



ДФ АДВАНС ИНВЕСТ

**ИНВЕСТИЦИОНЕН КОМЕНТАР
към 31 декември 2015 г.**

**Георги Георгиев
Портфейлен мениджър**

Портфейлна структура и представяне на Адванс Инвест

След силната първа половина на 2015 г., нямаше как инвеститорите да предполагат, че ще последва силно отрезвяваща втора част от нея. Още по-малко са се съмнявали, че това може да стане толкова бързо, след като водещите световни индекси като S&P 500, DAX и FTSE регистрираха нови исторически най-високи стойности през месеците април и май. Сентиментът обаче рязко се промени след като започнаха да циркулират сериозни опасения за устойчивостта на китайската икономика, след разочароващи данни за нейното състояние. Местният фондов пазар също бе сериозно разпродаден, след силна 2014 г. и първа половина на 2015 г. Август предложи на инвеститорите сериозна доза неприятни емоция, като ниската ликвидност и силно негативния сентимент доведе до рекордни нива на VIX индексът, познат и като индексът на страха. Само за десетина дни водещите индекси в Европа загуби почти по 20 % от стойността, американският също попадна на територията на корекцията, след като спадовите му достигнаха двуцифрени отрицателни стойности. Всичко това бе съпроводено с очакванията, че ФЕД най-после ще започне цикъл на повишаването на лихвите в САЩ за първи път от 9 години.

Напрежението постепенно бе туширано. ФЕД отложи решението си за по-напред във времето, а през октомври и ноември пазарите отново бяха обзети от позитивни настроения. Нито атентатите в Париж, нито възникналата бежанска криза в Европа или пък постоянните опасения за Китайската икономика, бяха в състояние да извадят пазарите от релсите им. Все пак декември отново бе отрезвяващ за тях. Суровините продължаваха да бъдат разпродавани, а петролът трайно се установи под \$ 40 за барел, като корелацията му с представянето на акциите се засили изключително много. ФЕД най-накрая вдигна лихвите, а геополитическото напрежение и очакванията за забавяне на световната икономика оказаха натиск върху пазарите. Резонно липсваше и характерното коледно рали, а американският фондов пазар в лицето на S&P 500 за първи път от 2008 г. завърши на отрицателна територия (-0.7 %). Водещите европейски индекси също завършиха с едноцифрени ръстове и далеч под регистрираните върхове, след като Марио Драги разочарова инвеститорите, които в края на годината очакваха допълнително количествено улеснение (QE).

Регионът на Източна Европа също не остана незасегнат от случващото се. Бежанската вълна бе сред основните събития през годината, а географската близост до конфликтната зона, определено охлаждаше амбициите на чуждестранните инвеститори да търсят каквато и да е експозиция към страните в района. Оформилият се нов конфликт между Русия и Турция също допринесе за неатрактивността му, а разрешението на ситуацията с Гърция бе само един блед спомен.

Двата основни пазара в портфейла на Адванс Инвест се представиха отново разнопосочно през годината. Негативният тренд при българския SOFIX продължи своето развитие през годината, задълбочавайки спада си, започнал преди 20 месеца. Липсата на ликвидност и интересът на чуждестранни инвеститори продължава да тормози БФБ. Дори очевидно ниските нива на лихвите по депозитите не успява да събуди апетитът към риск. Дълго чаканото IPO на технологичната Сирма Груп (SKK) също не успя да запали искрата, която

генерира някакъв интерес към местните компании. Българският пазар показва тотална липса на каквато и да е корелация не само с водещите световни индекси, но и с регионалните пазари. След като напълно абдикира от позитивизма обхванала Европа през първата половина на година, през втората половина и половина отново показва, че и сериозните сътресения на пазарите на запад не могат да го изкарат от собствената му орбита. И докато общото при останалите пазари бе липсата на коледно рали тази година, то най-неочаквано имаше такова на БФБ. В крайна сметка водещият индекс SOFIX завърши годината на червено от - 11.72 %, като ръстът през последните дни от месеца съкрати значително загубите, които в началото на декември достигаха до 17 %.

Румънският ВЕТ след като достигна нови най-високи стойности през годината от над 7 години (интрадей нива от 7700 пункта), все пак завърши годината, макар и минимално на отрицателна територия от 1.11 %. Доброто начало на годината, което бе провокирано главно от ръста на двете банки в индекса, които бяха най-добре представящите се акции сред големите компании, все пак бе компрометирано през втората половина на годината. Корелацията със западните пазари и нов законопроект, който директно оказваше ефект точно върху банките, бяха част от причините да видим нарастваща слабост и на този пазар. Дълго чаканите нови листвания на борсата в Букурещ не станаха факт, като за пореден път бяха отложени за напред във времето.

В макроикономическо отношение и двете страни продължиха да бъдат сред лидерите в региона. Възползвайки се от съживяването на водещите европейски икономики и европейските средства насочени към тях, двете страни показа едни от най-добрите ръстове на стария континент. България записваше все по-добри и по-добри тримесечия, като ръстът на третото такова бе 2.9 % спрямо предходното на годишна база. Това доведе и до ревизирането на очакванията за тази и следващата година, като най-вероятно за 2015 г. той ще възлезе на 2.9 %, тъй като последната четвърт на годината едва ли ще бъде толкова силна, колкото предходните. Очакванията за 2016 г. икономиката да нарасне с 2.2 %, като министър председателя Борисов изказа крайно оптимистично мнение, че дори ръст от 4 % не биха го задоволили. Експортът и вътрешното потребление бяха основните акумулатори на растежа през годината, като се забеляза съживяване и на трудовия пазар и доверието на потребителите.

Отличникът в региона - Румъния продължи да показва силен ръст на икономиката си и през тази година, като особено силни бяха първите тримесечия от нея. Този път водещо за ръста бе силното вътрешно потребление (6.6 % на годишна база през третото тримесечие), водено от повишаването на номиналните заплати (за октомври, достиган 10 % спрямо година назад). Намаляването на ДДС също ще окаже своето значение за подобряването на този индикатор и през 2016 г - румънското правителство обяви намаление на ДДС, като ставката ще падне от 24 % на 19 % за всички стоки през 2016 г. Така Румъния се очаква да постигне ръст от 3.4 % за 2015 г., а прогнозите за 2016 г. са още по-оптимистични - 3.9 %.

След като ситуацията около Русия и Украйна се успокои, напрежението по геополитическата ос близо до региона, отново пламна. Този път противопостави две от лидерите в региона - Русия и Турция, като конфликтът между тях по отношение на некоординирани действия покрай военната

обстановка в Сирия, прерасна в сериозен дипломатически, а от там и в икономически такъв. Военните действия срещу ИДИЛ продължиха да нажежават обстановката, а Европа стана крайна дестинация на голяма вълна от бежанци от страните в Близкия Изток и Африка. Десетки хиляди бежанци дневно започнаха да минават границите и да емигрират на Стария континент. Това доведе до нова криза, която се изразяваше в затварянето на границите на редица страни, което на практика дестабилизира нормалните търговски отношения между страните в Шенгенското пространство.

В политическо отношение и двете страни продължават да изпитват характерните за прехода в този регион колебания, които са следвани често пъти с предсрочни избори на нова правителство или парламент. И тази година не направи изключение, като този път това стана в привидно стабилната под управлението на социалистите и бивш премиер Виктор Понта Румъния. През месец ноември парламентът одобри новото правителство от технократи, начело с Дачиан Чолош - бивш земеделски министър в правителството на Понта, без политически пристрастия. С оглед на насрочените парламентарни избори за декември следващата година, е спорно дали това правителство ще успее да прокара някакви реформи или просто ще бъде един вид преходно правителство. Борбата с корупцията и редицата разследвания срещу политическия елит в страната, безспорно доведоха до нулево ниво на търпимост сред населението. Съдебната реформа в страната върви с пълна сила, докато в България нещата все още не се случват. Съпротивата срещу каквито и да е реформи се явява ключова и негодуванието срещу политическата класа в нея набира все повече сила. Страхът от реформи най-вече от страна управляващата партия ГЕРБ създава съмнения в партньорите на ЕС, а липсата на прогрес в съдебната реформа се явява основна база за противоречия.

Ликвидността на БФБ през годината отново бе проблемна за пазара. Напълно разбираема бе липсата на интерес от страна на чуждестранни инвеститори с оглед на внесената негативна нагласа от страна на управляващите по повод пенсионната реформа, променените по-късно спорни текстове в Закона за собствеността и ползването на земеделската земя (ЗСПЗЗ) и обслужването на икономически интереси на определена група от страна на управляващите. Най-добре представилите се акции през годината бяха тези с по-ниска ликвидност. Защитен се оказа BG REIT индексът, загубил само 1.74 %, като много от неговите участници попаднаха след добре представилите се акции. Впечатление направи ръстът от 41.3 % на Булгартабак Холдинг (57B) и на Спиди АД (OSP) от 30.9 %. Разочароващо бе представянето на блу чиповете, като Софарма (3JR) загуби почти 1/3 от стойността си през годината. Силните в предходните години износителки от машиностроителния сектор също завършиха годината на червено.

Най-добре представилите се акции на борсата в Букурещ бяха банките, които стартираха годината много силно в унисон с останалите свои аналози от Европа с обявеното QE. Те бяха и в основата на силното представяне на BET. В края на годината, въпреки че загубиха част от натрупаната доходност именно те бяха основните лидери по ръст - Banca Transilvania (TLV) почти удвои стойността си - 48 %, а BRD-GSG (BRD) напредна с 38 %. Ключово за първата бе придобиването на един от големите конкуренти в страната, което я изкачи на второ място по активи. Секторът на комуналните услуги се представиха добре, със среден ръст

от 12.6 %. Компаниите от сектора се търгуват с добра дивидентна доходност (малко под 8 %), въпреки че свободният пазар и новите по-ниски тарифи през 2016 г. ще бъдат пречка за постигане на добри резултати. От малките по капитализация компании най-силно впечатление направи IAR BRASOV (IARV) с ръст от 294 %, постигнат още в началото на годината. Ликвидността на компанията остава ниска, а теглото и портфейла на фонда значително нарасна и я прати в топ 5 позициите към края на годината.

Представянето на Адванс Инвест бе повлияно от негативното представяне на българския пазар, който все още доминира в структурата на фонда. Все пак теглото му не се промени през годината, за сметка на това на Румъния (от 38.7 % на 43.3 %). Въпреки, че и представянето на големите като дял румънски акции в портфейла, като Fondul Proprietatea (FP) и Petrom (SNP) този път бе незадоволително. Свивът в цените на петрола и газта бяха сред основните фактори затова.

Новият бенчмарк на фонда, чрез който да сравнява представянето си - **MSCI EFM Europe +CIS ex.RU** се представи изключително слабо през годината, като загуби 22.13 %. Непосредствено сравнени в представянето на фонда спрямо двата основни индекса ВЕТ и SOFIX, претеглени с равни тегла показва сходна отрицателна доходност -6.42 %.

Доходност през годината и от началото на публичното предлагане към 31.12 2015 г.

	Фонд	Бенчмарк
Доходност през 2015 г.	-6.26 %	-22.13 %
Доходност от основаването (анюализирана)	0.10 %	2.31 %

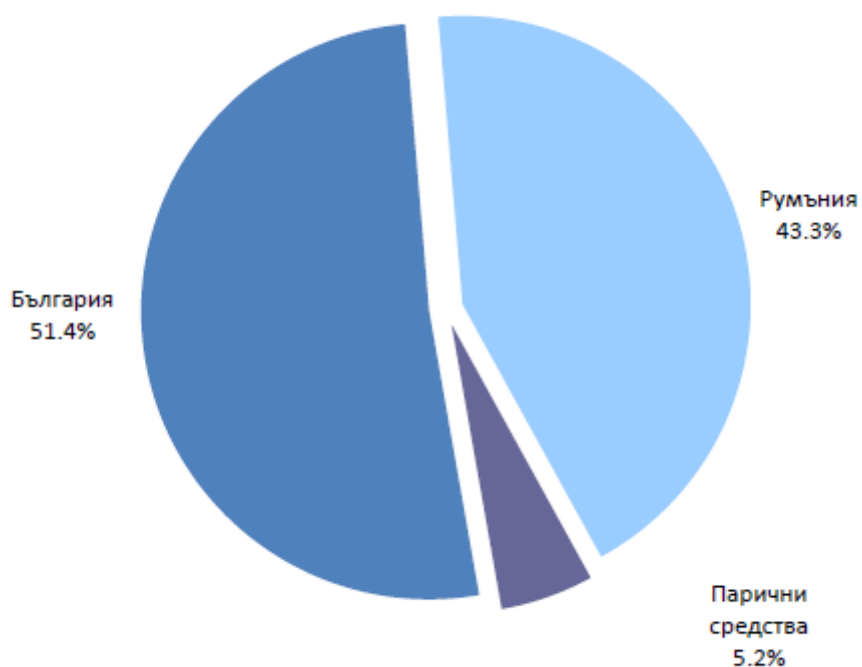


Графика 1. Представяне на Адванс Инвест за 2015 г.

Годишно представяне		
	Фонд	Бенчмарк
2014	2.40%	2.24%
2013	18.95%	-16.81%
2012	-5.02%	34.08%
2011	-17.02%	-29.75%
2010	-11.73%	16.29%

Графика 2. Сравнение на представянето на Адванс Инвест с MSCI EFM Europe + CIS ex.RU за последните 5 год.

Разпределение по пазари



Графика 3. Разпределение на активите на Адванс Инвест към края на 2015 г.



Графика 4. 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

IAR BRASOV (РУМЪНИЯ), Индустириални

SNTNG TRANSGAZ S.A (РУМЪНИЯ), Комунални услуги

Графика 5. 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 25 % и 22 % тегло. Теглото на банките в България бе намалено, с оглед на незадоволителното им представяне и очакванията за стрес тестовете през 2016 г.. Теглото на румънските банки пък нарасна, благодарение на доброто им представяне. Индустириалният сектор и този на енергетиката са следващите по тегла, като очакванията са именно те да покажат по-сериозно възстановяване през 2016 г.. Безспорно и двете икономики, в които фондът инвестира би трябвало да бъдат сред основните бенефициенти при едно подобно развитие на ситуацията. Възстановяването на вътрешното потребление също е сериозен фактор, който ще е от ключово значение за ръста на двата пазара.

Инвестиционна стратегия за портфейла на АДВАНС ИНВЕСТ

Развитието на световните пазари в последните месеци на годината, подсказва че те са уязвими на сериозна волатилност. Високите пазарни съотношения на които се търгуват американските компании и факта, че американският пазар в бичи пазар повече от 6 години кара все повече инвеститори да бъдат внимателни. Развиващите се пазари показват сериозна слабост, като освен от цените на суровините, са пресирани и от политиката на ФЕД, който започна цикъл на покачване на лихвените проценти. Към момента американската икономика се намира близо до пика си, като заетостта отново е на нивата си от 2007-8 г.. Доларът е силен спрямо всички основни валути, което и преди се е случвало в исторически план и не е следвала рецесия в икономиката. Проблемът е, че в момента при слаби развиващи се пазари и особено при проблеми пред очаквания растеж на икономиката на Китай, няма кой друг да допринесе положително за ръста на световната икономика. Цените на суровините и нефта ясно показват това, а колкото и да са положителни за някои икономики, толкова и влияят негативно за бюджетите на други. Средата е по-скоро дефлационна и стимулите, които в последните години се наливат от големите централни банки, вече са наложителни и са с хроничен характер. Проблемите пред Европа в момента - от икономическо, геополитическо и социално естество няма да бъдат разрешени скоро. Това без съмнение влияе и на стабилността на фондовите пазари на стария континент, които и без това са сериозно корелирани с основните американски индекси. Курсът на еврото спрямо долара определено има позитивен ефект за компаниите износителки, а QE-то засега не изпълнява функциите си, като е възможно допълнителното му увеличение. И двата пазара от портфейла на Адванс Инвест са зависими от случващото се в Европа, като Румъния проявява много по-силна корелация с представянето на водещите пазари. Ако западните пазари проявят слабост през годината, вероятно и румънският пазар, няма да остане изолиран и е възможно да претърпи по-дълбока корекция. Колкото и защитни компании да присъстват на местния пазар, развитието на една подобна корекция в негативен тренд е напълно възможно. Енергийният сектор прояви голяма слабост и беше този, който дърпаше основният индекс ВЕТ надолу и през 2015 г. Откъм риск/доходност негативното развитие там изглежда до голяма степен изчерпано, но натискът в такава ситуация може да продължи достатъчно дълго време. Позитивният сценарий към момента преминава през подобно развитие, каквото е имало на пазара по време на Азиатската криза от гледна точка и на движението на цената на петрола през 1998 г. При такава ситуация, вероятно пазарът ще намери нужните аргументи да продължи позитивния си тренд. Представянето на българският пазар пък не показва каквато и да е обвързаност с останалите пазари.

Технически погледнато българският пазар остава в негативен тренд и най-вероятно няма да може лесно да го обърне. Ликвидността продължава да пресъхва, обемите остават ниски. От друга страна интензитетът на натиск от продавачи на тези нива, също вече не е голям. Така, че може би отчаянието е достигнало близки нива, до тези от лятото на 2012 г, когато след като падна с 37.5 % за година и половина, пазарът намери дъно. Към момента потенциални нива на подкрепа при SOFIX би била зоната около 400 пункта, а при пробив

над 490 пункта позитивните нагласи ще се завърнат на БФБ. При румънския ВЕТ позитивният тренд от средата на 2012 г., ще остане в сила с нива на подкрепа при предишните върхове от 2010 и 2011 г. на 6000 пункта. В противен случай може да видим и по сериозна корекция на последното поскъпване.

Стратегията на Управляващото дружества за фонда към момента е насочено повече към намаляване теглото на румънските акции, които изглеждат по-уязвими на вероятен шок за капиталовите пазари от запад. Теглото на кеша при такава ситуация ще бъде повишено до 10-15 %, в зависимост от рамката и сентимента към момента.

Очакванията и пред двете икономики за 2016 г. са повече от големи. Прогнозите са, че Румъния отново ще бъде след лидерите по ръст в Европа - 4 %, докато българското правителство също е оптимистично настроено и очаква подобен ръст и за българската икономика. Всичко това обаче преминава, през реализиране на нагласите за по-осезаем ръст на европейската икономика през 2016 г. А и капиталовите пазари отразяват бъдещите нагласи и очаквания, отколкото това, което се случва в икономиката в настоящата ситуация. За страни като България и Румъния този период на разминаване може да бъде и година.