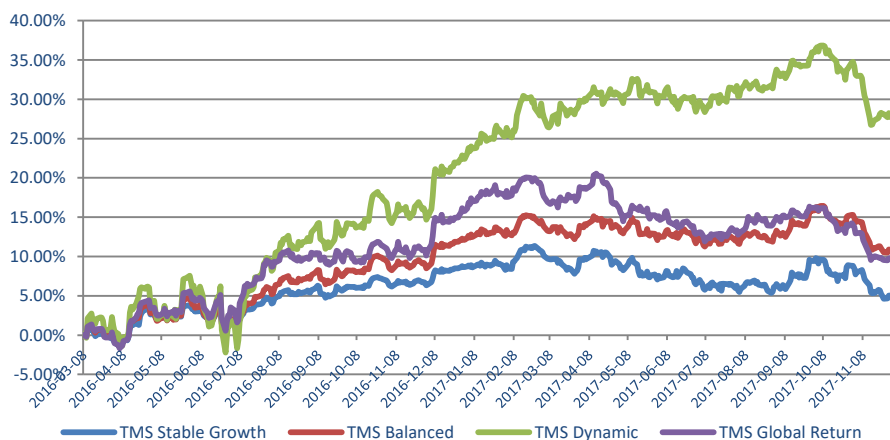


Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 30 listopada 2017 r.

TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

Stopy zwrotu brutto standardowych portfeli modelowych



Portfel	1M	3M	6M	12M	od 1.1.17	od 8.03.16
TMS Stable Growth	-3.52%	-1.11%	-1.93%	-1.56%	-3.37%	+4.99%
TMS Balanced	-4.01%	-1.94%	-1.26%	+1.54%	-1.27%	+10.68%
TMS Dynamic	-5.27%	-4.11%	-1.40%	+10.27%	+4.28%	+27.67%
TMS Global Return	-3.83%	-4.37%	-4.52%	-1.11%	-5.31%	+9.64%
TMS Global Select	-3.75%	-4.01%	-2.55%	-	-	-3.66%
ŚREDNIA	-4.07%	-2.88%	-2.28%	-2.28%	-1.42%	+13.25%

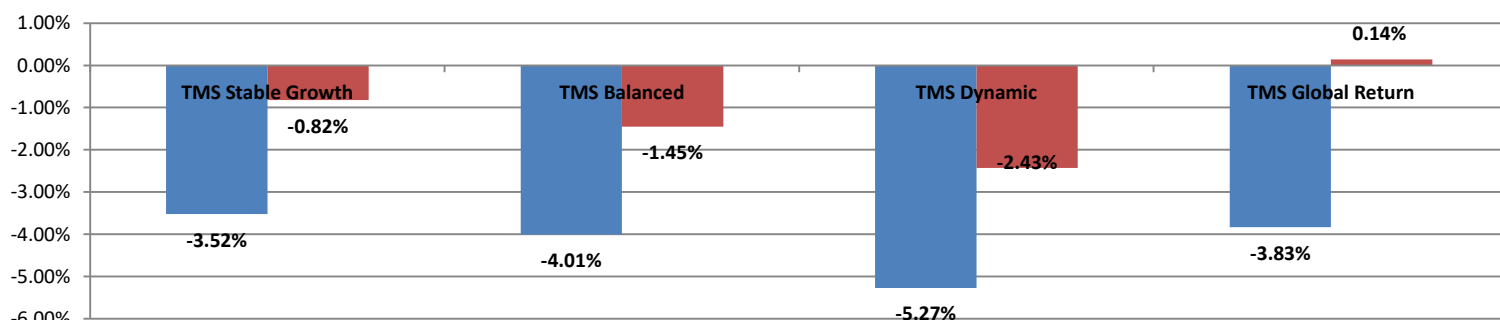
TOP 5 pozycji – TMS Global Return

	Waga
iShares Core UK Gilts UCITS ETF	21.28%
Vanguard Total Bond Market ETF	20.75%
Lyxor UCITS ETF Daily Double Short Bund	7.87%
iShares Silver Trust	6.97%
SPDR Gold Trust	5.44%

TOTAL: 62.31%

Klasa aktywów	Segment	Waga
Dług	Dług rządowy i korporacyjny	52.00%
Surowce	Metale szlachetne	15.12%
Akcje	Akcje – rynki rozwinięte	49.58%
	Akcje – rynki rozwijające się	19.67%

TOTAL: 136.37%



■ Miesięczne stopy zwrotu portfeli TMS Brokers ■ Średnia miesięczna stopa zwrotu dla porównywalnych krajowych funduszy inwestycyjnych

PODSTAWOWE INFORMACJE

Waluta bazowa:	PLN
Benchmarki:	
TMS Global Return	WIBID3M+1.5%
TMS Global Select	WIBID3M+1.5%
TMS Stable Growth	70%BGSV*+30%MSCI World
TMS Balanced	50%BGSV+ 50%MSCI World
TMS Dynamic	10%BGSV+ 90%MSCI World

Wyniki vs benchmarki:

Portfele	1M	6M	12M	BGN
TMS Stable Growth	-5.13%	-6.08%	-12.15%	-6.54%
TMS Balanced	-5.73%	-6.70%	-12.13%	-5.91%
TMS Dynamic	-7.21%	-9.42%	-9.53%	+0.98%
TMS Global Return	-4.07%	-6.04%	-4.14%	+4.44%
TMS Global Select	-3.99%	-4.07%	-	-5.00%

Dźwignia finansowa:

TMS Global Return	1.36:1 vs 2:1
TMS Stable Growth	1.00:1 vs 1:1
TMS Balanced	0.95:1 vs 1:1
TMS Dynamic	1.07:1 vs 1.4:1
TMS Global Select	1.45:1 vs 2:1

Zespół zarządzający:

Paweł Jackowski
Dariusz Świniarski
Sebastian Trojanowski, CFA

Alokacja strategiczna Q4 2017 r.:

- 1) Przeważanie rynków akcji w Europie, niedoważanie alokacji w USA.
- 2) Selektywne inwestycje w akcje średnich spółek z USA i Europy Zachodniej.
- 3) Długa pozycja w dobrze zdywersyfikowanych ETF na dług rządowy.
- 4) Selektywne polskie średnie i małe spółki.
- 5) Krótka pozycja w akcjach i indeksach z rynków wschodzących oraz indeksach rynków z USA.
- 6) Długa pozycja w metalach szlachetnych.

KOMENTARZ DO SYTUACJI RYNKOWEJ

Uwaga rynków w listopadzie skupiona była na drugiej fazie sezonu kwartalnych wyników spółek oraz przepychaniu reformy podatkowej w USA, przy czym ten drugi czynnik wspierał w dużym stopniu tylko amerykański rynek akcji. Dodatkowo, hossa w USA wspierana była wynikami spółek, które zaskoczyły in plus na poziomie zysków netto, zwłaszcza sektor technologiczny, paliwowy i wydobywczy. Natomiast na poziomie przychodów w zasadzie tylko sektor użyteczności publicznej pozytywnie zaskoczył, a większość sektorów nie sprostała oczekiwaniom, szczególnie spółki wydobywcze i przemysłowe. Słabiej zachowywały się z kolei indeksy europejskie, co miało związek z nieco gorszymi wynikami spółek, przede wszystkim sektora przemysłowego i konsumpcyjnego, a niemieckim aktywom dodatkowo nie pomógł impas w negocjacjach koalicyjnych. Indeksom na południu Europy ciążył w pierwszej połowie miesiąca sektor bankowy, który zniżkował w ślad za spadającymi rentownościami w Europie, mimo że, poza sektorem wydobywczym, był najjaśniejszym punktem sezonu wynikowego.

Nieco gorzej także zachowywał się koszyk *emerging markets*, a zdecydowanie negatywnie wyróżnił się tu polski rynek z uwagi na silne spadki w sektorze małych i średnich spółek oraz części dużych spółek. Gorzej zachowywały się przede wszystkim rynki oparte o sektory konsumpcyjne i finansowe (Polska, Turcja), a nieco lepiej surowcowe, czyli przede wszystkim rynek rosyjski w ślad za rosnącymi cenami ropy. Rynkom wschodzącym przeszkadza przede wszystkim wypłaszczanie amerykańskiej krzywej rentowności (tj. spadek cen obligacji krótkoterminowych przewyższa spadek cen obligacji długoterminowych). Od końca czerwca rentowność amerykańskich 2-letnich obligacji wzrosła o ponad 100 pb, a spread między 10-latkami a 2-latkami zawęził się z ponad 90 pb do 56 pb w analogicznym okresie. Odzwierciedla to pozycjonowanie się rynku pod szybszy wzrost stóp procentowych w USA spowodowany m.in. przyspieszeniem reformy podatkowej, co rozpędzonej gospodarce da dodatkowy impuls fiskalny i może potencjalnie rozkręcić inflację popytową, a Fed wielokrotnie podkreślał, że nie może się spóźnić z podwyżkami. Dlatego też mocno został dotknięty rynek turecki, zarówno akcyjny jak i lira, z powodu wysokiego zadłużenie dolarowego tureckiej gospodarki.

W kwestii Polski, finalny odczyt dynamiki realnego PKB na poziomie 4,9% r/r jest oczywiście imponujący, lecz struktura wzrostu pozostawia wiele do życzenia. Tradycyjnie silna konsumpcja ponownie nie została wsparta inwestycjami, których dynamika wyniosła tylko 3,3% r/r, a po oczyszczeniu o inwestycje samorządów odczyt jest płaski r/r. Tym samym powyższy wynik został wygenerowany przez ponadprzeciętnie duży wkład eksportu netto (+1,1 pp kontrybucji vs -1,3 pp w II kwartale), co jest pochodną ożywienia w strefie euro, głównie w Niemczech, i w bliskiej przyszłości będzie zapewne równoważyć niedostatek inwestycji prywatnych, który naszym zdaniem będzie się utrzymywał. Wskazuje na to większość wskaźników wyższej częstotliwości mówiących o aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw, a to oznacza że w sytuacji bardzo wysokiego wykorzystania czynników produkcji w Polsce (moce wytwórcze oraz rynek pracy) dalszy brak poprawy produktywności będzie wywierał coraz silniejszą presję inflacyjną i, przy braku reakcji RPP, osłabiał złotego.

Podsumowując, w naszej ocenie ostatni rajd amerykańskiego rynku akcji wspierany głównie reformą podatkową w USA doprowadził wyceny spółek do bardzo wymagających poziomów, biorąc pod

uwagę, że szacowany dodatni wpływ reformy na przyszły wzrost gospodarczy zamyka się w granicach 20-30 pb rocznie. O ile silny wzrost małych i średnich spółek ma uzasadnienie, gdyż te spółki płacą podatki głównie w USA, o tyle wzrosty akcji globalnych korporacji już niekoniecznie, gdyż ich rezydencja podatkowa jest albo poza USA albo w stanie Delaware (stan będący do pewnego stopnia odpowiednikiem raju podatkowego). Tym samym, wyczerpanie tego impulsu w połączeniu z dość mieszanym obrazem wyników w USA i Europie powinno być przyczynkiem do korekty w najbliższym czasie.

KOMENTARZ DO WYNIKÓW – TMS Global Return

Listopad w portfelu TMS Global Return stał pod znakiem silnej przeceny kilku spółek znajdujących się w portfelu, w tym także z segmentu polskich małych i średnich spółek. Zaskoczyło nas kilka negatywnych informacji, w efekcie których doszło do mocnego tąpnięcia kursami. Największy negatywny wpływ miał spadek kursu spółki X-Trade Brokers, gdzie KNF posądził byłe i obecne władze spółki o działania na szkodę klientów i przekazał sprawę do rozpatrzenia prokuraturze. W tej sytuacji trudno oczekiwać, że w ściśle regulowanej branży tak radykalne działania nadzoru pozwolą spółce na stabilny rozwój, więc bezpośrednio po publikacji tych informacji, spółka została usunięta z portfeli. Z kolei notowania spółki LiveChat Software zostały dotknięte informacjami o testach konkurencyjnego produktu Facebooka, na co rynek zareagował panicznie i w tej sytuacji trudno znaleźć uzasadnienie dla premii z jaką notowana była spółka, więc po odbiciu kursu również dokonaliśmy sprzedaży akcji. W sumie ponadnormatywny spadek notowań 4 spółek złożył się na niższą wycenę portfela o ponad 2%, co w zasadzie było niemożliwe do zabezpieczenia krótkimi pozycjami, które w przekroju miesiąca amortyzowały spadek portfela. Pozytywny wpływ miały natomiast notowania spółki Marvell Technology Ltd., której notowania wzrosły po informacji o przejęciu mniejszego konkurenta Cavium Inc. oraz podobnie w przypadku spółki CTS Eventim, której cena także rosła po informacji o przejęciu włoskiej spółki oraz dobrych wynikach kwartalnych. Na wyniku zaciążyła dodatkowo waluta, gdzie kolejny ok. -1% dołożył mocny złoty, zwłaszcza wobec USD, gdyż wobec EUR jest pełne zabezpieczenie ryzyka walutowego, lecz z uwagi na powyższe czynniki opisywane w komentarzu do sytuacji rynkowej obecnych poziomów nie wykorzystujemy do zabezpieczenia ryzyka spadku na parze USD/PLN.

Obecną sytuację wykorzystaliśmy do stopniowego przemodelowania części akcyjnej portfela tj. pozbycia się spółek, w przypadku których pogorszyły się perspektywy wzrostu i poprawy wyników, w sposób uporządkowany i metodyczny. W najbliższym czasie nie zamierzamy istotnie zwiększać zakresu selekcji na spółkach, gdyż rynek, szczególnie polski, stał się silnie wrażliwy na negatywne informacje, co także daje pewien obraz sentymentu jaki tworzy się na rynkach akcji. Zwiększyliśmy natomiast zakres krótkich pozycji (MSCI Emerging Markets, mBank, MSCI Turkey) w celu dalszego zabezpieczenia portfela przed ewentualnymi spadkami na rynkach akcji. Zrealizowaliśmy zyski na akcjach Leoni AG oraz powiększyliśmy inwestycję w akcje Agnico Eagle Mines Ltd., Devon Energy oraz GoPro. Z nowych spółek do portfela weszły akcje CCC oraz RWE AG.

W odniesieniu do instrumentów dłużnych, w najbliższym czasie zamierzamy utrzymywać ekspozycję na wzrost rentowności w Europie i USA, wzrost cen metali szlachetnych oraz dużą liczbę pozycji krótkich w indeksach i wybranych spółkach. Skupiamy się na poprawie wyników portfeli, lecz nie za

wszelką cenę tj. nie dodajemy do składu portfeli ekspozycji o potencjalnie zbyt wysokiej zmienności, gdyż w krótkim okresie zależy nam głównie na ustabilizowaniu zachowania portfela, a owoce obecnych działań powinny przyjść z pewnym opóźnieniem.

KOMENTARZ DO WYNIKÓW – TMS Stable Growth, TMS Balanced, TMS Dynamic

Na wynik portfeli benchmarkowych w listopadzie w najsilniejszym stopniu wpłynęła selekcja spółek. Z grona spółek portfelowych 4 spółki zanotowały w listopadzieienne spadki notowań na poziomie kilkunastu procent, a czerwona latarnią był X-Trade Brokers, który po prasowych informacjach o niesymetrycznym realizowaniu zleceń klientów vs. transakcje własne spadł na jednej sesji o 33,6%. Informacja ta powinna zostać podana raportem ESPI w momencie wszczęcia postępowania przez prokuraturę, tj. 18 sierpnia br., co nie zostało przez spółkę ujawnione, a powinno ze względu na cenotwórczy charakter informacji. Otwierając długą pozycję w tej spółce po raporcie za 2 kwartał widzieliśmy duży potencjał do poprawy wyników na bazie dynamicznie rosnących depozytów od klientów, poprawy efektywności sprzedaży i rosnącej bazy klientów na świecie. Nasze oczekiwania się zrealizowały i spółka pokazała bardzo dobre wyniki za 3 kwartał, powyżej oczekiwań rynkowych, co skutkowało dynamicznym wzrostem kursu i podwojeniem udziału XTB w portfelach do maksymalnego limitu przewidzianego dla jednej spółki. W wyniku czego przecena z 13 listopada wpłynęła negatywnie na portfele TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth odpowiednio: - 1.2 pp., 0.6 pp. i 0.35 pp. Drugą spółką, która negatywnie performowała był LiveChat Software, która pomimo dynamicznie rozwijanego biznesu, została przeceniona ponad 20% na jednej sesji w informacji o tym, że jej konkurentem może zostać Facebook. W tym przypadku nie ulegliśmy panice i zamknęliśmy tylko połowę pozycji, a po bardzo dobrym raporcie za 3 kwartał br., spółka na koniec miesiąca odrobiła większość poniesionych strat. Natomiast takie zachowanie rynku polskiego, jest w naszej ocenie spowodowane bardzo niską płynnością rynku, z naciskiem na segment małych i średnich spółek, przez brak napływu środków do krajowych funduszy akcyjnych. W efekcie część akcyjna odpowiadała za stratę 4.2% w strategii TMS Dynamic, 2.2% w strategii TMS Balanced i 1.4% w przypadku TMS Stable Growth. Dlatego w listopadzie zmniejszyliśmy ekspozycję w polskich spółkach ograniczając ryzyko niesystematyczne portfela i poruszamy się w dolnych widełkach limitów inwestycyjnych dla akcji, tj.: 30%, 20% i 10% odpowiednio dla TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth. Zrealizowaliśmy także zyski na akcjach Leoni AG oraz powiększyliśmy inwestycję w akcje Agnico Eagle Mines Ltd., Devon Energy oraz GoPro. Z nowych spółek do portfela weszły akcje surowcowego Norilsk Nickel z londyńskiego parkietu oraz CCC, które zgodnie z naszymi oczekiwaniami pokazało znakomite wyniki sprzedaży w listopadzie.

W ramach ekspozycji walutowej utrzymujemy zabezpieczenie pozycji w EUR, natomiast ekspozycje w USD i GBP są otwarte w oczekiwaniu na deprecjację krajowej waluty do końca roku. Natomiast w ubiegłym miesiącu odkryte pozycje walutowe w otoczeniu umocnienia złotego do głównych walut ujemnie kontrybuowały do wyniku portfeli. Pomimo zabezpieczenia całej pozycji zainwestowanej w euro, portfele benchmarkowe straciły z od 1.57% (TMS Stable Growth) do 1.27% (TMS Dynamic) z uwagi na umocnienie PLN. Brak perspektyw na podwyżkę stóp procentowych w Polsce oraz kontynuowanie podwyżek przez FOMC wraz z ujemnymi realnymi stopami procentowymi w Polsce będzie negatywnie wpływać na krajową walutę. W skali miesiąca portfele zachowały się gorzej od

Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 30 listopada 2017 r.

TMS  **Brokers**
DOM MAKLERSKI

swoich benchmarków, z uwagi na przeważenie części dłużnej kosztem rynków akcji. Grupy porównywalnych funduszy dla strategii benchmarkowych, również wypracowały ujemne stopy zwrotu wyniki w interwale miesięcznym, lecz były one lepsze od wyników zarządzanych strategii.

W dalszym ciągu utrzymujemy nasze nastawienie na korektę na rynkach akcji, z nastawieniem na rynki rozwijające się. Dlatego podjęliśmy decyzję o realizacji zysków w ETFie surowcowym (iShares MSCI Global Metals & Mining Producers) i otworzyliśmy pozycję długą w ETFie zarabiającym na spadkach na rynkach rozwijających się (ProShares Short MSCI Emerging Markets ETF). Zmniejszyliśmy sumaryczną alokację w akcje, do poziomów odpowiednio 88% (-3 pp.), 45% (-1.5 pp.) oraz 28% (-0.75 pp.) odpowiednio dla TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth. W najbliższym czasie będziemy utrzymywać ekspozycję na wzrost rentowności w Europie i USA oraz napędzany inflacją wzrost cen metali szlachetnych.

PORTFEL	1M	3M	6M	12M	od 8.03.2016
TMS Stable Growth ¹	-2,70%	-0,04%	-2,11%	-8,89%	-3,51%
TMS Balanced	-2,56%	-0,83%	-3,40%	-10,14%	-5,16%
TMS Dynamic	-2,84%	-1,72%	-2,66%	-9,30%	1,32%
TMS Global Return	-3,97%	-4,04%	-5,35%	-6,79%	-1,57%

5 najlepszych spółek		5 najgorszych spółek	
Marvell Technology Ltd	20.95%	3D Systems Corp.	-28.68%
Elemental Holding	15.38%	PKN Orlen S.A. (short)	-13.91%
CTS Eventim AG	15.02%	Societe Generale	-11.49%
Chipotle Mexican Grill Inc.	11.95%	Lyxor UCITS ETF Turkey (short)	-11.11%
Devon Energy	4.42%	Snap Inc.	-10.71%

¹ Grupy porównawcze obejmują odpowiednio 32, 19, 44 oraz 18 funduszy inwestycyjnych