

# ペラルゴス日本アルファ・ファンド

## 2016年4月



### ファンドのパフォーマンス

ペラルゴス日本アルファ・ファンドクラスBは、4月には0.19%の下落となりました。2008年7月の設定来 (ITD) で、ファンドは57.33%上昇し、その間の年率換算実現ボラティリティは7.2%です。一方、MSCI日本株指数の累積パフォーマンスは1.06%で、その間の年率換算実現ボラティリティは20.2%です。

### Fund Performance

Share Class	NAV	MTD	YTD	ITD
Class A EUR	1,378.34	-0.20%	-0.20%	37.83%
Class B EUR	1,573.26	-0.19%	-0.19%	57.33%

### 市場環境

4月にはMSCI日本株指数は0.4%の下落となりました。3月には市場全体はかなり狭い範囲の中での取引となりましたが、4月は一転してボラティリティが大幅に上昇しました。

月初に市場は6%下落した後、11%上昇する急反発を見せましたが、最終週において再び5%下落しました。ボラティリティの上昇は、日本円の動向においても同様に見ることが出来ました。投資家心理は非常に落ち込み現在も変化は見られず、市場平均のPBRは1.1倍と歴史的な低水準で推移しています。株式市場で儲けようという参加者は皆、日銀からの支援を探していました。

過度に市場に優しいはずの日銀が(有効とは思えませんが)追加的な量的緩和を控えたことにより、リスク資産が大きく売られました。日銀の政策は、ますます予測不可能になっており、大きなリスク要因として見る事ができます。リスク資産の下支えを支援するために、プット・オプションの引受会社となること彼らの意向であるにもかかわらず、いまや彼らの手の内には何も残っていないようです。日銀による空前の介入にもかかわらず、MSCI日本株指数は、2015年6月の高値から2016年2月の安値時には、30%の下落となりました。4月には、売り持ちにしているポートフォリオは3.5%下落しファンドのパフォーマンスに大きく貢献しました。一方買い持ちにしているポートフォリオは-0.8%となり、市場をアンダーパフォームしました。4月における-20bpsの小さな損失は、弊社が限定的なネット・エクスポージャーしか取っていないなかったことの結果です。ファンドのパフォーマンスと市場の日次の相関は-0.19で、売買は純資産価値 (NAV) のわずか24%でした。弊社のコア・ポートフォリオには61のポジションを持っています。私たちは買い持ち銘柄で流動性リスクを取っているため、売り持ちにしている銘柄を上回る多くのポジションを持っています。

### Top & Bottom Industry Movers

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Energy	5.6%	-15.3%	0.7	14.4
Telecommunication	5.1%	14.5%	2.3	16.7
Materials	4.9%	-17.6%	0.7	12.6
Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Utilities	-5.2%	-6.9%	0.9	10.1
Retailing	-5.2%	2.6%	0.8	15.8
Consumer Services	-4.1%	6.6%	1.7	15.8

Source: Bloomberg

### General Statistics

% Return long book	-0.8%
% Return short book	-3.5%
# Long stocks	48
# Short stocks	11
% Long stocks ↑	38%
% Short stocks ↓	82%
# Up days / Down days	10 / 11
Daily Correlation with MSCI JP	-0.19
Turnover as % NAV	24%

Source: Factset

### Largest Long & Short Holdings

Longs	Shorts
Acom	Nippon Express
Tokyu Corp	All Nippon Airways
Relia	Hino Motors
Takara Leben	Kikkoman
Ichigo Group	Nissin Foods

Source: BNY Mellon Fund Services\*

### Single Stock Activity

Largest Buy & Buy Cover*		Largest Sell & Short Sell**	
Acom	B	Oriental Land	SS
Hitachi High Tec	B	LaSalle Logiport	S
Tokyu Corp	B	Pola Orbis	S
Murata Mfg	B	Ichigo Group	S
Ryohin Keikaku	BC	Chiyoda Co	S

\* B = Buy; BC = Buy Cover

Source: BNY Mellon Fund Services\*

\*\* S = Sell; SS = Short Sell

### 投資戦略

今月主要なロング・ポジションにおけるいくつかの重要な変更がありました。私たちは積極的にアコム (8572) のロング・ポジションを引き上げました。私たちは長年にわたって消費者金融セクターに着目し、様々なタイミングでアコムの買い持ちポジションを取ってきました。業界の再編が進み、銀行傘下の消費者金融会社の市場シェアが上がっていることに加え、過払いの返還請求はかなり前にピークを迎えたと私たちは見えています。低金利ローンのおかげで市場環境は非常に良好ですし、現在の非常に低い資金調達レートのおかげで利益率も健全な水準にあります。いちごグループ (2337) は2月の安値から80%上昇し、私たちは益出しの売却を行い、リスクリワードが改善し再度購入の機会が来るのを待つことにしました。同様に、複数年にわたる買い持ち銘柄であるポーラ・オルビス (4927) は、年初来15%株価が上昇し、各種バリエーションで見ても妥当な水準に達したとして、更なる売却を行うことにしました。私たちは、オリエンタルランド (4661) でショート・ポジションを取りました。市場では、利益成長が限定的ないしは無いにもかかわらず28倍の株価収益率で取引されています。同社は、高利益率の高投資収益率のビジネスモデルで、売り持ちにするのが困難な会社です。それにもかかわらず、現在のバリエーションにおいてリスクリワードは、魅力に薄いと評価し、厳格なストップ・ロスのための措置をとった上で、バリエーションの修正を見込んで売り持ち銘柄といたしました。

# ペラルゴス日本アルファ・ファンド 2016年4月



## 投資戦略

りらいあコミュニケーションズ(4708、旧もしもしホットライン)、日本最大級のコールセンターのオペレータは、4月のパフォーマンス貢献度において第1位となりました。この、過大な資本を抱えていない、本来であれば高ROE企業の株価は昨年低迷し-6.7%のパフォーマンスとなりましたが、ついに底打ち後反発し年初来で7.1%の上昇を見せています。東京応化工業(4186)の株価は11%ほど上昇し、半導体生産量が鈍化して在庫が急激に悪化した2015年の下落幅の一部を取り戻しました。私たちは同社の最先端の製造プロセスは、今後数年にわたる強い需要の伸びに十分に結びつくものと考えます。株価は依然として安く、PBRは0.8倍のままで取引され、時価総額の40%以上が純現金同等資産で、経営陣は大幅な株主還元を行う可能性を持っていると考えています。

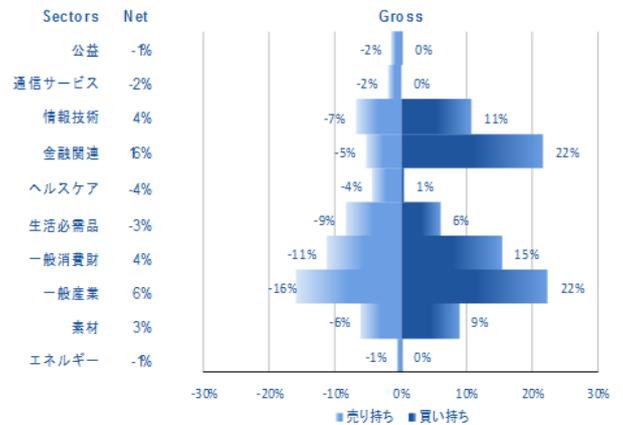
ガリバー(7559)は年初来18%上昇した後、4月は22%下落しました。この中古車の小売業者は、積極的な成長戦略を持っていますが、販売網の拡張のためのコスト増を受けてその中期計画を下方修正しました。半導体製造装置と医療機器を製造している日立ハイテク(8036)は保守的な今期業績予想が期待はずれと見なされ5%下落しました。3.7倍のEBITDA倍率および11.6倍のPERは、世界の主要な半導体製造装置および医療機器メーカーと比べて大幅なディスカウントとなっています。両事業とも今後の好調な展開が予想されます。半導体メーカーが新たな最先端のラインに投資することから製造装置の需要が高まっており、同社の新しい医療用分析器は良く売れており、さらにこの夏には多くの新製品が投入される予定です。時価総額の40%以上が純現金同等資産で、下振れリスクは限定的で、親会社の日立製作所による非上場化の可能性もあると考えます。

## Top Gainers & Losers

Gainers	CTR*	Losers	CTR*
Relia	L 0.3%	Gulliver	L -0.3%
Metawater	L 0.2%	Chiyoda Co	L -0.3%
Hino Motors	S 0.2%	Enplas Corp	L -0.3%
Takara Leben	L 0.2%	Hitachi HT	L -0.2%
Tokyo Ohka	L 0.2%	Technopro	L -0.1%

\*CTR = Contribution

Source: Factset

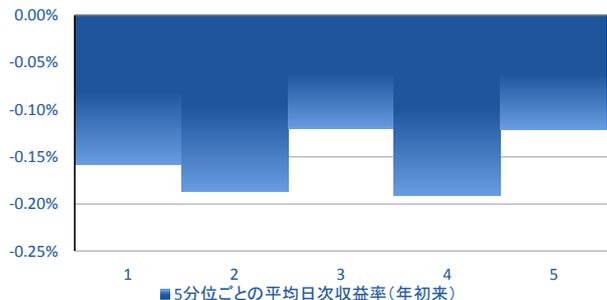


Source: UBS PAS

## Value Factor Performance\*

	P/E	EV/EBITDA	P/B	Div Yld	EV/IC	FCF
MTD	-0.8%	-1.0%	2.1%	0.7%	0.3%	-0.7%
YTD	-6.9%	-6.2%	-2.9%	6.0%	-2.1%	0.1%

Source: Factset\*



Source: Factset\*

## スタイルパフォーマンス

私たちは日々、投資スタイルの変化と日本の投資家行動の理解の参考にするために、弊社独自の定量モデルに基づいて、多くのスタイル要因をモニターしています。

4月にはバリュー要因はまちまちの動きとなりました。そうした中、PBRは、しっかりとした推移となりましたが、12ヶ月ベースではまだマイナスです。EV / EBITDAとPERはさえない動きとなり、それぞれ6%、7%下落しました。一方、配当利回りは引き続き非常に堅調な動きとなりました。

買い持ちポートフォリオのEV / EBITDAは9.0倍で、売り持ちポートフォリオのそれは10.2倍です。買い持ちポートフォリオの配当利回りは2.0%で、売り持ちポートフォリオのそれは1.6%です。

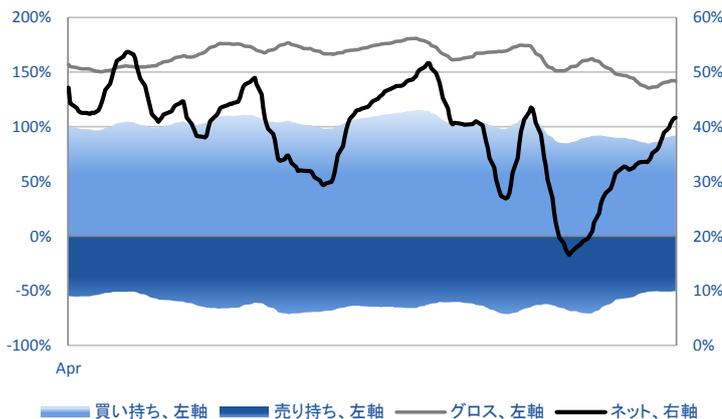
PBRについては、買い持ちポートフォリオについては1.6倍、売り持ちポートフォリオが1.9倍で先月から大きな変化はありませんでした。私たちの株式価値を重視する投資スタイルから、キャッシュリッチな企業に対する強い選好性があります。市場全体のPBRは1.1倍です。私たちの土俵、すなわち高ファンダメンタルズを志向する投資スタイルで選択された投資ユニバースの中には、非常に限定的な数の金融株しか含まれておりません。超低PBRで取引されている銀行株などは我々のユニバースに含まれていないので、私たちの投資ユニバースのPBRの中央値は1.3倍で、平均値は1.7倍です。

4月の終わりのモメンタム・エクスポージャー(ロングとショートのパートフォリオ間のスプレッド)は相当高い水準になっています。9ヶ月ベースでは買い持ちポートフォリオは2.5%下落し、売り持ちポートフォリオは10%下落しました。

## リスク分析と管理

下のグラフは、過去12ヶ月間で見たファンドのネットとグロスのエクスポージャーの推移を表しています。チャートの読みやすさを向上させるために、10取引日移動平均のエクスポージャーを表示しました。4月末のグロス・エクスポージャーは141%、デルタ調整後のそれは161%で前月からほぼ横ばいでした。ネット・エクスポージャーは42%でした。買い持ちにしている行使価格17000円の日経225プット・オプションを含めた、デルタ調整後のネット・エクスポージャーは23%となりました。いちごホテルREIT (3463)、いちごオフィスREIT (8975)、ケネディクスオフィスREIT(8972)、ケネディクス商業REIT (3453)および平和不動産REIT(8966)からなるREITのエクスポージャーは、合計で8%にのびります。

過去1年間の日次データに基づいた、想定ボラティリティは6.3%で、想定ベータはほぼゼロです。REITを保有する一方、銀行のエクスポージャーがないことから、買い持ちポートフォリオのベータは0.87でした。私たちはかねてより、低ベータ銘柄を買い持ちにする志向があります。



Source: BNY Mellon Fund Services\*

## Fund Overview

	Long	Short
Price to Earnings (PE)	15.9	20.0
EV/EBITDA	9.0	10.2
Price to Book (PB)	1.6	1.9
Dividend Yield	2.0	1.6
EV/IC	1.1	1.6
1 month momentum	-0.8	-7.3
6 month momentum	-2.5	-7.8
9 month momentum	-2.5	-10.0
Earnings momentum (1M)	-2.8	-11.8
Earnings momentum (3M)	-5.6	1.7
CFROI	6.9%	8.3%
Cash/MarketValue	29.7%	20.8%

Source: Factset

## Style Exposure

	Long	Short
Beta	0.87	0.95
Volatility	23.9%	25.6%
Debt-to-equity	5%	35%

Source: UBS PAS

## Risk Statistics Delta Adjusted

Volatility (ex-ante; 1yr daily data)	6.3%
Volatility (ex-ante; 5yr monthly data)	5.7%
Var (99%, 5 days)	1.7%
Beta (ex-ante)	0.07

Source: GS and UBS PAS

## 見通し

### 戦略的展望 - 2016年上期

グローバル株式の6年間にわたるブル・マーケットが終わりました。昨年の調整は、循環的な弱気市場の最初の兆候です。FEDの金利引き上げ政策はグローバルな米ドルの上昇と世界的な米ドルの流動性の枯渇をもたらしました。このような急激な引き締めは、商品価格の崩壊と商品関連の信用を窮地に追い込みました。このサイクルは、まだ途中で、大きな流動性イベントを見ることなく終了することはないと考えます。資産クラスを問わず、投資家はリスクの再評価を行い、経済的リスクだけでなく、流動性リスクについても見直す過程にあります。中央銀行が積極的な金融政策を通じてボラティリティに対するリスク・プレミアムを抑制してきた時期は過ぎようとしています。私たちが超低金利のために支払う対価は、資本の誤った配分です。私たちは、金利の「正常化」は、米国経済が自身の足で立つことができるという誤った前提に基づいて構築されていると考えます。中央銀行の介入によって有益なシグナルと雑音を区別することは不可能となっています。米国経済の回復は、資産価格に主導されており、いったん資産価格が元に戻り始めたら簡単に壊れてしまう、砂上の楼閣のようなものです。2016年は、妥当な循環的な弱気市場のすべての特徴を持っています。

### 戦術的展望 - 2016年5月

投資家は2月にタオルを投げ入れましたが、それ以来固まったままです。投資家はヘッドライトの中の鹿のように目を見開き、毎日のニュースに振り回されながら確信の持てない取引を行っているという状況です。マスコミは、本年第1四半期の調整の大きさについて驚きをもって書き立てています。投資家はアベノミクスの失敗や、神風黒田によって、より一層不確実性が増したことについて不満を表明します。アベノミクスは振り出しに戻ってしまいました。すべての量的緩和によって費やされた資金や、協調的な通貨介入や構造改革の希望にもかかわらず、株価は2013年5月の水準に戻っていません。私たちはこれまで一貫して、金融的な介入の実効性について疑問を呈してきました。紙幣の印刷が富を生み出すことはありません。これまでもそうでしたし、これからもそうでしょう。デフレは悪いことではありません。それはインフレと同様、富の分配の形態なのです。通貨の価値の下落は確かに、ある種の、特に高い輸出比率を持つ企業の株価上昇につながりましたが、全体的として見た場合には、救いへの道ではありません。過去10年間の日本の1人当たり実質GDPの伸びは、米国とほぼ同水準で欧州のそれを上回っていたことを思い出してください。私たちは、引き続き世界経済が不況に陥ると同時に、金融当局がさらに介入を強めてくる危険性があるという仮定の下で運用を行います。金融当局の考え方はこうです、「もしそれがうまくいかなかったら、更に追加的な措置を」。金価格の動向から見えることは、投資家が世界的に正常化という概念をあきらめているように見えるということです。予期せぬ結果は、グローバルなシステムに内包されており、「政策立案者は、何の詰め手を持っていない一方で、市場にはそれがある」ということです。経常黒字とデフレ傾向で日本円が引き続き買われる中で、政策当局は、通貨安を目指し別の「金融バズーカ」を目論んでいます。

以上

# ペラルゴス日本アルファ・ファンド

## 2016年4月



### Historic Fund Performance (Monthly)

	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar
--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

#### Class A EUR

2016	-0.20%											
2015	3.21%	2.54%	-1.63%	-3.07%	-3.05%	2.42%	1.83%	2.16%	-1.62%	1.35%	0.88%	1.08%
2014	-1.03%	-2.28%	1.40%	0.19%	-0.64%	2.01%	-1.94%	-1.28%	0.92%	-1.28%	4.85%	-0.32%
2013	6.10%	-1.05%	-0.78%	0.26%	-0.91%	1.08%	-0.79%	1.35%	1.61%	-3.21%	-0.64%	-0.59%
2012	-1.26%	-3.88%	1.72%	0.79%	0.89%	1.28%	0.54%	2.53%	3.78%	4.99%	-0.58%	6.55%
2011	0.10%	-0.19%	0.38%	-0.01%	-3.68%	0.64%	-0.41%	-2.64%	1.64%	-1.43%	3.77%	1.31%
2010	3.16%	-2.71%	-1.27%	1.12%	-0.39%	0.82%	1.03%	1.28%	1.75%	0.84%	-0.06%	-1.56%
2009	0.49%	0.98%	1.03%	-1.84%	2.07%	-1.61%	-0.40%	-3.37%	3.19%	0.65%	-0.25%	3.27%

#### Class B EUR

2016	-0.19%											
2015	3.25%	2.57%	-1.67%	-2.94%	-3.01%	2.46%	1.88%	2.06%	-1.42%	1.27%	0.92%	1.18%
2014	-0.99%	-2.24%	1.44%	0.23%	-0.60%	2.06%	-1.89%	-1.24%	0.96%	-1.24%	4.89%	-0.27%
2013	6.48%	-1.07%	-0.78%	0.31%	-0.92%	1.18%	-0.80%	1.46%	1.73%	-3.16%	-0.60%	-0.56%
2012	-1.21%	-3.83%	1.76%	0.84%	0.93%	1.32%	0.58%	2.50%	4.06%	5.35%	-0.58%	6.98%
2011	0.14%	-0.14%	0.42%	0.03%	-3.63%	0.69%	-0.38%	-2.60%	1.68%	-1.38%	3.81%	1.35%
2010	3.39%	-2.83%	-1.31%	1.23%	-0.37%	0.91%	1.13%	1.40%	1.89%	0.93%	-0.03%	-1.55%
2009	-0.67%	1.34%	1.13%	-1.93%	2.24%	-1.68%	-0.39%	-2.99%	2.84%	0.73%	-0.23%	3.52%
2008							4.46%	0.52%	1.39%	2.07%	1.67%	-0.73%

### Historic Fund Performance (Yearly)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Class A EUR	-0.20%	5.99%	0.37%	2.16%	18.33%	-0.73%	3.96%	4.07%	
Class B EUR	-0.19%	6.47%	0.88%	3.00%	19.83%	-0.23%	4.72%	3.76%	9.68%

#### Fund Facts

Investment Manager	Pelargos Capital
Legal Status	FGR (fund for joint account)
Fiscal Status	VBI (tax exempt)
Dividend Policy	Reinvestment
Base Currency	EUR
ISIN Class A EUR	NL0009051887
ISIN Class B EUR	NL0001118015
Inception Date Class A EUR	January 2009
Inception Date Class B EUR	July 2008

#### Company Facts

Firm AUM in EUR	€ 207,253,096
Firm AUM in USD	\$237,325,520

#### Portfolio Managers

Richard Dingemans  
Michael Kretschmer

#### Fund Description

Investment Strategy	Equity Long/Short
Investment Objective	Capital appreciation through investing in long/short positions in Japanese securities

#### Fund Facts

Fund Size in EUR	€ 91,260,100
Fund Size in USD	\$104,501,941
Participations Outstanding Class A	236
Participations Outstanding Class B	57,800
Minimum Subscription Class A	EUR 10,000
Minimum Subscription Class B	EUR 10,000
Dealing Day	First business day of each month
Subscription	Any dealing day, 5 business days notice
Redemption	15 business days notice
Management Fee Class A	1.5%
Management Fee Class B	1.0%
Performance Fee Class A	20% subject to High Watermark
Performance Fee Class B	15% subject to High Watermark
Early Redemption Fee	max 1% (accrues to Fund)
Lock-up Class B	1 year

#### Service Providers

Prime Brokers	UBS AG, Goldman Sachs International
Administrator	BNY Mellon Fund Services
Accountant	PricewaterhouseCoopers
Legal	De Brauw Blackstone Westbroek N.V.
Title Holder	SGG Netherlands N.V.
Depository	Bank of New York Mellon

# ペラルゴス日本アルファ・ファンド 2016年4月



## Contact Details

WTC The Hague, Tower E 7th floor

Prinses Margrietplantsoen 43

2595 AM, The Hague

The Netherlands

+31 (70) 7568030

[www.pelargoscapital.com](http://www.pelargoscapital.com)

## Disclaimer

Pelargos Capital B.V. has compiled this publication. Pelargos Capital B.V. is a management company and in that capacity avails of a license pursuant to section 2:65 of the Act on Financial Supervision of the Netherlands (Wft) as that section reads following the incorporation of the AIFM Directive in the Wft].

Although the information contained in this publication is composed with great care and although we always strive to ensure the accuracy, completeness and correctness of the information, imperfections due to human errors may occur, as a result of which presented data and calculations may vary. Therefore, no rights may be derived from the provided data and calculations. All information is provided "as is" and is subject to change without prior notice.

Pelargos Capital B.V. does not warrant the adequacy, accuracy or completeness of any information and expressly disclaims any liability for errors or omissions therein. The recipients of this publication are responsible for evaluating the accuracy, completeness or usefulness of this information.

The information contained in this publication does not constitute any recommendation, investment proposal, offer to provide a service, nor a solicitation to buy or sell any security or other investment product.

The publication of this information may be subject to restrictions imposed by law in some jurisdictions. Pelargos Capital B.V. requests any recipient of this publication to become acquainted with, and to observe, all restrictions. Pelargos Capital B.V. accepts no liability for infringement of such restrictions.

The recipient shall not distribute, forward or publish this information. No rights may be derived from the provided information, data and calculations. Also by risks inherent to this investment fund, the value of the investments may fluctuate. Past performance is no guarantee or guide to future performance.

当資料は英語によるオリジナルを、ご覧になる方の利便性を考慮し、弊社にて日本語に翻訳したものです。十分な注意をもって作業を行いました。が、瑕疵や齟齬などを含んでいる可能性があります。その場合英文オリジナルを優先いたしますので、合わせてご覧いただくようお願いいたします。

