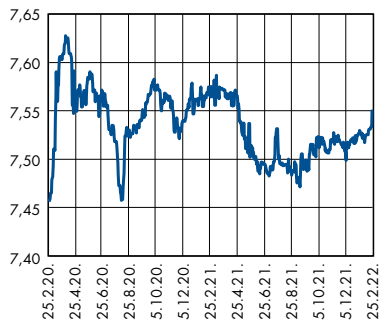


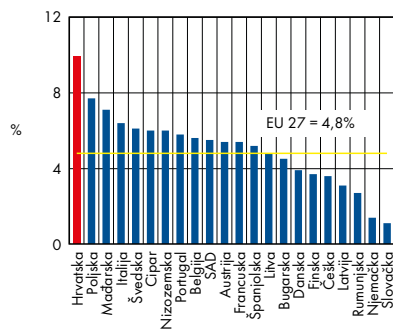


## EUR/HRK, srednji tečaj



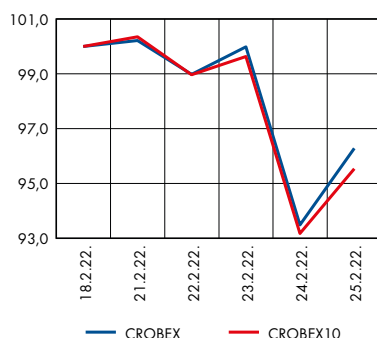
Izvori: Bloomberg, DZS, Raiffeisen istraživanja

## BDP, realna god. prom.



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Dionički indeksi



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

- Inflacija je u siječnju dosegla 5,7% godišnje, razina posljednji put zabilježena 2008. (str. 2)
- Realna gospodarska aktivnost je u 2021. uspjela nadmašiti razinu iz 2019. i tako zatvoriti negativan jaz bruto domaćeg proizvoda. Godišnja realna stopa rasta u 2021. iznosi 10,4%. (str. 2)
- Obveznički prinosi na lokalnom tržištu gotovo su se izjednačili s prinosima hrvatskih euroobveznica. (str. 2)
- Napadom Rusije na Ukrajinu započela je geopolitička prekretnica koja je posebno teška za Europu. (str. 3)
- Povratak na status quo ante bellum s Rusijom, posebno u ekonomskim pitanjima, čini se utopijskim – bez konkretnih temeljnih promjena. (str. 4)
- Vrhunac sezone objava financijskih izvješća kompanija za Q4 2021. u drugom planu. (str. 5)

## Objave ekonomskih pokazatelja

| Pokazatelj                                                      | Vrijeme objave | Prognoza (RBI/RBA) | Konsenzus | Posljednja vrijednost |
|-----------------------------------------------------------------|----------------|--------------------|-----------|-----------------------|
| <b>Hrvatska</b>                                                 |                |                    |           |                       |
| 4.3. Industrijska proizvodnja, god. promj. (sij.)               | 11:00          | 5,5%               | –         | 6,0%                  |
| <b>Europodručje</b>                                             |                |                    |           |                       |
| 1.3. Njemačka: Trgovina na malo, god. promj. (sij.)             | 8:00           |                    | 9,1%      | 0,8%                  |
| 1.3. Njemačka: PMI prerađivačkih aktivnosti (velj.)*            | 9:55           |                    | 58,5      | 58,5                  |
| 1.3. europodručje: PMI prerađivačkih aktivnosti (velj.)*        | 10:00          |                    | 58,4      | 58,4                  |
| 1.3. Njemačka: Potrošačke cijene, god. promj. (velj.)**         | 14:00          |                    | 4,9%      | 4,9%                  |
| 2.3. europodručje: Potroš. cij., proc., god. promj. (velj.)     | 11:00          |                    | 5,3%      | 5,1%                  |
| 2.3. europodručje: Potroš. cij., temelj., god. promj. (velj.)** | 11:00          |                    | 2,5%      | 2,3%                  |
| 3.3. Njemačka: PMI uslužnih aktivnosti (velj.)*                 | 9:55           |                    | 56,6      | 56,6                  |
| 3.3. europodručje: PMI uslužnih aktivnosti (velj.)*             | 10:00          |                    | 55,8      | 55,8                  |
| 3.3. europodručje: Proizvođačke cijene, god. promj. (sij.)      | 11:00          |                    | –         | 26,2%                 |
| 3.3. europodručje: Stopa nezaposlenosti (sij.)                  | 11:00          |                    | 7,0%      | 7,0%                  |
| 4.3. Njemačka: Robna razmjena, saldo (sij.)                     | 8:00           |                    | –         | €6,6 mlrd.            |
| 4.3. Njemačka: Tekući račun platne bilance (sij.)               | 8:00           |                    | –         | €23,9 mlrd.           |
| 4.3. europodručje: Trgovina na malo, god. promj. (sij.)         | 11:00          |                    | 8,1%      | 2,0%                  |
| <b>SAD</b>                                                      |                |                    |           |                       |
| 1.3. PMI prerađivačkih aktivnosti (velj.)*                      | 15:45          |                    | –         | 57,5                  |
| 1.3. ISM prerađivačkog sektora (velj.)                          | 16:00          |                    | 58,0      | 57,6                  |
| 2.3. ADP zaposlenost (velj.)                                    | 14:15          |                    | 310 tis.  | –301 tis.             |
| 3.3. Zahtjevi za naknade za novonezap. (26. velj.)              | 14:30          |                    | –         | 232 tis.              |
| 3.3. Zahtjevi za naknade za nezaposlene (19. velj.)             | 14:30          |                    | –         | 1.476 tis.            |
| 3.3. PMI uslužnih aktivnosti (velj.)*                           | 15:45          |                    | –         | 56,7                  |
| 3.3. ISM uslužnog sektora (velj.)                               | 16:00          |                    | 60,9      | 59,9                  |
| 3.3. Tvorničke narudžbe, mj. promj. (sij.)                      | 16:00          |                    | 0,5%      | –0,4%                 |
| 4.3. Broj novozaposlenih (velj.)                                | 14:30          |                    | 400 tis.  | 467 tis.              |
| 4.3. Stopa nezaposlenosti (velj.)                               | 14:30          |                    | 3,9%      | 4,0%                  |
| <b>Događanja</b>                                                |                |                    |           |                       |
| 2.3. FED: Ekonomski bilten                                      | 20:00          |                    |           |                       |

\* konačni podaci; \*\* preliminarni podaci

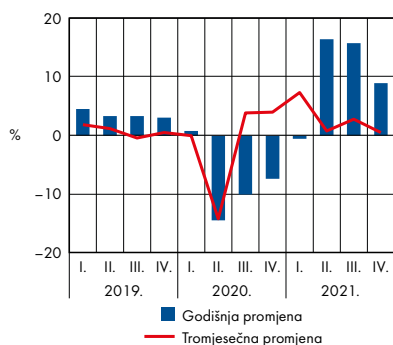
Izvori: www.raiffeisenresearch.com, Bloomberg, DZS, HNB, Min. financija, Zavod za zapošljavanje



## U 2021. realan rast BDP-a 10,4%

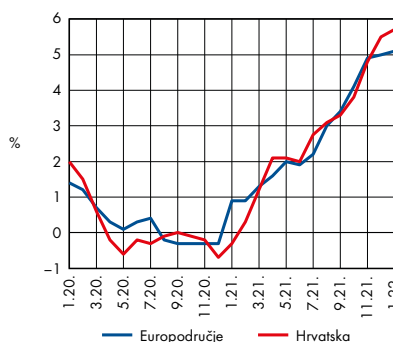
- Nastavak pojačanih inflatornih pritisaka
- Rast prinosa na obvezničkom tržištu

### BDP, realna promjena



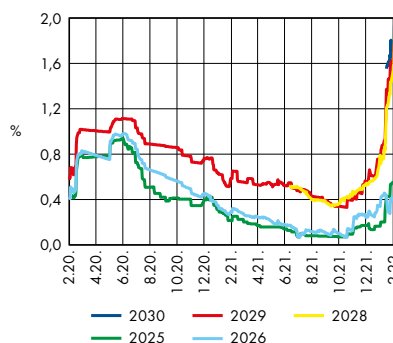
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

### Inflacija, god. prom.



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

### Prinosi na HRK obveznice



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Tjedan bogat ekonomskim objavama ostao je u sjeni geopolitičkih događanja. Pojačani strahovi i neizvjesnost prelijevaju se i na domaće financijsko tržište. Cijene lokalnih izdanja bilježe pad duž krivulje prinosa pri čemu su **prinosi gotovo izjednačili s prinosima hrvatskih euroobveznica**. Na deviznom tržištu, uslijed povećane potražnje za devizama od strane korporativnog i bankarskog sektora EUR/HRK je tijekom tjedna preskočio 7,55 kuna za euro. I u narednim danima pojačana neizvjesnost mogla bi donijeti lagane pritiske EUR/HRK na više. Pri tome, dosljednost HNB-a u politici stabilnog tečaja kune, kao glavnog sidra monetarne politike, ostaje neupitna.

Objava indeksa potrošačkih cijena za siječanj potvrdila je nastavak pojačanih inflatornih pritisaka. **Inflacija je u siječnju dosegla 5,7% godišnje, razina posljednji put zabilježena 2008.** U odnosu na prosinac 2021. potrošačke cijene su u prosjeku više za 0,3%. Najveći godišnji porast cijena ostvaren je kod Neprerađenih prehrambenih proizvoda (+10,3%) uz doprinos porastu od 0,87 pb te u skupini Energija (+10,2%) i doprinos porastu od 1,71pb. U ovoj godini očekujemo prosječnu stopu rasta potrošačkih cijena od 3,6%. Iako je rast cijena ograničen Vladinim odlukama kao i administrativnim ograničenjem cijena goriva, obzirom na recentna događanja u Ukrajini i eskalaciju sukoba, naše projekcije za ovu godinu izložene su prije svega **uzlaznim rizicima**.

Prva procjena BDP-a potvrdila je naša očekivanja o realnom rastu u IV. tromjesečju 2021. od 9,7% (prema originalnim podacima). Međutim, sezonski prilagođeni podaci ukazuju na blagi pad gospodarstva na tromjesečnoj razini (-0,1%). Usporavanje dinamike oporavka povezano je sa smanjenim optimizmom, a ovakva kretanja su i uobičajena nakon snažnog rasta tromjesečje ranije povezanim sa izvršnim rezultatima središnje turističke sezone.

Realna gospodarska aktivnost je u 2021. uspjela nadmašiti razinu iz 2019. i tako zatvoriti negativan jaz domaćeg proizvoda. Godišnji rast u IV. je tromjesečju bio **široko rasprostranjen** sa snažnim realnim rastom većine sastavnica BDP-a pri čemu je najveći doprinos rastu na godišnjoj razini u najvećoj mjeri došao od povećanja osobne potrošnje i izvoza roba i usluga, dok je uvoz ipak rastao nešto sporije. Prema proizvodnoj metodi realni rast bruto dodane vrijednosti iznosio je 9,3% godišnje (originalni podaci) uz najveći doprinos rastu iz Trgovine na veliko i na malo, Prijevoz i skladištenje i Djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane. **U ovoj godini** očekujemo nastavak solidnih stopa rasta iako primjetno nižih zbog učinka baznog razdoblja. **Predvodnik rasta trebale bi postati investicije** podržane prije svega izdašnim sredstvima iz EU fondova te osobna potrošnja. Međutim, obzirom na posljednja geopolitička događanja, prognoza kretanja gospodarstva EU trenutno je pod revizijom što potencijalno može nepovoljno utjecati na kretanja hrvatskog BDP-a. Stoga stavljamo naglasak na **izražen geopolitički rizik** koji može potencijalno utjecati na turističku sezonu i averziju prema riziku, a time i posljedično na kretanje cjelokupnog gospodarstva.

E. Sabolek Resanović

# Napad Rusije na Ukrajinu – snažan udar na Europu

- Povratak na status quo ante bellum s Rusijom čini se nemogućim
- Blaži nepovoljan utjecaj na SAD

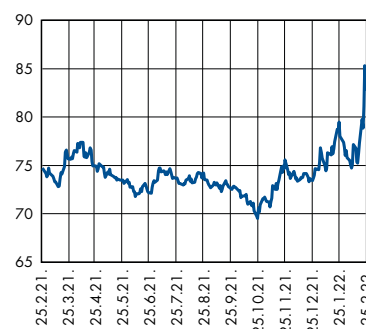
Prošli tjedan započela je **geopolitička prekretnica koja je posebno teška za Europu**. Nakon desetljeća u kojima je Europa uspješno prakticirala mirovni projekt bez vojnog razmještanja, načelo nenasilja i suvereniteta teritorija već je nekoliko puta narušeno. Pomicanje granica i vršenje političkog utjecaja u Europi vojnom silom – uz prihvaćanje znatnih rizika sankcija plus odbacivanje dugogodišnjih gospodarskih partnera – čini se legitimnim instrumentom moći za Rusiju. Već je posljednjih godina vidljiv sve veći utjecaj geopolitike na ekonomska i trgovinska pitanja, međutim, to nikada nije bilo na račun ekonomskih rizika. U svakom slučaju, nedavna eskalacija komplicira bilo kakve ekonomsko-racionalne kalkulacije u odnosima s Rusijom i ovdje bi, po našem mišljenju, posljednji razvoj događaja, kao i namjerno prihvaćanje scenarija ekstremnog rizika od strane Rusije, trebali izazvati prepoznatljive i nužne promjene u srednjoročnom i dugoročnom razdoblju.

U svjetlu povijesnih trendova, ovakva invazija na Ukrajinu vjerojatno je početak niza daljnjih faza eskalacije. Ukrajini se uskraćuje državnost, a tu su i ruski interesi u Baltičkim državama i istočnoj Poljskoj. Stoga je opravdan strah kako će se ovaj europski sukob produžiti. Europska i američka diplomacija ovdje mogu samo neproporcionalno podići cijenu oštirim ekonomskim odvajanjem od Rusije. Dugoročno gledano, jedino što se može učiniti je postići minimalnu ravnotežu interesa sa sadašnjim ruskim vodstvom. **Povratak na status quo ante bellum s Rusijom, posebno u ekonomskim pitanjima, čini nam se utopijskim** - bez konkretnih temeljnih promjena.

## Ekonomski utjecaj na Europu

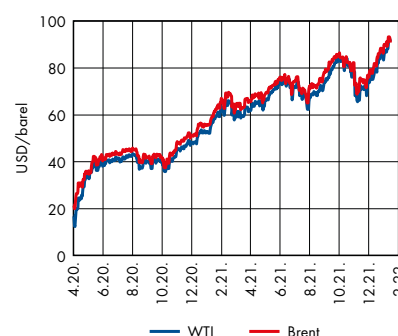
Jasno je kako sankcije neće utjecati samo na Rusiju, već će imati i reperkusije na europski gospodarski razvoj. Bilateralni trgovinski odnosi između država EU i Rusije već su neko vrijeme u padu, a čak su i ubrzani nakon invazije na Krim. **Ahilova peta za Europu, međutim, ostaje njezina ovisnost o uvozu energije, posebice prirodnog plina.** Zamjena je teško moguća u kratkom roku. Učinci su stoga trenutni. Rusija neće zatvoriti plinsku slavinu jer su joj hitno potrebni prihodi koji pokrivaju trećinu državnog proračuna. No moglo bi doći do daljnjeg povećanja cijena. Općenito, može se pretpostaviti da bi ionako visoka inflacija mogla biti znatno iznad cilja ESB-a od 2% ne samo u prvoj polovici 2022., već i u zimi 2022./23. Najnoviji podaci iz veljače PMI indikatora za Europu i njemačkog IFO indeksa jasno su pokazali da prelijevanje cijena nije pogodilo samo industriju, već i maloprodaju i usluge. To znači da cjenovni uzgon u Europi postaje sve širi i nije samo pod utjecajem energetske komponente. Osim toga, kombinacija povećanja minimalne plaće u Njemačkoj i nedostatka radne snage bi stoga trebala povećati potencijal za povećanje cijena u narednim godinama. Također se može pretpostaviti da će značajno povećanje cijena energije uzrokovati propadanje nekih malih i srednjih poduzeća jer ne mogu apsorbirati eksploziju troškova u svojim prodajnim cijenama. To će vjerojatno imati određene prigušne učinke na gospodarstvo u eurozoni. **Općenito, međutim, još uvijek visoka globalna potražnja i smanjena ovisnost SAD-a i Kine o gospodarskim vezama s Rusijom trebali bi pomoći u izbjegavanju klizanja**

## USD/RUB



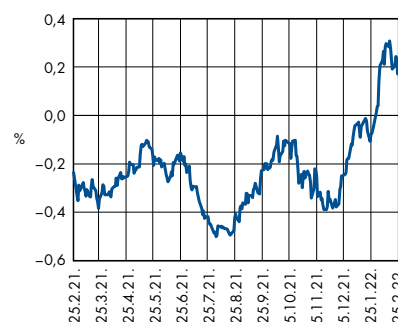
Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Cijene sirove nafte (isporuke sljedeći mjesec)

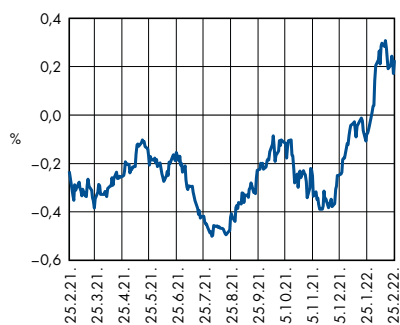


Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

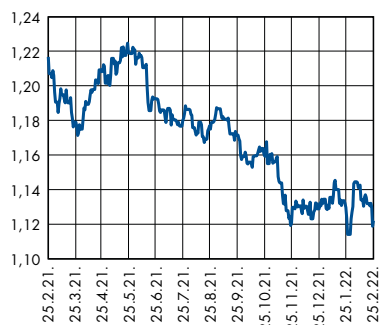
## Njemačka: 10-god. prinos



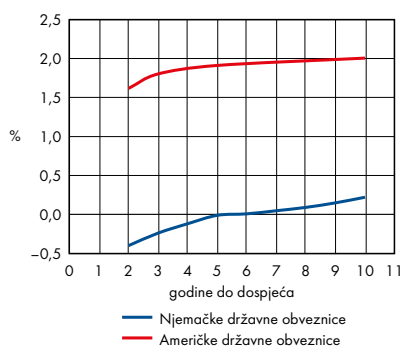
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

**SAD: 10-god. prinos**

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

**EUR/USD**

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

**Referentni prinosi**

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

**u srednjoročni scenarij stagflacije.** U tom kontekstu, vjerojatno će se nastaviti već najavljeni prijelaz Europske središnje banke s izrazito ekspanzivne na umjereniju monetarnu politiku. Prestanak negativnih kamatnih stopa barem se nazire. Za obuzdavanje pritiska na povećanje cijena bit će potrebne i referentne kamatne stope i kvantitativne mjere. To su okvirni uvjeti koji sami po sebi imaju prigušujući učinak na rizične klase imovine. To će također vjerojatno imati određene negativne učinke na gospodarstvo.

**Utjecaj na SAD**

SAD ima manje izravnih veza s istočnom Europom, također i zbog svoje energetske samodostatnosti. Prelijevanje negativnih efekata krize u Ukrajini vidimo uglavnom preko tržišta roba i raspoloženja na financijskim tržištima. Kretanjima na financijskim tržištima posljednjih je dana dominirala dinamika bijega u sigurna utočišta. Dakle, ne smatramo da će kriza u Ukrajini promijeniti opću procjenu Fed-a da je potrebna stroža monetarna politika kako bi se ukrotili inflatorni pritisci u SAD-u na strani potražnje. Međutim, mogućnost povećanja referentne stope za 50bb u ožujku sada se čini manjom. Postupni pristup povećanjem od 25bb po sastanku sve dok su izgledi za inflaciju, i rizici povezani s njima, više u skladu s ciljem, čini se izglednijim barem u prvoj polovici godine.

S jedne strane, ozbiljno pooštavanje financijskih uvjeta koje povećava zabrinutost za financijsku stabilnost zbog neočekivanih reperkusija u financijskom sektoru – nešto što trenutno ne očekujemo – potaknulo bi Fed na promjenu smjera. S druge strane, ako globalna inflacija cijena roba izazvana krizom u Ukrajini proizrokuje intenziviranje učinaka drugog kruga i značajniji porast srednjoročnih inflacijskih očekivanja, Fed bi mogao osjetiti potrebu da ubrza ciklus zaoštavanja, bez obzira na inflatorne pritiske na strani ponude.

Gunter Deuber, Franz Zobl/RBI, E. S. Resanović

# Rast averzije prema riziku i rastuća potražnja za sigurnim utočištima

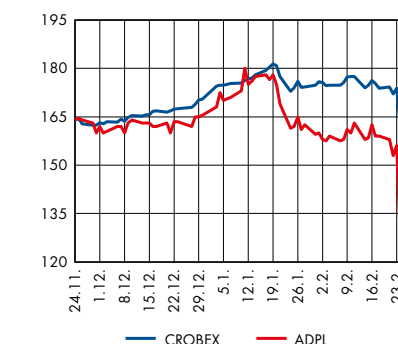
- Unatoč razuvjeravanju, Rusija se ipak odlučila za početak invazije na Ukrajinu
- Očekujemo nastavak volatilnosti i negativnog sentimenta na tržištima
- Objave financijskih izvješća na ZSE

Unatoč uvjeravanju vodećih ruskih čelnika, predsjednik Rusije V. Putin ipak je u noći sa srijede na četvrtak objavio početak vojne operacije u Ukrajini. Time je zakopana svaka nada u izgledno smirivanje situacije i sada svjedočimo početku novog rata na istoku Europe. Očigledno je da diplomatski naponi nisu dali rezultata te će prethodni sporazumi iz Minska ostati "samo mrtvo slovo na papiru". Tržišta su, naravno, snažno negativno reagirala na vijesti o invaziji na Ukrajinu te su se minusi bilježili diljem globalnih dioničkih tržišta. Posebno je pod prodajnim pritiskom bio ruski MOEX, koji je potonuo na izgledima novih, znatno oštrijih paketa sankcija od strane SAD-a, Europske unije i ostalih zapadnih zemalja. Nove sankcije trebale bi prema riječima predsjednice Europske komisije, U. von der Leyen, znatno gospodarski oslabiti Rusiju i izolirati je od međunarodnih financijskih tokova. Tijekom ovog tjedna očekujemo oprezno trgovanje na globalnim financijskim tržištima, uz prisutno zadržavanje averzije prema riziku te rastuću potražnju za ulaganjima u sigurnije klase imovine (njemački Bund, američki Treasury i američki dolar).

Početak rata u Ukrajini obilježio je tjedan i na Zagrebačkoj burzi gdje je većina izdanja zabilježila snažan pad cijena u četvrtak, dok je oporavak u petak umanjio tjedni pad CROBEX-a koji je iznosio 3,7%. Najveći pad zabilježile su dionice **AD Plastika** i **Petrokemije**. Očekivano, vrhunac sezone objava financijskih izvješća kompanija za posljednje tromjesečje 2021. bio je u drugom planu. Ukupno gledano, većina je kompanija ostvarila rast prihoda od prodaje, no primjetan je negativan utjecaj rastućih troškova sirovina i energije, kao i troškova zaposlenika na profitabilnost. **Zagrebačka banka** je izvijestila o prijedlogu dividende u iznosu od 6,27 kuna po dionici, a bez prava na isplatu dividende trguje se od 13. travnja 2022. I u ovom tjednu očekujemo sentiment pod utjecajem razvoja zbivanja u Ukrajini.

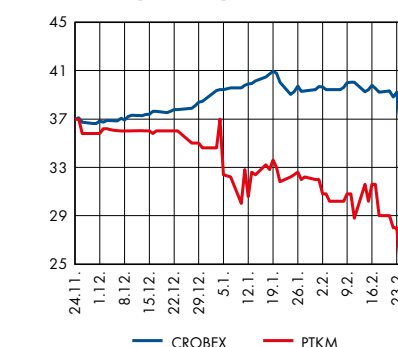
Silvija Kranjec i Ana Turudić

## AD Plastik (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

## Petrokemija (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

## Regionalni indeksi

| Indeks          | 1 tj. % | Početak god. % | Vrijednost* |
|-----------------|---------|----------------|-------------|
| 25.2.2022.      |         |                |             |
| BETI (RO)       | -1,71   | -0,76          | 12.962      |
| BELEX15 (RS)    | -2,69   | 2,47           | 841         |
| SOFIX (BG)      | -2,70   | -4,47          | 607         |
| SASX10 (BH)     | -2,91   | -5,14          | 941         |
| PX (CZ)         | -3,63   | -3,04          | 1.383       |
| CROBEX (HR)     | -3,72   | -1,78          | 2.042       |
| ATX (AT)        | -7,75   | -8,83          | 3.520       |
| WIG30 (PL)      | -8,41   | -13,57         | 2.390       |
| SBITOP (SI)     | -8,63   | -7,87          | 1.160       |
| BUX (HU)        | -9,00   | -9,87          | 45.715      |
| NTX (SEE,CE,EE) | -9,12   | -10,24         | 1.158       |
| MOEX (RU)       | -28,46  | -35,90         | 2.428       |

\* Zabilježeno u 17:00  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Rast/pad – CROBEX indeksi

| Dionica              | 1 tj. % | Cijena* |
|----------------------|---------|---------|
| 25.2.2022.           |         |         |
| Tankerska Next Gen.  | 2,11    | 39      |
| Zagrebačka banka     | 0,59    | 68      |
| Kraš                 | 0,00    | 760     |
| Ingra                | -0,41   | 12      |
| Atlantska plovdba    | -0,49   | 407     |
| Ericsson NT          | -0,54   | 1.845   |
| OT – Optima T.       | -0,75   | 5       |
| Hrvatski Telekom     | -1,34   | 184     |
| Hrvatska pošt. banka | -1,90   | 775     |
| Institut IGH         | -2,71   | 108     |
| Saponia              | -2,72   | 895     |

\* Zabilježeno u 17:00  
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

| Dionica                  | 1 tj. % | Cijena* |
|--------------------------|---------|---------|
| 25.2.2022.               |         |         |
| Arenaturist Hosp. Gr.    | -2,74   | 284     |
| Adris grupa (P)          | -3,60   | 402     |
| Končar Elektroind.       | -4,30   | 890     |
| Dalekovod                | -5,03   | 38      |
| Valamar Riviera          | -5,29   | 32      |
| Atlantic Grupa           | -6,36   | 1.620   |
| Brodogradilište V. Lenac | -6,78   | 11      |
| Podravka                 | -7,58   | 610     |
| AD Plastik               | -12,58  | 139     |
| Petrokemija              | -13,10  | 25      |

# Raiffeisen istraživanja

## Ekonomska i financijska istraživanja

Zrinka Živković Matijević, direktorica; tel.: 01/61 74 338, e-adresa: zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr

Elizabeta Sabolek Resanović, ekonomski analitičar; tel.: 01/46 95 099, e-adresa: elizabeta.sabolek-resanovic@rba.hr

Silvija Kranjec, financijski analitičar; tel: 01/61 74 335, e-adresa: silvija.kranjec@rba.hr

Ana Turudić, financijski analitičar; tel: 01/61 74 401, e-adresa: ana.turudic@rba.hr

## Financijska tržišta

Robert Mamić, izvršni direktor; tel.: 01/46 95 076, e-adresa: robert.mamic@rba.hr

## Urednik

Zrinka Živković Matijević, direktorica Ekonomskih i financijskih istraživanja

## Grafička priprema

SIBI; OIB: 62606715155; I.B. Mažuranić 70, 10090 Zagreb

## Nakladnik

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Magazinska cesta 69, 10000 Zagreb

www.rba.hr

tel.: 01/45 66 466

telefaks: 01/48 11 626

## Kratice

AZTN – Agencija za zaštitu tržišnog  
natjecanja

bb – bazni bodovi

BDP – bruto domaći proizvod

CES – Croatian Employment Service

CERP – Centar za restrukturiranje i prodaju

DZS – Državni zavod za statistiku

ECB – European Central Bank (Europska  
središnja banka)

EDP – procedura prekomjernog deficita

EFSF – Europski fond za financijsku  
stabilnost

ESB – European Central Bank (Europska  
središnja banka)

EK – Europska komisija

EUR – euro

F – konačni podaci

FED – Federal Reserve System (Američka  
središnja banka)

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor  
financijskih usluga

HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvoj

HICP – harmonizirani indeks potrošačkih  
cijena

HNB – Hrvatska narodna banka

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto  
tromjesečje

kn, HRK – kuna

kr – kraj razdoblja

MF – Ministarstvo financija

MMF – Međunarodni monetarni fond

pp – postotni poeni

Q – tromjesečje

QoQ – tromjesečna promjena

pr – prosjek

RBA – Raiffeisenbank Austria d.d.

SE – središnja Europa

SNA – Sustav nacionalnih računa

TZ – trezorski zapis

UN – Ujedinjeni narodi

USD – dolar

WEF – World Economic Forum (Svjetski  
gospodarski forum)

Publikacija je dovršena 25. veljače 2022.

Publikacija odobrena od strane urednika: 28. veljače 2022. godine u 8:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 28. veljače 2022. godine u 8:15 sati

## Izjava o odricanju odgovornosti

Izdavatelj publikacije: Raiffeisenbank Austria d.d. Magazinska cesta 69, 10000 Zagreb, Hrvatska ("RBA"). RBA je kreditna institucija osnovana u skladu sa odredbama Zakona o kreditnim institucijama.

*Ekonomska istraživanja i Financijsko savjetovanje* su organizacijske jedinice RBA.

Nadzorno tijelo: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Miramarska 24b, 10000 Zagreb i Hrvatska narodna banka, Trg hrvatskih velikana 3, 10002 Zagreb.

Ova publikacija izrađena je isključivo u informativne svrhe i ne smije se reproducirati, prevoditi ili činiti dostupnom trećim osobama osim namjeravanog korisnika, u cijelosti ili djelomice, bez prethodne pisane suglasnosti RBA u svakom pojedinom slučaju. Ova publikacija ne predstavlja investicijski savjet ili osobnu preporuku glede kupovanja, držanja ili prodaje vrijednosnih papira, niti ponudu ili poziv na davanje ponude, te ne zamjenjuje niti dopunjuje bilo kakav pravni dokument koji je po propisima bilo koje države, uključujući i Republiku Hrvatsku, potreban za primarno izdanje ili sekundarnu trgovinu financijskim instrumentima, bez obzira radi li se o malim ili profesionalnim ulagateljima te bez obzira radi li se o subjektima ili rezidentima Republike Hrvatske ili koje druge jurisdikcije.

Ova publikacija temelji se na javno dostupnim informacijama, koje smatramo pouzdanima, ali za čiju potpunost i točnost ne preuzimamo nikakvu odgovornost. Sve analize sadržane u ovoj publikaciji utemeljene su jedino na javno dostupnim informacijama i pod pretpostavkom da su te informacije cjelovite i točne, a što ne mora biti slučaj i za korisnika predstavlja rizik, kako izdavatelja, tako i tržišta kapitala i općih gospodarskih ili političkih okolnosti i izgleda. Procjene, projekcije, preporuke ili predviđanja budućih događaja te mišljenja iznesena u ovoj publikaciji predstavljaju neovisne prosudbe analitičara na dan objavljivanja, ako nije drugačije navedeno. Za izradu ove publikacije značajni su bili sljedeći materijalni izvori: Državni zavod za statistiku, Hrvatska narodna banka, Vlada Republike Hrvatske, Hrvatski zavod za zapošljavanje, Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje, Ministarstvo financija, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Zagrebačka burza, Ekonomski institut, Bloomberg, Eurostat, The Vienna Institute for International Economic Studies i ostali izvori izričito navedeni u analizi.

RBA zadržava pravo ne ažurirati informacije iznesene u ovoj publikaciji ili ih potpuno ukinuti. Objava ažurirane analize, ako je i bude, ostaje diskrecijska odluka analitičara i RBA. U slučaju izmjena ili ukidanja informacija iznesenih u ovoj publikaciji, RBA će obavijest o izmjenama ili ukidanju kao i razloge koji su doveli do izmjena ili ukidanja publikacije objaviti na isti način kao i ovu publikaciju uz jasno upućivanje da se izmjene ili ukidanje odnosi na ovu publikaciju.

Ova publikacija ne može predstavljati i ne predstavlja temelj za donošenje investicijske odluke, već se svi korisnici pozivaju da se prije donošenja investicijske odluke informiraju dodatno i u mjeri koju drže potrebnom.

Cijene vrijednosnih papira koje se navode u ovoj publikaciji su zadnje cijene dostupne u 16:30 CET na dan koji prethodi ovoj publikaciji, osim ako u samoj publikaciji nije drugačije navedeno.

Investicijske mogućnosti o kojima se raspravlja u ovoj publikaciji mogu biti neprikladne za neke investitore, ovisno o njihovim konkretnim investicijskim ciljevima i investicijskom horizontu, te uzimajući u obzir njihov ukupan financijski položaj. Investicije koje su predmet ove publikacije mogu varirati s obzirom na cijenu ili vrijednost. Investitori mogu ostvariti povrat manji od početnog ulaganja. Promjene deviznog tečaja mogu imati negativan utjecaj na vrijednost investicija. Osim toga, rezultati ostvareni u prošlosti ne moraju nužno implicirati rezultate u budućnosti. Rizici povezani s ulaganjem u financijske, novčane ili investicijske instrumente koji su predmet ove publikacije nisu objašnjeni u potpunosti. Informacije su iznesene bez jamstva, u zatečenom stanju, te se ne smiju smatrati zamjenom za investicijski savjet. Investitori moraju sami donijeti odluku u pogledu primjerenosti ulaganja u bilo koji od ovdje spomenutih instrumenata, na temelju koristi i rizika koji iz njih proizlaze, vlastite investicijske strategije, te pravnog, fiskalnog i financijskog položaja. Budući da ova publikacija ne predstavlja osobnu preporuku za ulaganje, ona, niti bilo koji njezin dio, ne predstavlja osnovu za sklapanje bilo kakvog ugovora ili preuzimanje bilo kakve obveze, niti se u nju smije pouzdati u vezi s takvim radnjama, niti se ona smije koristiti kao poticaj za takve radnje. Ulagateljima se savjetuje da stupe u kontakt s ovlaštenim investicijskim savjetnikom za pojedinačna objašnjenja i savjete.

RBA, Raiffeisen Bank International AG ("RBI"), te bilo koje s njima povezano društvo kao ni njihovi direktori, ovlaštene osobe ili zaposlenici, te bilo koja druga osoba, ne prihvaćaju nikakvu odgovornost (iz nemara ili drugog razloga) za bilo kakve gubitke prouzročene na bilo koji način zbog korištenja ove publikacije ili njezinog sadržaja, odnosno na drugi način prouzročene s njom u vezi.

Ova se publikacija distribuira ulagačima od kojih se očekuje donošenje samostalnih investicijskih odluka i procjene rizika ulaganja, kako rizika samog izdavatelja tako i tržišta kapitala i općih gospodarskih ili političkih okolnosti i izgleda, bez nepotrebnog oslanjanja na ovu publikaciju, te se, bez prethodnog odobrenja RBA, ne smije distribuirati, umnažati ili objavljivati u cijelosti ili djelomično ni u koju svrhu.

RBA objavljuje analize i vrednovanja financijskih instrumenata samostalno i u sklopu publikacija izrađenih i distribuiranih od strane RBI pod imenom Raiffeisen ISTRAŽIVANJA. Analize se mogu odnositi na jednog izdavatelja ili više njih, te na financijske instrumente u njihovom izdanju.

Jedinstveni kriteriji za izdavanje preporuka i klasifikaciju rizika za dioničko tržište definirani su na način:

"Kupiti"/(Buy): za dionice koje imaju očekivani ukupni povrat od najmanje 10% (15% za dionice s visokim rizikom volatilnosti) i predstavljaju najatraktivnije dionice među svim našim dionicama koje analiziramo i vrednujemo za razdoblje od sljedećih 12 mjeseci.

"Držati"/(Hold): za dionice za koje očekujemo pozitivni povrat do 10% (do 15% za dionice s visokim rizikom volatilnosti) u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

"Smanjiti"/(Reduce): za dionice za koje očekujemo negativni povrat do -10% u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

"Prodati"/(Sell): za dionice za koje očekujemo negativni povrat preko -10% u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

Ciljane cijene se temelje na izračunatoj fer vrijednosti dobivenoj pomoću metode usporednog vrednovanja ("peer" analize) i/ili metodom diskontiranja novčanog tijeka (DCF metodom). Detaljna pojašnjenja korištenih metodologija dostupna su na: <https://equityresearch.rbiinternational.com/concepts.php>

Prilikom objave analize, preporuka je određena koristeći gore definirane raspone. Privremena odstupanja od gore navedenih raspona ne dovode do automatske promjene preporuke nego će preporuka biti stavljena u razmatranje.

Mišljenja glede kretanja kamatnih stopa na tržištu novca Republike Hrvatske i kretanja cijena državnih obveznica izdanih u Republici Hrvatskoj temelje se na analizi kretanja tržišnih pokazatelja.

Ova publikacija nije ponuda ili osobna preporuka za kupnju ili prodaju financijskog instrumenta. Informacije iznesene ovdje ne sačinjavaju potpunu analizu svih materijalnih činjenica vezanih za izdavatelja, industriju ili financijski instrument. Ova publikacija može sadržavati očekivanja i izjave u pogledu budućeg razdoblja što uključuje rizike i neizvjesnosti, ali time ne jamči ostvarivanje budućih rezultata u bilo kojem pogledu koje su sukladno tome podložne promjenama. U skladu s tim, nijedno jamstvo ili tvrdnja, iskazana ili implicirana, nisu stvarni i ne treba se oslanjati na pravičnost, točnost, cjelovitost ili ispravnost informacija i mišljenja iznesenih u ovoj publikaciji.

RBA analitičari sudjeluju u izradi redovitih analiza koje objavljuje i distribuira RCB, a tiču se kompanija navedenih u nastavku zajedno s datumom objave inicijalne analize:

– Atlantic Grupa d.d. (8.6.2015.), Hrvatski Telekom d.d. (11.12.2007.), Podravka d.d. (3.3.2003.) i Valamar Riviera d.d. (17.12.2015.).

Pregled Raiffeisen preporuka:

|                             | Kupiti | Držati | Smanjiti | Prodati | Ukinuto | Pod razmatranjem |
|-----------------------------|--------|--------|----------|---------|---------|------------------|
| Broj preporuka              | 1      | 3      | 0        | 0       | 0       | 0                |
| % svih preporuka            | 25%    | 75%    | 0%       | 0%      | 0%      | 0%               |
| Usluge invest. bankarstva   | 0      | 0      | 0        | 0       | 0       | 0                |
| % svih usl. invest. bankar. | 0%     | 0%     | 0%       | 0%      | 0%      | 0%               |

Popis povijesnih preporuka za dionička tržišta, kamatne stope tržišta novca RH, hrvatske obveznice izdane na lokalnom tržištu i ostale preporuke dostupan je na linku: <http://www.rba.hr/istrazivanja/povijest-preporuka>

Napominjemo da RBA, s njom povezana društva i zaposlenici ili članovi organa upravljanja, kao i osobe koje su sudjelovale u izradi ove publikacije te s njima povezane osobe drže ili trguju financijskim instrumentima u iznosima koji premašuju 0,5% udjela u temeljnom kapitalu izdavatelja ili posluju sa subjektima iz sektora na koje se ova publikacija odnosi. Međutim, RBA je primjenom mjera zaštite povjerljivosti i sprečavanja sukoba interesa u razumnoj mjeri osigurala da takva okolnost ni na koji način nije utjecala na bilo što navedeno u ovoj publikaciji.

RBA je dio grupacije RBI. RBI je poslovna investicijska banka i ima sjedište u Austriji. Već 25 godina RBI djeluje u Srednjoj i Istočnoj Europi (SIE regiji) gdje ima mrežu banaka podružnica, leasing društava i brojnih drugih društava koja pružaju financijske usluge na 17 tržišta. Kao rezultat ovog položaja u Austriji i SIE regiji, RBI je uspostavio odnose i proširio ih u nekim slučajevima s kompanijama u sljedećim sektorima: nafta&plin, tehnologije, energija, nekretnine, telekomunikacije, financijske usluge, osnovni materijali, ciklični i ne-ciklični potrošački proizvodi, briga o zdravlju i industrija. RBI i/ili njegova povezana društva provodili su transakcije u vezi s proizvodima i uslugama (uključujući, ali ne isključivo, usluge investicijskog bankarstva) s izdavateljem iz analize, u proteklih 12 mjeseci. RBI i povezana društva uspostavili su organizacijske mjere koje su potrebne s pravnog stajališta i stajališta nadzora, a čije poštivanje prati Sukladnost (Compliance). Na sukobe interesa primjenjuju se pravna, fizička i druga ograničenja (koja se zajednički nazivaju "Kineski zidovi"), a njihova je svrha je ograničiti protok informacija između poslovnog područja/organizacijske jedinice unutar RBI, RBA, te ostalih društava unutar grupe. Tako je npr. Investicijsko bankarstvo, koje obuhvaća aktivnosti korporativnog financiranja putem tržišta kapitala, odvojeno fizičkim i drugim barijerama od jedinica trgovanja te jedinica za istraživanje i analizu.

Potencijalni sukobi interesa navedeni niže primjenjuju se u slučaju vrijednosnih papira navedenih u analizi ako su pripadajući redni brojevi navedeni na kraju odlomka:

1. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje neto dugu ili kratku poziciju koja premašuje prag od 0,5 % ukupnog izdanog dioničkog kapitala izdavatelja.
2. Izdavatelj drži više od 5 % ukupnog izdanog dioničkog kapitala RBA ili bilo kojeg povezanog društva.
3. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije ima značajne financijske interese u odnosu na izdavatelja.
4. RBA ili bilo koje povezano društvo djeluje kao održavatelj tržišta (ili specijalist) ili drugi održavatelj likvidnosti za vrijednosne papire izdavatelja, kada je to primjenjivo.
5. RBA ili bilo koje povezano društvo je bilo tijekom prethodnih dvanaest mjeseci glavni voditelj ili suvoditelj postupka bilo koje objavljene ponude vrijednosnih papira izdavatelja u smislu usluge provedbe ponude odnosno prodaje vrijednosnih papira izdavatelja sa i bez obveze otkupa, kada je to primjenjivo.
6. RBA ili bilo koje povezano društvo je u bilo kojem drugom sporazumu s izdavateljem koji se odnosi na pružanje usluga investicijskog bankarstva, osim ako bi to značilo objavljivanje povjerljivih poslovnih informacija i da je sporazum bio na snazi prethodnih dvanaest mjeseci ili je tijekom istog razdoblja doveo do plaćanja naknade ili obećanja da će naknada biti plaćena, kada je to primjenjivo.
7. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je stranka sporazuma s izdavateljem koji se odnosi na izradu preporuke, kada je to primjenjivo.
8. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje vrijednosne papire izdavatelja koje je analizirao.
9. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je u Nadzornom odboru/Odboru direktora izdavatelja čije je poslovanje analizirao.
10. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je primio ili stekao vrijednosni papir izdavatelja prije javne ponude izdanja. U tom slučaju zahtijeva se pred-odobrenje transakcije s istaknutim datumom i kupovnom ili prodajnom cijenom.
11. Kompenzacija analitičara ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je povezana s davanjem usluga investicijskih usluga od strane RBA ili bilo kojeg povezanog društva.

Primjenjive napomene: Napomena br. 3, 4 i 5.

Portfelji analitičara i drugih fizičkih osoba koji su sudjelovali u izradi ove analize dostupni su na: <http://www.rba.hr/istrazivanja/portfelji-rba-analiticara>

Izjava analitičara: Financijska naknada autoru analize nije i neće biti povezana, izravno ili posredno, s preporukama ili stajalištima iznesenim u ovoj publikaciji niti ista ovisi o provedenim transakcijama.

RBA zaposlenici koji nisu sudjelovali u pripremi ove publikacije, ali su imali pristup istoj prije distribucije, nemaju značajan financijski interes u jednom ili više financijskih instrumenata izdavatelja koji su analizirani u publikaciji. RBA zaposlenici koji nisu sudjelovali u pripremi ove publikacije, a imaju pristup istoj prije distribucije, nisu u sukobu interesa u odnosu na izdavatelja koji su analizirani u publikaciji.

RBA ima odobrenje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga ("HANFA") za obavljanje svih poslova propisanih važećim Zakonom o tržištu kapitala i drugim važećim zakonima i podzakonskim propisima. Međutim, RBA je ovlaštena obavljati te poslove samo na teritoriju Republike Hrvatske, ne i drugdje. Ukoliko bi ova publikacija, u cijelosti ili djelomično, bila dostupna u bilo kojoj jurisdikciji osim Republike Hrvatske, treba je smatrati nepostojećom.

Ovaj dokument se ne smije distribuirati u UK, Japanu, Hong Kongu, Kanadi i SAD-u.