



PRIMARNO TRŽIŠTE 2011

investitorska konferencija Student investitora i Financijskog kluba

Datum: 12. svibnja 2011

Mjesto: Ekonomski fakultet Zagreb

FINANCIJSKI SPONZORI



RECRUITING PARTNERI



Poslovni dnevnik



MEDIJSKI PARTNERI



Poslovni dnevnik



Nakon uspješne prošle godine, projekt Student investor i udruga Financijski klub održali su 12. svibnja 2011 drugu po redu investitorsku konferenciju *Primarno tržište*. Ove godine konferencija je privukla studente sa više fakulteta (EFZG, PMF, FER, TVZ) i stručnjake iz prakse.

Predavanja stručnjaka i radionice članova Student investitora održane su u pet sesija: makroekonomksa analiza, analiza industrije, analiza poduzeća, tehnička analiza i upravljanje portfeljem. Predavanja su održali:

- g. Ivo Krznar, viši savjetnik u Direkciji za ekonometrijsko modeliranje, HNB
- gđa Renata Suša, menadžerica, Colliers International
- g. Ivan Jurišić, fond menadžer, HPB Invest
- gđa Melita Marčeta, voditeljica Akademije Zagrebačke burze
- g. Saša Ivanović, direktor Admiral Markets AS Hrvatska, Admiral Markets
- g. Marko Mišulić, fond menadžer, NFD Aureus Invest

SESIJA A: MAKROEKONOMSKA ANALIZA

Ove godine smo bili počašćeni dolaskom vrhunskog stručnjaka s doktoratom jedne od najboljih škola ekonomije, gospodinom **Ivom Krznarom**. Na konferenciji je prezentirao svoj nadolazeći rad o identifikaciji razdoblja recesija i ekspanzija u Hrvatskoj. Upoznao nas je sa učestalim greškama koje ponavljaju stručnjaci i nestručnjaci baratajući pojmovima iz ekonomije. Kroz predavanje bile su istaknute tri tehnike prepoznavanja zakretnih točaka u gospodarstvu. Predavanje je započeto s prvim načinom odnosno najjednostavnijim koji se tiče promatranja kvartalnih stopa rasta BDP-a. Zatim je bio objašnjen *Bry-Boschanov* algoritam te na kraju *Markov switching* model kao najzahtjevniji, ali i najsigurniji od ova tri pri određivanju početka i završetka pojedinih razdoblja u ekonomskoj aktivnosti. Sve tri metode prikazale su postojanje dvaju recesija i jedne duge ekspanzije. Kroz predavanje se provlačila potreba stvaranja transparentne metodologije za identifikaciju točaka zaokreta te je istu na kraju naglasio predavač, gospodin Ivo Krznar.

Nakon predavanja gosta predavača, moderator Makroekonomskne analize **Marijan Prša** imao je prezentaciju o finansijskom sustavu i ekonomskom rastu. Opisani su pojmovi i objašnjena je njihova posredna korelacija. Po opisu temeljnih pojmove nastavljeno prezentacija je nastavljena dvama primjerima koji su se ticali Poljske i Njemačke. Na kraju je ponovljeno i zaključeno što je ključno u održavanju i poboljšavanju finansijskog sustava paralelno s ekonomskim rastom pojedine zemlje.



SESIJA B: ANALIZA INDUSTRIJE

Ovu sesiju je otvorila gđa **Renata Suša**, menadžerica u Colliers Internationalu, na temu procjena vrijednosti nekretnina. Tržište nekretnina, kao i njegovo vrednovanje, znatno se razlikuje od tradicionalnog vrednovanja poduzeća, te zbog toga je potreban poseban pristup. Upravo zbog svojih



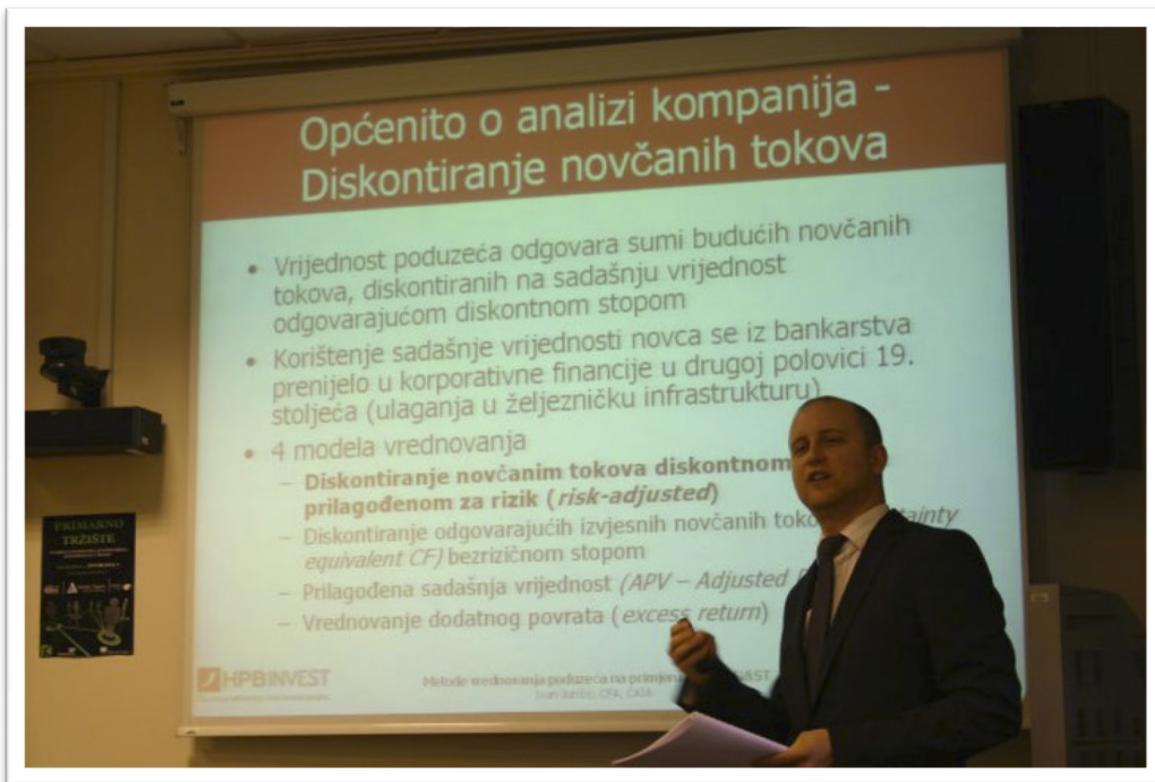
specifičnosti najveći se trud ulaže u istraživanje tržišta kako bi se dobila slika o bitnim čimbenicima kao što su postojeće i nadolazeće ponude, potražnje, razine renti i sl. Bitni aspekti u procjeni nekretnina su makroekonomsko okruženje, regionalno okruženje te mikrolokacija i makrolokacija. Jedna od specifičnosti tržišta nekretnina, za razliku od tržišta kapitala, je njegova nelikvidnost. To je posebno naglašeno u Hrvatskoj posljednjih nekoliko godina, gdje ukupne transakcije čine kupnje i prodaje nekoliko velikih igrača. Metode koje se koriste u procjeni same vrijednosti nekretnina su metoda usporedivih cijena, rezidualna metoda prihodovne metode, metoda kapitalizacije prihoda te zamjenska metoda. Za kraj je gospođa **Renata Suša** napomenula da čitava analitika postaje nepotrebna ukoliko se nekretnina ne uspije prodati. Upravo je zbog toga za ovaj tip posla potrebno razvijati i *soft skills*, a ne samo orijentirati se na kvantitativni analitički aspekt vrednovanja.

Nakon predavanja gospođe Renate Suše, moderator tima za analizu industrije **Luka Sremić** održao je radionicu na temu efikasnost *stock screening* strategija. Luka je usporedio 6 hipotetskih portfelja, napravljenih pomoću jednoparametarskog *stock screeninga*, portfelj dionica sa velikim P/E, malim P/E, malim PEG, malim P/S, malim P/FCF te portfelj dionica sa velikim odnosom isplate dividendi i tekućim prinosom od dividendi. Najveći rast imao je posljednji portfelj, baziran na dividendama, no pomoću pokazatelja performansi portfelja vidljivo je da za preuzeti rizik sam prinos nije dovoljno velik da bi portfelj bio efikasan. Nakon toga se zaključilo da za izradu portfelja treba gledati puno više od jednog pokazatelja te da ne postoji tajna formula pravih pokazatelja, već njihov odabir ovisi o talentu i iskustvu analitičara.

SESIJA C: ANALIZA PODUZEĆA

U sklopu sesije za analizu poduzeća stručni predavač bio je g. **Ivan Jurišić**, fond menadžer iz HPB Investa, koji je položio ispite za brokera, investicijskog savjetnika i upravitelja mirovinskim fondovima te CFA i CAIA programe. G. Jurišić prikazao nam je metode vrednovanja poduzeća na primjeru Končar D&ST, a to su diskontiranje novčanih tokova (*DCF, DDM*), računovodstvena/likvidacijska vrijednost, metoda usporedbe (*peer valuation*) i vrednovanje zavisnih prava (*Contingent claim valuation*). Nakon

kratkog pregleda teoretskog dijela vrednovanja poduzeća sve modeli je potkrijepio konkretnim primjerima. Pa je tako prikazao sve ključne financijske pokazatelje i time započeo analizu poduzeća. Nakon toga prognozirao poslovne prihode do 2015. kako bi mogao izračunati novčane tokove i napraviti diskontiranje slobodnog novčanog toka. Diskontna stopa određena je pomoću prinosa na državne obveznice kojima se još pridodaju druge premije rizika. Drugi model vrednovanja bio je pomoću multiplikatora (*peer valuation*) odnosno usporedba sa srodnim poduzećima. Na kraju je napravio prosjek svih modela vrednovanja da bi dobio konačnu fer cijenu poduzeća, koja je bila znatno viša od tržišne.



Nakon g. Jurišića, fond menadžera iz HPB Investa, u sklopu sesije analize poduzeća prezentaciju je održao **Dragan Andrašec**, moderator tima za analizu poduzeća u Projektu Student Investitor. Dok nam je g. Jurišić pokazao osnove *equity* analize poduzeća, moderator Andrašec uveo nas je u osnove kreditne analize korporativnih obveznica na primjeru poduzeća Michelin. Kreditna analiza koristi se za procjenu boniteta poduzeća, tj. hoće li poduzeće biti u mogućnosti vratiti svoje dugove. Dok je *equity* analiza usmjerena prema investitorima u dionice poduzeća, credit analiza usmjerena je prema kreditorima poduzeća. Srž kreditne analize vrti se oko identifikacije i mjerjenja poslovnih i financijskih rizika te njihovo svrstavanje u „*business/finance risk profile matrix*“ pomoću koje se određuje rejting poduzeća upravo istim metodama koje koriste i svjetski poznate rejting agencije.

Nakon što su bili predstavljeni modeli vredovanja poduzeća sa aspekta *equity* analize i *credit* analize, na kraju sesije analize poduzeća gđa **Melita Marčeta**, voditeljica Akademije Zagrebačke burze, predstavila je edukativne tečajeve koji se kontinuirano održavaju u prostorijama Zagrebačke burze. Ti seminari namijenjeni su širokoj javnosti - od studenata do profesionalaca iz prakse, koji se bave tržištem kapitala općenito. Isto tako prikladna su za sve investitore koji žele steći dodatna znanja vezana za investiranje i burze vrijednosnica općenito. Neka od područja seminara su: Procjena vrijednosti poduzeća, Analiza financijskih izvještaja, Primjena Zakona o tržištu kapitala i Zakona o

preuzimanju, Fundamentalna analiza, Izvedenice, Upravljanje rizicima, Upravljanje portfeljem, i dr. Voditeljica Akademije napomenula je da su dogovoren popusti za članove Finansijskog Kluba. Time je završila sesija analize poduzeća te je došlo vrijeme za dužu pauzu za ručak.



SESIJA D: TEHNIČKA ANALIZA

Gospodin **Saša Ivanović**, direktor hrvatskog ureda *Admiral Markets*-a, međunarodne brokerske kuće s europskom licencom za trgovanje na *Forex*-u, pojasnio je publici osnovne pojmove tehničke analize, kao što su obrasci cijena, psihologija mase, potporne i otporne granice, određivanje sentimenta, zatim tehničke, psihološke i fibo razine, te trend i *dealing* kanali. Grafička je analiza bila prikazana na jednosatnim, četverosatnim i jednodnevnim grafikonima svijeća, na kojima su analizirana kretanja indeksa *S&P 500* te valutnog para *euro-dolar*. Nakon uvodnog dijela predavanja, gospodin Ivanović je objasnio pomične prosjeke i oscilatore kao osnovne trgovinske alate koji se koriste u tehničkoj analizi. Naglasak je bio na razdvajajuju upotrebe istih s obzirom na trend koji je dominantan na tržištu. Oscilatori su *leading* indikatori i oni daju optimalne rezultate u bočnom (horizontalnom trendu), dok pomični



projeci pripadaju domeni *lagging* indikatora te daju optimalne rezultate u rastućem ili padajućem trendu. Na samom je kraju predavanja gospodin Ivanović prikazao analizu tržišnih kretanja pomoću *pivot* linija, na već spomenutom valutnom paru *euro-dolar*.

Izračun najvažnijih indikatora tržišnog indeksa publici je prikazao **Pavao Crnko**, moderator tima za tehničku analizu *Student investitora*. Uvodno je naglasio da je glavni zadatak ove skupine indikatora odrediti unutarnju snagu finansijskog tržišta. Analiza je bila prikazana na primjeru europskog dioničkog tržišta čiji je reprezentativni uzorak indeks *DJ Euro Stoxx*. Moderator Crnko je naglasio da postoje tri podskupine indikatora tržišnog indeksa koji se koriste za dionička tržišta, a to su indikatori broja dionica s rastom i padom cijena, indikatori broja dionica s novim najvišim i najnižim cijenama te indikatori volumena trgovanja. Zaključak ove prezentacije se može svesti na dvije tvrdnje: što je broj dionica koje utječu na smjer kretanja indeksa veći, to je unutarnja snaga tržišta veća. S druge strane, ako na kretanje tržišnog indeksa utječe mali broj dionica koje imaju velike promjene, tada tržište nije snažno.

SESIJA E: UPRAVLJANJE PORTFELJEM

U zadnjoj sesiji predavanje je održao g. Marko Mišulić, fond menadžer NFD Aureus Investa. Naslov njegovog predavanja bio je „*Unaprijeđeni index tracking koncept portfolio optimizacije*“. G. Mišulić je na početku objasnio da je postizanje glavnog cilja fond menadžera – nadmašivanje benchmark indeksa, nemoguće bez adekvatne programske podrške. Nakon toga, objašnjeni su nedostaci varijance kao mjere rizika i zašto je napravljen odmak prema *Value at Risk* metodologiji. U nastavku je g. Mišulić objasnio osnovne pretpostavke i metodologiju modela koji su samostalno razvili unutar NFD Investa i koji aktivno koriste u upravljanju fondovima. Kao područja kojima bi fond menadžer trebao koristiti u upravljanju fondovima navedena su financije, matematika i informatika. Takvim pristupom može se postići veća efikasnost fond menadžera, bolja alokacija ljudskih resursa, manji transakcijski troškovi i najvažnije, bolji rezultati u odnosu na *benchmark* indeks. Nakon završetka prezentacije g. Mišulić pokrenuo je model kako bi prisutni vidjeli kako model radi u praksi, što je bilo vrlo impresivno.



Posljednjim je predavanjem konferenciju priveo kraju Amir Janus, voditelj Student investitora s temom „*GARCH-Markowitz optimizacija portfelja*“. U uvodu predavanja objasnio je ideju i cilj iza *GARCH-Markowitz* modela. Nakon kratkog pregleda *Markowitz* portfolio teorije, uslijedila je prezentacija *GARCH* modela koji su korišteni za modeliranje volatilnosti i korelacije potrebne za izračun efikasne granice. Na kraju predavanja pokazana je efikasna granica izračunata na osnovi *GARCH* modela.

