

ДФ Адванс Източна Европа

Инвестиционен коментар

към 30 юни, 2016 г.

Надя Неделчева, CFA

Портфейлен мениджър

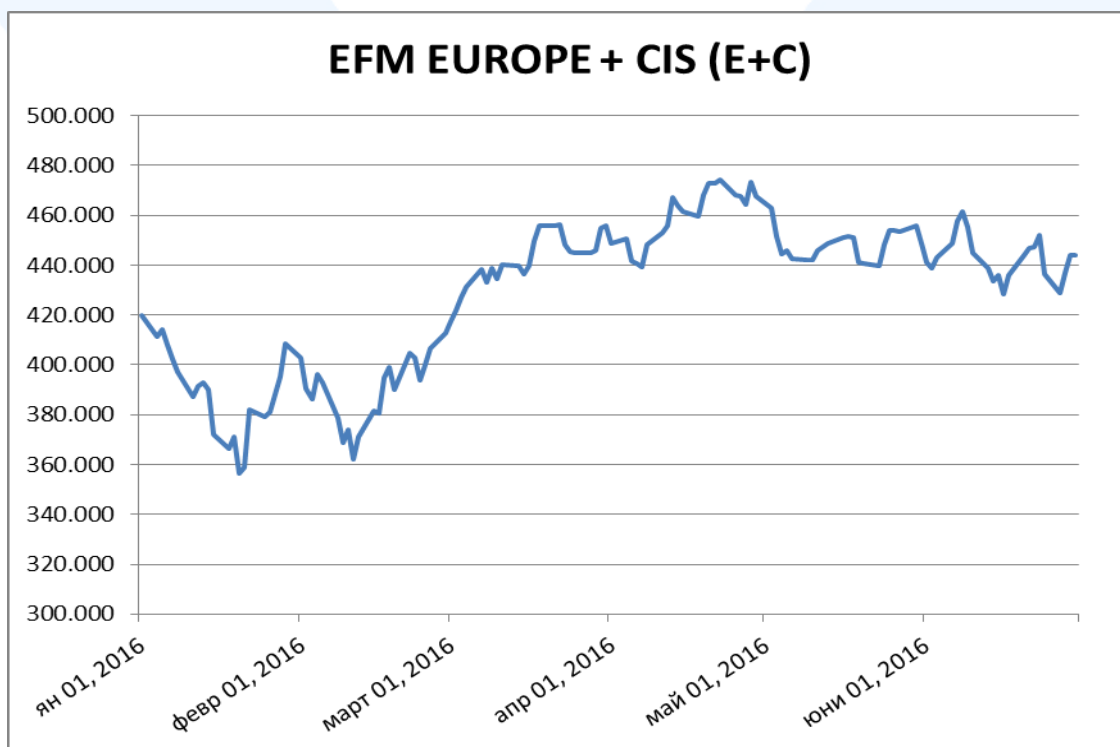
29 юли, 2016 г.

Отчет за първата половина на 2016 г.

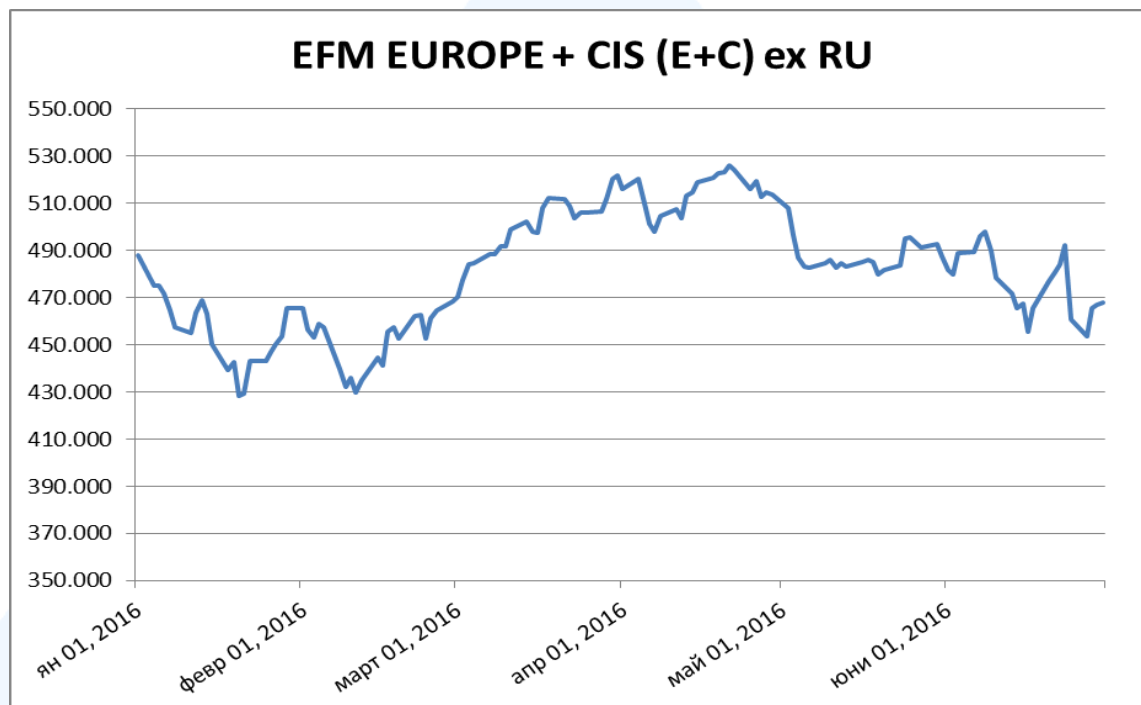
Глобалните пазари бяха под влиянието на различни фактори, с противоположни влияния, през първата половина на 2016 г., като волатилността остана на високи нива. Продължаващите опасения за китайската икономика и ефектите от нейното забавяне върху останалите икономики стоеше в основата на негативните настроения сред инвеститорите и на негативни тенденции на пазарите, които бяха особено ясно изразени през втората половина на 2015 г. и продължиха и в началото на 2016 г. През март обаче Европейската централна банка изненада инвеститорите с допълнителни стимули за евро-зоната, което допринесе за силни позитивни движения. Изненадващият резултат от вота на британците за излизане от Европейския съюз при проведения в края на юни референдум обаче оказа силен първоначален натиск върху пазарите. Въпреки последвалото възстановяване, настроенята текущо са под влиянието на несигурността относно конкретния начин и респективно последици от излизането на Великобритания от общността.

При страните от Източна Европа, в които фондът инвестира движенията бяха разнопосочни. Руският пазар, който бе със слабо представяне до момента поради силния натиск върху цените на петрола, бе третият най-добре представящ се пазар в света през първата половина на годината с ръст на доларово-деноминирания RTS индекс от 23%. В основата му в голяма степен стоеше поскъпването на рублата с над 13% спрямо долара, която намери подкрепа от поскъпването на петрола (+33.3 % за първите шест месеца на годината). Така въпреки спадът при други пазари от региона индексът MSCI EFM Europe+CIS (E+C) приключи първата половина на 2016 г. с ръст от 5.7%, докато този изключващ Русия отчете спад от 4.12%.

Движение на MSCI EFM Europe+CIS (E+C) през първата половина на 2016 г. , в еврово изражение



Движение на MSCI EFM Europe+CIS (E+C) ex RU през първата половина на 2016г. , в еврово изражение



Преглед на развитието на пазарите от портфейла

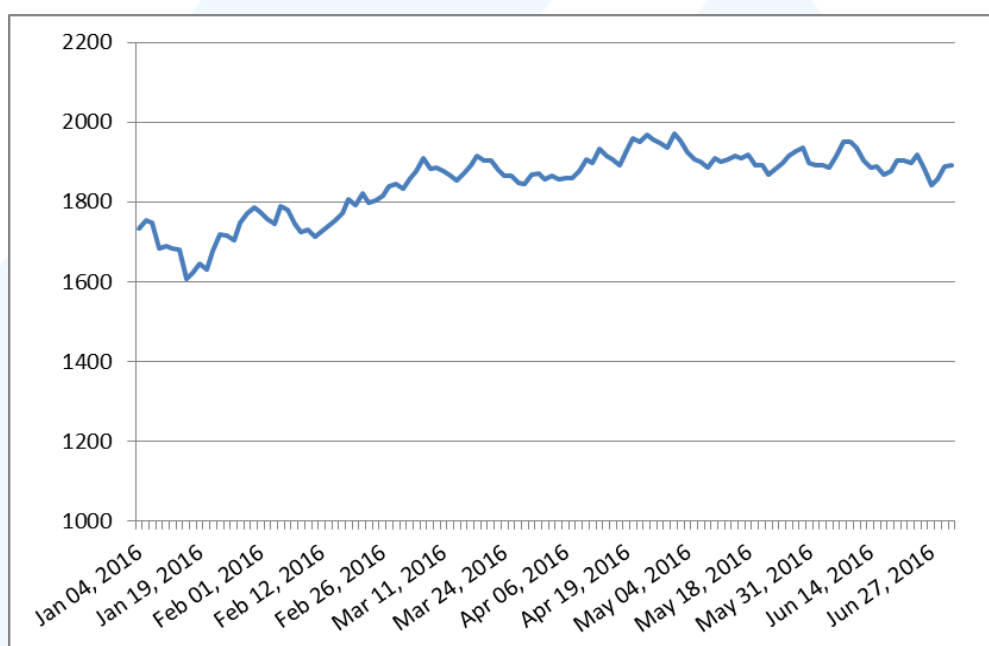
Русия

Русия бе третият най-добре представящ се пазар в света измерено чрез доларово-деноминиранния RTS индекс, който добави близо 23% към стойността си след слабо представяне през 2015 г. В основата на този солиден ръст стоеше в много голяма степен поскъпването на рублата, която скочи с над 13% спрямо долара, докато деноминирания в местна валута индекс MICEX се покачи със 7.4% за периода. Рублата бе подкрепена от осезаемото поскъпване на петрола поради силната зависимост на бюджета от постъпленията от петролни компании. След свивана на руската икономика с близо 4% през 2015 г., през първото тримесечие на 2016 г. беше отчетен по-нисък от очакваното спад на БВП. Ефектът от покачването на цената на петрола би могъл да се усети и през втората половина на годината, когато се очаква леко позитивен ръст.

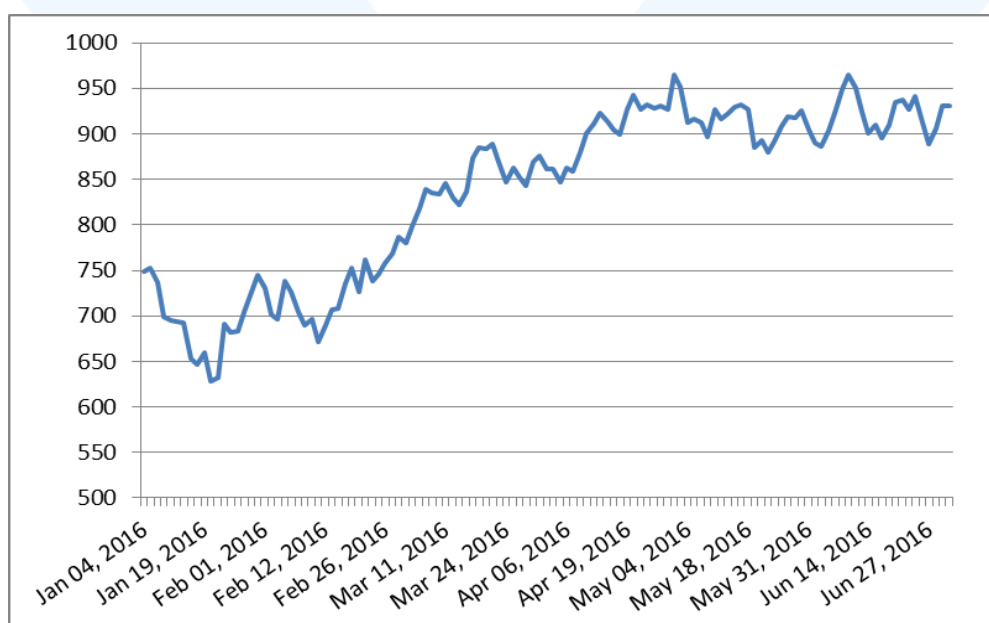
В унисон с преобладаващите очаквания икономическите санкции от страна на Европейския съюз към Русия бяха удължени в края на юни до януари, 2017 г. Не се очаква обаче това да окаже влияние върху темпа на руската икономика, докато цените на суровините ще имат много по-определяща роля за това. След много засилени инфлационни процеси през 2015 г., когато индексът на потребителските цени нарасна с 15.5%, през настоящата се отчита забавяне на темпа, като инфлацията се прогнозира да бъде около 8% за цялата година.

В резултат на повишаването на цената на петрола, както и на другите суровини, инвеститорите започнаха да преразглеждат експозицията си към руския пазар. За това допринася и намаления политически риск на страната. В края на юни турският държавен глава Реджеп Тайип Ердоган се извини на руския си Владимир Путин за сваления през ноември миналата година руски боен самолет, което бе последвано от налагането на тежки икономически санкции спрямо Турция засягащи редица сектори – туризъм, селско стопанство, енергетика. Последвалото вдигане на санкциите би следвало да има двустранни позитивни ефекти. Така например възстановяването на вноса на плодове и зеленчуци от Турция би следвало да окаже положително влияние върху инфлацията.

Движение на MICEX през първата половина на 2016 г.



Движение на RTS през първата половина на 2016 г.



С оглед на подобрените перспективи пред руската икономика и индикациите, че петролът е достигнал дъното си, подобряваме очакванията си за представянето на руския пазар. Оставаме позитивни за компаниите от сектора на търговията на дребно предвид демографските фактори и ниската степен на проникване на големите вериги за търговия на дребно, чиито резултати би следвало да бъдат благоприятствани от спада в темпа на инфлацията. В унисон с очакванията ни за региона като цяло, позитивни сме и за ИТ сектора, който се радва на високо търсене на услуги – както по линия на вътрешния пазар, така и по линия на аутсорсинг от развитите пазари поради много по-ниските разходи за труд.

Подобряването на резултатите при немалка част от компаниите доведе до осезаемо понижаване на средното P/E за пазара, въпреки отчетеното поскъпване - в края на юни руските акции се търгуваха на средно P/E от 8.2x на ttm база, при 12.5x в края на 2015 г. Това е и сред най-ниските показатели в света, а форуърдното P/E към края на юни от 6x дава дисконт от 49% спрямо средното за развиващите се пазари (по данни на Блумбърг).

Украйна

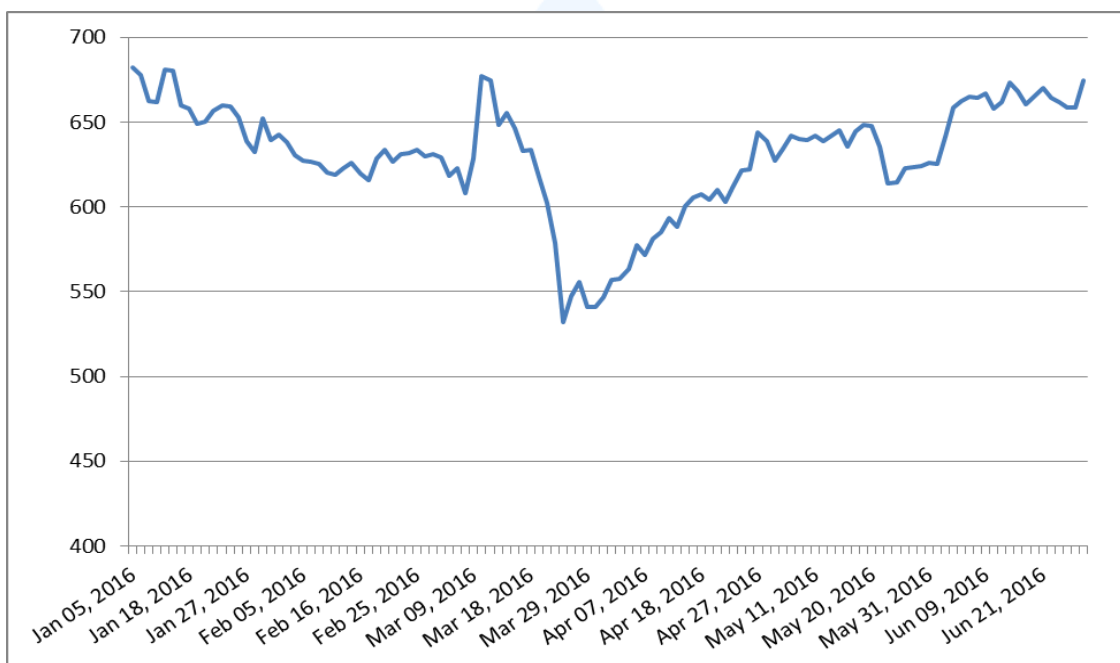
След много слабо представяне през 2015 г., когато индексът UХ се срина с близо 38%, а украинската гривна се обезцени с над 30% спрямо долара, първата половина на 2016 г. бе много по-благоприятна за украинския пазар, който бе със слаба промяна, отчитайки спад от 1.6%. Обезценката на гривната също бе скромна на фона на резкия спад миналата година (-3.6% спрямо долара).

През първото тримесечие на 2016 г. украинската икономика отчете съвсем лек позитивен ръст - +0.1% на годишна база, което е първият положителен резултат от повече от две години. Той бе в голяма степен очакван и се дължи по-скоро на ниската база след свиването на украинската икономика с почти 10% миналата година.

На политическия фронт надмощията за власт след месеци несигурност приключиха с оставка на цялото правителство през април. Въпреки крехката коалиция, новото правителство демонстрира решимостта си за реформи. От ключово значение за Украйна са борбата с корупцията, съдебната реформа, реформи в данъчната администрация и държавните компании. С обявяването на планираните реформи МВФ потвърди прогнозата си за ръст на украинската икономика от 1.5% през настоящата година и засилването на ръста до 2.5% през 2017 г.

Инфлацията продължава да бъде проблематична, като въпреки очакваното забавяне на темпа през настоящата година, се очаква да остане на високи нива – около 15% при близо 50% през 2015 г. Проблем остава и високо ниво на задлъжнялост, като държавният дълг е на нива от над 90% от БВП.

Движение на UX през първата половина на 2016 г.

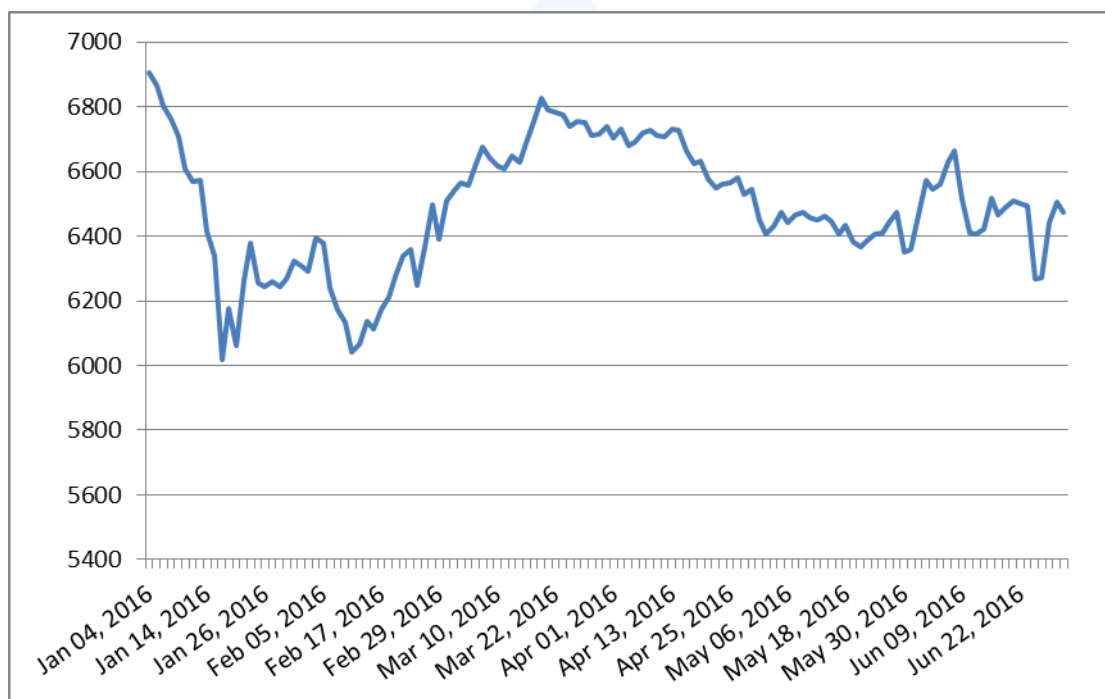


Въпреки рисковете, пред които продължава да е изправена украинската икономика, са възможни позитивни развития при компаниите, свързани със суровините, както и селскостопанските компании, които генерират значителна част от приходите си от износ и са по-малко зависими от вътрешноикономическите проблеми. С оглед на слабата ликвидност на украинския пазар, инвестициите ни в украински компании ще бъдат основно в такива, които са листвани на чужди борси (Лондон, Варшава).

Румъния

Представянето на румънския пазар през първата половина на годината бе слабо, като ВЕТ отчете спад от 7.6% (при спад от 1.1% за 2015 г.) Особено силен отлив на капитали от румънската борса се наблюдаваше в началото на годината, като само през януари пазарът с обезцени с повече от 10%.

Движение на ВЕТ през първата половина на 2016 г.



В макроикономически план Румъния остава една от най-силно развиващите се страни в региона. В резултат на силното вътрешно търсене ръстът на БВП през първото тримесечие на 2016 г. бе сред най-високите в Европейския съюз (+4.2% на годишна база). Повишеното потребление от страна на домакинствата е повлияно от намаляването на ДДС ставката от началото на годината, а също и увеличаването на разполагаемия доход поради осезаемия ръст в заплатите. През първото тримесечие бе отчетен ръст в заплатите от 10.4%, което е най-силният темп в ЕС за периода.

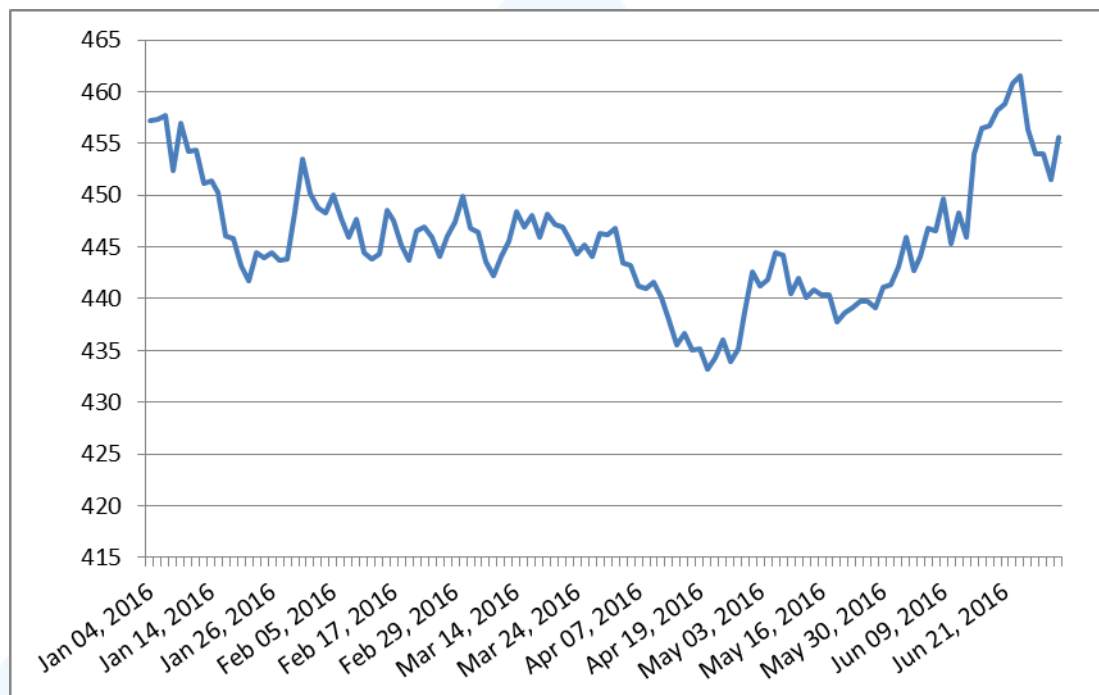
В секторен план продължаваме да сме с позитивни очаквания за банките предвид благоприятните перспективи пред икономическото развитие на страната – за цялата година се очаква ръст на икономиката от 4.2%, което ще постави Румъния в челните редици по този показател. Пазарът е много атрактивен и със солидната дивидентска доходност – над 7% средно за пазара, а при някои компании, като например Banca Transilvania дори над 15%. Ограничение представлява секторната концентрация и високият дял на банки и енергийни компании.

До края на годината има вероятност да се осъществи отлаганото IPO на енергийната компания Hidroelectrica, която се очаква да привлече 800 млн. долара и така да реализира най-голямото листване на борсата в Букурещ до момента (след IPO-то на Electrica през 2014 г., което привлече 600 млн. долара). Освен това по този начин има шансове по-бързо да се постигне целта, която си е поставила румънската борса – а именно да бъде преквалифицирана от frontier на emerging market.

България

След спад от близо 12% през 2015 г., българският пазар продължи да се представя слабо, отчитайки спад от 1.2% за първото полугодие на 2016 г.

Движение на SOFIX през първата половина на 2016 г.



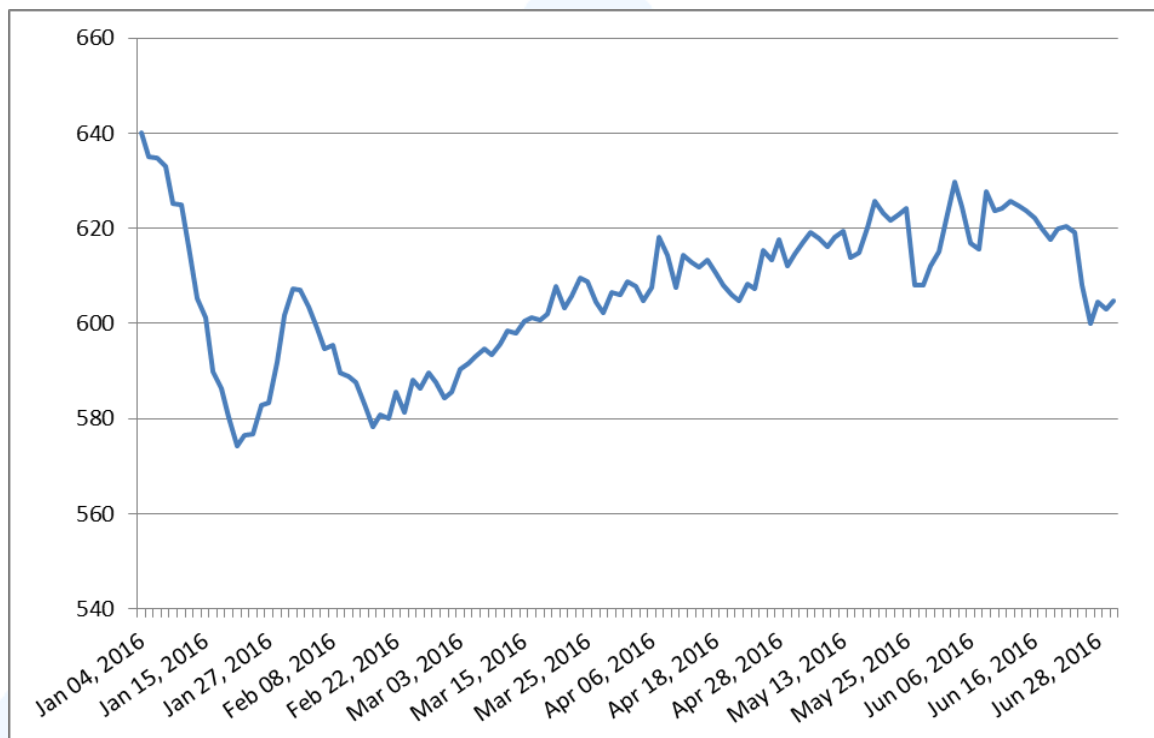
В макроикономически план българската икономика продължи с доброто си представяне, като през първото тримесечие на годината бе отчетен ръст на БВП от 2.9%, след ръст на икономиката от 3% през 2015 г. Вътрешното потребление също бе в основата на добрите резултати. Затягането на пазара на труда обуславя тези тенденции, като България отчита най-силен спад в нивото на безработицата тази година сред страните от Европейския съюз – през май нивото на безработица се понижи до 7.3% при 10% година по-рано. Същевременно ръстът на възнагражденията (+7.7% на годишна база през Q1) бе сред най-високите за ЕС и предпоставя по-нататъшно засилване на потреблението.

Подобрения при корпоративните резултати доведе до спад на средното P/E на пазара до 10.3x (12.4x към края на 2015 г.). Въпреки сравнително атрактивните съотношения, основен проблем пред пазара остават размерите и слабата ликвидност.

Сърбия

Сръбският пазар започна годината много слабо със спад на основния индекс от 6.6% през януари, като след сравнително слаби разнопосочни движения през останалите месеци приключи полугодieto надолу с 6.1%.

Движение на Belex 15 през първата половина на 2016 г.



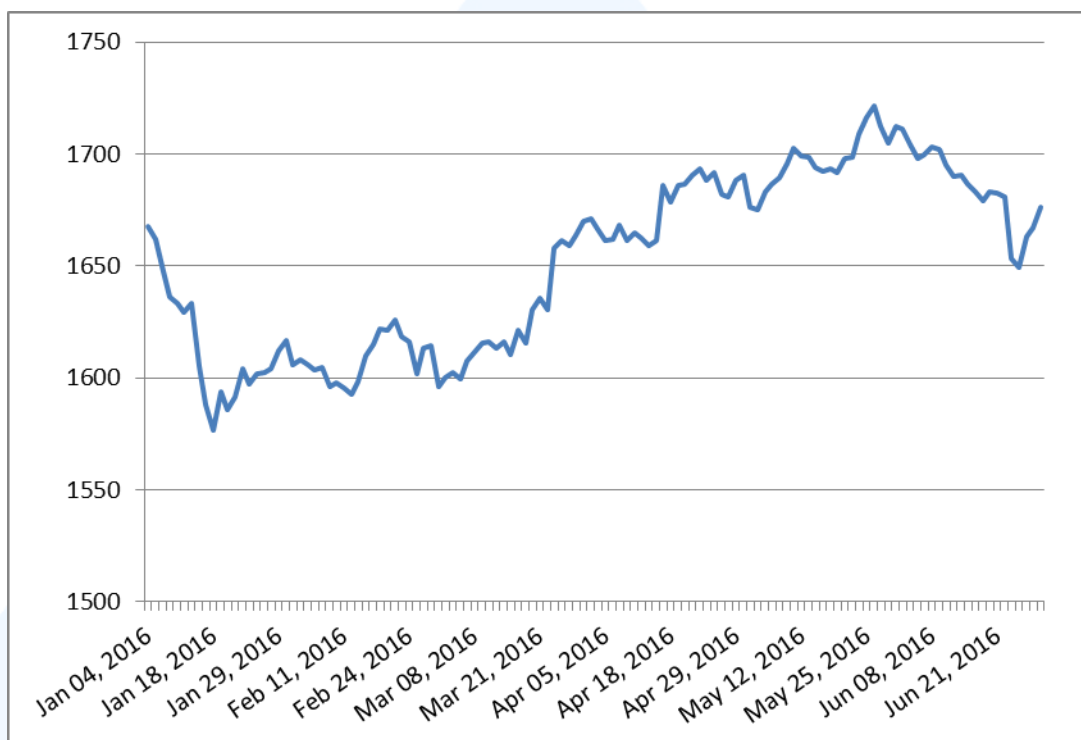
След стагнация на сръбската икономика през 2014 г., тенденцията бе прекратена през 2015 г. и бе продължена и през настоящата. Първото тримесечие на годината донесе изненада от 3.5% ръст на БВП, което беше значително над темпа постигнат предходните тримесечия. В основата на този резултат стояха основно инвестициите и износа. Особено висок бе приносът на износа, който скочи с 11.5% през първото тримесечие на 2016 г. Предприетото намаляване на лихвените равнища от страна на централната банка допринесе за засилване на инвестиционната активност. Вътрешното потребление започна да дава индикации за съживяване, за което свидетелстват добрите данни за ръст на продажбите на дребно, които се покачиха с 8.6% на годишна база през първите пет месеца на годината.

Сърбия остава един от най-подценените пазари в региона с P/E на ttm база от 9x към края на юни. Проблем обаче както и при България представлява слабата ликвидност, като той бе допълнително подсилен от делишването на две от по-активно търгуваните компании през второто тримесечие на годината – Aik Bank и млечната компания Imlek. Продължаваме да имаме позитивни очаквания за банковия и строителния сектор с оглед на подобряващите се перспективи пред сръбската икономиката, която се прогнозира да нарасне с 1.8% през настоящата година според МВФ, а според централната банка на Сърбия дори е възможен ръст от 2.5%.

Хърватска

Хърватска бе пазарът с най-слабо изменение през първата половина на годината сред пазарите от портфейла на фонда, като индексът Crobex приключи с 0.8% надолу.

Движение на CROBEX през първата половина на 2016 г.



Хърватската икономика продължи да се развива с добри темпове и през настоящата година, подпомагана основно от вътрешното потребление и инвестиционната активност. През Q1 2016 бе постигнат ръст на БВП от 2.3% на годишна база. Потреблението от страна на домакинствата е подпомагано от конюнктурата на трудовия пазар, като въпреки че безработицата в Хърватска остава на по-високи нива спрямо средните за ЕС, все пак се отчита позитивна динамика – в края на май безработицата се понижи до 13.3% спрямо 16.2% година по-рано. Външният сектор би следвало да окаже подкрепа на икономическия ръст основно по линия на туризма с оглед на повишените геополитически рискове при други популярни туристически дестинации и очакваното насочване на част от туристите към Хърватска.

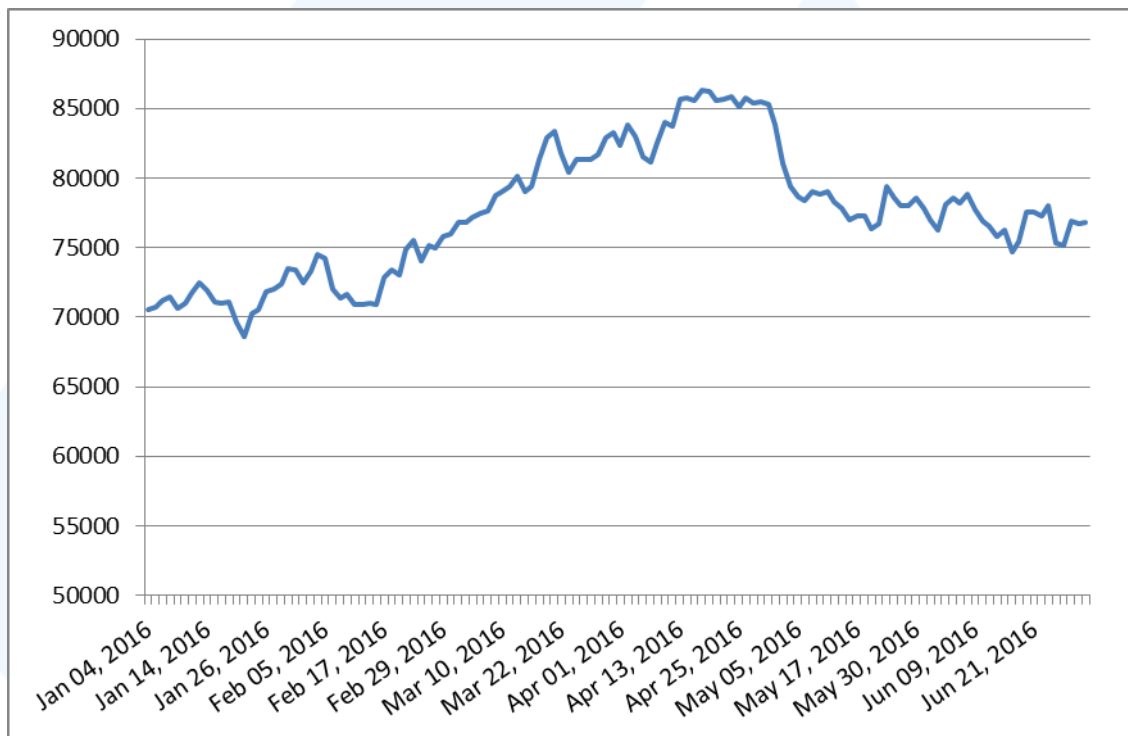
Текущо рисковете за Хърватска идват по линия на политическата криза след като правителството подаде оставка в средата на юни след успешен вот на недоверие. Впоследствие бяха насрочени предсрочни парламентарни избори през септември. Това поставя под риск своевременното провеждане на необходимите за страната реформи. Сред осезаемите проблеми, освен високите нива на безработицата, остава и високото ниво на държавния дълг, който е в размер на близо 90% от БВП.

В резултат на подобрени корпоративни резултати средното P/E на пазара се понижи до 12x към края на юни (при ниво на индикатора от малко под 15x в края на 2015 г.). Оставаме позитивни за развитието на компаниите от туристическия сектор, на които се падат над 17% от БВП на страната.

Турция

След много слабо представяне на пазара през 2015 г., когато BIST 100 отчете спад от 16.3%, първата половина на 2016 г. бе много динамична за турския пазар. След много силно представяне през първите четири месеца, месец май завърши със спад от 8.8% поради повишения политически риск в следствие на борбата за власт между президента Ердоган и премиера на страната Ахмет Давутоглу завършила с оттеглянето на Давутоглу. BIST 100 приключи полугодieto с ръст от 7.1%.

Движение на BIST 100 през първата половина на 2016 г.



След сравнително успокояване на ситуацията на политическия фронт, картината пред турския пазар отново се смени рязко след извършения в средата на юли опит за преврат. Макар и неуспешен, той засилва политическия риск, който се приписва на страната и води до оттеглянето на чуждестранни инвеститори.

Извън политическите събития, Турция продължава да бъде една от най-динамично развиващите се икономики в региона, като ръстът на БВП от 4.2% през първото тримесечие на 2016 г. е сред най-високите темпове на растеж в групата G20. Личното потребление, което е с дял от 2/3 от БВП на страната, отчете солидни ръстове, допринасяйки за доброто представяне на турската икономика. Принос за това имаше както увеличаването на възнагражденията за труд, така и иракските и сирийски бежанци, чийто брой се определя на 3 млн. към момента.

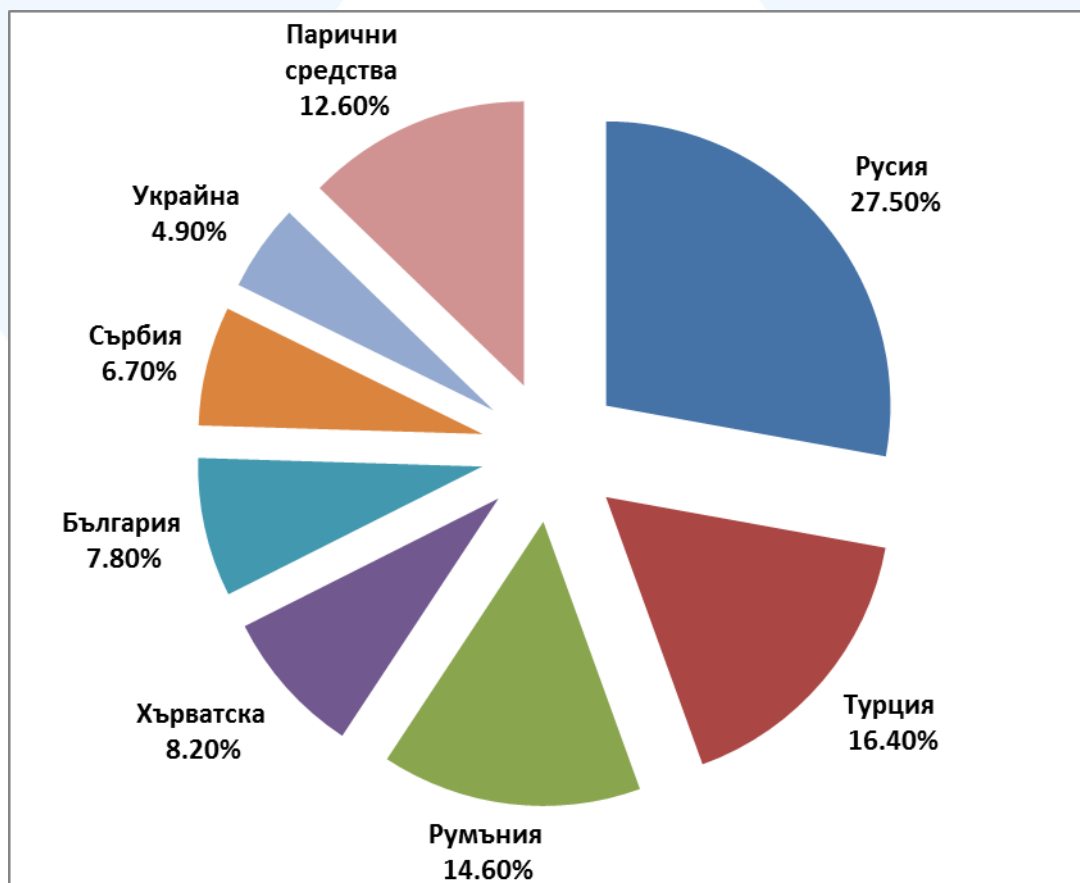
В края на юни президентът Ердоган се извини на Владимир Путин за сваления през ноември миналата година руски боен самолет, което бе последвано от налагането на тежки икономически санкции спрямо Турция. То бе последвано от вдигането на санкциите, които засяга сектори като туризъм, селско стопанство, енергетика. Това допълнително се очаква да подобри корпоративните резултати.

Независимо от силната към момента икономика, политическият риск на страната като цяло остава висок с оглед на терористичните атаки, както и действията на Ердоган в посока засилване на властта му. Поради тази причина ще следим внимателно ситуацията в Турция, за да преценим ефектите върху икономиката и пазара. По отношение на оценъчни съотношения, турските компании са сред най-евтините в региона към момента, а също и в сравнение с другите пазари. Средното P/E към края на юни бе 9.6x, което представлява дисконт от 20% спрямо средното ниво на показателя за равниващите се пазари.

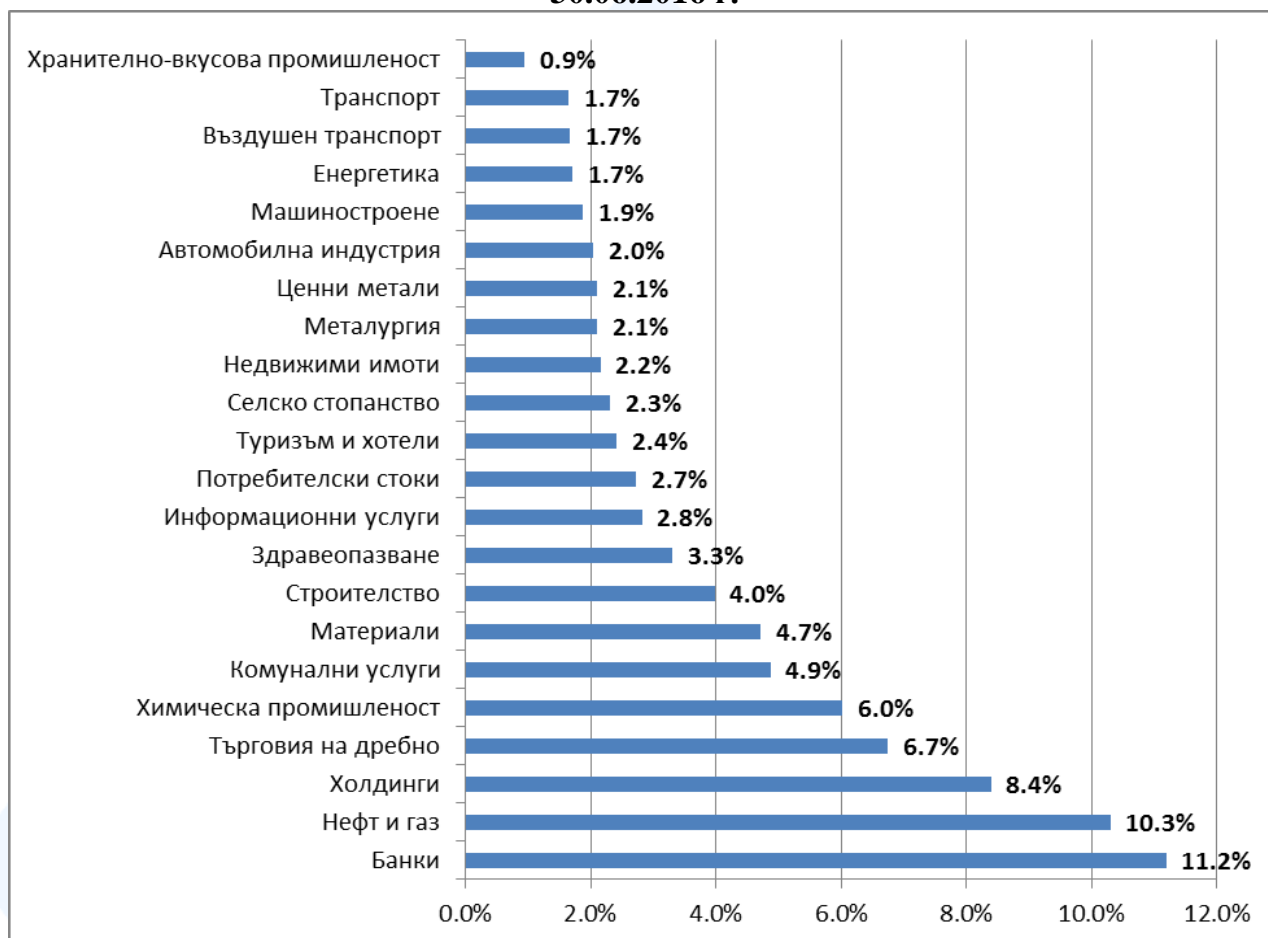
Промени в портфейла на ДФ Адванс Източна Европа и резултати от дейността през първата половина на 2016 г.

Както обяхме в годишния си инвестиционен коментар за 2015 г., стратегията ни за 2016 г. предвиждаше добавяне на турския пазар към портфейла на фонда. Въпреки добрите перспективи пред турската икономика, както и атрактивните възможности на пазара, сравнително по-високият политически риск обуслови включването на Турция с невисоко тегло. През първата половина на годината с най-голямо тегло продължи да бъде Русия, докато теглото на Румъния бе редуцирано значително спрямо края на 2015 г.

Портфейл на ДФ Адванс Източна Европа към 30.06. 2016 г.



Разпределение на портфейла на ДФ Адванс Източна Европа по отрасли към 30.06.2016 г.



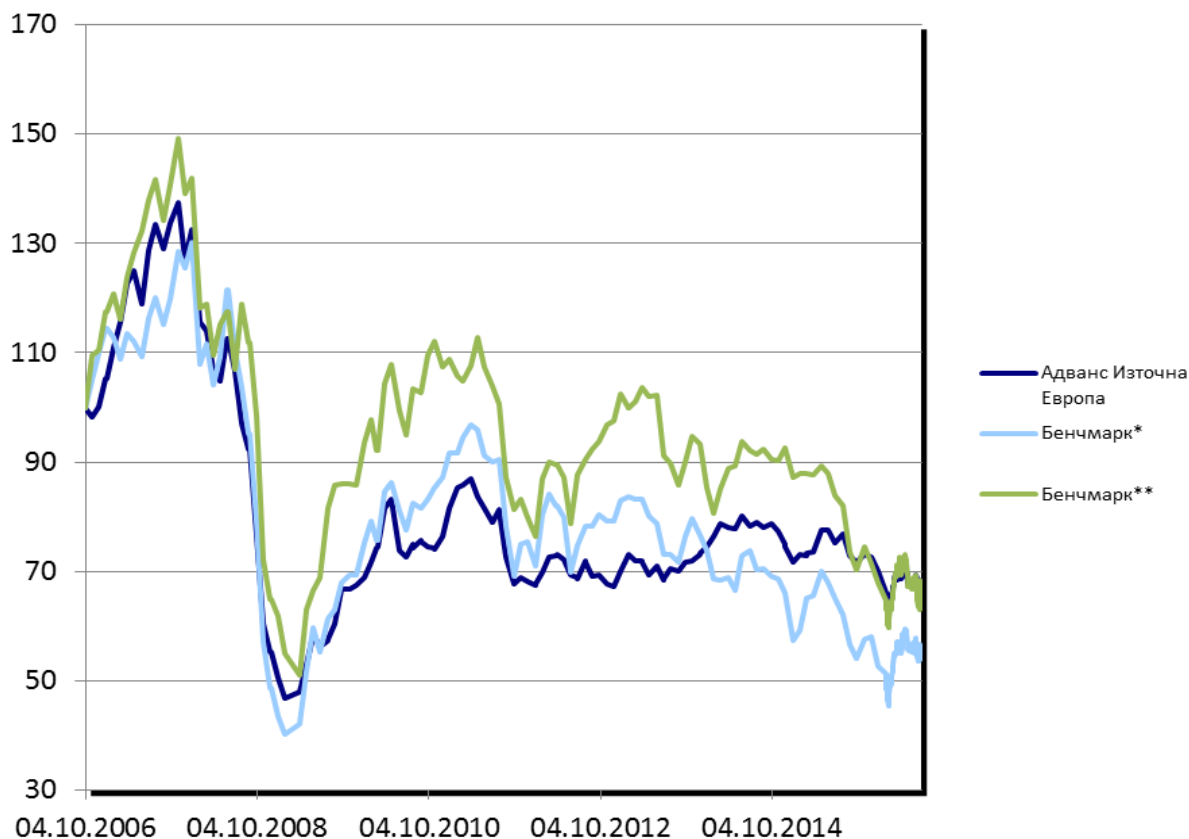
В отраслов план банките запазиха водещите си позиции в портфейла. Увеличихме теглото на сектора на търговия на дребно с оглед на позитивните ни очаквания за икономиките и конкретно за личното потребление.

Водещи позиции в портфейла и дял от активите към 30.06.2016 г.

Компания	% от активите
Аkron JSC (Русия), Химическа промишленост	3.99%
GMK Norliski Nikel (Русия), Материали	3.41%
Energoprojekt holding a.d. (Сърбия), Строителство	2.82%
BASHNEFT PAO (Русия), Нефт и газ	2.61%
X5 Retail Group N.V. (САЩ), Търговия на дребно	2.59%

Представяне на ДФ Адванс Източна Европа от началото на публичното предлагане до края на юни, 2016 г.

През първата половина на годината фондът се представи по-силно от бенчмарка, който не включва Русия и по-слабо спрямо индекса с Русия поради много по-ниското тегло на Русия в портфейла спрямо индекса и същевременно много силния ръст на руския пазар, който поскъпна с близо 23% (измерено чрез доларовия RTS индекс). Фондът обаче запазва по-доброто си представяне спрямо двата бенчмарка както за една година назад, така и от началото на публичното предлагане.



Бенчмарк* MSCI EFM Europe + CIS

Бенчмарк** MSCI EFM Europe + CIS ex RU

Резултати на Фонда

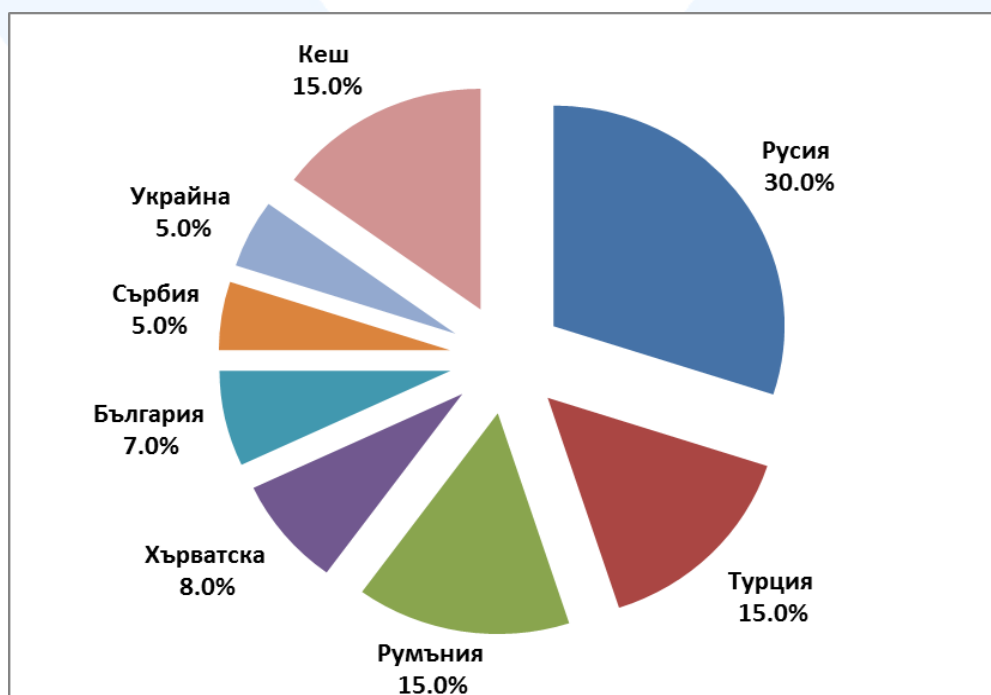
	Фонд	Бенчмарк*	Бенчмарк**
Доходност от началото на годината	-2.14%	+5.71%	-4.12%
1 година	-9.00%	-14.44%	-22.48%
От началото на фонда (анюализирана)	-3.81%	-5.99%	-5.19%

Стратегия на ДФ Адванс Източна Европа за 2016 г.

Управляващото дружество остава позитивно за развитието на региона на Източна Европа, като данните от тази година сочат продължение на отчитането на изпреварващи темпове на развитие на голяма част от 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 постепенно нарастване на износа. С оглед на това, че регионът не бе пощаден от негативните настроения сред инвеститорите миналата и началото на тази година, оценъчните съотношения на редица компании се понижиха чувствително и предполагат потенциал за растеж на акциите им предвид позитивните очаквания за икономиките. Въпреки първоначалните силно негативни реакции след обявяването на резултатите от референдума, считаме, че дълготрайните преки ефекти не биха били толкова силни колкото са опасенията.

Към момента сме позитивни за руския пазар, който отново започва да фокусира вниманието на инвеститорите с прекъсването на негативната тенденция при цената на петрола и намаляването на политическия риск. Поради тази причина увеличаваме таргетното му тегло с 10 процентни пункта спрямо обявеното разпределение в началото на годината. Въпреки позитивните развития при турската икономика, повишените политически рискове стоят в основата на по-предпазливата ни позиция и оставяме Турция на същото ниво като определеното при предишната алокация. Предвид по-слабата ликвидност при останалите балкански страни присъстващи в портфейла, запазваме тяхното тегло на по-ниски нива, без особена промяна спрямо предишната алокация. Въпреки наличието на позитивни индикации за Украйна, страната продължава да е изправена пред редица предизвикателства поради което оставяме теглото ѝ ниско, като инвестициите ни ще бъдат реализирани основно чрез инвестиции в компании, които се търгуват в чужбина – Варшава и Лондон.

Разпределението по пазари, което ще бъде спазвано за втората 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 електронната страница на дружеството.