

MIŠLJENJE O KREDITNOJ SPOSOBNOSTI

8. kolovoza 2019.

✓ Rate this Research

OCJENE

Grad Zagreb

Država	Hrvatska
Dugoročna ocjena	Ba2
Vrsta	Izdavateljeva ocjena kreditne sposobnosti za dugoročno zaduživanje
Izgledi	Pozitivni

Za više informacija vidjeti [dio s ocjenama kreditne sposobnosti](#) na kraju ovog izvješća. Prikazane ocjene i izgledi odražavaju podatke sa stanjem na dan objave.

Kontakti

Gjorgji Josifov +420.2.2410.6431
 AVP-Analitičar
 gjorgji.josifov@moodys.com

Massimo Visconti +39.02.9148.1124
 Potpredsjednik, viši službenik za procjenu kreditne sposobnosti / voditelj
 massimo.visconti@moodys.com

USLUGE KLIJENTIMA

Amerike	1-212-553-1653
Jugoistočna Azija	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454

Grad Zagreb

Ažurirana kreditna analiza

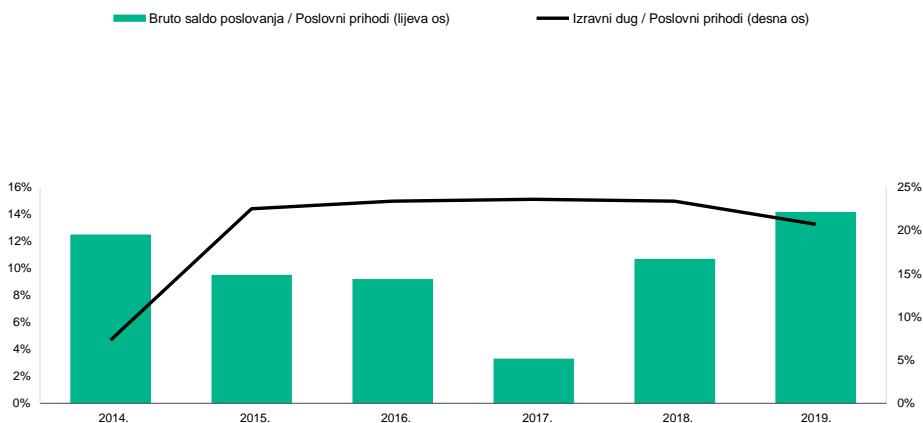
Sažetak

Kreditni profil [Grada Zagreba \(Ba2 pozitivno\)](#) odražava njegovo dosljedno i razborito upravljanje proračunom, niske razine izravne zaduženosti, strateški značaj najrazvijenijeg grada u zemlji, kao i umjerenu vjerojatnost da će [Vlada Republike Hrvatske \(Ba2 pozitivno\)](#) pružiti podršku Gradu ako se nađe u akutnoj krizi likvidnosti. Ocjena također uzima u obzir razborita kapitalna ulaganja Grada, čime se ograničava akumulacija duga.

Nasuprot tome, ocjena obuhvaća i mogući pritisak koji dolazi od gradskog društva za pružanje usluga prijevoza Zagrebački električni tramvaj (ZET) i pružatelja komunalnih usluga [Zagrebački holding D.O.O. \(Zagrebački holding, Ba2 pozitivno\)](#).

Tablica 1.

Poboljšano poslovno ostvarenje i nastavak niske razine izravnog duga



B - proračun
 Izvor: Moody's Investors Service za Grad Zagreb

Bonitetne odlike

- » Poboljšana i zadovoljavajuća poslovna marža
- » Uravnoteženi financijski rezultati unatoč rastućim kapitalnim izdacima u 2019. i 2020. godini
- » Nastavak niske razine izravnog duga regulirane ograničenjima na zaduživanje na nacionalnoj razini
- » Važnost uloge Zagreba kao gospodarskog središta i glavnog grada Hrvatske

Bonitetni izazovi

- » Stalan pritisak koji dolazi od Zagrebačkog holdinga i od javnog prijevoza
- » Poboljšana, no i dalje niska likvidnost
- » Ograničena kontrola prihoda u postojećem institucionalnom okviru

Izgledi za ocjenu

Pozitivni izgledi odražavaju pozitivne izgleda vezane za ocjenu kreditne sposobnosti države. Oni također odražavaju i naše očekivanje da će Zagreb biti u stanju zadržati svoje komparativno dobre nacionalne razine rasta, što će rezultirati rastom prihoda od zajedničkih poreza. Pozitivne izgleda Grada podržava i dokazano razborito upravljanje proračunom.

Čimbenici koji bi mogli dovesti do podizanja ocjene

Do podizanja ocjene Zagreba moglo bi doći slijedom podizanja ocjene države, dok Grad zadržava dobro financijsko ostvarenje i niske razine izravnog duga.

Čimbenici koji bi mogli dovesti do spuštavanja ocjene

Iako je malo vjerojatno, s obzirom na nedavnu promjenu izgleda iz stabilnih u pozitivne, pogoršanje kreditne snage države moglo bi dovesti do spuštavanja ocjene kreditne sposobnosti Zagreba s obzirom na usku financijsku, institucionalnu i operativnu povezanost dviju razina vlasti.

Spuštanje ocjene moglo bi uslijediti zbog trajnijeg pogoršanja poslovnih ostvarenja Grada i značajnijeg povećanja njegove zaduženosti i potreba vezanih uz podmirenje obveze po dugu.

Ključni pokazatelji

Tablica 2.

Grad Zagreb

	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.
Neto izravni i neizravni dug / prihodi poslovanja (%)	109,2	112,5	109,6	104,4	89,1
Ukupni izravni dug / prihodi poslovanja (%)	22,5	23,4	23,6	23,4	24,2
Višak (potreba) gotovinskog financiranja / ukupni prihodi (%)	-14,8	1,8	-3,9	-5,8	-4,1
Bruto saldo poslovanja / prihodi poslovanja (%)	12,5	9,5	9,2	3,3	10,7
Obveze otplate duga / ukupni prihodi (%)	4,6	5,2	5,1	6,8	5,3
Koeficijent samofinanciranja	0,5	1,2	0,7	0,5	0,7
Transferi s više razine vlasti / prihodi poslovanja (%)	1,7	2,4	1,6	5,6	2,5

Izvori: Moody's Investors Service za Grad Zagreb

Potanko obrazloženje ocjene

Dana 30. travnja 2019. promijenili smo izgleda kreditne sposobnosti Grada Zagreba iz stabilnih u pozitivne. Istovremeno smo potvrdili njegovu ocjenu Ba2 na globalnoj ljestvici. Aktivnost vezana za ocjenu kreditne sposobnosti odražava: 1) poboljšanje radnog okruženja tijela lokalne samouprave, kao što je to utvrđeno na temelju aktivnosti vezanih za procjenu obveznica tijela države i 2) dobro upravljanje gradskim proračunom i primjerene financijske osnove.

Ova publikacija ne najavljuje aktivnosti usmjerene na određivanje ocjene kreditne sposobnosti. Za sve ocjene kreditne sposobnosti navedene u ovoj publikaciji, pogledajte karticu s ocjenama kreditne sposobnosti na stranici izdavatelja/subjekta www.moodys.com, gdje se mogu pronaći najnoviji podaci o aktivnostima usmjerenima na određivanje ocjene kreditne sposobnosti i povijesni pregled ocjene kreditne sposobnosti.

Kreditni profil Grada Zagreba, kao što je navedeno u njegovoj pozitivnoj ocjeni kreditne sposobnosti Ba2, odnosi se na 1) njegovu prolaznu bonitetnu ocjenu (PBO) ba2 i 2) umjerene izgleda za izvanrednu potporu države u slučaju da se nađe pod akutnim stresom likvidnosti.

Prolazna bonitetna ocjena

Poboljšana i zadovoljavajuća razina operativnih marža

Očekujemo nastavak poboljšanja bruto salda poslovanja (BSP) Grada Zagreba u 2019. i 2020. godini uglavnom zbog kombinacije povoljnih gospodarskih uvjeta (u 2019. godini predviđamo stvarni rast BDP-a od 2,5 %) te učinkovitije porezne politike koje će u proračun Grada donijeti više prihoda od poreza na dohodak. Navedeno će povećati porezne prihode Grada i doprinijeti zdravom BSP-u, jačajući sposobnost Grada da se sâm financira i ograničavajući rast duga.

pozitivni gospodarski trendovi i mjere samoinicijativne konsolidacije proračuna, koje su započele u 2017. kao odgovor na negativan učinak porezne reforme, doveli su do poboljšanja poslovnih ostvarenja Grada u 2018. s BSP-om od 11 % prihoda poslovanja u odnosu na 3 % u prethodnoj godini.

Zagreb je uspješno držao pod nadzorom rast rashoda poslovanja kombinirajući kontrolu potrošnje i nadzor nad troškovima tijekom posljednjih nekoliko godina, a takav razboriti pristup financijama pomoći će poboljšanju njegove kreditne kvalitete. Slijedom nadzora nad troškovima, rast rashoda poslovanja od 4 % u 2018. bio je značajno niži od rasta prihoda poslovanja od 12,5 %. S obzirom na rigidnost rashoda poslovanja Grada Zagreba, te su mjere u prvom redu bile usmjerene na ograničavanje rasta materijalnih rashoda, te prijenosa (transfera) i donacija.

Troškovi osoblja, roba i usluga, koji predstavljaju visokih 36 % rashoda poslovanja, zajedno s potporama gradskim društvima i donacijama za društvene programe (dodatnih 21 % rashoda poslovanja) ograničavaju rashodovnu fleksibilnost Grada. Još jedan čimbenik koji doprinosi rastu obveznih troškova je doprinos Zagreba hrvatskom fondu za izravnavanje. Taj prijenos iz proračuna Grada odražava bogatstvo lokalnog gospodarstva koje je korisno za Grad. U 2018. godini taj prijenos je iznosio 700 milijuna kuna (gotovo 11 % rashoda poslovanja).

Međutim, kombinirani učinak rastućeg trenda poreznih prihoda, za koje se predviđa rast od 7 % u 2019., zajedno s odlučnošću Grada da zadrži nadzor nad rashodima poslovanja, vjerojatno će dovesti do umjerenog rasta BSP-a na 12 do 13 % poslovnih prihoda u 2019. i na oko 15 % u 2020. godini.

Uravnoteženi financijski rezultati unatoč rastućim kapitalnim izdacima u 2019. i 2020. godini

U 2018. godini Grad je imao nizak financijski manjak od 4 % od ukupnih prihoda u odnosu na 6 % u 2017. godini. Bez obzira na to što bi procijenjeni rast kapitalnih izdataka mogao pogoršati financijsko ostvarenje Grada, očekujemo da će ono na općoj razini ostati uravnoteženo tijekom cijele 2019. godine te da će u 2020. postati pozitivno s obzirom na projicirani rast poreznih prihoda, poboljšanje operativne marže i učinkovitije korištenje dostupnih fondova Europske unije (EU-a).

U proteklih pet godina, Grad i njegove institucije primili su 2,3 milijarde kuna iz programa EU-a, što je pokrilo oko 35 % ukupnih ulaganja. Očekujemo da Zagreb nastavi učinkovito koristiti nove mogućnosti financiranja kroz sredstva EU-a koja se nude u programskom razdoblju od 2014. do 2020., te da navedeno neće stvarati pretjeran pritisak na njegov proračun. To će diversificirati izvore sredstava za kapitalna ulaganja u razdoblju od 2019. do 2020., uz izgledni udio sredstava EU-a od oko 35 % u ukupnom iznosu. Dodatnih 40 % namirit će se iz salda poslovanja Grada i iz novčanih rezervi, a novim zaduživanjem pokrit će se preostalih 25 %.

Zagreb je povećao kapitalna ulaganja u infrastrukturne projekte s 0,7 milijardi kuna u 2017. na 1,1 milijardu kuna u 2018., što predstavlja 15 % ukupnih izdataka u odnosu na 11 % u prethodnoj godini. Međutim, projicira se da će oni dodatno porasti, na 1,4 milijarde kuna u 2019. i 1,5 milijardi kuna u 2020., odnosno na 18 % planiranih ukupnih izdataka. Plan kapitalnih ulaganja usmjeren je na infrastrukturu, to jest javni prijevoz, održavanje cesta, objekte socijalne skrbi, zdravstvo, vodoopskrbu i odvodnju, mjere energetske učinkovitosti i dobra postrojenja za zbrinjavanje otpada.

Niska razina izravnog duga regulirana ograničenjima na zaduživanje na nacionalnoj razini

Izravni dug Grada bio je stabilan na 1,7 milijardi kuna, što predstavlja umjerenih 24 % poslovnih prihoda u 2018. godini. Očekujemo da će se bespovratnim sredstvima EU-a i središnje vlasti ublažiti potreba Zagreba za financiranjem i ograničiti nova zaduživanja za infrastrukturna ulaganja u razdoblju od 2019. do 2020. godine. Dodatno, zaduživanje jedinica lokalne samouprave u Hrvatskoj ograničavaju ograničenja na zaduživanje postavljena na nacionalnoj razini. Očekujemo da će zbog toga razina izravnog duga Grada ostati niska, odnosno na 23 % od procijenjenih prihoda poslovanja u 2019. i na 22 % do 2020.

Stoga će Grad i dalje biti u stanju podmirivati troškove duga s obzirom na nisku razinu duga i povoljni otplatni plan, koji će u 2019. godini pasti na 4,5 % procijenjenih ukupnih prihoda, s 5,3 % na kraju 2018. i najviše razine od 6,9 % u 2017. godini.

Trenutačni izravni dug Grada obuhvaća šest amortizirajućih dugoročnih bankovnih kredita i tri robna kredita.

Važnost uloge Zagreba kao gospodarskog središta i glavnog grada Hrvatske

Zagreb je glavni grad Hrvatske i najveći grad u zemlji koji broji 802 000 stanovnika (posljednji dostupni podaci iz 2017. godine), što predstavlja 19,2 % stanovništva države. Kao glavni grad Zagreb značajno doprinosi gospodarstvu zemlje, čineći jednu trećinu nacionalnog BDP-a. S obzirom na to da BDP Zagreba po stanovniku iznosi 175 % državnog prosjeka (podaci iz 2016. godine), Zagreb je najbogatiji hrvatski grad. U Gradu svoje sjedište ima gotovo 33 % hrvatskih poduzeća koja zapošljavaju 26,7 % ukupne radne snage Republike Hrvatske (prema podacima iz prosinca 2018.). Stopa nezaposlenosti u Gradu Zagrebu na kraju 2018. godine iznosila je 4,4 %, što je značajno ispod nacionalne stope od 9,5 %.

Zagreb ima raznoliku industrijsku bazu, koja obuhvaća prehrambenu industriju, strojogradnju, petrokemijsku i kemijsku industriju te laku industriju. U Zagrebu je sjedište središnje vlade, glavnih visokoškolskih ustanova u zemlji, a u njemu sjedište imaju i najveća hrvatska poduzeća.

Stalan pritisak od Zagrebačkog holdinga u stopostotnom vlasništvu Grada i od javnog prijevoza

Izdaci Zagreba također se odnose na potpore i prijenose poduzećima Zagrebački holding i javnom prijevoznom poduzeću ZET koja su u stopostotnom vlasništvu Grada, što zajedno s kapitalnim izdacima za otplatu dugovanja iznosi oko jedne četvrtine njegova proračuna. Navedeno holding društvo pruža sve osnovne javne usluge za potrebe Grada. Glavne djelatnosti koje obavlja holding društvo od iznimnog su značaja za Grad i zahtijevaju njegovu stalnu podršku, bilo u smislu potpora ili kroz regulatorni okvir.

Društvo za pružanje usluga prijevoza ZET, koje je poslovalo s gubitkom, izdvojeno je iz Zagrebačkog holdinga u prosincu 2017. i registrirano kao društvo s ograničenom odgovornošću kojim izravno upravlja Grad, te je 2018. godine, prvi put nakon dugotrajnog generiranja gubitaka, poslovalo pozitivno. Unatoč pozitivnim financijskim rezultatima, ZET će i dalje predstavljati stalno opterećenje za gradski proračun s obzirom na planirana ulaganja, osobito ona vezana za obnovu tramvajskog i autobusnog voznog parka, kao i izgradnju sljemenske žičare, procijenjenu na 500 milijuna kuna.

Bez obzira na to što su se potpore javnom prijevozu smanjile u razdoblju od 2013. do 2016. godine, počele su rasti slijedom ispravaka u načinu na koji se financira navedeni sektor, te su 2018. godine iznosile 580 milijuna kuna. Od 2017. godine razina potpora temelji se na novom dugoročnom ugovoru koji zahtijeva potpunu naknadu za obveze koje dolaze od javnog prijevoza kao i dobru razinu profitabilnosti (uključujući deprecijaciju), u skladu s pravilima EU-a.

Neizravna izloženost dugu koja dolazi od Zagrebačkog holdinga i ZET-a ostaje relativno visoka pri čemu neto izravni i neizravni dug iznosi 89 % poslovnih prihoda na kraju 2018. godine (što je pad u odnosu na 104 % u 2017. godini). Međutim, nova porezna regulativa i čvršći nadzor nad Zagrebačkim holdingom i ZET-om govore u prilog sposobnosti Zagreba da obuzda izvanbilančne financijske rizike i ograniči daljnje zahtjeve za zaduživanjem. Posljednje projekcije sugeriraju da će neto izravno i neizravno dugovanje nastaviti postupno padati do 82 % poslovnih prihoda u 2019. godini.

Poboljšana, iako i dalje niska likvidnost

Bez obzira na sveukupno dobro financijsko ostvarenje, Grad Zagreb je oduvijek držao ograničen iznos novčanih pričuva. Likvidnost Grada poboljšala se u 2018. kada je dosegla prosjek od 149 milijuna kuna tijekom godine u odnosu na 92 milijuna kuna u 2017. godini.

Ipak, redovni i predvidljivi priljevi i odljevi Grada tijekom godine i njegova sposobnost ostvarivanja prihoda osiguravaju dovoljno sredstava za pokrivanje duga od oko 285 milijuna kuna koji dospijeva u 2019. godini.

Zagreb ne raspoložuje interventnim kreditnim linijama i nikada nije trebao kratkoročne zajmove.

Ograničena kontrola prihoda unutar postojećeg institucionalnog okvira

Institucionalni okvir Hrvatske namijenjen lokalnoj vlasti ocrtava niska financijska predvidljivost i stabilnost. Zagreb ima vrlo ograničeni nadzor nad vlastitom prihodovnom osnovicom koja se uglavnom sastoji od udjela u prihodu od poreza na dohodak (67 % poslovnih prihoda Grada u 2018. godini). Na prihode od lokalnih poreza otpada tek manji dio gradskih prihoda. Zbog ove visoke ovisnosti o državnim odlukama, gradske financije ovisne su o proračunskim ostvarenjima opće države i promjenama u odnosima između pojedinih razina vlasti. Pored navedenoga, česte izmjene okvira značajno onemogućavaju sposobnost Grada da planira i predvidi prihode za gradske financije.

Ono što djelomično ublažava nedostatak ovlasti za odlučivanje o prihodima jest da Grad Zagreb ima ovlast prikupljanja dodatnih sredstava kroz prirez na porez na dohodak. Međutim, prema našem shvaćanju, postojeći gradski prirez na porez na dohodak je najviši u zemlji, što svako daljnje povećanje čini politički osjetljivim. Obuzdavanje rashoda za holding poduzeće u vlasništvu Grada i fleksibilnost koju nudi veliki udio kapitalnih ulaganja unutar gradskog proračuna mogli bi pružiti dodatni prostor za uravnoteženje proračuna.

Ne očekujemo da će se struktura operativnih prihoda Grada Zagreba značajno mijenjati u bližoj budućnosti, s obzirom na to da lokalne financije u Hrvatskoj ovise o odlukama središnje vlade, dajući lokalnoj samoupravi samo ograničeni manevarski prostor u vezi s porezima i naknadama.

Razmatranja o izvanrednoj potpori

Smatramo da je umjereno vjerojatno da Zagreb dobije izvanrednu potporu središnje države, što odražava našu procjenu strateškog značaja Grada za nacionalno gospodarstvo. Sustav nadzora koji je središnja vlada uvela zahtijeva redovno praćenje zaduženosti gradova.

Metodologija ocjene i čimbenici primjene bodovne kartice

Dodijeljen PBO ba2 u skladu je s PBO-om ba2 navedenim na bodovnoj kartici. Matrično generiran PBO ba2 odražava 1) ocjenu idiosinkratskog rizika u iznosu od 2 (navedenu u tablici koja slijedi) na ljestvici od 1 do 9, pri čemu 1 predstavlja relativno najvišu kreditnu kvalitetu, a 9 najnižu; i 2) ocjenu sistemskog rizika Ba2 koja se odražava u ocjeni kreditne sposobnosti države.

Tablica 3.

Čimbenici kreditne ocjene

Grad Zagreb						
Prolazna bonitetna ocjena	Bodovi	Vrijednost	Ponderiranje podčimbenika	Ukupna vrijednost podčimbenika	Ponderiranje čimbenika	Ukupno
Bodovna kartica						
Čimbenik 1: Gospodarske osnove						
Gospodarska snaga	1	179,49	70%	1	20%	0,20
Gospodarska volatilnost	1		30%			
Čimbenik 2: Institucionalni okvir						
Zakonodavni okvir	5		50%	4	20%	0,80
Financijska fleksibilnost	3		50%			
Čimbenik 3: Financijsko ostvarenje i stanje zaduženosti						
Bruto saldo poslovanja / prihodi poslovanja (%)	3	8,38	12,5%	2,75	30%	0,83
Plaćanja kamate / prihodi poslovanja (%)	1	0,95	12,5%			
Likvidnost	1		25%			
Neto izravni i neizravni dug / prihodi poslovanja (%)	5	89,09	25%			
Kratkoročni izravni dug / ukupni izravni dug (%)	3	16,32	25%			
Čimbenik 4: Upravljanje i gospodarenje - MAX						
Kontrola rizika i financijsko upravljanje	1			1	30%	0,30
Upravljanje ulaganjima i dugom	1					
Transparentnost i objava podataka	1					
Procjena idiosinkratskog rizika						2.13(2)
Procjena sistemskog rizika						Ba2
Predloženi PBO						ba2

Izvori: Moody's Investors Service za Grad Zagreb

Ocjene

Tablica 4.

Kategorija	Moody'sova ocjena
GRAD ZAGREB	
Izgledi	Pozitivni
Ocjena izdavatelja	Ba2

Izvor: Moody's Investors Service