

Как опередить рынок, управляя портфелем ценных бумаг

Исаков Виталий,
руководитель отдела управления акциями

В жизни всегда
есть место открытию

open.ru

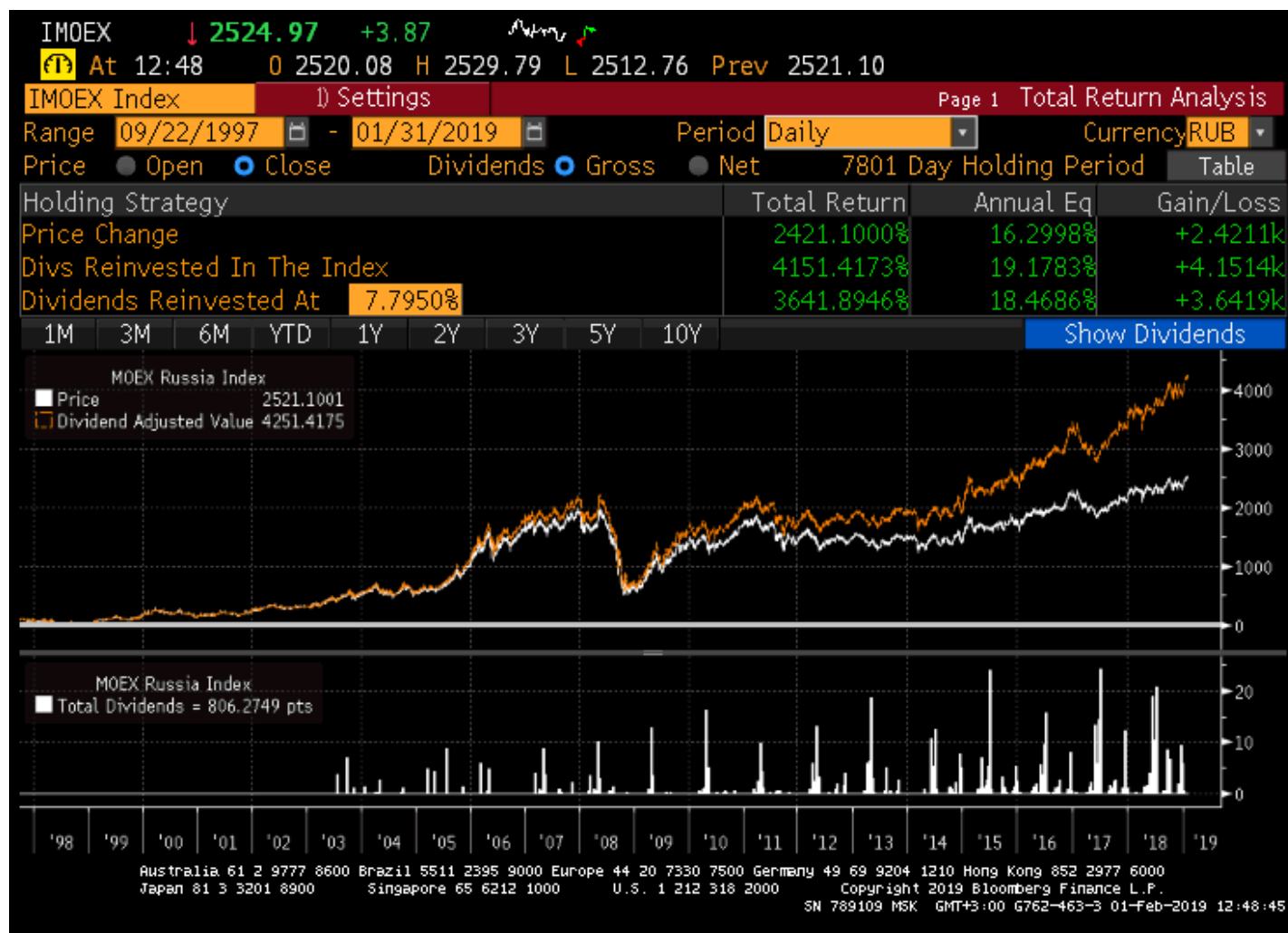


открытие

УПРАВЛЯЮЩАЯ
КОМПАНИЯ

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

Настроены скептически?



- Среднегодовая доходность индекса Мосбиржи с 1997 г. составляет

19,2%

годовых в рублях с учетом реинвестирования дивидендов

- Это с учетом кризиса 1998 г., 2008 г., и периода санкций начиная с 2014 г.

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

Нас не интересует рублевая доходность! ОК, давайте пересчитаем в \$\$\$



- Среднегодовая доходность индекса Мосбиржи с 1997 г. составляет

6,4%

годовых в USD с учетом реинвестирования дивидендов

- За этот же период S&P 500 рос со скоростью **7,0%** годовых, Nikkei **2,0%** годовых, DAX **4,8%** годовых, в USD
- Доллар/рубль с 6 до 66

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

Длинная картина: бычий рынок, начавшийся в 2014 г., продолжается



РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

Двигатель роста рынка – рост фундаментальных показателей

Год	Индекс Мосбиржи	Балансовая стоимость	P/B	Прибыль на акцию	P/E	Дивиденды	Div Yield
2018	2 369	2 923	0,8	432	5,5	136	5,7%
2017	2 110	2 869	0,7	292	7,2	109	5,2%
2016	2 233	2 635	0,8	279	8,0	91	4,1%
2015	1 761	2 402	0,7	252	7,0	80	4,5%
2014	1 397	2 214	0,6	176	8,0	75	5,4%
2013	1 504	1 967	0,8	222	6,8	57	3,8%
2012	1 475	1 860	0,8	256	5,8	55	3,7%
2011	1 402	1 694	0,8	268	5,2	34	2,4%
2010	1 688	1 405	1,2	208	8,1	29	1,7%
2009	1 370	1 093	1,3	122	11,2	21	1,5%
2008	620	1 029	0,6	127	4,9	26	4,3%
2007	1 889	1 138	1,7	162	11,7	27	1,4%
2006	1 694	828	2,0	151	11,2	18	1,1%
2005	1 011	713	1,4	110	9,2	22	2,1%
2004	552	605	0,9	75	7,3	8	1,5%
2003	515	527	1,0	56	9,3	13	2,5%
CAGR	10,7%	12,1%		14,6%		17,1%	

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

Наш взгляд на ожидаемую доходность в обозримом будущем.

1

Рост фундаментального показателя (прибыль на акцию по индексу Мосбиржи)

432 p

2018

5% CAGR

551 p

2023

Консервативное предположение против исторического темпа 14,6%

2

Рост мультипликатора (P/E по индексу Мосбиржи)

x5,5

2018

5% CAGR

x7,0

2023

Даже выросший мультипликатор предлагает дисконт к средним P/E развивающихся рынков (x10-15)

3

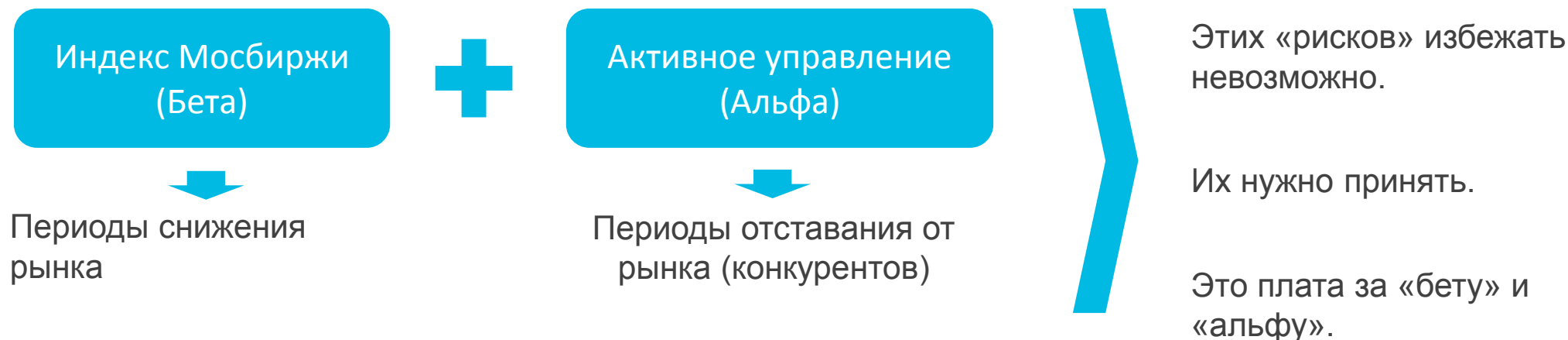
Дивидендная доходность = 5% годовых

=10-15% годовых ожидаемая доходность на горизонте 3-5 лет+

РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

Есть ли риски на рынке и что мы делаем в фонде акций для того, чтобы избежать их?

«Теория эффективных рынков» и некоторые инвесторы считают риском волатильность.



Мы считаем настоящим риском возможность перманентной потери капитала.

Чтобы избежать этого риска:

- Понимание активов в составе портфеля
- Диверсификация
- Управление размером позиции
- Сокращение и закрытие позиций с худшим перформансом

А что же санкции?

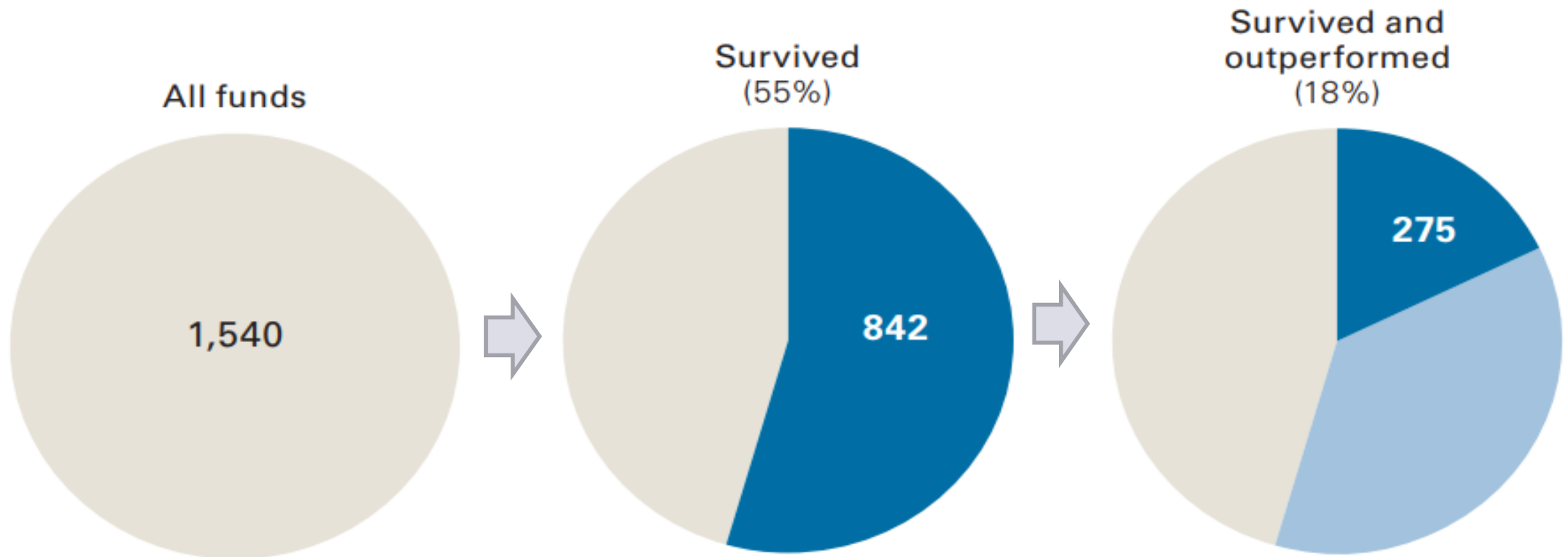
Вероятность «супер» санкций мы находим очень низкой.

ЛЕГКО ЛИ ОПЕРЕДИТЬ РЫНОК?

Figure 1.

A small portion of active funds survived *and* outperformed over 15 years

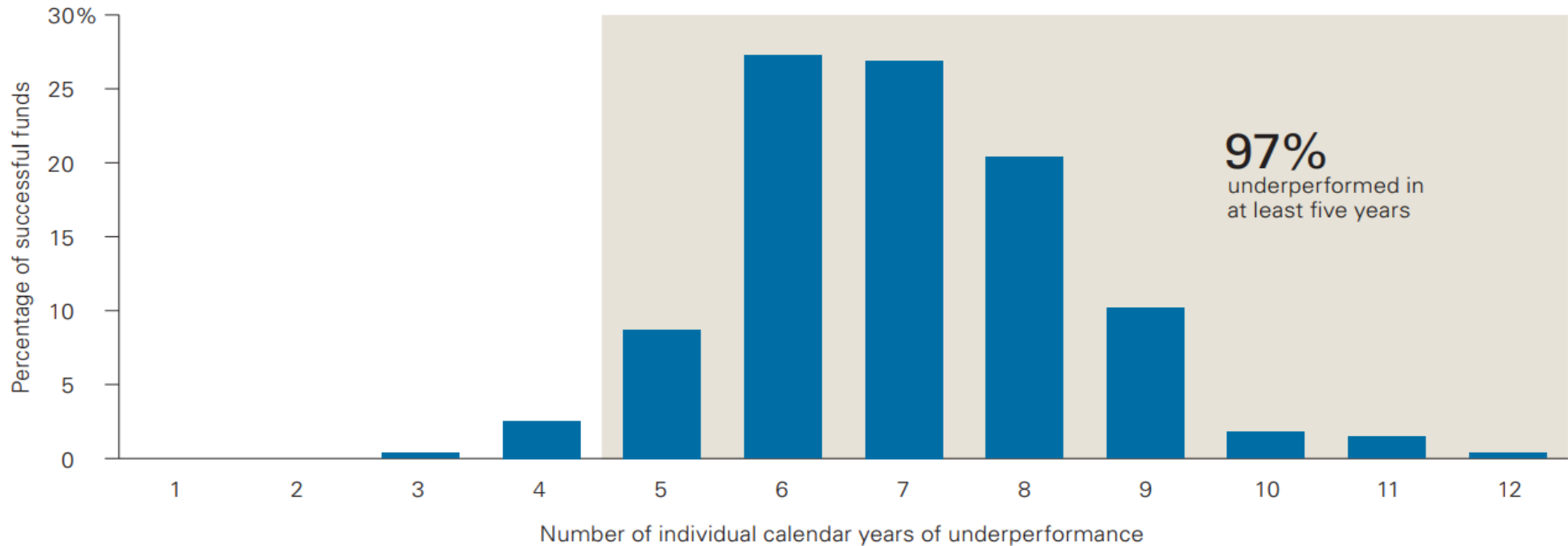
The fate of 1,540 actively managed U.S. equity funds, 1998–2012



ЛЕГКО ЛИ ОПЕРЕДИТЬ РЫНОК?

Если существуют проверенные способы опережения рынка, почему ими не пользуются все?

Distribution of the 275 successful funds by total calendar years of underperformance, 1998–2012

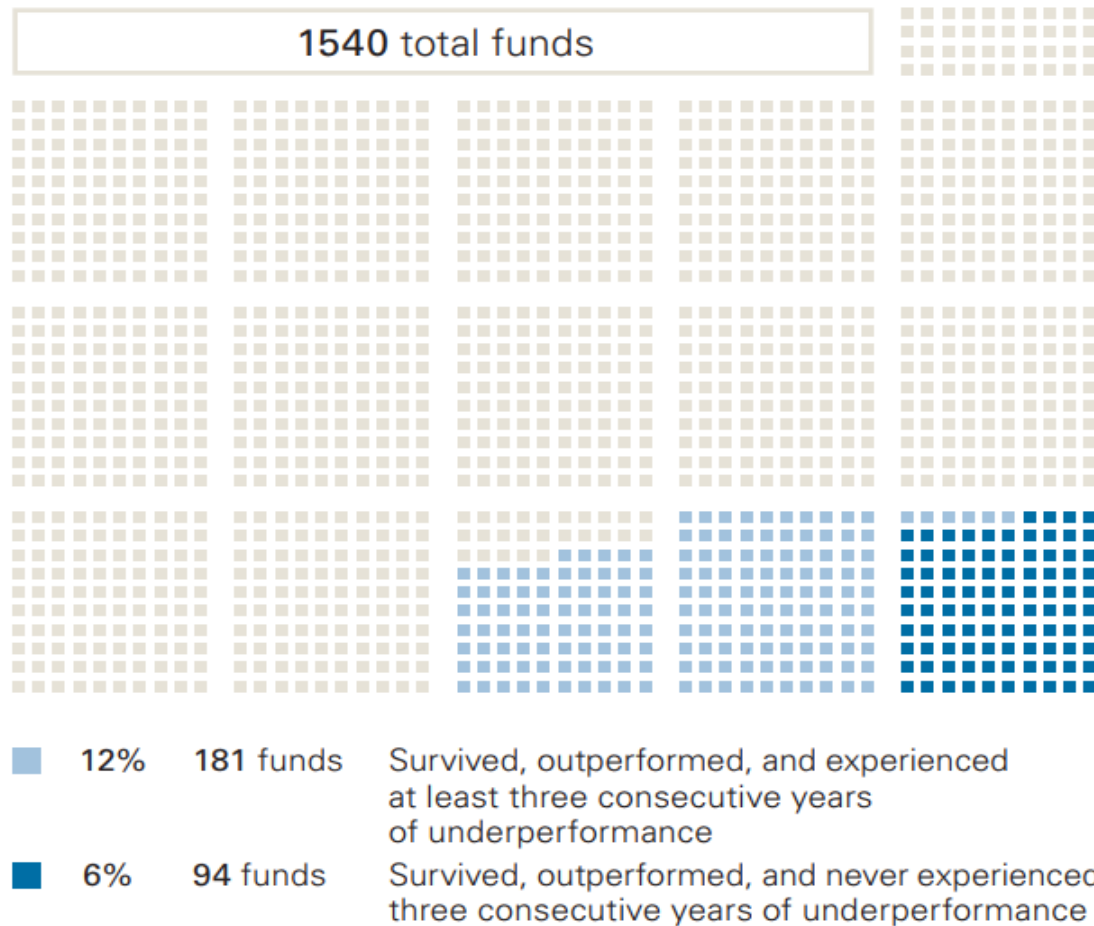


Любая успешная активная стратегия будет иметь длительные периоды отставания от рынка

ЛЕГКО ЛИ ОПЕРЕДИТЬ РЫНОК?

Если существуют проверенные способы опережения рынка, почему ими не пользуются все?

Even among successful funds, two-thirds suffered such spells



Любая успешная активная стратегия будет иметь длительные периоды отставания от рынка



Discretionary

Глубокий фундаментальный анализ эмитентов на рынке акций. Требуется огромное количество времени, усилий и специальных знаний.



Quant/Factor

Факторные модели, позволяющие создавать портфели с минимальными затратами времени и усилий.

ГЛУБОКИЙ ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ АНАЛИЗ

Поиск недооцененных бизнесов

Отличная инвестиционная идея должна четко объяснять, почему бизнес хорош, каким образом и почему он дешев, почему он дешев временно, и каким образом, на нормализованной основе он будет торговаться гораздо дороже.

Оценка

Price/Earnings

Total Enterprise Value ("TEV"/EBIT)

Price/Book

Forward P/E

TEV/(EBITDA-maintenance capex)

Price/Free Cash Flow

Price/Sales

Return on Equity and/or Assets

TEV/Sales

Анализ

Normalized earnings and/or free cash flow if different than current

Future growth rates of sales, earnings and/or free cash flow

Relative value to similar companies

Private market value

Break-up analysis

Asset valuation

Катализатор

Регуляторные изменения

Продажа, слияние/поглощение

Спин-офф

Реструктуризация

Байбэк

Новые продукты

Смена менеджмента

И т.п.

ФАКТОРНЫЕ МОДЕЛИ

- **Value**
- **Quality**
- **Momentum**
- **Composite**
- **Trend-following**

ПОРТФЕЛЬ РВИ (ДОГОВОР 2014-2016). ОБЪЕМ > 10 МЛРД., ДОЛЯ АКЦИЙ <10%

УК	2014	2015	2016	TR	CAGR
Открытие	8,19%	13,51%	13,84%	39,80%	11,82%
РЕГИОН	8,24%	13,10%	12,78%	38,06%	11,35%
КапиталЪ (2013)	8,18%	12,19%	12,44%	36,47%	10,92%
Сбербанк	7,34%	12,86%	12,59%	36,40%	10,90%
Лидер	8,85%	11,49%	11,96%	35,87%	10,76%
КапиталЪ (2010)	6,86%	12,56%	12,39%	35,18%	10,57%