



ДФ АДВАНС ИНВЕСТ

**ИНВЕСТИЦИОНЕН КОМЕНТАР
КЪМ 30 юни 2016 г.**

**Георги Георгиев
Портфейлен мениджър**

Портфейлна структура и представяне на Адванс Инвест

Първата половина от годината може да бъде характеризирана като изключително динамична за световните капиталови пазари. Те преминаха през няколко сериозни промени в сентимента на инвеститорите. В крайна сметка след големите колебания в основните индекси, губещите пазари след първата половина на годината се оказаха европейските, които отбелязаха сериозни отстъпления. Немският DAX завърши полугодieto на червено - 9.9 %, а френският CAC 40 падна с 8.6 %. За разлика от тях американският пазар, в лицето на S&P 500 отново демонстрира относителна сила и завърши първата половина на годината с ръст от 2.7 %. Развиващите се пазари също успяха да възстановят натрупаните в началото на годината загуби и да завършат на плюс тези първи 6 месеца на годината, като MSCI Emerging Markets също реализира ръст от 2.7 % за периода.

Началото на годината бе окачествено като най-лошото такова за капиталовите пазари в историята. Поредната доза негативни данни за Китайската икономика, в съчетание с галопиращи надолу цени на петрола, доведоха до сериозни опасения за приближаваща рецесия в световната икономика. При водещите индекси падаха рекорд след рекорд - най-лошите първи 5 дни, най-лошите 10 дни и т.н. В един момент, измерено от началото на годината американският S&P 500 беше с 11.7 % в най-ниската си точка, а немският DAX с 14 %. След като бе разпродаден до предишните си дъна, американският индекс S&P 500 успя да намери подкрепа на ключовото ниво от 1810 пункта - там където бе и 200 седмичната подвижна средна. По същото време слухът за евентуално споразумение за намаляване обема на произведените количества петрол между Русия, Саудитска Арабия и останалите страни от ОПЕК обиколи медиите. Това провокира ръст в цената на петрола, а оттам и на останалите световни индекси. Негативният до този момент сентимент на петролния пазар, който доведе до това цената му да падне до невиджани от повече от десетилетие нива от \$ 26.05 за барел се обърна и в следващите няколко месеца инвеститорите тотално неглежираха дисбаланса в предлагането на суровината. Това и някои природни и геополитически фактори, провокира ръст в цената му от над 80 % до средата на годината. Силната корелация между суровината и водещите световни пазарни индекси също се запази. Подкрепени от реториката и конкретните действия на водещите централни банки, в лицето на увеличените мащаби и период на QE от страна на ЕЦБ и акцента върху важността за стабилна световна икономика поставен от Джанет Йелън, доведоха до ръст в цените им. Сентиментът на инвеститорите се обърна на 180 градуса и апетитът за риск бързо се завърна. Подкрепящи за пазара бяха и данните за представянето на европейските икономика, докато американската продължаваше да показва добри резултати и невероятна стабилност. Развиващите се пазари също се наслаждаваха на попътен вятър, осигурен от възстановяването в цените на суровините и очакванията ФЕД да забави вдигането на лихвения процент.

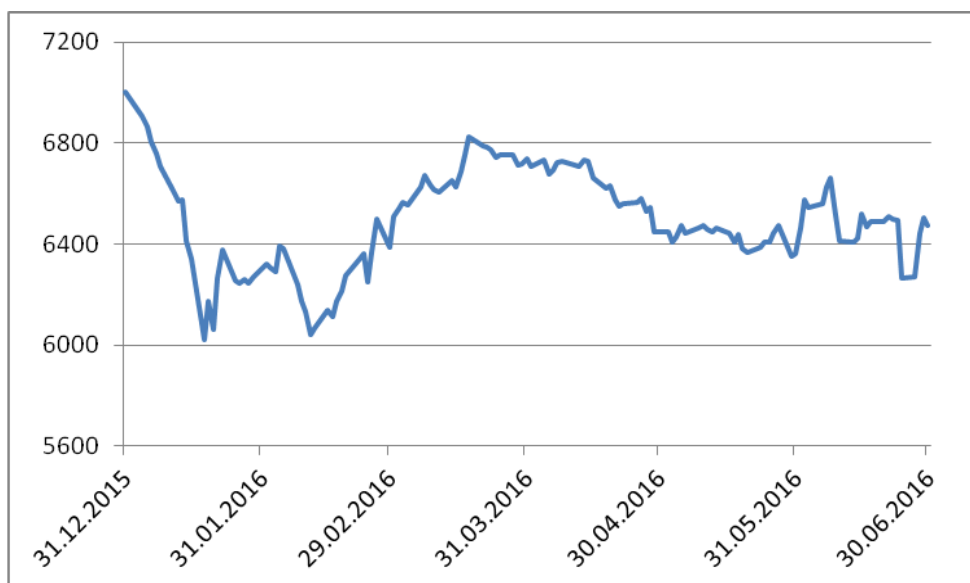
Всичкото това спокойствие постепенно изчезна с приближаването на референдума за излизането на Великобритания от ЕС. Очакванията за сериозна волатилност покрай прогнозите за евентуалния изход от него напълно се оправдаха. Но нищо не можеше да се сравни с изненадващия резултат от вота, който тотално компрометира очакванията на инвеститорите. В деня след него Европейските пазари отново колабираха, а сентиментът отново се обърна на

180 градуса. Несигурността пред бъдещето на ЕС достигна своя пик. От всичко това печеливши обаче се оказаха деноминираните в американски долари активи, като първо различните форми на дълг и след това акциите бяха обект на силно търсене от страна на инвеститорите. Това отново тотално размина представянето на американския и европейските пазари, които за пореден път се представиха доста по незадоволително.

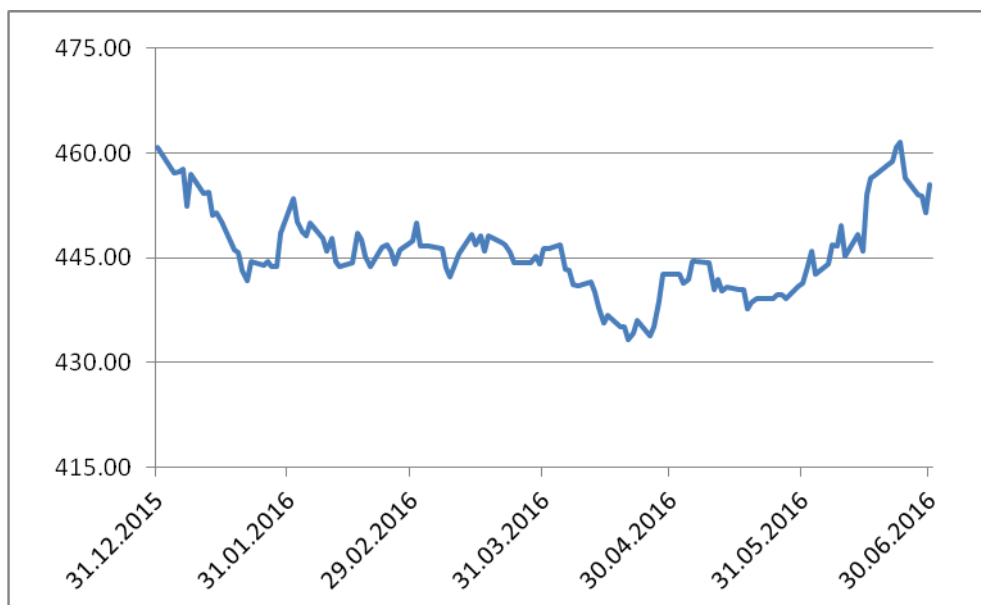
Двата пазара в портфейла на фонда също показаха съвсем различен ритъм от останалите в региона. Силната корелация, която дълго време румънският ВЕТ проявяваше с водещите индекси, напълно изчезна през първата половина на 2016. Динамиката на българския SOFIX пък отново продължи да бъде лишена от каквато и да е връзка с тенденциите в развитието на регионалните пазари аналози.

В началото на годината румънският ВЕТ се оказа най-зле представеният се индекс в региона, след като през януари загуби 10.5 % от стойността си. Присъствието на чуждестранни инвеститори си каза думата и дълбочината на пазара беше подложена на сериозен тест. През следващия месец индексът все пак успя да възстанови част от загубите, но определено относително изглеждаше доста по-слаб от останалите пазари. След като падна под психологическото ниво от 7000 пункта с трясък, индексът намери подкрепа на нивото от 6000 пункта, като първата половина на годината прекара в диапазон до 6800 пункта. Българският SOFIX продължи търговията си в по-тесен реиндж. Положителното е, че не претърпя сериозен срив като останалите пазари и успя да консолидира през първата половина на годината в рамките на 430-460 пункта.

До края на април и двата местни пазара - България и Румъния се представиха под очакванията и не успяха да хванат и частица от искрата на ентузиазма, завладял световните пазари след края на февруари. Така през първата половина на годината румънският ВЕТ отчете отстъпление от 7.58 %, докато SOFIX завърши със спад от 1.16 %.



Графика 1. Представяне на ВЕТ от началото на годината



Графика 2. Представяне на SOFIX от началото на годината

Макроикономически обзор

За разлика от слабото представяне на капиталовите си пазари и двете икономики продължават да демонстрират добро макроикономическо здраве. Икономическият ръст за Еврозоната за първата четвърт на годината е по-висок от предварителните оценки - 0.6 % спрямо предходното тримесечие и 1.7 % спрямо година назад. Макар и бавно европейската икономика продължава да се подобрява. ЕС записа и най-ниските си нива на безработица от юли 2011 г., като за м.май статистиката показва 10.1 %. Инфлацията все още е на ниски нива, но при храните и услугите се забелязва лек ръст. През Q1 разходите за час труд в ЕС нарастват с 1.7 %, спрямо година назад.

Общността все още не може да запали двигателите на своята икономика, като безспорно сериозни фактори се оказват социалните напрежения в страните членки, геополитическите фактори и не на последно място многото неизвестни покрай очакваното излизане на Великобритания и потенциалният ефект на доминото който може да последва. Ефектът от монетарните стимули от страна на ЕЦБ също не може да се определи като силен. Нивото на държавен дълг в общността продължава да расте, като за Q1 на 2016 г. то възлиза на 91.7 % от БВП. Сериозни проблеми могат да възникват от банките в общността, като именно техните акции бяха и най-разпродадените при последните сътресения.

И двете страни продължават да бъдат изключително зависими от представянето и силата на основните двигатели за европейската икономика. Директният негативен ефект от излизането на Великобритания към момента трудно може да се оцени, но няма да е сериозен за България и Румъния. Стокообменът им с тази страна не е висок - от румънска страна той представлява 4.7 % от целия износ, докато при България е под 2.5 %. При слаб паунд, това би намалило конкурентоспособността на компаниите

износителки за Великобритания. Негативният ефект откъм влияние на средствата по европейските програми и постъпления от работещи местни лица там също трудно може да бъде измерен, но определено би бил фактор.

Румъния отново се показва сред безспорните лидери по икономически ръст с 4.2 % спрямо година назад. Отново потреблението е основен двигател на растежа там. Логично Румъния е на първо място по ръст на разходите за час труд за първата четвърт на годината - малко над 10 %. Именно с такъв темп расте и потреблението на годишна база, след намаляването на ДДС и увеличението на заплатите. Това допълнително влияе положително, което се вижда и върху вноса (+8 % на годишна база), тъй като в реално изражение заплатите в страната бележат сериозен ръст.

Българската икономика също показва сравнителна сила и нарасна с 2.9 % на годишна база през първото тримесечие на 2016 г. Вътрешното потребление бе основният двигател за този растеж, след като се покачи с 2.5 % на годишна база. Основен фактор зад този ръст бе понижаването на безработицата и ръста на работните заплати. Нивото на безработица достигна 8.7 % през май, което е най-ниско ниво за последните 7 години. Номиналната средна работна заплата пък отбеляза ръст от 8 % на годишна база, като пазарът на труда отбеляза значително подобрене. Силното търсене на работна ръка вероятно и занапред ще оказва натиск върху цената на труда. Горепосочените фактори допринесоха за ръст в търговията на дребно от 3.9 % на годишна база. Подкрепящи потреблението бяха и цените на горивата, които останаха на ниски нива през първата половина на годината. Експортът отбеляза леко понижение, като индустриалното производство също отбеляза леко отстъпление.

Докато двете страни остават сред най-добре представящите се икономики, все пак по ресурсна продуктивност са на дъното в ЕС, далеч от постиганите средни нива за общността.

Обзор на пазарите

Румъния

Румънските акции имаха доста разнопосочно представяне през тези 6 месеца от годината. Повечето от тях записаха доста по-солидни отстъпления от основния индекс, а други се справиха изключително добре и завършиха на положителна територия. Безспорният отличник в това отношение отново е Banca Transilvania (TLV), чиито акции отбелязаха 20 % ръст. Синергията от обединението с Volksbank и добрият еднократен дивидент, който банката раздаде допринесоха за значителният ръст на акциите и. Негативният ефект за банките, породен от закона за падането на ипотеките в края на миналата година и потенциалното спиране на програмата Първи дом са вече калкулирани в цената. Като цяло банките в страната остават добре капитализирани (19.5 % капиталова адекватност), а необслужваните заеми продължават да падат.

Компаниите от сектора на комуналните услуги отново показаха завидна стабилност. Дивидентната доходност при тях продължава да е сериозен фактор, който привлича инвеститорския интерес, въпреки поредната доза

разочаровачи решения на местния енергиен регулатор ANRE, относно свободния пазар.

Разочароващо представяне имаха инвестиционните фондове и енергийните компании търгувани на борсата в Букурещ. Fondul Proprietatea (FP) показва отстъпление с 10%, докато енергийните компании в лицето на Petrom (SNP) и Nuclearelectrica (SNN) продължиха да бъдат разпродавани и отчетоха спадове с по 17 %. Последните показана някакво съживяване едва в последните дни от юни.

Излизането на Hidroelectrica от процедурата по несъстоятелност, след 4 години, бе приветствано от инвеститорите. Ако компанията разреши до 15 септември и останалите 6 дела повдигнати срещу нея, е много възможно да видим дългоочакваното листване в края на ноември тази година. Правителството ще търси да продаде 15 % от своя дял в компанията, а FP също ще се раздели с поне 1/4 от своята инвестиция в нея.

България

Българските акции продължиха търговията си през първата половина на годината в тесен реиндж. С най-добро представяне през нея се оказаха акциите на БРЕФ (5BU). След като дружеството направи обратен сплит и редицата положителни новини за компанията бяха оценени от инвеститорите, акциите отбелязаха ръст от 22 %. Друг фаворит сред инвеститорите се оказа торовият производител Неохим (3NB), чиито отлични резултати за първото тримесечие на годината доведоха до ръст на акциите от 15 %. Като цяло инвеститорите възнаградиха компаниите, които делят печалбата си с миноритарните акционери и раздават макар и минимален дивидент. Редица компании попаднаха в тази класация, като дивидентната доходност също е приемлива, особено на фона на средата от ниски лихви по депозитите. По тези стъпки вероятно ще поеме и една от най-ликвидните позиции на БФБ - холдингът Химимпорт АД (6C4), след като предлага за първи път разпределение на дивидент. Холдингът вече превърна привилегированите си акции в обикновени такива, а инвеститорите оцениха позитивно новината.

Естествено първата половина на годината не бе лишена и от разочарования. Най-големите такива са представянето на Булгартабак (57B) и Юрий Гагарин (4PX). Първата преустановява износа си за едни от основните си пазари в Близкия Изток и затвори цеха си в София. Докато втората също бе разлюляна от сътресенията в холдинга и от непрозрачната покупка на актив от единия от основните си акционери, на цена няколко пъти по-висока от пазарната.

Политика

България и Румъния останаха политически стабилни през първата половина на годината. Новото временно правителство от технократи на Дачиан Чолош в Румъния, макар и с крехка парламентарна подкрепа успява да балансира интересите на различните формации. По време на тези 6 месеца бяха извършени и някои рокади в правителството, което показва, че премиерът няма как да не прави компромиси от позицията от която изхожда. Ясно е, че сериозни промени в курса на страната няма да бъдат предприети в този

кабинет, но трябва да се отчете че към момента Чолош успя да запази стабилността в политическата система преди изборите в края на годината.

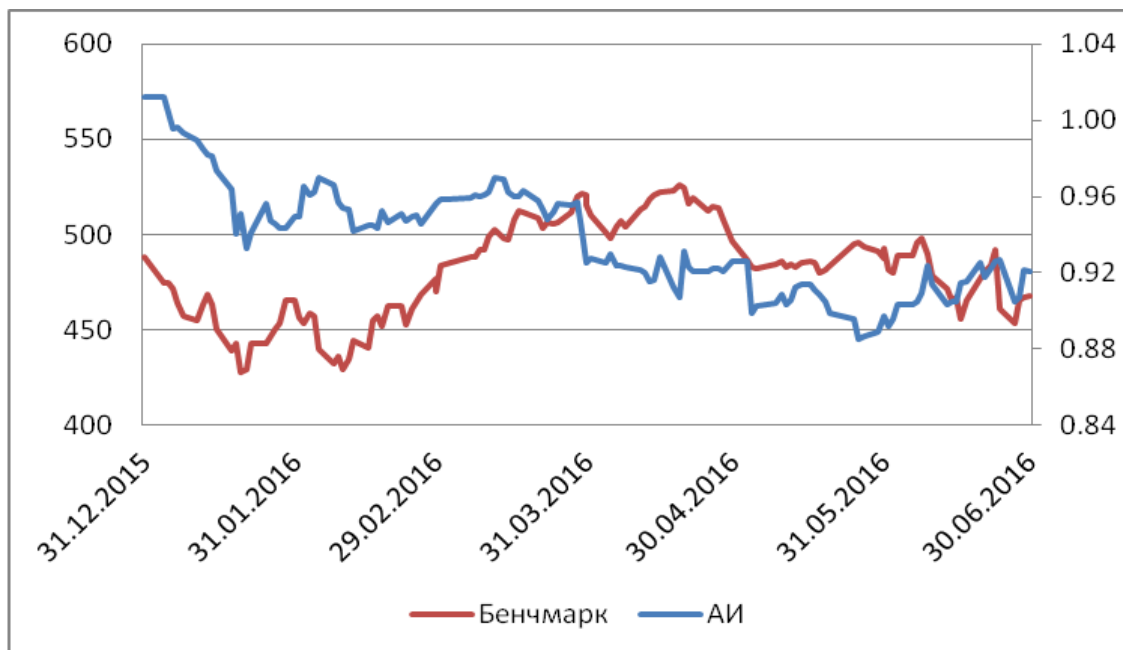
В България ГЕРБ продължава да управлява с подкрепата на своите коалиционни партньори. Преди президентските избори през есента, подкрепата за партията продължава да бъде силна, а премиерът Борисов успява нещо да тушира пораздащите се от време на време скандали. Липсата на реални реформи, особено в сферата на правосъдието остава големия нерешен проблем и на това управление. Страната се намира в зона с изострено геополитическо напрежение. Предвидимост и последователност в политиката са изключително важни условия за стабилността и.

Представянето на Адванс Инвест отново бе повлияно от негативното представяне на неликвидните българския акции, които са част от портфейла му. Този път обаче по-високото тегло на румънските акции, също допринесе негативно. Отново слабо се представиха акциите с голямо тегло в портфейла - Fondul Proprietatea(FP) и Petrom(SNP). И водещите позиции в България също отчетоха спад през първата половина на годината. Трейс Груп (Т57), продължи негативния си тренд от миналата година и също допринесе негативно за доходността. Привилегированите акции на холдинга Химимпорт (6С4) бяха конвертирани в обикновени и теглото на позицията я поставя в топ 5 сред активите. Голяма част от компаниите в портфейла обявиха изплащането на доста сериозни дивиденди, което увеличи частта на кеша, особено в Румъния. Така теглото на страната постепенно падна през последните 2 месеца. Към момента теглото на Румъния е 37.5 %, а на България се падат половината от него.

Бенчмаркът на фонда, **MSCI EFM Europe +CIS ex.RU** се представи изключително динамично от началото на годината. След трудното начало и срывът, с който бе белязан януари, последваха няколко силни месеца за него. Същевременно представянето на двата местни пазари, беше по-слабо и релевантно бенчмаркът се представи по-добре през този период. След това обаче последва корекция на бързия ръст и в крайна сметка и **MSCI EFM Europe +CIS ex.RU** завърши на червена територия.

Доходност през годината и от началото на публичното предлагане към 30.06. 2016 г.

	Фонд	Бенчмарк
Доходност през 2016 г.	-9.04 %	-4.12 %
Доходност от основаването (анюализирана)	-0.68 %	1.86 %

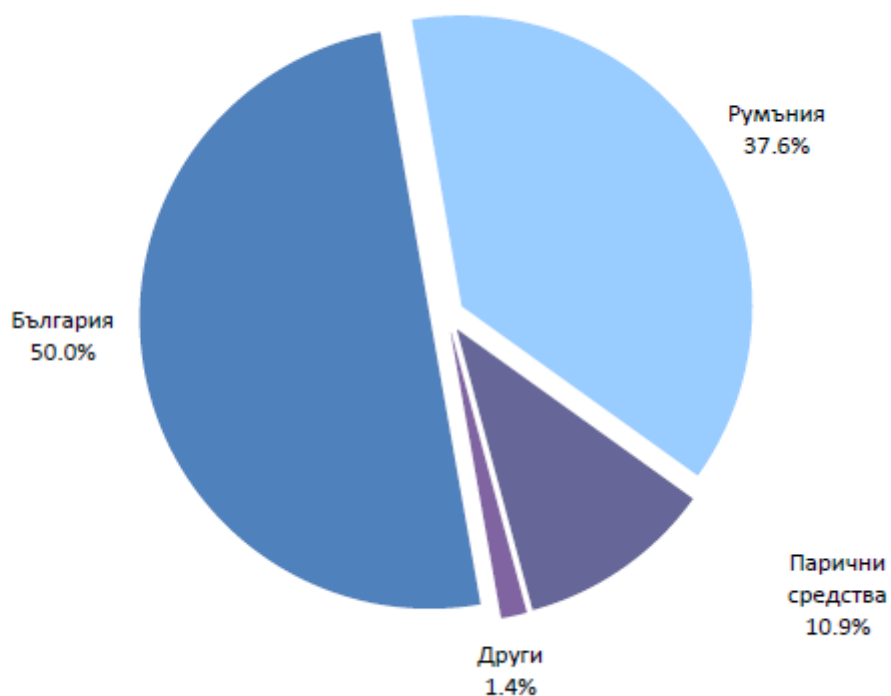


Графика 3. Представяне на Аванс Инвест за 2016 г.

Годишно представяне		
	Фонд	Бенчмарк
2015	-6.26%	-22.13%
2014	-4.01%	2.24%
2013	18.95%	-16.81%
2012	-5.02%	34.08%
2011	-17.02%	-29.75%

Графика 4. Сравнение на представянето на Аванс Инвест с MSCI EFM Europe + CIS ex.RU за последните 5 год.

Разпределение по пазари



Графика 5. Разпределение на активите на Адванс Инвест към средата на 2016 г.

Разпределение по сектори



Графика 6. Разпределение на активите на фонда по сектори

Топ 5 акции

FONDUL PROPRIETATEA SA (РУМЪНИЯ), Холдинги

ТРЕЙС ГРУП ХОЛД АД (БЪЛГАРИЯ), Инфраструктура

АКТИВ ПРОПЪРТИС АДСИЦ (БЪЛГАРИЯ), Финанси и Недвижимости

ХИМИМПОРТ АД, Холдинги

IAR BRASOV (РУМЪНИЯ), Индустриални

Графика 7. Топ 5 позиции към момента в портфейла

Разпределението на портфейла по сектори, продължава да бъде доминирано от холдингите и финансите, като двата сектора са съответно с по 21.5 % тегло. Индустриалният сектор и този на енергетиката са следващите по тегла, като очакванията са именно те да покажат по-сериозно възстановяване през 2016 г.

Инвестиционна стратегия за портфейла на АДВАНС ИНВЕСТ

Ситуацията на европейските пазари след BREXIT изглежда доста несигурна. От една страна най-лошият сценарий вече е материализиран. Великобритания вероятно ще инициира процедура по напускането на ЕС, която обаче ще трае известно време. Същевременно ще се опита да договори и възможно най-добрите условия с общността. Очакванията за отключване на ефекта на доминото засега не се сбъдват, но при една мека позиция от страна преговарящите от ЕС и липсата на реформи в общността, много скоро можем да станем свидетели и на такъв сценарий. BREXIT може да окаже и позитивен ефект, ако ЕС овладее социалното напрежение, породено от неразрешения проблем с бежанците и зараждащите се националистични тенденции в страните от общността. Терористичните атаки, които станаха ежедневие за големите европейски сили също влияят негативно. Потребителите не се чувстват сигурни и това може да е сериозен проблем към запалване на двигателя на Европа. Положително засега влияе ниският курс на еврото спрямо долара, което подобрява конкурентоспособността на европейските износители. Мерките предприети от Марио Драги, свързани с разширяването на баланса на ЕЦБ обаче все още не показват ефект, което е доста тревожно. Прибягването до фискални стимули може да се окаже решение, при условие, че ЕЦБ като че ли е изчерпала голяма част от наличния си арсенал.

Проблем пред европейските пазари ще продължи да бъде банковата система, като проблемите на италианските банки могат да донесат много главоболия за инвеститорите. ФЕД вероятно ще се съобрази с несигурното състояние на световната икономика и ако предприеме покачване лихвения процент, ще бъде в края на годината. Страхове относно колапс на Китай и ниските цени на петрола са все още в картите на инвеститорите, но с доста по-ниско тегло, отколкото бяха в началото на годината.

Доброто представяне на двете икономики за последните тримесечия не може да бъде предпоставка за продължаване на тази тенденция, особено ако основните им европейски партньори не бележат ръст.

България и Румъния остават силно зависими от случващото се на Стария континент и обикновено реакцията на случващото се там е с лаг във времето. Вътрешното потребление даде сериозен тласък и подкрепи икономиките им, а конвергенцията между тях и еврозоната, включи на по-висока скорост през последните две-три тримесечия. Вероятно то ще продължи да бъде основният фактор и напред, но износът също е важно да допринася положително за това.

Въпреки нарушената корелация между представянето на двата пазара в портфейла на Адванс Инвест с регионалните и водещите европейски индекси, все пак пазарите няма как да останат изолирани дълго време от случващото се на запад. Румънският ВЕТ успя да спре на ключовите нива от 6000 пункта, които бележат върховете на пазара от 2011 г., при корекцията на бичия си цикъл през последните 3 години. Към момента корекцията, която тече вече година изглежда конструктивна и вероятно индексът ще консолидира в рамките на 6000-7000 пункта известно време, преди да опита отново ръст нагоре. При SOFIX негативният тренд продължава вече повече от 2 години, като пазарът показва ниска волатилност напоследък и търговията се развива в тесен ценови рејндж. Индексът е изградил добра база за евентуален ръст към зоната от 500 пункта. Освен външните фактори и двата пазара остават силно уязвими и на вътрешни сътресения, които могат да настъпят по всяко време. За българския пазар подобен шок стана факт, преди 2 години и повлия изключително негативно на капиталовия пазар. Сега стрес тестовете пред банките, застрахователите и пенсионните дружества може също да бъде подобен рубликон. Такъв фактор, може да бъде предпоставка за началото на силно движение и в двете посоки. Дълго чаканото IPO на най-голямата местна компания Hidroelectrica може да бъде също ключово за румънския пазар и предпоставка за подновяване на позитивния тренд.

Стратегията на Управляващото дружества за фонда към момента продължава да бъде леко дефанзивна. Теглото на кеша е в рамките до 10 %, като през първата половина на годината делът на румънските акции бе намалено с оглед на очакваното по-слабо представяне на този пазар. Очакванията са, че приносът на българските акции през оставащата част от годината ще бъде по-голям, с оглед и на по-стабилното представяне през първата половина на годината. Фондът също така е готов да инвестира получените дивиденди от румънските компании в акции на добре представящи се такива и евентуално да участва в IPO-то на Hidroelectrica в края на есента.