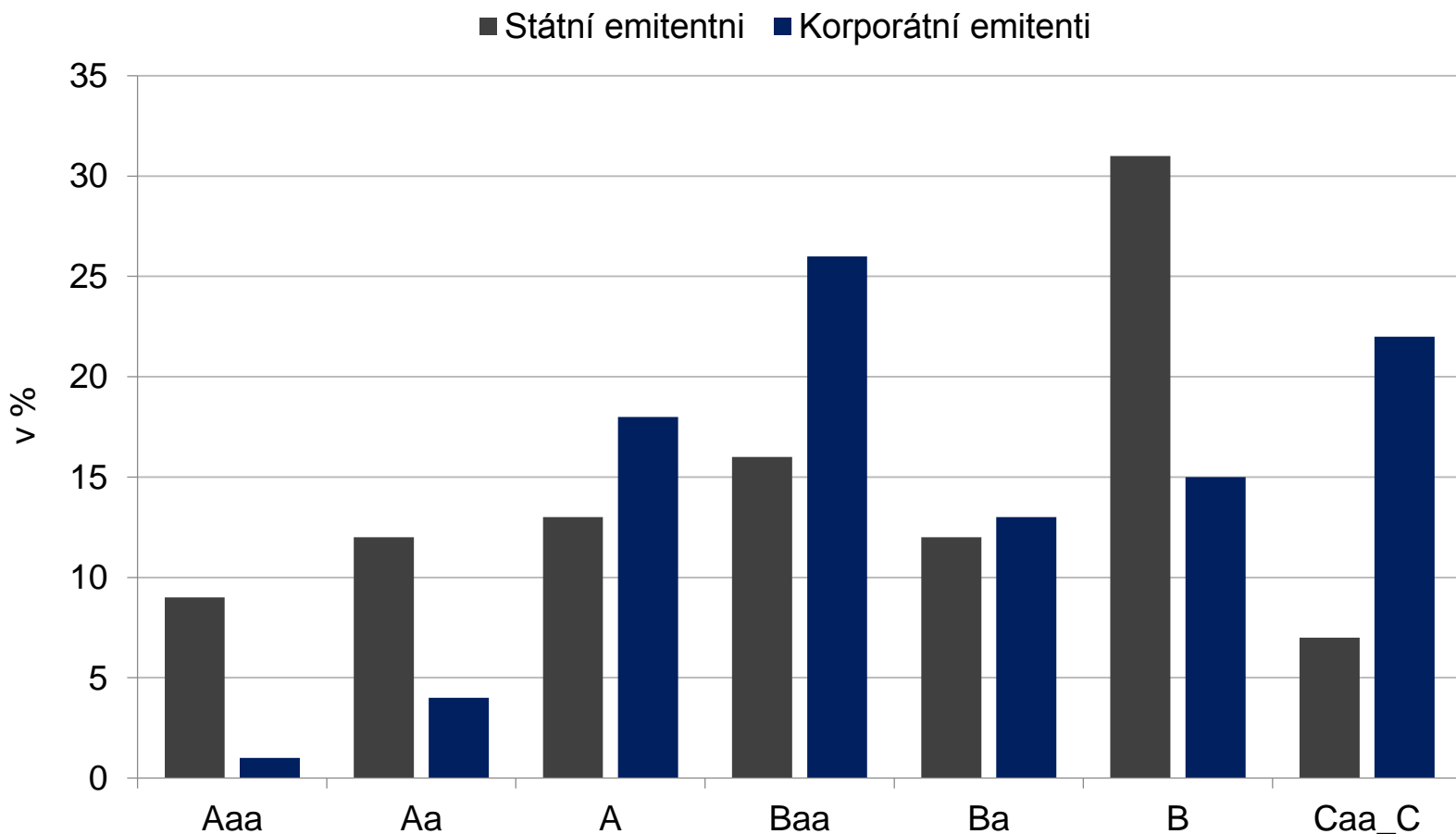
Rating	Ano			Ne	
Existence ratingu	Využijte hodnoty ratingu a jejich hodnocení níže 			Pokračujte na scorecard BEZ ratingu (kapitola 6) 	
Hodnota Ratingu					
Stupnice ratingu Moody's	Aaa, Aa1, Aa2, Aa3	A1, A2, A3	Baa1, Baa2, Baa3	Ba1, Ba2, Ba3	B1, B2, B3, Caa, Ca, C, D
Stupnice ratingu S&P a Fitch	AAA, AA+, AA, AA-	A+, A, A-	BBB+, BBB, BBB-	BB+, BB, BB-	B+, B, B-, CCC, CC, C, D
Vyhodnocení Scorecardu					
Vyhodnocení a popis jednotlivých pásem rizikivosti dluhopisů	Poměrně konzervativní investice s nízkým rizikem, ovšem za cenu nižšího výnosu. Existuje zde vysoká pravděpodobnost výplat výnosů a splacení nominální hodnoty dluhopisu.	Stále relativně konzervativní investice s lehkou náchylností na nepříznivé podmínky. Existuje zde stále poměrně vysoká pravděpodobnost výplat výnosů a splacení nominální hodnoty dluhopisu.	Středně konzervativní investice spojená se středně vysokým rizikem. Společnost pravděpodobně bude schopná dostát svým závazkům, splácet výnosy a následně nominální hodnotu dluhopisu.	Spekulativní investice spojená s vyšším rizikem. Společnost v budoucnu může čelit nepříznivým vlivům a neschopnosti dostát svým závazkům. V případě investice by měl investor společnost velmi dobře znát.	Velmi spekulativní investice s vysokým rizikem. Očekává se zhoršení podmínek nebo bankrot dlužníka a jeho neschopnost splatit své závazky. Tato investice by měla být jen pro zkušené a dynamické investory.

Doplnění Scorecardu S ratingem – Rozdělení udělených ratingů emitentům a poměry selhání jednotlivých tříd ratingů



Pro lepší pochopení ratingů je níže v grafu vlevo možné sledovat rozdělení státních a korporátních emitentů ve vztahu k ratingu. V pravé části je pak default rate (poměr selhání) jednotlivých ratingů. Je patrné, že na **nejlepší hodnocení dosahují většinou jen státní emitenti**. Největší koncentrace **korporátních emitentů** je v grafu oproti těm státním **posunuta mírně „doprava“** a je mezi třídami A až Caa_C.

Graf rozdělení udělených ratingů společností Moody's emitentům v roce 2016



Default rate (poměr selhání)

Default rate (poměr selhání) je **procentuální vyjádření počtu emitentů z jejich celkového počtu, kterým byl přidělen rating, a kteří nebyli schopni dostát svým závazkům** (výplaty výnosů a nominální hodnoty) v určitém časovém období. Například, pokud dluhopis v určitém časovém období **emitovalo 100 společností a 3 z nich nebyly schopné dostát svým závazkům, je default rate 3 %**. Níže jsou pro lepší představu znázorněny poměry selhání pro jednotlivé třídy ratingů v dlouhodobém a krátkodobém horizontu.

Rating	Dlouhodobý	Krátkodobý
Aaa – Aa2	0,1 %	1,2 %
A1 – A3	0,25 %	1,3 %
Baa1 – Baa3	1,0 %	3,0 %
Ba1 – Ba3	7,5 %	12,4 %
B1 – B3	20 %	35 %
Caa1 - Ca	34 %	10,6%



Scorecard BEZ ratingu



Ministerstvo financí
České republiky

Scorecard BEZ ratingu



Scorecard BEZ ratingu je vhodné použít v případě neexistence ratingu od renomovaných společností. Pokud se investor nepovažuje za zkušeného a společnost velmi dobře nezná, měl by do dluhopisu investovat jen po zvážení všech souvisejících rizik.

Prospekt schválený orgánem dohledu emitenta	Ano		Ne	
Existence prospektu schváleného např. ČNB	1 bod		0 bodů	
Doba fungování společnosti	> 10 let	5 – 10 let	1 – 5 let	< 1 rok
Počet let fungování společnosti	1,5 bodu	1 bod	0,5 bodu	0 bodů
Vlastník společnosti	Stát	Známa instituce/management nebo fyzická osoba		Ostatní
Vlastníci (tj. společníci) a jejich renomé	2 body	1 bod	0 bodů	
Distributor a aranžér emise	Velké instituce pod dohledem ČNB* (např. banky)	Další instituce pod dohledem ČNB (např. nebankovní OCP*)		Instituce a osoby, které nejsou pod dohledem ČNB
Rozlišení distributorů a aranžérů	1 bod	0,5 bodu		0 bodů
Zajištění emise	Ano		Ne	
Zajištění emise např. nemovitostí, stroji apod. Akcie nejsou vždy vhodnou formu zajištění	2 body		0 bodů	

Pokračování Scorecardu na další straně

Pokračování – Scorecard BEZ ratingu

Finanční výkazy	Rozvaha a výkaz zisku a ztráty		Výkaz cash flow		Výroční zpráva		
Uveřejňování finančních výkazů (min. 2 roky). Více možností. V případě neuveřejnění 0 bodů	0,5 bodu		0,5 bodu		0,5 bodu		
Velikost společnosti	> 1 300	1 300 – 260	260 – 52	< 52			
Velikost společnosti podle tržeb (v mil. Kč)	2 body	1 bod		0,5 bodu		0 bodů	
EBITDA/Tržby (EBITDA marže)	> 25 %	25 – 20 %	20 – 15 %	15 – 10 %	10 – 5 %	< 5 %	
<ul style="list-style-type: none"> • Položky pro výpočty ukazatelů jsou dostupné ve výkazech zisků a ztrát • EBITDA = Výsledek hospodaření před zdaněním + nákladové úroky + odpisy • Tržby – výrobky, služby, zboží a ostatní 	Finanční položky a ukazatele by měl investor prověřit za minimálně 3 po sobě jdoucí roky a zohlednit jejich trend. V případě nedostupných údajů – 0 bodů						
	3 body	2 body	1,5 bodu	1 bod	0,5 bodu	0 bodů	
Dluh/EBITDA	< 1,5		1,5 – 2		2 - 3		> 3
<ul style="list-style-type: none"> • Dluh – ve výkazu obvykle cizí zdroje • EBITDA = EBT* + nákladové úroky + odpisy 	2 body		1 bod		0,5 bodu		0 bodů
EBIT/úroky (Ukazatel úrokového krytí)	> 5		5 - 3		3 – 1,5		< 1,5
<ul style="list-style-type: none"> • EBIT = EBT* + nákladové úroky • Nákladové úroky 	2 body		1 bod		0,5 bodu		0 bodů

Pokračování scorecardu na další straně

Pokračování – Scorecard BEZ ratingu

Kovenanty	Ano	Ne
Kovenanty jsou závazky společnosti chovat se určitým způsobem. Může jím být například dále nepřekračovat stanovenou míru zadlužení apod.	1 bod	0 bodů



Vyhodnocení Scorecardu BEZ ratingu



Vyhodnocení Scorecardu	19 – 15,5 bodů	15 – 11,5 bodů	11 – 7,5 bodů	7 – 4 bodů	3,5 – 0 bodů
Vyhodnocení a popis jednotlivých pásem rizikivosti dluhopisů	Poměrně konzervativní investice s nízkým rizikem, ovšem za cenu nižšího výnosu. Existuje zde vysoká pravděpodobnost výplat výnosů a splacení nominální hodnoty dluhopisu.	Stále relativně konzervativní investice s lehkou náchylností na nepříznivé podmínky. Existuje zde stále poměrně vysoká pravděpodobnost výplat výnosů a splacení nominální hodnoty dluhopisu.	Středně konzervativní investice spojená se středně vysokým rizikem. Společnost pravděpodobně bude schopná dostát svým závazkům, splácet výnosy a následně nominální hodnotu dluhopisu.	Spekulativní investice spojená s vyšším rizikem. Společnost v budoucnu může čelit nepříznivým vlivům a neschopnosti dostát svým závazkům. V případě investice by měl investor společnost velmi dobře znát.	Velmi spekulativní investice s vysokým rizikem. Očekává se zhoršení podmínek nebo bankrot dlužníka a jeho neschopnost splatit své závazky. Takovou investici by měl zvažovat jen velmi zkušený a dynamický investor.

Výše je uvedeno základní hodnocení. Pro důkladnější posouzení emise je důležité zvážit i další faktory uvedené v následující kapitole.



Doplňující sekce – další faktory ke zvážení



Ministerstvo financí
České republiky

Doplňující sekce – další faktory ke zvážení

Zajištění	Popis
Zajištění může hrát klíčovou roli při výběru dluhopisů	Zajištění je považováno za důležitý faktor při koupi dluhopisu, zejména pokud je emitent již zadlužen. Dluhopis může být zajištěn například nemovitostí, movitostmi nebo směnkou na majitele společnosti. Důležité je však odhadnout kvalitu zajištění, přičemž zajištění např. akciemi se nepovažuje za vhodnou formu zajištění.
Dceřiné společnosti a ručení	Popis
Dceřiné společnosti a SPV	Dceřiným společností a účelově založeným společností (SPV) také musí být věnována zvýšená pozornost. V případě, že jsou dluhopisy vydávány těmito společnostmi je důležité emisi posuzovat z hlediska holdingové struktury pomocí konsolidovaných výkazů a ručení.
Ručení	Ručení je důležité především pro nezajištěné emise vydávané prostřednictvím tzv. SPV. V případě ručitelského prohlášení či finanční záruky ze strany mateřské společnosti takového SPV by měl být v rámci hodnocení a Scorecardu posuzován rovněž tento ručitel, neboť jeho finanční údaje a historie bude do značné míry pro investory určujícím faktorem.
Účel emise	Popis
Za jakým účelem si společnost půjčuje	Účel emise a obchodní plán informují o tom, proč si společnost půjčuje. Na základě nich se dá také lépe posoudit, jaká je pravděpodobnost, že investor dostane své peníze zpět.
Seniorní a juniorní dluhopisy	Popis
Věřitel juniorních dluhopisů až za seniorními	Věřitelé juniorních dluhopisů uplatňují pohledávky až po seniorních věřitelích (větší riziko).

Pokračování doplňující sekce na další straně

Doplňující sekce – další faktory ke zvážení

Výnos dluhopisu a související faktory	Popis
Výnos do splatnosti	Výnos do splatnosti přepočítává výši kupónu a tržní cenu do hodnoty (výnosu do splatnosti). Ten lze mezi jednotlivými dluhopisy porovnat. Dluhopis lze totiž koupit nejen za 100 % ceny, ale i za cenu vyšší či nižší, i přes neměnnost kupónů, a tak se mění výnos do splatnosti.
Investiční horizont a výše kupónu	Obecně platí, že čím déle je investor ochoten dluhopis držet, tím vyšší by měl být kupónový výnos. Navíc, pokud investor nemá v plánu dluhopis držet až do doby splatnosti, je zde vyšší riziko volatility a faktor likvidity při delší době splatnosti dluhopisů. Změny úrokových sazeb mají přímý vliv na cenu dluhopisů a při prodeji dluhopisu mohou přinést jak zisk, tak ztrátu.
Kupón jako rizikový indikátor	Ve většině případů platí, že čím větší je kupón, tím větší by mělo být riziko. Obvykle zohledňuje aktuální bezrizikovou úrokovou míru + kreditní spread (přirážka), za který jsou investoři ochotni dluhopis koupit a emitent vydat. V čase se mění jak bezriziková úroková míra, tak kreditní riziko každého emitenta. Pro investora by mohlo být prospěšné sledovat rizikovou prémii, tedy rozdíl mezi kupónem a bezrizikovou úrokovou mírou a ne jen samotnou výši kupónu. V případě, že budou bezrizikové úrokové sazby vysoko a kreditní přirážka nízká, potom takový dluhopis může investor vyhodnotit jako relativně méně rizikový a naopak.
Fixní a variabilní kupón	Fixní kupón zajišťuje investorovi pevně stanovený výnos po dobu splatnosti dluhopisu a se zvyšující se dobou splatnosti může zvyšovat riziko. Variabilní kupón obvykle váže výši kupónové sazby na jinou veličinu (např. vývoj úrokové sazby).
Auditor	Popis
Audit jako razítko důvěryhodnosti	Auditované finanční výkazy zvyšují důvěryhodnost. Výrok auditora by měl být bez výhrad.

Pokračování doplňující sekce na další straně

Doplňující sekce – další faktory ke zvážení

Plánované zadlužení	Popis
Určitý poměr dluhu a vlastního kapitálu je pro investory lepší	Příznivější pro investora bude také aktivní dluhová politika. Ta znamená udržování určitého debt-to-equity ratio (poměr dluhu k vlastnímu kapitálu). Může být součástí kovenantů.
Likvidita	Popis
Likvidita jako schopnost přeměnit dluhopis na peníze	Likvidita znamená schopnost a možnost přeměnit určité aktivum na peníze. Z tohoto hlediska bude investora zajímat kde a jak rychle může dluhopis prodat. Jednou z možností jsou emise obchodované na burze, což jednoznačně neznačí likviditu. Dále jsou dluhopisy v ČR ve valné většině obchodovány na mimoburzovním trhu, kde jsou objemy obchodů výrazně vyšší.
Odvětví	Popis
Rozdílná odvětví značí rozdílná rizika	Odvětví, v jakém společnost podniká (dle kódování NACE), je také jeden z faktorů, které mají přímý vliv na rizikovost dluhopisu. Dle společnosti Coface má například farmaceutický průmysl nižší riziko a doprava a stavební průmysl mají vyšší riziko.
Příklady dalších finančních ukazatelů	Popis
Rentabilita aktiv (ROA)	$ROA = EBIT / \text{aktiva}$ (v čitateli lze počítat i s čistým ziskem, EBITDA nebo provozním CF)
Bankrotní modely – např. Altmanovo Z skóre Vyhodnocení – $Z < 1,81$ = u společnosti je pravděpodobný bankrot, důležitý je však i trend	$Z = (3,3 \times EBIT / \text{Aktiva}) + (1 \times \text{Tržby} / \text{Aktiva}) + (0,6 \times \text{Tržní hodnota vlastního kapitálu} / \text{Účetní hodnota dluhu}) + (1,4 \times \text{Zadržené výděly} / \text{Aktiva}) + (1,2 \times \text{Čistý pracovní kapitál} / \text{Aktiva})$ -> $Z > 2,99$ = společnost je v dobré situaci
Čistý pracovní kapitál (ČPK)	ČPK = oběžný majetek – krátkodobé závazky



Odkazy na zdroje informací



Ministerstvo financí
České republiky

Odkazy na zdroje informací

Rating společností	Odkazy
Stránky společností Moody's, S&P, Fitch Ratings	<ul style="list-style-type: none">• https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home• https://www.moody's.com/• https://www.fitchratings.com/site/home
Prospekt schválený orgánem dohledu emitenta	Odkazy
Registr prospektů České národní banky	<ul style="list-style-type: none">• https://oam.cnb.cz/sipresextdad/SIPRESWEB.WEB_PROSPECTUS.START_INPUT_OAM
Informace o společnosti	Odkazy
Základní údaje, finanční výkazy, insolvenční rejstřík apod.	<ul style="list-style-type: none">• obchodní rejstřík: https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik• ARES: https://www.info.mfcr.cz/ares/ares_es.html.cz• živnostenský rejstřík: https://www.rzp.cz/• RES: https://apl.czso.cz/irsw/dotaz.jsp• insolvenční rejstřík: https://isir.justice.cz/isir/common/index.do• evidence úpadců: http://upadci.justice.cz/cgi-bin/sqw1250.cgi/upkuk/s_i8.sqw• plátcí DPH: https://adisreg.mfcr.cz/cgi-bin/adis/idph/int_dp_prij.cgi?ZPRAC=FDPHI1&poc_dic=2
Informace o aranžérovi a distributorovi	Odkazy
Seznamy ČNB	<ul style="list-style-type: none">• seznamy ČNB: https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB07.INTRO_PAGE?p_lang=cz
Informace o zajištění	Odkazy
Katastr nemovitostí	<ul style="list-style-type: none">• katastr nemovitostí: https://nahlizenidokn.cuzk.cz/