

# **ДФ Адванс Източна Европа**

## **Инвестиционен коментар**

**към 31 декември, 2015 г.**

**Надя Неделчева, CFA**

**Портфейлен мениджър**

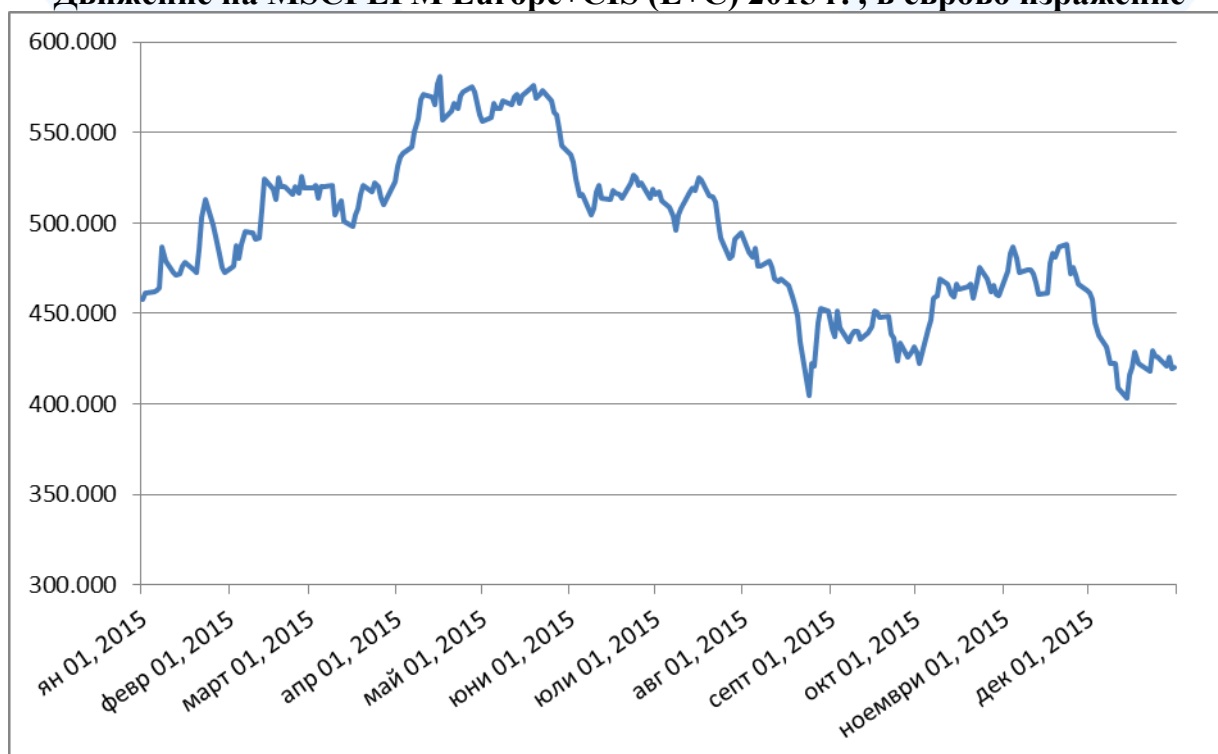
**29 януари, 2016 г.**

## Отчет за 2015 г.

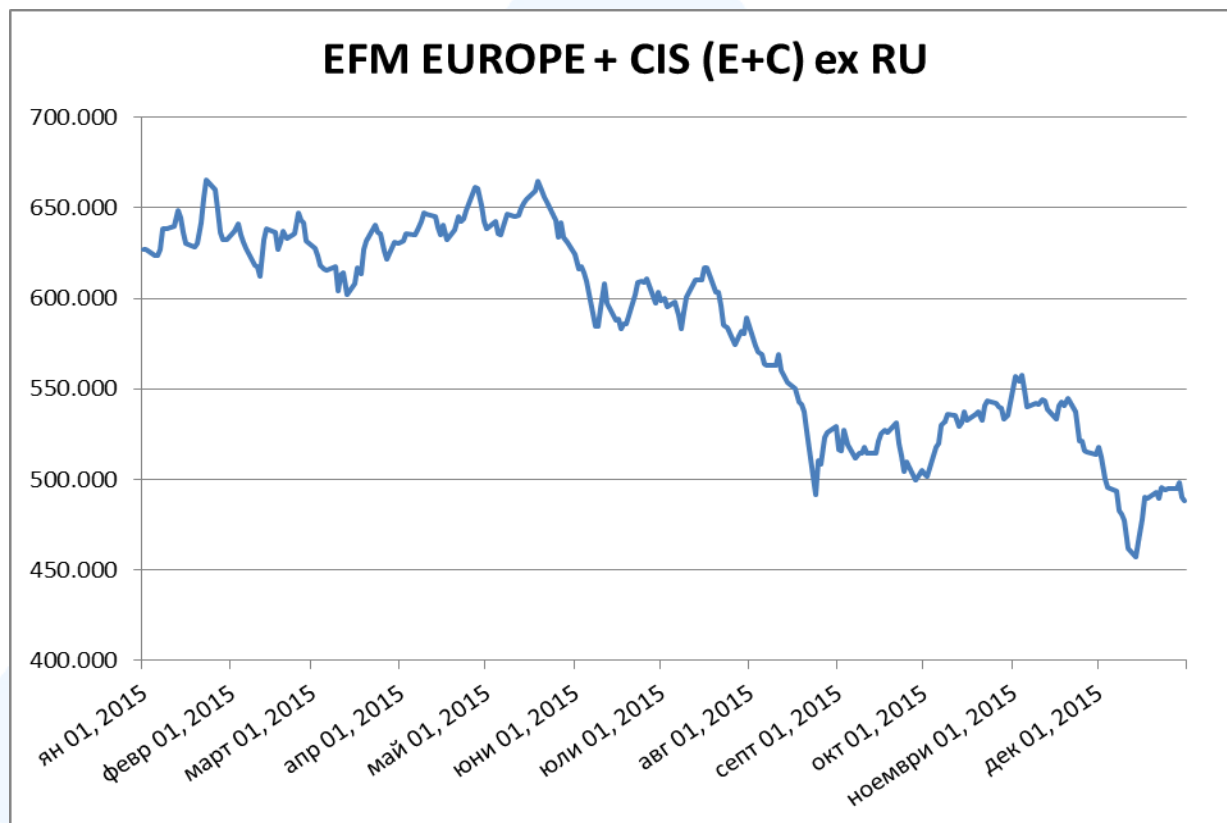
Изминалата 2015 г. се отличаваше с много високи нива на волатилност, като глобалните пазари бяха под значителен натиск под влияние на поредица от фактори. Индикациите за забавяне на темпа на ръст на китайската икономика създадоха несигурност относно развитието и на останалите икономики. От друга страна вниманието на инвеститорите бе приковано върху действията на Федералния Резерв на САЩ и Европейската Централна Банка по отношение на затягане на паричната политика в САЩ и осигуряването на допълнителни стимули за страните от евро-зоната. В резултат на противоречиви сигнали за развитие на големите световни икономики, както и разочарования от действията на ЕЦБ доведоха до солидни разпродажби през втората половина на годината с особено слабо представяне на развиващите се пазари.

Регионът на Източна Европа също стана обект на разпродажби, въпреки че някои пазари успяха да приключат годината на положителна територия. След много слабо представяне на руския пазар през 2014 г. като резултат на наложените от Запада санкции като следствие от конфликта с Украйна, напрежението в отношенията бяха значително туширани, което даде отражение и върху възприятието за риск на руския пазар. През по-голямата част от годината доларово-деноминираният руски индекс RTS бе на положителна територия от началото на годината, но резкият спад на петрола през втората половина на 2015 г. оказа силен натиск върху рублата. Така RTS приключи също на отрицателна територия. В резултат индексът MSCI EFM Europe+CIS (E+C) приключи годината със спад от 8.3%. В резултат на силните спадове при по-големите пазари от региона, сред които Полша и Турция, индексът изключващ Русия MSCI EFM Europe+CIS (E+C) ex RU приключи с много по-големи загуби – спад от 22.13% за годината. Геополитическите напрежения в региона по линия на бежанската криза, както и влошаването на отношенията между Русия и Турция също допринесоха за негативните настроения към региона.

### **Движение на MSCI EFM Europe+CIS (E+C) 2015 г. , в еврово изражение**



## Движение на MSCI EFM Europe+CIS (E+C) ex RU през 2015 г. , в еврово изражение



## Преглед на развитието на пазарите от портфейла

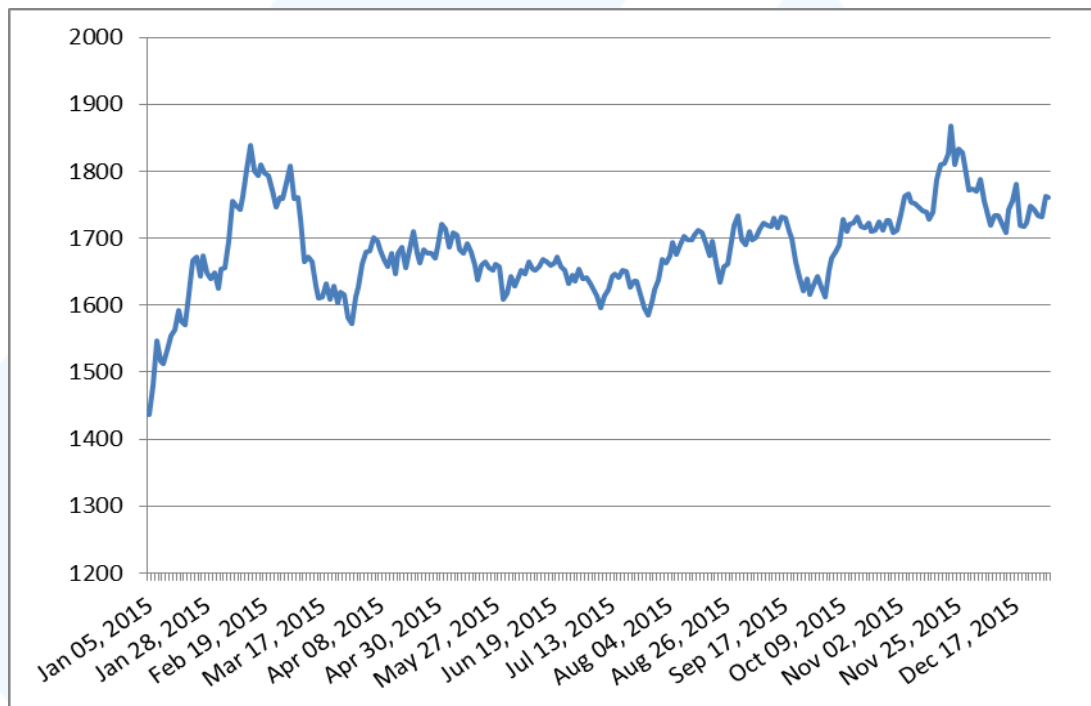
### Русия

Значителният спад в цената на петрола, както и търговските санкции наложени от Запада към Русия поради конфликта с Украйна, даде сериозно отражение върху руската икономика, която през 2015 г. се е свила с близо 4%. През третото тримесечие на миналата година спадът на БВП се забави, като има и други индикации за известно стабилизиране. Все още обаче е рано да се очертае трайно обръщане на негативните тенденции, като предизвикателствата пред руската икономика остават. Прогнозите за 2016 г. са за слаба промяна на БВП, като МВФ очаква спад от 1%. Инфлацията остава на високи нива - очакванията са тя да надхвърли 15% за 2015 г., а през настоящата година темпът ѝ да се понижи до близо 9%. Продажбите на дребно спадат с над 10% през 2015 г.

Силният спад на цената на петрола през 2015 г. даде отражение върху движението на руската рубла, която се обезцени с над 20% спрямо долара след като и през 2014 г. загуби сериозни позиции. Ниската цена на петрола, на който се дължат приблизително половината от постъпленията в бюджета, създава сериозни притеснения за бюджетния дефицит на Русия, който се изчислява да е над 5% от БВП през изминалата година.

В местна валута обаче руските акции се представиха силно, като индексът MICEX скочи с над 26%. За това допринесе промяната в отношенията със Запада като резултат от действията на Русия като съюзник в борбата с тероризма след терористичните удари в Париж през ноември. Това отслаби напрежението в отношенията със Запада, намалявайки политическия риск на руските акции, като инвеститорите започнаха да преразглеждат експозицията си към руския пазар.

### Движение на MICEX през 2015 г.



Силната обезценка на рублата доведе до спад на доларово-деноминирания RTS индекс с 4.3% след спад от над 10% през декември.

## Движение на RTS през 2015 г.



Предвид настоящата ситуация в Русия, очакванията ни за 2016 г. са за силно представяне на експортно-ориентираните компании, чиито разходи са в рубли, а продажби са деноминирани в долари. Особено позитивни сме за компанията от торовата индустрия, както и селското стопанство. Компанията от сектора на продажби на дребно също се очаква да се представят силно с оглед на силния потенциал на руския пазар предвид демографските фактори, както и все още ниската степен на проникване. Вдигането на санкциите от страна на Запада също би дала позитивно отражение върху развитието на икономиката и корпоративните резултати.

С оглед на влошената икономическа картина в Русия и съответното влошаване на резултатите при немалко компании, средното P/E на пазара към края на 2015 г. бе 12.5x, което е над средните за руския пазар нива в исторически план.

### Украйна

Украинският пазар се представи най-слабо сред пазарите от Централна и Източна Европа през 2015 г. като индексът UX се срива с над 30%, а в допълнение на това украинската гривна продължи да се обезценява сериозно, като загуби над 30% спрямо долара след много рязка обезценка и през 2014 г.

Последните икономически данни дават надежда, че украинската икономика, която за разлика от останалите страни от региона е зависима от износа на суровини, е достигнала дъното след много слабо представяне миналата година. Оценките са, че БВП на страната се е сринал между 9 и 10% през 2015 г., като прогнозите на МВФ са за ръст от 2% през настоящата година. Положителни развития могат да се очакват от влизането в сила на Споразумението за

свободна търговия между Украйна и Европейския съюз от началото на 2016 г. Ефектите обаче могат да се очакват в средносрочен план, докато в началото ще бъде трудно за украинските компании да се адаптират и наложат на силно конкурентните европейски пазари, особено с оглед на настоящата неблагоприятна инвестиционна среда и труден достъп до финансиране в Украйна.

Икономиката на Украйна е изправена пред редица предизвикателства като особена тежест имат много високите нива на инфлация, която за 2015 г. се изчислява на 50%, като въпреки прогнозите за понижаване на индекса на потребителските цени през 2016 г., се очаква да остане на много високи нива (14.2% по прогнози на МВФ). Нивото на задлъжнялост остава много високо на фона на останалите страни от региона, като държавният дълг е на нива от над 90% от БВП.

### Движение на UX през 2015 г.

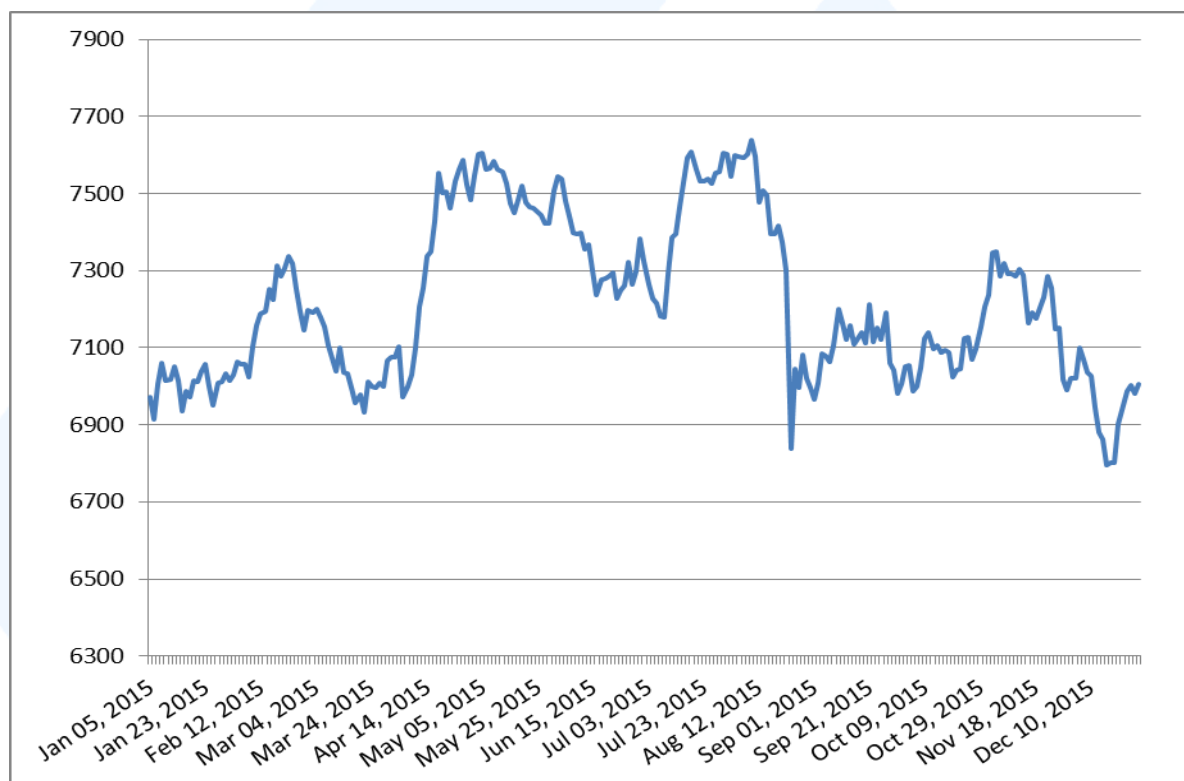


Въпреки че рисковете пред украинската икономика остават, възможно е при част от компаниите да се наблюдава подобрене на корпоративните резултати след много слабите резултати до момента в следствие на дълбоката икономическа криза, в която бе изпаднала украинската икономика. По-конкретно подобрене очакваме при селскостопанските и металургичните компании, като в тази посока позитивен ефект за Украйна могат да окажат обтегнатите отношения между Русия и Турция, при което Украйна да замести Русия в износа на определени продукти. Все пак рисковете тук остават сравнително високи, като оставаме предпазливи по отношение на експозицията си към Украйна. С оглед на слабата ликвидност на украинския пазар, инвестициите ни в украински компании ще бъде основно в такива, които са листвани на чужди борси (Лондон, Варшава) и при които се наблюдават значително по-добри обороти.

## Румъния

Румънският пазар се представи сравнително слабо за годината, въпреки че на общия фон на движение на индексите за региона, представянето му бе по-добро. След позитивно развитие на пазара през първата половина на годината, последващото представяне бе в унисон с общите настроения на пазарите, като индексът ВЕТ приключи годината със слаба промяна от -1.1%.

### Движение на ВЕТ през 2015 г.



В макроикономически план Румъния остава една от най-силно развиващите се страни в региона. Силното вътрешно търсене стои в основата на едни от най-силните темпове на растеж в Югоизточна Европа през последните години (+3.6 % ръст на БВП на годишна база през третото тримесечие на 2015 г.). Този ръст бе отчетен независимо от спада на износа. Очаква се силният ръст на потреблението да се запази и през настоящата година предвид силния ръст, който се наблюдава при възнагражденията, а също и с оглед намалението на ставката по ДДС от 24% на 20% в сила от началото на 2016 г.

В секторен план очакванията ни са за добро представяне на банките предвид позитивните очаквания за икономическото развитие на страната. При Р/Е на пазара от 12.3x към края на миналата година и средна дивидентска доходност от над 5%, както и позитивни очаквания за румънската икономика, борсата в Букурещ продължава да предлага атрактивни възможности от фундаментална гледна точка.

## България

Българският пазар продължи да се представя слабо, като въпреки ръста от близо 6% през декември, SOFIX приключи годината със спад от близо 12%.

### Движение на SOFIX през 2015 г.



В макроикономически план българската икономика поднесе изненади с добрите ръстове на БВП, които отчете миналата година. През третото тримесечие на 2015 г. ръстът се засили до 2.9% на годишна база, като в резултат Световната банка ревизира нагоре очакванията си за 2015 г. до 2.9%. И тук ръстът се движи в голяма степен от вътрешното потребление, което е подпомогано от подобряването на условията на трудовия пазар и повишаването на възнагражденията. Нетният износ също допринесе за ръста на БВП. Очакванията са ръста през 2016 г. (+2.2% по прогнози на СБ) да бъде в по-голяма степен движен от вътрешното потребление. Аналогично на повечето страни от региона, спадът на цените на петрола и другите суровини има благоприятно влияние върху потреблението.

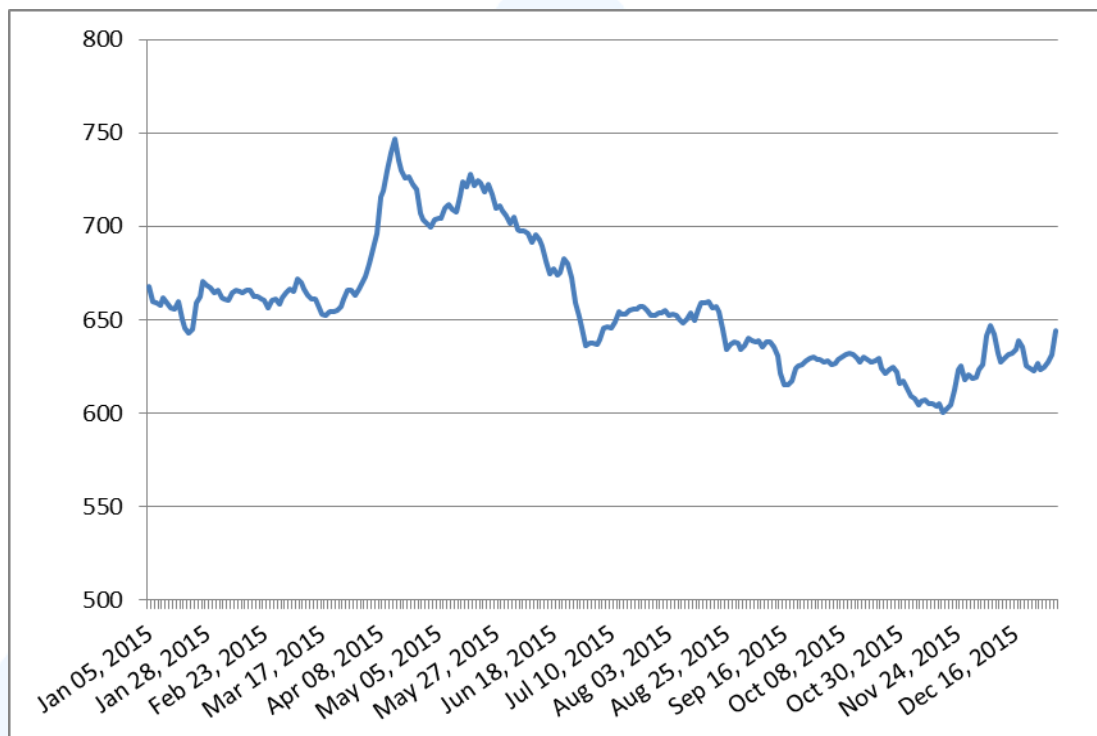
Спадът на пазара, както и подобрения при корпоративните резултати доведе до спад на средното P/E на пазара от 12.4x към края на годината.

## Сърбия

Сръбският пазар също приключи годината на отрицателна територия, като основният сръбски индекс се понижи с 3.4%.



## Движение на Belex 15 през 2015 г.



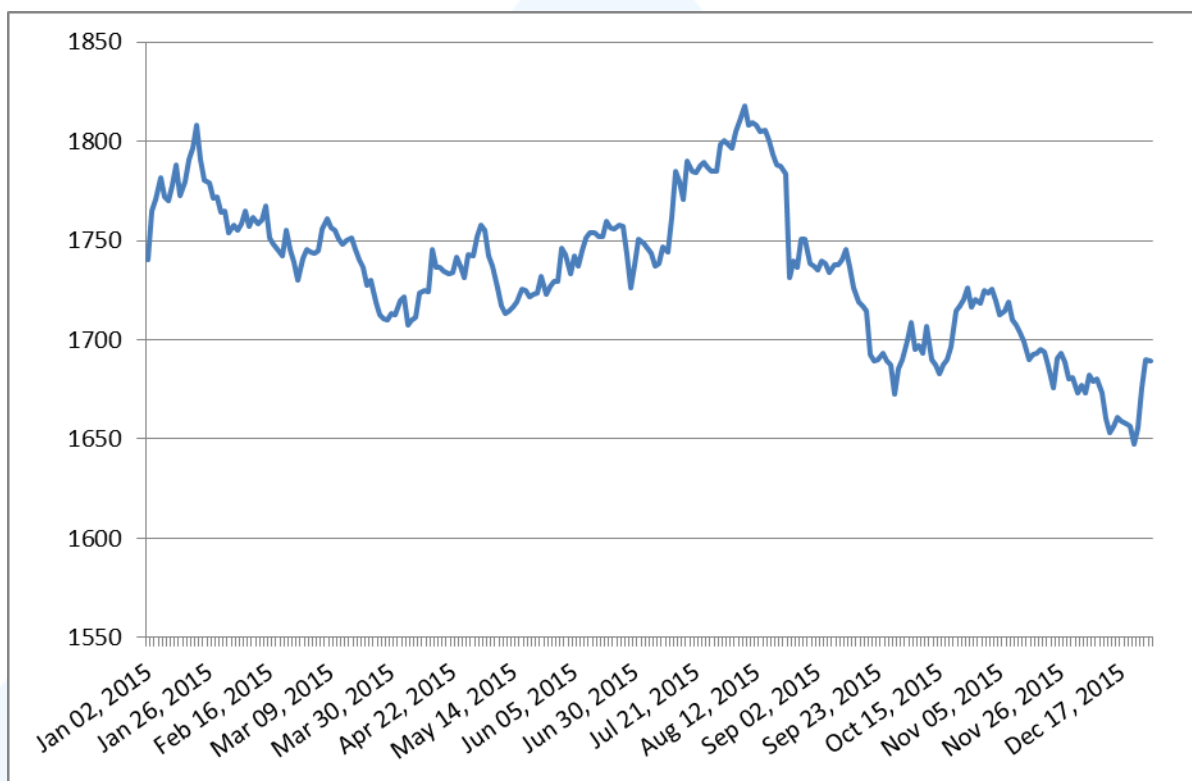
След свиване на сръбската икономика през 2014 г. (спад на БВП от 1.8%), изминалата година бе много по-позитивна, като ръстът на БВП през третото тримесечие на 2015 г. се засили до 2.2%. Подобриенето бе резултат на по-добри от очакваното резултати в добивния и енергийния сектор. Основният източник на ръста, както и по отношение на прогнозите за 2016 г., се явяват инвестициите и в по-малка степен вътрешното потребление. Безработицата остава на високи нива около 20%. През годината сръбският динар бе почти без промяна към еврото, като за това допринесоха интервенциите на централната банка, както и добрите нива на преките чуждестранни инвестиции.

Сърбия е един от най-подценените пазари в региона с P/E на ttm база към края на 2015 г. от 7.4x. Пазарът остава на нива от около 80% под върха си от 2007 г. През настоящата година очакваме подобрения в резултатите на компаниите, изнасящи продукцията си, а позитивните очаквания за развитие на икономиката стоят в основата на позитивните ни очаквания за банките, а също за строителния сектор.

### Хърватска

Хърватска продължи да се представя слабо, като основният индекс приключи изминалата година със спад от 3.2%.

## Движение на CROBEX през първата половина на 2015 г



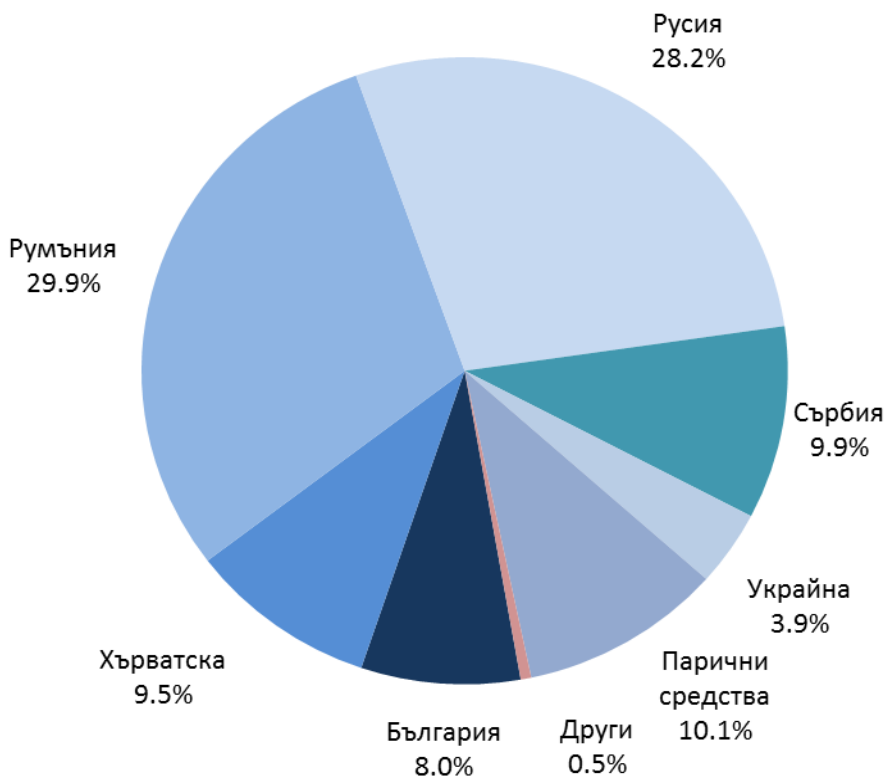
Въпреки затрудненията, които остават пред хърватската икономика, нейното развитие през изминалата година също бе обнадеждаващо. През третото тримесечие на 2015 г. БВП на Хърватска нарасна с най-високия темп на развитие от 2008 г. насам (+2.8% на годишна база). В основата на този ръст стояха както износа, така и вътрешното потребление. Силният туристически сезон допринесе за подобрението на данните. През настоящата година риск се явява опасността от предсрочни парламентарни избори, което стопира необходимите структурни реформи. На високи нива остават държавния дълг (над 85% от БВП), както и безработицата – над 16%.

Към края на 2015 г. хърватските акции се търгуваха при P/E от малко под 15 x. През 2016 г. очакваме позитивно развитие на компаниите от туристическия сектор, на който се падат над 17% от БВП на страната. С оглед на геополитическите напрежения в региона и напрежението между Русия и Турция, е твърде вероятно търсенето на алтернативни туристически дестинации от страна на руските туристи, като е логично Хърватска да бъде сред бенефициентите.

## Промени в портфейла на ДФ Адванс Източна Европа и резултати от дейността през 2015 г.

През 2015 г. с най-голямо тегло в портфейла на ДФ Адванс Източна Европа продължиха да бъдат Русия и Румъния, докато по-малките пазари от региона бяха с малък дял от активите. Теглото на Украйна бе значително редуцирано с оглед на неблагоприятните перспективи пред пазара.

### Портфейл на ДФ Адванс Източна Европа към 31.12. 2015 г.



### Разпределение на портфейла на ДФ Адванс Източна Европа по отрасли към 31.12.2015 г.



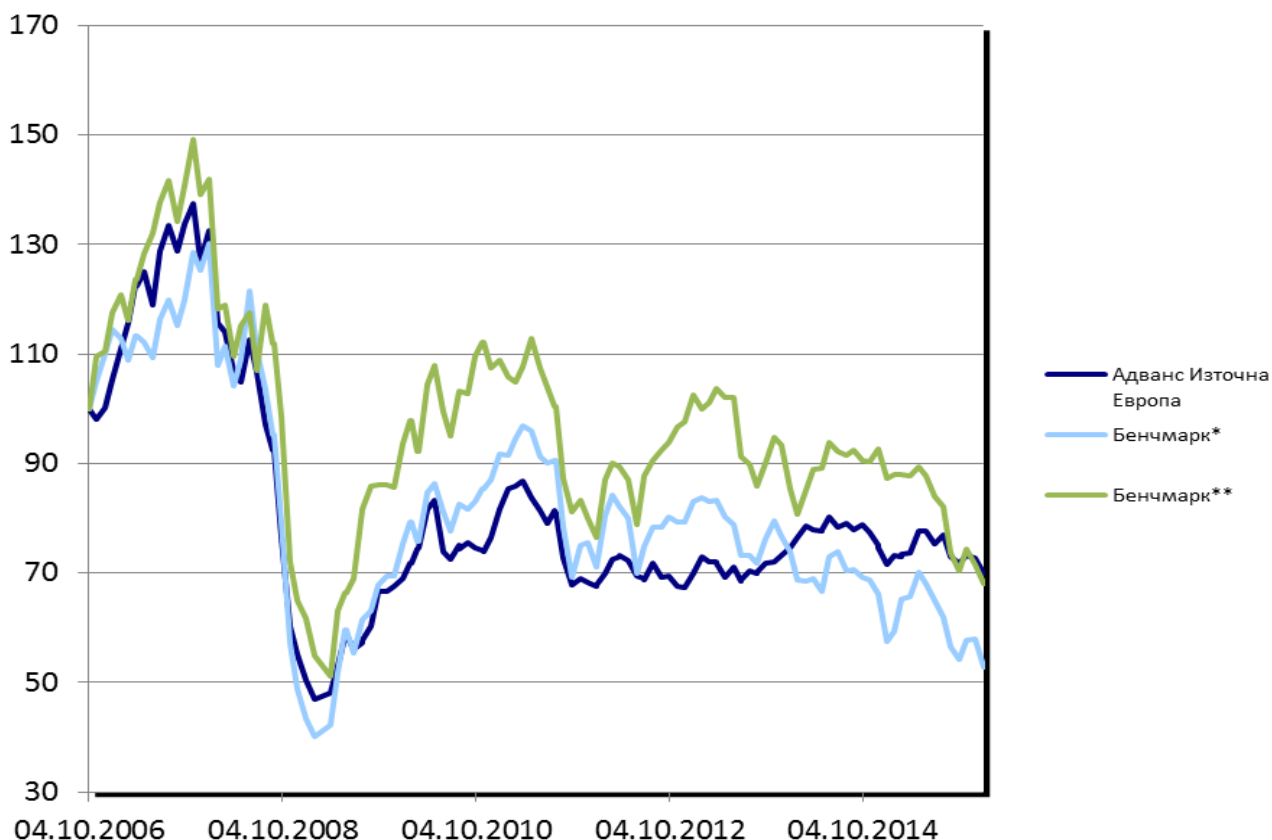
В отраслов план финансовия и енергийния сектор останаха с водещи позиции в портфейла.

### Водещи позиции в портфейла и дял от активите към 31.12.2015 г.

Компания	% от активите
BANKA TRANSILVANIA (Румъния ), Финанси и Недвижимости	5.75%
BANCA ROMANA PENTRU (Румъния ), Финанси и Недвижимости	4.63%
FONDUL PROPRIETATEA SA (Румъния ), Холдинги	3.77%
Akron JSC (Русия ), Индустриални	3.72%
TRANSELECTRICA (Румъния ), Комунални услуги	3.68%

### Представяне на ДФ Адванс Източна Европа от началото на публичното предлагане до края на 2015 г.

Фондът успя да се представи по-силно спрямо двата използвани бенчмарка през годината, като запази и много по-доброто си сравнително представяне от създаването си.



Бенчмарк\* MSCI EFM Europe + CIS

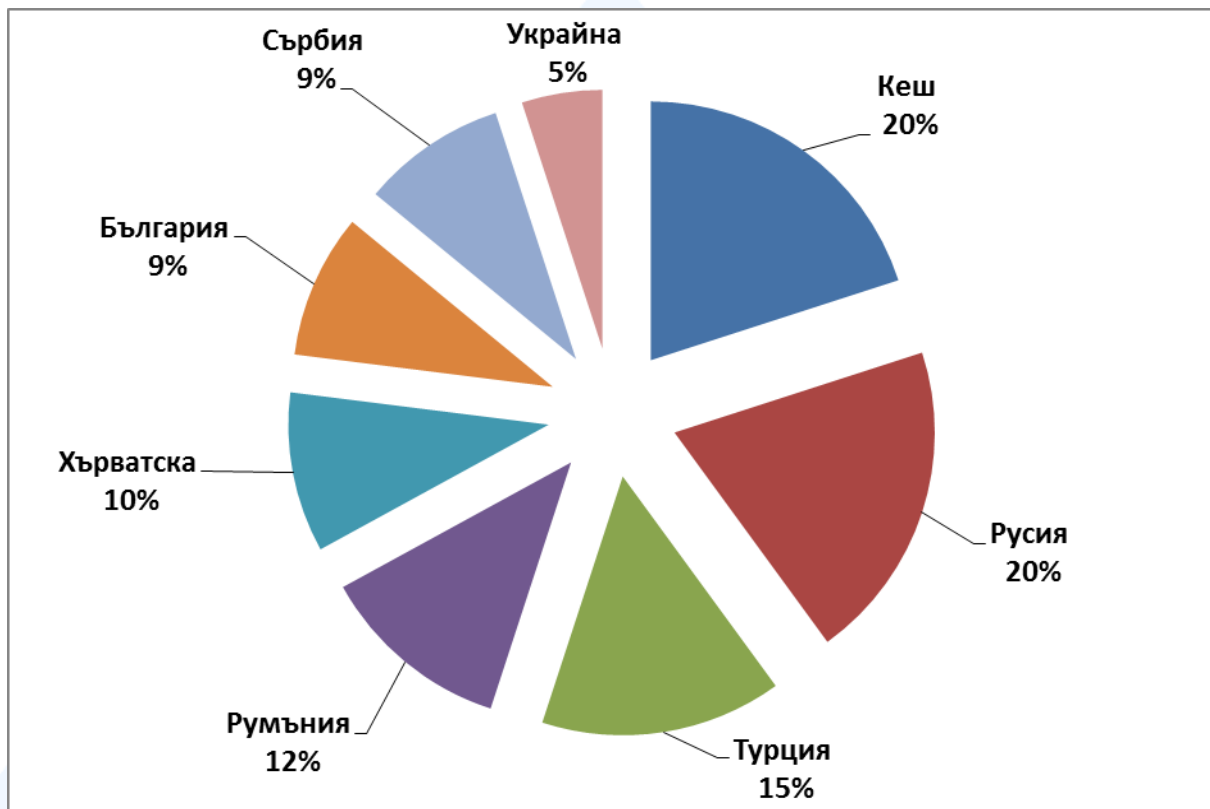
Бенчмарк\*\* MSCI EFM Europe + CIS ex RU

## Резултати на Фонда

	Фонд	Бенчмарк*	Бенчмарк**
Доходност 2015 г.	-2.29%	-8.32%	-22.13%
От началото на фонда (анюализирана)	-3.79%	-6.87%	-5.03%

## Стратегия на ДФ Адванс Източна Европа за 2016 г.

Управляващото дружество остава позитивно за развитието на региона на Източна Европа, като данните от миналата година сочат изпреварващи темпове на развитие на страните от региона спрямо останалите страни от Европа. Като цяло перспективите за 2016 г. остават благоприятни за развитието на регионалните икономики със засилване на вътрешното търсене и нарастване на износа. С оглед на това, че регионът не бе пощаден от негативните настроения сред инвеститорите през 2015 г., оценъчните съотношения на редица компании се понижиха чувствително и предполагат потенциал за растеж на акциите им предвид позитивните очаквания за икономиките. Следва обаче да се отбележат и рисковете, които съществуват за региона – основно по отношение на икономиките на Русия и Украйна, които въпреки наличието и на позитивни индикации, все още са изправени пред множество предизвикателства. От друга страна предвид обвързаността на част от страните от региона с евро-зоната, евентуално забавяне на страните от Европа ще даде отражение и върху тяхното развитие. С оглед на повишените рискове пред глобалните пазари и вероятността от допълнителна волатилност и спадове, които ще засегнат и региона, управляващото дружество ще следва по-предпазлива инвестиционна политика през следващите месеци, като ще намали теглото на акциите до 80%. Предвид по-високата корелираност на по-големите пазари от региона с движенията на глобалните пазари, техният дял ще бъде намален. Също така бе решено, с оглед по-пълно възползване от потенциала на региона към портфейла на фонда да се добави и турския пазар. Разпределението по пазари, което ще бъде спазвано за първата половина на годината ще бъде следното:



## Предупреждение за риска

Стойността на дяловете на ДФ "Аванс Източна Европа" и доходът от тях могат да се понижат, печалбата не е гарантирана и инвеститорите поемат риска да не възстановят инвестициите си в пълния им размер. Инвестициите в договорния фонд не са гарантирани от гаранционен фонд, създаден от държавата или с друг вид гаранция. Предходни резултати от дейността нямат връзка с бъдещите резултати на договорния фонд. Материалът има изцяло аналитичен характер и не представлява предложение и препоръка за покупка или продажба на акции и/или други финансови инструменти. Преди да вземете решение за инвестиране, моля запознайте се внимателно с проспекта на ДФ "Аванс Източна Европа". Проспекта и учредителните документи на фонда са публично достъпни за инвеститорите във всички офиси на УД "Карол Капитал Мениджмънт", както и на

