

# investičný KOMPAS

---

Praktická príručka pre  
**racionálneho investora**

<b>Úvod</b>	3
<b>1. Dlh v pomere k celkovému majetku</b>	5
<ul style="list-style-type: none"><li>• Výpočet pomeru</li><li>• Interpretácia a názorný príklad</li><li>• Aké výnosy by mal investor požadovať?</li></ul>	
<b>2. Čistý dlh v pomere k zisku pred započítaním úrokov, daní a odpisov (EBITDA)</b>	7
<ul style="list-style-type: none"><li>• Výpočet pomeru</li><li>• Interpretácia a názorný príklad</li><li>• Aké výnosy by mal investor požadovať?</li></ul>	
<b>3. Návratnosť aktív</b>	9
<ul style="list-style-type: none"><li>• Výpočet pomeru</li><li>• Interpretácia a názorný príklad</li><li>• Aké výnosy by mal investor požadovať?</li></ul>	
<b>4. Ukazovateľ likvidity</b>	11
<ul style="list-style-type: none"><li>• Výpočet pomeru</li><li>• Interpretácia a názorný príklad</li><li>• Aké výnosy by mal investor požadovať?</li></ul>	

Vyznať sa dnes v širokej ponuke investičných nástrojov sa na prvý pohľad môže pre bežného smrteľníka javiť ako výsostná doména určená len profesionálom. Popri tradičných a verejnosti dobre známych formách cenných papierov ako sú akcie, či dlhopisy sa dnes bežný investor môže stretnúť aj s pojmami ako štruktúrované produkty, opcie, futures či swaps.

Častokrát však tieto exotické investičné nástroje nie sú ničím iným než určitou formou matematickej derivácie tradičného podkladového aktíva. Tieto deriváty by z nášho pohľadu a vychádzajúc z našej skúsenosti mali slúžiť len ako zaistovacie produkty, nie ako inštrumenty, ktoré tvoria základ investičného portfólia.

Preto veríme, že racionálny a fundamentálne konzervatívny investor by mal zostať verný tradičným a časom overeným spôsobom zhodnocovania majetku a v ideálnom prípade sa derivátom vyhnúť.

Je možné, že väčšina čitateľov si teraz položí set otázok: "No dobre, ale ako sa teda vyznať aspoň v tých tradičných investičných nástrojoch? Ako nájsť v ponuke inštrumentov taký cenný papier po ktorého kúpe môžem pokojne spávať a nemusím sa obávať o svoju investíciu? Ako zistiť, ktorý cenný papier je v súlade s mojou schopnosťou znášať riziko? Ako kvantifikovať riziká a nesadnúť tak na lep investičnému poradcovi, ktorý sľubuje podozrivo vysoký výnos?"

Nakoľko sa v našej profesii s podobnými otázkami stretávame na dennej báze, rozhodli sme sa prísť s praktickým návodom, ktorý adresuje problematiku bezpečnosti a vhodnosti investície. Tento praktický návod by mal slúžiť ako „kompas“ a mal by Vám pomôcť v tom, aby ste pred investovaním boli schopný identifikovať hodnotové a rizikové determinanty či už emitenta, alebo cenného papiera, ktorý sa chystáte nakúpiť.



## KLÚČOVÉ FAKTY

**118**

Počet verejne obchodovaných spoločností, ktoré neboli schopné splniť svoje záväzky voči veriteľom

**6,18%**

Pravdepodobnosť že spoločnosť s investičným ratingom nebude počas nastávajúcich 5 rokov schopná plniť svoje záväzky voči veriteľom

**14,95%**

Pravdepodobnosť, že spoločnosť s neinvestičným ratingom nebude počas nastávajúcich 5 rokov schopná plniť svoje záväzky voči veriteľom

Source: Bloomberg Professional Terminal



## KLÚČOVÉ FAKTY

**9,8%**

Percento spoločností, ktoré neboli schopné splácať záväzky voči veriteľom počas finančných kríz a hospodárskych recesií (2009, 2020)

**4,2%**

Priemerný výnos do splatnosti spoločností s neinvestičným ratingom, ktorých dlh je denominovaný v €

**0,86%**

Priemerný výnos do splatnosti spoločností s investičným ratingom, ktorých dlh je denominovaný v €

Source: Bloomberg Professional Terminal

Veríme, že kritické uvažovanie a rácie by malo rozhodnúť o tom aký cenný papier bude Vaše portfólio obsahovať a akým spoločnostiam tak vo finále svoje peniaze zveríte.

Aj keď sa problematika adekvátneho výberu emitenta a cenného papiera môže na prvý pohľad javiť komplikovaná a náročná na pochopenie, dedukovanie potrebného času na vstrebanie informácií bude v budúcnosti vykompenzované lepšími investičnými rozhodnutiami, priaznivejším rizikovo váženým výnosom a v neposlednom rade, Vašou schopnosťou promptne rozlíšiť rizikovú investíciu od tej bezpečnej, rovnako ako to dokážu urobiť investiční profesionáli.

Pri hľadaní odpovedí na set vyššie položených otázok a pri snahe nájsť vhodný cenný papier budeme vychádzať z podstaty samotnej a to z finančného zdravia spoločnosti, ktorej cenný papier chceme nakúpiť ako aj z validovania obchodného modelu, ktorý táto spoločnosť prevádzkuje.

Informácie teda budeme čerpať z verejne dostupných informácií, z tzv. účtovných závierok, ktoré obsahujú dáta poskytujúce odpovede na otázky napr.: ako spoločnosť hospodári, aký veľký má majetok, koľko peňazí si požičala, koľko peňazí zarobila, dokonca z nej dokážeme vyčítať i to koľko peňazí jej „dlžia“ jej zákazníci.

Nebudú nás však nutne zaujímať nominálne vyjadrené veličiny (tzn. nebude nás nutne zaujímať veľkosť jednotlivých položiek), ale budeme si všimáť a skúmať relatívne vzťahy medzi nimi.

# 1. DLH V POMERE K CELKOVÉMU MAJETKU

Prvým, kľúčovým atribútom pri posudzovaní finančného zdravia spoločnosti je pomer dlhu voči celkovému majetku firmy. Pomer nám hovorí o tom koľko percent z celkových aktív spoločnosti je krytých externým kapitálom, ktorý jedného dňa bude potrebné splatiť.

Vo všeobecnosti v praxi funguje rovnica hovoriaca o tom, že čím je tento pomer vyšší (tzn. čím viac aktív spoločnosti je krytých dlhom) tým vyššia je cena za každú dodatočnú jednotku nového dlhu. Tento fenomén má základ v jednoduchom fakte a to, že subjekt, ktorého miera zadlženia narastá sa automaticky stáva rizikovejším. Za toto narastajúce riziko by racionálny investor mal požadovať vyššiu kompenzáciu vo forme úroku (cena za požičanie peňazí).

## Výpočet pomeru:

$$\frac{\text{Krátkodobý dlh (dlh splatný do 1 roka) + Dlhodobý dlh (dlh splatný za viac ako 1 rok)}}{\text{Celkový majetok spoločnosti}}$$

## Interpretácia a názorný príklad

Firma XYZ na súvahe eviduje krátkodobý dlh vo výške 30 000 €. Dlhodobý dlh predstavuje 150 000 € a celkové aktíva spoločnosti činia 500 000 €.

$$\frac{30\,000 + 150\,000}{500\,000} = 0,36$$

Toto číslo nám teda hovorí o tom že z celkovej výšky aktív, ktoré spoločnosť vlastní je 36% krytých dlhom.

Na prvý pohľad sa zdá že spoločnosť je financovaná primerane, relatívne konzervatívne a vychádzajúc len z tohto jediného ukazovateľa môžeme usúdiť, že investovanie do takejto firmy (resp požičanie spoločnosti peniaze) je bezpečné.

Môžeme generalizovať, že investícia spĺňa atribúty bezpečnosti vtedy, keď sa pomer dlhu voči majetku firmy nachádza v pásme 0.3 až 0.6. V prípade, že sa tento pomer nachádza pod 0.3 firma financuje svoje aktíva konzervatívne, naopak pokiaľ je tento pomer nad 0.6 investícia do takejto spoločnosti stúpa na rizikovosti.

# 1. DLH V POMERE K CELKOVÉMU MAJETKU

Aké výnosy by mal **investor požadovať**?

V prípade, že sa investor rozhodne investovať do dlhopisov spoločnosti na obdobie 5 rokov (priemerný investičný horizont pri investovaní do korporátnych dlhopisov), mal by svoje prípadné výnosy plynúce z úrokov porovnávať s tým aké výnosy ponúkajú dlhopisy firiem, ktoré majú porovnateľné atribúty (v našom prípade celkový dlh k majetku firmy) so spoločnosťou do ktorej sa chystáme investovať.

Rizikovosť	Dlh v pomere k majetku	Požadovaný výnos (YTM)
<b>Nízka</b>	Do 0,3	~ <b>1,75%</b>
<b>Stredná</b>	0,3 – 0,6	~ <b>3,7%</b>
<b>Vysoká</b>	0,6 – 1	~ <b>6,5%</b>

Source: Bloomberg Professional Terminal



## KLÚČOVÉ FAKTY | Pravdepodobnosť defaultu za časovú periódu

Investičný rating/časový horizont (roky)	1	2	3	4	5
<b>AAA</b>	0,00%	0,03%	0,13%	0,24%	0,35%
<b>AA+</b>	0,00%	0,05%	0,05%	0,10%	0,16%
<b>AA</b>	0,02%	0,03%	0,08%	0,22%	0,36%
<b>AA-</b>	0,03%	0,09%	0,18%	0,25%	0,33%
<b>A+</b>	0,05%	0,09%	0,20%	0,34%	0,45%
<b>A</b>	0,06%	0,15%	0,24%	0,36%	0,49%
<b>A-</b>	0,07%	0,17%	0,28%	0,40%	0,57%
<b>BBB+</b>	0,11%	0,31%	0,53%	0,77%	1,03%
<b>BBB</b>	0,17%	0,43%	0,68%	1,05%	1,42%
<b>BBB-</b>	0,25%	0,77%	1,39%	2,11%	2,84%

Source: Bloomberg Professional Terminal

## 2. ČISTÝ DLH k EBITDA

### Čistý dlh v pomere k zisku pred započítaním úrokov, daní a odpisov(EBITDA)

V angličtine je tento pomer označovaný aj ako „Net debt to EBITDA“ a indikuje nám "koľko časových jednotiek bude spoločnosti trvať kým splatí svoj dlh". Pojem čistý dlh sa v praxi využíva pretože od skutočného dlhu, ktorý spoločnosť eviduje na súvahe je odpočítaná hodnota hotovosti v pokladni a na účtoch. Implikácia tohto pojmu vychádza z logickej podstaty a to že, hotovosť, ktorú máme k dispozícii vieme teoreticky použiť na splátku časti dlhu(a preto dlh o túto čiastku ponížujeme). Zisk pred zdanením, úrokmi a amortizáciou sa pri výpočte používa pretože veritelia sú v kapitálovej štruktúre vždy nadradení nad akcionármi.

#### Výpočet pomeru:

$$\frac{(\text{Dlhodobý dlh dlh splatný za viac ako 1 rok} + \text{Krátkodobý dlh dlh splatný do 1 roka} - \text{Hotovosť EBITDA (zisk pred zdanením, úrokmi a amortizáciou)})}{\text{Hotovosť EBITDA (zisk pred zdanením, úrokmi a amortizáciou)}}$$

#### Interpretácia

a názorný

príklad

Firma XYZ na súvahe eviduje krátkodobý dlh vo výške 300 000 €. Dlhodobý dlh predstavuje 1 500 000 € a hotovosť spoločnosti činí 80 000 €.

Jej tržby sú 200 000 € a náklady súvisiace s dosiahnutím týchto tržieb 100 000 € (náklady na predaný tovar, mzdy a "réžiu"). Môžeme teda povedať že EBITDA za uplynulý fiškálny rok predstavuje čiastku 100 000 €.

$$\frac{(300\,000 + 1\,500\,000) - 80\,000}{100\,000} = 17,2$$

Toto číslo nám teda hovorí o tom, za koľko rokov bude spoločnosť schopná z prevádzkovej činnosti splatiť všetok svoj existujúci dlh predtým než odmení aj svojich akcionárov.

Pomer 17,2 je abnormálne vysoký, v praxi sa bežne stretávame s pomermi okolo 3 až 5. Avšak v prípade krízových rokov a v prípade bankrotujúcich spoločností, nie je ojedinelé vidieť ani takto vysoké číslo.

## 2. ČISTÝ DLH k EBITDA

Aké výnosy by mal **investor požadovať**?

V prípade, že sa investor rozhodne investovať do dlhopisov spoločnosti na obdobie 5 rokov (priemerný investičný horizont pri investovaní do korporátnych dlhopisov), mal by svoje prípadné výnosy plynúce z úrokov porovnávať s tým, aké výnosy ponúkajú dlhopisy firiem, ktoré majú porovnateľné atribúty (v našom čistý dlh k EBITDA) so spoločnosťou do ktorej sa chystáme investovať.

Rizikovosť	Net debt/EBITDA	Požadovaný výnos (YTM)
<b>Nízka</b>	Do 3	~ <b>2,25%</b>
<b>Stredná</b>	3 – 5	~ <b>3,45%</b>
<b>Vysoká</b>	Nad 5	~ <b>5,70%</b>

Source: Bloomberg Professional Terminal



### KLÚČOVÉ FAKTY | Pravdepodobnosť defaultu za časovú periódu

Investičný rating/časový horizont (roky)	1	2	3	4	5
<b>BB+</b>	0,34%	1,11%	2,02%	2,94%	3,86%
<b>BB</b>	0,56%	1,71%	3,38%	4,94%	6,52%
<b>BB-</b>	1,00%	3,13%	5,37%	7,66%	9,66%
<b>B+</b>	2,08%	5,71%	9,23%	12,21%	14,53%
<b>B</b>	3,60%	8,29%	12,29%	15,46%	17,89%
<b>B-</b>	7,15%	14,28%	19,62%	23,37%	26,18%
<b>CCC/C</b>	28,82%	36,03%	41,03%	43,97%	46,22%

Source: Bloomberg Professional Terminal



Generický vzaté, indikátor hovorí o tom ako efektívne je spoločnosť schopná narábať so svojím majetkom. To v praxi znamená ako efektívne spoločnosť investuje, či už kapitál svoj vlastný, alebo ten externý (najčastejšie v podobe dlhu).

Interpretácia návratnosti aktív nie je opäť ničím iným než pomerovým ukazovateľom medzi firemným ziskom po zdanení a celkovými aktívami. Tento simplictný prístup má však jeden háčik a to, že nezohľadňuje celkové náklady na kapitál. Na to aby sme adresovali skutočnú rentabilitu aktív musíme abstrahovať od splátok, ktoré firma zaplatila na úrokoch.

V praxi to funguje tak že k celkovému zisku po zdanení pripočítame nákladové úroky očistené o daň. Tento upravený výpočet je síce prácnejší na spracovanie, ale dá nám oveľa lepší pohľad na to ako spoločnosť narába so svojimi aktívami.

Tento ukazovateľ indikuje to, do akej cenovej úrovne sa až môže vyšplhať cena za externý kapitál, než začne mať spoločnosť problém s jeho splácaním.

Inými slovami - pokiaľ bude návratnosť aktív na úrovni 7% znamená to, že aj keby spoločnosť financovala všetky svoje aktíva dlhom s úrokom 7%, tieto aktíva zarobia dosť na to aby mohla spoločnosť splácať úroky, ktoré s týmto dlhom súvisia.

## Výpočet pomeru:

$$\frac{\text{Čistý zisk po zdanení} + \text{o daň upravené nákladové úroky (1 - sadzba dane v \% * \text{nákladové úroky})}{\text{Agregovaný súčet aktív spoločnosti}}$$

## Interpretácia a názorný príklad

Firma XYZ na súvahe eviduje krátkodobé aktíva o veľkosti 500 000 €. Dlhodobé aktíva predstavujú sumu 1 500 000 € a čistý zisk po zdanení za uplynulý fiškálny rok dosiahol výšku 50 000 €. V neposlednom rade na pasívach spoločnosti XYZ môžeme nájsť i dlh o veľkosti 1 000 000 €, ktorý je úročený 5% p.a. Pre jednoduchšiu interpretáciu budeme počítať s tým, že spoločnosť teda za rok minie 50 000 € na úrokoch.

Na to aby sme sa dostali ku skutočnej návratnosti aktív budeme potrebovať normalizovať zisk po zdanení. K súčasným 50 000 € musíme pripočítať nákladové úroky a tieto nákladové úroky musíme upraviť o daň zo zisku (predpokladajme, že daň zo zisku je 20%) vďaka čomu dostaneme presný obraz o tom ako efektívne a rentabilné sú aktíva firmy pri abstrahovaní od spôsobu financovania tých aktív.

# 3. NÁVRATNOSŤ AKTÍV

$$\frac{50\,000 + (50\,000 * (1 - 0.2))}{2\,000\,000} * 100 = 4,5\%$$

Z návratnosti aktív teda môžeme dedukovať, že pokiaľ spoločnosť XYZ bude všetky svoje aktíva financovať dlhom, bude schopná (pri plnom využívaní kapitálu) zvládať splácať úroky až do výšky 4.5% bez toho aby ju to finančne zruinovalo.



## KLÚČOVÉ FAKTY | Pravdepodobnosť defaultu za časovú periódu

Investičný rating/časový horizont (roky)	1	2	3	4	5
<b>Pravdepodobnosť defaultu - investičný rating (priemer)</b>	0.10%	0.26%	0.45%	0.68%	0.92%
<b>Pravdepodobnosť defaultu - neinvestičný rating (priemer)</b>	3.75%	7.31%	10.39%	12.90%	14.95%
<b>Pravdepodobnosť defaultu - agregovaný priemer</b>	1.50%	2.95%	4.22%	5.29%	6.18%

Source: Bloomberg Professional Terminal

## 4. UKAZOVATEĽ LIKVIDITY

Ukazovateľ likvidity pomeruje agregovanú hodnotu krátkodobých aktív s agregovanou hodnotnou krátkodobých pasív.

Do krátkodobých aktív môžeme zaradiť napríklad hotovosť, disponibilný zostatok na bankových účtoch, cenné papiere so splatnosťou do 1 roka, zásoby, výrobky nedokončenej výroby, alebo všetky pohľadávky, ktorých splatnosť je do 1 roka.

Naopak, do krátkodobých pasív môžeme zaradiť všetky záväzky ktoré sú splatné do 1 roka – záväzky voči dodávateľom, záväzky voči bankám, alebo záväzky voči veriteľom.

**Výpočet pomeru:**

$$\frac{\text{Krátkodobé aktíva (hotovosť, zásoby, krát. pohľadávky)}}{\text{Krátkodobé pasíva}}$$

**Interpretácia** a názorný príklad

Firma XYZ na súvahe eviduje krátkodobé záväzky v hodnote 300 000 €. Krátkodobé aktíva zložené z hotovosti, disponibilného zostatku na bankovom účte a zásob predstavujú 750 000 €.

$$\frac{750\,000}{300\,000} = 2,5$$

Vo všeobecnosti, ukazovateľ likvidity, ktorého hodnota presahuje 2 môžeme interpretovať ako solídny. Takýto pomer (presahujúci 2) nám hovorí o tom, že spoločnosť disponuje raz tak veľkým krátkodobým majetkom než sú jej krátkodobé záväzky. A teda z účtovného pohľadu nemá spoločnosť problém uhrádzať svoje záväzky, ktoré sú splatné do 1 roka.

### Aké výnosy by mal **investor požadovať**?

V prípade, že sa investor rozhodne investovať do dlhopisov spoločnosti na obdobie 5 rokov (priemerný investičný horizont pri investovaní do korporátnych dlhopisov), mal by svoje prípadné výnosy plynúce z úrokov porovnávať s tým aké výnosy ponúkajú dlhopisy firiem, ktoré majú porovnateľné atribúty (v našom prípade ukazovateľ likvidity) so spoločnosťou do ktorej sa chystáme investovať.

Rizikovosť	Ukazovateľ likvidity	Požadovaný výnos (YTM)
<b>Nízka</b>	Nad 2	~ <b>1,6%</b>
<b>Stredná</b>	2 – 0,45	~ <b>2,7%</b>
<b>Vysoká</b>	Pod 0,45	~ <b>3,9%</b>

Source: Bloomberg Professional Terminal

### ZHRNUTIE

Cieľom investičného kompasu bolo priblížiť Vám elementárne prístupy tzv. kreditnej analýzy, ktorej výstupom by mali byť odpovede na nasledujúce otázky:

- Som si plne vedomý rizík, ktoré súvisia s nákupom cenného papiera od daného emitenta?
- Je kompenzácia za podstupované riziko adekvátna?
- Zapadá cenný papier do môjho portfólia?
- Aké riziká v skutočnosti kúpou cenného papiera podstupujem?

# DISCLAIMER

## Druh dokumentu

Tento dokument predstavuje investičný prieskum spoločnosti Wealth Effect Management o.c.p., a.s., so sídlom: Prievozská 4C, 821 09 Bratislava, IČO: 51 127 113, zapísanej v Obchodnom registri Okresného súdu Bratislava I., oddiel: Sa, vložka č.: 6652/B, v zmysle § 73c a súvisiacich zákona č. 566/2001 z.Z. o cenných papieroch a investičných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov. Tento investičný prieskum slúži len na informačné účely a informácie v ňom uvedené nie sú investičným poradenstvom alebo osobným odporúčaním. Investičná stratégia uvedená v tomto investičnom prieskume nemusí byť vhodná alebo primeraná pre každého klienta alebo potenciálneho klienta, a to v závislosti od jeho znalostí a skúseností v oblasti investícií týkajúcich sa predmetnej investičnej stratégie, jeho finančnej situácie vrátane schopnosti znášať straty, a od jeho odolnosti voči riziku a investičných cieľov.

## Upozornenie na riziká

Investície do finančných nástrojov obsiahnutých v investičnej stratégii uvedenej v tomto investičnom prieskume sú spojené s rizikom. Hodnota investície a výnos z nej plynúci môže rásť alebo klesať a nie je zaručená návratnosť pôvodne investovanej sumy. Výkonnosť v minulosti nie je spoľahlivým ukazovateľom výkonnosti v budúcnosti. Na tento dokument sa nemožno spoliehať ako na vysvetlenie všetkých rizík spojených s investovaním do uvedenej investičnej stratégie a súvisiacich finančných nástrojov alebo s využitím investičnej služby. Všetky riziká uvedené v tomto popise sa môžu vzájomne kombinovať, čím sa výsledné riziko spojené s investíciou môže zvýšiť. Keďže majetok investora je podľa predmetnej investičnej stratégie investovaný do akcií, na investíciu sa vzťahujú riziká ako na investíciu do akcií. Tento dokument je vlastníctvom spoločnosti Wealth Effect Management o.c.p., a.s., akékoľvek jeho ďalšie použitie, rozmnožovanie, zverejňovanie, kopírovanie alebo jeho častí vyžaduje jej predchádzajúci súhlas.