



## PRIMARNO TRŽIŠTE 2010. - investitorska konferencija Student investitora i Financijskog kluba

Datum: 20. svibnja 2010.  
Mjesto: Ekonomski fakultet Zagreb

### FINANCIJSKI SPONZORI



### RECRUITING PARTNERI



### MEDIJSKI PARTNERI



20. svibnja 2010. godine oko 90 mladih entuzijasta i stručnjaka okupilo se na prvoj investitorskoj studentskoj konferenciji *Primarno tržište 2010.*, održanoj na *Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu* u organizaciji studentske udruge *Financijski klub* i projekta *Student investitor*. Konferencija je privukla kvalitetne studente sa različitih fakulteta i stručnjake iz prakse. Njezin značaj proizlazi iz činjenice da je to prva investitorska studentska konferencija održana na području Sveučilišta u Zagrebu.

Danas je područje investiranja veoma popularno, no rijetki su stručnjaci koji znaju donijeti kvalitetne i utemeljene investicijske odluke. *Student investitor* i *Financijski klub* su prepoznali tu potrebu i odlučili organizirati konferenciju *Primarno tržište 2010.* s ciljem širenja vlastitih znanja prikupljenih tijekom rada u udruzi. Naime, *Student investitor* već godinu dana posjeduje vlastiti portfelj kojim aktivno upravlja, ovisno o odlukama petero timova koji čine projekt.

Uz članove projekta, na konferenciji su predavali i vrhunski stručnjaci iz prakse koji su sa sudionicima konferencije podijelili svoja znanja o specifičnim područjima i problemima s kojima se svaki investitor susreće. Atmosfera na cijeloj konferenciji bila je veoma proaktivna, tema svakog govornika izazvala je veliko zanimanje publike, pa se može zaključiti da je konferencija bila i više nego uspješna.

## UVODNI DIO

Uvodnu riječ na konferenciji Primarno tržište 2010. održao je gospodin **Silvije Orsag**, profesor poslovnih financija i investicijske analize na *Ekonomskom fakultetu* u Zagrebu. Svojim predavanjem je publiku upoznao sa temeljnim postavkama financijske analize, te sa njenim povijesnim razvojem. Posebno se osvrnuo na razvoj biheviorističkih financija prema kojima je svaki investitor samo običan čovjek sa predrasudama i strahovima i koji ne odlučuje samo na temelju razuma. Iako biheviorističke financije predstavljaju značajan napredak u odnosu na tradicionalne financije, ipak je potrebno da današnji investitori objedine oba pristupa, zaključio je profesor Orsag.

## SESIJA A: Makroekonomska analiza

Gospodin **Goran Šaravanja**, glavni ekonomist Zagrebačke banke, dao je makroekonomski pregled stanja u srednjoj i istočnoj Europi. Zemlje u regiji karakterizira pad BDP-a, pad kapitalnih priljeva te rast premija rizika. Strane banke i međunarodne institucije pružaju veliku financijsku potporu tom području čime su uklonjeni rizici vezani uz prestanak priljeva inozemnog kapitala. S druge strane, budući da je CEE regija jedna od najzaduženijih regija u svijetu visoka zaduženost postaje velika prepreka rastu. Gospodin Šaravanja je naglasio da je oporavak počeo, ali sa nižim stopama rasta nego u pretkrizno vrijeme. Da je oporavak počeo vidljivo je po kretanju izvoza, gdje je Turska predvodnica. No, domaća potražnja zemalja srednje i istočne Europe još uvijek je slaba zahvaljujući porastu nezaposlenosti, slaboj kreditnoj aktivnosti i neizvjesnosti koja uzrokuje oprez među potrošačima. U iduće dvije godine gospodarski rast će odrediti proces smanjenja zaduženosti i inozemno okruženje, dok će u sljedećih 5-10 godina gospodarski rast biti određen sa čimbenicima poput znanja, ulaganja, kvalitete ljudskih resursa, demografije i reformi, zaključno je naglasio gospodin Šaravanja.

Nakon predavanja gospodina Šaravanja, moderator tima za makroekonomsku analizu *Student investitora*, **Vuk Vuković**, predstavio je publici dvije metode koje se koriste za makroekonomske prognoze. To su metoda regresijske analize i metoda analize vremenskih serija. Na primjeru kretanja nominalnog BDP-a za Hrvatsku pokazao je kako izgleda tehnika ekspanzionalnog izgladivanja sa različitim konstantama izgladivanja. Kako bismo odlučili koji ponder uzeti, uzimamo onu prognozu sa

najmanjom pogreškom. Iako tehnika eksponencijalnog izgladivanja ima brojnih prednosti, ona je ovisna samo o prethodnim kretanjima promatrane varijable, nema mogućnost predviđanja kontrakcija i ne uključuje egzogene faktore, zaključio je Vuk Vuković.

### SESIJA B: Analiza industrije

Sučeljavanje na panelu pod temom Stanje i isplativost hrvatskih sektora održano je na način da je gospodin **Slaven Ćurić**, menadžer *Deloitte savjetodavnih usluga*, govorio o bankarskom sektoru, a gospodin **Marko Varga**, menadžer portfelja *VB Investa*, o brodarskom sektoru. Bankarski sektor ocijenjen je značajno volatilnijim u odnosu na vrijeme prije krize. Kao dokaz tome možemo uzeti mjeru volatilnosti, betu koeficijent, koja je u razdoblju prije krize u bankarskom sektoru konstantno varirala na vrijednosti ispod 1, dok se danas nalazi na razini od približno 1,5, rekao je gospodin Ćurić. Prema riječima gospodina Varge, utjecaj hrvatske Vlade na brodarski sektore je veoma malen. Država subvencionira samo 10% vrijednosti brodova koje su hrvatski brodari naručili u hrvatskim brodogradilištima. Isto tako, kada brodovi budu završeni, njih će hrvatski brodari otkupiti po tržišnim cijenama. Prema tome, vidljivo je da je uplitanje države u rad brodogradilišta zaista minorno, naglasio je gospodin Varga. Zaključno su oba sudionika ocijenila kako će ulazak u Europsku Uniju utjecati na bankarski, odnosno brodarski sektor: ulazak u EU neće utjecati značajnije na brodarski sektor, dok bankarskom predstoji daljnje usklađivanje u području regulative.

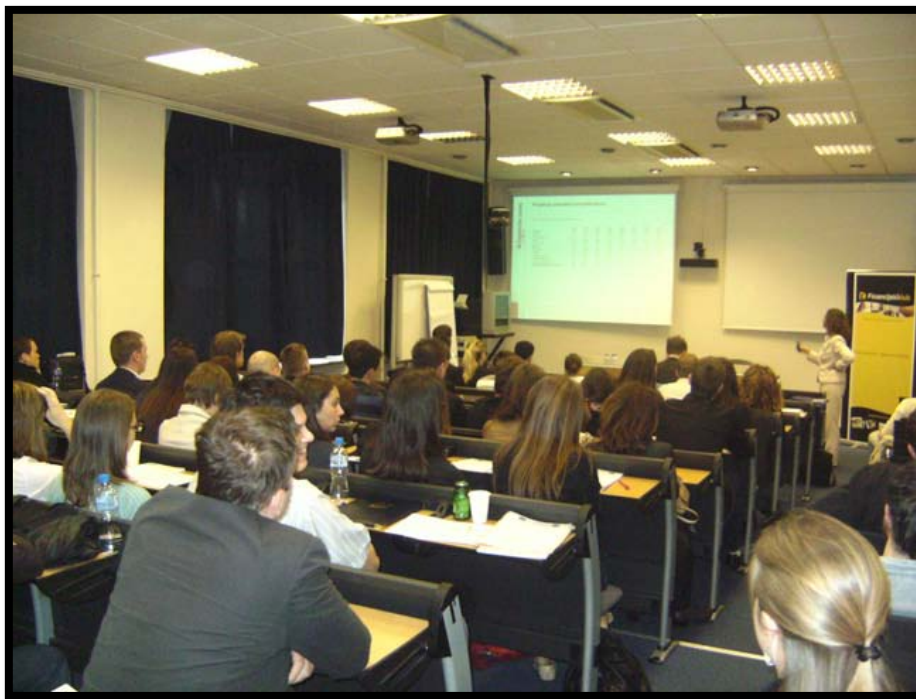


Moderator tima za analizu industrije *Student investitora*, **Luka Sremić**, održao je nakon panela radionicu na temu Analiza učinkovitosti strategije sektorske rotacije. Luka je napravio kratko istraživanje u trajanju od 6 mjeseci gdje je usporedio prinose 5 različitih vrsta portfelja: indeksiranog portfelja, portfelja formiranog na načelima sektorske rotacije, Markowitzevog diverzificiranog portfelja, portfelja baziranog samo na tehničkoj analizi te portfelja Student investitora. Najbolje rezultate dao je portfelj baziran na tehničkoj analizi, a vrlo blizu njega se našao portfelj temelj na načelima sektorske rotacije. Portfelj Student investitora našao se na jednoj razini kao i indeksirani portfelj, što je dokaz da prati tržište u stopu.



SESIJA C: Analiza poduzeća

Gospođa **Ivana Blašković**, voditeljica sektora istraživanja *Zagrebačke banke*, predstavila je model vrednovanja poduzeća metodom diskontiranog novčanog toka (DCF) te usporednim vrednovanjem. Govoreći o DCF metodi istaknula je važnost procesa odabira dionice u 3 koraka: makroekonomska analiza, analiza industrije i analiza poduzeća. Prilikom analize poduzeća, potrebno je unutar najprosperitnijih industrija odabrati poduzeća s najvećim potencijalom rasta (pomoću podataka iz povijesnih financijskih izvješća i projekcija budućih kretanja). Da bismo odredili koja je tržišna vrijednost nekog investicijskog projekta moramo pronaći sadašnju vrijednost budućih novčanih tokova koje će projekt generirati, naglasila je gospođa Blašković. Projekcija slobodnih novčanih tokova može se napraviti na tri načina (iz neto dobiti, EBIT-a i EBITDA). Velika prednost DCF metode pred usporednim vrednovanjem jest u tome da pruža mogućnost valoriziranja poduzeća koja trenutno ne ostvaruju pozitivne novčane tokove. Sve navedeno prikazano je na primjeru Hrvatskih telekomunikacija. U kraćem dijelu gospođa Blašković objasnila je i metodu usporednog vrednovanja te zaključila da svaka metoda procjene uvelike ovisi o inputima i pretpostavkama analitičara, te da je najbitnija sveobuhvatnost i argumentiranost upotrebljenih pretpostavki.



Vlastitu analizu dionica HT-a na konferenciji su prikazali i članovi tima za analizu poduzeća *Student investitora*: moderator **Dragan Andrašec** i članica **Gabrijela Demiter Reider**. Najprije su napravili analizu financijskih izvještaja poduzeća. Analizu su nastavili procjenom sadašnje vrijednosti poduzeća pomoću metode diskontiranih novčanih tokova te procjenom intrinzične vrijednosti. Naglasili su kako važnost cjenovnih multiplikatora proizlazi iz mogućnosti vrednovanja poduzeća sa sličnim poduzećima, i to koristeći samo nekoliko ključnih varijabli.

SESIJA D: Tehnička analiza

Gospodin **Davor Vorih**, menadžer portfelja *InterCapital Asset Managementa*, pojasnio je publici što je to tzv. *opening range* i *inside day* trgovanje. Kad se dogodi *inside day*, investitori mogu naslutiti da će se dogoditi preokret na tržištu. U takvom danu cijene variraju u rasponu manjem od prethodnog

dana. Dakle, najviša cijena tog dana nije viša od cijene prethodnog dana, a najniža cijena nije niža od cijene prethodnog dana. Za vrijeme *opening range-a* zna se dogoditi 30 do 35%-tni raspon kretanja dnevnih cijena, pa je tog dana najbolje zauzeti poziciju u prvih pola sata trgovanja. Sve navedeno gospodin Vorih objasnio je na primjeru kretanja cijena indeksa S&P 500.

Kako se sva kretanja cijena u tehničkoj analizi mogu predvidjeti pomoću kvadrata, objasnio je gospodin **Stjepan Morović**, direktor sektora za procjenu rizika, istraživanje i statistiku *HANFE*. Njegov je pristup da cijenu izrazi u danima, pa tako uzima omjer u kojem 365 dana vrijedi 640 kuna. Potom smješta kretanje cijena u kvadrate na način da npr. najniža cijena u određenom razdoblju se nalazi u donjem lijevom kutu kvadrata. Gospodin Morović je na brojnim primjerima dokazao kako će se cijena iz lijevog donjeg kuta zatim kretati u suprotnom smjeru, dotaknuti gornju stranu kvadrata točno na sredini i nastaviti se kretati prema desnom donjem kutu kvadrata. Najbolja predviđanja daju kvadrati veličine 90x90. Također, gospodin Morović predstavio je publici kretanje cijena CROBEX-a pomoću kružnice.

Izračun najvažnijih indikatora tehničke analize publici je prikazao **Pero Ševelj**, moderator tima za tehničku analizu *Student investitora*. Uvodno je naglasio kako tehnička analiza nije alat samo za špekulante, već da je to umjetnost čitanja grafova koja nam daje signal kada treba ući, a kada izaći s tržišta. Osvrnuo se na povijesno gledano, šest najboljih mjeseci na burzi (01.11.-30.04.) i šest najlošijih mjeseci u godini (01.05.-31.10.). Naveo je da za analizu trenda najbolje koristiti kombinaciju nekoliko pomičnih prosjeka, zaključne cijene zadnjeg tjedna i ADX. Kada na tržištu ne postoji trend za analizu se koriste oscilatori. Na kraju je prikazao kako se obrasci tehničke analize (horizontalni kanal, T-formacija, Elliottova teorija valova, formacije japanskih grafikona oblika svijeća) koriste za projekciju cijena.

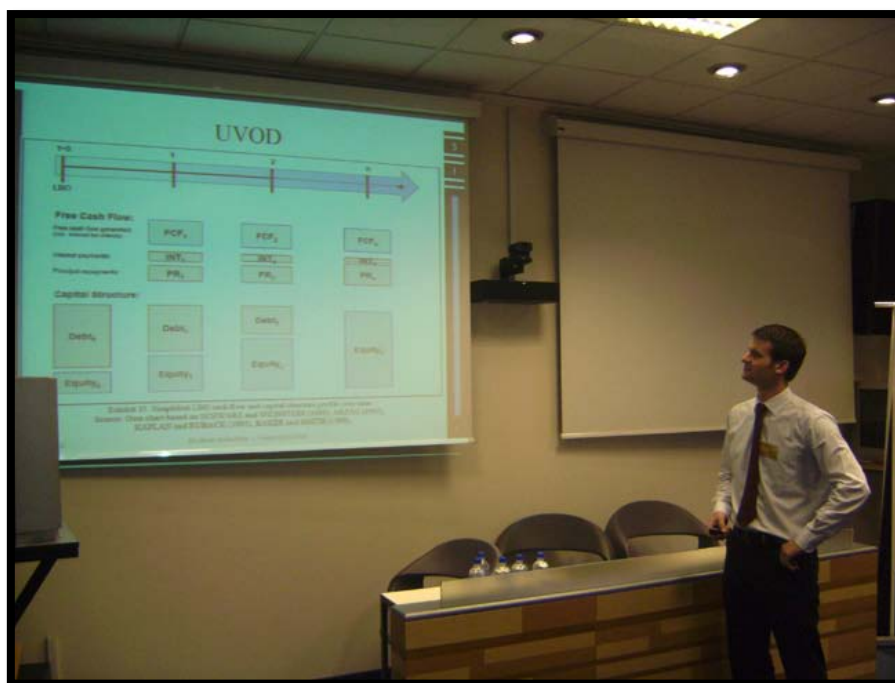
#### SESIJA E: Upravljanje portfeljem

Sučeljavanje na panelu pod temom Upravljanje fondovima u Hrvatskoj odvijalo se između gospodina **Darka Brborovića**, predsjednika uprave *OTP Investa* i gospodina **Zvonimira Crnogorca**, glavnog menadžera portfelja *ZB Investa*. Raspravljajući o pitanju da li je bolje ulagati u tržišta u nastajanju ili u razvijena tržišta, sudionici panela su naglasili da je trgovanje na tržištima u nastajanju skuplje, nosi velike rizike te za vrijeme krize postoji velika opasnost da se ta tržišta „zatvore“. S druge strane, razvijena tržišta omogućavaju potpunu diverzifikaciju, iako ne posjeduju toliko potencijal rasta kao tržišta u nastajanju. Oba sudionika panela su se složila da je potrebno gledati u kojoj smo fazi ekonomskog ciklusa kada odlučujemo da li ćemo portfeljem upravljati aktivno ili pasivno. Za 99% fond menadžera i ljudi je bolje pasivno ulaganje jer neće ostvariti bolji prinos od tržišta, naglasio je gospodin Brborović. Iako se gospodin Crnogorac složio sa tom tvrdnjom, zaključio je sa tezom da su možda najbolja poduzeća na svijetu ona koja se ne nalaze u indeksima.

**Amir Janus**, moderator tima za upravljanje portfeljem *Student investitora*, govorio je nakon panela o mjerama performansi portfelja. Uvodno je razjasnio koje mjere danas postoje te kako su se one razvijale kroz povijest. Vrlo detaljno je objasnio pet različitih pokazatelja koja se u praksi najčešće koriste: Sharpeov omjer, Treynorov omjer, Jensen alfu, Informacijski omjer i  $M^2$ . Amir je naglasio zašto je pojedini pokazatelj važan, po čemu se razlikuje od ostalih pokazatelja te na kratkom primjeru pokazao publici kako izračunati svaku pojedinu mjeru.

SESIJA F: Investicijsko bankarstvo

U zadnjem dijelu konferencije gospodin **Ante Patrk**, voditelj sektora investicijskog bankarstva *InterCapitala*, upoznao je publiku sa načinima financiranja investicijskih projekata. Ovisno o tome u kojoj fazi životnog ciklusa se nalazi poduzeće, ono će se financirati interno, eksterno ili uz pomoć strateških partnera. Financiranje uz pomoć strateških partnera podrazumijeva financijsku pomoć *venture capitala*, *private equityja* ili međunarodnih financijskih institucija (*IFI*). Gospodin Patrk naveo je koje bi bile prednosti *IFI*-ja pred *private equityjem* (brand, iskustvo i reference u razvoju brzorastućih kompanija, transparentnost i korporativno upravljanje, dugoročan partnerski odnos), te navedene prednosti objasnio na primjeru ulaska *EBRD*-a u vlasničku strukturu *Geofoto Grupe*. *Geofoto* je jedna od najperspektivnijih kompanija u Europi na području geoinformatike. Bave se uslugama zračnog snimanja, digitalne kartografije, kreiranjem geoinformacijskih sustava i sl. Budući da su navedene aktivnosti veoma skupe, a strateške smjernice *Geofota* uključivale su i brojne nove investicije, ulazak *EBRD*-a u vlasničku strukturu omogućio je *Geofotu* nova sredstva za razvoj kompanije, dugoročno povećanje vrijednosti kompanije te poboljšanje reputacije poduzeća.



Konferenciju je zaključio **Marko Šlibar**, voditelj *Student investitora*, sa analizom hipotetskog otkupa s polugom (*leveraged buyout*) poduzeća *Ericsson Nikola Tesla (ENT)*. U uvodnom dijelu naglasio je da je svrha otkupa s polugom omogućavanje velikih preuzimanja sa malo vlastitog kapitala (30% transakcije). Iako je *ENT* u većinskom vlasništvu švedske matice *Ericsson*, poduzeće je izvrsna meta za otkup s polugom jer predstavlja zrelo poduzeće sa snažnim i predvidljivim čistim novčanim tokovima, vodećim i defanzivnim tržišnim položajem, prilikama za rast, snažnom imovinskom bazom te dokazanim menadžmentom. Nakon detaljnog prikaza modela otkupa s polugom, koji uključuje analizu prinosa, analizu strukture financiranja te analizu vrijednosti poduzeća, izračunata je sadašnja vrijednost poduzeća *ENT* u iznosu od 1,6 milijardi kuna (6,2xEBITDA), a uz pretpostavku otkupa uz 30% vlastitog kapitala i prodaju nakon pet godina, na temelju procijenjenih čistih novčanih tokova dolazi se do interne stope profitabilnosti od 27% što je primjeren prinos u takvim transakcijama.