



# Как опередить рынок, управляя портфелем ценных бумаг

Исаков Виталий,  
руководитель отдела управления акциями

В жизни всегда  
есть место открытию

[open.ru](https://open.ru)

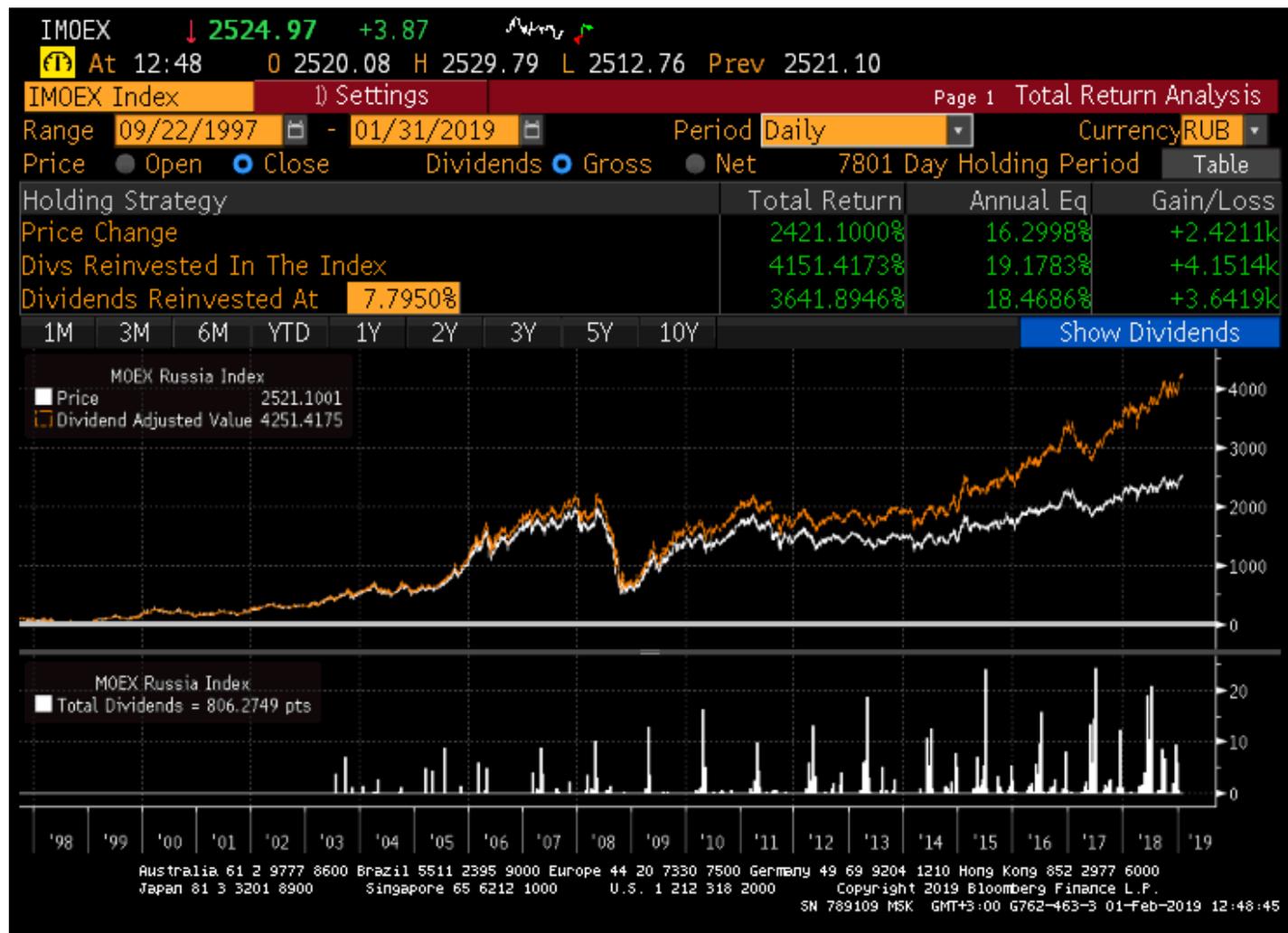


открытие

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%
<b>CAGR</b>	<b>10,7%</b>	<b>12,1%</b>		<b>14,6%</b>		<b>17,1%</b>	

# РОССИЙСКИЙ РЫНОК АКЦИЙ

Наш взгляд на ожидаемую доходность в обозримом будущем.

1 Рост фундаментального показателя (прибыль на акцию по индексу Мосбиржи)

432 р

2018

5% CAGR

551 р

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)

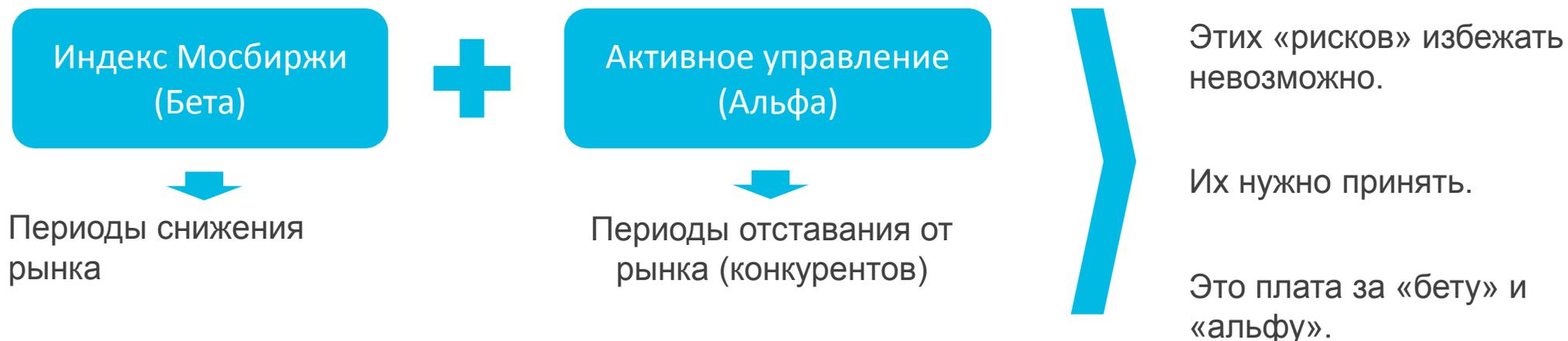
3 Дивидендная доходность = 5% годовых

**=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

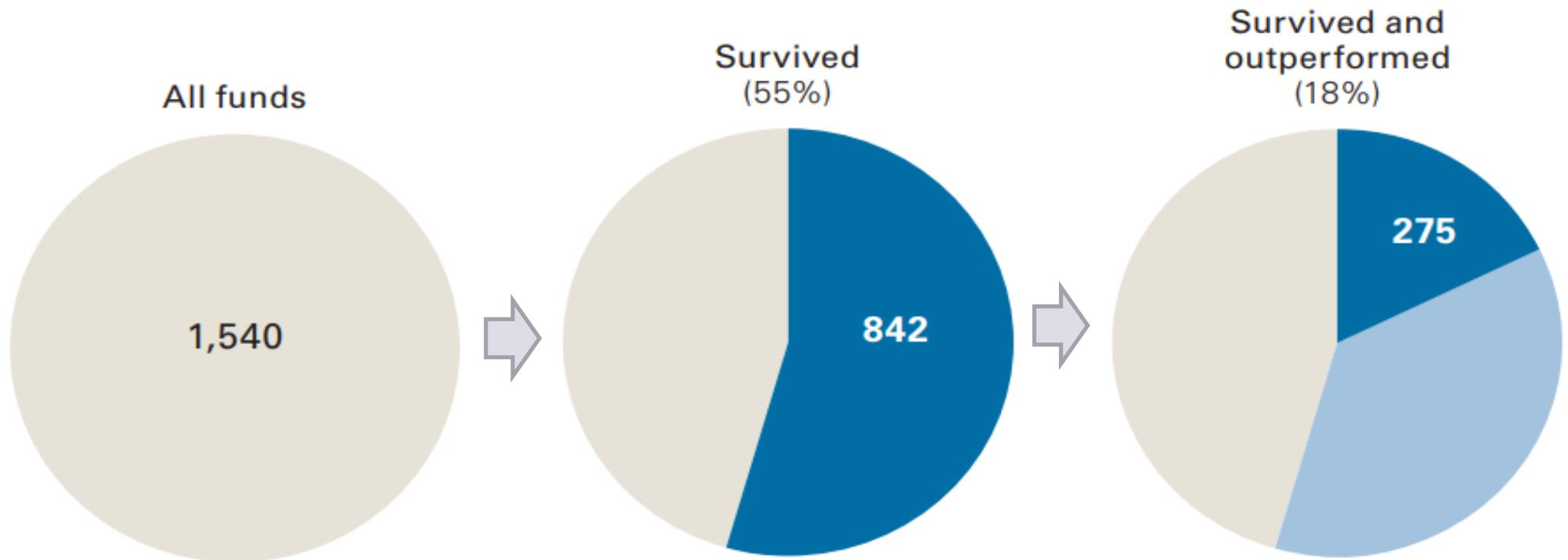
### А что же санкции?

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

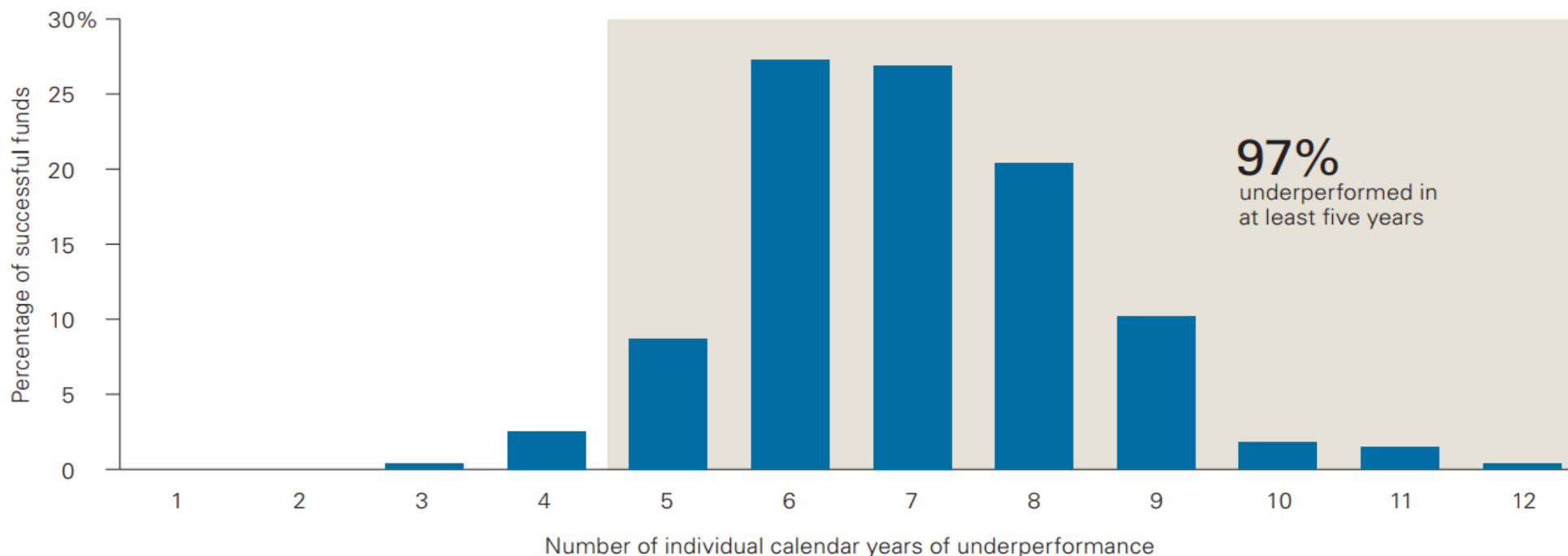
*The fate of 1,540 actively managed U.S. equity funds, 1998–2012*



## 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*

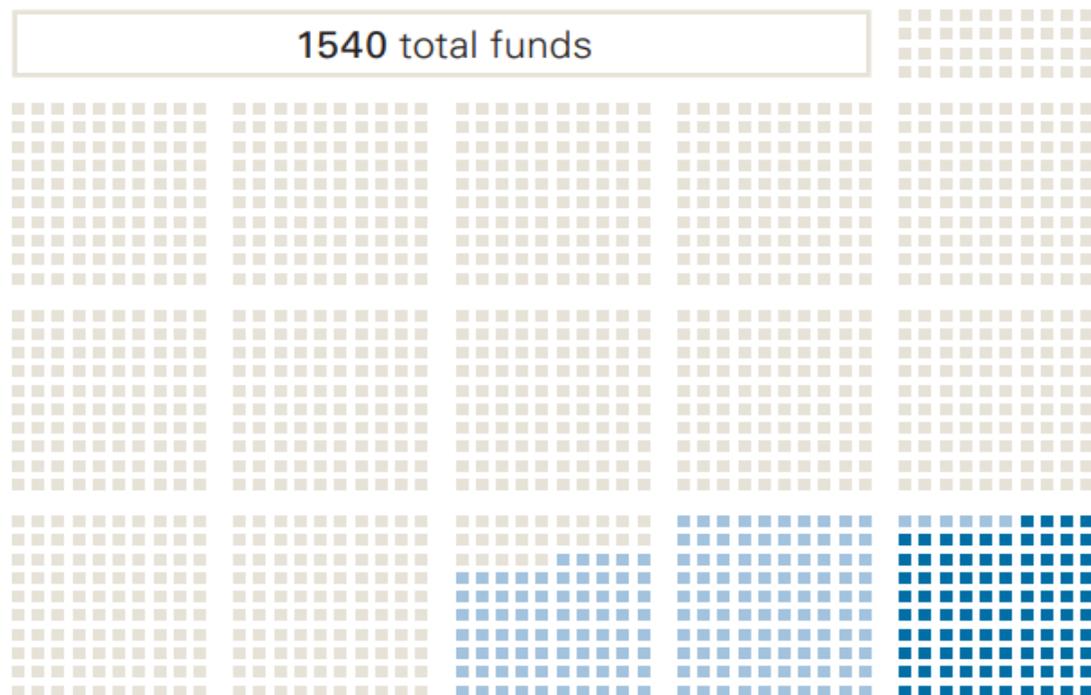


**Любая успешная активная стратегия будет иметь длительные периоды отставания от рынка**

## ЛЕГКО ЛИ ОПЕРЕДИТЬ РЫНОК?

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

*Even among successful funds, two-thirds suffered such spells*



- 12% 181 funds Survived, outperformed, and experienced at least three consecutive years of underperformance
- 6% 94 funds Survived, outperformed, and never experienced three consecutive years of underperformance

**Любая успешная активная стратегия будет иметь длительные периоды отставания от рынка**

## ИТАК, КАК ЖЕ ОПЕРЕДИТЬ РЫНОК?



### **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
<b>Открытие</b>	<b>8,19%</b>	<b>13,51%</b>	<b>13,84%</b>	<b>39,80%</b>	<b>11,82%</b>
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%