

ペラルゴス日本アルファ・ファンド 2016年12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12月0.39%上昇しました。2016年間でファンドは2.07%上昇して年末を迎えました。2008年7月設定来の累積パフォーマンス(ITD)は+55.58%、その間の年率換算実現ボラティリティは7.2%です。一方、ベンチマークであるMSCI日本株指数は累積で11.7%上昇し、その間のボラティリティは20.1%でした。

市場環境

トランプショックに始まったグローバルなリスクアセットの強気相場は12月にも続きました。MSCIワールド、MSCI日本株指数はそれぞれ2.3%、3.2%上昇しました。世界的な債券相場からの資金流出により、日米金利差はさらに拡大し、円安に拍車がかかりました。

12月中旬のFRBの会合以降は為替相場は債券市場とともに落ち着きを見せました。以来、循環的なバリュー株は市場をアンダーパフォームし始め、投資家はディフェンシブ銘柄に資金を戻す動きが見られました。我々は月の前半にあげたパフォーマンスの一部を後半に吐き出す形となり、12月は結局+0.4%、2016年の年間収益は+2.1%となりました。

6月にスタートしたグレートローテーション(株価モメンタム、業績モメンタムが強く、債券代替としてみなされるような銘柄群から割安な循環株や金利上昇メリット株への資金シフト)は12月にピークアウトした感があります。

11月とは対照的に、我々の買い持ち銘柄は2.9%しか上昇せず、一方売り持ち銘柄は4.6%上昇しました。しかしながら1年間のトータルで見れば買い持ち銘柄は+5.3%、売り持ち銘柄は-1.6%と、満足のいく結果となっております。日次ベースの相関係数は12月は0.5でした。先月は大きく上昇しましたが11月の0.9から大きく下落しています。相関係数は以前のレベルからは大きく上昇しておりますが、それは我々の買い持ち銘柄に占める割安な循環株の比率が上がっており、これらの全体市場との相関が高くなっているためです。回転率は予想値の32%を下回ってきています。

Top 10 gross positions

Pola Orbis	4.2%	Mitsui Soko	2.3%
Sumco	3.0%	Ichigo Group	2.2%
Relia	2.6%	Fuji Media	2.2%
Sumitomo MM	2.4%	Kose Corp	2.1%
Mitsui Fudosan	2.3%	Ryosan	2.1%

Source: BNY Mellon Fund Services

Single Stock Activity

Largest Buy & Buy Cover*		Largest Sell & Short Sell**	
Pola Orbis	B	Ube Industries	S
Oriental Land	BC	Tokyo Ohka Kogyo	S
Nippon Building Fund	BC	Hitachi High Tec	S
Azbil Corp	B	Nishimatsu Const	S
Nippon Express	BC	Honda Motor	S

* B = Buy; BC = Buy Cover

Source: BNY Mellon Fund Services

** S = Sell; SS = Short Sell

Fund Performance

Share Class	NAV	MTD	YTD	ITD
Class A EUR	1,360.27	0.38%	-1.51%	36.03%
Class B EUR	1,555.82	0.39%	-1.29%	55.58%

Top & Bottom Industry Movers

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Energy	9.2%	-1.6%	0.9	14.8
Utilities	9.1%	-1.0%	0.8	16.6
Telecommunication	8.2%	26.9%	2.0	15.0

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Software & Service	-2.8%	35.9%	2.0	20.5
Capital Goods	1.3%	5.8%	1.0	13.9
Real Estate	1.4%	-4.7%	1.2	14.6

Source: Bloomberg

General Statistics

% Return long book	2.9%
% Return short book	4.6%
# Long stocks	47
# Short stocks	11
% Long stocks ↑	74%
% Short stocks ↓	18%
# Up days / Down days	9 / 11
Daily Correlation with MSCI JP	0.50
Turnover as % NAV	32%

Source: Factset

投資戦略

コアブックは買い持ち銘柄47、売り持ち銘柄11からなっています。米国大統領選挙が終わり、政治イベントリスクが一時収束し、投資家の関心はマクロからミクロのニュースにシフトしました。ペアワイズ相関は数年来で最大の下落を見せました。相関係数の下落は、ボトムアップで銘柄選択を行っている我々にはポジティブです。幾つかの買い持ち銘柄については、株価が大きく上昇したため、我々の規律に則り、売り切りもしくは部分的な利食いを行いました。宇部興産(4208)については買い持ちポジションをクローズしました。我々が8月にこの銘柄を買い始めた時はPBR 0.7倍で取引されていました。宇部興産のPBRが1倍水準に近づき、我々は利食いを決断しました。保有期間はわずか4ヶ月で、平均コスト189円で買い、230円で売却する形となりました。会社の内容が大きく変わらない限り、宇部興産のROEは株主資本コストの水準で、PBR1倍というのが妥当な水準であると考えます。今回のように適正水準から大きく乖離した株価というのは収益を上げる好機です。先月大きくパフォーマンスに貢献したSUMCO(3436)は12月も50bpの貢献をしてくれました。典型的な資本集約産業でコモデティ商品であるシリコンウェーハーで供給不足と価格上昇というシナリオに基づいた我々の投資は実を結び、SUMCOは2016年のパフォーマンスの最大の貢献(125bp)をしてくれました。上場直後から保有しているポーラオルビス

投資戦略

(4927)のタイミングの良い買い増しは、先月40bpの貢献をしてくれました。1月に発売されたシフト効果のある新製品の業績への寄与が明確なものになってきたと市場は見えています。この新商品の会社の売り上げ見通しは保守的であり、セルサイドアナリストも業績予想の修正を今後数カ月の間に行うものと考えております。もっとも大きなマイナス貢献となったのは東芝プラント(1983)でした。12月にはこの銘柄は10%下落しました。この銘柄は大変割安ですが、親会社の東芝(6502)の海外子会社の大規模損失の問題で、大きく売られることとなりました。

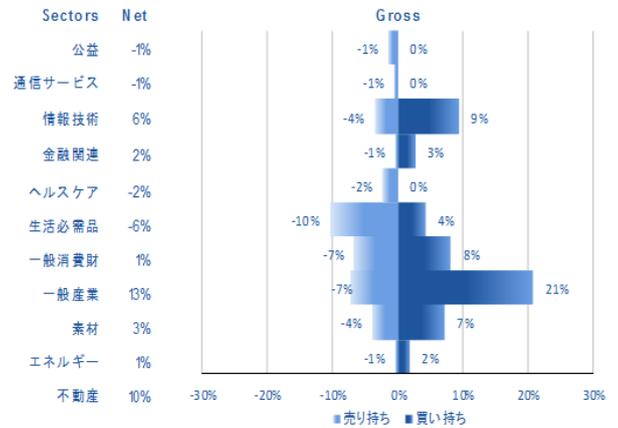
上述したように、割高なモメンタム銘柄群(主に生活必需品)が月の後半に上昇し、コーセー(4922)、ハウス食品(2810)、日清食品(2897)などの売り持ち銘柄がパフォーマンスにマイナス貢献しましたが、なんとかプラス(40bpですが)を確保しました。セクター別のアロケーションとしては買い持ちでは産業セクターが最大(NAVの13%)で、売り持ちでは生活必需品が最大(NAVの8%)でした。

Top Gainers & Losers

Gainers		CTR*	Losers		CTR*
Sumco Corp	L	0.5%	Toshiba Plant Sy	L	-0.2%
Pola Orbis	L	0.4%	Kose Corp	S	-0.2%
Resona	L	0.2%	Acom	L	-0.2%
Shin-Etsu Chemi	L	0.2%	House Food	S	-0.1%
Chudenko	L	0.1%	Nissin Foods	S	-0.1%

*CTR = Contribution

Source: Factset

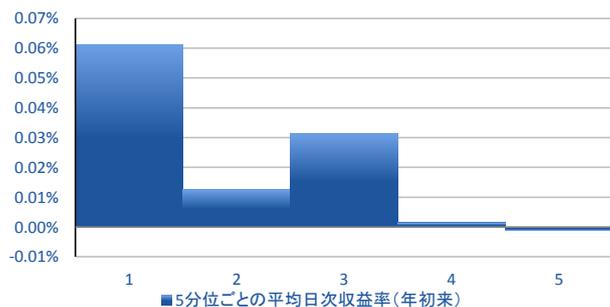


Source: UBS PAS

Value Factor Performance*

	P/E	EV/EBITDA	P/B	Div Yld	EV/IC	FCF
MTD	0.3%	2.7%	3%	2.1%	1.8%	0.6%
YTD	4.7%	7.1%	17%	13.5%	6.6%	8.6%

Source: Factset*



Source: Factset*

スタイル分析

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、当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。これは市場の混乱、歪みを発見するのに大変有益です。さらに、これは投資スタイルのトレンド、投資家の行動を理解するのに大変役立っています。

上述したように、6月にスタートしたバリュファクターのアウトパフォーマンスは12月の半ばにいったんピークを打ちました。この動きは債券市場の動きと連動しています。ファクターリターンを見てみると、バリューはほとんどすべてのセクター、そしてほとんどすべてのバリュファクターで効いていたということがわかります。ほとんどのバリュファクターは強いモメンタムを見せておりません。

2016年前半に我々は何度となく循環銘柄群とディフェンシブ銘柄群のバリュエーション格差が拡大しすぎている、と主張してきました。この反転が我々の最大のトレードでしたが、反転はまだまだ終わっていない(=割安な循環銘柄群はまだ大きくアウトパフォーマンスする余地がある)、と考えています。買い持ちポートフォリオのPER17.9倍に対して売り持ちポートフォリオのPERは24.5倍です。また、買い持ちポートフォリオのEV/EBITDA7.5倍に対して売り持ちポートフォリオのEV/EBITDAは11.2倍となっています。配当利回りは買い持ちポートフォリオが2.2%、売り持ちポートフォリオは1.6%です。

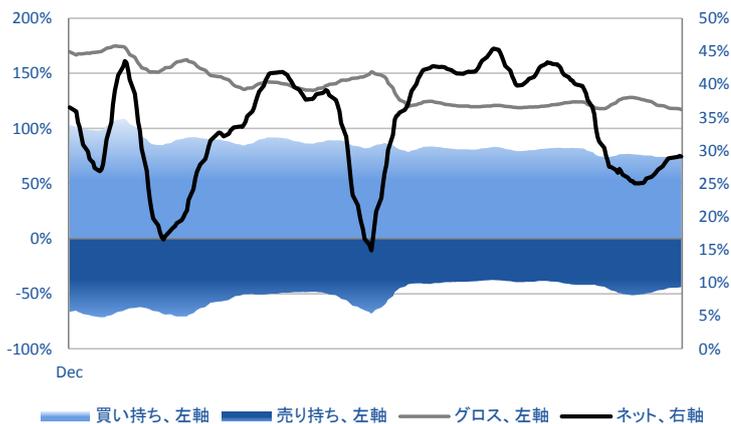
買い持ちポートフォリオのPBRは1.6倍で、売り持ちポートフォリオのそれは2.3倍です。低PBR銘柄のスクリーニングを行えば金融セクターの銘柄がたくさん出てきますが、我々は理解できるものに投資対象を絞っておりわずかの銘柄を除いては金融セクターを投資対象とはしていません。株価モメンタムは大きく上昇しました。過去9ヶ月ベースで、買い持ちポートフォリオの株価モメンタムは17.8%、売り持ちポートフォリオについては1.0%でした。

リスクの分析と管理

下のグラフは、過去12ヶ月間に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。

2016年6月は、我々が運用開始以来最悪の月となりましたが、我々は規律に従って行動し、ファンドのリスクを減らしました。グレートローテーションが始まり、我々は損失を取り戻し、10月まで40%のネットエクスポージャーを維持することに不安を感じませんでした。米国大統領選挙前に、目標株価を達成した幾つかの買い持ち銘柄の利食いを行いました。年末の段階でネットエクスポージャーは27%、グロスエクスポージャーは113%となっています。

デルタ調整後ベースでは、上述のプット・オプションを含めると、ネット・エクスポージャーはわずか13%でした。年末の想定ボラティリティは7.1%、想定ベータは0.31でした。



Source: BNY Mellon Fund Services*

Fund Overview

	Long	Short
Price to Earnings (PE)	17.9	24.5
EV/EBITDA	7.5	11.2
Price to Book (PB)	1.6	2.3
Dividend Yield	2.2	1.6
EV/IC	1.0	2.0
1 month momentum	3.4	3.7
6 month momentum	25.7	6.0
9 month momentum	17.8	1.0
Earnings momentum (1M)	12.2	19.6
Earnings momentum (3M)	6.7	13.0
CFROI	7.7%	10.3%
Cash/MarketValue	33.8%	14.9%

Source: Factset

Style Exposure

	Long	Short
Beta	0.99	0.76
Volatility	16.4%	14.1%
Debt-to-equity	9%	48%

Source: UBS PAS

Risk Statistics Delta Adjusted

Volatility (ex-ante; 1yr daily data)	7.1%
Volatility (ex-ante; 5yr monthly data)	6.1%
Var (99%, 5 days)	1.4%
Beta (ex-ante)	0.31

Source: GS and UBS PAS

見通し

戦略的展望 - 2017年上期

2015年8月に始まった弱気相場で、TOPIXは2016年の6月まで30%下落しました。日本株にとって2016年はまたもやマクロイベントリスクが顕在化する年となりました。昨年は可能性が低いと思われていたリスクシナリオが実現した年となりました。1月は年の始めとしては過去最悪の月となりました。BREXITによるリスク回避の動きで相場は翻弄され、米国大統領選挙によって政治的な不確実性が高まりました。日本株は債券金利と同時に底打ちし、ここ10年で最大のグレートローテーションが起こりました。世界の経済成長は大変弱々しく、我々の予想したとおり、FRBはそう簡単に金利水準を過去の水準に戻すことはできません。しかしながら、債券市場での需給バランスは大きく変化し、日米金利差の拡大で円は売られ、ついにバリューストックのパフォーマンスが好転しました。2017年前半については、為替環境にも支えられバリューストックの好パフォーマンスは続きそうだと考えております。しかしながら、一定水準を超えた金利上昇は世界経済にマイナスとなり、デフレーションの状態に戻るリスクさえあると見ています。短期的に見ればバリューストックが上がりきっておらず業績も上向き、そして自社株買いも増えていく日本株は魅力的であると考えます。

戦術的展望 - 2017年1月

循環的バリューストックは昨年夏以降素晴らしいパフォーマンスを見せ、循環株とデフェンシブ株のバリューストック格差はある程度の調整を見せました。しかしながら我々はまだまだ持っています。なぜなら株価の割高ないわゆる低ボラティリティ銘柄は債券利回りとの連動性が高く、ボラティリティの逆襲がすでに始まっているからです。投資家は、低ベータ株に皆が群がって割高な水準まで買いあがったのは大きなリスクだと認識しています。実際の所、過去数カ月を見ますと、低ボラティリティ（であるはずの）銘柄群のETFは市場全体のETFのそれを上回ってきています。株式の価格と本源的価値の不一致が正にリスクであると考えます。低ボラティリティ銘柄のバリューストック調整はさらに続くかと期待しています。もしも今年の後半に大幅に割高な価格で低ボラティリティ銘柄を買った投資家が評価損に耐えきれなくなって損切りを始めたら、そういった銘柄の買いの好機が訪れるかもしれません。当分の間は割高なデフェンシブ株の売り持ちをキープし、循環株が一定の水準まで上昇したら利食いを行う、というスタンスで臨みます。

ペラルゴス日本アルファ・ファンド

2016年12月



Historic Fund Performance (Monthly)

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

Class A EUR												
2016	-0.20%	-1.03%	-4.52%	2.08%	-1.09%	-0.33%	2.38%	0.99%	0.38%			
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	-0.71%	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%	-1.06%	-4.33%	2.12%	-1.05%	-0.29%	2.38%	0.88%	0.39%			
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				0.96%	-1.35%	1.40%	3.44%	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	-1.51%	5.99%	0.37%	2.16%	18.33%	-0.73%	3.96%	2.83%	
Class B EUR	-1.29%	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	€ 219,343,133
Firm AUM in USD	\$230,683,173

Portfolio Managers

Richard Dingemans
Michael Kretschmer

Fund Description

Investment Strategy	Equity Long/Short
Investment Style	Value with a twist
Investment Objective	Capital appreciation through investing in

Fund Facts

Fund Size in EUR	€ 93,584,787
Fund Size in USD	\$98,423,121
Participations Outstanding Class A	236
Participations Outstanding Class B	59,945
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

Contact Details

WTC The Hague, Tower E 7th floor
Prinses Margrietplantsoen 43
2595 AM, The Hague
The Netherlands
+31 (70) 7568030
www.pelargoscapital.com

免責事項

Pelargos Capital B.V.が本資料を作成しました。

本書に含まれる情報は細心の注意を払って構成されており、私たちは常に情報の正確性、完全性、正確性を保証するために努力していますが、人的エラーに起因してデータや計算結果に瑕疵が存在する可能性があります。したがって、どのような権利も提供されたデータと計算から導出することはできません。すべての情報が予告なく変更することがあります。

Pelargos Capital B.V.は、任意の情報の妥当性、正確性や完全性を保証するものではありません。その中の誤り、または欠如について、一切責任を負いません。本書の受信者は、この情報の正確性、完全性または有用性を評価するための責任があります。

本書に含まれる情報は、サービスを提供するための任意の推薦、投資の提案、提供、また任意の証券または他の投資商品を購入または売却するための勧誘を目的とするものではありません。

この情報の公開は、いくつかの法域の法律による制約を受ける場合があります。Pelargos Capital B.V.は、この出版物の任意の受信者がすべての制限を認知されることを要求しません。Pelargos Capital B.V.は、そのような制限の侵害に関して、一切の責任を負いません。

受信者は、この情報を配布したり、他人に転送したり、公開してはいけません。いかなる権利も、提供された情報、データ及び計算から導出することはできません。また、この投資ファンドに固有のリスクにより、投資の価値は変動することがあります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証したり導出するものではありません。

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。

