Asociácia Obchodníkov s Cennými Papiermi
Čajakova 18
811 05 Bratislava
www.aocp.sk

Scorecard podnikových dlhopisov 2.0

máj 2025

O scoringu AOCP

Scoringové hodnotenie predstavuje hodnotenie kreditného rizika (resp. kreditnej bonity) emisie podnikových dlhopisov. Asociácia obchodníkov s cennými papiermi (ďalej len „AOCP“) pristupuje k hodnoteniu s cieľom poskytovať nezávislé a objektívne informácie, ktoré môžu slúžiť ako základ interného posúdenia kreditného rizika emitenta dlhopisu. Metodika hodnotenia, tzv. scorecard, je vyvinutá na základe dlhoročných odborných znalostí AOCP a medzinárodných štandardov a v spolupráci s akademickou obcou, pričom zohľadňuje relevantné parametre trhovej stability a rizík dlhopisov, ktoré sú kľúčové pre ochranu investorov.

Právny rámec scoringu

Právnym základom pre realizáciu tohoto scoringu podnikových dlhopisov je čl. 3 ods. 1 písm. y) NARIADENIA EURÓPSKEHO PARLAMENTU A RADY (ES) č. 1060/2009 zo 16. septembra 2009 o ratingových agentúrach. Scoring je založený výlučne na zhrnutí a spracovaní údajov (kvantitatívnych faktoroch) podľa vopred stanoveného štatistického systému alebo modelu, pričom v ňom nie je zahrnutý žiadny podstatný analytický vstup špecifický pre dané hodnotenie. Pri vypracovaní a šírení tohoto scoringu podnikových dlhopisov AOCP koná v dobrej viere a dbá na to aby nedochádzalo k zavádzaniu verejnosti a aby boli splnené štandardy zverejňovania a to najmä: načasovanie zverejnenia výsledkov scoringu nie je účelové; AOCP nemanipuluje metodológiu s cieľom zvýhodniť či znevýhodniť určitý subjekt; AOCP nezverejňuje výsledky scoringu selektívne len pre vybraných účastníkov trhu; AOCP nepozmeňuje alebo neskresľuje dáta, na základe ktorých sa scoring vykonáva. AOCP za účelom objektívnej prezentácie výsledkov scoringu podnikových dlhopisov: sa zdržiava akejkoľvek vlastnej interpretácie, odhadov, názorov alebo iných typov informácií, ktoré nemajú vecný charakter; ako zdroj informácii využíva informácie získané od emitenta a/alebo dôveryhodných verejných zdrojov; nevypracúva vo vzťahu ku predmetným dlhopisom vlastné prognózy, predpovede alebo cenové ciele.

Pokračovanie na ďalšej strane

Účel scoringu

Scoringové hodnotenie predstavuje nástroj pre podporu investovania, čím pomáha rozvoju kapitálového trhu. Scoring môže slúžiť investorom a členom AOCP pre ktorých pri absencii ratingového hodnotenia predstavuje užitočný nástroj v rámci investičného procesu. Metodiku scoringového modelu je možné považovať za základ na splnenie povinnosti interného posúdenia kreditného rizika emitenta dlhopisu pred jeho distribúciou. V neposlednom rade je scoring svojím hodnotením zo strany odbornej a nestrannej autority (AOCP) užitočným nástrojom aj pre samotných emitentov dlhopisov, nakoľko nielen že napomáha investovaniu, ale zároveň aj vytvára predpoklady na efektívne získavanie kapitálu prostredníctvom emisie dlhopisov.

Disclaimer

Scoringové hodnotenie podnikových dlhopisov realizované na základe metodiky "scorecard" AOCP, je dostupné na www.zelenydelfin.sk a AOCP ho poskytuje verejnosti ako informáciu všeobecného charakteru. AOCP týmto hodnotením nemá zámer odporúčať alebo navádzať k investovaniu ani odrádzať od investovania do konkrétnych cenných papierov. AOCP upozorňuje, že dosiahnuté hodnotenie v rámci scorecardu nereflektuje všetky relevantné parametre potrebné na úplné posúdenie a vyhodnocovanie investičných príležitostí. Preto toto hodnotenie nemôže byť považované za jediné alebo dostatočné kritérium pri rozhodovaní sa o investícii do dlhopisov. AOCP upozorňuje, že hodnotenie nemusí zostať relevantné a aktuálne po celú dobu jeho zverejnenia, keďže môže dôjsť k zmenám vstupných údajov, ktoré ovplyvňujú výsledné hodnotenie. AOCP nezodpovedá za žiadne investičné rozhodnutia prijaté tretími osobami, ani za výsledky a dopady takýchto rozhodnutí, pre ktoré bolo využité scoringové hodnotenie ako jedno z kritérií. AOCP dôrazne odporúča každému, kto zvažuje kúpu dlhopisu, aby využil všetky dostupné informácie a nástroje ochrany pre zníženie rizika prípadných strát, ktoré sú neoddeliteľnou súčasťou každej investície. Táto výzva sa týka najmä bežných neprofesionálnych investorov (tzv. retailových investorov), ktorým AOCP odporúča dbať na zvýšenú obozretnosť pri investovaní.

Pokračovanie na ďalšej strane

Základné zásady scorecardu

AOCP rešpektuje odlišné názory a to, že si emitent z rôznych dôvodov neželá realizáciu príp. zverejňovanie scoringu jeho emisií zo strany AOCP nie je ani nemá byť vnímané ako negatívny signál pre potencionálnych investorov.

Transparentnosť	AOCP ako tvorca scorecardu PD dbá na maximálnu transparentnosť scoringu, a to tak pri tvorbe scoringového modelu (k jeho tvorbe boli prizvaní všetci členovia AOCP), ako aj pri prezentácii samotného modelu vo vzťahu k verejnosti vrátane konečných výsledkov.
Odbornosť	Samotná AOCP, zastupujúca významné spoločnosti kapitálového trhu a reprezentujúca 30 rokov odborných profesionálnych skúseností, pri tvorbe scoringového modelu vychádzala z prvotného návrhu scorecardu podnikových dlhopisov vydaných Ministerstvom financií Českej republiky. Pôvodný model bol čiastočne upravený, zohľadňujúc závery verejnej diskusie k pôvodnému návrhu v ČR. V záujme čo najvyššej miery odbornosti sa AOCP rozhodla prizvať ku spolupráci formou odborného garanta EF UMB.
Nezávislosť	AOCP ako nestranná a nezávislá stavovská organizácia v rámci realizácie scoringu dbá na vysokú mieru nestrannosti a nezávislosti a maximálnej eliminácie možných konfliktov záujmov.
Dobrovoľnosť	Základným princípom pri realizácii scoringu je dobrovoľnosť, čo v praxi znamená, že každý emitent, prípadne ním delegovaný zástupca, má kedykoľvek možnosť požiadať o nezverejňovanie realizovaného scoringu ním vydaných emisií dlhopisov.

Pokračovanie zásad na ďalšej strane

Základné zásady scorecardu

Objektívnosť	V záujme čo najvyššej miery objektívnosti realizovaného scoringu výsledný scoringový model eliminuje akékoľvek subjektívne hodnotenie nastavením objektívnych kritérií hodnotenia.
Kvalita vstupných dát	AOCP pri scoringu čerpá výlučne z kvalitných a verejne dostupných a overiteľných údajov. Zdroje dát používané ku scoringu pozostávajú z prospektu cenného papiera schváleného príslušným regulátorom (v SR sa jedná o NBS), RÚZ (register účtovných závierok), FINSTAT...
Princíp rovnosti	Zámerom AOCP je pristupovať ku všetkým podnikovým dlhopisom rovnako, bez zvýhodňovania, resp. bez diskriminácie. V praxi to znamená, že AOCP má v úmysle scorovať všetky dostupné emisie dlhopisov, ktoré nedisponujú ratingom, s vylúčením tých emisií, ktorých zverejnenie scoringu si emitent neželá zverejňovať.

Začiatok Scorecardu na ďalšej strane

Scorecard

Scorecard slúži na základné posúdenie kreditného rizika emitenta resp. rizikovosti konkrétnej emisie dlhopisov z pohľadu kreditného rizika. Scorecard je vhodné použiť v prípade neexistencie ratingu od renomovaných spoločností ako doplnkovú informáciu pri zvažovaní všetkých faktorov ktoré je potrebné a vhodné brať do úvahy pri investovaní. Ak sa investor nepovažuje za skúseného a spoločnosť veľmi dobre nepozná, mal by do dlhopisu investovať len po zvážení všetkých súvisiacich rizík.

Prospekt schválený NBS / ekviv. regulátorom	Áno	Nie
	0 bodov	KO

Doba fungovania spoločnosti	> 10 rokov	4 – 10 rokov	3 a menej rokov
	1 bod	0,5 bodu	0 bodov

Zaistenie emisie napr. nehnuteľnosťami, strojmi apod.	Nehnuteľnosti, stroje, reálny majetok	Garancia inými aktívami	Žiadne zaistenie	Garancia iného subjektu – emitent získava kreditný scoring garantujúceho subjektu
	2,5 bodu	1 bod	0 bodov	

Distribútor a aranžér emisie	Banky pod dohľadom NBS	O.c.p. pod dohľadom NBS	Ostatní bez dohľadu NBS
	0,5 bodu	0,5 bodu	0 bodov

Pokračovanie Scorecardu na ďalšej strane

Scorecard

Veľkosť spoločnosti podľa tržieb	> 100 mil. €	25 – 100 mil. €	< 25 mil. €
	1 bod	0,5 bodu	0 bodov
Dlh k aktívam	< 60%	60 – 75%	> 75%
	2 body	1 bod	0 bodov
EBITDA/Tržby (EBITDA marža)	> 20%	5 – 20%	< 5%
	2 body	1 bod	0 bodov

Čistý Dlh / EBITDA	< 2	2 – 3,5	> 3,5	> 6 pri nefinančných a > 9 pri finančných spoločnostiach alebo ak je EBITDA negatívna
	3 body	1 bod	0 bodov	-2 body

EBIT / úroky	> 5	2 – 5	< 2
	1 bod	0,5 bodu	0 bodov

Pokračovanie Scorecardu na ďalšej strane

Scorecard

Altmanovo Z skóre	> 3	medzi 1,8 a 3	< 1,8
	2 body	0,5 bodu	-1 bod
Seniorný / juniorný dlh	Seniorný dlh	Seniorný dlh avšak podriadený "de facto" napríklad zabezpečenému bankovému financovanie	Juniorný dlh
	1 bo	0 bodov	-1 bod
Prítomnosť kovenantov *	Silné	Slabé	Žiadne
	2 body	1 bod	0 bodov
Verejne obchodovateľná emisia **	Áno		Nie
	2 body		0 bodov

Vyhodnotenie Scorecardu na ďalšej strane

Vyhodnotenie Scorecardu

Vyhodnotenie Scorecardu	15 - 20 bodov	11 – 14,5 bodu	8 – 10,5 bodu	4 – 7,5 bodu	-4 až 3,5 bodu
Vyhodnotenie a popis jednotlivých pásiem rizikovosti dlhopisov	Pomerne konzervatívna investícia s nízkym rizikom.	Stále relatívne konzervatívna investícia s náchylnosťou na nepriaznivé podmienky.	Stredne riziková investícia. Dostupné údaje o spoločností indikujú mix pozitívnych a negatívnych faktorov.	Špekulatívna investícia spojená s vyšším rizikom.	Veľmi špekulatívna investícia s vysokým rizikom.

Vysvetlivky na poslednej strane

Vysvetlivky

* **Silné kovenanty za 2 body**

Obmedzenie dodatočného zadlženia, pokiaľ nie sú splnené určité ukazovatele, napr. ukazovatele finančnej páky alebo úrokového krytia.

Ukazovateľ krytia dlhovej služby (DSCR) alebo ukazovateľ krytia úrokov
- Kovenant vyžaduje, aby emitent udržiaval minimálnu úroveň zisku vo vzťahu k úrokovým platbám.

Kovenanty o finančnej údržbe. Emitent sa zaväzuje dodržiavať a pravidelne testovať špecifické ukazovatele (napr. finančná páka, čistý dlh/EBITDA, LTV, LTC).

Je potrebná prítomnosť aspoň jedného kovenantu na získanie 2 bodov.

Slabé kovenanty za 1 bod

Všetky silné kovenanty, ktoré sú oslabené akýmikoľvek výnimkami.

Negative pledge kovenant zakazuje emitentovi založiť akýkoľvek svoj majetok ako kolaterál na zabezpečenie nového dlhu/záväzku, pokiaľ existujúci držitelia dlhopisov nie sú zabezpečení rovnocenne.
Kovenant o predaji aktív, ktorý stanovuje, že výnosy z predaja veľkých aktív sa musia použiť na splatenie dlhu.
Kovenant o zmene kontroly
Vyžaduje, aby emitent ponúkol spätné odkúpenie dlhopisov, ak dôjde k zmene vlastníctva/kontroly.

Je potrebná prítomnosť aspoň dvoch kovenantov na získanie 1 bodu.

0 bodov - žiadne kovenanty alebo veľmi slabé kovenanty

Obmedzenie transakcií s blízkymi osobami
Obmedzenie premien - Emitent sa nezúčastní žiadneho splynutia, zlúčenia, rozdelenia a pod.
Obmedzenie distribúcií, vyplatení dividend alebo inej obdobnej výplaty

** V prípade že sa jedná o verejne obchodovateľnú emisiu, ktorej nominálna hodnota jedného dlhopisu je min. 100 000 eur a emitent nezverejňuje ročnú a polročnú správu na základe výnimky, bodové hodnotenie sa znižuje z 2 bodov na 1 bod.