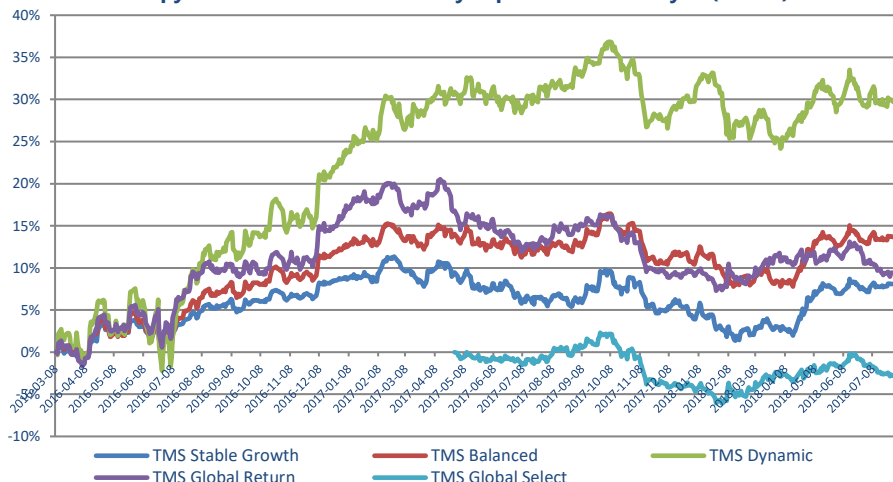


Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 lipca 2018 r.

TMS Brokers
DOM MAKLECKI

Stopy zwrotu brutto standardowych portfeli modelowych (w PLN)



Portfel	1M	3M	12M	YTD	od 8.03.16
TMS Stable Growth	0.64%	2.61%	1.97%	3.50%	8.07%
TMS Balanced	0.56%	2.40%	1.52%	2.68%	13.72%
TMS Dynamic	0.51%	1.13%	-0.82%	0.15%	29.92%
TMS Global Return	-1.02%	-1.54%	-3.30%	-0.21%	9.40%
TMS Global Select	-1.14%	-0.09%	-1.95%	1.24%	-
ŚREDNIA	-0.09%	+0.90%	-0.52%	+1.47%	+15.28%

TOP 5 pozycji – TMS Global Return

	Waga
Vanguard Total Bond Market ETF	11.17%
Invesco QQQ Trust Series 1 (short)	11.09%
iShares iBoxx USD High Yield Corporate Bond Fund	10.82%
Lyxor UCITS ETF Daily Double Short Bund	10.13%
SPDR Gold Trust	9.11%
TOTAL:	52.32%

Klasa aktywów	Segment	Waga
Dług	Dług rządowy i korporacyjny	35.90%
Surowce	Metale szlachetne, oil & gas	23.29%
Akcje	Akcje – rynki rozwinięte	57.41%
	Akcje – rynki rozwijające się	17.97%
TOTAL:		134.57%

PODSTAWOWE INFORMACJE

Waluta bazowa: PLN

Benchmarki:

TMS Global Return	WIBID3M+1.5%
TMS Global Select	WIBID3M+1.5%
TMS Stable Growth	70%LEGATRUU*+30%MSCI World
TMS Balanced	50%LEGATRUU + 50%MSCI World
TMS Dynamic	10%LEGATRUU + 90%MSCI World

Wyniki vs benchmarki:

Portfele	1M	3M	12M	od 8.03.16
TMS Stable Growth	-0.16%	+2.61%	-0.63%	-5.15%
TMS Balanced	-0.88%	+1.49%	-3.13%	-5.42%
TMS Dynamic	-2.23%	-1.60%	-9.58%	-1.05%
TMS Global Return	-1.28%	-2.30%	-6.32%	+2.19%
TMS Global Select	-1.41%	-0.84%	-4.97%	-

Dźwignia finansowa:

TMS Global Return	1.35:1 vs 2:1
TMS Stable Growth	0.88:1 vs 1:1
TMS Balanced	0.86:1 vs 1:1
TMS Dynamic	0.98:1 vs 1.4:1
TMS Global Select	1.14:1 vs 2:1

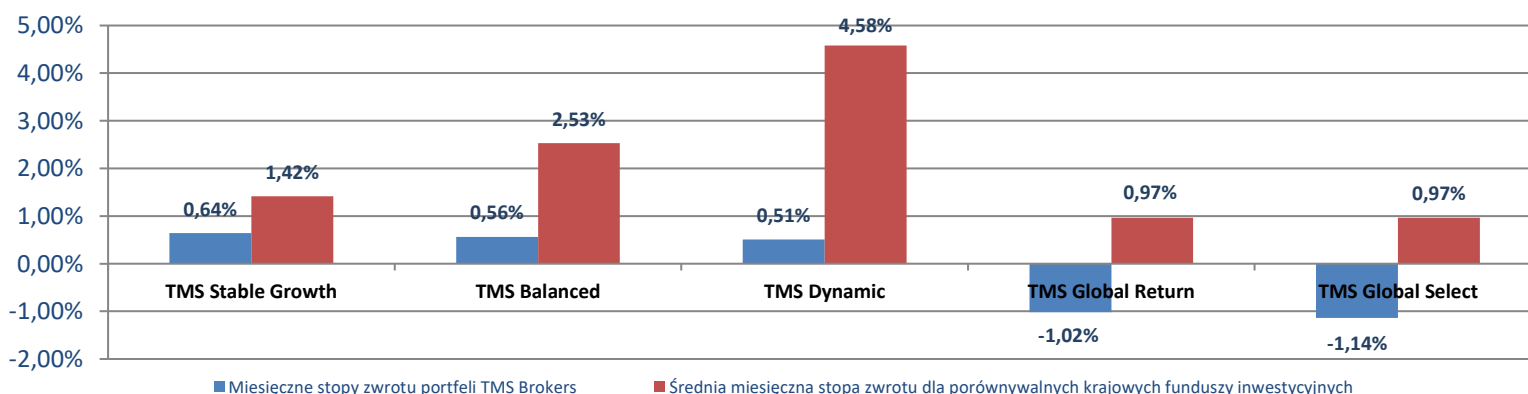
Zespół zarządzający:

Paweł Jackowski
Dariusz Świniarski
Sebastian Trojanowski, CFA

*LEGATRUU- Bloomberg Barclays Global-Aggregate Total Return Index Value Unhedged

Alokacja strategiczna Q3 2018 r.:

- 1) Neutralne nastawienie do rynków akcji w Europie oraz w USA, negatywne nastawienie do rynków wschodzących.
- 2) Selektywne inwestycje w akcje średnich spółek z USA i Europy Zachodniej, zabezpieczone krótkimi pozycjami w indeksach.
- 3) Długa pozycja w dobrze zdywersyfikowanych ETF na dług rządowy oraz korporacyjny, z częściowym zabezpieczeniem przed wzrostem rentowności.
- 4) Selektywne inwestycje w polskie spółki, długie i krótkie pozycje.
- 5) Długa pozycja w metalach szlachetnych.
- 6) Ekspozycja na spadek cen ropy.



KOMENTARZ DO SYTUACJI RYNKOWEJ

Za nami mocny miesiąc na rynkach akcji, gdzie wzrosty były szersze niż poprzednio, gdyż zyskały rynki europejskie, i przede wszystkim, wschodzące. WIG w lipcu urósł o imponujące ponad 7%, kontynuując passę gwałtownych ruchów, tym razem rosnąc, głównie za sprawą cofnięcia się podaży, gdyż większość wzrostu nastąpiła raptem na kilku sesjach w II połowie miesiąca, przy niskich obrotach. Konfrontując to z początkiem publikacji raportów w Polsce, wydaje się, że jest to czysto techniczne odbicie bez silnych przesłanek fundamentalnych. Podobne wnioski dotyczą całego koszyka rynków wschodzących, któremu wciąż szkodzi mocny dolar, rosnące rentowności i kolejne odśłony wojny handlowej USA z Chinami. Naszym zdaniem to jest temat, który będzie cały czas ciążył rynkom, gdyż dla Trumpa to użyteczne narzędzie polityczne, a porozumienie Trump-Juncker niewiele tu zmienia, z uwagi na wysoką ekspozycję europejskich spółek (zwłaszcza niemieckich) na koniunkturę w krajach rozwijających się.

W kwestii europejskich aktywów, część sektorów i spółek prezentuje atrakcyjne poziomy wycenowe, co jest wynikiem dyskontowania spowolnienia makro w I połowie roku oraz silnych spadków w sektorze motoryzacyjnym. Łagodna polityka monetarna prowadzona przez EBC oraz słabe euro będą wspierać wyniki europejskich spółek, lecz obecnie sentyment globalny do rynków akcji jest bardzo wrażliwy i bez wyraźnych *driver`ów* wyników inwestorzy niechętnie podchodzą do zwiększania ryzyka. W Europie w myśl powyższych czynników najlepiej prezentują się banki, które powinny korzystać na wygaszeniu QE, wzrostach rentowności, rosnącej akcji kredytowej i dalszemu „czyszczeniu” bilansów i w lipcu sektor finansowy był jednym z liderów indeksu STOXX Europe 600, oprócz szerokiego grona sektorów defensywnych. W USA natomiast nastroje popsły się po kilku negatywnych zaskoczeniach z megacapów technologicznych, przede wszystkim Netflix i Facebooka. Warto zauważyć, że wyniki za II kw. były solidne i zgodne z oczekiwaniami, natomiast rozczarował *guidance* (Facebook) czy też dynamika subskrypcji (Netflix) lub słabsza kondycja jednego segmentu (centrów danych w Intel Inc.), czyli generalnie dane prospektywne. Skala spadków w obu wypadkach pokazuje dużą wrażliwość sentymentu do tego sektora. W mniejszych spółkach wyniki były mieszane, lecz uwagę zwracają duże spadki spółek z ekspozycją na *capex* (wydatki inwestycyjne) w sektorze technologicznym tj. BE Semiconductor Industries NV, ASM International NV czy też Lam Research Corp., co może zwiastować spowolnienie wzrostu w całym sektorze *semiconductors*. Warto także zwrócić uwagę na raport Electronic Arts, jednego z głównych graczy na rynku gier komputerowych, który mocno obniżył prognozę wyniku na ten rok (o 30%) z powodu słabszych przychodów z cyfrowej dystrybucji gier. Negatywną informacją jest również zablokowanie przejęcia NXP Semiconductors NV (przez Qualcomm Inc.) w Chinach. Mniejsze i średnie spółki z tego sektora są wyceniane z premią pod potencjalne przejęcia (duża aktywność M&A w ostatnich latach), a porażka Qualcommu może tę premię zniwelować i skompresować wyceny.

W perspektywie 2-3 miesięcy spodziewamy się globalnie słabego zachowania rynków akcji. Wynika to przede wszystkim z braku pozytywnych impulsów ze sfery makro w USA i w Europie, ryzyka geopolitycznego oraz potencjalnie słabszych wyników spółek w II połowie roku. Wtedy będą w części łańcuchów dostaw widoczne zarówno efekty powstałych barier w handlu międzynarodowym, jak również „wąskich gardeł” w części branż, co wszystko będzie ciążyć na uzyskiwanych marżach. Dużym znakiem zapytania jest skala pogorszenia sentymentu słabszym zachowaniem części spółek FAANG, lecz wydaje się, że punktem zwrotnym byłyby dopiero gorsze wyniki Amazona, który jest najlepszym

probierzem globalnej konsumpcji tj. motoru wzrostu ostatnich kilku lat hossy. Na rynku długu nie zmieniamy naszego nastawienia i oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności amerykańskich 10-latek powyżej 3%, natomiast Bundów do 80 pb.

KOMENTARZ DO WYNIKÓW – TMS Global Return i TMS Global Select

Na koniec miesiąca w portfelach TMS Global Return oraz TMS Global Select odpowiednio 35% oraz 24% stanowiły pozycje krótkie w akcjach i indeksach akcji, co przy wzrostowych rynkach wywarło negatywny wpływ na zachowanie portfela. Negatywną kontrybucję wniosło także zachowanie cen metali szlachetnych, które ponownie rozczarowały na skutek przede wszystkim słabego popytu inwestycyjnego ze strony ETFów.

W części akcyjnej wykonaliśmy kilka ruchów, bez zwiększania zaangażowania, celem zmiany niektórych słabo zachowujących się pozycji na bardziej perspektywiczne lub wzięcia zysków. W tej kwestii należy przede wszystkim wymienić zamknięcie pozycji w CCC S.A. (brak perspektyw trwalszego odbicia kursu), Twitter Inc. (ponad 40% zysk, obawy o niską przewidywalność wyniku kwartalnego) oraz Cyfrowym Polsacie, jak również częściowa dezinvestycja w Ciech S.A. oraz Polnord S.A. Całkowicie zamknęliśmy natomiast pozycję w Snap Inc. także z uwagi na niską przewidywalność wyników, dużą zmienność kursu i słaby sentyment rynku do tego typu spółek. Z grona krótkich pozycji usunęliśmy akcje PKN Orlen S.A. przed wynikami kwartalnymi, które spowodowały silny wzrost kursu, jak również JSW S.A. oraz PGNiG. Podyktowane to było obawą o możliwe odbicie polskiego rynku po półrocznej bessie. Specyfika polskiego rynku oznacza niską płynność obrotu i ryzyko silnych i krótkotrwałych korekt, co ostatecznie wydarzyło się w II połowie miesiąca. Ponadto, do 5% zwiększyliśmy natomiast krótką pozycję na indeksie DAX.

W pozycjach długich zwiększyliśmy zaangażowanie w akcje BE Semiconductor Industries NV. Zgodnie z naszym modelem wyceny akcje spółki posiadają co najmniej ponad 60% potencjał wzrostowy po ostatnich gwałtownych spadkach, a zakupów dokonywaliśmy na prognozowanym na ten rok C/Z na poziomie 10.5x (vs historyczne 18x). Podobna sytuacja miała miejsce na walorach Rainbow Tours, które akumulowaliśmy przy analogicznym wskaźniku 7.5x (vs historyczne 12x) oraz Eurocash SA, gdzie rynek od wielu miesięcy przereagowuje wszelkie negatywne informacje ze spółki. Spadki cen metali szlachetnych wykorzystaliśmy także do zwiększenia ekspozycji na spółki wydobywające złoto i srebro (po 3% w ETFach SIL oraz GDX).

W zakresie części surowcowej ograniczyliśmy ekspozycję na spadek cen ropy (do 3%, po zakończeniu miesiąca), gdyż w naszej ocenie potencjał spadkowy jest ograniczony, a zachowanie cen ropy wносиło zbyt dużo niepożądaną zmienności do wyceny portfeli. Tym samym, w limicie surowcowym pojawiło się nieco przestrzeni do zwiększenia zaangażowania w srebro i złoto. W naszej ocenie ostatnie zachowanie cen kruszców nie odzwierciedla perspektyw fundamentalnych i jest głównie wynikiem odpływów z ETFów surowcowych, co z kolei odzwierciedla słaby sentyment inwestorów. Natomiast w części obligacyjnej zwiększyliśmy ekspozycję na wzrost rentowności obligacji rządowych (w USA oraz Niemczech).

Podsumowując, wyniki portfeli absolutnej stopy zwrotu nie są z pewnością zadowalające, lecz mamy przekonanie, że zachowanie indeksów, zwłaszcza amerykańskich, nie oddaje prawidłowo perspektywy spowolnienia w gospodarce światowej, ryzyka geopolitycznego, zmniejszenia płynności na

rynkach oraz potencjalnego wzrostu inflacji. Patrząc na same indeksy, stopy zwrotu są faktycznie obiecujące, lecz zmniejsza się szerokość rynku. W części spółek (mniej medialnych i mniej ważących w indeksach) obserwujemy pogorszenie trendów wynikowych i obniżanie *guidance*ów, co nie skłania nas do „ścigania się” z indeksami, lecz trzymania konserwatywnej alokacji i stopniowego zmniejszania relacji long/short w portfelach (tj. dążenia do większego relatywnego udziału pozycji krótkich).

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

W czerwcowym komentarzu podkreślaliśmy, iż „...widzimy również, potencjał do odbicia na GPW, gdyż krajowy indeks jest jednym z najgorszych w całym koszyku rynków wschodzących, a skoro jest potencjał do odbicia całego koszyka EM to skorzystać może na tym również parkiet w Warszawie”. Stąd ponad 7% stopa zwrotu z WIG’u w lipcu nie może dziwić, choć siła krajowego parkietu była imponująca. Spekulacyjny charakter odbicia potwierdza niska wartość obrotów, która w żadnym dniu nie przekroczyła 1 mld PLN, a przez większość dni sesyjnych oscylowała w okolicy 500 mln PLN na sesję. To może oznaczać, że impuls wzrostowy nie będzie trwały, gdyż niskie wyceny polskich spółek nie mogą być zachęcającymi dla inwestorów, skoro perspektywa poprawy wyników się oddala, a otoczenie makro jest w swojej szczytowym momencie. Ogólnie lipiec był miesiącem bardzo pozytywnym dla rynków akcji, czego nie można powiedzieć o rynku surowców i obligacji. Ten pierwszy cierpi w odpowiedzi na obawy o eskalację protekcyjizmu i ograniczenie wymiany handlowej na świecie. Rynek długu rządowego w środowisku *risk-on* jakie wytworzyło się w lipcu po spotkaniu Trumpa z Junckerem, wrócił do wzrostu rentowności, czyli na swój normalny tor. Lipiec przyniósł również znaczące wyhamowanie trendu wypłaszczania się krzywej dochodowości w USA. Choć na koniec miesiąca *spread* pomiędzy 2 i 10 latkami zmniejszył się do (28.6 p.b.) to trakcie miesiąca mieliśmy skokowy wzrost *spread*ów z uwagi na rajd ulgi po spotkaniu Trump – Juncker.

Po dwóch bardzo słabych miesiącach wykonaniu europejskich banków, lipiec przyniósł odreagowanie, a indeks STOXX EU 600 Banks (+2.3% m/m) oprócz sektorów defensywnych był jednym z liderów indeksu STOXX Europe 600. Pomimo gołębiego wydźwięku konferencji po lipcowym posiedzeniu ECB, inwestorzy pozycjonują się pod nieuchronne wygaszenie QE, wzrost rentowności i rosnącą akcję kredytową na starym kontynencie. Dlatego pomimo braku w Europie tak spektakularnych zaskoczeń wynikami spółek za 2 kwartał jak w USA, europejskie parkiety, zanotowały pokaźnie dodatnie stopy zwrotu (DAX +4% m/m, FTSE MIB +2.7%). Na rynku amerykańskim relatywną słabością na tle S&P500, wyróżnił się NASDAQ, z uwagi na rozczarowania inwestorów po publikacji raportów przez Netflixa, Twittera i Facebooka. Ta ostatnia spółka zaliczyła spektakularny jednodniowy spadek rynkowej kapitalizacji (120 mld USD), co jest największym jednodniowym tąpnięciem kapitalizacji spółki w historii notowań na świecie, a poprzedni rekord należał do Intela (90 mld USD) i miał miejsce na przełomie wieków, w okresie pękania tzw. „bańki internetowej”

Portfele w lipcu utrzymały podobną do czerwcowej dynamikę wzrostu, stad wyniki na poziomie 0.64% 0.56% i 0.51% dla portfeli TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth uznajemy za zadowalające. Portfele benchmarkowe nie zdołały wypracować nadwyżkowej stopy zwrotu w relacji do benchmarków (-0.16 pp. -0.88 pp. i -2.23 pp.) jak również na tle swoich grup porównawczych w interwale miesięcznym. Jednak w dłuższych okresach strategie utrzymują znacząca przewagę co zapewnił bufor wypracowany w spadkowych dla akcji miesiącach br.

Wyniki inwestycyjne

Data wyceny: 31 lipca 2018 r.

TMS Brokers
DOM MAKLERSKI

Lipiec br. pottrzymał trwający od połowy 2014 r. trend wyplaszczania amerykańskiej krzywej dochodowości, w efekcie relatywnie słabszego spadku rentowności na krótkim końcu krzywej dochodowości *spread* pomiędzy 10 i 2 latkami pogłębił spadek w czerwcu w stosunku do końca czerwca, notując najniższy poziom w omawianym okresie (28.6 p.b.). Środowisko *risk-on* sprzyjało umocnieniu wysokodochodowych obligacji korporacyjnych w USA, stąd po ponad 1% miesięcznych wzrostach przepołowiliśmy pozycje w SPDR Bloomberg Barclays Short Term HY Bond ETF, iShares 0-5 Year High Yield Corporate Bond ETF oraz SPDR Bloomberg Barclays Cap. High Yield Bond ETF. Po dynamicznym wzroście rentowności na długim końcu, zamknęliśmy połowę pozycji w ProShares UltraShort 20+ Year Treasury. Ten czynnik stał również za decyzją inwestycyjną dotyczącą zwiększenia ekspozycji na amerykański dług rządowy (iShares Core US Aggregate Bond ETF) z dłuższym terminem zapadalności.

W czerwcu alokacja w akcje praktycznie nie zmieniła się i wyniosła 84% (+0.62 pp.), 43% (+0.31 pp.) i 26.7% (-0.75 pp.) odpowiednio dla TMS Dynamic, TMS Balanced i TMS Stable Growth. Z uwagi na wymagające wyceny amerykańskich spółek technologicznych zamknęliśmy pozycje w spółkach: Twitter Inc., Snap Inc. Zrealizowaliśmy też zyski zamykając pozycje w polskich spółkach, tj.: Cyfrowy Polsat SA, Polnord SA oraz ETF'ie odwzorowującym hiszpański IBEX35. Do portfela dodaliśmy atrakcyjnie wyceniane polskie akcje: Eurocash SA, Rainbow Tours SA i Grupa Azoty SA. Podwoiliśmy również pozycję w holenderskim banku ING Groep NV oraz dokupiliśmy holenderskiego producenta półprzewodników BE Semiconductor Industries NV BESI. Spadki cen metali przemysłowych wykorzystaliśmy do zwiększenia pośredniej ekspozycji na sektor, nabywając akcje spółki wydobywczej Kaz Minerals Plc.

Podsumowując, wyniki portfeli benchmarkowych są umiarkowanie zadowolające, a *gap* do grupy porównawczej spowodowany niedoważeniem koszyka *emerging markets*, wynika z naszego przekonania, że zachowanie indeksów akcyjnych, nie oddaje prawidłowo perspektywy spowolnienia w gospodarce światowej, ryzyka geopolitycznego, zmniejszania płynności na rynkach oraz potencjalnego wzrostu inflacji. Dlatego nie zwiększyliśmy poziomu alokacji nie narażając portfeli na złapanie w pułapkę korekty na rynkach akcji. Nasze przekonanie do pogarszających się warunków makro dla rynków wschodzących znalazło odzwierciedlenie w doważeniu ETF'a zarabiającego na spadkach koszyka *emerging markets*.

PORTFEL (vs grupy porównawcze)	1M	3M	6M	12M	od 8.03.2016
TMS Stable Growth ¹	-0.78 p.p.	+3.06 p.p.	+7.60 p.p.	+3.31 p.p.	+0.45 p.p.
TMS Balanced	-1.97 p.p.	+1.98 p.p.	+6.99 p.p.	+2.68 p.p.	-1.36 p.p.
TMS Dynamic	-4.07 p.p.	+1.48 p.p.	+7.38 p.p.	+3.57 p.p.	+7.49 p.p.
TMS Global Return	-1.19 p.p.	+0.28 p.p.	+6.49 p.p.	-0.03 p.p.	+1.49 p.p.
TMS Global Select	-2.11 p.p.	+1.82 p.p.	+5.05 p.p.	+3.27 p.p.	-1.60 p.p. ²

¹ Grupy porównawcze obejmują odpowiednio 32, 19, 45, 24 oraz 24 funduszy inwestycyjnych

² Od 28.04.2017

Długie pozycje (m/m)

5 najlepszych składników portfeli		5 najgorszych składników portfeli	
Amica S.A.	14.52%	BE Semiconductor Industries NV	-19.76%
Dialog Semiconductor	13.59%	Rainbow Tours S.A.	-18.88%
Caixabank SA	6.77%	ProShares VIX Short-Term Futures ETF	-15.20%
ING Groep NV	6.28%	Eurocash S.A.	-14.75%
Intesa SanPaolo SpA	5.93%	Veritone Inc.	-11.24%

Krótkie pozycje (m/m)

5 najlepszych składników portfeli		5 najgorszych składników portfeli	
Tesla	-13.07%	Grupa Lotos S.A.	14.55%
ProShares UltraShort BBG Crude Oil	+9.19%	PKN Orlen S.A.	10.21%
		KGHM Polska Miedź S.A.	9.66%
		iShares MSCI EM Index Fund	3.53%
		PKN Orlen	3.14%

Zachowanie portfeli TMS Brokers względem wybranych indeksów - lipiec 2018

