

Ovaj prijevod se sastoji od:  
Stranica:07 Listova:08  
Broj ovjere:179/2014.  
Datum: 20.kolovoza 2014.

**OVJERENI PRIJEVOD S ENGLESKOGA JEZIKA**



STANDARD & POOR'S  
RATINGS SERVICES (USLUGE REJTINGA)  
McGRAW HILL FINANCIAL

## RatingsDirect®

---

### **Obnova istraživanja:**

**Prognoza o hrvatskom Zagrebačkom holdingu promijenjena na stabilnu uslijed poboljšane pozicije likvidnosti; potvrđen rejting „B“**

### **Glavni kreditni analitičar:**

Felix Ejgel, London (44) 20-7176-6780; [felix.ejgel@standardandpoors.com](mailto:felix.ejgel@standardandpoors.com)

### **Sporedni kontakt:**

Sergei Gorin, Moskva (7) 495-4132; [sergei.gorin@standardandpoors.com](mailto:sergei.gorin@standardandpoors.com)

### **Sadržaj**

---

Pregled

Mjere u vezi s rejtingom

Obrazloženje

Prognoza

Povezani kriteriji i istraživanje

Popis rejtinga

## Obnova istraživanja:

# Prognoza o hrvatskom Zagrebačkom holdingu promijenjena na stabilnu uslijed poboljšane pozicije likvidnosti; potvrđen rejting „B“

## Pregled

- Od sredine 2013. godine Zagrebački holding (ZGH), višeslužni konglomerat u 100%-tnom vlasništvu Grada Zagreba, popravio je svoju poziciju likvidnosti.
- Međutim, unatoč ovom vidljivom poboljšanju, mi i nadalje likvidnost ZGH-a procjenjujemo kao slabu, jer se strategija Holdinga još razvija i podliježe političkom donošenju odluka.
- Međutim, vjerujemo da je pravodobna i dostatna izvanredna podrška Grada ZGH-u u slučaju da dođe do financijskih poteškoća i nadalje veoma vjerojatna.
- Stoga revidiramo našu prognozu za ZGH s negativne na stabilnu, te potvrđujemo rejting „B“.
- Stabilna prognoza odražava naše stajalište da se pozicija likvidnosti ZGH-a stabilizirala te da povećana financijska podrška Zagreba dostatno ublažava sve preostale izazove.

## Mjere u vezi s rejtingom

19. kolovoza 2014. Standard & Poor's Ratings Services revidirao je svoju prognozu za hrvatski konglomerat Zagrebački holding d.o.o. (ZGH) s negativne na stabilnu. Istodobno, potvrdili smo i „B“ dugoročni izdavački kreditni rejting za ZGH.

## Obrazloženje

Revizija prognoze odražava nedavno poboljšanje pozicije likvidnosti ZGH-a nakon uspješnog reprogramiranja kratkoročnih dugova i dodatne financijske podrške od Grada Zagreba. Oba čimbenika umanjuju našu mogućnost da snizimo rejting ZGH-a.

ZGH rejting odražava našu procjenu visoke vjerojatnosti da će 100%-tni vlasnik društva, Grad Zagreb, pružiti pravodobnu i dostatnu izvanrednu podršku u slučaju financijskih poteškoća. Također odražava našu procjenu slabe pozicije likvidnosti društva te njegov „ccc+“ samostalan kreditni profil (SACP).

U skladu s našim kriterijima za davanje rejtinga subjektima povezanim s vladom, naše stajalište da je izvanredna podrška Vlade veoma vjerojatna temelji se na našoj procjeni ZGH-a:

*Obnova istraživanja: Prognoza o hrvatskom Zagrebačkom holdingu promijenjena na stabilnu uslijed poboljšane pozicije likvidnosti; potvrđen rejting „B“*

- Veoma važna uloga u pružanju ključnih gradskih usluga kao što su prijevoz, opskrba plinom i vodom, te prikupljanje otpada, kao i njegova uloga kao financijskog stroja grada u kontekstu strogih pravnih ograničenja nametnutih gradskom uzimanju kredita u Hrvatskoj. Također, ZGH dogovara financiranje infrastrukturnih projekata grada, jer nacionalno zakonodavstvo ograničava mogućnost da grad sam podiže kredite.
- Snažna povezanost s gradom Zagrebom. Gradsko poglavarstvo ima snažan utjecaj na strategiju ZGH-a te ne predviđamo nikakve izazove u pogledu 100%-tnog vlasništva grada u srednjem roku. Premda Holding trenutno prolazi korporativno restrukturiranje, vjerujemo da će zadržati operativnu kontrolu nad glavnim poduzećima i podružnicama koje pružaju gradske usluge. Također, ako ZGH postane nelikvidan, predviđamo da bi to imalo utjecaja na reputaciju Grada na tržištu. Međutim, mogućnost Grada da pruži pravodobnu podršku Holdingu umanjena je, jer je njegova likvidnost od 2009. godine slaba do umjerena.

Nakon lokalnih izbora u lipnju 2013. godine, gradsko je poglavarstvo uspjelo ponovno uspostaviti kontrolu nad ZGH-om te povećati svoju podršku Holdingu. Grad je odobrio nov ugovor s udrugom zaposlenika, koji bi trebao omogućiti smanjenje troškova za zaposlene. Također je pomogao u restrukturiranju dospelih obveza društva za leasing te je sklopljen niz novih ugovora kako bi se iznajmile i stekle nekretnine u vlasništvu ZGH-a. ZGH je zatim prodao ta potraživanja lokalnim bankama te je uspio značajno smanjiti svoja dospelja dugovanja i kratkoročne zajmove.

Naše je stajalište da je izvanredna podrška Grada Zagreba veoma vjerojatna, rejting ZGH-a je za dva stupnja viši nego njegov SACP, koji procjenjujemo kao „ccc+“.

Naše gledište SACP-a temelji se na kombinaciji ZGH-ovog slabog profila poslovnog rizika, te na njegovom veoma izloženom profilu financijskog rizika. Upravljanje i rukovođenje ZGH-om procjenjujemo kao slabo te njegove samostalne aranžmane za potrebe likvidnosti slabima.

Slab profil poslovnog rizika odražava našu procjenu ZGH-ova lošeg regulatornog okruženja, njegovih loših operativnih rezultata (na primjer, istjecanje (gubitak) vode podružnice ZGH-a za vodoopskrbu iznosi 50 % od ukupne vodoopskrbe), niska profitabilnost, evidentirane neučinkovite odluke i negativan povrat uloženog, visoka zaduženost i slab omjer tijeka gotovine. Te slabosti nadoknađuje ZGH-ov monopolistički položaj u domeni pružatelja javnih usluga, snažna i kontinuirana podrška njegova vlasnika putem operativnih i kapitalnih subvencija, jamstava za dugovanja (koja se neizravno vraćaju iz proračuna Grada), te transfera imovine. Općenito, kroz

kupnju usluga i subvencija, Zagreb doprinosi s oko 30% ZGH-ova operativnog prihoda. Gradsko poglavarstvo određuje sastav upravnog odbora ZGH-a, većinu tarifa njegova redovnog poslovanja, te njegov investicijski plan.

Mi procjenjujemo ZGH-ov profil financijskog rizika kao izuzetno ovisan o kreditima. Od 2008. godine, ZGH-u nedostaje dugoročna financijska strategija, a to se odražava na rejting. Holding također ostaje podložan politički motiviranim odlukama grada o mandatima i izvorima prihoda.

ZGH je nedavno primijenio neke mjere smanjenja troškova, posebno na području zaposlenih. Zajedno s dodatnom financijskom podrškom grada, te su mjere pomogle ZGH-u postići malu dobit 2013. godine. To je Holdingu omogućilo da krene s reprogramiranjem svojih kratkoročnih zajmova na dugoročne zajmove, te na taj način olakša pritisak na svoju likvidnost. U našem scenariju osnovnog slučaja, to, zajedno s povećanim tarifama javnog prijevoza i opskrbe vodom kao i smanjenja broja ljudi koji imaju pravo na besplatan javni prijevoz, može poboljšati njegova sredstava od poslovanja (FFO) u 2013.-2014. godini. Očekuje se da će teret duga ostati visok u tom razdoblju, s dugom u odnosu na EBITDA (zarada prije kamata, poreza, amortizacije) projiciranim na prosječno visokih 6,5x-7,0x, a FFO prema dugu ostao bi na oko 12%.

#### **Likvidnost**

Prema našim kriterijima, likvidnost ZGH-a smatramo slabom usprkos znatnom poboljšanju ostvarenom u zadnjih 12 mjeseci.

Tijekom 2013. i 2014. godine, ZGH-ova prosječna likvidnost bila je oko 150 mil. kn (20 mil. eura), što je daleko ispod servisiranja dospjelih dugovanja u okviru naredne godine, za oko 0,6 milijardi kn.

Na temelju naše prognoze, Holdingovi izvori likvidnosti (gotovina, dodijeljene kreditne linije, te FFO) pokrit će samo 80% uporabe likvidnosti - kao što su kapitalne investicije i otplata glavnice - tijekom iduće godine. 2014. godine, očekujemo da će ZGH povećati svoje kapitalne izdatke na 0,7 milijardi kn kako bi se dovršila izgradnja dvaju dječjih vrtića, bazena, te za provedbu projekta opskrbe vodom i izgradnje kanalizacije koji sponzorira Europska banka za obnovu i razvoj.

Nakon refinanciranja svojih kratkoročnih kredita, otplata Holdingovih dugovanja prepolovljena je na oko 0,6 milijardi kn tijekom narednih 12 mjeseci. Društvo bi moglo posegnuti za dugoročnim kreditiranjem, kao što je to učinilo 2013. kada je ostvarilo računovodstvenu dobit (prema zakonu RH, društvo u javnom sektoru ne smije uzeti dugoročan kredit dok posluje s gubitkom). Također zamjećujemo da je Holding uspio vratiti oko 0,9 milijardi kn dospjelih dugovanja, što je nadalje olakšalo pritisak na njegovu likvidnost.

Poduzeće u vlasništvu ima značajnu aktivnu u obliku nekretnina. U početku je bilo planirano da ih se od 2008. počne prodavati, a da se prihod iskoristi za otplatu duga. Međutim, dugotrajna recesija na tržištu nekretnina odgodila je prodaju te aktive za više od šest godina.

Međutim, 2017. godine ZGH će morati otplatiti izdane obveznice. Ukupno dospijeće za tu godinu je 3 milijarde kn. Prema našem mišljenju, Holding još nije razvio održiv plan za pokrivanje te obveze.

## Prognoza

Stabilna prognoza odražava naše stajalište da je likvidnost ZGH-a stabilizirana te da pojačana financijska podrška Grada Zagreba u dostatnoj mjeri ublažava sve preostale izazove.

Mogli bismo podići rejting ZGH-a ako društvo uspije poboljšati svoju poziciju likvidnosti tako da izvori likvidnosti stalno premašuju uporabu likvidnosti. Također bismo mogli razmatrati poboljšanje rejtinga ako se popravi naše stajalište glede vjerojatnosti izvanredne podrške Grada Zagreba.

Mogli bismo smanjiti rejting ZGH-a ako, kao rezultat nedostatnih konsolidacijskih mjera, ne uspije popraviti svoju profitabilnost; ako preuzme na sebe više materijalnih kratkoročnih zajmova nego što mi predviđamo u našem scenariju osnovnog slučaja; ili ako se pogorša njegov pristup vanjskoj likvidnosti.

Također bismo mogli smanjiti rejting ZGH-a ako revidiramo prema dolje naše stajalište o vjerojatnosti izvanredne podrške Grada Zagreba.

## Povezani kriteriji i istraživanja

- Ključni kreditni čimbenici za nereguliranu industriju energije i plina, 28. ožujka 2014.
- Metodologija i pretpostavke: deskriptori likvidnosti za globalne korporativne izdavače, 2. siječnja 2014.
- Korporativna metodologija, 19. studenog 2013.
- Korporativna metodologija: Omjeri i prilagodbe, 19. studenog 2013.
- Metodologija: Upravljanje i rukovođenje kreditnim čimbenicima za korporativne subjekte i osiguratelje, 13. studenog 2012.
- Kriteriji za dodjelu „CCC+“, „CCC“, „CCC-“ i „CC“ rejtinga, 1. listopada 2012.
- Davanje rejtinga subjektima povezanim s Vladom: Metodologija i pretpostavke, 9. prosinca 2010.
- 2008. Korporativni kriteriji: Davanje rejtinga svakom izdavanju, 15. travnja 2008.

## Popis rejtinga

**Dodatni kontakt:**

International Public Finance Ratings Europe; [PublicFinanceEurope@standardandpoors.com](mailto:PublicFinanceEurope@standardandpoors.com)

Potpune informacije o rejtinzima dostupne su pretplatnicima na RatingsDirect na [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) i na [spcapitaliq.com](http://spcapitaliq.com). Svi rejtinzi na koje utječu ove mjere rejtinga mogu se pronaći na javnoj internetskoj stranici Standard & Poor's na [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com). Koristite Ratingsov okvir za pretraživanje koji se nalazi u lijevom stupcu. Ili pak nazovite jedan od sljedećih brojeva Standard & Poor'sa:

Podrška klijentima u Europi (44) 20-7176-7176; London Press Office (ured za tisak) (44) 20-7176-3605; Pariz (33) 1-4420-6708; Frankfurt (49) 69-33-999-225; Stockholm (46) 8-440-5914; ili Moskva 7 (495) 783-4009.

Copyright © 2014 Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P), dio McGraw Hill Financial, Inc. Sva prava pridržana.

Nikakav sadržaj (uključujući rejtinge, kreditne analize i podatke, vrednovanja, modele, softver i ostale aplikacije ili njihove proizvode) niti bilo koji njihov dio (sadržaj) ne smije se mijenjati, kreirati unatrag, reproducirati ili distribuirati u bilo kojem obliku i na bilo koji način, ili pak spremati u bazu podataka ili sustav za pohranu, bez prethodnog pisanog dopuštenja Standard & Poor's Financial Services LLC ili njegovih suradnika (zbirno: S&P). Sadržaj se ne smije koristiti ni u kakve nezakonite ili neovlaštene svrhe. S&P te bilo koji dobavljač treće strane, kao i njihovi direktori, službenici, dioničari, zaposlenici ili agenti (zbirno: S&P strane) ne jamče točnost, potpunost, pravodobnost ili dostupnost sadržaja. S&P strane nisu odgovorne za bilo kakve greške ili propuste (zbog nemara ili drukčije), bez obzira na uzrok, za rezultate koji su dobiveni uslijed uporabe Sadržaja, ili za sigurnost ili održavanje bilo kojeg unosa podataka od strane korisnika. Sadržaj se daje na osnovi sadašnjeg stanja. S&P STRANE ODRIČU SE ODGOVORNOSTI ZA SVE I SVAKO IZRIČITO ILI IMPLICITNO JAMSTVO, UKLJUČUJUĆI, ALI NE OGRANIČAVAJUĆI SE NA JAMSTVA UPORABLJIVOSTI ILI PODOBNOSTI ZA ODREĐENU SVRHU ILI UPORABU, SLOBODU OD VIRUSA, GREŠAKA I NEDOSTATAKA SOFTVERA, DA ĆE FUNKCIONIRANJE SADRŽAJA BITI NEPREKIDANO ILI DA ĆE SADRŽAJ RADITI NA BILO KOJOJ KONFIGURACIJI SOFTVERA ILI HARDVERA. Ni u kom slučaju S&P strane nisu odgovorne bilo kojoj strani za svaku izravnu, neizravnu, slučajnu, primjernu, kompenzacijsku, kaznenu, posebnu ili posljedičnu štetu, troškove, izdatke, pravne pristojbe ili gubitke (uključujući, bez ograničenja, izgubljen prihod ili izgubljenu dobit i prigodne troškove ili gubitke uzrokovane nemarom) u vezi s bilo kojom uporabom sadržaja čak i ako se napomene mogućnost takve štete.

Analize povezane s kreditom i druge, uključujući rejtinge, i izvještaje u sadržaju su mišljenja na datum kada su izražena, a ne izvještaji činjenica. Mišljenja, analize i odluke o rejtingu S&P-a (opisano dolje) nisu preporuke za kupnju, zadržavanje ili prodaju bilo kakvih vrijednosnih papira ili za donošenje investicijskih odluka, te se ne bave prikladnošću bilo kojeg vrijednosnog papira. S&P ne preuzima nikakvu obvezu ažurirati sadržaj nakon objave u bilo kojem obliku ili formatu. U sadržaj se ne treba pouzdati te on nije zamjena za vještine, prosudbu i iskustvo korisnika, njegove uprave, zaposlenika, savjetnika i/ili klijenata prilikom donošenja investicijskih i ostalih poslovnih odluka. S&P ne djeluje kao povjerenik ili kao investicijski savjetnik osim tamo gdje je kao takav registriran. I dok je S&P dobio informacije iz izvora za koje vjeruje da su pouzdani, S&P ne provodi reviziju te ne preuzima nikakvu obvezu izvedivosti (due diligence) ili nezavisnu provjeru bilo kojih informacija koje primi.

U opsegu u kojem regulatorne vlasti dopuštaju rejting agenciji da potvrdi u nekoj jurisdikciji rejting koji je izdan u drugoj jurisdikciji u određenu regulatornu svrhu, S&P pridržava pravo dodijeliti, povući, ili suspendirati takvo priznanje u bilo kojem trenutku te prema vlastitoj prosudbi. S&P strane odriču se odgovornosti za bilo kakvu obvezu koja bi proizašla iz dodjele, povlačenja, ili suspenzije priznanja kao i bilo koje odgovornosti za bilo koju štetu za koju se navodi da je zbog toga pretrpljena.

S&P drži određene aktivnosti svojih poslovnih jedinica odijeljeno jedne od drugih kako bi očuvao nezavisnost i objektivnost njihovih aktivnosti. Kao rezultat toga, određene poslovne jedinice S&P-a mogu imati informacije koje nisu dostupne drugim S&P poslovnim jedinicama. S&P je uspostavio politike i procedure kako bi se održala povjerljivost određenih nejavnih informacija primljenih u vezi sa svakim analitičkim procesom.

S&P može primiti naknadu za svoje davanje rejtinga i određene analize, normalno od izdavatelja ili jamca sigurnosnih papira ili od obveznika. S&P pridržava pravo obznaniti svoja mišljenja i analize. Javni rejtingi i analize S&P-a dostupni su na njegovim internetskim stranicama, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (besplatno), te [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) i [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (pretplata), te se mogu širiti i drugim sredstvima uključujući putem objava S&P-a i redistribucijom trećih strana. Dodatne informacije o pristojbama naših rejtinga dostupne su na [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).



Ja, Jasna Vuković, stalni sudski tumač za engleski jezik, ponovno imenovana rješenjem predsjednika Županijskog suda u Osijeku, br. 4-Su-726/12-4 od 26. studenoga 2012. godine, potvrđujem da gornji prijevod potpuno odgovara izvorniku sastavljenom na engleskom jeziku.

- KRAJ OVJERENOG PRIJEVODA -

