



**ДФ АДВАНС ИНВЕСТ**

**ИНВЕСТИЦИОНЕН КОМЕНТАР  
КЪМ 30 юни 2017 г.**

**Тихомир Каунджиев  
Портфейлен мениджър**

## Портфейлна структура и представяне на Адванс Инвест

След силния завършек на 2016 г., световните капиталови пазари стартираха новата 2017 г. също по позитивен начин. Първото полугодие на 2017г. бе позитивно като цяло за глобалните пазари с по-силно представяне на развиващите се пазари. Сегментът на развиващите се пазари се представи изключително добре въз основа на подобряването на глобалния икономически фундамент и благоприятната парична политика на централни банки, които все още поддържат ниски лихвени проценти.

Търсенето на по-висока доходност накара инвеститорите да изместят фокуса от развитите пазари към развиващите се и нововъзникващите пазари, които предлагат по-висока доходност и относително добри перспективи. Най-доброто представяне реализира индексът **MSCI EFM Europe + CIS ex RU**, който показва развитието на пазарът в източна Европа и не включва Русия се повиши с 17.7% от началото на годината. За същия период **MSCI EFM Europe + CIS**, който включва Русия реализира спад от 4.96%. Индексът **MSCI EM Asia** поскъпна с 13%, докато индексът **MSCI BRIC** се повиши само с 6.9% поради негативното представяне на Руският фондов пазар (спад от 13.1% за периода от началото на годината). Руският индекс **MICEX** (-15,8%) е сред трите индекса в региона на централна и източна Европа, които понижават стойността си от началото на годината. Другите два са сръбският **BELEX** (-1,7%) и хърватският **CROBEX** (-6,5%).

От началото на годината основният индекс на Българската фондова борса - **SOFIX**, е добавил 19.6% към стойността си, с което се нареди сред трите най-бързо растящи пазари в Централна и Източна Европа. Цените на акциите търгувани на БФБ са развиват наистина изключително позитивно, като голям принос за това имат публикуваните финансови резултати за първото тримесечие, които потвърдиха позитивната тенденция на увеличаващи се приходи и печалби. От друга страна продължаващия ръст на индексите на БФБ отразява и по-голямата склонност на инвеститорите за риск при сделките с български акции.

Пазарната статистика показва, че през последните шест месеца основният индекс на букурешката борса **BET** се повишава с 10.9%. От началото на годината пазарът в Букурещ бе в постоянен бичи тренд, като през май основния бенчмарк **BET** беше втори по ръст в региона с повишение от 6.55%. През юни индексът **BET** прекъсна положителния си тренд и отбеляза силен спад от 10.2%. Силният спад на Букурешката борса беше провокиран от неочакваната вълна на политическа несигурност, след като всички министри на кабинета на Гриндейну подписаха оставките си, а след това в парламента бе гласуван вот на доверие.

Въпреки, че централните банкери продължават да говорят за затягане на мерките, парите остават евтини, което може да доведе до още по-голямо поскъпване на акциите и индексите. Липсата на волатилност на пазара през първата половина на годината предполага, че инвеститорите вярват на централните банки и смятат, че рецесията е невъзможна.

### *Макроикономически обзор*

Икономиките в Централна и Източна Европа (ЦИЕ) се развиват доста позитивно от началото на 2017г., а икономиките на България и Румъния продължават да демонстрират добри макроикономически показатели.

Данните за първото тримесечие показват, че БВП на страните от ЦИЕ се е увеличил с 3.3% спрямо същия период на предходната година, което е над регистрирания ръст от 2.8% през четвъртото тримесечие на 2016 г. Представянето на страните от Източна Европа се доближава до това в Западна Европа благодарение на изпълнението на важни структурни реформи по време на световната финансова криза, приходите от европейските фондове, преките чуждестранни инвестиции и тяхната все по-силна експортна позиция.

Българската икономика продължава да се подобрява и според данните на НСИ, през първото тримесечие на 2017 г. реалният икономически растеж достигна 3.9% на годишна база. Очакванията на повечето икономисти и организации са през 2017 г. БВП на България да расте с между 2.7% и 3.6%. Ръстът на икономиката е подпомогнат от по-големия растеж в кредитирането, който показва повишение както към обикновените потребители, така и към предприятията. Паричната статистика на БНБ продължава да отчита ръст на кредитите към фирми и домакинства - 4.0% на годишна база към април и 4.26% на годишна база към май месец. Разбивката на БНБ показва, че това ускорение се дължи основно на по-високо кредитиране към домакинствата. Същевременно обаче, бизнес климатът бележи известно влошаване, поради по-лоши очаквания на предприемачите за следващите три до шест месеца. Тези по-песимистични очаквания са индикация, че растежът вероятно няма да се задържи на тези нива за постоянно.

Румънската икономиката е на път да запише още една година на силен ръст през тази година въпреки, че рисковете от прегряване се увеличават. Прогнозите на различни институции сочат за увеличение на БВП от 4.4% до 4.6% през 2017 г., и ръст от 3.6% до 3.7% през 2018 година. Данните на румънския национален статистически институт показват, че заплатите на работещите в Румъния са нараснали с 13.4% през последната година. Позитивното развитие се допълва това, че Fitch Ratings потвърди рейтинга на Румъния на "BBB-" със стабилна перспектива. От рейтинговата агенция очакват структурният бюджетен дефицит на Румъния да се увеличи до 3,9% от БВП през 2017 г., което ще представлява увеличение от 3,3% от БВП за две години, което от своя страна противоречи на националните и европейските фискални правила. При такъв сценарий държавата е изложена на риск от повторно влизане в процедурата по блокиране на прекомерен дефицит от страна на Европейската комисия.

### *Обзор на пазарите*

Развиващите се пазари и технологичните акции бяха двата инвестиционни сегмента привличащи най-голям инвеститорски интерес през първата половина на годината. Фондовите пазари продължиха досегашната тенденция на качване, въпреки политическите напрежения в Близкия изток, сътресения във Вашингтон и Рио и увеличаващата се несигурност около Brexit. На валутния пазар преобладават негативните настроения към щатския долар въпреки повишаването на лихвите.

Първата половина от годината може да бъде характеризирана като изключително динамична за световните капиталови пазари. Американският пазар на акции бе подкрепен от силния растеж на печалбите на компаниите и завърши полугодieto и технологичният Nasdaq реализира поскъпване от 14% от началото на година. Така Nasdaq отбеляза най-силното първо полугодие през последните 8 години. През първите шест месеца на годината индустриалният индекс Dow Jones и широкият измерител S&P500 също се движеха възходящо и достигнаха ръст от 8%. По отношение на S&P също трябва да се отбележи, че постигна най-доброто полугодие от 2013г. до момента.

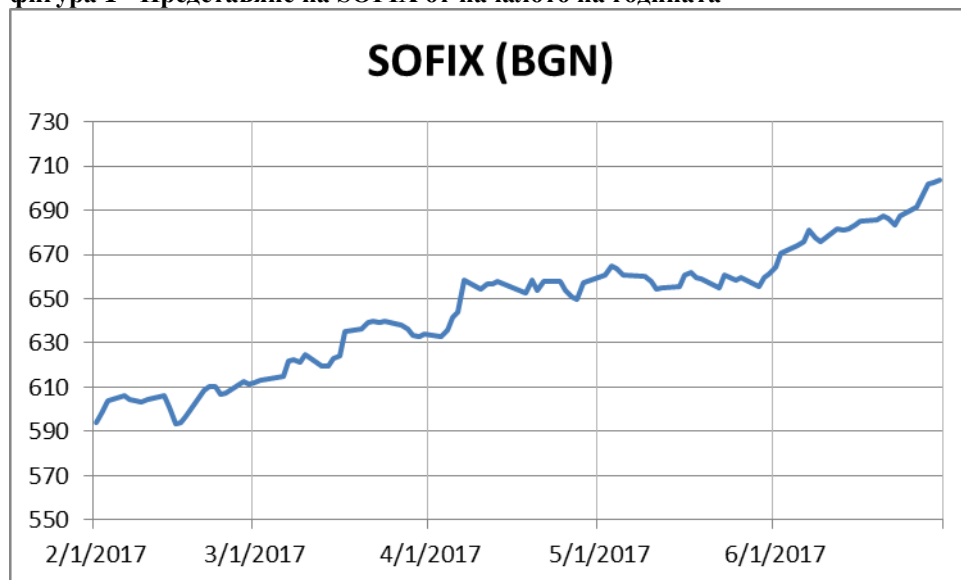
Пазарите на Германия и Франция преодоляха върховете си от 2015 г. и дори успяват да се представят малко по-добре от щатските индекси. Финансовите проблеми на Гърция и с италианските банки изглеждат временно решени и капиталовите потоци сега се насочват все повече към инвестиции в Европа. Това от своя страна подкрепя курсът на еврото, което от началото на тази година се изкачи с повече от 8.5% спрямо щатския долар.

Основна причина за по-ниската инфлация през периода е спада на енергийните цени. В основата на това е цената на петрола, която се понижи почти 20% през първата половина на годината, въпреки картелното споразумение в ОПЕК за намаляване на добивите търсенето на петрол. Налице е засилено предлагане от страна на шистовите производители в САЩ и страни като Либия и Нигерия, които са извън договорката на картела. В началото на годината петролът се задържа на цени между 50 и 55 долара, но бързо падна в диапазона от 45 до 50 долара.

## България

Възходящата тенденция на българския капиталов пазар се запази и оптимизмът даде тон на търговията с български акции през първата половина от годината. **SOFIX** реализира положителна доходност от 20.0% в рамките на периода от началото на 2017г. Тази доходност е изключително добра предвид, това че основният индекс на БФБ завърши 2016 година с повишение от 27.81% до 587.960 пункта.

фигура 1 - Представяне на SOFIX от началото на годината



Пазарната статистика показва, че през последните шест месеца основният индекс на БФБ **SOFIX** се повишава с 20%, преминавайки непревземаемата от 9 години граница от 700 пункта. Оборотът на регулиран пазар през полугодieto достигна 214,6 млн. лв., което е с 63% повече спрямо първите шест месеца на 2016г. Компаниите от **SOFIX** формират над 60% от общия оборот в сравнение с 25% година по-рано. Броят сделки също се увеличава почти двойно, до близо 40 хил. към края на юни.

Най-силен месечен ръст на основният индекс на БФБ бе отбелязан през юни, когато бенчмаркът се повиши с 6.39% до 703.46 пункта. Предходният месец май **SOFIX** се регистрира анемично повишение с 0.60% до 661.23 пункта. През април измерителят на сините чипове регистрира ръст от 3.68% до 657.29 пункта. През март **SOFIX** се повиши с 3.74% до 633.99 пункта. През февруари индексът на българските сини чипове се повиши с 1.47% до 611.12 пункта, докато през януари **SOFIX** регистрира ръст от 2.44% до 602.28 пункта.

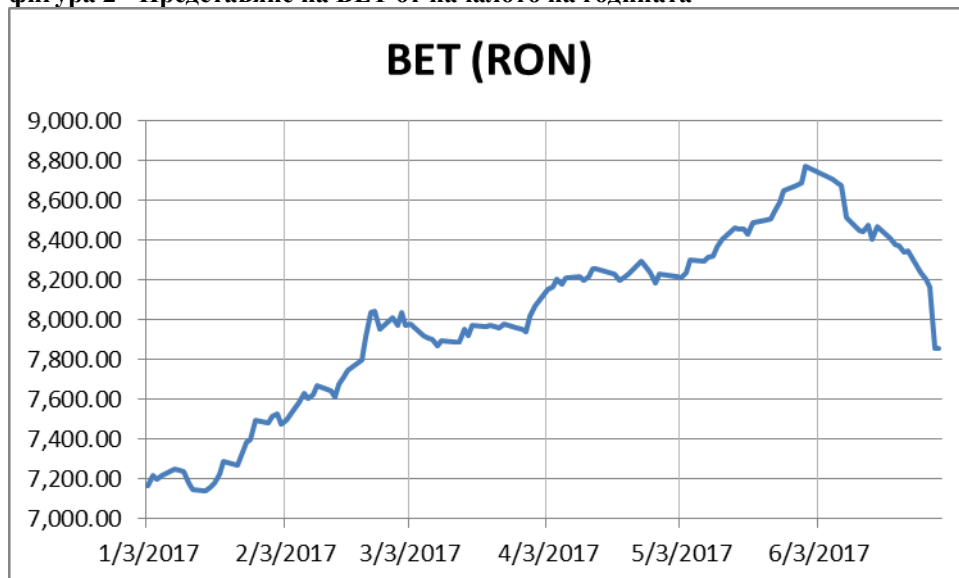
**SOFIX** заема четвърта позиция в ръста на регионалните индекси, следвайки борсовите измерители на Латвия (32.22%), Турция (28,54%), Гърция (27,98%) и Казахстан (22,24%). Компаниите и тази година затвърждават дивидентната си политика, като част от дивидентите вече започнаха да се изплащат. Средният доход от дивиденти тази година е 3.39%. Тази стойност е изчислена от вече гласуваните решения за разпределяне или тези, на които предстоят общите събрания за гласуване.

## Румъния

Първата половина на годината донесе на инвеститорите от Букурещката фондова борса две нови публични компании. Вторичното публично предлагане (SPO) на акции на Digi Communications (DIGI) бе най-голямото корпоративно събитие румънския капиталов пазар.

Стойността на предлагането е над 944 млн.леи (207 млн. евро). Акциите на DIGI (доставчик на телекомуникационни услуги в Румъния и Унгария), започнаха да търгуват на BVB на 16 май 2017г., а в края на юни бяха включени в основния индекс на пазара.

фигура 2 - Представяне на BET от началото на годината



Основният индекс на Румъния BET достигна 9-годишен връх на базата на изключително силен дивидентски сезон и позитивизъм свързан с финансовите резултати на дружествата. Букурещката фондова борса успя да запази двуцифрен ръст до края на първото полугодие, тъй като юни бе отбелязан с дивидентния сезон и серия от политически изказвания, които донесоха силна несигурност. Основният индекс BET, отразяващ развитието на най-ликвидните компании, затвори на 7 855 пункта на 30 юни, което съответства на ръст от 10,9% за първото полугодие.

По-голям е ръстът отбеляза BET-TR, който включва дивидентите от компаниите включени в BET. От началото на годината BET-TR нарасна до 10,226 пункта или 16,85% и над 40% в доларово изражение. Сезонът на дивидентите до голяма степен се отрази на резултатите от май и юни, като се има предвид, че три от компонентите на основния индекс Conpet Sa Ploi (COTE), Transgaz (TGN) и Romgaz (SNG), приеха решения за разпределяне на дивиденти изразяващи се в дивидентна доходност от 17.42%, 12.94% и 12.42%.

Въпреки вътрешните несигурности, отразени на капиталовия пазар, средната дневна стойност на търговията остана висока. В края на първите шест месеца средната дневна стойност на транзакциите се увеличи с повече от 30% до 9.68 млн.евро. В края на юни капитализацията на румънските компании възлезе на 19,25 млрд.евро, а капитализацията на всички дружества, регистрирани на букурещката борса, надвиши 37 млрд.евро.

### Политика

Политическата обстановка в САЩ се нормализира след избирането на Тръмп, който смята че FED трябва да увеличи лихвените ставки. Обстановката в Европа също се нормализира след като отпаднаха политическите рискове свързани с антиевропейските сили в Франция и Холандия. През май месец Еманюел Макрон спечели изборите във Франция срещу евроспектично настроената Марин льо Пен, а месец преди това изборите в Холандия показаха, загубата на антиевропейските сили.

През юни управляващата в Румъния Социалдемократическа партия (СДП) оттегли политическата си подкрепа от собствения си премиер Сорин Гриндяну, след което бе гласуван и вот на недоверие в парламента. В края на юни парламентът прие състав на ново правителство

с премиер Михай Тудосе, който беше министър на икономиката в правителството на Гриндяну, като много министри от предишния кабинет (на премиера Сорин Гриндяну) запазиха постовете си, и само министрите на финансите и на европейските въпроси бяха сменени. Програмата за управление на Социалдемократическата партия в Румъния предвижда многостепенна данъчна система за облагане върху оборота от 2018 и въвеждане "данък солидарност" (данък върху оборота). Също така се предвижда отлагане с една година (от 2019г. вместо от 2018г), на планираното намаляване на данък добавена стойност с един процент от 19% на 18%.

В началото на юни от Международния валутен фонд предупредиха да не се правят повече съкращения на данъци. Плановете на правителството на Гриндяну да намалят данъци през 2017 и 2018 година, включително на ставките по ДДС и разширяване на изключенията по този данък, както и реформа на облагането на личните доходи ще създаде значителен натиск върху бюджетния дефицит. Фискалните притеснения вероятно се отразиха на обменния курс на леята, който през юни слезе на 5-годишно дъно спрямо долара от около 4 леи за долар.

Правителството възнамерява да установи данък върху оборота, който да замени данъка върху печалбата, намаляването на ДДС на 18% да бъде забавено до 2019г. Данъкът върху оборота трябва да бъде в два или три етапа (1% -2% -3%). Според нас мярката ще бъде от полза само за онези компании, които носят двуцифрена EBITDA и нетни маржове, като Romgaz и Transgaz

#### Доходност през годината и от началото на публичното предлагане към 30.06. 2017 г.

	Фонд	Бенчмарк
Доходност през 2017 г.	+16.7%	+17.7%
Доходност от основаването (анюализирана)	+1.99%	+3.42%

Месец януари бе много успешен за Адванс Инвест, който успя да постигне ръст от 7.44 %. Представянето на основния бенчмарк MSCI EFM Europe + CIS ex RU през месец януари също бе позитивно, като той постигна ръст от 2.54%. Последва спокоен месец февруари, през който фонда напредна с 0.87%, а основният бенчмарк MSCI EFM Europe + CIS ex RU постигна ръст от 5.83%, с което навакса изоставането си от началото на годината. През месец март и април „Адванс Инвест“ постигна ръст от постигна ръст от 1.77 % и 4.1%, като бенчмаркът на фонда, MSCI EFM Europe +CIS ex.RU се представи с минимален ръст от 0.2% през март и значително повишение от 7.0% през април. Позитивното представяне на фонда е потвърждава от това че доходността му следва тази на неговия бенчмарк MSCI EFM Europe + CIS ex RU, който от началото на годината реализира поскъпване от 17.7%.

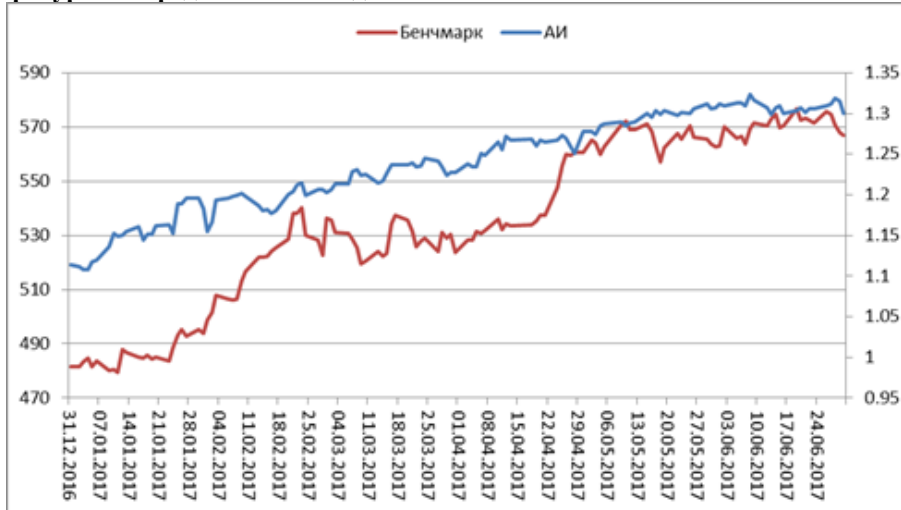
За доброто представяне на фонда през първия месец на годината, сериозен принос имат две от топ 5 позициите му, които през месеца направиха изключително силен ръст. Акциите на Актив Пропъртис (АКТИВ) поскъпнаха с 69.7%, а тези на ЧЕЗ Разпределение (3CZ) с 51.8%. От позициите в Румъния най-голям принос имаха BANKA TRANSILVANIA (TLV), TRANSGAZ (TGN) и BANCA ROMANA PENTRU (BRD) с изменение от началото на годината с 13.6%, 20.4% и 14.0%.

таблица 1 - Сравнение на годишното представяне на Адванс Инвест и MSCI EFM Europe+CIS ex.RU за последните 5 год.

Период	Адванс Инвест	Бенчмарк
2016	10.02%	-1.29%
2015	-6.26%	-22.13%
2014	2.40%	2.24%
2013	18.95%	-16.81%
2012	-5.02%	53.72%

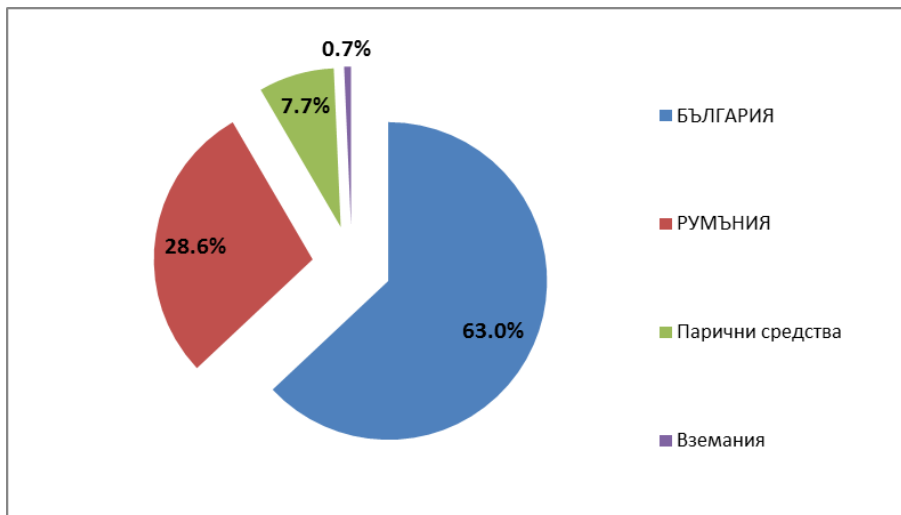
Източник: изчисления на Карол Капитал Мениджмънт

**фигура 3 - Представяне на Адванс Инвест за 2017 г.**



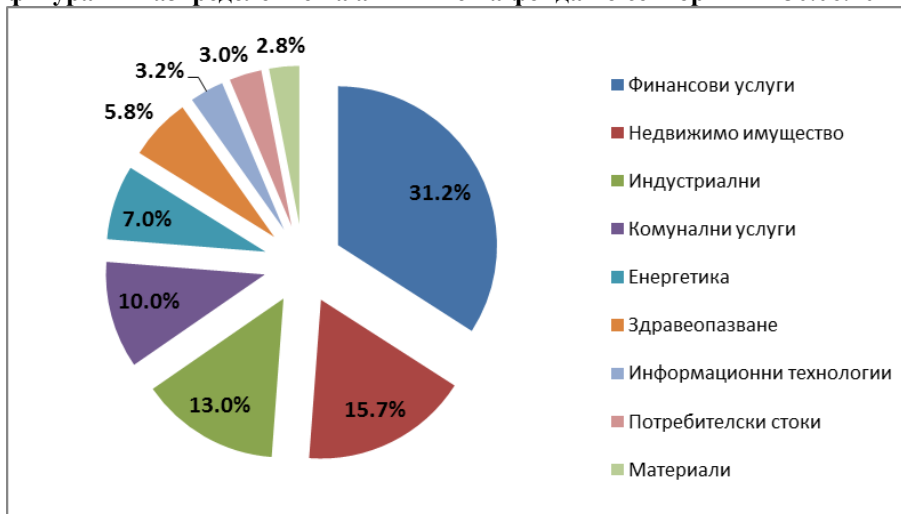
Източник: изчисления на Карол Капитал Мениджмънт

**фигура 3 - Разпределение на активите на Адванс Инвест към 30.06.2017 г.**



Източник: изчисления на Карол Капитал Мениджмънт

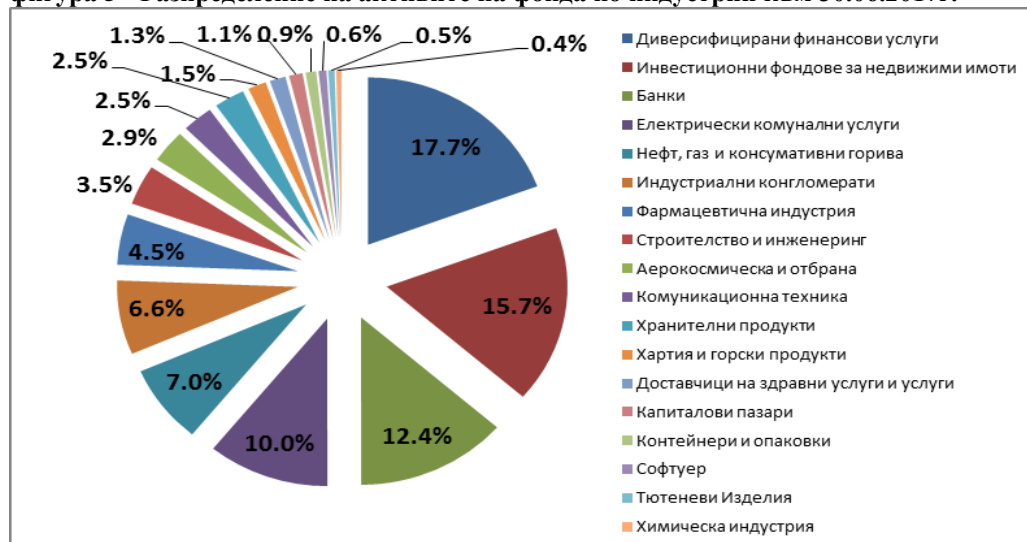
**фигура 4 - Разпределение на активите на фонда по сектори към 30.06.2017г.**



Източник: изчисления на Карол Капитал Мениджмънт на база GICS класификация

Разпределението на портфейла по сектори, показва, че трите най-големи секторни експозиции на фонда формират 60% са в пет сектора - финансовите услуги (31.2%), недвижимо имущество (15.7%), индустриалните компании (13.0%), комунални услуги (10.0%) и енергетика (7.0%).

фигура 5 - Разпределение на активите на фонда по индустрии към 30.06.2017г.



Източник: изчисления на Карол Капитал Мениджмънт на база GICS класификация

Разпределението на портфейла по индустрии, продължава да бъде доминирано от дружества в сектори свързани с недвижимите имоти и финансовите услуги, като двата сектора са съответно с по 15.7% и 13.5% тегло. Следващите по тегла сектори са тези на индустриалните и енергийни дружества, като очакванията са именно те да покажат по-сериозно възстановяване през 2017 г.

таблица 2 - Топ 10 позиции към момента в портфейла

Емисия:	ISIN:	Дял от НСА на фонда:	Валута:	Страна:	Сектор:
Актив пропъртис АДСИЦ	BG1100003059	9.2%	BGN	България	Недвижимо имущество
ЧЕЗ разпределение България АД	BG1100025110	6.6%	BGN	България	Комунални услуги
Монбат ад	BG1100075065	6.2%	BGN	България	Индустриални
Химимпорт АД	BG1100046066	5.8%	BGN	България	Финансови услуги
Софарма АД	BG11SOSOBT18	4.5%	BGN	България	Здравеопазване
Fondul proprietatea SA	ROFPTAACNOR5	4.1%	RON	Румъния	Финансови услуги
Аванс терафонд АДСИЦ	BG1100025052	4.0%	BGN	България	Недвижимо имущество
Banka transilvania	ROTLVAACNOR1	3.6%	RON	Румъния	Финансови услуги
Banca romana pentru	ROBRDBACNOR2	3.6%	RON	Румъния	Финансови услуги
Трейс груп холд АД	BG1100049078	3.5%	BGN	България	Индустриални

## Инвестиционна стратегия за портфейла на АДВАНС ИНВЕСТ

Като цяло фондовия пазар в региона навлиза в летните месеци на абсолютните върхове и с пълно предимство на биковете. Очакваме през второто полугодие пазарните участници да се фокусират върху това дали корпоративните печалби могат да продължат да показват солиден темп на покачване, въпреки това, което се случва във Вашингтон и останалия свят.

ФЕД вече се намира в цикъл на повишение на лихвите, макар и донякъде компрометиран от администрацията на Тръмп и от нейните неуспехи. Един от ключовите въпроси за останалата част от годината ще бъде степента, до която пазарите на облигации и акции могат да издържат



на постепенно намаляване на монетарните стимули, което се оказва ключово за подкрепата на пазарите през последните години.

Евронзоната е на път да излезе от периода на търсене на икономически растеж и вече се намират сигнали за донякъде устойчив растеж. Последните изявления на Марио Драги показват че ЕЦБ ще продължи да изпълнява програмата за изкупуване на облигации на стойност 2.3 трлн.евро до края на 2017г. Според гуверньорът на ЕЦБ икономиката продължава да се възстановява, поддържането на паричната политика на ЕЦБ без промяна е най-приемливият вариант предвид това, че всички икономически показатели свидетелстват, че еврозоната е преминала през дефлационния период, а икономическият растеж постепенно се завръща въпреки опасенията в началото на годината за сериозни политически и икономически рискове за еврозоната.

България и Румъния остават силно зависими от случващото се на Стария континент и обикновено реакцията на случващото се там е с лаг във времето. Очакванията ни по отношение на лихвите по кредити и депозити е да останат ниски и да се запазят на сегашните нива. Вътрешното потребление ще даде допълнителен тласък и ще подкрепи икономиките, а конвергенцията между страните от ЦИЕ и еврозоната, ще превключи на по-висока скорост през идните няколко тримесечия. Вероятно вътрешното търсене ще продължи да бъде основният фактор и напред, но износът също е важно да допринася положително за напредъкът.

Сезонът на отчетите отново е на дневен ред и до края на месеца трябва да бъдат публикувани резултатите от дейността на публичните компании за първото полугодие на 2017 г. Пазарните участници се надяват да видят първично публично предлагане на голяма българска компания до края на годината, което е вероятно да даде допълнителен стимул на пазара. Очакванията за българската и румънската икономика да продължат да се възползва от растежа в ЕС.

Оставаме позитивни за фундамента и потенциала за растеж на двата капиталови пазара през 2017г., като очакваме леко забавяне на темпото на ръст през последната година и евентуална техническа корекция на цените.

Румъния има голяма възможност от периферен пазар да стане част от развиващите се пазари, което може да бъде ключово за румънския пазар и предпоставка за подновяване на позитивния тренд. Такова събитие ще е голяма промяна за румънския пазар на акции, тъй като много повече международни инвеститори ще започнат да инвестират в Румъния.

Независимо от това очакваме румънският пазар на акции да продължи да се възползва от положителната макросреда. Положителен ефект очакваме по отношение на евентуални първични публични предлагания на дялове от Hidroelectrica и Bucharest Airport, както вторични предлагания на държавни дялове от OMV Petrom, Romgaz и Electrica. Правителствените планове за двойно вписване на акциите на Букурещката фондова борса и Лондонската фондова борса се забавят, тъй като производството по несъстоятелност отнема повече от очакваното, въпреки силното финансово възстановяване на компанията.

Стратегията на Управляващото дружества за фонда към момента е да поддържа експозиции в български акции до 63% и експозиции в румънски акции до 33%. Основание за това стратегическо разпределение ни дават фундаменталните оценки на акциите на двата пазара, където към момента виждаме относителна подцененост на българските компании спрямо румънските публични дружества. Секторната стратегия предвижда фонда да увеличи експозициите си в компании от сектори като информационни технологии, потребителски стоки и материали. Теглото на кеша ще е рамките до 11%, с цел фонда да акумулира ликвидни средства при негативен сценарий на развитие на глобалната тенденция или локални сътресения на регионалните фондови пазари. Фондът също така ще се опита да инвестира получените дивиденди от румънските компании в акции на добре представящи се такива и евентуално да участва в евентуални първични публични предлагания (IPO) до края на годината.