

NENÍ RATING, NENÍ LÁSKA?

KOLEKTÍVNE INVESTOVANIE NA SLOVENSKU 2018

9.11.2018

Žilina

Daniel Drahotský
drahotsky@jtbank.cz

Rating finančních závazků

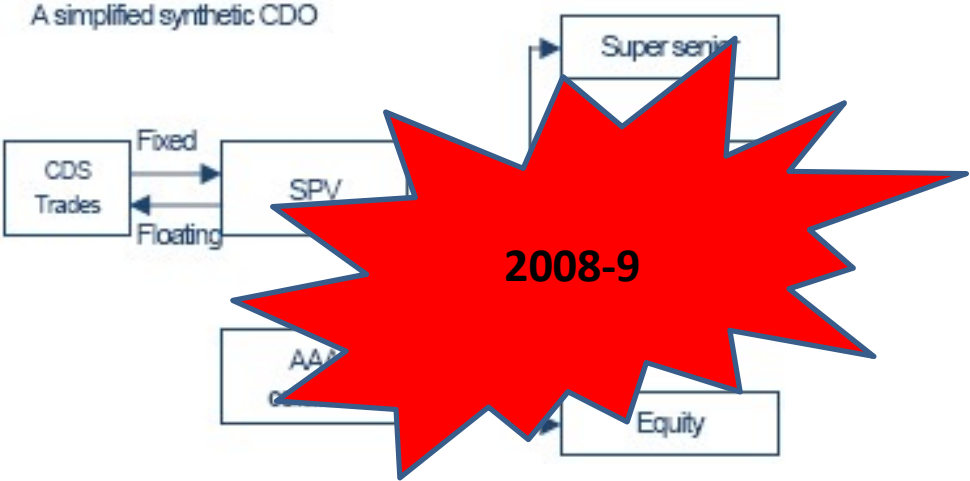


Úvěrový rating (credit rating) je kód, který vyjadřuje bonitu či důvěryhodnost, to jest **pravděpodobnost, že půjčka či cenný papír bude správně a včas splacen**. Může se týkat jak jednotlivých emisí (cenných papírů), tak také jejich emitentů - bank, firem nebo států. Rating má rozhodující vliv na ochotu bank příslušnému subjektu půjčovat (případně kupovat jeho závazky) i na podmínky takové půjčky: úrokové sazby, lhůty i pojištění rizik (Credit default swap, CDS). Rating udělují renomované ratingové agentury na základě komplexního rozboru veškerých známých rizik hodnoceného subjektu a odhaduje **schopnost** i **ochotu** tohoto subjektu dostát včas a v plné výši svým závazkům. Ratingové kódy obvykle začínají písmeny A (nejlepší) až D (nejhorší), agentury však používají ještě jemnější dělení.

Rating dlouhodobých finančních závazků

Moody's	S&P	Fitch	
Aaa	AAA	AAA	nejvyšší kvalita
Aa1, Aa2, Aa3	AA+, AA, AA-	AA+, AA, AA-	vysoká kvalita
A1, A2, A3	A+, A, A-	A+, A, A-	střední - vyšší kvalita
Baa1, Baa2, Baa3	BBB+, BBB, BBB-	BBB+, BBB, BBB-	střední – nižší kvalita
Ba1, Ba2, Ba3	BB+, BB, BB-	BB+, BB, BB-	spekulativní
B1, B2, B3	B+, B, B-	B+, B, B-	vysoce spekulativní
Caa1, Caa2, Caa3	CCC+, CCC, CCC-	CCC+, CCC, CCC-	značná rizika
Ca	CC	CC	s velmi nízkou perspektivou
C	C, CI, D	C, D	téměř selhání / selhání

Reputace ratingu



Co mají společného?



Případ SIXT



SIXT 1 1/8 11/02/22 € ↓ 100.720 +.002 100.487 / 100.953 .999 / .880
 At 17:59 -- x -- Source BGN

SIXT 1 1/8 11/02/22 Corp Settings Page 1/12 Security Description: Bond

94 Notes 95 Buy 96 Sell

25) Bond Description 26) Issuer Description

Pages	Issuer Information	Identifiers
11) Bond Info	Name SIXT SE	ID Number QZ9998696
12) Addtl. Info	Industry Retail - Consumer Discretionary	ISIN DE000A2BPDU2
13) Reg/Tax	Security Information	FIGI BBG00F340MH7
14) Covenants	Mkt Iss Euro-Zone Inhaberschuldversch...	Bond Ratings
15) Guarantors		Moody's NA
16) Bo		S&P NA
17) Ide		Fitch NA
18) Ex		DBRS NA
19) Inv		Issuance & Trading
20) Fe		Amt Issued/Outstanding
21) Sc		EUR 250,000.00 (M) /
22) Co		EUR 250,000.00 (M)
Quick		Min Piece/Increment
32) ALI		1,000.00 / 1,000.00
33) QR		Par Amount 1,000.00
34) TD		Book Runner BAYLB,COBA,DB
35) CA		Exchange Multiple
36) CF		
37) CN		
38) HD		
66) Se		

SIXT 1,125 % / 22	2017a
Splatnost	6 let
Výnos při emisi	MS + 120 bp
Aktiva	4,5 mld. EUR
EBITDA	942 mil. EUR
Čistý dluh / EBITDA	3,20
EBITDA / Úrokové náklady	24,2
(EBITDA-Capex) / Úrokové náklady	23,1
Kmenový kapitál / Celková aktiva	22,6 %
Čistý dluh / Vlastní kapitál	187 %

Copyright 2018 Bloomberg Finance L.P.
 SN 529432 H554-2914-3 09-Nov-18 1:18:58 CET GMT+1:00

Případ AF - KLM

AFFP 3 7₈ 06/18/21 € **↓105.227** - .010 104.923 / 105.530 1.910 / 1.678
At 17:59 -- x -- Source BGN

AFFP 3 7₈ 06/18/21 Corp Settings Page 1/12 Security Description: Bond

94 Notes 95 Buy 96 Sell

25) Bond Description 26) Issuer Description

Pages

- 11) Bond Info
- 12) Addtl. Info
- 13) Reg/Tax
- 14) Covenants
- 15) Guarantors
- 16) Bo
- 17) Ide
- 18) Ex
- 19) Inv
- 20) Fe
- 21) Sc
- 22) Co
- Quick
- 32) ALI
- 33) QR
- 34) TD
- 35) CA
- 36) CF
- 37) CN
- 38) HD
- 66) Se

Issuer Information

Name AIR FRANCE-KLM
Industry Airlines
Security Information
Mkt Iss Euro-Zone

Identifiers

ID Number EK3098069
ISIN FR0011965177
FIGI BBG006L55L27

Bond Ratings

Moody's NA
S&P NA
Fitch NA
DBRS NA

Issuance & Trading

Amt Issued/Outstanding
EUR 600,000.00 (M) /
EUR 600,000.00 (M)
Min Piece/Increment
100,000.00 / 100,000.00
Par Amount 100,000.00
Book Runner JOINT LEADS
Exchange Multiple

Air France KLM 3,875 % / 21	2017a
Splatnost	7 let
Výnos při emisi	MS + 284 bp
Aktiva	24,4 mld. EUR
EBITDA	4,1 mld. EUR
Čistý dluh / EBITDA	1,71
EBITDA / Úrokové náklady	7,4 x
(EBITDA-Capex) / Úrokové náklady	- 4,2 x
Kmenový kapitál / Celková aktiva	12,3 %
Čistý dluh / Vlastní kapitál	77,1 %



Případ STADA



SAZGR 1 3/4 04/08/22 € ↑ 100.605 +.059 100.131 / 101.079 1.709 / 1.422
 As of 08 Nov -- X -- Source BGN

SAZGR 1 3/4 04/08/22 Corp Settings Page 1/12 Security Description: Bond

94) Notes 95) Buy 96) Sell

25) Bond Description 26) Issuer Description

Pages	Issuer Information	Identifiers
1) Bond Info	Name STADA ARZNEIMITTEL AG	ID Number EK8351398
2) Addtl Info	Industry Pharmaceuticals	ISIN XS1213831362
3) Reg/Tax	Security Information	FIGI BBG008F7V568
4) Cov		Bond Ratings
5) Gua		Moody's NA
6) Bor		S&P NA
7) Ide		Fitch NA
8) Exc		DBRS NA
9) Inv		Issuance & Trading
10) Fee		Amt Issued/Outstanding
11) Sel		EUR 300,000.00 (M) /
12) Cou		EUR 284,344.00 (M)
13) ALL		Min Piece/Increment
14) QRD		1,000.00 / 1,000.00
15) TDH		Par Amount 1,000.00
16) CAC		Book Runner JOINT LEADS
17) CF		Exchange Multiple
18) CN		
19) HDS		
20) Ser		

SIXT 1,125 % / 22	2017a
Splatnost	7 let
Výnos při emisi	DBR + 186 bp
Aktiva	3,2 mld. EUR
EBITDA	499 mil. EUR
Čistý dluh / EBITDA	3,40
EBITDA / Úrokové náklady	7,2
(EBITDA-Capex) / Úrokové náklady	6,1
Kmenový kapitál / Celková aktiva	30,0 %
Čistý dluh / Vlastní kapitál	122,6 %

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2018 Bloomberg Finance L.P.
 SN 529432 H554-2914-0 09-Nov-18 4:25:35 CET GMT+1:00

Případ Adidas



ADSGR 1 ¼ 10/08/21 € **102.712** - .019 102.592 / 102.832 .268 / .179
 At 17:59 -- x -- Source BGN

ADSGR 1 ¼ 10/08/21 Corp Settings Page 1/12 Security Description: Bond
 94 Notes 95 Buy 96 Sell

25) Bond Description 26) Issuer Description

- 11) Bond Info
- 12) Addtl. Info
- 13) Reg./Tax
- 14) Covenants
- 15) Guarantors
- 16) Bo
- 17) Ide
- 18) Ex
- 19) Inv
- 20) Fee
- 21) Sc
- 22) Co
- Quick
- 32) ALI
- 33) QR
- 34) TD
- 35) CA
- 36) CF
- 37) CN
- 38) HD
- 66) Se

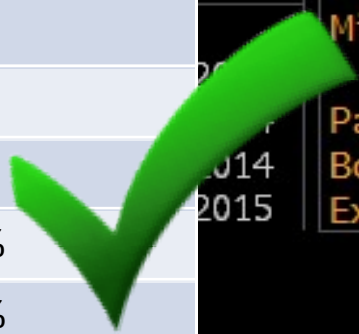
Issuer Information
 Name ADIDAS AG
 Industry Apparel & Textile Products
Security Information
 Mkt Iss Euro-Zone

Identifiers
 ID Number EK5256442
 ISIN XS1114155283
 FIGI BBG0077Z2VH0

Bond Ratings
 Moody's NA
 S&P NA
 Fitch NA
 DBRS NA

Issuance & Trading
 Amt Issued/Outstanding
 EUR 600,000.00 (M) /
 EUR 600,000.00 (M)
 Min Piece/Increment
 1,000.00 / 1,000.00
 Par Amount 1,000.00
 Book Runner JOINT LEADS
 Exchange Multiple

ADIDAS 1,25 % / 21	2017a
Splatnost	7 let
Výnos při emisi	MS + 68 bp
Aktiva	14,5 mld. EUR
EBITDA	2,6 mld. EUR
Čistý dluh / EBITDA	- 0,24
EBITDA / Úrokové náklady	41,2
(EBITDA-Capex) / Úrokové náklady	30,2
Kmenový kapitál / Celková aktiva	44,4 %
Čistý dluh / Vlastní kapitál	- 9,7 %



Handelsblatt

Rating? Unternehmen sagen Nein danke!

Auch der Sportartikelhersteller Adidas spart Geld und Mühen für ein Rating. Adidas habe bislang weder ein geringeres Interesse an seinen Anleihen noch schlechtere Konditionen erlebt, teilte eine Sprecherin am Montag mit. Gemein haben die Unternehmen meist, dass sie sehr bekannt sind. Der Pharmakonzern Stada beispielsweise fühlt sich ebenfalls stark genug, um seine Ziele bei Anleihen allein erreichen zu können. Auch ohne Ratingagentur war die letzte Anleihe siebenfach überzeichnet.

Případ Sazka Group



1445307D CP		CZK Private Company		
1445307D CP Equity		Page 1/4 Security Description		
Sazka Group AS		FIGI BBG00DX3G0L7		
<p>SAZKA Group a.s. operates as a lottery operator. The Company offers multiple national lotteries, sports betting, and casinos. SAZKA Group distributes its services online and through points of sale located at agencies, convenience stores, supermarkets, gas stations, post offices, and gaming halls. SAZKA Group serves customers in Europe.</p>				
Vinohradská 1511/230	T	420-225-010-612	Domicile	CZECH
Prague 10, 100 00	F	420-255-711-869	Incorporated	CZECH
Czech Republic	Industry	Casinos & Gaming	Inc. Date	
	Employees			
1) www.sazkagroup.com	As Of			
3) MGMT Management Profile	Title		Start Date	
4) Stepan Dlouhy	Chief Investment Officer			

Případ CPI Property Group

CPIPGR 5 09/29/22 € ↓ **110.0100** +.020 110.0100 / 111.0100 2.3019 / 2.0446
 At 17:09 1.0MM x 1.0MM Source JTBA

CPIPGR 5 09/29/22 Corp Settings Page 1/12 Security Description: Bond
 94 Notes 95 Buy 96 Sell

25) Bond Description 26) Issuer Description

Pages	Issuer Information	Identifiers
11) Bond Info	Name CPI FINANCE SLOVAKIA II	ID Number QZ7298834
12) Addtl Info	Industry Financial Services	ISIN SK4120012097
13) Re		FIGI BBG00DY10DH4
14) Co		Bond Ratings
15) Gu		Moody's NA
16) Bo		S&P NA
17) Ide		Fitch NA
18) Ex		DBRS NA
19) Inv		Issuance & Trading
20) Fe		Ant Issued/Outstanding
21) Sc		EUR 100,000.00 (M) /
22) Co		EUR 100,000.00 (M)
Quick		Min Piece/Increment
32) ALI		1,000.00 / 1,000.00
33) QR		Par Amount 1,000.00
34) TD		Book Runner J&TBNK-sole
35) CA		Exchange BRATISLAVA
36) CF		
37) CN		
38) HD		
66) Se		

CPI PG 5,0 % / 22	2017a
Splatnost	6 let
Výnos při emisi	MS + 490 bp
Aktiva	7,5 mld. EUR
EBITDA	0,95 mld. EUR
Čistý dluh / EBITDA	3,1
EBITDA / Úrokové náklady	9,5 x
(EBITDA-Capex) / Úrokové náklady	8,6 x
Kmenový kapitál / Celková aktiva	43,5 %
Čistý dluh / Vlastní kapitál	90,7 % ←
Čistý dluh / Kapitál (VK + podř. dluh.)	47,5 %

Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000
 Copyright 2018 Bloomberg Finance L.P.
 SN 529432 H554-2914-3 09-Nov-18 2:58:44 CET GMT+1:00

Případ CPI Property Group (2)

CPIPGR 5 09/29/22 € ↓ 110.0100 +.020 110.0100 / 111.0100 2.3001 / 2.0427
 At 17:09 1.0MM x 1.0MM Source JTBA

QZ729883 Corp 96) Actions ▾ 97) Export ▾ 98) Settings Financial Analysis

ADJ CPI Property Group SA Periodicity Annuals Cur EUR

1) Key Stats 2) I/S 3) B/S 4) C/F 5) Ratios 6) Segments 7) Addl 8) ESG 9) Custom

11) Adj Highlights 12) GAAP Highlights 13) Earnings 14) Enterprise Value 15) Multiples 16) Per Share 17) Stock Value

In Millions of EUR	2010 Y	2011 Y	2012 Y	2013 Y	2014 Y	2015 Y	2016 Y	2017 Y
12 Months Ending	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2012	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017
Market Capitalization	24.4	40.3	94.9	172.3	1,671.7	2,061.6	3,395.9	5,234.4
- Cash & Equivalents	17.9	14.8	7.8	109.6	108.2	159.1	303.7	238.9
+ Preferred & Other	0.0	0.2	-0.1	2.9	6.8	21.6	29.7	37.7
+ Total Debt	554.6	534.5	323.0	1,849.8	2,085.8	2,404.8	2,583.3	3,246.9
Enterprise Value	561.0	560.2	410.0	1,915.4	3,656.2	4,328.9	5,705.2	8,280.2
Revenue, Adj	148.6	73.0	185.7	203.6	339.8	303.4	433.0	475.9
Growth %, YoY	135.6	-50.8	154.2	9.6	66.9	-10.7	42.7	9.9
Rental Income, Adj	150.9	63.8	181.0	138.1	192.5	241.7	240.1	287.5
Growth %, YoY	109.5	-57.7	183.9	-23.7	39.4	25.6	8.6	19.7
Operating Income, Adj	32.1	48.9	1.2	155.9	225.9	159.7	193.6	93.5
Margin %	21.6	56.1	0.6	76.6	66.5	52.7	44.7	19.6
Net Income, Adj	5.6	21.3	-15.8	77.4	127.7	100.0	100.0	-473.3
Margin %	3.8	29.1	-8.5	39.9	37.5	32.9	24.3	-99.5
FFO/Sh, Diluted	-	-	-	-	-	-	-	-
Growth %, YoY	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividends per Share	-	-	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00
Capital Expenditures	-	-	-	-28.7	-56.9	0.0	-48.3	-113.4
Capital Exp/FFO	-	-	-	0.44	0.69	0.00	0.47	0.89

Růst EV 2011-2017 : + 57 % p.a.

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2018 Bloomberg Finance L.P.
 SN 529432 H554-2914-3 09-Nov-18 3:36:28 CET GMT+1:00

Případ CPI Property Group (3)



CPIPGR 5 09/29/22 € ↓ 110.0100 +.020 110.0100 / 111.0100 2.3001 / 2.0427
 At 17:09 1.0MM x 1.0MM Source JTBA

QZ729883 Corp 96) Actions ▾ 97) Export ▾ 98) Settings Financial Analysis

ADJ CPI Property Group SA Periods 15 Annuals Cur EUR

1) Key Stats 2) I/S 3) B/S 4) C/F 5) Ratios 6) Segments 7) Addl 8) ESG 9) Custom

11) Profitability 12) Growth 13) Credit 14) Liquidity 15) Yield Analysis 16) DuPont Analysis

In Millions of EUR except Per Share
 12 Months Ending

	2011 Y 12/31/2011	2012 Y 12/31/2012	2013 Y 12/31/2013	2014 Y 12/31/2014	2015 Y 12/31/2015	2016 Y 12/31/2016	2017 Y 12/31/2017
Returns							
Return on Common Equity	35.62	-13.85	14.14	11.05	13.05	26.31	25.07
Return on Assets	2.56	-2.20	4.12	3.75	4.38	9.42	10.52
Return on Capital	3.52	-2.88	4.73	4.27	5.07	10.67	12.15
Return on Invested Capital	5.06	-	7.55	5.64	5.67	11.46	12.37
Margins							
EBITDA Margin	-	15.08	77.34	67.21	54.51	151.40	199.21
Operating Margin	56.05	0.64	76.58	66.47	52.63	147.26	193.23
Incremental Operating Margin	-	-	863.74	51.37	-181.61	368.78	656.95
Income before XO Margin	29.15	-8.43	37.99	40.44	61.76	106.13	145.94
Net Income Margin	29.13	-8.49	38.00	40.47	61.68	108.63	145.85
Net Income to Common Margin	29.13	-8.49	38.00	40.47	61.68	108.63	145.85
Additional							
Effective Tax Rate	30.99	-	11.82	12.70	15.89	15.51	17.45
Dvd Payout Ratio	0.00	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Sustainable Growth Rate	35.62	-	14.14	11.05	13.05	26.31	25.07

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2018 Bloomberg Finance L.P.
 SN 529432 H554-2914-3 09-Nov-18 3:31:11 CET GMT+1:00

Proč tedy některé firmy nemají rating?

- „Ztráta času a peněz“
- Nechtějí rating „spekulativního“ stupně
- **Co brání získání investičního stupně?**
 - Objektívni důvody:
 - Volatilní cash-flow
 - Vysoká páka
 - Nediversifikované financování
 - Finanční síla vlastníka
 - ...
 - Obtížně predikovatelný růst
 - Velikost
 - Sektorová zvláštnost
 - ...

Jak investovat do cash-flow bez ratingu



Základní analýza dluhopisu

- **DCF** model pro ekvitu
- **Poměrové ukazatele:**
 - Poměr dluhu k aktivům: Loan-to-Value, Debt / Assets, ...
 - Objem dluhu vůči generovanému toku: Net Debt / EBITDA, ND / FCF, ...
 - Obsluha úroku: (EBITDA – CapEx) / Cash Interest, DSCR, ...
 - ...
- **Porovnání** ukazatelů firmy se sektorem
- Analýza **záruk** nebo **zajištění**
- Analýza **kovenantů**

Příklad scorecard pro REIT (Moody's)

EXHIBIT 1

REITs and Other Commercial Real Estate Firms Scorecard

Factors	Factor Weighting	Sub-factors	Sub-factor Weighting
Scale	5%	Gross Assets	5%
Business Profile	25%	Market Positioning and Asset Quality	15%
		Operating Environment	10%
Liquidity and Access to Capital	25%	Liquidity and Access to Capital	15%
		Unencumbered Assets / Gross Assets	10%
Leverage and Coverage	45%	Total Debt + Preferred Stock / Gross Assets	15%
		Net Debt / EBITDA	10%
		Secured Debt / Gross Assets	10%
		Fixed-Charge Coverage	10%
Total	100%	Total	100%

Příklad scorecard pro holding (Moody's)

EXHIBIT 2

Investment Holding Companies Scorecard

Factors	Factor Weighting	Sub-Factors	Sub-Factor Weighting
Investment Strategy	10%	Investment Strategy	10%
Asset Quality	40%	Asset Concentration	10%
		Geographic Diversity	10%
		Business Diversity	10%
		Investment Portfolio Transparency	10%
Financial Policy	10%	Financial Policy	10%
Estimated Market Value-Based Leverage (MVL)	20%	Estimated Market Value-Based Leverage	20%
Debt Coverage and Liquidity	20%	(FFO + Interest Expense) / Interest Expense	10%
		Liquidity	10%
Total	100%	Total	100%

DĚKUJI ZA POZORNOST

Daniel Drahotský
drahotsky@jtbank.cz