

Memorandum Moody's Investors Service

Mišljenje o kreditnom rejtingu: Zagreb, Grad (Hrvatska)

16. ožujak 2016

Rejting	
Kategorija	Moody's Rating
Izgled	negativan
Rejting izdavatelja	Ba2
Kontakti	
Analitičar	Telefon
Katerina Hanzlova/Prag	420.224.222.929
Alexander Proklov/Moskva	7.495.228.6060
Mauro Crisafulli/Milano	39.02.5821.5350
Ključni pokazatelji	
Zagreb, Grad	

	2011	2012	2013	2014	2015
Neto izravno i neizravno zaduživanje/operativni prihod (%)	112,9	111,6	96,9	108,4	112,2
Ukupno izravno zaduživanje/operativni prihodi (%)	8,4	8,4	7,3	22,0	23,1
Višak gotovinskog financiranja(zahjev)/ukupni prihodi (%)	-2,1	-0,5	9,2	-14,8	1,8
Bruto operativna bilanca/operativni prihodi (%)	13,8	14,4	22,1	12,5	9,5
Servisiranje duga/ukupni prihodi (%)	3,4	3,1	2,6	4,6	4,9
Omjer samofinanciranja	0,9	1,0	1,0	0,5	1,0
Međuvladini prijenosi/operativni prihodi (%)	1,0	0,7	0,8	1,7	2,4

Mišljenje

SAŽETAK ARGUMENTACIJE ZA REJTING

Rejting izdavatelja Ba2 Grada Zagreba odražava njegove dobre operativne viškove, iako slab rast nacionalne ekonomije i nedavne promjene zakona o porezu na dohodak predstavljaju izazov; teret direktnog duga grada kojim se može upravljati i ukupno dobru fiskalnu disciplinu. Rejtingom se također uzima u obzir ključna uloga Zagreba u nacionalnoj ekonomiji kao glavnog grada Hrvatske.

S druge strane, rejting također odražava izazove povezane sa značajnom neizravnom izloženošću zaduživanja Grada kroz društvo u većinskom vlasništvu Grada, Zagrebački holding (Ba3 negativno), poboljšanom, ali još uvijek niskom likvidnošću i ograničenom kontrolom prihoda u postojećem okviru. Pri razmatranju rejtinga uzet je u obzir i otežani srednjoročni izgled zemlje za ekonomski rast, što utječe na poreznu osnovicu grad i primitke od poreza.

Dana 14. ožujka 2016. godine, Moody's je smanjio rejting izdavatelja za Grad Zagreb na Ba2 s Ba1 nakon smanjenja vladinog rejtinga obveznica Hrvatske na Ba2 s Ba1.

KREDITNA SNAGA

- Još uvijek dobre operativne margine, iako slab rast nacionalne ekonomije i nedavne promjene u zakonu o porezu na dohodak predstavljaju izazov.
- Poboljšanje financijskih rezultata zahvaljujući planovima za ograničavanje kapitalnih izdataka
- Povećano izravno zaduživanje ostaje i dalje na upravljivim razinama.
- Presudna uloga u nacionalnoj ekonomiji.

KREDITNI IZAZOVI

- Pritisak koji proizlazi iz Zagrebačkog holdinga u vlasništvu grada, iako se nastavlja učinkoviti program restrukturiranja.
- Poboljšana, ali još uvijek niska likvidnost.
- Ograničena kontrola prihoda u postojećem okviru.

IZGLEDI REJTINGA

Negativan izgled grada odraz je izgleda državnog rejtinga Hrvatske.

ŠTO BI PROMIJENILO IZGLED NA GORE ili što bi utjecalo na povećanje rejtinga

Stabilizacija izgleda ili povećanje rejtinga Grada Zagreba bili bi rezultat (a) sličnog postupka za državni rejting Hrvatske s obzirom na njihovu blisku financijsku i operativnu vezu; i (2) značajnog poboljšanja i održivog poboljšanja operativnih viškova Grada i smanjenja njegovog neto izravnog i neizravnog zaduživanja.

ŠTO BI PROMIJENILO IZGLED NA DOLJE ili što bi utjecalo na smanjenje rejtinga

Svako smanjenje rejtinga Zagreba bilo bi rezultat (1) smanjenja državnog rejtinga Hrvatske; (2) materijalnog pogoršanja u operativnim rezultatima Grada; i/ili (3) daljnjeg povećanja zaduživanja i potreba za servisiranjem duga.

DETALJNA RAZMATRANJA REJTINGA

Rejting Zagreba obuhvaća (1) osnovnu kreditnu ocjenu (BCA) za Grad Zagreb; i (2) umjerenu vjerojatnost izvanredne potpore nacionalne vlade u slučaju da likvidnost Grada Zagreba bude izložena značajnom pritisku.

OSNOVNA KREDITN OCJENA

JOŠ UVIJEK DOBRE OPERATIVNE MARGINE, IAKO IZAZOV PREDSTAVLJAJU SLABI REZULTATI NACIONALNE EKONOMIJE I NEDAVNE PROMJENE U ZAKONU O POREZU NA DOHODAK

Operativni rezultati Zagreba nisu imuni na dugačku ekonomsku recesiju Hrvatske. Ukupna operativna bilanca (GOB) Grada pala je na 13 % operativnih prihoda 2014. godine s prosjeka od 17 % u razdoblju od 2009. do 2015. godine. U 2015. primjetan je daljnji pad u doprinosima iz poreza na dohodak, što u velikoj mjeri odražava promjene Zakona o porezu na dohodak iz studenog 2014., zbog čega je GOB pao na ispod 10 % operativnih prihoda prvi put u zadnjih deset godina.

Gradske mjere štednje koje su primjenjivane u 2014., a posebno u 2015., kojima je zaustavljen rast operativnih izdataka, nisu bile dovoljne za ublažavanje uzastopnog dvogodišnjeg pada od 10 % u doprinosima iz poreza na dohodak. Takvo opadanje predstavlja kreditni rizik za Zagreb, jer doprinosi iz ovog poreza predstavljaju ključni izvor prihoda Grada. U 2015. Zagreb je ostvario 70 % operativnih prihoda iz primitaka od poreza na dohodak. Drugi najveći izvor dohotka Grada jesu vlastiti prihodi, uključujući prirez, pristojbe i naknade, udio kojih je u operativnim prihodima bio 26 % na kraju 2015. godine.

Usprkos tome, Moody's vjeruje da će Zagreb uspjeti stabilizirati svoje operativne margine na razini od otprilike 12 % operativnih prihoda planiranih za 2016.-2017., usprkos povećanoj rigidnosti operativnih izdataka i predviđenom sporom gospodarskom rastu na razini države.

Dobrom praksom provođenja vlasti i upravljanja Zagreba, kao i jasno definiranom internom politikom i postupcima, podržane su operacije Grada. Grad Zagreb sustavno osigurava sveobuhvatne financijske dokumente u skladu sa zakonskim zahtjevima.

POBOLJŠANJE FINACIJSKE IZVEDBE ZAHVALJUJUĆI POVRATKU NA PLAN OGRANIČENOG CAPEX-a

Financijska izvedba Zagreba strogo je povezana s kapitalnim izdacima. Opadanje operativne bilance grada nastalo je u trenutku najveće razine operativnih izdataka Grada u zadnjih pet godina u iznosu 1,85 milijardi kuna u 2014. godini, u usporedbi s 1,05 milijardi kuna, što je bio prosjek od 2010. do 2013. godine. To je dovelo do financijskog deficita od 15 % u ukupnim prihodima.

Suprotno tome, korekcije za smanjenje kapitalnog trošenja, koje je prepolovljeno u odnosu na inicijalne planove, omogućile su Gradu da se vrati na financijski višak od skoro 2 % ukupnih prihoda u 2015. godini.

U službenim projekcijama za 2016. – 2017. uključen je ograničeni iznos za kapitalne izdatke ispod 1,0 milijarde kuna, što bi trebalo zadržati pozitivne financijske rezultate s ograničenom potrebom za novim zaduživanjem. Moody's vjeruje da će uprava Zagreba nastaviti biti sposobna pratiti kapitalne izdatke raspoloživim mogućnostima financiranja.

POVEĆANO IZRAVNO ZADUŽIVANJE OSTAJE NA RAZINAMA KOJIMA SE MOŽE UPRAVLJATI

Povećanjem kapitalnih izdataka, udjel izravnog zaduživanja Grada narastao je na kn 1,46 milijarde kuna u 2014. sa kn 0,5 milijardi na kraju 2013. godine. Usprkos ubrzanom rastu, izravno zaduživanje grada nije izmaklo kontroli i predstavljalo još uvijek niskih 22 % operativnih prihoda u 2014. u usporedbi sa 7 % na kraju 2013. godine. U 2015. godini, izravno zaduživanje ostalo je na kn 1,42 milijarde što predstavlja 23,1 % operativnih prihoda. Primjetan rast zaduživanja posljedica je dovršetka prodaje neoperativne imovine Zagrebačkog holdinga, Gredelja i Zagrepčanke, gdje je grad preuzeo imovinu Holdinga radi podrške njegovom financijskom preustroju. Zagrebački holding iskoristio je prihode od prodaje imovine u iznosu 961 milijuna kn za servisiranje dospjelih komercijalnih plaćanja i smanjenje tereta duga.

Iako ovo povećanje duga smatramo dodatnim kreditnim ograničenjem u svjetlu smanjenih operativnih margina, primjećujemo da će Grad imati koristi od dugoročnog roka otplate tog duga (10 godina), što dug i njegovo servisiranje čini još uvijek upravljivim.

Servisiranje duga povećalo se na skoro 5 % ukupnih prihoda u 2014. i 2015. u odnosu na prosjek prethodnih godina od 3 % nakon povećanja zaduženja grada, ali se srednjoročna stabilizacija na ovoj razini. Cijeli izravni dug Zagreba kraju godine 2015. sastoji se bankovnih zajmova podignutih u lokalnoj valuti.

U 2016. – 2017., očekujemo konstantno zatvaranje izravnog duga grada na 20 % s obzirom na ograničenje zaduživanja lokalne uprave koja je nametnula središnja vlast i obvezu grada da će se uglavnom fokusirati na projekte koji se financiraju iz sredstava EU-a u novog financijskog okvira 2014.-2020.

PRESUDNA ULOGA U NACIONALNOM GOSPODARSTVU

Grad Zagreb je glavni grad Hrvatske i najveći grad zemlje, u kojem živi 19 % stanovništva države (posljednji popis iz 2011.). Kao glavni grad države, Zagreb značajno doprinosi nacionalnom gospodarstvu, i predstavlja jednu trećinu nacionalnog BDP-a. S lokalnim BDP-om od 180 % nacionalnog prosjeka (posljednji raspoloživi podaci iz 2012.), Zagreb je na prvom mjestu među hrvatskim gradovima. U Zagrebu je registrirano skoro 34 % hrvatskih poduzetnika koji sudjeluju u izvozu zemlje s 36 %, a s 29 % u ukupnom zapošljavanju (posljednji raspoloživi podaci iz 2013.).

Trgovina i industrija predstavljaju glavne pokretače gospodarstva Zagreba, a njihov udjel u lokalnom gospodarstvu iznosi otprilike 42 %, dok trgovina zapošljava 18 %, a industrija 11 % radne snage. Zagreb ima koristi od takve diverzificirane industrijske osnove. U gradskom gospodarstvu valja se još prehrambenu industriju, izgradnju strojeva, petrokemijsku i kemijsku industriju i lake industrije. Zagreb je sjedište središnje vlade i vodećeg sveučilišta u državi i sjedište najvećih kompanija.

PRITISAK OD ZAGREBAČKOG HOLDINGA OSTAJE, IAKO SE NASTAVLJA UČINKOVIT PROGRAM PREUSTROJA

Glavna poduzeća kojima upravlja Zagrebački holding, koji je u stopostotnom vlasništvu grada, izuzetno su važna za grad i iziskuju tekuću potporu u obliku subvencija ili regulatornog okvira. Operativni i kapitalni prijenosi na Holding glavni su pokretači politike potrošnje Zagreba (12 u ukupnim izdacima u 2015.). Osim toga, Grad Zagreb subvencionira dio troškova otplate dugovanja Zagrebačkog holdinga, koje grad direktno servisira, a oni iznose 136 milijuna kuna što je 2 % operativnih prihoda u 2015. godini. Moody's smatra da se ovim obvezama može upravljati s obzirom na još uvijek dobre operativne margine grada.

Iako je izloženost neizravnom zaduživanju, koje se u cijelosti sastoji od duga na temelju izdanih garancija grada ili neosiguranog duga holdinga društva, u bitnom smanjena na otprilike 5,5 milijardi kuna u 2015. godini (preliminarna procjena) sa 6,4 milijarde kuna na kraju 2013. godine, to još uvijek predstavlja povelik teret za Grad. Kod razmatranja neizravnog zaduživanja, izravno i neizravno zaduživanje grada dostiglo je 112 % operativnih prihoda u 2015. godini u usporedbi s 97 % u 2013. U razdoblju od 2016. do 2017. godine, očekuje se da će izravna i neizravna izloženost Zagreba pasti na ispod 100 % operativnih prihoda.

Tekući program restrukturiranja koji je pokrenut u drugoj polovici 2013. godine do sada je pokazao rezultate u poboljšanoj financijskoj poziciji holdinga. Operativna izvedba Holdinga nastavlja se poboljšavati u 2014. godini, pri čemu margina EBITDA-e iznosi 18 % (17,5 % u 2013. godini) u usporedbi s 11 % u 2012. godini. Sukladno nerevidiranim izvješćima Holdinga za 2014. godini, društvo

je ostvarilo neto dobit od 1 % operativnih prihoda već drugu godinu za redom, što je dobar napredak, i očekuje se nastavak u 2015. godini, a u usporedbi s -6% u 2012. i 2011. Omjer operativnih prihoda i EBIT-e također je ostao stabilan na otprilike 5 % (6,5 % u 2013. i 0,1 % u 2012.).

Osvježena fiskalna disciplina i povećana kontrola nad holdingom govore u korist sposobnosti Zagreba da ograniči financijske rizike na vanbilančnim stavkama i ograniči povećanje potrebe za zaduživanjem.

POBOLJŠANA, ALI JOŠ UVIJEK NISKA LIKVIDNOST

Prosječna novčana pozicija Grada i dalje se poboljšava i iznosi u prosjeku 172 milijuna kuna u 2015. godini, s 98 milijuna kuna u 2013. godini, što je još uvijek niskih 2,8 % operativnih prihoda. Usprkos povećanju novčanih rezervi, što ukazuje na određeno poboljšanje likvidnosti grada u zadnje tri godine, očekujemo da će gotovinska pozicija Zagreba ostati na niskim jednoznamenkastim razinama zbog kontinuiranih izazova u makroekonomskim uvjetima i slabljenju prihodovne osnove. Međutim, redovan i predvidljiv dotok i odljev prihoda grada kroz cijelu godinu i sposobnost stvaranja novca trebali bi predstavljati protutežu niskoj likvidnosti. Zagreb ne održava kreditne linije za izvanredne situacije.

OGRANIČENA KONTROLA PRIHODA U POSTOJEĆEM OKVIRU

Institucionalni okvir dovodi do niske financijske predvidljivosti i stabilnosti. Zagreb ima vrlo ograničenu kontrolu nad svojom prihodovnom osnovom koja se uglavnom sastoji od dijeljenih poreza (osobni porez na dohodak). U stvari, lokalni prihodi od poreza predstavljaju manji udio u općinskim prihodima. Velika fiskalna ovisnost o državnim resursima čini općinske financije ovisnim o rezultatima općeg državnog proračuna i međuvladinim odnosima.

Djelomično ublažavajući ovaj nedostatak diskrecionih ovlasti na strani prihoda, okvir omogućava Gradu Zagrebu da prikupi dodatna sredstva kroz svoj prirez, nad kojim ima potpunu diskreciju. Međutim, koliko nam je poznato prirez je trenutno najveći u zemlji, čime je svako povećanje politički osjetljivo. Osim toga, aktivna uloga koju igra holding društvo u vlasništvu grada u ograničavanju izdatkovnog pritiska i fleksibilnost koja omogućava velik udio u kapitalnim izdacima unutar općinskog proračuna predstavlja dodatno ublažavanje za uravnoteženje proračuna.

Ne očekujemo da će se sastav operativnih prihoda Zagreba bitno promijeniti u razdoblju od 2016. – 2017. godine, s obzirom da lokalne financije u Hrvatskoj ovise o odlukama središnje vlade, čime lokalnoj upravi ostaje tek ograničeni manevarski prostor u pogledu poreza i pristojbi.

Razmatranja izvanredne potpore

Umjerena vjerojatnost izvanredne potpore od nacionalne vlade odražava ocjenu agencije Moody's o većoj odgovornosti samih gradova koju promiče središnja vlada, uz relativno snažan nadzor nad financijama lokalne uprave.

Rezultat ocjene polazne kartice kreditne ocjene

U slučaju Grada Zagreba, BCA matrica daje procijenjeni BCA od Ba2, što je u skladu s BCA koji je dodijelio odbor za rejting. BCA od Ba2 koji je dobiven matricom, a odražava (1) procijenjeni rezultat rizika 2 (prikazano dolje) na ljestvici od 1 do 9, gdje je 1 najjača relativna kreditna kvaliteta, a 9 najslabija; i (2) sustavni rezultat rizika od Ba2, kao što je vidljivo iz rejtinga hrvatske države (Ba2 negativno).

Kartica procijenjenog rizika i BCA matrica, kojima se stvara predviđena polazna kreditna ocjena iz niza kvalitativnih i kvantitativnih kreditnih mjernih jedinica, alati su koje odbor za rejting koristi u ocjeni kreditne kvalitete regionalnih i lokalnih vlasti. Kreditna metrika koja se mjeri ovim alatima daje dobru statističku mjeru za samostalnu kreditnu jakost i općenito se među korisnicima može očekivati veći rejting s najviše ocijenjenim BCA na temelju *obrasca*. Usprkos tome, BCA procijenjen na temelju *obrasca* ne zamjenjuje odluku odbora za rejting u odnosu na pojedinačne osnovne kreditne ocjene, niti je *obrazac* matrica za automatsku dodjelu ili promjenu ocjena. Rezultati koje takva metodologija daje imaju svoja ograničenja u tome što gledaju unatrag na temelju povijesnih podataka, dok su ocjene mišljenja okrenute prema budućnosti kreditne jakosti. Prema tome, ograničeni broj varijabli uključen u ove alate ne može u potpunosti uhvatiti širinu i dubinu naše kreditne analize.

O rejtingu drugih subjekata u državi agencije Moody's

Rejtinzi po nacionalnoj i globalnoj ljestvici

Rejting po nacionalnoj ljestvici agencije Moody's (NSR) ima svrhu relativnih mjera kreditne vjerodostojnosti dužničkih izdanja i i izdavatelja u zemlji, čime se omogućava tržišnim sudionicima da bolje razlikuju relativne dugove. NSR se razlikuje od ljestvice globalnih rejtinga agencije Moody's u tome što nisu globalno usporedivi u odnosu na sve subjekte koje ocjenjuje agencija Moody's, već samo sa ostalim ocijenjenim izdanjima duga i izdavateljima unutar iste zemlje. NSR su označeni modifikatorom zemlje „nn“ kojim se određuje zemlja, kao „za“ za Južnu Afriku. Daljnje informacije o pristupu agencije Moody's rejtingu po nacionalnoj ljestvici potražite u Metodologiji za rejting agencije Moody's koja je objavljena u lipnju 2014. godine, „Mapping Moody's National Scale Ratings to Global Scale Ratings“.

Rejting na temelju globalne ljestvice agencije Moody's za izdavatelje i izdanja omogućava ulagačima da usporede kreditnu vjerodostojnost izdavatelja/izdanja u odnosu na ostale u svijetu, umjesto samo u jednoj zemlji. Uključuje sve rizike u odnosu na zemlju, uključujući potencijalnu volatilnost nacionalne ekonomije.

Osnovna kreditna ocjena

Osnovna kreditna ocjena (BCA) jesu mišljenja o samostalnoj snazi subjekta, bez izvanredne potpore vlade. Ugovorni odnosi i očekivane tekuće godišnje subvencije vlade uključene su u BCA i prema tome smatraju se intrinzičnim za samostalnu financijsku snagu izdavatelja.

BCA se izražavaju na nižoj alfanumeričkoj skali koja odgovara alfanumeričkim rejtinzima prema dugoročnom rejtingu po globalnoj ljestvici.

Izvanredna potpora

Izvanredna potpora definirana je kao postupak kojim vlada daje potporu kako bi spriječila neispunjenje obveze regionalne ili lokalne uprave i može biti u različitim oblicima, od formalne garancije do direktnih gotovinskih injekcija radi omogućavanja pregovora sa zajmodavcima kako bi se poboljšao pristup potrebnom financiranju. Izvanredna potpora opisana je kao niska (0 %-30 %), umjerena (31 %-50 %), jaka (51 %-70 %), visoka (71 %-90 %) ili vrlo visoka (91 %-100 %).

FAKTORI REJTINGA

Grad Zagreb

Osnovna kreditna procjena	Rezultat	Vrijednost	Ponderiranje podfaktor	Ukupni podfaktor	Ponderiranje faktora	Ukupno
Obrazac						
1. faktor: ekonomske osnove						
Ekonomska snaga	1	180,00	70 %	1	20 %	0,20
Ekonomska volatilnost	1		30 %			
2. faktor: institucionalni okvir						
Legislativna pozadina	5		50 %	4	20 %	0,80
Financijska fleksibilnost	3		50 %			
3. faktor: financijski rezultati i profil duga						
Bruto operativna bilanca / operativni prihodi (%)	1	15,51	12,5 %	3,58	30 %	0,98
Plaćanje kamata / operativni prihodi (%)	3	1,04	12,5 %			
Likvidnost	1		25 %			
Neto izravni i neizravni dug / operativni prihodi (%)	7	108,40	25 %			
Kratkoročni izravni dug / ukupni izravni dug	3	11,10	25 %			
4. faktor provođenje vlasti i upravljanje MAKS.						
Kontrola rizika i financijsko upravljanje	1			1	30 %	0,30
Upravljanje investicijama i dugom	1					
Transparentnost i objavljivanje informacija	1					
Procjena idiosinkratskog rizika						2,28(2)
Procjena sistemskog rizika						Ba2
Predloženi BCA						Ba2