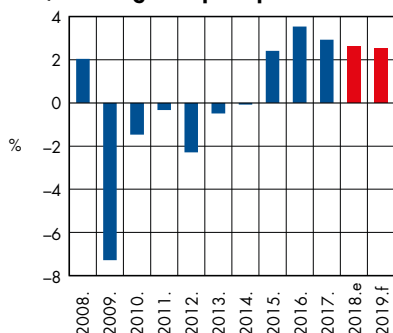


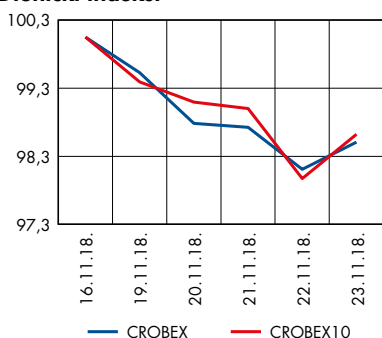


BDP, realne godišnje stope rasta



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Dionički indeksi



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

EUR/USD



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

■ U fokusu ovog tjedna je objava BDP-a za treće ovogodišnje tromjesečje. Najveći pozitivan doprinos rastu gospodarstva očekujemo od izvoza roba i usluga te osobne potrošnje. Ipak realna godišnja stopa rasta trebala bi usporiti na 2,3%. (str. 2)

■ Unatoč blagom mjesečnom rastu, listopadska stopa registrirane nezaposlenosti zabilježiti će daljnja poboljšanja u usporedbi s istim mjesecom 2017. S druge strane, očekujemo da će objava industrijske proizvodnje potvrditi nastavak godišnjeg pada obujma industrijske proizvodnje. (str. 2)

■ Brexit, razmirice Italije i Europske komisije, nagađanja oko nastavka dinamike stezanja monetarne politike u SAD-a te prolongirana neizvjesnost oko trgovinskih odnosa Amerike i Kine i dalje su u fokusu sudionika na međunarodnim financijskim tržištima. (str. 4)

■ Prošli tjedan na dioničkom tržištu kapitala društva su nastavila otkup vlastitih dionica i došlo je do pada CROBEX-a od 1,5%. (str. 6)

Objave ekonomskih pokazatelja

Pokazatelj	Vrijeme objave	Prognoza (RBI/RBA)	Konsenzus	Posljednja vrijednost
Hrvatska				
26.11. Registrirana stopa nezaposlenosti (Lis)	11:00	9.1%	–	8.4%
26.11. Prosječna bruto plaća, godišnja promjena (Ruj)	11:00	–	–	2.6%
28.11. BDP, godišnja promjena (Q3)**	11:00	2.3%	–	2.9%
28.11. Obujam građevinskih radova, godišnja promjena (Ruj)	11:00	–	–	7.4%
29.11. Obujam industrijske proizvodnje, godišnja promjena (Ruj)	11:00	-2.4%	–	-2.6%
30.11. BDP, godišnja promjena (Q3)*	11:00	2.3%	–	2.9%
eurozona				
26.11. Njemačka: IFO indeks poslovne klime (Stu)	10:00	101.9	102.5	102.8
26.11. Njemačka: IFO indeks poslovnih očekivanja (Stu)	10:00	99.2	99.2	99.8
28.11. Njemačka: GfK povjerenje potrošača (Pro)	13:00	10.5	–	10.6
28.11. Njemačka: Stopa nezaposlenosti (Stu)	9:55	5.1%	5.1%	5.1%
29.11. eurozona: Ekonomsko povjerenje (Stu)	11:00	108.5	109.0	109.8
29.11. eurozona: Indikator poslovne klime (Stu)	11:00	0.96	–	1.01
29.11. eurozona: Povjerenje potrošača (Stu)*	11:00	–	–	-3.9
29.11. Njemačka: Godišnja stopa inflacije (Stu)	14:00	2.3%	2.3%	2.4%
30.11. eurozona: Stopa nezaposlenosti (Lis)	11:00	8.1%	–	8.1%
30.11. eurozona: Godišnja stopa inflacije (Lis)	11:00	2.0%	2.1%	2.2%
SAD				
28.11. BDP (Q3), anualizirana stopa	14:30	3.5%	3.6%	3.5%
28.11. Prodaja postojećih stambenih objekata (Lis)	16:00	597tis.	582tis.	553tis.
28.11. Richmond Fed prerađivačkog sektora (Stu)	16:00	16	–	15
29.11. PCE deflator, godišnja promjena (Lis)	14:30	2.1%	2.1%	2.0%
29.11. Osobna potrošnja (Lis)	14:30	0.5%	0.4%	0.4%
29.11. Broj zahtjeva za nezaposlene	14:30	–	–	1.668mil.
29.11. Broj zahtjeva za (nova)nezaposlene	14:30	–	–	224tis.
29.11. Prodaja postojećih stambenih objekata (Lis)	16:00	–	0.8%	0.5%
30.11. Chicago Purchasing Manager (Stu)	15:45	–	58.5	58.4
Događanja				
29.11. FOMC – zapisnik s posljednjeg sastanka				

* konačni podaci; ** preliminarni podaci

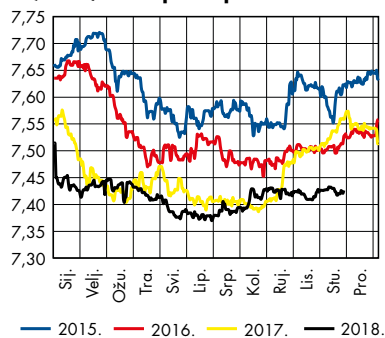
Izvori: Bloomberg, DZS, HNB, Min. financija, Zavod za zapošljavanje



Miran tjedan pred objavu BDP-a za treće tromjesečje

- EUR/HRK bez promjena uz izuzetno nisku volatilnost
- U fokusu tjedna objava BDP-a za treće tromjesečje

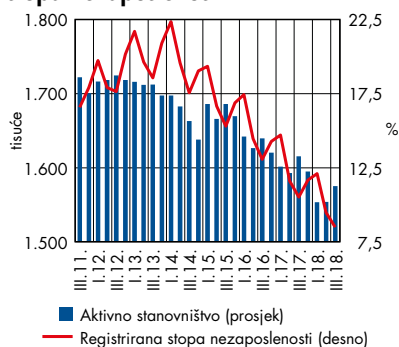
EUR/HRK, srednji tečaj*



* do 26. studenog 2018.

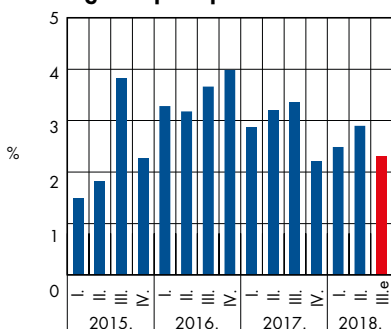
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Aktivno stanovništvo i registrirana stopa nezaposlenosti



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Realna godišnja stopa rasta BDP-a



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Tjedan siromašan makroekonomskim objavama, već uobičajeno nije donio ni uzbuđenja na financijskim tržištima. Kuna se u odnosu na euro nastavila kretati u razmjerno uskom rasponu trgovanja, između 7,42 i 7,43 kune za euro. Pri tom na strani ponude prevladava bankovni sektor, a na strani potražnje za devizama korporativni sektor. Stabilnosti tečaja pridonose i nešto skromniji volumeni trgovanja, ali u cijelosti, nastavlja se već uobičajeno niska volatilnost **EUR/HRK** sugerirajući da zaista nema potrebe za deviznim intervencijama središnje banke. Posljednja intervencija bila je u prvoj polovici svibnja.

Tjedan pred nama ne bi trebao donijeti nikakve promjene, što podrazumijeva kretanje EUR/HRK između 7,42 i 7,44 kune za euro. S približavanjem kraja godine devizni priljevi mogli bi oslabjeti, a uz jačanje uvozne aktivnosti blago će jačati i potražnja za devizama. Ne isključujemo mogućnost i kupovine eura od strane središnje banke s ciljem povlačenja dijela eurske likvidnosti s tržišta čime bi se podigla i razina deviznih pričuva središnje banke. Samo u tom slučaju izglednim smatramo i približavanje projiciranoj razini od 7,50 kuna za euro. U suprotnom potražnja za kunama će i dalje biti razmjerno visoka ublažavajući uobičajeno slabljenje domaće valute spram eura prema kraju godine. Kuna, naime podršku pronalazi u nastavku rasta izvoza roba, jačanju turističke aktivnosti i kroz zimske mjesece (advent), ali manjim dijelom i deviznim priljevima doznaka iz inozemstva.

Kalendar Državnog zavoda za statistiku već na početku tjedna predviđa objavu **stope registrirane nezaposlenosti** za listopad. Već objavljeni podatak o broju nezaposlenih osoba pri HZZ-u od 141.672 sugerira da će registrirana stopa nezaposlenosti za listopad iznositi 9,1%. Blagi rast na mjesečnoj razini posljedica je već uobičajenih sezonskih kretanja kada po završetku središnje turističke sezone pojačava priljev osoba u nezaposlenost. Ostaje međutim činjenica da je i broj i stopa nezaposlenih zamjetno niža u odnosu na isti mjesec 2017, za 21% odnosno za 2,1 pb. Međutim, unatoč pozitivnom trendu obeshrabruje nastavak pada broja radno sposobnog stanovništva i skroman rast zaposlenosti sugerirajući da dio nezaposlenih odlazi u neaktivnost, a dio odlazi u inozemstvo podsjećajući nas na krhko i još uvijek slabo tržište rada.

U fokusu tjedna svakako će biti objava **BDP-a** za treće ovogodišnje tromjesečje. Strukturno gledano druga polovica 2018. očekivano nije donijela bitnijih promjena. Navedeno podrazumijeva da glavni pokretači pozitivnih kretanja ostaju osobna potrošnja te izvoz roba i usluga. Ipak, očekujemo nastavak blagog usporavanja gospodarstva.

Procijenjena realna godišnja stopa rasta za treće tromjesečje iznosi 2,3% pri čemu očekujemo najveći doprinos od izvoza roba i usluga te osobne potrošnje. Rast izvoza roba i usluga uobičajeno je u razdoblju lipanj do rujna oslonjen na turizam, gdje su ukupna noćenja na godišnjoj razini porasla 1,8%, a dolasci 3,4%. S druge strane nastavak rasta izvoza roba biti će umanjeno uvozom roba koji nastavlja rasti zbog visoke uvozne ovisnosti. Osim u dobroj popunjenosti

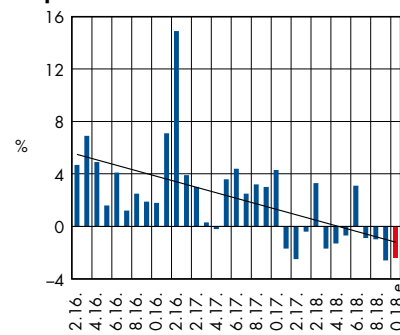
privatnih soba i apartmana, osobna potrošnja poticaj je pronašla u rastu zaposlenosti/padu nezaposlenosti, razmjeno snažnom rastu plaća, niskim troškovima (re)financiranja te umjerenoj inflaciji potrošačkih cijena. Investicije bi mogle zabilježiti blago ubrzanje rasta.

Promatrajući **bruto dodanu vrijednost** najbolje rezultate odnosno doprinos očekujemo od djelatnosti vezanih uz trgovinu i turizam, ali solidne stope rasta neće izostati ni u djelatnostima informacija i telekomunikacija. Blago intenziviranje građevinarstva ostat će u sjeni zamjetnog usporavanja odnosno pada industrijske proizvodnje. Naime pozitivan doprinos industrijske proizvodnje rastu izostati će budući da je obujam industrijske proizvodnje u promatranom tromjesečju zabilježio pad od 2 posto na godišnjoj razini.

Upravo za sam kraj tjedna rezervirana je objava obujma **industrijske proizvodnje** za listopad. S izuzetkom veljače i listopada ovaj visokofrekventni pokazatelj bilježi pad od studenog 2017. Prema našim očekivanjima godišnji pad će se nastaviti i u listopadu odražavajući nisku i stagnantnu konkurentnost. U uvjetima rastuće potražnje (inozemne i domaće) jasno je da nisu iskorišteni potencijali izvoznog tržišta, a da se dio domaće potražnje zadovoljava uvozom. Razlozi leže u strukturi i konkurentnosti industrije koje je u pojedinim djelatnostima oslonjena na nekoliko poduzeća koje onda u slučaju nastupa negativnih rizika imaju razmjeno veliki utjecaj na cjelokupnu industriju. Razlozi takve situacije i trendova su kompleksni i osim naslijeđa odražavaju strukturne probleme gospodarstva počevši od poslovnog okruženja, otvorenosti investicijama, obrazovnog sustava itd.

Zrinka Živković Matijević

Industrijska proizvodnja, godišnje stope rasta

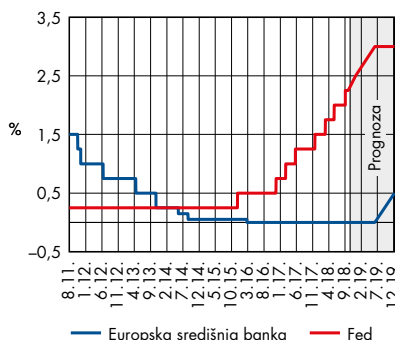


Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Politička događanja u fokusu

- BREXIT – dug put do kraja pregovora
- Završetak ciklusa postupnog povećanja kamatne stope FED-a već u proljeće 2019.?

Referentne kamatne stope središnjih banaka

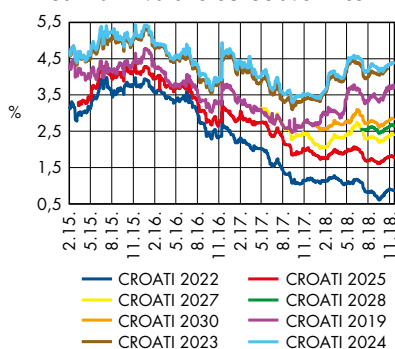


Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Nastavak pregovora oko izlaska Velike Britanije iz EU (Brexit), razmirice Italije i Europske komisije vezane za provođenje talijanske fiskalne politike, nagađanja oko nastavka dinamike stezanja monetarne politike u SAD-a te prolongirana neizvjesnost oko trgovinskih odnosa Amerike i Kine ostala su i u prošlom tjednu u središtu pažnje sudionika na međunarodnim financijskim tržištima.

Nastavno na razvoj situacije oko **Brexita**, još nije jasno hoće li se primijeniti predviđeni propisi (vezani za buduće odnose s EU). Ratifikacija od strane Europskog parlamenta do kraja prosinca čini se manje izazovnom. Situacija je pak drugačija u britanskom parlamentu, koji bi također trebao dati svoje odobrenje krajem prosinca ili početkom siječnja. Stoga nas u tjednima pred nama očekuje prilično velika neizvjesnost. Ostaje za očekivati (i nadati se) kako će trenutni Brexit sporazum i *Deklaracija o namjeri* dobiti odobrenje s britanske strane te neće biti predmet unutarnje političke i stranačke "borbe".

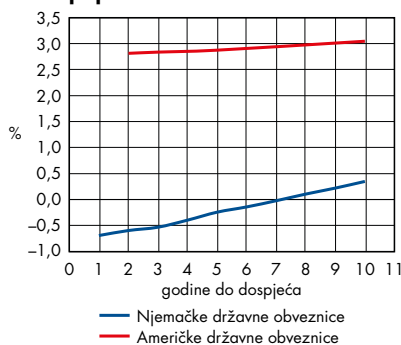
Prinosi na hrvatske euroobveznice



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Fiskalna događanja u **Italiji** dobila su svoj epilog sredinom prošlog tjedna kada je Europska komisija ustvrdila kako Vladina prekomjerna potrošnja krši fiskalna pravila EU o razini proračunskog deficita. Podpredsjednik EK je izjavio da ukoliko Italija ne dostavi novi proračunski plan za 2019. pokretanje postupka o prekomjernom proračunskom manjku (EDP) je vrlo izgledno. Postupak bi mogao prouzročiti novčane kazne Italiji, što bi bio presedan u eurozoni. Kao posljedica ovakvih događanja, na primarnoj aukciji talijanskih obveznica vezanih za stopu inflacije (eng. *inflation-linked bonds*) zabilježena je gotovo najniža potražnja od 2012. godine. Na sekundarnom tržištu prinos na talijanske desetogodišnje obveznice porastao je u godinu dana za čak 170bp te se trenutno kreće na razini oko 3,45%.

Krivulja prinosa



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

S druge strane Atlantika, tržišni sudionici razmatraju nagađanja hoće li pritisak predsjednika D. Trumpa odvratiti glavnog čelnika **FED-a** J. Powella od predviđenog povećanja referentne kamatne stope u prosincu. Osim toga sve više jačaju špekulacije oko završetka ciklusa postupnog povećanja kamatne stope već u proljeće 2019. Prema našim očekivanjima FED će se u prosincu vjerojatno odlučiti za podizanje kamatne stope. U kratkom roku smatramo da će kretanja na dioničkim tržištima u najvećoj mjeri utjecati na prinose na obvezničkim tržištima.

Na međunarodnim deviznim tržištima euro je u odnosu na dolar oslabio krajem tjedna kao rezultat objave o skromnijim izgledima kretanja njemačkog gospodarstva. U tjednu pred nama ne očekujemo značajnije odmake EUR/USD od trenutne razine kretanja.

Elizabeta Sabolek Resanović

Državne obveznice na domaćem tržištu

Valutna klauzula	Kupon	Datum dospijea	Cijena*		Prinos		Promjena**		Spread BUND	Spread EUROSWAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
RHMF-O-19BA	5,375	29.11.2019.	105,25	105,55	0,21	-0,07	-0,26	0,16	71	41
RHMF-O-203E	6,500	5.3.2020.	108,05	108,40	0,22	-0,04	-0,26	0,11	73	40
RHMF-O-227E	6,500	22.7.2022.	121,50	122,50	0,57	0,32	-0,09	0,00	96	44
RHMF-O-247E	5,750	10.7.2024.	123,40	124,50	1,41	1,23	-0,09	0,00	154	40
RHMF-O-327A	3,250	10.7.2032.	102,75	103,85	3,00	2,91	-0,09	0,01	96	41
Kunska obveznica										
RHMF-O-203A	6,750	5.3.2020.	108,28	108,48	0,29	0,14	-0,17	0,05	-	-
RHMF-O-217A	2,750	8.7.2021.	105,55	106,05	0,62	0,43	-0,05	0,01	-	-
RHMF-O-222A	2,250	7.2.2022.	104,65	105,35	0,78	0,57	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-023A	1,750	27.11.2023.	102,80	103,45	1,17	1,04	0,00	0,00	-	-
RHMF-O-257A	4,500	9.7.2025.	117,60	118,40	1,68	1,57	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-26CA	4,250	14.12.2026.	117,60	118,40	1,89	1,79	0,00	0,00	-	-
RHMF-O-282A	2,875	7.2.2028.	106,40	107,35	2,11	2,00	0,00	0,00	-	-
RHMF-O-297A	2,375	9.7.2029.	98,95	99,90	2,49	2,39	0,00	0,00	-	-

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

Hrvatske euroobveznice

	Kupon	Datum dospijea	Cijena*		Prinos		Promjena*		Spread BUND	Spread EUROSWAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
CROATIA 2022	3,785	30.5.2022.	110,30	110,70	0,89	0,78	-0,10	0,01	130	79
CROATIA 2025	3,000	11.3.2025.	107,10	107,50	1,80	1,73	0,00	0,00	185	131
CROATIA 2027	3,000	20.3.2027.	104,30	104,80	2,42	2,36	0,00	0,00	147	92
CROATIA 2028	2,700	15.6.2028.	100,30	100,80	2,66	2,60	0,00	0,00	232	180
CROATIA 2030	2,750	21.1.2030.	98,90	99,50	2,87	2,80	-0,20	0,02	243	184
CROATIA 2019	6,750	5.11.2019.	102,80	103,55	3,73	2,94	0,00	-0,05	103	80
CROATIA 2020	6,625	14.7.2020.	104,00	104,70	4,08	3,65	-0,10	0,04	129	108
CROATIA 2021	6,375	24.3.2021.	104,60	105,35	4,25	3,95	-0,10	0,03	144	126
CROATIA 2023	5,500	4.4.2023.	104,50	105,05	4,36	4,22	-0,20	0,05	147	132
CROATIA 2024	6,000	26.1.2024.	107,20	107,70	4,43	4,32	-0,20	0,04	152	138

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Njemačke državne obveznice

Godina do dospijea	Kupon	Datum dospijea	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
1	0,000	13.12.2019.	100,72	-0,69	-0,03	0,02
2	0,000	11.12.2020.	101,22	-0,59	-0,04	0,01
3	0,000	8.10.2021.	101,52	-0,53	-0,03	0,01
4	0,000	7.10.2022.	101,53	-0,39	-0,01	0,00
5	0,000	13.10.2023.	101,17	-0,24	0,02	0,00
6	1,000	15.8.2024.	106,53	-0,14	0,02	-0,01
7	1,000	15.8.2025.	106,84	-0,02	0,03	-0,01
8	0,000	15.8.2026.	99,16	0,11	0,06	-0,01
9	0,500	15.8.2027.	102,37	0,23	0,09	-0,01
10	0,250	15.8.2028.	99,02	0,35	0,12	-0,01
20	4,250	4.7.2039.	165,10	0,81	0,11	-0,01
30	1,250	15.8.2048.	105,90	1,02	0,25	-0,01

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Američke državne obveznice

Godina do dospijea	Kupon	Datum dospijea	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
2	2,750	31.10.2020.	100,11	2,82	-0,03	0,02
3	2,750	15.11.2021.	100,10	2,84	0,01	0,00
5	2,875	31.10.2023.	99,99	2,88	0,01	0,00
10	2,875	15.11.2028.	100,66	3,05	0,13	-0,01
30	3,000	15.11.2048.	101,39	3,30	0,28	-0,01

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Nastavak otkupa vlastitih dionica

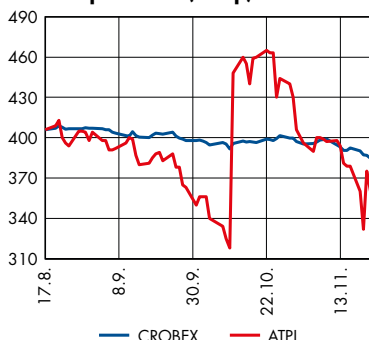
- Značajno trgovanje dionicom Valamar Riviere
- Revidirani sektorski indeksi stupili na snagu

Valamar Riviera (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Atlantska plovdba (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Prošli tjedan na dioničkom tržištu kapitala društva su nastavila otkup vlastitih dionica i došlo je do pada CROBEX-a od 1,5%. Redovni promet dionicama je iznosio 8 mil. kuna dnevno u prosjeku što je nešto više prethodnog tjedna kada je iznosio 7,8 mil. kuna. Od sastavnica CROBEX-a, dionica s najvišim redovnim prometom od čak 12,9 mil. kuna bila je dionica **Valamar Riviere** koja je u prošlom tjednu nastavila sa značajnim otkupom vlastitih dionica. U prva četiri dana prošlog tjedna društvo je kupilo 44% od svih protrgovanih dionica. Cijena dionica je u četvrtak pala na 34 kune što je razina ispod koje je dionica zadnji puta prije toga bila trgovana 22. prosinca 2016. Pad cijene bi mogao biti podržan očekivanjima investitora o daljnjem otkupu vlastitih dionica ili promjenama u portfeljima. U prošlom tjednu stupili su na snagu revidirani sektorski indeksi u kojem je najviše promjena došlo kod sektorskog indeksa prijevoza gdje su isključene tri dionice. CROBEX transport se sada sastoji od **Atlantske plovdbi** i **Uljanik Plovidbe**. Na tjednoj razini indeks je porastao 1,3% potaknut rastom cijene Atlantske plovdbi koja je bila druga najtrgovanija dionica u tjednu s prometom od 3,9 mil. kuna. Atlantska plovdba je još u prethodnom tjednu obavijestila da su kreditna dospjeća za dva broda od 23,2 mil. dolara uspješno refinancirana putem renomirane europske banke na razdoblje od pet godina. Dionica se sada trguje po omjeru od 8,3x za tržišni multiplikator ukupna vrijednost društva prema EBITDA. To je nešto ispod srednje vrijednosti usporedivih društava koja iznosi 8,8x. Društvo prema posljednjim dostupnim podacima za treće tromjesečje 2018. ima neto dug 704,5 mil. kuna što je 4,8x EBITDA i smatra se prihvatljivom zaduženosti. Sektorski indeks CROBEX konstrukt je u reviziji također doživio značajne promjene te se sada sastoji od dvije dionice – **Dalekovoda** i **Ingre**. Sektorski indeks građevinarstva je na tjednoj razini izgubio na vrijednosti 4,6% dok se u odnosu na kraj 2017. nalazi u minusu od 14%. Za usporedbu, sektorski indeks prijevoza se u odnosu na kraj 2017. nalazi u minusu od 31,7% što je najveći pad od svih sektorskih indeksa u tom razdoblju.

Tea Pevec

Regionalni indeksi

Indeks	1 tj. %	Početak god. %	Vrijednost*
23.11.2018.			
WIG30 (PL)	2,55	-10,48	2.529
SBITOP (SI)	0,61	1,97	822
BUX (HU)	-0,15	-0,28	39.268
BELEX15 (RS)	-0,32	-2,17	743
SASX10 (BH)	-0,43	11,56	628
NTX (SEE,CE,EE)	-0,64	-9,21	1.177
SOFIX (BG)	-1,07	-13,07	589
BETI (RO)	-1,14	9,33	8.477
MICEX (RU)	-1,31	10,99	2.342
CROBEX (HR)	-1,54	-6,16	1.729
PX (CZ)	-1,73	-1,52	1.062
ATX (AT)	-3,68	-11,74	3.019

* Zabilježeno u 16:00
Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rast/pad – CROBEX indeks

Dionica	1 tj. %	Cijena*	Dionica	1 tj. %	Cijena*
23.11.2018.			23.11.2018.		
Ericsson NT	2,00	1.020	Arena Hospitality Gr.	-1,40	353
Jadran	0,84	12	Kraš	-1,60	370
Atlantska plovdba	0,53	381	Ingra	-1,88	4
Adris grupa (P)	0,47	427	Zagrebačka banka	-3,10	56
Hrvatski Telekom	0,32	155	Končar EI	-3,28	590
Podravka	0,28	359	Atlantic Grupa	-4,55	1.050
Maistra	0,00	300	Valamar Riviera	-5,75	34
Brod. Viktor Lenac	0,00	7	Đuro Đaković Grupa	-6,90	14
AD Plastik	-0,56	179	Dalekovod	-8,14	7
OT-Optima T.	-0,61	2			

* Zabilježeno u 16:00.
Izvor: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

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

Marijana Cigić, ekonomski analitičar; tel.: 01/61 74 606, e-adresa: marijana.cigic@rba.hr

Tea Pevec, financijski analitičar; tel.: 01/46 95 098, e-adresa: tea.pevec@rba.hr

Financijska tržišta i investicijsko bankarstvo

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	EK – Europska komisija	MMF – Međunarodni monetarni fond
bb – bazni bodovi	EUR – euro	pp – postotni poeni
BDP – bruto domaći proizvod	F – konačni podaci	Q – tromjesečje
CES – Croatian Employment Service	FED – Federal Reserve System (Američka središnja banka)	QoQ – tromjesečna promjena
CERP – Centar za restrukturiranje i prodaju	HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga	RBA – Raiffeisenbank Austria d.d.
DZS – Državni zavod za statistiku	HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvoj	SE – središnja Europa
ECB – European Central Bank (Europska središnja banka)	HNB – Hrvatska narodna banka	SNA – Sustav nacionalnih računa
EDP – procedura prekomjernog deficita	HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje	TZ – trezorski zapis
EFSF – Europski fond za financijsku stabilnost	I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje	UN – Ujedinjeni narodi
ESB – European Central Bank (Europska središnja banka)	kn, HRK – kuna	USD – dolar
	MF – Ministarstvo financija	WEF – World Economic Forum (Svjetski gospodarski forum)

Publikacija je dovršena 23. studenoga 2018.

Publikacija odobrena od strane urednika: 26. studenoga 2018. godine u 8:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 26. studenoga 2018. 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.

Ekonomski i financijski istraživanja je organizacijska jedinica RBA.

Nadzorno tijelo: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Miramarska 24b, 10000 Zagreb i Hrvatska narodna banka, Trg hrvatskih velikana 3, 10000 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 pouzdanim, 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 te Raiffeisen Centrobank, Austria ("RCB") 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 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 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:

Adris Grupa d.d. (21.1.2005.), Atlantic Grupa d.d. (8.6.2015.), Ericsson Nikola Tesla d.d. (18.1.2005.), Hrvatski Telekom d.d. (11.12.2007.), Ledo d.d. (13.10.2015.), 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 podružja/organizacijske jedinice unutar RBI, RBA, RCB 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/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.

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.