

# Vrijeme za restrukturiranje Zagrebačkog holdinga

---

**Bajo, Anto; Primorac, Marko**

*Source / Izvornik:* **Newsletter : povremeno glasilo Instituta za javne financije, 2013, 15, 1 - 11**

**Journal article, Published version**

**Rad u časopisu, Objavljena verzija rada (izdavačev PDF)**

<https://doi.org/10.3326/nlh.2013.73>

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:242:731869>

*Rights / Prava:* [Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International/Imenovanje-Nekomercijalno-Bez prerada 4.0 međunarodna](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-03-05**



*Repository / Repozitorij:*

[Institute of Public Finance Repository](#)



# Vrijeme za restrukturiranje Zagrebačkog holdinga

ANTO BAJO Institut za javne financije

MARKO PRIMORAC Ekonomski fakultet Zagreb

*Zagrebački holding treba restrukturirati, osloboditi pratećih djelatnosti i profilirati kao trgovačko društvo koje se bavi komunalnom djelatnošću. Dio postojećih djelatnosti Holdinga zapreka su razvoju tržišta, tržišnog natjecanja i poduzetništva. Njegove tržišne djelatnosti proizvode gubitke, dodatno mu slabeći financijsku poziciju koja se može pogoršati bez ozbiljnog restrukturiranja.*

## I. UVOD

Zagrebački holding d.o.o. najveće je poduzeće u vlasništvu lokalnih jedinica u Hrvatskoj. Financijsko poslovanje Holdinga je kontroverzno, a za širu zainteresiranu javnost njegova je stvarna financijska pozicija nepoznanica. Glavni je cilj ovoga rada utvrditi i ocijeniti financijsku poziciju Holdinga i naznačiti glavne financijske rizike u poslovanju. Analiza poslovanja Holdinga obavljena je za razdoblje 2006. - 2011. i temelji se na financijskim izvještajima. Za ocjenu kretanja prinosna na obveznice, korištene su informacije s Bloomberg sustava. U Skupštini Grada Zagreba 20. prosinca 2012. usvojeno je Izvješće o poslovanju Zagrebačkog holdinga za razdoblje siječanj-lipanj 2012. Nažalost, nije korišteno u analizi jer nije javno dostupno<sup>1</sup>.

## 2. TEMELJNA DJELATNOST HOLDINGA

Zagrebački holding d.o.o. osnovan je 1. siječnja 2007. prijenosom poslovnih udjela i dionica 22 trgovačka društva s Grada Zagreba na trgovačko društvo Gradsko komunalno gospodarstvo d.o.o. Temeljem ugovora o prijenosu (od 27. 12. 2005.) Grad Zagreb je pretvaranjem

potraživanja povećao temeljni kapital društva, na više od 4 milijarde kuna. U društvu su od osnivanja provedene brojne statusne promjene. U 2012. trgovačko društvo obuhvaća 18 podružnica. U vlasništvu Društva je i sedam trgovačkih društava i ustanova koje zajedno čine grupu Zagrebački holding. Društvo ima poslovne udjele u šest profitnih i neprofitnih institucija. Grad je 100% vlasnik 25 društava, u jednom društvu (Zagreb plakat d.o.o) ima 51%, u dva društva 50% udjela (Terme Zagreb i Apis d.o.o.), u dva (Vodoopskrbi i Zračna luka) ima oko 35%, a 13% u jednom društvu (Bicro biocentar d.o.o.). Zanimljivo, u 2006. obavljena je privatizacija poduzeća Vodoprivreda d.d. u kojem Holding danas ima 36,1% udjela. Privatizacija Vodoprivrede obavljena je temeljem Zakona o vodama (NN 107/95), kojim je predviđena privatizacija najmanje 51% kapitala trgovačkih društava vodnog gospodarstva. Izmjenama i dopunama Zakona o vodama (NN 150/05), privatizacija se trebala okončati do kraja 2006.

Djelatnosti Holdinga načelno su grupirane u tri poslovna područja: komunalne, prometne i tržišne djelatnosti. U njima je zaposleno više od 12 tisuća djelatnika, a zajedno s Direkcijom<sup>1</sup> Holding broji oko 13 tisuća zaposlenih. Najviše je zaposlenih u komunalnim djelatnostima (oko 5,7 tisuća), zatim u prometnim (4,9 tisuća) i tržišnim (2,3 tisuće).

<sup>1</sup> Prema Pravilniku o organizaciji društava od 2009. u Direkciji su integrirane korporativne i upravljačke funkcije (Državni ured za reviziju, 2012.).

## Tablica 1.

Broj zaposlenih u Holdingu od 2007. do 2010.

Djelatnost	2007.	2008.	2009.	2010.
Tržišna	1.841	2.317	2.358	2.346
Komunalna	5.411	5.729	5.771	5.682
Prometna	4.644	4.749	4.839	4.873
<b>Ukupno zaposleni u djelatnosti</b>	<b>11.896</b>	<b>12.795</b>	<b>12.968</b>	<b>12.901</b>
Direkcija	nd	nd	nd	133
<b>Ukupno Direkcija i djelatnosti</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>nd</b>	<b>13.034</b>

Napomena: nd – podaci nisu dostupni

Izvor: Zagrebački holding.

Treba napomenuti da poduzeća koja Holding klasificira kao prometna, Zakon o komunalnom gospodarstvu tretira kao komunalna. Osnovni cilj komunalnih poduzeća je pružanje javnih usluga i osiguranje pokriva rashoda s prihodima. Međutim, postojeća Holdingova društva u dijelu poslovanja značajno monopoliziraju tržište i subvencijama iz proračuna Grada izravno narušavaju tržišno natjecanje. Odredbe Zakona o komunalnom gospodarstvu ne odnose se na trgovačka društva u vlasništvu Holdinga koja obavljaju tržišne djelatnosti. Ta društva trebaju poslovati po odredbama Zakona o zaštiti tržišnog natjecanja (NN 79/09). Na primjer, Grad Zagreb osnivač je trgovačkog društva Zagreb plakat d.o.o. koje djeluje na tržištu vanjskog oglašavanja (jumbo plakata), a ujedno je i „regulator” koji utvrđuje mjesto i uvjete postavljanja i iznajmljivanja oglasnih prostora. Takva situacija nije poželjna i ne doprinosi razvitku tržišnog natjecanja i tržišnog gospodarstva (AZTN, 2007.).

Upitno je i postojanje društava koja obavljaju tržišnu djelatnost u Holdingovom portfelju. Godišnje izvješće Holdinga za 2011. jasno ukazuje da tržišne djelatnosti ne

ostvaruju dobit, pa ih u procesu restrukturiranja valja „isključiti” iz temeljnih djelatnosti društva. S druge strane, nije jasno zašto je 2006. privatizirana Vodoprivreda.

### 3. FINANCIJSKO POSLOVANJE

Holding nema problema s prihodima poslovanja kojima redovito pokriva rashode poslovanja. To pokazuje da postoji izvjesna stabilnost u redovitom poslovanju. Poslovni prihodi uglavnom su stabilni, a znatnije se povećavaju (21%) u 2009. i to zbog povećanja prihoda od prodaje i distribucije plina te prihoda od gradnje i prodaje stanova. Međutim, 2009. zabilježen je rast materijalnih troškova od 40% (zbog povećanja prodaje stanova i poslovnih prostora, tj. povećanja troškova prodanih zaliha koji se kao troškovi računovodstveno evidentiraju tek u trenutku prodaje nekretnine). U 2010. prihodi poslovanja se smanjuju, pa Holding ostvaruje gubitak od poslovnih aktivnosti i ukupan neto gubitak. Društvo u 2010. i 2011. ostvaruje gubitak od 469, odnosno 334 milijuna kuna zbog visokih financijskih rashoda koji su nastali kao rezultat nerazboritog financijskog upravljanja i visokih troškova zaduživanja.

## Tablica 2.

Financijsko poslovanje Zagrebačkog holdinga od 2006. do 2011. (u mil. kn)

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
Poslovni prihodi	4.557	5.329	4.960	5.750	5.403	5.375
Poslovni rashodi	4.460	5.244	4.930	5.495	5.509	5.315
Financijski prihodi	125	193	302	212	125	112
Financijski rashodi	122	229	286	403	479	499
Ukupni prihodi	4.683	5.522	5.262	5.962	5.528	5.486
Ukupni rashodi	4.582	5.473	5.216	5.898	5.988	5.814
Dobit/gubitak prije oporezivanja	100	49	46	64	-461	-328
Porez na dobit	-18	-11	-17	-25	-8	-6
Dobit/gubitak tekuće godine	82	38	29	39	-469	-334

Izvor: Zagrebački holding

## FINANCIJSKI RASHODI I FINANCIJSKO UPRAVLJANJE

Početak 2006. financijski prihodi veći su od financijskih rashoda, pa je ostvarena dobit iz financijskih aktivnosti<sup>2</sup>. Međutim, do 2011. financijski prihodi smanjeni su 10%, a financijski su rashodi rasli četiri puta. Glavni je izvor negativnog financijskog poslovanja nekontrolirani rast financijskih rashoda (v. tablica 3).

Međutim, novim zaduživanjima rastu prosječne ponderirane efektivne kamatne stope na instrumente s fiksnom kamatnom stopom (osim za izdane obveznice, čija je stopa fiksna jer se odnosi isključivo na jedno izdanje obveznica). Trošak kamata na instrumente duga izrazito je visok unatoč kvalitetnim instrumentima osiguranja duga koji uključuju i jamstvo Grada Zagreba.

**Tablica 3.**

Financijski rashodi Holdinga od 2006. do 2011. (u mil. kn)

Br.	Stavka	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
1.	Rashodi za kamate	93,7	160,1	233,1	270,4	284,2	298,2
2.	Negativne tečajne razlike	27,5	67,1	30,2	27,0	82,9	137,3
3.	Kamate po najmovima (leasing)			9,9	73,8	58,3	60,0
4.	Ostalo	0,6	2,0	2,5	2,6	9,2	0,0
5.	<b>Ukupno (1+2+3+4)</b>	<b>121,8</b>	<b>229,2</b>	<b>275,7</b>	<b>373,9</b>	<b>434,6</b>	<b>495,5</b>
6.	Povezana društva			0,8	2,4	1,7	1,6
7.	Drugi rashodi			9,7	28,0	42,9	1,8
8.	<b>Ukupno</b>	<b>121,8</b>	<b>229,2</b>	<b>286,2</b>	<b>403,4</b>	<b>479,3</b>	<b>498,9</b>

Napomena: Od 2008. prvih 5 stavaka u tablici odnosi se samo na financijske rashode iz odnosa s nepovezanim društvima, dok stavka 8 (ukupno financijski rashodi) obuhvaća ukupne financijske rashode iz odnosa s povezanim i nepovezanim društvima. Do 2008. takva klasifikacija (na financijske rashode iz odnosa s povezanim i nepovezanim društvima) nije dostupna, već su vrijednosti pojedinih stavki prikazane u ukupnom iznosu (kako iz odnosa s povezanim tako i s nepovezanim društvima).

Izvor: Zagrebački holding.

**Tablica 4.**

Prosječne ponderirane efektivne kamatne stope od 2008. do 2011. (u %)

	2008.	2009.	2010.	2011.
<b>Instrumenti s promjenjivom kamatnom stopom</b>				
Obveze temeljem financijskog najma	7,50	5,16	3,84	4,16
Kredit i zajmovi	7,51	5,30	4,64	5,08
<b>Instrumenti s fiksnom kamatnom stopom</b>				
Kredit i zajmovi	6,82	6,87	6,92	7,00
Izdane obveznice	5,50	5,50	5,50	5,50

Izvor: Konsolidirani financijski izvještaji ZGH-a s izvještajem neovisnog revizora za 2009., 2010. i 2011.

Ukupni financijski rashodi rastu na 499 milijuna kuna u 2011. i to uglavnom zbog rasta rashoda za kamate i negativnih tečajnih razlika. Veliko su financijsko opterećenje i kamate po najmovima (leasingu) koji se odnose na opremu (prijevozna sredstva) i nekretnine (Arena Zagreb). Obveze Društva po najmovima osigurane su vlasništvom najmodavca nad imovinom. Prosječne ponderirane efektivne kamatne stope na instrumente s promjenjivom kamatnom stopom se smanjuju.

<sup>2</sup> U 2008. financijski prihodi nadilazili su financijske rashode isključivo zbog prikazivanja prihoda od prodaje udjela (49%) u Zagreb plakatu d.o.o. u iznosu od 109 milijuna kuna.

## PROBLEMI S UGOVORIMA O NAJMU

Od 2009. revizorsko mišljenje o poslovanju Holdinga daje se s rezervom. Razlog je pogrešna klasifikacija ugovora o najmu koje je Holding sklopio tijekom 2008. i 2009., a koji su evidentirani kao operativni najam. Početna klasifikacija tih ugovora nije bila u skladu s Međunarodnim računovodstvenim standardom 17 – „Najmovi”. MRS 17 najam klasificira kao financijski ukoliko je sadašnja vrijednost minimalnih budućih plaćanja po ugovoru približno jednaka fer vrijednosti imovine u najmu (što je bio slučaj s najmovima koje je

**Tablica 5.**

Potencijalne posljedice ispravne klasifikacije ugovora o najmu (u mil. kn)

Stavka	2009.	2010.	2011.
Potraživanja po financijskom najmu (+)	1.039	899	773
Nekretnine, postrojenja i oprema (-)	1.140	1.066	982
Zadržani dobiti (-)	15	99	164
Dobitak (-)/gubitak (+)	85	69	45

Izvor: Konsolidirani financijski izvještaji ZGH-a s izvještajem neovisnog revizora za 2009., 2010. i 2011.

sklopio Holding). Da je Holding ugovore o najmu evidentirao sukladno MRS-u 17 kao financijski najam, povećala bi se potraživanja po financijskom najmu (neto od zarađenog budućeg prihoda), a smanjila vrijednost nekretnina, postrojenja i opreme kao i zadržani dobiti.

Da je Holding ispravno klasificirao ugovore o najmu (sklopljene tijekom 2008. i 2009.), u 2009. bi umjesto dobiti od 39, ostvario gubitak od 46 milijuna kuna. U narednim bi se godinama ostvareni gubitak uvećao za 69 milijuna kuna u 2010. i 45 milijuna kuna u 2011. (v. tablicu 5).

Gubici Holdinga su u najvećem dijelu uzrokovani gubicima poslovanja podružnice ZET (na koju se odnose

ugovori o najmu) te podružnica iz područja tržišne djelatnosti. Time se dodatno potvrđuje teza o potrebi restrukturiranja ZET-a i isključivanja iz Holdinga poduzeća iz područja tržišne djelatnosti. Dodatni razlozi povećanja financijskih rashoda mogu se dobiti uvidom u veličinu i strukturu financijskih obveza.

**VELIČINA I STRUKTURA FINANCIJSKIH OBVEZA**

Ukupne (dugoročne i kratkoročne) financijske obveze Holdinga (kreditni, najmovi, financijski najmovi, obveznice i kamate) rastu s 1,5 mlrd. u 2006. na 6,7 mlrd. kuna u 2011. Tako veliki rast obveza rezultat je izdanja 300 milijuna eura obveznica u 2007. i značajnog rasta kreditnih obveza. Prema podacima iz financijskih

**Tablica 6.**

Financijske obveze Holdinga od 2006. do 2011. (u mil. kn i %)

Br.	Stavka	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
u mil. kn							
1.	Dugoročne obveze (2+3)	1.299	3.683	5.126	5.970	5.673	5.431
2.	prema kreditnim institucijama	1.299	1.485	2.923	3.754	3.457	3.172
3.	za izdane vlastite obveznice	-	2.198	2.203	2.216	2.216	2.259
4.	Kratkoročne obveze (5+6+7+8)	224	498	537	545	995	1.270
5.	kreditni, zajmovi i financijski najam	68	69	92	176	637	849
6.	po izdanim vrijednosnim papirima	21	10	2	-	-	-
7.	ostalo (obveze po kamatama)	-	64	87	92	85	97
8.	kratkoročni dio dugoročnih kredita	135	356	355	277	273	325
9.	<b>Ukupne financijske obveze</b>	<b>1.523</b>	<b>4.181</b>	<b>5.663</b>	<b>6.516</b>	<b>6.668</b>	<b>6.701</b>
u % ukupnih financijskih obveza							
1.	Dugoročne obveze (2+3)	85,3	88,1	90,5	91,6	85,1	81,0
2.	prema kreditnim institucijama	85,3	35,5	51,6	57,6	51,8	47,3
3.	za izdane vlastite obveznice	-	52,6	38,9	34,0	33,2	33,7
4.	Kratkoročne obveze (5+6+7+8)	14,7	11,9	9,5	8,4	14,9	19,0
5.	kreditni, zajmovi i financijski najam	4,5	1,6	1,6	2,7	9,6	12,7
6.	po izdanim vrijednosnim papirima	1,4	0,2	0,0	-	-	-
7.	ostalo (obveze po kamatama)	-	1,5	1,5	1,4	1,3	1,4
8.	kratkoročni dio dugoročnih kred.	8,9	8,5	6,3	4,3	4,1	4,8
9.	<b>Ukupne financijske obveze</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Izvor: Zagrebački holding

izvještaja, sredstva prikupljena zaduživanjem prvo su deponirana kod banaka, a zatim su potrošena do kraja 2009. uglavnom na kupnju zemljišta i građevinskih objekata.

Uz izdavanje obveznica ugovoren je i kamatni swap, tako da Holding umjesto fiksnih 5,5% kamata na obveznicu u prvim godinama plaća manju fiksnu kamatnu stopu (za 2008. 3%, a za 2009. i 2010. 3,5%). Za ostale godine - od 2011. do 2017. - Društvo je trebalo plaćati varijabilnu kamatu (prema utvrđenoj formuli) koja se može kretati od najmanje 0% (ugovoreni floor) do najviše 6,4% (ugovoreni cap). Međutim, zbog pogoršanja kreditnog rejtinga Holdinga, 2010. je došlo do prestanka swap-a, što je rezultiralo odljevom oko 65,2 milijuna kuna (od čega je 24,5 milijuna kuna trošak u 2009., a 40,6 milijuna kuna teretilo je troškove u 2010.).

Dodatno čudi i zabrinjava postojeća valutna struktura obveza Holdinga. Čak 88% duga denominirano je u eurima (preostali je dio u kunama), a svi prihodi ostvareni su u kunama. Takva valutna neusklađenost uzrok je izloženosti Holdinga valutnom riziku. Zbog slabo strukturiranog portfelja duga, financijski rashodi od negativnih tečajnih razlika rastu s 27,5 u 2006. na čak 137,3 mil. kuna 2011. (tablica 3). Pored toga, Holding je izložen i kamatnom riziku jer je u 2011. oko 57% njegovih kreditnih obveza vezano uz varijabilne kamatne stope.

Problematican je nagli rast kratkoročnih kredita. Samo u 2011. Holding se zadužio za novih milijardu kuna, a primici od zaduživanja koristili su se za refinanciranje postojećih dugoročnih obveza. Tako Holdingov problem s obvezama postaje i veći, jer su kamata i glavnica novih (kratkoročnih kredita) postali trošak duga (iako računovodstveno tako ne izgleda). Krajem 2011., u strukturi 2,3 mlrd. kuna dugoročnih kredita, 14% dospijeva do jedne godine, 48% od 1 do 5 godina, a 37% u roku dužem od 5 godina.<sup>3</sup>

Glavni je problem što će Holdingu za manje od pet godina na naplatu dospjeti obveznica u iznosu od 300 milijuna eura (više od 2,23 mlrd. kuna). Te će se obveze vjerojatno refinancirati novim zaduživanjem. Međutim, upitno je kojim instrumentima i pod kojim uvjetima, jer već sada nije izvjesno može li Holding bez restrukturiranja financirati visoke obveze. Analiza financijskog poslovanja Holdinga pokazuje da uz postojeću nepromijenjenu logiku poslovanja to neće biti moguće.

<sup>3</sup> Prema podacima iz bilješki uz konsolidirane financijske izvještaje ZGH-a za 2011.

#### 4. ODABRANI FINACIJSKI POKAZATELJI

Financijski pokazatelji ukazuju na potrebu hitnog restrukturiranja Holdinga kako bi dospjeće obveznice u 2017. dočekaio spreman i osigurao njihovo refinanciranje po povoljnim uvjetima.

Krenimo redom. U Holdingu je primjetan trend smanjenja udjela kratkotrajne imovine (zalihe, potraživanja, financijska imovina, plaćeni troškovi budućeg razdoblja, nedospjela naplata prihoda i novac na računima i u blagajni) u ukupnoj imovini, što narušava likvidnost. Pored toga, smanjuje se udio kapitala u pasivi, uz povećanje udjela dugoročnih obveza do 2009., a zatim i kratkoročnih obveza do 2011. U strukturi kapitala dominira dug sa 70% što je izrazito nepovoljno (povoljan je omjer duga i glavnice 60:40, a za poduzeća koja nisu profitno orijentirana čak i 50:50).

Promotrimo poslovanje Holdinga kroz pokazatelje likvidnosti, zaduženosti aktivnosti, ekonomičnosti, profitabilnosti i financijske nesigurnosti.

Likvidnost je sposobnost poduzeća da podmiri kratkoročne obveze iz tekuće aktivnosti. Koeficijent trenutne likvidnosti (postotak kratkoročnih obveza koje je moguće podmiriti najlikvidnijom imovinom – novcem) uglavnom se smanjuje zbog smanjenja novca na računima i u blagajni, te povećanja kratkoročnih obveza. Koeficijent tekuće likvidnosti (omjer kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza), samo u 2007. prešao je vrijednost od 2 što označava primjerenu likvidnost. U ostalim promatranim godinama se smanjuje, a krajem razdoblja ima vrijednost manju od 1 što je izrazito slabo i pokazuje da je Holding nelikvidan. Koeficijent financijske stabilnosti (omjer dugotrajne imovine i kapitala uvećanog za dugoročne obveze) u posljednje dvije godine veći je od 1 i ukazuje da Holding dio dugotrajne imovine financira kratkoročnim izvorima (umjesto obrnuto).

Pokazatelji zaduženosti Holdinga također su nepovoljni. Faktor zaduženosti (omjer ukupnih obveza i zadržane dobiti uvećane za amortizaciju) rastao je s 12,97 u 2006. na čak 35,29 u 2011. Taj je rast uzrokovan zaduživanjem i negativnim neto rezultatom.

Koeficijenti obrta su nestabilni. Povećanjem koeficijenta obrta ukupnih kratkotrajnih potraživanja smanjilo se prosječno vrijeme naplate s 205 dana 2006. na 150 dana 2011., a prosječno vrijeme plaćanja ukupnih kratkoročnih obveza povećano je s 153 na 223 dana. Novčani jaz (razlika između prosječnog trajanja plaćanja obveza i prosječnog vremena naplate potraživanja) povećao se s -53 na +73, što ukazuje da slaba likvidnost Holdinga nije uzrokovana problemima u naplati potraživanja.

Do 2011. pokazatelji ekonomičnosti (omjer prihoda i rashoda) prodaje i ukupnog poslovanja Holdinga su zadovoljavajući. Međutim, ekonomičnost ukupnog poslovanja se smanjuje 2010. i 2011. zbog izrazito slabe ekonomičnosti financiranja.

Pokazatelji profitabilnosti (sposobnost poduzeća da ostvari određenu razinu dobiti u odnosu prema prihodu, imovini ili kapitalu) pokazuju da neto profitna marža Holdinga raste do 2009. nakon čega se naglo smanjuje. Slična je situacija i s ostalim pokazateljima profitabilnosti. Poduzeće u posljednje vrijeme ostvaruje neto gubitak i postaje neprofitabilno.

Rentabilnost vlastitog kapitala (ROE - prinos na vlastiti kapital poduzeća - dobit po kuni uloženog kapitala) od iznimne je važnosti vlasnicima dioničkih društava. Za Holding ne čude relativno niske vrijednosti tog pokazatelja koje se kreću od 0,56% do 2,62%. Niske vrijednosti mogu se tumačiti visokim troškovima poslovanja i prezaduženošću.

Iako je financijski položaj Holdinga slab, zahvaljujući potpori Grada Zagreba osigurava se kontinuitet poslovanja, a u određenoj se mjeri zadržava i povjerenje vjerovnika. To bi se povjerenje moglo narušiti zbog evidentnih problema u poslovanju i slabljenju financijskih odnosa s Gradom Zagrebom.

## 5. OCJENA KREDITNOG RIZIKA I PRINOS NA OBVEZNICU

Radi procjene kreditnog rizika dodatno ćemo se osloniti na ocjene rizičnosti Holdinga, koje su obavile rejting agencije, u prvom redu Standard & Poors. Ukratko, veći kreditni rejting označava veću sigurnost dužnika, tj. manji kreditni rizik te manji očekivani prinos za vjerovnika, odnosno manje troškove duga za dužnika. U nastavku pogledajmo rejting ocjene Holdinga od agencija Standard & Poor's i Moody's.

### Tablica 7.

Kreditni rejting Holdinga, Grada Zagreba i Republike Hrvatske

Godina	Holding		Grad Zagreb		RH	
	Moody's	S&P	Moody's	S&P	Moody's	S&P
2007.	Baa2	BBB	Baa1	BBB	Baa1	BBB+
2008.	Baa2, Baa3	BBB	Baa1, Baa2	BBB	Baa1, Baa2	BBB+
2009.	Baa3	BBB, BBB-	Baa2, Baa3	BBB, BBB-	Baa2, Baa3	BBB+, BBB
2010.	Baa3	BBB-, BB	Baa3	BBB-	Baa3	BBB, BBB-
2011.	Baa3	BB, BB-	Baa3	BBB-	Baa3	BBB-
2012.	Baa3	BB-, B+	Baa3	BBB-	Baa3	BBB-
2013.	Ba2	BB-, B+	Baa3, Ba1	BBB, B+	Baa3, Ba1	BBB, B+

Izvor: Sistematizacija autora na temelju izvještaja rejting agencija Moody's i S&P.

Kreditni rizik institucija obično je nešto veći od kreditnog rizika države. Tako je i u Hrvatskoj. Kreditni rejting države u promatranom razdoblju se smanjuje, kao i kreditni rejting Grada Zagreba i Holdinga. Kreditni rejting Grada Zagreba nije veći od kreditnog rejtinga države, kao što ni kreditni rejting Holdinga ne prelazi kreditni rejting Grada Zagreba.

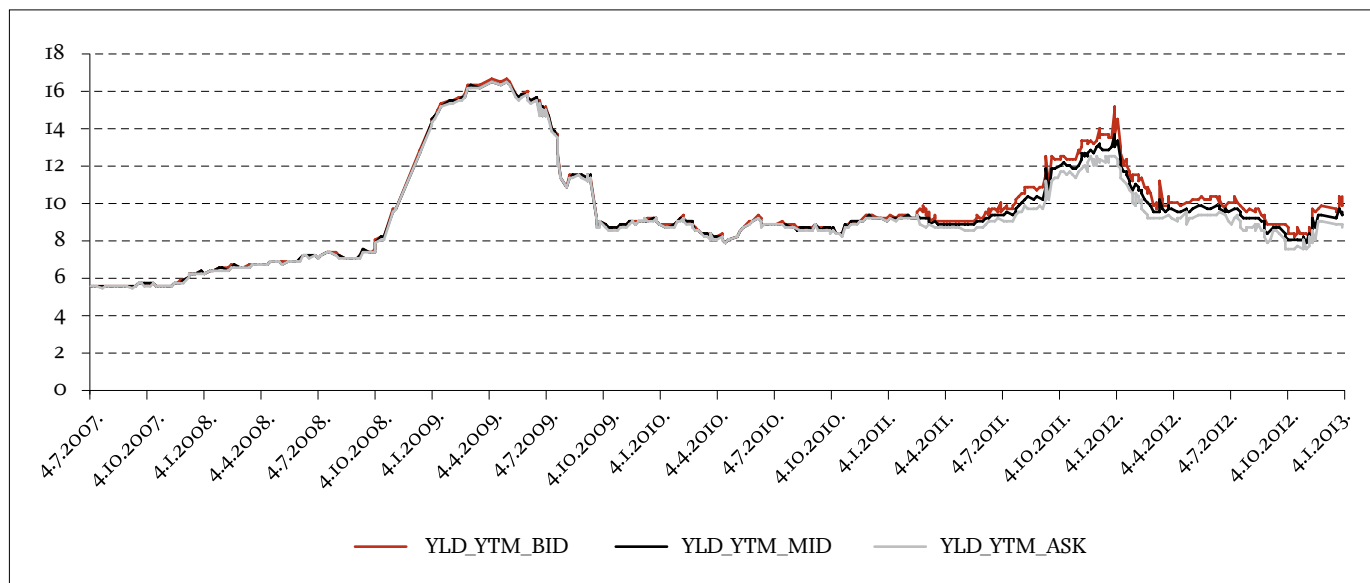
Prvi kreditni rejting od agencije S&P Holding je dobio 2007. Početni rejting Holdinga od BBB označavao je adekvatnu sposobnost plaćanja. Isti rejting imao je i Grad Zagreb, a Republika Hrvatska imala je veći (BBB+). Takav je rejting Holding održao do 2009., kada se smanjuje na BBB- i to zbog rasta duga i slabe likvidnosti uzrokovane gospodarskom krizom. Već 2010. S&P smanjuje kreditni rejting Holdinga na BB (s negativnim izgledom). Kreditni rejting Holdinga zapravo je kombinacija vlastitog kreditnog profila (koji S&P rangira kao B) i „vrlo visoke vjerojatnosti” da će Grad Zagreb kao vlasnik Holdinga pružiti pravovremenu potporu u slučaju financijskih poteškoća. U 2011. rejting Holdinga dodatno je smanjen (s BB na BB-) zbog visoke zaduženost, neadekvatne likvidnosti i nepredvidive financijske politike. Holding, naime, nema dugoročnu financijsku strategiju.

U studenom 2012., rejting je smanjen s BB- na B+, što je samo jedan razred više od kategorije za koju postoji „opasnost od nenaplativosti”. Pogoršanje kreditnog profila Holdinga uzrokovano je rastom nelikvidnosti, narušavanjem kvalitete dužničkog portfelja u kojem raste udio kratkoročnog duga, te padom cijena nekretnina. Takva nepovoljna financijska kretanja i financijski pokazatelji utječu i na kretanja prinosa obveznica Holdinga koje kotiraju na međunarodnom tržištu kapitala.

Prinos do dospijeca obveznice Holdinga je nestabilan. Primjetan je blagi porast do sredine 2008., kada prinos naglo raste, vjerojatno zbog smanjenja kreditnog rejtinga. Nakon toga prinos se smanjuje te od kraja 2009. do sredine 2011. fluktuirao oko 9%.

## Grafikon 1.

Kretanje prinosa do dospijea na obveznicu Holdinga od 2007. do 2013. (u %)



Izvor: Bloomberg, 2013.

Zanimljivo je primijetiti značajne varijacije prinosa i povećanje razlike prinosa ponude i potražnje (engl. bid-ask spread) od početka 2011. do kraja promatranog razdoblja, što ukazuje na nelikvidnost obveznice na sekundarnom tržištu. Razlika prinosa ponude i potražnje rezultat je nepostojanja konsenzusa investitora o kreditnom riziku Holdinga zbog asimetrije informacija. Postojeći vjerovnici vrednuju obveznice znatno više nego potencijalni. Nepostojanje likvidnosti za Holdingovu obveznicu onemogućava donošenje kvalitetnijih zaključaka o kretanju cijene ili prinosa na obveznicu.

## 6. ZAKLJUČAK

Financijsko poslovanje Holdinga je slabo, a financijski se položaj u posljednje dvije promatrane godine značajno pogoršava. Financijska pozicija Grada Zagreba izložena je visokim rizicima dospijea financijskih obveza Holdinga. Sredinom 2017. dospijeva glavnica izdanih obveznica, što dodatno usložnjava financijsku poziciju Grada i dovoljan je motiv za nužno restrukturiranje Holdinga.

Prihodi poslovanja Holdinga pokrivaju rashode poslovanja. Međutim, zbog nerazboritog zaduživanja i slabog upravljanja financijama, nagomilane su visoke obveze koje prijete financijskoj stabilnosti Holdinga. Zbog slabih poslovnih rezultata i slabe financijske perspektive nužno je redefinirati ulogu Holdinga u pružanju javnih dobara i usluga. Potrebno je profilirati jasnu misiju i viziju njegova budućeg razvoja, koji bi primarno trebao biti usmjeren na pružanje javnih dobara i usluga.

Potrebno je odvojiti tržišne djelatnosti od djelatnosti koje se odnose na pružanje lokalnih javnih dobara i usluga, za koje može biti opravdano davanje potpora iz Gradskog proračuna. U strukturi obveza, novim zaduživanjima treba povećati udio duga denominiranog u kunama s fiksnom kamatnom stopom i što dužim rokovima dospijea.

Dio tržišnih djelatnosti nedvojbeno treba privatizirati. Privatizaciju treba dobro pripremiti kako se ne bi obavljala u nepovoljnim tržišnim uvjetima. Zbog slabog financijskog upravljanja nužno je preispitati unutarnju upravljačku organizaciju Holdinga i utvrditi mogućnosti za njeno poboljšanje.



**Prilog I.**  
**Analiza bilance poduzeća Zagrebački Holding d.o.o. od 2006. do 2011. (u mil. kn)**

	2006.	2007.	2007/06.	2008.	2008/07.	2009.	2009/08.	2010.	2010/09.	2011.	2011/10.
Dugotrajna imovina	12.707	13.414	1,06	16.310	1,22	19.707	1,21	19.490	0,99	20.095	1,03
Nematerijalna imovina	62	215	3,47	57	0,26	28	0,49	20	0,74	22	1,06
Nekretnine, postrojenja i oprema	12.461	12.916	1,04	15.299	1,18	17.359	1,13	16.321	0,94	17.014	1,04
Predjmovi za materijalnu imovinu	79	184	2,31	0,00							
Ulaganja u nekretnine	I		0,00			953				976	1,02
Ostala financijska imovina	30	37	1,23	73	1,98	123	1,69	121	0,98	122	1,01
Dugotrajna potraživanja	74	61	0,83	817	13,33	2.148	2,63	2.018	0,94	1.903	0,94
Odgodena porezna imovina				64		49	0,77	57	1,15	59	1,04
Kratkotrajna imovina	2.852	5.971	2,09	4.397	0,74	2.998	0,68	2.827	0,94	2.713	0,96
Zalihe	276	830	3,01	1.368	1,65	922	0,67	838	0,91	840	1,00
Potraživanja od kupaca	1.100	896	0,82	901	1,01	938	1,04	1.086	1,16	1.020	0,94
Potraživanja od povezanih strana	847	1.335	1,58	394	0,29	665	1,69	597	0,90	505	0,85
Potraživanja od države i drugih institucija	40	35	0,88	25	0,70	29	1,19	18	0,60	18	1,02
Potraživanja od zaposlenih				2		2	0,96	2	0,95	2	1,11
Ostala potraživanja	10	9	0,98	187	20,00	183	0,97	138	0,75	126	0,91
Financijska imovina	165	2.141	13,00	1.349	0,63	105	0,08	23	0,22	57	2,43
Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i nedospjela naplata prihoda	116	175	1,51	0,00							
Novac na računima i u blagajni	298	548	1,84	171	0,31	153	0,90	125	0,82	144	1,15
<b>Ukupna imovina</b>	<b>15.559</b>	<b>19.385</b>	<b>1,25</b>	<b>20.708</b>	<b>1,07</b>	<b>22.795</b>	<b>1,10</b>	<b>22.317</b>	<b>0,98</b>	<b>22.808</b>	<b>1,02</b>
<b>Kapital</b>	<b>7.206</b>	<b>7.205</b>	<b>1,00</b>	<b>7.089</b>	<b>0,98</b>	<b>7.128</b>	<b>1,01</b>	<b>6.638</b>	<b>0,93</b>	<b>7.192</b>	<b>1,08</b>
Temeljni kapital	4.293	4.209	0,98	4.209	1,00	4.209	1,00	4.209	1,00	4.209	1,00
Revalorizacijske pričuve	2.602	2.603	1,00	2.591	1,00	2.590	1,00	2.592	1,00	3.397	1,31
Ostale pričuve		15		15	1,00	15	1,00	15	1,00	97	6,43
Zadržana dobit	228	340	1,49	274	0,81	315	1,15	291	0,93	-177	-0,61
Dobit tekuće godine	82	38	0,46	0,00				-468		-335	0,72
Nevladajući udjeli				0		0	1,74	-1	-1,98	1	-1,91

Dugoročne obveze	6.459	9.442	1,46	10.956	1,16	13.141	1,20	12.716	0,97	12.329	0,97
Rezerviranja	234	180	0,77	311	1,73	301	0,97	398	1,32	356	0,89
Primljeni krediti i zajmovi	1.299	1.485	1,14	2.923	1,97	3.754	1,28	3.457	0,92	3.172	0,92
Obveze za izdane dugoročne vrijednosne papire		2.198		2.203	1,00	2.216	1,01	2.216	1,00	2.259	1,02
Odgodena porezna obveza	630	628	1,00	625	0,99	628	1,01	626	1,00	827	1,32
Ostale dugoročne obveze	72	260	3,60	174	0,67	223	1,28	225	1,01	228	1,01
Odgodeno priznavanje prihoda	4.223	4.691	1,11	4.720	1,01	6.018	1,28	5.794	0,96	5.487	0,95
<b>Kratkoročne obveze</b>	<b>1.895</b>	<b>2.739</b>	<b>1,45</b>	<b>2.663</b>	<b>0,97</b>	<b>2.436</b>	<b>0,91</b>	<b>2.963</b>	<b>1,22</b>	<b>3.287</b>	<b>1,11</b>
Obveze po izdanim vrijednosnim papirima	21	10	0,47	2	0,18		0,00				
Obveze po kreditima i zajmovima	204	489	2,40	535	1,10	545	1,02	995	1,83	1.270	1,28
Obveze za predujmove, depozite i jamstva	82	269	3,27	258	0,96	87	0,34	24	0,28	26	1,07
Obveze prema dobavljačima	975	1.095	1,12	827	0,76	921	1,11	1.080	1,17	1.075	1,00
Obveze prema povezanim stranama	279	215	0,77	277	1,29	131	0,47	60	0,46	60	1,01
Obveze prema zaposlenima				84		89	1,07	94	1,05	97	1,03
Obveze za poreze i doprinose				110		85	0,78	105	1,23	137	1,30
Ostale kratkoročne obveze	334	662	1,98	571	0,86	577	1,01	604	1,05	621	1,03
<b>Ukupno glavnica i obveze</b>	<b>15.559</b>	<b>19.385</b>	<b>1,25</b>	<b>20.708</b>	<b>1,07</b>	<b>22.705</b>	<b>1,10</b>	<b>22.317</b>	<b>0,98</b>	<b>22.808</b>	<b>1,02</b>

Izvor: Konsolidirani financijski izvještaji ZGH-a s izvještajem neovisnog revizora za 2007., 2008., 2009., 2010. i 2011.

## Prilog 2.

Analiza financijskih pokazatelja poduzeća Zagrebački Holding d.o.o. od 2006. do 2011.

Financijski pokazatelj	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
<b>Pokazatelji likvidnosti</b>						
Koeficijent trenutne likvidnosti	0,16	0,20	0,06	0,06	0,04	0,04
Koeficijent ubrzane likvidnosti	1,36	1,88	1,14	0,85	0,67	0,57
Koeficijent tekuće likvidnosti	1,51	2,18	1,65	1,23	0,95	0,83
Koeficijent financijske stabilnosti	0,93	0,81	0,90	0,97	1,01	1,03
<b>Pokazatelji zaduženosti</b>						
Koeficijent zaduženosti	0,54	0,63	0,66	0,69	0,70	0,68
Koeficijent vlastitog financiranja	0,46	0,37	0,34	0,31	0,30	0,32
Faktor zaduženosti	12,97	16,18	17,56	17,50	17,10	35,29
Stupanj pokrića	1,08	1,24	1,11	1,03	0,99	0,97
<b>Pokazatelji aktivnosti</b>						
Koeficijent obrta ukupne imovine	0,30	0,28	0,25	0,26	0,25	0,24
Koeficijent obrta kratkotrajne imovine	1,64	0,92	1,20	1,99	1,96	2,02
Koeficijent obrta potraživanja	1,75	1,47	2,41	2,43	2,22	2,40
Trajanje naplate potraživanja	205,48	244,79	149,43	148,10	161,87	149,76
Trajanje plaćanja obveza	152,92	188,02	194,45	159,62	193,62	222,65
<b>Pokazatelji ekonomičnosti</b>						
Ekonomičnost ukupnog poslovanja	1,02	1,01	1,01	1,01	0,92	0,94
Ekonomičnost prodaje	1,02	1,02	1,01	1,05	0,98	1,01
Ekonomičnost financiranja	1,03	0,84	1,06	0,53	0,26	0,22
<b>Pokazatelji profitabilnosti</b>						
Neto marža profita	0,04	0,05	0,06	0,07	0,00	0,03
ROA	0,01	0,00	0,00	0,00	-0,02	-0,01
ROE	0,01	0,01	0,00	0,01	-0,07	-0,05
<b>Altmanov zbrojni pokazatelj financijske nesigurnosti</b>	<b>0,67</b>	<b>0,63</b>	<b>0,49</b>	<b>0,40</b>	<b>0,26</b>	<b>0,26</b>
X1	0,06	0,17	0,08	0,02	-0,01	-0,03
X2	0,01	0,02	0,01	0,01	0,01	-0,01
X3	0,01	0,01	0,02	0,02	0,00	0,01
X4	0,86	0,59	0,52	0,46	0,42	0,46
X5	0,01	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00

Izvor: Konsolidirani financijski izvještaji ZGH-a s izvještajem neovisnog revizora za 2007., 2008., 2009., 2010. i 2011.

## LITERATURA

### **Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja (AZTN), 2007.**

Godišnje izvješće o radu Agencije za zaštitu tržišnog natjecanja za 2006. godinu. [pdf] Zagreb: Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja. Dostupno na: <[http://www.aztn.hr/uploads/documents/tn/godisnja\\_izvjesca/godisnje\\_izvjesce\\_AZTN\\_za\\_2006.pdf](http://www.aztn.hr/uploads/documents/tn/godisnja_izvjesca/godisnje_izvjesce_AZTN_za_2006.pdf)>.

**Beard Group, 2010.** Zagrebacki Holding: S&P Lowers Corporate Credit Rating to 'BB'. *Troubled Company Reporter: Europe*, [e-journal] 11(227). Dostupno na: <[http://bankrupt.com/TCREUR\\_Public/101117.mbx](http://bankrupt.com/TCREUR_Public/101117.mbx)>.

**Beard Group, 2011.** Zagrebacki Holding: S&P Lowers Issuer Credit Rating to 'BB'. *Troubled Company Reporter: Europe*, [e-journal] 12(236). Dostupno na: <[http://bankrupt.com/TCREUR\\_Public/111129.mbx](http://bankrupt.com/TCREUR_Public/111129.mbx)>.

**Državni ured za reviziju, 2012.** *Izvješće o obavljenoj reviziji – Zagrebačko holding d.o.o. Zagreb.* Zagreb: Državni ured za reviziju.

**Reuters, 2012.** TEXT-S&P: *Zagreb's rating unaffected by finance ministry dispute* [online]. Dostupno na: <<http://www.reuters.com/article/2012/10/19/idUSWNA798820121019>>.

**Reuters, 2012a.** TEXT-S&P *cuts Zagrebacki Holding rating to 'B+', outlook is negative* [online]. Dostupno na:

<<http://www.reuters.com/article/2012/11/27/idUSWNA006320121127>>.

**Standard & Poor's, 2009.** *Izvješće o ocjeni kreditnog rejtinga poduzeća Zagrebački Holding d.o.o.* [online]. Dostupno na: <[www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245193589485](http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245193589485)>.

**Vodoprivreda Zagreb.** *Privatizacija trgovačkog društva Vodoprivreda Zagreb d.d.* [online]. Dostupno na: <<http://www.vzg.hr/privatizacija.htm>>.

**Zagrebački holding.** *Konsolidirani financijski izvještaji Zagrebačkog Holdinga s izvještajem neovisnog revizora za 2007., 2008., 2009., 2010. i 2011.* Zagreb: Zagrebački holding.

**Zakon** o izmjenama i dopunama Zakona o vodama, NN 150/05. Zagreb: Narodne novine.

**Zakon** o komunalnom gospodarstvu, NN 36/95, 70/97, 128/99, 57/00, 129/00, 59/01, 26/03, 82/04, 110/04, 178/04, 38/09, 79/09, 153/09, 49/11, 84/11 i 90/11. Zagreb: Narodne novine.

**Zakon** o lokalnoj i područnoj (regionalnoj) samoupravi, NN 33/01, 60/01, 106/03, 129/05, 109/07, 125/08, 36/09 i 150/11. Zagreb: Narodne novine.

**Zakon** o vodama, NN 107/95. Zagreb: Narodne novine.

**Zakon** o zaštiti tržišnog natjecanja, NN 79/09. Zagreb: Narodne novine.