

**MIŠLJENJE O KREDITNOJ SPOSOBNOSTI**

**15. ožujka 2017.**

**OCJENE KREDITNE SPOSOBNOSTI**

**Zagreb, Grad**

Država Republika Hrvatska

Ocjena za dugoročno zaduživanje Ba2

Vrsta Ocjena kreditne sposobnosti za dugoročno zaduživanje

Izgledi Stabilni

*Za opširnije informacije, vidi dio o ocjenama kreditne sposobnosti na kraju ovog izvješća. Prikazane ocjene i izgledi odražavaju podatke sa stanjem na dan objave.*

**Osobe za kontakt**

**Katerina Hanzlova 420-224-106-448**

*Analitičarka*

katerina.hanzlova@moodys.com

**Massimo Visconti 39-02-9148-1124**

*Potpredsjednik – viši kreditni referent*

massimo.visconti@moodys.com

**Zagreb, Grad**

Ažurirano izvješće slijedom nedavne promjene izgleda u stabilne

**Kratko obrazloženje ocjene**

Ba2 kao ocjene kreditne sposobnosti Grada Zagreba odraz je njegovih solidnih viškova iz redovnog poslovanja, mada su se ovi našli pod pritiskom uslijed nedavnih izmjena Zakona o porezu na dohodak, kao i trenutno sporog rasta hrvatskoga gospodarstva. U ocjeni se ogleda i podnošljiva opterećenost Grada izravnim dugom, njegova općenito čvrsta fiskalna disciplina i ključna uloga koju igra kao glavni grad Republike Hrvatske.

S druge strane, ocjena odražava i izazove povezane sa znatnom izloženošću Grada neizravnom dugu preko Zagrebačkog holdinga (Ba3, stabilno), trgovačkog društva u njegovom većinskom vlasništvu, njegovom slabom likvidnošću i ograničenim nadzorom nad svojim prihodima.

Dana 13. ožujka 2017. godine, Moody’s je Gradu Zagrebu potvrdio ocjenu kreditne sposobnosti Ba2, dok mu je izglede promijenio u stabilne, nakon što su slični koraci poduzeti i u odnosu na ocjenu državnih obveznica Republike Hrvatske.

**Bonitetne odlike**

- nastavak ostvarenja solidnih poslovnih marži

- suzdržanost u planiranju kapitalnih izdataka

- zadržavanje povećanog izravnog duga na podnošljivoj razini

- ključna uloga u domaćem gospodarstvu

**Bonitetni izazovi**

- znatna izloženost neizravnom dugu preko Zagrebačkog holdinga, trgovačkog društva u stopostotnom vlasništvu Grada

- slaba likvidnost

- ograničen nadzor nad prihodima prema postojećem institucionalnom okviru

**Izgledi za ocjenu**

Izgledi za ocjenu su stabilni.

**Čimbenici koji bi mogli dovesti do podizanja ocjene**

Do podizanja ocjene Grada Zagreba moglo bi doći slijedom podizanja ocjene Republike Hrvatske.

**Čimbenici koji bi mogli dovesti do spuštanja ocjene**

- Spuštanje ocjene moglo bi uslijediti zbog spuštanja ocjene Republike Hrvatske i/ili trajnijeg pogoršanja poslovnih ostvarenja Grada i/ili značajnijeg povećanja njegove zaduženosti i potreba vezanih uz podmirenje obveza po dugu.

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Ključni pokazatelji**  Tablica 1 | | | | | |
| **Zagreb, Grad** | | | | | |
| **2011.** | | **2012.** | **2013.** | **2014.** | **2015.** |
| Neto izravni i neizravni dug/prihodi poslovanja (%) | 112,9 | 111,6 | 96,9 | 109,2 | 112,5 |
| Ukupni izravni dug/prihodi poslovanja (%) | 8,4 | 8,4 | 7,3 | 22,5 | 23,4 |
| Višak (potreba) gotovinskog financiranja/ukupni prihodi (%) | -2,1 | -0,5 | 9,2 | -14,8 | 1,8 |
| Bruto saldo poslovanja/prihodi poslovanja (%) | 13,8 | 14,4 | 22,1 | 12,5 | 9,5 |
| Obveze otplate duga/ukupni prihodi (%) | 3,4 | 3,1 | 2,6 | 4,6 | 5,2 |
| Koeficijent samofinanciranja | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 0,5 | 1,0 |
| Transferi s više razine vlasti/prihodi poslovanja (%) | 1,0 | 0,7 | 0,8 | 1,7 | 2,4 |

*Izvor: Moody's Investors Service*

**Potanko obrazloženje ocjene**



15. ožujka 2017.

Zagreb, Grad: Ažurirano izvješće slijedom nedavne promjene izgleda u stabilne

Ovo izvješće na sadrži najavu postupka ocjene kreditne sposobnosti. Za sve ocjene koje se navode u ovom izvješću, vidi poglavlje o ocjenama (*ratings*) na stranici „Izdavatelj/subjekt“ (i*ssuer/entity*) na adresi, gdje su sadržani najnoviji podaci o postupcima ocjene kreditne sposobnosti i dosadašnjim ocjenama.

Ocjena Grada Zagreba predstavlja spregu (1) njegove polazne bonitetne ocjene (PBO), tj. ba2; i (2) umjerenih izgleda za izvanrednu potporu države u slučaju da mu se likvidnost nađe pod akutnim pritiskom.

**Polazna bonitetna ocjena**

NASTAVAK OSTVARENJA SOLIDNIH POSLOVNIH MARŽI

Predviđeno poboljšanje gospodarskog rasta trebalo bi omogućiti Gradu da svoje poslovne marže u srednjoročnom razdoblju vrati na pristojnu razinu, pri čemu se očekuje kako će bruto saldo poslovanja (BSP) u 2017. godini i nakon toga doseći približno 12% prihoda poslovanja, što s jedne strane možemo usporediti s manje od 10% prihoda poslovanja u 2015., a prema privremenim podacima i 2016. godini, a s druge strane s prosjekom od 16% u razdoblju od 2009. do 2014. godine.

Na poslovna ostvarenja Grada Zagreba nepovoljna se odrazila dugotrajna recesija u Hrvatskoj, kao i promjene u njenom poreznom zakonodavstvu. Grad je za čitavog trajanja 2014., a napose 2015. godine provodio mjere štednje kojima je zaustavljen rast rashoda poslovanja. No, to nije bilo dovoljno da bi se nadoknadio pad prihoda od poreza na dohodak kao ključnog izvora gradskih prihoda, koji su se u dvije uzastopne godine smanjili za 10%.

U 2015. godini, Grad Zagreb je 70% svojih prihoda poslovanja ostvario od poreza na dohodak. Drugi najveći izvor gradskih prihoda su lokalni porezi, koji su na kraju 2015. godine činili 26% prihoda poslovanja.

U prilog poslovnim ostvarenjima Grada išla je i njegova dobra praksa upravljanja i gospodarenja, kao i njegove jasno utvrđene politike i postupci. Grad Zagreb dosljedno vodi i objavljuje sveobuhvatnu financijsku dokumentaciju u skladu sa zakonskim odredbama.

SUZDRŽANOST U PLANIRANJU KAPITALNIH IZDATAKA

Financijska ostvarenja Grada tijesno su povezana s njegovim kapitalnim izdacima. Njegov saldo poslovanja se u 2014. godini pogoršao upravo kada su kapitalni izdaci dosegli svoj petogodišnji vrhunac od 1,85 milijardi HRK u odnosu na prosjek od 1,05 milijardi HRK u razdoblju od 2010. do 2013. godine. To je dovelo do financijskog manjka od 15% ukupnih prihoda. No, smanjenje kapitalnih izdataka za 50% u odnosu na prvobitne planove omogućilo je Gradu da se u 2015. godini vrati na financijski višak od gotovo 2% ukupnih prihoda. Mada se u 2016. godini očekuje blagi financijski manjak, u službenim srednjoročnim predviđanjima računa se na povratak uravnoteženih financijskih ostvarenja, uz tek ograničeno pribjegavanje novom zaduživanju. Moody's smatra kako će gradska uprava i nadalje biti kadra pokrivati kapitalne izdatke sredstvima koja su joj na raspolaganju.

ZADRŽAVANJE POVEĆANOG IZRAVNOG DUGA NA PODNOŠLJIVOJ RAZINI

Izravni dug Grada u 2015. godini i dalje je bio na podnošljivih 23,4% prihoda poslovanja u odnosu na 7,3% s kraja 2013. godine, a očekuje se kako će se neće znatnije povećati ni u 2016. godini.

Do znatnog porasta duga u 2014. godini došlo je nakon što je Grad od Zagrebačkog holdinga kupio neiskorišteno zemljište Gredelja i Zagrepčanke, što je bilo zamišljeno kako bi se Zagrebačkom holdingu pripomoglo u financijskom restrukturiranju. Zagrebački holding iskoristio je prihod od prodaje u iznosu od 961 milijuna HRK za podmirenje svojih dospjelih obveza prema dobavljačima i smanjenje svoje opterećenosti dugom.

Mada ovo povećanje duga smatramo bonitetnim ograničenjem u svjetlu oslabljenih poslovnih marži Grada, uviđamo da je riječ o dugoročnom dugu s desetgodišnjim dospijećem. Zbog toga su i dug i troškovi njegove otplate podnošljivi. Ukupne obveze Grada na ime otplate duga u 2015. godini prelazile su 5% ukupnih prihoda u odnosu na prosjek od oko 3% iz prethodnih godina. Očekuje se da će se obveze po otplati duga u srednjoročnom razdoblju stabilizirati na razini iz 2015. godine. Izravni dug Grada u cijelosti se sastojao od kunskih kredita banaka.

Očekujemo da će se u 2017. i 2018. godini izravni dug Grada zadržati na razini nešto višoj od 20% prihoda poslovanja, a s obzirom na ograničenja koja je država nametnula na zaduživanje jedinica lokalne samouprave. U srednjoročnom razdoblju, dodatne potrebe za sredstvima mogle bi se javiti kao posljedica zahtjeva za davanje doprinosa projektima koji se dijelom financiraju sredstvima Europske unije (EU). Ti projekti nisu uračunati u spomenuta ograničenja na zaduživanje, ali zbog visokog udjela koji se sufinancira sredstvima EU-a, oni ne bi trebali značajnije opteretiti gradski proračun.



15. ožujka 2017.

Zagreb, Grad: Ažurirano izvješće slijedom nedavne promjene izgleda u stabilne

KLJUČNA ULOGA U DOMAĆEG GOSPODARSTVA

Zagreb je glavni i najveći grad Republike Hrvatske, a njegovih gotovo 800.000 stanovnika predstavlja 19% stanovništva države. Kao njezin glavni grad, Zagreb znatno doprinosi gospodarstvu Republike Hrvatske, pri čemu ostvaruje trećinu domaćeg BDP-a. S lokalnim BDP-om po stanovniku koji predstavlja 177% državnog prosjeka (prema zadnjim dostupnim podacima iz 2013.), Zagreb se ubraja među najbogatije hrvatske gradove. U gradu svoje sjedište ima gotovo 34% hrvatskih tvrtki koje ostvaruju 36% domaćeg izvoza i zapošljavaju 29% ukupne radne snage (prema zadnjim dostupnim podacima iz 2013).

Trgovina i industrija predstavljaju glavne zamašnjake zagrebačkog gospodarstva, pri čemu ostvaruju oko 42% lokalnog proizvoda i zapošljavaju 18% odnosno 11% radne snage. Grad Zagreb ima raznoliku industrijsku bazu, pri čemu su najzastupljenije prehrambena industrija, strojogradnja, petrokemijska i kemijska te laka industrija. Zagreb je sjedište središnje vlade i glavnih visokoškolskih ustanova u zemlji, a u njemu svoje sjedište imaju i najveće tvrtke.

ZNATNA IZLOŽENOST NEIZRAVNOM DUGU PREKO ZAGREBAČKOG HOLDINGA

Zagrebački holding, trgovačko društvo u stopostotnom vlasništvu Grada, igra aktivnu ulogu u pružanju svih osnovnih javnih usluga za potrebe grada. Glavne djelatnosti koje obavlja Holding od iznimne su važnosti za Grad i iziskuju njegovu stalnu potporu, bilo u obliku subvencija ili u vidu regulatornog okvira. Transferi društvu među glavnim su stavkama rashoda Grada te, zajednički gledano, čine jednu četvrtinu gradskog proračuna. U 2015. godini, operativne i kapitalne subvencije društvu dosegle su 11% ukupnih rashoda. K tome, Grad Zagreb subvencionira dio Holdingovih troškova otplate druga, što je u 2015. godini iznosilo 136 milijuna HRK ili 2% prihoda poslovanja.

Premda se izloženost Grada neizravnom dugu u 2015. godini smanjila na oko 5,5 milijardi HRK u odnosu na 6,8 milijardi HRK s kraja 2013. godine, još uvijek se radi o pozamašnom opterećenju. Neizravni dug Grada sastoji se kako od duga za koji je izdao jamstva, tako i od neosiguranog duga Zagrebačkog holdinga. Zbirno gledano, izravni i neizravni dug Grada u 2015. se godini povećao na razmjerno visokih 112,5% prihoda poslovanja u odnosu na 97% u 2013. godini. Prema zadnjim predviđanjima, očekuje se kako će se u 2016. godini izravni i neizravni dug Grada spustiti na blizu 100% prihoda poslovanja te će se u srednjoročnom razdoblju postupno smanjivati.

U Zagrebačkom holdingu u tijeku je program restrukturiranja pokrenut u drugoj polovici 2013. godine, koji je do sada urodio stabilizacijom financijskog stanja i poboljšanjem likvidnosti. To potvrđuje sposobnost Grada da financijske rizike zadrži izvan bilance i da u predstojećem razdoblju ograniči potrebe za financiranjem.

SLABA LIKVIDNOST

U 2015. godini, prosječno stanje novca u Gradu popravilo se i doseglo prosjek od 172 milijuna HRK u odnosu na 94 milijuna HRK iz 2013. godine. To predstavlja niskih 2,8% prihoda poslovanja i pokriva tek 0,7x obveza Grada na ime otplate duga, koje u 2016. dospijevaju u iznosu od oko 240 milijuna HRK.

Bez obzira na povećanje novčanih pričuva, očekujemo kako će stanje novca u Gradu ostati na niskim jednoznamenkastim razinama. No, ta slaba likvidnost trebala bi imati protutežu u redovnim i predvidljivim priljevima i odljevima Grada tijekom čitave godine, kao i njegovoj sposobnosti ostvarivanja novčanih sredstava. Grad Zagreb ne raspolaže interventnim kreditnim linijama.

OGRANIČEN NADZOR NAD PRIHODIMA PREMA POSTOJEĆEM INSTITUCIONALNOM OKVIRU

Glavnu značajku institucionalnog okvira predstavlja slaba financijska predvidljivost i stabilnost. Grad Zagreb ima vrlo ograničen nadzor nad svojom prihodovnom osnovicom, koju uglavnom čine zajednički porezi (porez na dohodak). Na lokalne poreze otpada tek maniji dio gradskih prihoda. Zbog ove izrazite ovisnosti o državnim sredstvima, gradske financije izložene su rizicima povezanim s proračunskim ostvarenjima opće države i promjenama u odnosima između pojedinih razina vlasti.

Ovo pomanjkanje slobode odlučivanja na strani prihoda djelomice je ublaženo time što Grad Zagreb ima pravo prikupljati određena dodatna sredstva naplatom prireza na porez na dohodak. No, prema našim spoznajama, stopa prireza u Gradu trenutno je najviša u zemlji, zbog čega bi svako daljnje povećanje iste bilo politički osjetljivo. Međutim, dodatni prostor za uravnoteženje proračuna nudi kako aktivna uloga koju Zagrebački holdinga igra u obuzdavanju pritiska na strani rashoda, tako i fleksibilnost koja proizlazi iz velikog udjela kapitalnih rashoda u gradskom proračunu.



15. ožujka 2017.

Zagreb, Grad: Ažurirano izvješće slijedom nedavne promjene izgleda u stabilne

Ne očekujemo da će u 2016. i 2017. godini doći do većih promjena u strukturi gradskih prihoda poslovanja jer lokalne financije u Hrvatskoj ovise o odlukama državne vlasti, što jedinicama lokalne samouprave ostavlja tek vrlo ograničen manevarski prostor po pitanju poreza i naknada.

**Pitanja izvanredne potpore**

Umjereni izgledi za izvanrednu državnu potporu odražavaju Moody'sovu ocjenu kako država promiče veću odgovornost gradova, u sprezi s razmjerno čvrstim nadzorom nad financijama u lokalnoj samoupravi.

**Ishod primjene bodovne kartice za polaznu bonitetnu ocjenu**

U slučaju Grada Zagreba, primjenom matrice za određivanje PBO-a, kao procjena se dobiva PBO ba2, što je u suglasju s PBO-om koji je dodijelio ocjenjivački odbor. U PBO-u dobivenom primjenom matrice ogleda se (1) idiosinkratski rizik koji je dobio ocjenu 2 (kako je prikazano u nastavku) na ljestvici od 1 do 9, pri čemu 1 predstavlja najjači relativni bonitet, a 9 najslabiji; i (2) sistemski rizik koji je dobio ocjenu Ba2, a koja s održava u bonitetnoj ocjeni države (Ba2 - stabilno).

Bodovna kartica za ocjenu idiosinkratskog rizika i matrica za određivanje PBO-a, s pomoću kojih se iz niza kvalitativnih i kvantitativnih bonitetnih mjerila izvode polazne bonitetne ocjene, predstavljaju pomagala kojima se ocjenjivački odbor koristi pri ocjeni bonitetnih odlika jedinica područne i lokalne samouprave. Bonitetna mjerila na koja se oslanjaju ova pomagala dobar su statistički pokazatelj kreditne sposobnosti kao takve, pa se među dužnicima za koje su primjenom bodovne kartice dobivene najviše procjene PBO-a uglavnom mogu očekivati i više ocjene kreditne sposobnosti. No, procijenjene vrijednosti PBO-a dobivene primjenom bodovne kartice nisu zamjena za prosudbe ocjenjivačkog odbora o pojedinim polaznim bonitetnim ocjenama, niti je kartica zamišljena kao matrica za automatsko određivanje ili mijenjanje tih ocjena. Rezultati dobiveni primjenom bodovne kartice su manjkavi u smislu da su okrenuti prošlosti i oslanjaju se na povijesne podatke, dok ocjene kreditne sposobnosti predstavljaju budućnosti okrenuta mišljenja o kreditnoj snazi. Istodobno, ograničen broj varijabli obuhvaćenih bodovnom karticom ne može u potpunosti zahvatiti širinu i dubinu naše bonitetne analize.



15. ožujka 2017.

Zagreb, Grad: Ažurirano izvješće slijedom nedavne promjene izgleda u stabilne

**Metodologija ocjene i čimbenici primjene bodovne kartice**

Tablica 2

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Čimbenici ocjene** | | | | | | | |
| **Zagreb, Grad** | | | | | | | |
| Polazna bonitetna ocjena | **Ocjena** | **Vrijednost** | **Ponderiranje pod-čimbenika** | **Ukupna vrijednost pod-čimbenika** | **Ponderiranje čimbenika** | **Ukupno** | |
| Bodovna kartica |  |  |  |  |  |  | |
| **1. čimbenik: Gospodarske osnove** |  |  |  |  |  |  | |
| Gospodarska snaga | 1 | 180,00 | 70% | 1 | 20% | | 0,20 |
| Gospodarska kolebljivost | 1 |  | 30% |  |  | |  |
| **2. čimbenik: Institucionalni okvir** |  |  |  |  |  |  | |
| Zakonodavna pozadina | 5 |  | 50% | 4 | 20% | | 0,80 |
| Financijska fleksibilnost | 3 |  | 50% |  |  | |  |
| **3. čimbenik: Financijska ostvarenja i stanje zaduženosti** |  |  |  |  |  |  | |
| Bruto saldo poslovanja / prihodi poslovanja (%) | 1 | 12,16 | 12,5% | 3,25 | 30% | | 0,98 |
| Plaćanja kamate / prihodi poslovanja (%) | 3 | 1,27 | 12,5% |  |  | |  |
| Likvidnost | 1 |  | 25% |  |  | |  |
| Neto izravni i neizravni dug / prihodi poslovanja (%) | 7 | 112,70 | 25% |  |  | |  |
| Kratkoročni izravni dug / ukupni izravni dug (%) | 3 | 16,60 | 25% |  |  | |  |
| **4. čimbenik: Upravljanje i gospodarenje** |  |  |  |  |  |  | |
| Kontrola rizika i financijsko upravljanje | 1 |  |  | 1 | 30% | | 0,30 |
| Upravljanje ulaganjima i dugom | 1 |  |  |  |  | |  |
| Transparentnost i objava podataka | 1 |  |  |  |  | |  |
| **Procjena idiosinkratskog rizika** |  |  |  |  |  | **2,28(2)** | |
| **Procjena sistemskog rizika** |  |  |  |  |  | **Ba2** | |
| **Predložena PBO** |  |  |  |  |  | **Ba2** | |

*Izvor: Moody's Investors Service*

**Ocjene kreditne sposobnosti**

Tablica 3

|  |  |
| --- | --- |
| **Kategorija** | **Moody'sova ocjena** |
| **ZAGREB, GRAD** |  |
| Izgledi | Stabilni |
| Ocjena kreditne sposobnosti | Ba2 |

*Izvor: Moody's Investors Service*



15. ožujka 2017.

Zagreb, Grad: Ažurirano izvješće slijedom nedavne promjene izgleda u stabilne