

Kreditno mišljenje: Grad Zagreb (Hrvatska)

Grad Zagreb

Kreditne ocjene

Kategorija	Ocjena Moody's-a
Izgleđi	Negativni
Ocjena izdavatelja	Ba1

Kontakti

Analitičar	Telefon
Gjorgji Josifov/MIS EMEA Limited Czech Branch	420.224
David Rubinoff/Moody's Investors Service EMEA LTD	44. 20. 7772. 5454
Alexander Proklov/Moscow	7.495.228.6060

Ključni pokazatelji

Ključni pokazatelji	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Grad Zagreb					
Neto izravni i neizravni dug/operativni prihodi (%)	115,8	112,9	111,6	96,9	108,4
Ukupni izravni dug/operativni prihodi (%)	7,9	8,4	8,4	7,3	22,0
Višak novčanog financiranja (zahtjev)/ukupni prihodi (%)	1,6	-2,1	-0,5	9,2	-14,8
Bruto operativni saldo/operativni prihodi (%)	16,1	13,8	14,4	22,1	12,5
Servisiranje duga/ukupni prihodi (%)	3,2	3,4	3,1	2,6	3,8
Omjer samofinanciranja	1,0	0,9	1,0	1,0	0,5
Prijenosi sredstava među razinama vlasti /operativni prihodi (%)	0,6	1,0	0,7	0,8	1,7

SAŽETAK OBJAŠNJENJA KREDITNE OCJENE

Ocjena Grada Zagreba Ba1 odražava: (1) njegove solidne operativne viškove, premda su upitni zbog slabog rasta nacionalnog gospodarstva; (2) prihvatljivo kreditno opterećenje grada; (3) cjelokupnu dobru fiskalnu disciplinu; te (4) njegovu ključnu ulogu u nacionalnom gospodarstvu kao glavnog grada Hrvatske.

Suprotno tome, kreditna ocjena odražava i izazove povezane sa značajnom neizravnom kreditnom izloženošću grada kroz tvrtku u većinskom vlasništvu, Zagrebački Holding (Ba2 negativno), i slabim izgledima za srednjoročni rast zemlje, što može negativno utjecati na poreznu osnovu grada i porezne prihode.

KREDITNE PREDNOSTI

- solidne operativne marže, premda upitne zbog slabog rasta nacionalnog gospodarstva
- očekivano poboljšanje financijskih rezultata u razdoblju 2015.-2016., nakon pada uzrokovanog povećanim kapitalnim ulaganjima
- povećanje zaduženosti, iako još uvijek na prihvatljivim razinama
- ključna uloga u nacionalnom gospodarstvu

KREDITNI IZAZOVI

- pritisak koji proizlazi iz Zagrebačkog Holdinga u vlasništvu grada, iako se učinkoviti program restrukturiranja nastavlja
- poboljšana, ali još uvijek niska likvidnost
- ograničena kontrola prihoda u sadašnjem okviru

KREDITNI IZGLEDI

Negativni izgledi grada odražavaju izgled kreditne ocjene države Hrvatske.

ŠTO MOŽE POVISITI/SNIZITI KREDITNU OCJENU

Stabilizacija izgleda ili poboljšanje ocjene Zagreba bili bi rezultat: (1) sličnog djelovanja na kreditnu ocjenu države Hrvatske, zbog njihovih bliskih financijskih i poslovnih veza; i (2) povećanja operativnih viškova grada i smanjenja neto izravnog i neizravnog duga.

Snižavanje kreditne ocjene Zagreba bilo bi rezultat: (1) snižavanja kreditne ocjene države Hrvatske; (2) materijalnog pogoršanja operativnih rezultata grada; i/ili (3) daljnjeg povećanja duga i potreba za servisiranjem duga.

NEDAVNI DOGAĐAJI

Dana 20. studenog Hrvatski Sabor usvojio je izmjene zakona o porezu na dohodak, uključujući i smanjenje od 1,8 milijardi kuna prihoda od državnog poreza na dohodak za 2015. godinu jedinica područne (regionalne) i lokalne samouprave.

U Hrvatskoj su 2013. godine državni porezi na dohodak činili približno 53% prihoda jedinica područne (regionalne) i lokalne samouprave (zadnji dostupni podaci). Izmijenjeni zakon rezultirat će smanjenjem prihoda od poreza na dohodak na 10,2 milijarde kuna 2015. godine s 12 milijardi kuna koje su jedinice područne (regionalne) i lokalne samouprave trebale primiti 2014. godine.

DETALJNI RAZLOZI KREDITNE OCJENE

Kreditna ocjena Zagreba je kombinacija: (1) osnovne procjene kreditiranja i kreditne sposobnosti (BCA) za Grad Zagreb; i (2) umjerene vjerojatnosti izvanredne potpore od nacionalnih vlasti u slučaju da se subjekt suoči s akutnim problemom likvidnosti.

Osnovna procjena kreditiranja i kreditne sposobnosti

SOLIDNE OPERATIVNE MARŽE, PREMDA UPITNE ZBOG SLABOG RASTA NACIONALNOG GOSPODARSTVA

Operativni rezultati Zagreba nisu imuni na dugotrajnu gospodarsku recesiju Hrvatske. Bruto operativni saldo grada pao je na još uvijek solidnih 13% operativnih prihoda 2014. godine s prosječnih 17% u razdoblju od 2009. do 2013. godine. Prošle godine, operativni prihodi grada pali su za 7% uglavnom zbog pada prihoda od podijeljenog poreza na dohodak. Grad Zagreb odgovorio je provedbom nekih mjera za rezanje troškova tijekom 2014. godine, što je usporilo rast operativnih rashoda na 4%, što je najniža godišnja stopa rasta u protekle tri godine.

Očekuje se da će 2015. godine ukupni okvir i dalje predstavljati izazov uzevši u obzir skromne izgleda za rast nacionalnog gospodarstva. Nadalje, očekivani pad prihoda od poreza na dohodak zbog izmjene Zakona o porezu na dohodak iz studenog 2014. godine, izvršit će dodatni pritisak na operativne marže Grada. Nakon izmjena zakona, udio grada u porezu na dohodak značajno će se smanjiti na 4,31 milijardu kuna 2015. godine s 4,75 milijardi kuna godinu ranije. Takav pad predstavlja kreditni rizik za Zagreb budući da su prihodi iz poreza na dohodak ključni izvor prihoda grada. U 2014. godini, Zagreb je dobivao 72% svojih operativnih prihoda iz primitaka od poreza na dobit. Drugi najveći izvor gradskih prihoda je prihod iz vlastitih izvora, koji uključuje lokalne poreze, naknade i davanja, koji su predstavljali 24% operativnih prihoda na kraju 2014. godine.

Grad planira provesti neke dodatne mjere za rezanje troškova koje će zaustaviti rast operativnih rashoda 2015. godine. Međutim, ova nastojanja bit će naročito izazovna ako se uzme u obzir rigidnost operativnih rashoda Zagreba i skroman rast koji se očekuje kod troškova zaposlenika (26% operativnih rashoda grada 2014. godine) koji su zajamčeni višegodišnjim ugovorom sa sindikatima. Stoga očekujemo stabilizaciju operativnih rezultata Zagreba u razdoblju 2015.-2016., s bruto operativnim saldonom na oko 12% operativnih prihoda.

Dobre prakse upravljanja i vođenja Zagreba, kao i jasno definirane interne politike i procedure, podrška su poslovanju grada. Grad Zagreb dosljedno pruža sveobuhvatne financijske dokumente u skladu sa zakonskim zahtjevima.

OČEKIVANO POBOLJŠANJE FINACIJSKIH REZULTATA U RAZDOBLJU 2015.-2016., NAKON PADA UZROKOVANOG POVEĆANIM KAPITALNIM ULAGANJIMA

Agencija Moody's očekuje da će solidne operativne marže u kombinaciji s razboritim novčanim tokom i smanjenim kapitalnim ulaganjima rezultirati dobrom sposobnošću samofinanciranja, što će omogućiti Gradu izbjegavanje novog zaduženja u razdoblju 2015.-2016.

Rezultati financiranja Zagreba čvrsto su povezani s kapitalnim ulaganjima. Do pogoršanja operativnog salda Grada došlo je u vrijeme najviše razine kapitalnih ulaganja tijekom posljednjih pet godina u iznosu od 1,85 milijardi kuna 2014. godine, u usporedbi s 1,05 milijardi kuna u prosjeku tijekom razdoblja 2010.-2013. To je dovelo do financijskog deficita od 15% ukupnih prihoda.

Službene projekcije za razdoblje 2015.-2016. ukazuju na značajno smanjenje kapitalnih ulaganja, uz godišnje kapitalne izdatke od 1,0 milijarde kuna, što bi financijske rezultate grada trebalo vratiti u pozitivno područje. Moody's vjeruje da će uprava Zagreba moći uskladiti kapitalne izdatke s dostupnim mogućnostima financiranja.

POVEĆANJE ZADUŽENOSTI, IAKO JOŠ UVIJEK NA PRIHVATLJIVIM RAZINAMA

Uz ubrzanje kapitalnih ulaganja, ukupni izravni dug grada narastao je na 1,46 milijardi kuna 2014. godine sa 0,5 milijardi kuna na kraju 2013. godine. Iako je rapidno rastao, izravni dug grada ostao je na prihvatljivim razinama, budući da je predstavljao još uvijek niskih 22% operativnih prihoda 2014. godine u usporedbi sa 7% na kraju 2013. godine. Znatni rast duga uzrokovan je dovršetkom prodaje neoperativnih nekretnina Zagrebačkog Holdinga, Gredelja i Zagrepčanke, pri čemu je grad preuzeo nekretnine od Holdinga kako bi podržao njegovo financijsko restrukturiranje. Zagrebački Holding upotrijebio je prihode od prodaje nekretnina u iznosu od 961 milijuna kuna za servisiranje dospjelih komercijalnih dugovanja i smanjenje zaduženosti.

Iako ovo povećanje duga smatramo kreditnim nedostatkom, napominjemo da će Grad imati koristi od dugoročnih dospjeća (10 godina), što čini dug i povezano servisiranje duga prihvatljivim. Servisiranje duga, u iznosu od 3,8% ukupnih prihoda 2014. godine, trebalo bi se povećati na 5% 2015. godine nakon povećanja zaduženosti Grada te se očekuje da će se srednjoročno stabilizirati na ispod 4% ukupnih prihoda. Cjelokupni izravni dug Zagreba sastoji se od bankovnih kredita na kraju 2014. godine te je denominiran u lokalnoj valuti.

Očekujemo da se u razdoblju 2015.-2016. izravni dug Grada stabilizira na između 18%-20% uzevši u obzir ograničenja na kredite lokalnih vlasti koje nameće središnja vlada te usredotočenost Grada uglavnom na projekte koje financira EU iz novog financijskog okvira za razdoblje 2014.-2020.

KLJUČNA ULOGA U NACIONALNOM GOSPODARSTVU

Grad Zagreb je glavni grad Hrvatske i najveći grad u zemlji, s 19% stanovništva države (posljednji popis iz 2011. godine). Kao glavni grad, Zagreb značajno doprinosi nacionalnom gospodarstvu, i o čini jednu trećina BDP-a. Uz lokalni BDP na razini 180% nacionalnog prosjeka (posljednji dostupni podaci iz 2012. godine), Zagreb je na prvom mjestu od svih hrvatskih gradova. Grad je sjedište gotovo 34% hrvatskih tvrtki, koje čine 36% državnog izvoza i 29% ukupne zaposlenosti (posljednji dostupni podaci iz 2013. godine).

Trgovina i industrija predstavljaju glavne pokretače gospodarstva Zagreba, čineći oko 42% lokalne proizvodnje i obuhvaćajući 18% odnosno 11% radne snage. Raznolika industrijska baza koristi Zagrebu. Grad je snažno prisutan u prehrambenoj industriji, gradnji strojeva, petrokemijskoj i kemijskoj industriji te lakim industrijama. Zagreb je sjedište središnje vlade, glavnih sveučilišta u državi te najvećih tvrtki.

PRITISAK KOJI PROIZLAZI IZ ZAGREBAČKOG HOLDINGA U VLASNIŠTVU GRADA I DALJE JE PRISUTAN, IAKO SE UČINKOVITI PROGRAM RESTRUKTURIRANJA NASTAVLJA

Glavne tvrtke kojima upravlja Zagrebački Holding, tvrtka u 100%-tnom vlasništvu grada, iznimno su važne za grad i zahtijevaju njegovu stalnu podršku, bilo u obliku subvencija ili regulatornog okvira. Operativni i kapitalni prijenosi sredstava Holdingu su među najvećim pokretačima politike potrošnje Grada Zagreba (15% ukupnih rashoda 2014. godine). Nadalje, Grad Zagreb subvencionira dio troškova otplate duga Zagrebačkog Holdinga, koji izravno servisira grad, uz iznosu od 136 milijuna kuna ili 2% operativnih prihoda 2014. godine. Moody's ove obveze smatra prihvatljivima uzevši u obzir još uvijek solidne operativne marže grada.

Iako se izloženost neizravnom dugu, koji u cijelosti predstavljaju dugovanja zajamčena od grada ili neosigurana dugovanja holding tvrtke, značajno smanjila na 6,07 milijardi kuna 2014. godine sa 6,76 milijardi kuna na kraju 2013. godine, ona i dalje predstavlja značajno opterećenje za Grad. Što se tiče neizravnog duga, izravni i neizravni dug Grada dosegao je 108% operativnih prihoda 2014. godine u usporedbi s 97% 2013. godine. U razdoblju 2015.-2016., očekuje se da će izravna i neizravna izloženost Zagreba pasti ispod 100%, budući da najnovije financijske projekcije za Holding predviđaju da će se njegovo opterećenje dugom smanjiti za dodatnih 750 milijuna kuna tijekom istog razdoblja.

Program restrukturiranja koji je u tijeku, a koji je započet u drugoj polovici 2013. godine, do sada je rezultirao poboljšanim financijskim položajem holdinga. Operativni rezultati Holdinga nastavili su se poboljšavati u 2014. godine uz EBITDA maržu od 18% (17,5% 2013. godine) u usporedbi s 11% u 2012. godini. U skladu s nerevidiranim izvještajima Holdinga za 2014. godinu, tvrtka je zabilježila neto prihode od 1% svojih operativnih prihoda drugu godinu za redom, što je dobar napredak, za koji se očekuje da će se nastaviti u 2015. godini, u usporedbi s -6% zabilježenih 2012. i 2011. godine. Omjer EBIT-a i operativnih prihoda također je ostao stabilan na približno 5% (6,5% 2013. i 0,1% 2012. godine).

Obnovljena fiskalna disciplina i povećana kontrola nad holdingom dokaz su sposobnosti Zagreba da zadrži financijske rizike izvan bilance i ograniči potrebe za zaduživanjem u svom napretku.

POBOLJŠANA, ALI JOŠ UVIJEK NISKA LIKVIDNOST

Prosječna novčana pozicija grada nadalje se poboljšala i u prosjeku iznosi 168 milijuna kuna 2014. godine u usporedbi s 98 milijuna kuna 2013. godine, što još uvijek predstavlja niskih 2,5% operativnih prihoda. Unatoč povećanju novčanih rezervi, što ukazuje na određeno poboljšanje likvidnosti grada tijekom posljednje tri godine, očekujemo da će novčana pozicija Zagreba ostati na niskim jednoznamenkastim razinama zbog stalno izazovnog makroekonomskog okruženja i slabljenja prihodne osnove. Međutim, redovni i predvidivi priljevi i odljevi grada tijekom čitave godine i sposobnost generiranja novca trebali bi umanjiti ovu nisku likvidnost. Zagreb ne primjenjuje kreditne linije za hitne slučajeve.

OGRANIČENA KONTROLA PRIHODA U SADAŠNJEM OKVIRU

Institucionalni okvir ima nisku financijsku predvidljivost i stabilnost. Zagreb ima vrlo ograničenu kontrolu nad svojom prihodnom osnovom, koja se uglavnom sastoji od podijeljenih poreza (porez na dohodak). U biti, prihodi od lokalnih poreza predstavljaju manji dio gradskih prihoda. Ova visoka fiskalna ovisnost o državnim izvorima izlaže gradske financije izvršenju općeg državnog proračuna i razvija odnose između razina vlasti.

Djelomično ublažavajući ovaj nedostatak diskrecijskih ovlasti na prihodovnoj strani, okvir dozvoljava Gradu Zagrebu prikupljanje dodatnih sredstava kroz prirez porezu na dohodak, nad kojim ima potpune ovlasti. Međutim, shvaćamo da je trenutni gradski prirez prihodu na dohodak najviši u zemlji, što svako povećanje čini politički osjetljivim. Nadalje, i aktivna uloga koju igra holding tvrtka u gradskom vlasništvu u obuzdavanju rashodovnog pritiska i fleksibilnost koju nudi veliki udio kapitalnih ulaganja unutar gradskog proračuna nude dodatni prostor za balansiranje proračuna.

Ne očekujemo da će se sastav operativnih prihoda Zagreba značajno razlikovati u razdoblju 2015.-2016., uzevši u obzir da lokalne financije u Hrvatskoj ovise o odlukama središnje vlade, dok lokalne vlasti imaju samo ograničenu slobodu u pogledu poreza i naknada.

Aspekt izvanredne podrške

Umjerena vjerojatnost izvanredne podrške nacionalne vlasti odražava procjenu agencije Moody's da središnja vlast promiče veću odgovornost gradova, u kombinaciji s relativno jakim nadzorom nad financijama lokalnih vlasti.

Rezultati osnovne procjene kreditiranja i kreditne sposobnosti

U slučaju Grada Zagreba, matrica osnovne procjene kreditiranja i kreditne sposobnosti generira procijenjenu osnovnu kreditnu ocjenu ba2, slično osnovnoj kreditnoj ocjeni ba1 koju je dodijelio odbor za kreditnu ocjenu.

Osnovna procjena kreditiranja i kreditne sposobnosti ba1 koju je generirala matrica odražava (1) ocjenu 3 za idiosinkratski rizik (prikazano u nastavku) na ljestvici od 1 do 9, gdje 1 predstavlja najjaču relativnu kreditnu kvalitetu, a 9 najslabiju; te (2) ocjenu Ba1 za sistemski rizik, što se odražava u kreditnoj ocjeni države (Ba1 negativno).

Obrazac za idiosinkratski rizik i matrica osnovne procjene kreditiranja i kreditne sposobnosti, koji generiraju procijenjenu osnovnu kreditnu ocjenu iz skupa kvalitativnih i kvantitativnih mjernih podataka, su alati koje koristi odbor za kreditnu ocjenu u procjeni kreditne kvalitete regionalne i lokalne vlasti. Kreditni podaci koje koriste ovi alati daju dobro statističko mjerilo samostalne kreditne moći i, općenito, viša kreditna ocjena se može očekivati kod izdavatelja s najvišim osnovnim procjenama kreditiranja i kreditne sposobnosti na temelju obrasca. Ipak, osnovne procjene kreditiranja i kreditne sposobnosti na temelju obrasca nisu zamjena za procjenu odbora za kreditnu ocjenu u pogledu individualnih osnovnih procjena kreditiranja i kreditne sposobnosti, niti je obrazac matrica za automatsku dodjelu ili promjenu tih procjena. Rezultati iz obrasca imaju ograničenja budući da u obzir uzimaju prošlost, koriste povijesne podatke, dok su procjene mišljenja o kreditnoj

moći okrenute prema budućnosti. Uz to, ograničeni broj varijabli koje su uključene u te alate ne mogu u potpunosti obuhvatiti širinu i dubinu naše kreditne analize.

O KREDITNIM OCJENAMA AGENCIJE MOODY'S NA RAZINI ISPOD DRŽAVNE

Kreditne ocjene na nacionalnoj i globalnoj razini

Kreditne ocjene agencije Moody's na nacionalnoj razini namijenjeni su kao relativna mjerila kreditne sposobnosti obveznica i izdavatelja vrijednosnih papira unutar neke zemlje, što sudionicima na tržištu omogućuje da bolje razlikuju relativne rizike. Kreditne ocjene na nacionalnoj razini se razlikuju od Moody's-ovih globalnih kreditnih ocjena po tome što nisu globalno usporedivi sa svim subjektima kojima Moody's radi kreditnu ocjenu, nego samo s kreditnim ocjenama za druge ocijenjene obveznice i izdavatelje unutar iste države. Kreditne ocjene na nacionalnoj razini su označene „.nn“ znak zemlje koji označava relevantnu zemlju, kao npr. „.za“ za Južnoafričku Republiku. Za detaljnije informacije o pristupu Moody's-a nacionalnim kreditnim ocjenama, molimo pogledajte Moody's-ovu metodologiju kreditne ocjene koja je objavljena u lipnju 2014. godine pod naslovom „Pregledni prikaz Moody's-ovih nacionalnih kreditnih ocjena u odnosu na globalne kreditne ocjene“.

Moody's-ova globalna kreditna ocjena za izdavatelje i obveznice omogućuje ulagačima da usporede kreditnu sposobnost izdavatelja/obveznica sa svima u svijetu, a ne samo unutar jedne države. On obuhvaća sve rizike vezane za tu zemlju, uključujući i potencijalnu volatilnost nacionalnog gospodarstva.

Osnovna procjena kreditiranja i kreditne sposobnosti

Osnovne procjene kreditiranja i kreditne sposobnosti su mišljenja o intrinzičnoj samostalnoj snazi subjekta, bez ikakve izvanredne podrške države. Ugovorni odnosi i sve očekivane postojeće godišnje subvencije države uključeni su u osnovnu procjenu kreditiranja i kreditne sposobnosti i stoga se smatraju intrinzičnima samostalnoj financijskoj snazi izdavatelja.

Osnovne procjene kreditiranja i kreditne sposobnosti se izražavaju na nižoj alfa numeričkoj ljestvici koja odgovara alfa numeričkim ocjenama globalne ljestvice dugoročnog rejtinga.

Izvanredna potpora

Izvanredna potpora definira se kao djelovanje koje poduzima država kako bi spriječila bankrot regionalne ili lokalne vlasti i može imati razne oblike, od formalnog jamstva do izravnog ubrizgavanja novca kako bi se olakšali pregovori sa zajmodavcima za poboljšanje pristupa potrebnom financiranju.

Izvanredna potpora opisuje se kao niska (0% - 30%), umjerena (31% - 50%), jaka (51% - 70%), visoka (71% - 90%) ili vrlo visoka (91% - 100%).

FAKTORI KREDITNE OCJENE

Faktori kreditne ocjene

Grad Zagreb

Osnovna procjena kreditiranja i kreditne sposobnosti (BCA)	Rezultat	Vrijednost	Podfaktor ponder	Podfaktor ukupno	Faktor ponder	Ukupno
Obrazac						
Faktor 1: Ekonomske osnove						
Ekonomska snaga	1	180,00	70%	1	20%	0,20
Ekonomska volatilnost	1		30%			
Faktor 2: Institucionalni okvir						
Zakonodavni temelj	5		50%	4	20%	0,80
Financijska fleksibilnost	3		50%			
Faktor 3: Financijski rezultati i profil duga						
Bruto operativni saldo / operativni prihodi (%)	1	15,51	12.5%	3,25	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%			
Faktor 4: Vođenje i upravljanje - MAX						
Kontrole rizika i financijsko upravljanje	1			5	30%	1,50
Ulaganja i upravljanje dugom	1					
Transparentnost i objavljivanja	5					
Procjena idiosinkratskog rizika						3,48(3)
Procjena sistemskog rizika						Ba1
Predložena BCA						ba2