



## Fitch potwierdził rating Województwa Mazowieckiego na poziomie „BBB+”; Perspektywa Stabilna

Fitch Ratings-Warsaw/London-15 May 2017: (tłumaczenie z oryginału opublikowanego w dniu 12 maja 2017r. w j. angielskim) Fitch Ratings potwierdził ratingi Województwa Mazowieckiego: międzynarodowy długoterminowy rating dla zadłużenia w walucie zagranicznej (Issuer Default Rating; IDR) na poziomie „BBB+”, międzynarodowy długoterminowy rating dla zadłużenia w walucie krajowej na poziomie „A-” oraz długoterminowy rating krajowy na poziomie „AA+(pol)”. Perspektywa ratingów jest Stabilna. Fitch potwierdził także długoterminowy rating w walucie zagranicznej na poziomie „BBB+” dla obligacji Województwa wyemitowanych w transzach o wartości 50 mln euro i 32 mln euro.

Potwierdzenie ratingów odzwierciedla nasze oczekiwania, że w średnim okresie Województwo utrzyma solidne wyniki budżetowe i dobrą płynność, przy równoczesnym spadku zadłużenia bezpośredniego. Ratingi uwzględniają również wysokie ryzyko pośrednie Województwa, związane z ciągłymi i znacznymi potrzebami finansowymi podmiotów leczniczych. Według naszej oceny ryzyko to nie ulegnie zmniejszeniu w średnim okresie.

### GŁÓWNE CZYNNIKI RATINGU

Według naszych prognoz Województwo utrzyma solidne wyniki operacyjne z marżą operacyjną wynoszącą około 20%-25% w średnim okresie. Będzie to rezultatem utrzymywania wydatków bieżących pod ścisłą kontrolą, co wynika z postanowień programu postępowania ostrożnościowego realizowanego przez Województwo od 2014r. Przyczyni się do tego również oczekiwany wzrost dochodów z tytułu podatku dochodowego od osób prawnych (CIT). Podatek ten jest najważniejszym źródłem finansowania budżetu Województwa i jego udział w dochodach operacyjnych wynosi średnio 65%. Dynamika dochodów CIT zależy od sytuacji w gospodarce narodowej. W czasach koniunktury dochody CIT wykazują wyższą dynamikę wzrostu niż wzrost PKB. Fitch prognozuje, że średniokresowy wzrost gospodarczy wyniesie co najmniej 3% rocznie.

Prognozujemy, że w latach 2017-2020 nadwyżka operacyjna Województwa może wynieść co najmniej 540 mln zł rocznie i znacznie przekraczać roczną obsługę zadłużenia, która wzrośnie z 132 mln zł w 2016r. do około 270 mln zł wraz z rozpoczęciem od 2017r. wykupu obligacji w wysokości 82 mln euro. Prognozowana nadwyżka powinna ustabilizować się na poziomie znacznie wyższym niż osiągnięta w latach 2012-2014, gdy wynosiła średnio 240 mln zł. Województwo było wtedy obciążone płatnościami na subwencję ogólną dla województw (tzw. „janosikowe”), które stanowiły średnio 37% wydatków operacyjnych. Począwszy od 2015r., wraz ze zmianą przepisów dotyczących „janosikowego”, wydatki Województwa na ten cel są znacznie niższe, co znacznie poprawiło jego elastyczność finansową. W 2017r. wyniosą one 357 mln zł co stanowić będzie około 20% wydatków operacyjnych.

Dobre wyniki operacyjne oraz płynność Województwa osiągnięte w 2016r. pozwoliły mu na całkowitą spłatę zaległego „janosikowego” za 2014r. i w rezultacie Województwo nie ma więcej zaległości z tego tytułu. Spłata spowodowała wzrost wydatków operacyjnych o 231 mln zł i w konsekwencji spadek marży operacyjnej do 16,6% w 2016r. (bez spłaty marża wyniosłaby 27%), w porównaniu do 25% marży osiągniętej w 2015r. Spłata „janosikowego” nie wpłynęła na obsługę zadłużenia, gdyż nadwyżka operacyjna w wysokości 359 mln zł prawie trzykrotnie przewyższyła 132 mln zł wydatków na obsługę długu w 2016r.

Zgodnie z naszą prognozą zadłużenie bezpośrednie Województwa spadnie z 1,44 mld zł na koniec 2016r. (67% wydatków bieżących) do około 1 mld zł na koniec 2020r. (40%). Zadłużenie Województwa spada od 2014r. zgodnie z postanowieniami programu postępowania ostrożnościowego dotyczącymi ograniczeń w zadłużaniu się. Zgodnie z nimi Województwo może rozpocząć nowe inwestycje finansowane długiem tylko po spełnieniu określonych warunków, takich jak otrzymanie dotacji unijnych. Tempo spadku zadłużenia Województwa jest jednakże niższe niż zakładaliśmy w naszej poprzedniej prognozie. Mazowieckie wystąpiło do Ministra Finansów o zgodę na refinansowanie około 300 mln zł długu zapadającego w latach 2017-2019. Otrzymanie tej zgody zwiększyłoby zdolność Województwa do finansowania dodatkowych inwestycji. Zakładamy, że ryzyko refinansowania jest niskie w tym okresie, a wskaźnik spłaty długu pozostanie na bezpiecznym poziomie niższym niż trzy lata.

Przewidujemy, że ryzyko pośrednie związane ze spółkami i SPZOZ Województwa pozostanie wysokie, w związku z ciągłymi znacznymi potrzebami wsparcia finansowego (dopłaty kapitałowe, poręczenia i pożyczki) dla podmiotów leczniczych, których sytuacja finansowa jest słaba. Prognozujemy, że wsparcie finansowe udzielone przez Województwo podmiotom leczniczym w średnim okresie może wynieść do 150 mln zł rocznie. Natomiast sytuacja finansowa spółek kolejowych, których zadłużenie jest najwyższe spośród wszystkich spółek wojewódzkich (61% z 893 mln zł zadłużenia pośredniego wstępnie spodziewanego na koniec 2016r.) jest dobra. Dzięki zawartym z Województwem długoterminowym umowom na świadczenie regionalnych kolejowych przewozów pasażerskich spółki te są w stanie samodzielnie obsłużyć zadłużenie.

Wskaźniki ekonomiczne Województwa są wyższe od średniej krajowej. Produkt Krajowy Brutto w przeliczeniu na jednego mieszkańca Województwa (ponad 5 milionów mieszkańców) stanowił 159% średniej krajowej w 2015r. i to głównie dzięki

usługom, które dominują w gospodarce lokalnej. Stopa bezrobocia w Województwie na koniec 2016r. wyniosła 7,2% i była niższa od średniej krajowej (8,3%). Województwo charakteryzuje się znacznym zróżnicowaniem poziomu bogactwa pomiędzy podregionami. Z tego powodu począwszy od 2018r. nastąpi podział statystyczny Województwa na dwie odrębne jednostki statystyczne NUTS 2. Zwiększy to szansę na wyższe dotacje unijne dla słabszych podregionów Województwa (których PKB na mieszkańca pozostanie poniżej 75% średniej unijnej), w porównaniu do dotacji unijnych, które Województwo mogłoby otrzymać jako jedna jednostka statystyczna (której PKB jest bliski średniej unijnej). Podział statystyczny Mazowsza nie ma implikacji ratingowych.

#### CZYNNIKI ZMIANY RATINGU

Ratingi mogą zostać podniesione, jeżeli zadłużenie ogółem i zobowiązania pośrednie netto Województwa spadną poniżej 70% dochodów bieżących (2016: 103%) oraz gdy Województwo utrzyma trwale solidne wyniki operacyjne wyrażone marżą operacyjną powyżej 20%.

Ratingi Województwa mogą zostać obniżone w przypadku gdy zadłużenie ogółem i zobowiązania pośrednie netto będą trwale wyższe niż 120% dochodów bieżących oraz gdy wyniki operacyjne znacząco się pogorszą.

#### GLÓWNE ZAŁOŻENIA

Utrzymanie administracyjnych granic Województwa.

##### Kontakt:

Pierwszy Analityk  
Dorota Dziedzic  
Director  
+48 22 338 62 96  
Fitch Polska S.A.  
ul. Królewska 16  
00-103 Warszawa

##### Drugi Analityk

Renata Dobrzyńska  
Director  
+48 22 338 62 82

##### Przewodniczący Komitetu Ratingowego

Christophe Parisot  
Managing Director  
+34 1 44 29 91 34

Media Relations: Peter Fitzpatrick, London, Tel: +44 20 3530 1103, Email: [peter.fitzpatrick@fitchratings.com](mailto:peter.fitzpatrick@fitchratings.com).

##### Zastosowane metodyki:

International Local and Regional Governments Rating Criteria - Outside the United States (pub. 18 Apr 2016)  
National Scale Ratings Criteria (pub. 07 Mar 2017)

##### Dodatkowe informacje:

Dodd-Frank Rating Information Disclosure Form  
Solicitation Status  
Endorsement Policy

Copyright © 2017 Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. i jego podmioty zależne. 33 Whitehall Street, NY, NY 10004. Telefon: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Kopiowanie lub wykorzystywanie w całości lub w części bez zgody jest zabronione. Wszelkie prawa zastrzeżone. W procesie nadawania i utrzymywania ratingów, jak również tworzeniu innych raportów (łącznie z informacjami o prognozach), Fitch bazuje na faktycznych informacjach otrzymanych od emitentów i underwriterów i innych źródeł, które według Fitch są wiarygodne. Fitch przeprowadza rozsądne badanie faktycznych informacji, na których bazuje, zgodnie ze swoją metodyką oraz otrzymuje rozsądne potwierdzenie tych informacji w niezależnych źródłach, w miarę dostępności tych źródeł dla danego papieru wartościowego lub w danej jurysdykcji. Sposób weryfikacji faktów przez Fitch i zakres otrzymanej weryfikacji od stron trzecich będzie się różnić w zależności od charakteru danego papieru wartościowego i jego emitenta, wymogów i zwyczajów w jurysdykcji, w ramach której oceniany papier jest oferowany sprzedawany i/lub jest zlokalizowany emitent, dostępności i charakteru odpowiednich informacji publicznych, dostępu do Zarządu emitenta i jego doradców, dostępności do istniejących wcześniej informacji stron trzecich takich jak: raporty audytorów, zatwierdzone listy z procedurami, oceny, raporty aktuarialne, raporty inżynierskie, opinie prawne oraz innych raportów sporządzonych przez strony trzecie, dostępności niezależnych i kompetentnych źródeł weryfikujących w związku z konkretnym papierem wartościowym lub w danej jurysdykcji z której pochodzi emitent oraz szeregu innych czynników. Podmioty/osoby wykorzystujące ratingi Fitch powinni zrozumieć, że ani dokładniejsza weryfikacja faktów, ani

jakakolwiek weryfikacja przez strony trzecie nie gwarantuje, że wszystkie informacje, na których bazuje Fitch w procesie nadania ratingu będą dokładne i kompletne. Ostatecznie, to emitent i jego doradcy są odpowiedzialni za dokładność informacji, które przekazują Fitch oraz rynkowi w dokumentach oferujących i innych raportach. W procesie nadawania ratingów Fitch musi polegać na pracy ekspertów, takich jak: niezależni audytorzy, jeśli chodzi o sprawozdania finansowe oraz prawnicy w zakresie kwestii prawnych i podatkowych. Ponadto, ratingi oraz prognozy dotyczące informacji finansowych oraz innych informacji z natury rzeczy dotyczą zdarzeń przyszłości i bazują na założeniach i oczekiwaniach dotyczących zdarzeń w przyszłości, które z natury rzeczy nie mogą zostać zweryfikowane jako fakty. W efekcie, pomimo jakiegokolwiek weryfikacji teraźniejszych faktów, na rating mogą wpływać przyszłe zdarzenia czy warunki, które nie zostały wzięte pod uwagę w momencie nadania lub potwierdzenia ratingu.

Informacje zawarte w tym raporcie są prezentowane w oryginalnej postaci, bez żadnych gwarancji, a Fitch nie gwarantuje, że raport lub jakakolwiek jego zawartość spełni jakiegokolwiek oczekiwania odbiorcy raportu. Rating nadany przez Fitch jest opinią o wiarygodności kredytowej papieru wartościowego. Ta opinia jest oparta na kryteriach i metodykach, które Fitch ciągle ocenia i aktualizuje. Z tego względu, ratingi są pracą zbiorową w ramach Fitch i żadna osoba ani grupa osób nie jest samodzielnie za nie odpowiedzialna. Rating nie odzwierciedla ryzyka poniesienia strat na skutek innych ryzyk niż ryzyko kredytowe chyba, że ryzyka takie zostały dokładnie przedstawione. Fitch nie jest zaangażowany w oferowanie lub sprzedaż jakichkolwiek papierów wartościowych. Wszystkie raporty Fitch są pracą zbiorową. Konkretnie osoby wskazane w tych raportach brały udział w opracowywaniu opinii w nich zawartych, ale nie są jedynymi za nie odpowiedzialnymi. Osoby te zostały wskazane jedynie jako osoby do kontaktu. Raport prezentujący rating nadany przez Fitch nie jest prospektem ani nie zastępuje informacji zebranych, sprawdzonych i przedstawianych inwestorom przez emitenta i jego agenta w związku ze sprzedażą papierów dłużnych. Ratingi mogą być zmienione lub wycofane w każdej chwili z różnych powodów i jest to suwerenna decyzja Fitch'a. Fitch nie oferuje żadnego doradztwa inwestycyjnego. Ratingi nie stanowią rekomendacji kupna, sprzedaży lub trzymania jakichkolwiek papierów wartościowych. Ratingi nie komentują poprawności cen rynkowych, przydatności jakiegokolwiek papieru wartościowego dla danego inwestora, charakterystyki zwolnień podatkowych lub zobowiązań podatkowych związanych z płatnościami z danym papierem wartościowym. Fitch otrzymuje wynagrodzenie od emitentów, ubezpieczycieli, gwarantów, innych instytucji oraz organizatorów za usługi ratingowe. Opłaty te zazwyczaj zamykają się w przedziale od 1.000 USD do 750.000 USD (lub równowartości tej kwoty w innych walutach) za emisję. W niektórych wypadkach Fitch ocenia wszystkie lub dużą część emisji danego emitenta, lub ubezpieczonych lub gwarantowanych przez danego ubezpieczyciela lub gwaranta, w ramach jednej opłaty rocznej. Taka opłata kształtuje się w przedziale od 10.000 USD do 1.500.000 USD (lub równowartość tej kwoty w innych walutach). Nadanie, publikacja i dystrybucja ratingu przez Fitch nie stanowi zgody Fitch'a do używania jego nazwy w roli eksperta w związku z jakąkolwiek rejestracją w ramach przepisów o publicznym obrocie papierów wartościowych w USA, ustawy „Financial Services and Markets Act” z 2000 roku w Wielkiej Brytanii (United Kingdom) lub podobnych praw i regulacji w każdym innym państwie. Z powodu relatywnej efektywności elektronicznej publikacji i dystrybucji, analizy Fitch mogą być dostępne dla prenumeratorów tych wersji do 3 dni wcześniej niż dla prenumeratorów wersji drukowanej. Informacja dotycząca tylko Australii, Nowej Zelandii, Tajwanu, Korei Południowej: Fitch Australia Pty Ltd posiada licencję na świadczenie usług finansowych w Australii (Australian Financial Services Licence no. 337123), upoważniającą do przyznawania ratingów kredytowych tylko klientom hurtowym (wholesale clients). Informacje o ratingach kredytowych publikowane przez Fitch nie są przeznaczone do wykorzystywania przez osoby, które są klientami detalicznymi w rozumieniu ustawy Corporations Act 2001.

#### **Applicable Criteria**

International Local and Regional Governments Rating Criteria - Outside the United States (pub. 18 Apr 2016)

(<https://www.fitchratings.com/site/re/878660>)

National Scale Ratings Criteria (pub. 07 Mar 2017) (<https://www.fitchratings.com/site/re/895106>)

#### **Additional Disclosures**

Solicitation Status (<https://www.fitchratings.com/site/pr/1023640#solicitation>)

Endorsement Policy (<https://www.fitchratings.com/regulatory>)

#### **Solicitation Status**

Fitch Ratings was paid to determine each credit rating announced in this Rating Action Commentary (RAC) by the obligatory being rated or the issuer, underwriter, depositor, or sponsor of the security or money market instrument being rated, except for the following:

**Endorsement Policy** - Fitch's approach to ratings endorsement so that ratings produced outside the EU may be used by regulated entities within the EU for regulatory purposes, pursuant to the terms of the EU Regulation with respect to credit rating agencies, can be found on the EU Regulatory Disclosures (<https://www.fitchratings.com/regulatory>) page. The endorsement status of all International ratings is provided within the entity summary page for each rated entity and in the transaction detail pages for all structured finance transactions on the Fitch website. These disclosures are updated on a daily basis.