

Портфейл на ДФ Адванс Източна Европа Инвестиционен коментар (28.01.2014г.)

Александър Николов

Портфейлен мениджър

Отчет за 2013г.

Началото на 2013 година бе позитивно за повечето световни пазари и в това число и за пазарите от региона на Източна Европа. Много бързо обаче тенденцията се смени и постепенно единственият голям пазар, който остана в силен възходящ тренд бе американският. Пазарите от региона на Източна Европа като цяло бяха под натиск и някои от тях се озоваха сред най-губещите пазари в света към средата на годината.

През втората половина на 2013г. обаче по-малките пазари от нашия регион започнаха ново поскъпване и България, Румъния и Сърбия реализираха добри печалби за второто полугодие. България и Румъния пък реализираха сериозни доходности и за годината като цяло: SOFIX се повиши с 42.28%, а BET поскъпна с 26.10%. Тези два пазара бяха и с най-голямо тегло в портфейла на Фонда през последните 6 месеца на годината, което доведе и до изключително по-доброто представяне на портфейла на Фонда спрямо индексите за Източна Европа.

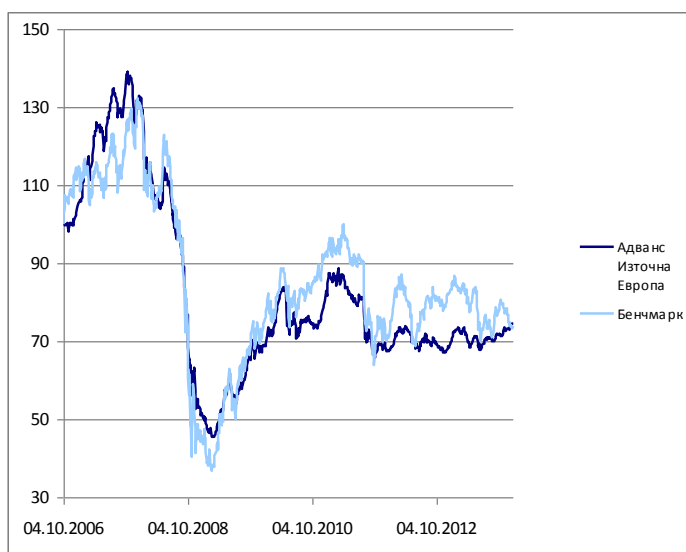
В същото време, по-големите пазари в региона (Русия, Турция, Полша, Чехия) бяха под натиск и през втората половина на годината и като цяло отчетоха слабо представяне. От тези пазари в портфейла на Адванс Източна Европа присъства само Русия, която все пак отбеляза минимален ръст за годината от 1.99% (индекса MICEX), който обаче бе постигнат изцяло през последния месец.

Стратните от бивша Югославия – Сърбия и Хърватска се представиха слабо като цяло, но все пак също завършиха на положителна територия: BELEX 15 се повиши с 6.51%, а CROBEX напредна скромно с 3.10%.

Единственият пазар в нашия портфейл, който реализира загуба през годината, бе украинският. Индексът PFTS завърши 2013г. със спад от 8.57%. След силните загуби през 2011 и 2012г. обаче, този спад по-скоро сигнализира стабилизиране на ситуацията на фондовите пазари в Украйна. Нещо повече: силните сътресения в социално-политическия живот на страната през декември не доведоха до спад на пазара. Според нас, това е сигнал, че фондовият пазар може би вече е калкулирал всички лоши новини и тенденцията постепенно ще се смени. През цялата година Украйна е с тегло около и под 5% от активите на Фонда и практически не повлия негативно на представянето на целия портфейл.

Както вече посочихме, представянето на портфейла на ДФ Адванс Източна Европа бе много по-добро в сравнение с представянето на бенчмарка. Освен силното представяне на България, принос за това оказа ръста в Румъния. Портфейлът ни в Русия също загуби много по-малко поради наличието в него и на по-малки компании основно от търговския сектор, които не участваха в негативния тренд на пазара и реализираха положителна доходност през годината.

Нетна стойност на активите на един дял на ДФ Адванс Източна Европа от началото на публичното предлагане до 31.12.2013г.



Доходност за 2013г. и от началото на публичното предлагане към 31.12.2013г.

	доходност за 2013г.	от създаването на фонда (анюализирана)
АЕЕ	+6.64%	-3.96%
MSCI EFM Europe+CIS	-11.15%	-4.32%

- от създаването на фонда (04.10.2006) до края на 2007г. използваният бенчмарк е индекса MSCI EE, тъй като индекса MSCI EFM Europe+CIS се създава през декември 2007г.

*Посочената доходност е изчислена спрямо последната изчислена служебна цена към 31.12.2012г. и към 31.12.2013г.

Както се вижда и от последната таблица, представянето на Фонда бе много по-добро от това на бенчмарка – MSCI EFM Europe+CIS. Основната причина за това бе правилната алокация към България и Румъния и към търговския сектор в Русия.

Движение на валутните курсове спрямо еврото през 2013г.:

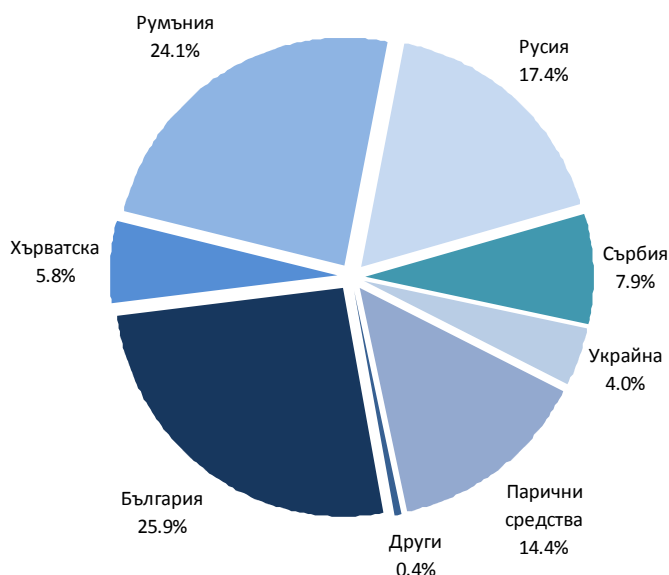
	Курс към 31.12.2012	Курс към 31.12.2013	Изменение на местната валута спрямо еврото за периода
EURBGN	1.95583	1.95583	0.0%
EURRSD	113.7183	114.2982	-0.5%
EURRON	4.4287	4.4847	-1.3%
EURRUR	40.2286	44.9699	-11.8%
EURUAH	10.5371	11.0415	-4.8%

EURHRK	7.5456	7.6376	-1.2%
--------	--------	--------	-------

Пазарите на валутите от региона бяха спокойни като цяло, но както се вижда всички валути от региона реализираха спад спрямо еврото (с изключение разбира се, на българският лев, който е фиксиран към еврото). И докато спадовете на местните валути в Сърбия, Румъния и Хърватска бяха по-скоро символични, то рублията и хривната претърпяха по-големи загуби. Най-същественото изменение бе при руската рубла, която загуби 11.8% спрямо единната европейска валута. До голяма степен това бе следствие от водената от Русия политика, която определено предполага обезценяване на валутата с цел стимулиране на износа. В Украйна загубите на хривната бяха вследствие само от обезценяването на долара спрямо еврото. Спрямо щатския долар хривната остана без изменение, но с цената на много похарчени валутни резерви от централната банка.

В географското разпределение по страни през 2013г. най-съществената промяна бе високият дял на България, която бе трети пазар в портфейла на Фонда с около 15% дял от активите през първото полугодие и топ пазар през втората половина на годината (с тегло над 25% от активите). Румъния остана втория най-голям пазар като теглото ѝ се движеше около и малко над 20% от активите.

Разпределение на активите по пазари към 31.12.2013г.



Разпределение на активите по отрасли към 31.12.2013г.

С увеличаването на дела на българските акции настъпи промяна в разпределението по отрасли в портфейла. Вече водещ отрасъл станаха финансовите компании. Компаниите от отрасъл енергетика минаха на второ място, което също не се бе случвало от много дълго време. Холдингите са третият най-голям отрасъл в портфейла на ДФ Адванс Източна Европа.



Топ 5 позиции в портфейла към 31.12.2013г:

SIF OLTENIA S.A. (Румъния), Холдинги
OMV PETROM (Румъния), Енергетика
FONDUL PROPRIETATEA SA (Румъния), Холдинги
JSC "NOVATEK", Common (Русия), Енергетика
ЦКБ АД (България), Финанси и Недвижимости

Традиционно топ 5 позициите на Фонда през годините са били доминирани от руски компании. Сега обаче сред топ 5 позициите има само една руска компания – тази на газовата Novatek. Високото тегло на България и Румъния в портфейла на Фонда определя и наличието на акции от тези страни сред 5-те най-големи позиции на Фонда.

Инвестиционна стратегия за 2014г.

Поглед към глобалните перспективи:

Американски фондов пазар

Дългосрочни перспективи пред американския фондов пазар:

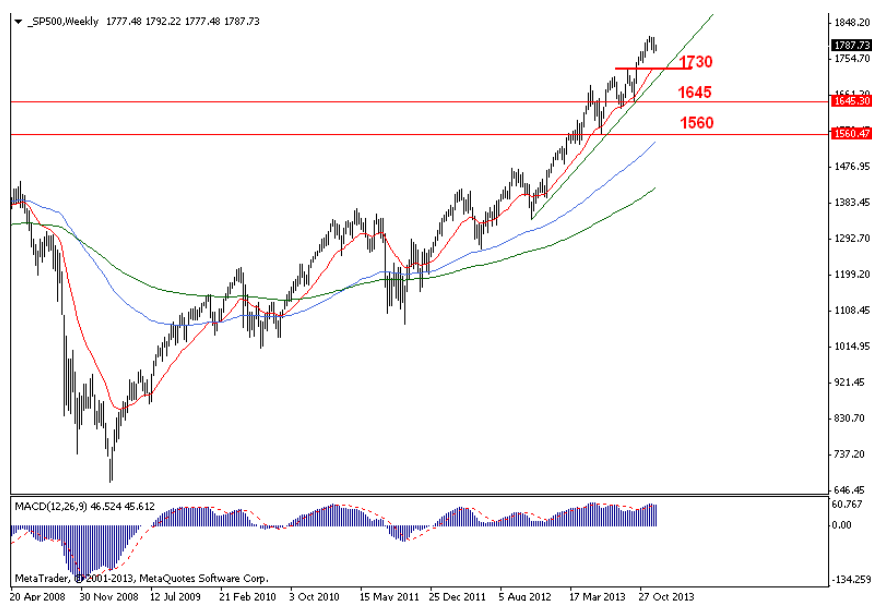
До преди година очаквахме, че страничната консолидация започнала през 2000г. ще продължи още няколко години. Това все още е възможен сценарий, но след силното покачване през 2013г., той вече не е най-вероятният.

Само трайно движение на индекса S&P500 обратно под 1600 ще върне предишните очаквания за голямо странично движение между 900 и 1600.

Средносрочни перспективи за 2014г.

Преди година очаквахме американският пазар да формира връх в началото на годината и да последва продължителен спад. Това не се случи и с малки прекъсвания (най-голямото от които беше между април и юни) пазарът вървя нагоре като регистрира ръст от около 30%.

Прогноза за движението на S&P500 през 2014г.:



Източник: MetaTrader

Краткосрочният тренд нагоре е в сила докато цените са над 1730 и може да очакваме по-нататъшни печалби в началото на 2014г. Според нас, обаче, е много вероятно по-късно през годината да станем свидетели на дълбоко и продължително поевтиняване, което да коригира силният възход от 2013г. Дори и при такъв спад обаче, докато цените остават над 1645/1560, средносрочните перспективи остават положителни.

Само траен спад под 1560 би направил и средносрочната картина негативна.

Волатилността на американският фондов пазар:

През 2013 г. волатилността остана ниска, като през повечето време индекса VIX бе между 12 и 18 (с два кратки пика до 22 през юни и октомври). Като цяло пазарът продължава да се държи добре при наличието на негативни новини, което също е показател, че възходящият тренд при акциите е в сила.

Динамика на индекса VIX за последните две години:



Източник: www.stockcharts.com

Текущите условия според нас не предполагат като цяло нарастване на волатилността през 2014г. Ако все пак по някаква причина VIX премине трайно над 21-22, то това би било негативен сигнал за фондовия пазар и би сигнализирило перидо на по-високи колебания.

Предпочитания акции спрямо облигации:

Динамика на съотношението SPY/TLT:



Източник: www.stockcharts.com

Както се вижда от графиката, трендът при SPY/TLT е силно възходящ. Освен ръста на акциите, причина е и спада в цените на облигациите (и повишаване на доходността по тях) през 2013г. Обикновено дълговият пазар реагира преди този на акции и ако наистина имаме

траен низходящ тренд на дълговия пазар (което значи повишаващи се лихви), то по-късно през 2014г. това ще повлияе негативно и на фондовия пазар.

Големите нововъзникващи пазари:

Големите развиващи се пазари се държаха слабо през 2013г. Както се вижда от графиката по-долу, налице е странично движение при ЕТФ-а ЕЕМ за последните 2-3 години. Пробив над 44.00 ще бъде сериозен позитивен сигнал, но според нас това е по-малко вероятният сценарий за 2014г. Докато не видим такъв пробив, техническата картина е обективно неутрална, а под 35.50 дори ще се смени на негативна.

Графика на ЕЕМ (MSCI Emerging markets ETF) за последните 3 години:



Източник: www.stockcharts.com

Очаквания на Управляващото дружество за регионалните пазари

Български фондов пазар

Средносрочната техническа картина при SOFIX



Източник: www.infostock.bg

2013 г бе много силна за българският фондов пазар и SOFIX реализира ръст от над 35%. Най-важно от техническа гледна точка бе трайното преминаване над нивото 450 в края на годината. Следващото сериозно препятствие е нивото 515 – върха от 2009г. В началото на 2014г. индексът премина и над 515, с което потвърди, че вече е в силен възходящ тренд. Очакванията ни са за силно поскъпване на българските акции през 2014г. Освен силния тренд, позитивен фактор са и ниските цени: повечето акции в България се търгуват при много ниски съотношения цена/доходност (средното P/E е 9) и цена/счетоводна стойност (средното P/B е 0.7).

Надолу, само спад под 450 ще развали позитивните перспективи и ще доведе до продължителна търговия настрани между 340 и 450.

Румънски фондов пазар

Преди година в анализа си посочихме, че „по всичко изглежда, че продължителната странична консолидация от началото на 2010г. е завършила и сега е в ход ново силно движение нагоре. Минималната възходяща цел за това движение е зоната 6500-7950 пункта. Това означава, че може да очакваме поскъпване от порядъка на 25-50% през настоящата година». Анализът ни се оправда напълно и BET бе един от най-силните индекси в нашия регион (с доходност от 26%).

Средносрочната техническа картина при BET



Източник: www.tradeville.eu

Перспективите за 2014г. остават позитивни като очакваме индексът да остане над 6100/6000 (предишно ниво на съпротива, сега на подкрепа). По-надолу, ключово ниво на подкрепа има при около 5700/5600 пункта. Както и преди година, следващите възходящи цели, които очакваме са първо при 6500, а след това при 7950 пункта. Като цяло икономиката в Румъния се стабилизира, нараства броя на листванията на нови компании на борсата, а акциите са подценени спрямо страните от Западна Европа и САЩ (средното P/E за румънските компании е 8, а средното P/B е 0.8)
Само спад под 5700/5600 ще развали горната позитивна картина.

Сръбски фондов пазар

Сръбският фондов пазар започна силно годината, но след това претърпя сериозен спад преди да успее отново да поскъпне през последните месеци. Като цяло пазарът остава в многогодишния си диапазон на търговия между 470 и 590. За момента нямаме сигнал, че индексът BELEX 15 е готов за възходящ пробив, което означава, че може да очакваме по-нататъшна търговия настрани. Ако все пак пазарът успее да премине над 590 пункта, бихме могли да видим силно поскъпване към 870 – върха от 2010г.

Средносрочната техническа картина при BELEX 15

Графика на индекса BELEX 15 за последните 3 години:



Източник: www.belex.rs

От фундаментална гледна точка, сръбският пазар е един от най-подценените в региона със средно P/E от 4 и средно P/B от 0.7. За съжаление пазарът остава с ниски обеми и слаба ликвидност.

Хърватски фондов пазар

Хърватският пазар бе един от слабо представилите се през 2013г. Първоначално видяхме силен ръст, но от май нататък настроението се смени и цените бяха под натиск. Както се вижда от графиката по-долу, индексът CROBEX остава в диапазона си 1730-2330, който задържа цените през последните 5 години. В момента сме близо до долната граница на този диапазон, което означава, че през 2014г. може да очакваме нов опит за ръст. Ако индексът достигне горната граница на този диапазон, това би било ръст от над 20%. Към момента обаче не изглежда вероятно да станем свидетели на толкова силно възходящо движение.

Графика на индекса CROBEX за последните 5 години:



Източник: www.zse.hr

Фундаментално акциите в Хърватска изглеждат по-скъпи от тези в останалите страни от региона, но по-негативното е факта, че хърватската икономика продължава да остава в рецесия.

Руски фондов пазар

Картината при руският пазар остава нееднозначна. Пазарът бе слаб през 2013г. и остава в диапазона 1250-1550. През 2014 очакваме да видим пробив на този диапазон. В случай на спад под 1250 е най-вероятно да последва поевтиняване към 950, а в случай на възходящ пробив, може да очакваме движение към върха от 2008г.

Към момента шансовете за двата сценария описани по-горе от техническа гледна точка са 50:50. Като отчетем факта, че руските акции са едни от най-евтините в света, отдаваме леко предпочитание на позитивния сценарий, но ако той се реализира, това най-вероятно ще е едва през втората половина на годината.

Средносрочната техническа картина при MICEX

Графика на индекса MICEX за последните 7 години



Източник: www.finam.ru

Украински фондов пазар

Борсата в Украйна остана под натиск и през 2013г. През последните месеци обаче забелязваме тенденция на формиране на база под нивото 320 за индекса PFTS. Дори негативните социално-политически новини от края на годината вече не влияят негативно на пазара. Затова считаме, че низходящият потенциал е силно ограничен. Поскъпване над 320 и след това – над 400, ще бъде солиден сигнал, че следващото движение нагоре (от 200-300%) е вече в ход.

Средносрочната техническа картина при PFTS

Графика на индекса PFTS от началото на 2008г. досега



Източник: www.pfts.com

Инвестиционен подход за 2014г:

След смесеното представяне на пазарите от Източна Европа през 2013г., перспективите и за 2014г. не са еднозначни. Текущо, най-силно стоят борсите в България и Румъния. Пазарите в Сърбия и Хърватска са по-скоро в летаргия, а ситуацията в Русия и Украйна е такава, че тези пазари може да дадат сигнали за силно поскъпване едва по-късно през годината.

С оглед на очакванията ни топ-пазар в портфейла на Фонда остава България с 27% от активите. Текущите ни перспективи за Румъния са по-благоприятни от тези за Русия, но предвид и големината на пазарите, Русия текущо ще бъде нашият втори пазар с тегло от 22%, а Румъния – трети с 20%. Паричните средства ще бъдат около 10% от активите на Фонда

Оптималното разпределение на активите по страни:

Таргет портфолио по пазари

Русия:	22.0%
Украйна:	5.5%
Хърватска	5.5%
Сърбия:	10.0%
България	27.0%
Румъния	20.0%
Кеш:	10.0%