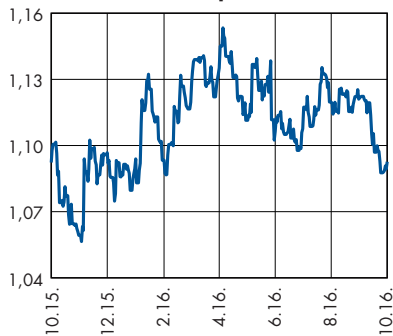


Predstavljena nova porezna reforma

EUR/USD tržišni tečaj



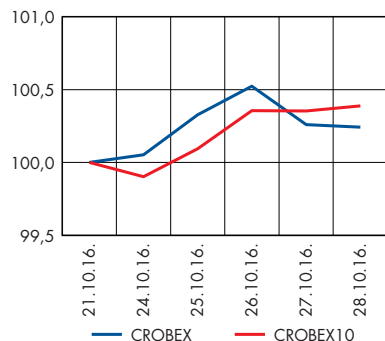
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

5-godišnji hrvatski CDS (USD)



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dionički indeksi



Izvor: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

- U rujnu se registrirana stopa nezaposlenosti zadržala na razini iz kolovoza (13,1%) te je na godišnjoj razini zabilježila pad od 2,4pb. (str. 2)
- U kolovozu je zabilježen realni rast prosječnih bruto i neto plaća od 4,0% odnosno 3,3% godišnje. (str. 2)
- Krajem tjedna dolar se u odnosu na euro kretao na razinama blago iznad 1,09 dolara za euro. (str. 3)
- U tjednu pred nama na domaćem deviznom tržištu očekujemo nastavak mirnog razdoblja i stabilnost tečaja kune u odnosu na euro. (str. 3)
- Trend rastućih prinosa na inozemnim obvezničkim tržištima potaknut je očekivanjima o divergentnim monetarnim mjerama Fed-a i ECB-a. (str. 4)
- CROBEX i CROBEX10 u tjednu iza nas zabilježili su rast od 0,2% i 0,4%. Redovni promet dionicama bio je nešto viši nego u prethodnom tjednu. (str. 5)

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

pokazatelj	razdoblje	
BDP, % godišnja promjena, realno	Q2/2016	2,8
Industrijska proizvodnja, % (imp)	VIII./2016	2,5
Potrošačke cijene, % (imp)	IX./2016	-0,9
Cijene proizvođača*, % (imp)	IX./2016	-3,0
Trgovina na malo, % (imp), realno	VIII./2016	5,1
Noćenja turista, % (imp)	VIII./2016	7,3
Saldo kons. središnje države, mil. kn**	I.-VIII. 2016	-1.023
Prosječna mjesečna neto plaća, u kn	VIII./2016	5.673
Stopa nezaposlenosti, %	IX./2016	13,1
Broj registriranih nezaposlenih	IX./2016	211.827
Izvoz roba, milijuni EUR	VII./2016	1.009
Uvoz roba, milijuni EUR	VII./2016	1.612
Saldo tek. računa pl. bilance, mil. EUR	Q2/2016	152,2
Vanjski dug, milijuni EUR, kr	VI./2016	43.432
Međunarodne pričuve, mil. EUR	VIII./2016	14.097
Ukupni krediti, mil. kn, (kr)	VIII./2016	262.293
Depoziti kod banaka, mil. kn, (kr)	VIII./2016	208.473
Prosječan tečaj EUR/HRK	IX./2016	7,49
Prosječan tečaj CHF/HRK	IX./2016	6,86

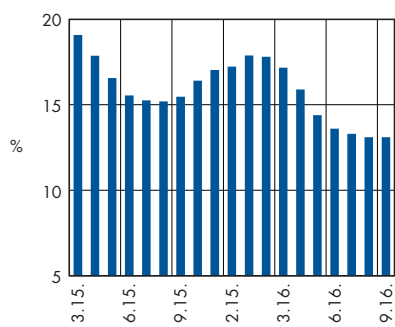
imp – isti mjesec prošle godine, kr – na kraju razdoblja

* na domaćem tržištu, ** GFS2001 (novčano načelo)

Izvori: DZS, HNB, Min. financija, HZZ

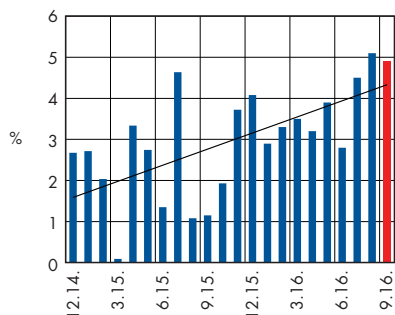
Stopa registrirane nezaposlenosti u rujnu 13,1%

Stopa registrirane nezaposlenosti



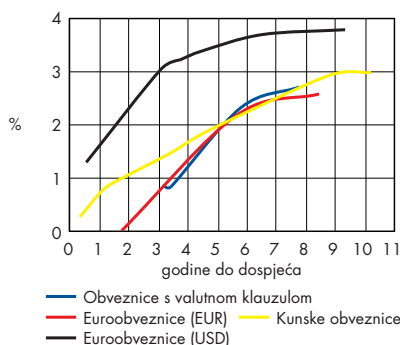
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Trgovina na malo, godišnja realna promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Krivulja prinosa



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

U fokusu proteklog tjedna bio je prijedlog **novе porezne reforme** koju je Ministar financija predstavio na prvoj sjednici nove Vlade održanoj u četvrtak. Pored skupa predloženih mjera u sklopu cjelovite porezne reforme koja zahvaća čitav niz poreznih oblika, najveću pozornost privuklo je novo oporezivanje dohotka i dobiti koje ima za cilj postizanje većeg raspoloživog dohotka pojedinaca odnosno dobiti poduzeća. Posljedično, očekuje se pozitivan učinak na osobnu potrošnju, a time i na rast BDP-a dok s druge strane, najavljenije smanjenje parafiskalnih nameta pored niže stope poreza na dobit otvara mogućnost za veći rast konkurentnosti hrvatskih poduzeća. Smatramo da je procijenjeni "trošak" predloženih poreznih promjena (u visini 1,8–2 milijarde kuna) nadoknadiv pod pretpostavkom da se nastavi dinamika gospodarskog rasta od oko 2,5%. Uz nastavak fiskalne konsolidacije započete u 2015. godini, važno je naglasiti i nužno provođenje strukturnih reformi kako bi se omogućio veći prostor privatnom sektoru kroz poboljšanje poslovne i investicijske klime. Stoga smatramo da će predložene porezne izmjene u kratkom roku polučiti pozitivan utjecaj na gospodarstvo, no za dugoročno održiv rast i razvoj nužno je provesti reformske mjere u velikim javnim sustavima (posebice u mirovinskom, zdravstvenom, obrazovanju, tržištu rada te javnim poduzećima).

Glede važnijih makroekonomskih objava, protekli tjedan je bio u znaku podataka s tržišta rada. Tako se u rujnu **stopa registrirane nezaposlenosti** zadržala na razini iz kolovoza (13,1%) te je na godišnjoj razini zabilježila pad od 2,4pb. Time je izostao uobičajeni rast stope registrirane nezaposlenosti u rujnu koji obično korelira sa završetkom glavne turističke sezone (koja očito pokazuje izvjesne znakove produljivanja). Premda ohrabrujući pokazatelj, ipak u potpunosti nije odraz strukturnih poboljšanja na tržištu rada, na što ukazuju i podaci o negativnim migracijskim trendovima, ali i visokom broju izišlih iz evidencije iz HZZ-a koji nisu uvjetovani zapošljavanjem. U skladu s očekivanjima, preliminarni podaci o prosječnim **bruto i neto plaćama** za kolovoz potvrdili su nastavak rasta plaća, a razmjerno više realne godišnje stope potpomognute su negativnim stopama inflacije. Stoga će i nadolazeće objave o **prometu u trgovini na malo** u rujnu zabilježiti nastavak pozitivnih realnih godišnjih stopa (4,9%), snažno podržanih odličnim ostvarenjima u turizmu. Obzirom na razmjerno visoku prošlogodišnju bazu, današnja objava o obujmu **industrijske proizvodnje** mogla bi pokazati usporavanje godišnjeg rasta na 0,9%.

Obveznice

Na domaćem obvezničkom tržištu protekli tjedan donio je više volumene te povratak trgovanja obveznicama uz valutnu klauzulu. Uz pojačan interes investitora za domaćim izdanjima tjedan je završio u znaku nižih prinosa. Značajnije promjene na tržištu ne očekuju se tijekom narednih dana.

Na inozemnim tržištima prisutan je trend rastućih prinosa na vodećim svjetskim izdanjima te su desetogodišnje američke i njemačke državne obveznice dosegnule najviše prinose od lipnja ove godine. Očekujemo da će prema kraju godine kretanje prinosa prvenstveno biti određeno očekivanjima tržišta glede divergentnih monetarnih poteza Fed-a i ECB-a, dok će manji utjecaj na volatilnost cijena dolaziti od relevantnih makroekonomskih i/ili političkih vijesti.

Ekonomski analitičar: Tomislava Ujević

Nastavak pada EUR/USD

Događanja na međunarodnom tržištu

Jačanje američke valute u odnosu euro obilježilo je kretanja na inozemnim deviznim tržištima u prošlom tjednu. Tako je valutni par EUR/USD čak probio razinu od 1,09 dolara za euro što je najniža razina još od kraja lipnja. EUR/USD tako je dostigao naše projekcije za kraj godine. Na jačanje američkog dolara svako su utjecala rastuća tržišna očekivanja o skorom podizanju referentne kamatne stope u SAD-u. Osim povoljnih ekonomskih pokazatelja (poput stope inflacije i podataka s tržišta rada) i komentari brojnih članova FOMC-a ohrabruju takva tržišna očekivanja. S druge strane, Europska središnja banka ne ostavlja sumnje u nastavak programa otkupa obveznica i nakon ožujka 2017. Nepromijenjena ekspanzivna monetarna politika u eurozoni uz istodobno blago smanjenje novčanog stimulansa u SAD-u bit će odlučujući čimbenik kretanja EUR/USD i u većem dijelu 2017. godine. Stoga ostajemo pri našim očekivanjima o snažnijem dolaru u odnosu na euro u srednjoročnom razdoblju (do jeseni 2017.).

Događanja na domaćem tržištu

Na domaćem deviznom tržištu nastavlja se razdoblje prilično stabilnog trgovanja pri čemu se valutni par EUR/HRK, u kontekstu sezonskih kretanja, i dalje kreće na relativno niskim razinama. Rezultat je to vjerojatno povoljnih fiskalnih kretanja, snažnijeg priljeva deviza uslijed produžene turističke sezone, povećane potražnje za kunskim kreditima te solidnog viška na tekućem računu bilance plaćanja.

U utorak je, po prvi puta od kraja kolovoza održana aukcija trezorskih zapisa. Ministarstvo financija je izdalo 1,2 mlrd. kunskih te 29 mil. eura trezorskih zapisa uz valutnu klauzulu pri čemu je iznos izdanih trezorskih zapisa značajno premašio planirani iznos izdanja. Uz snažnu potražnju prinos na oba trezorska zapisa spustio se dodatno za 7 bb (na 0,80% odnosno 0,17%). Tržišne kamatne stope na novčanom tržištu nisu zabilježile promjene.

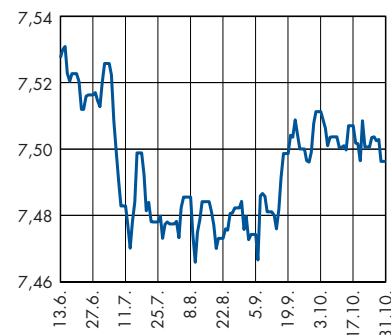
Očekivanja

U tjednu pred nama na domaćem deviznom tržištu očekujemo nastavak mirnog razdoblja i stabilnost tečaja kune u odnosu na euro. Kretanje tržišnog tečaja EUR/HRK vidimo u rasponu između 7,49 i 7,52 kuna za euro.

Obzirom da u tjednu pred nama nema trezorskih zapisa na dospijeću, Ministarstvo Financija nije najavilo novu aukciju. Sljedeću aukciju trezorskih zapisa možemo očekivati krajem studenog kada dospijeva 1,7 mlrd. kunskih te 1,55 milijuna eura trezorskih zapisa uz valutnu komponentu.

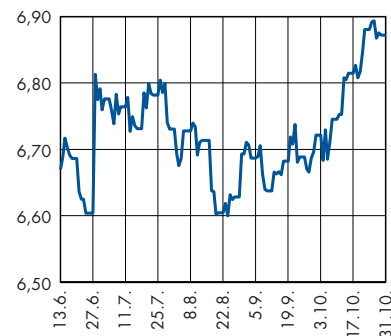
Ekonomski analitičar: Elizabeta Sabolek Resanović

EUR/HRK*



* srednji tečaj HNB-a
Izvor: HNB

USD/HRK*



* srednji tečaj HNB-a
Izvor: HNB

Očekivanja kretanja tečaja EUR/HRK za 1. tjedan studenog

Tečaj EUR/HRK 7 dana	=
Tečaj EUR/HRK 30 dana	◆

Legenda: ◆ jačanje kune prema euro
◆ slabljenje kune prema euro
= bez promjene

Prognoze tečajeva na kraju razdoblja

	trenutno*	12.16.	3.17.	6.17.
EUR/USD	1,09	1,08	1,07	1,02
EUR/CHF	1,08	1,08	1,10	1,10
EUR/GBP	0,90	0,87	0,90	0,92
EUR/HRK	7,51	7,60	7,60	7,50

* Na dan 28. listopada u 16:15
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Srednji tečaj HNB

Valuta	Promjena srednjeg tečaja HNB-a u odnosu na:									
	Zadnji tečaj	30.9.2016.			31.12.2015.			31.12.2014.		
	31.10.2016.	Tečaj	%	Tečaj	%	Tečaj	%	Tečaj	%	
EUR	7,4963	7,5078	↓ -0,15	7,6350	↓ -1,82	7,6615	↓ -2,16			
USD	6,8723	6,6962	↑ 2,63	6,9918	↓ -1,71	6,3021	↑ 9,05			
GBP	8,3477	8,7036	↓ -4,09	10,3610	↓ -19,43	9,7848	↓ -14,69			
CHF	6,9090	6,8973	↑ 0,17	7,0597	↓ -2,13	6,3681	↑ 8,49			

Izvor: HNB

Državne obveznice na domaćem tržištu

Valutna klauzula	Kupon	Datum dospijeća	Cijena**		Prinos		Promjena*		Spread BUND	Spread EUROWAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
RHMF-O-19BA	5,375	29.11.2019.	112,75	113,75	1,17	0,87	0,10	-0,05	178	130
RHMF-O-203E	6,500	5.3.2020.	117,75	118,75	1,11	0,84	0,25	-0,10	170	122
RHMF-O-227E	6,500	22.7.2022.	121,00	122,30	2,55	2,33	-2,00	0,32	295	252
RHMF-O-247E	5,750	10.7.2024.	121,90	121,00	2,60	2,71	3,40	-0,45	283	122
Kunska obveznica										
RHMF-O-172A	4,750	8.2.2017.	101,10	101,30	0,95	0,27	0,00	-0,23	-	-
RHMF-O-17BA	6,250	25.11.2017.	105,65	105,90	1,01	0,79	0,05	-0,13	-	-
RHMF-O-187A	5,250	10.7.2018.	106,80	107,20	1,22	1,00	0,15	-0,13	-	-
RHMF-O-203A	6,750	5.3.2020.	116,00	117,25	1,82	1,48	0,00	-0,03	-	-
RHMF-O-217A	2,750	8.7.2021.	102,75	103,75	2,13	1,91	0,75	-0,17	-	-
RHMF-O-257A	4,500	9.7.2025.	111,00	112,00	3,05	2,93	0,50	-0,06	-	-
RHMF-O-26CA	4,250	14.12.2026.	110,00	111,00	3,09	2,98	1,00	-0,11	-	-

* Raiffeisen istraživanja; ** u odnosu na kraj prethodnog tjedna

Hrvatske euroobveznice

	Kupon	Datum dospijeća	Cijena**		Prinos		Promjena*		Spread BUND	Spread EUROWAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
CROATIA 2018	5,875	9.7.2018.	109,60	110,00	0,24	0,02	-0,10	0,00	84	38
CROATIA 2022	3,785	30.5.2022.	108,10	108,80	2,31	2,19	0,30	-0,06	271	229
CROATIA 2025	3,000	11.3.2025.	102,70	103,10	2,64	2,58	0,70	-0,09	277	235
CROATIA 2017	6,250	27.4.2017.	102,00	102,50	2,27	1,30	-0,10	0,05	171	92
CROATIA 2019	6,750	5.11.2019.	109,90	110,65	3,29	3,05	-0,10	0,01	226	211
CROATIA 2020	6,625	14.7.2020.	111,10	111,80	3,42	3,23	0,00	-0,01	230	219
CROATIA 2021	6,375	24.3.2021.	111,40	112,15	3,53	3,39	-0,20	0,04	234	228
CROATIA 2023	5,500	4.4.2023.	109,70	110,25	3,79	3,70	-0,20	0,03	229	237
CROATIA 2024	6,000	26.1.2026.	113,40	113,90	3,86	3,79	-0,10	0,01	227	239

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Njemačke državne obveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
1	0,000	27.9.2017.	100,69	-0,75	-0,03	0,01
2	0,000	14.9.2018.	101,19	-0,63	-0,09	0,04
3	0,250	11.10.2019.	102,55	-0,61	-0,21	0,07
4	0,250	16.10.2020.	103,05	-0,51	-0,41	0,09
5	0,000	8.10.2021.	101,99	-0,40	-0,53	0,10
6	1,500	4.9.2022.	110,84	-0,34	-0,81	0,12
7	2,000	15.8.2023.	115,52	-0,26	-0,99	0,13
8	1,000	15.8.2024.	108,89	-0,14	-1,19	0,14
9	1,000	15.8.2025.	108,78	0,00	-1,46	0,16
10	0,000	15.8.2026.	98,43	0,16	-1,54	0,16
20	4,000	4.1.2037.	165,04	0,58	-4,83	0,18
30	2,500	15.8.2046.	144,84	0,80	-6,52	0,19

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Američke državne obveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
2	0,750	31.10.2018.	99,77	0,87	-0,33	0,04
3	0,875	15.10.2019.	99,94	1,02	0,32	0,02
5	1,125	31.10.2021.	99,60	1,33	0,13	0,03
10	1,500	15.8.2026.	96,92	1,84	-0,70	0,05
30	2,250	15.8.2046.	92,63	2,61	-3,19	-0,10

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Tromjesečna izvješća kompanija u fokusu

Komentar trgovanja

Dionički indeksi Zagrebačke burze CROBEX i CROBEX10 u tjednu iza nas zabilježili su rast od 0,2% i 0,4%. Redovni promet dionicama bio je nešto viši nego u prethodnom tjednu te je iznosio je 14 milijuna kuna dnevno, u prosjeku. Pri tome se najviše trgovalo dionicama **Valamar Riviere** kojima se ostvarilo ukupno 11 milijuna kuna redovnog prometa. Među sastavnicama CROBEX indeksa najviše su rasle dionice **Kraša**, dok je među sektorskim indeksima rastom predvodio indeks dionica prehrambenih kompanija. Regionalni dionički indeksi su u proteklom tjednu uglavnom zabilježili pozitivna kretanja.

Objave kompanija

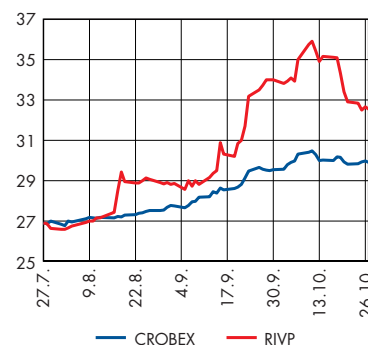
Prihod od prodaje **HT-a** u prvih devet mjeseci 2016. ostao je na gotovo istoj razini kao u istom razdoblju 2015. zahvaljujući rastu prihoda od mobilne telefonije od 3,3% što je nadoknadilo pad u segmentu fiksne telefonije. Profitabilnost je poboljšana na svim razinama zbog prihoda od prodaje dugotrajne imovine te nižih troškova zaposlenika. Prihod od prodaje **Podravke** veći je u promatranom razdoblju za 23,1%, uglavnom kao posljedica akvizicije Žita. EBITDA marža je ostala gotovo ista (11,1%), dok je neto marža nešto niža te iznosi 4,7%. Valamar Riviera je ostvarila rast prodaje od 14,7% zahvaljujući rastu broja prodanih smještajnih jedinica kao i rastu cijena. Profitabilnost također bilježi rast na svim razinama. **Atlantic Grupa** je zabilježila pad prihoda od prodaje u prvih 9 mjeseci 2016. od 4,9%, najviše zbog pada segmenta Sportska i aktivna prehrana. Ipak, operativne marže bilježe tek manji pad, dok je neto marža porasla na 6,1% zbog nižih troškova kamata u odnosu na isto razdoblje 2015. te pozitivnih tečajnih razlika.

U ovom tjednu

U ovom tjednu završavaju objave tromjesečnih izvješća kompanija pa očekujemo nešto mirniji tjedan na Zagrebačkoj burzi.

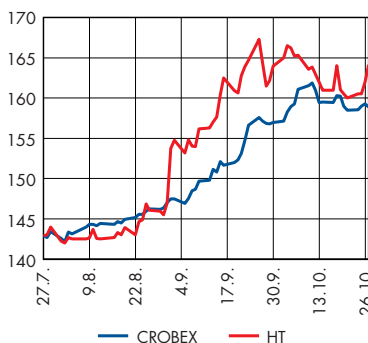
Ana Turudić, financijski analitičar

Valamar Riviera (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

HT (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Regionalni indeksi

Indeks	1 tj. %	početak god. %	Vrijednost*
			28.10.2016.
SOFIX (BG)	3,67	14,19	526
WIG30 (PL)	2,90	0,90	2.094
SASX10 (BH)	2,25	0,93	706
MICEX (RU)	1,05	12,32	1.978
BELEX15 (RS)	0,94	5,03	677
SBITOP (SI)	0,93	7,25	747
BUX (HU)	0,51	24,26	29.723
CROBEX (HR)	0,24	16,26	1.964
ATX (AT)	0,00	3,02	2.469
BETI (RO)	0,00	-1,77	6.880
NTX (SEE,CE,EE)	0,00	-0,61	954
PX (CZ)	-0,30	-3,23	925

* zabilježeno u 16:30. Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rast/pad – CROBEX indeks

Dionica	1 tj. %	Cijena*	Dionica	1 tj. %	Cijena*
			28.10.2016.		
Kraš	3,43	538	Belje	-0,12	26
HT	2,60	164	Ericsson NT	-0,34	1.141
Zagrebačka Banka	2,00	51	Dalekovod	-0,66	15
Ledo	1,96	11.369	Atlantic Grupa	-0,70	860
Atlantska Plov.	1,76	290	OT-Optima T.	-0,74	3
Tankerska NG	0,97	78	Podravka	-0,81	369
Arenaturist	0,95	426	Sunčani Hvar	-0,83	24
Luka Rijeka	0,39	49	Valamar Riviera	-0,97	33
Imperial	0,32	808	Končar EI	-1,19	675
Adris Grupa (P)	0,00	450	Đuro Đaković Holding	-2,25	50
AD Plastik	0,00	140	Varteks	-2,40	17
Ingra	0,00	3			

* zabilježeno u 16:30. Izvor: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Kalendar aktivnosti objava za razdoblje od 31. listopada do 4. studenog 2016.

CET	Zemlja	Podatak (za razdoblje)
31. listopad		
11:00	EMU	BDP (Q3/16)
11:00	Hrvatska	Industrijska proizvodnja (09/16)
13:30	SAD	Osobna potrošnja (09/16)
13:30	SAD	Osobni dohodak (09/16)
14:45	SAD	Chicago Purchasing Manager(10/16)
1. studeni		
15:00	Njemačka	ISM Indeks prerađivačkog sektora
15:00	Njemačka	ISM Indeks nove narudžbe
2. studeni		
13:15	SAD	ADP zaposlenost (10/16)
14:45	SAD	ISM New York (10/16)
19:00	SAD	FOMC - odluka o referentnoj kamatnoj stopi
3. studeni		
11:00	EMU	Stopa nezaposlenosti (09/16)
11:00	Hrvatska	Trgovina na malo (09/16)
14:30	SAD	Zahitjevi za naknade za nezaposlene
14:30	SAD	Zahitjevi za naknade za novonezaposlene
15:00	SAD	ISM indeks neprerađivačkog sektora (10/16)
15:00	SAD	Industrijske narudžbe (09/16)
4. studeni		
11:00	EMU	Proizvođačke cijene (09/16)
13:30	SAD	Robna razmjena s inozemstvom (09/16)
13:30	SAD	Zaposlenost Nonfarm Payrolls (10/16)
13:30	SAD	Stopa nezaposlenosti (10/16)

* konačni podaci

Raiffeisen istraživanja

Ekonomska istraživanja

mr. sc. 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
 Tomislava Ujević, ekonomski analitičar; tel.: 01/61 74 606, e-adresa: tomlava.ujevic@rba.hr

Financijsko savjetovanje

mr. sc. Nada Harambašić Nereau, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 870, e-adresa: nada.harambasic-nereau@rba.hr
 Ana Turudić, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 401, e-adresa: ana.turudic@rba.hr

Financijska tržišta i investicijsko bankarstvo

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

Urednik

mr.sc. Zrinka Živković Matijević, direktorica Ekonomskih istraživanja

Kratice

bb – bazni bodovi	EUR – euro	MMF – Međunarodni monetarni fond
BDP – bruto domaći proizvod	F – konačni podaci	Q1, Q2, Q3, Q4 – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje
DZS – Državni zavod za statistiku	FED – Federal Reserve System (Američka središnja banka)	QoQ – tromjesečna promjena
CES – Croatian Employment Service	ECB – European Central Bank (Europska središnja banka)	RBA – Raiffeisenbank Austria d.d.
CERP – Centar za restrukturiranje i prodaju	HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvoj	SNA – Sustav nacionalnih računa
EDP – procedura prekomjernog deficita	HNB – Hrvatska narodna banka	TZ – trezorski zapis
EFSF – Europski fond za financijsku stabilnost	HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje	UN – Ujedinjeni narodi
ESB – European Central Bank (Europska središnja banka)	kn, HRK – kuna	USD – dolar
EK – Europska komisija	MF – Ministarstvo financija	

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

Publikacija je dovršena 28. listopada 2016.

Publikacija odobrena od strane urednika: 31. listopada 2016. godine u 08:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 31. listopada 2016. godine u 08:15 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, 10 000 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. Ulagачima 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 Raiffeisen Centrobank, Austria ("RCB") te Raiffeisen Zentralbank AG, Austria ("RZB") 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 15% (20% za dionice s visokim rizikom volatilnosti/ 10% za dionice s niskim 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 15% (do 20% za dionice s visokim rizikom volatilnosti/ do 10% za dionice s niskim 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 od 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 diskontiranog novčanog tijeka (DCF metodom). Detaljna pojašnjenja korištenih metodologija dostupna su na:

<https://www.rcb.at/en/the-bank/business-segments/cr/concept-and-methods/>

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 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.

Pregled Raiffeisen preporuka:

	Kupiti	Držati	Smanjiti	Prodati	Ukinuto	Pod razmatranjem
Broj preporuka	2	5	0	0	0	0
% svih preporuka	29%	72%	0%	0%	0%	0%
Usluge invest. bankarstva	0	2	0	0	0	0
% svih usl. invest. bankar.	0%	29%	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, RCB, RZB 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 više od 0,5% udjela u temeljnom kapitalu izdavatelja.
2. Izdavatelj posjeduje više od 5% udjela u temeljnom kapitalu RBA ili bilo kojem povezanom društvu.
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/portfelj-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.

Zaposlenik RBA koji nije sudjelovao u izradi, ali koji je imao pristup ovoj publikaciji prije njezine distribucije, nema značajan financijski interes u jednom ili više financijskih instrumenata izdavatelja koji su predmetom publikacije. Zaposlenik RBA koji nije sudjelovao u izradi, ali koji je imao pristup publikaciji prije njezine distribucije, nije u sukobu interesa u vezi s izdavateljem koji je predmetom publikacije.

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.