

Инвестиционный фонд "Technology of the Future" продолжает уверенно опережать основные фондовые индексы по доходности за семь месяцев 2020 г., несмотря на небольшое отставание в июле. Стоимость его активов за последний месяц снизилась на 0,17% в долларовом эквиваленте, однако с начала 2020 г. рост составил 13,42%.

Текущая тактика управления нашим фондом основана на предположении, что в ближайшие 6-12 месяцев рынок исправит дисбаланс между состоянием мировой экономики и ростом акций: экономика должна ускориться, а рынки акций – скорректироваться.

Сейчас акции большинства интересующих нас стратегических компаний переоценены. Фонд позиционирован в сторону ожидаемой высокой сезонной волатильности рынков в августе – сентябре, но при этом мы не ждем ничего катастрофического в ближайшие 12 месяцев. Мы увеличиваем наши стратегические инвестиции, используя любую слабость рынков.

Экономика и рынки

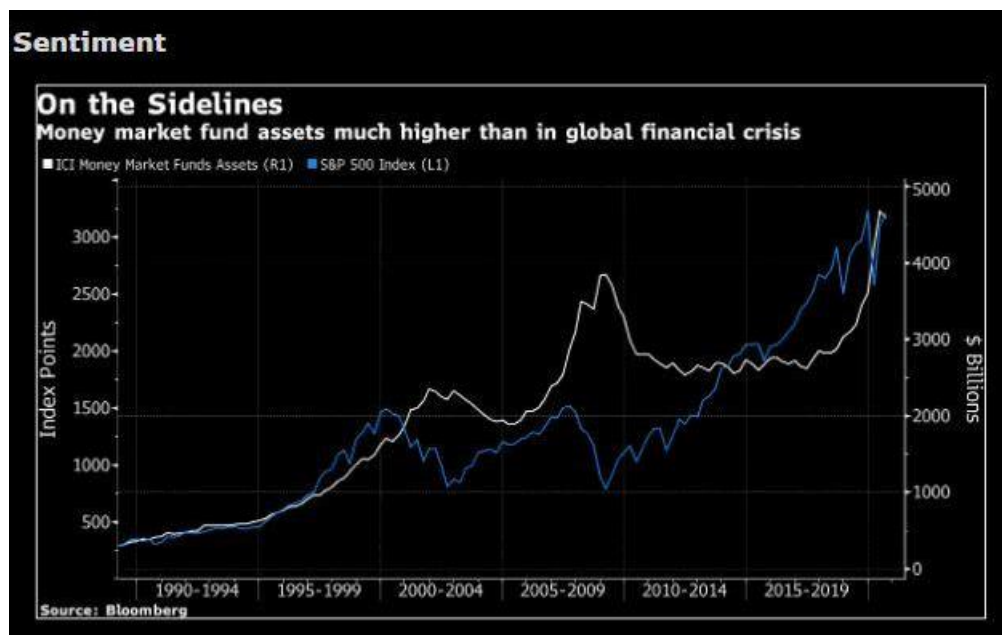
Реальная ситуация в мировой экономике наконец начала отражаться в фактах и цифрах. Падение ВВП США во II квартале 2020 г. составило 32,9% год к году, Германии - 10,1%. Одновременно с этим рынки акций продолжили рост. Как и в [январе 2020 г.](#), многие психологические индикаторы настроения инвесторов указывают, что уровень эйфории на рынках акций вновь приближается к историческим максимумам. Рынки перегреты.

Спрос на акции очень высок, многие институциональные и частные инвесторы упустили мощный рывок рынков вверх в апреле-июне и теперь используют любую возможность для

входа в рынок. На рисунке ниже видно, что индекс спроса на рискованные активы (акции и другие инструменты) вновь достиг максимального уровня в 2,0.



Одновременно с этим на счетах инвесторов скопились большие объёмы cash. На рисунке ниже показано, что размер активов фондов денежного рынка (белая линия), являющихся эквивалентом cash, превысил уровни кризиса 2008 г.



Поэтому любую просадку рынка инвесторы встречают агрессивными покупками, следовательно, любые коррекции на рынках акций в 2020 г. будут ограничены.

Ключевыми рисками для фондовых рынков на сегодняшний день являются:

1. Ошибки в монетарной политике властей, которые увеличивают дисбаланс в финансовой системе. Этот фактор впоследствии может стать «чёрным лебедем»: невозможно предугадать, где и как проявится несоответствие между состоянием экономики и динамикой рынков.

2. Возможный отказ центральных банков от программ выкупа активов (читай: вливаний ликвидности в рынки) и фактической поддержки рынков в перспективе 12 месяцев. Это наиболее очевидный риск, который может реализоваться в течение полугода-года.
3. Изменение тренда в одном из самых важных для фондовых рынков экономических показателей – в ближайшие 12 месяцев дефляция может смениться ростом инфляции. Маловероятно, что мы увидим существенные признаки растущей инфляции в 2020 г., но вероятность разгона индекса цен в мировой экономике в 2021 г. до уровня 3-4% довольно высока.
4. Рост доходности облигаций вкпе с увеличением рыночных процентных ставок. Такой сценарий в течение 12 месяцев, по нашему мнению, маловероятен.

Портфель фонда

По итогам семи месяцев 2020 г. фонд "Technology of the Future" продолжает демонстрировать стабильный, устойчивый рост, полностью соответствующий его инвестиционной декларации. С начала года долларовая стоимость его активов выросла на 13,42%. Правда, в июле 2020 г. она понизилась на 0,17%, что было ожидаемым после бурного роста в апреле-июне.

Бенчмарк доходности для нашего фонда (используется для сравнения), долларовый индекс MSCI World (Morgan Stanley Capital International World Index – отражает динамику основных фондовых индексов 23 стран) в июле прибавил 4,68%, но не смог отыграть потери предыдущих периодов и в целом за семь месяцев года остался в минусе на 2,26%.

Таким образом, "Technology of the Future" с большим запасом обошел основные рынки акций по доходности с начала года.

Результаты июля и семи месяцев 2020 г. в цифрах и фактах демонстрируют **особенность нашей стратегии**:

1. **Цель:** получение максимального совокупного дохода (absolute return focus) в течение бизнес-цикла (5-10 лет).
2. **Реализация:** концентрация портфеля на акциях компаний, которые обладают существенно более высоким потенциалом роста, чем соответствующие индексы (focused alpha bet - концентрация на генерации показателя alpha в портфеле). Более 50% портфеля занимают акции, которые не входят в основные индексы (non-benchmark stocks), что является показателем активного инвестирования на базе фундаментального анализа компаний. Отсутствие прямой привязки к индексам,

секторам экономики, странам является отличительной чертой стиля управления фондом.

3. **Контролируемые риски:** низкая корреляция с основными индексами и портфелями коллег (low correlation with major equity indexes and peer’s portfolios) – это является важным элементом управления рисками для институциональных инвесторов. За 12 месяцев деятельности (с 1 август 2019 г. по 1 августа 2020 г.) фонд "Technology of the Future" оказался в числе 5% фондов с наименьшей просадкой стоимости портфеля среди всех международных фондов с мандатом “Global Equities, Long only” (Стратегия «купить и держать», всего более 2500 фондов). Источник статистики [здесь](#). Максимальная просадка портфеля нашего фонда составила 7,8% в марте 2020 г.

Сегодня сохраняется дефицит перспективных инвестиционных идей с выгодным соотношением доходности и риска в приоритетных сегментах фонда (IT и биотехнологии). Поэтому мы временно оставляем часть инвестированного капитала в секторах традиционной экономики.

Одновременно, используя любую слабость рынка, мы продолжаем осторожно увеличивать стратегические позиции, которые планируем держать долгосрочно, в течение 5-10 лет независимо от состояния рынков и экономики.

Сравнение доходности нашего портфеля с основными индексами акций

| | Июль 2020 | Итого 2020 |
|---|-----------|------------|
| Инвестиционный фонд “Technology of the Future” (USD) | -0,17% | +13,42% |
| S&P 500 (USD) | +5,51% | +1,25% |
| DJ Stoxx 600 (USD) | +3,67% | -10,00% |
| MSCI EM (USD) | +8,42% | -3,21% |
| Индекс МосБиржи (USD) | +1,65% | -20,16% |
| Shanghai Composite (USD) | +12,34% | +8,32% |
| MSCI World (USD) | +4,48% | -2,26% |

Доходность инвестиционного фонда “Technology of the Future” (USD)

| Январь | Февраль | Март | Апрель | Май | Июнь |
|---------|------------|---------|--------|--------|--------|
| - 0,11% | +0,79% | - 7,86% | +6,45% | +8,50% | +5,90% |
| Июль | Итого 2020 | | | | |
| -0,17% | +13,42% | | | | |

Доходность основных классов активов за июль 2020 г. можно посмотреть [здесь](#).

Лидеры и аутсайдеры июля

Unum Therapeutics. В течение одного дня, 6 июля 2020 г., акции этой фармацевтической компании выросли на 341%, после чего мы полностью закрыли позицию. Акции были куплены по цене \$0,635 и проданы за \$2,17. Доля компании в портфеле составляла 0,5%. Unum Therapeutics находится в состоянии реструктуризации. Компания обладает интересной новой технологией в сегменте иммуноонкологии (ACTR - antibody-coupled T cell receptor). Однако новый углубленный анализ показывает, что у компании слишком много рисков. Предлагая совершенно новый подход, она тестирует технологию, не имея чётко выбранных мишеней. Когда мы завершали анализ, компания сделала «ход конём» – привлекла \$100 млн от группы венчурных инвесторов и купила другую компанию, Kiq Llc., с иным направлением деятельности. Пока мы не видим какой-либо синергии в случившемся поглощении. Ситуация выглядит так, будто производитель кухонной посуды купил завод микроволновых печей. Большие сомнения в адекватности стратегии компании побудили нас закрыть позицию.

На первый взгляд может показаться, что в сделках с акциями Unum Therapeutics нам просто повезло. Но в основе решения об инвестиции в компанию лежало убеждение, что при цене в \$0,635 её акции были существенно недооценены, явно присутствовало несоответствие между ценой и качеством актива. Мультипликатор Price/Book (отношение «цена акции/балансовая стоимость») составлял 0,6, а оценка справедливой стоимости акции от двух уважаемых инвестбанков – \$3,0. Так что следуя своей стратегии, мы заплатили \$0,20-0,30 за то, что стоило \$1, и это было очень выгодной покупкой, даже в условиях реструктуризации компания.

Лента. Акции российского продуктового ритейлера «Лента» выросли в цене после публикации финансовой отчётности за II квартал и I полугодие 2020 г. За полугодие выручка компании увеличилась на 9,6% год к году. Успех компании впечатляет, особенно с учетом очень сложного положения в секторе ритейла во II квартале года, связанного с эпидемией коронавируса. Финансовый директор компании объявил о возможной выплате дивидендов по результатам деятельности за 2020 г. Пакет акций компании в портфеле нашего фонда остался неизменным.

Geely. Торгующиеся на Гонконгской бирже акции китайского автомобильного концерна Geely (владеет шведской Volvo) выросли на новостях об ускорении экономики Поднебесной, а также о возможном листинге компании на Шанхайской бирже. Там бумаги обычно торгуются на более высоких мультипликаторах P/E (цена/прибыль), чем аналоги на Гонконгской бирже. Мы оставили позицию без изменений.

Bank of Georgia, Dicerna Pharmaceuticals, Translate Bio. Падение акций Bank of Georgia, Dicerna Pharmaceuticals и Translate Bio, на наш взгляд, связано с обычной рыночной волатильностью.

В июле эти бумаги скорректировались после мощного роста в марте-июне 2020 г., и мы нарастили их долю в портфеле фонда.

Лучшие и худшие компании портфеля за июль 2020 г.

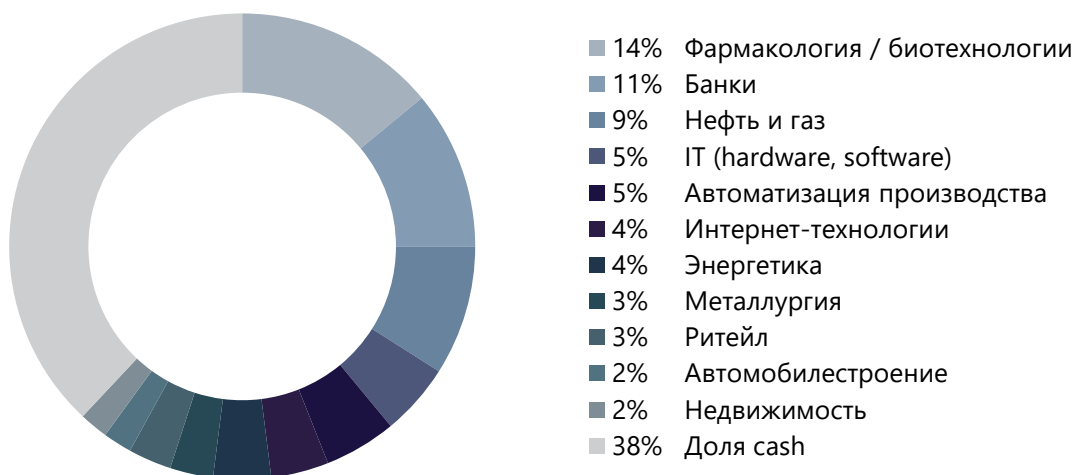
| Лучшие компании | | Худшие компании | |
|--|---------|--|--------|
| Unum Therapeutics, США (биотехнологии) | +314,0% | Bank of Georgia, Грузия (банки) | -27,8% |
| Geely, Китай (автомобилестроение) | +33,6% | Dicerna, США (биотехнологии) | -15,4% |
| Лента, Россия (продуктовый ритейл) | +27,9% | Translate Bio, США (биотехнологии) | -15,2% |

Текущая структура портфеля

Несмотря на рост рынков акций, мы продолжаем придерживаться тактики защиты капитала (defensive tactics), пытаясь уберечь портфель от влияния негативных трендов в мировой экономике, роста рисков, всплесков волатильности и будущих падений рынков.

38% портфеля по-прежнему занимает cash (свободные денежные средства, банковские депозиты), что безусловно много по институциональным стандартам. Но мы продолжаем действовать осторожно, увеличивая позиции по мере просадки рынков и падения цен интересующих нас акций. Сегодня, как и в январе 2019 г. и январе 2018 г., мы ставим во главу угла правило “больших денег”- крупнейших инвесторов: “Лучше быть консервативным, чем оказаться неправым”. Иными словами, “в нынешней ситуации лучше не заработать несколько лишних процентов, чем потерять капитал”.

Структура портфеля



ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ:

Данный материал создан исключительно в информационных целях и не является:

1. Офертой или предложением о покупке или продаже каких-либо ценных бумаг или финансовых инструментов;
2. Информацией, на которую его получатель может полагаться в связи с каким-либо контрактом, соглашением или договором;
3. Индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном сообщении, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Ачкасов Максим Игоревич не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном сообщении.

Данный материал является личным мнением Ачкасова Максима Игоревича. Любые мнения, включенные в настоящий материал, если прямо не указано иное, даны им в указанное время и могут быть изменены без предварительного уведомления. Материал не является гарантией или обещанием будущей эффективности или доходности от инвестиционной деятельности. Результаты инвестирования в прошлом не являются гарантией таких же результатов в будущем. Все прошлые данные имеют документальное подтверждение. Нет никаких гарантий прибыли или доходов от финансовых инструментов, пока иная информация не указана в соответствующих публикациях.