

# ペラルゴス日本アルファ・ファンド 2016年2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、2月0.92%の上昇となりました。2008年7月設定来の累積パフォーマンス(1TD)は+55.78%、その間の年率換算実現ボラティリティは7.3%です。一方、ベンチマークであるMSCI日本株指数は累積で3.98%下落し、その間のボラティリティは20.4%でした。

## 市場環境

2月、MSCI日本株指数は日本円が対ドルで7%上昇したことを受けて、-9.4%の大幅下落となりました。日本銀行(日銀)による介入は全くの裏目に出て、大幅な円高につながりました。株式のボラティリティは極めて高く、月中の高値から安値まで18.5%の下落を見せました。

2月には、私たちの買い持ちにしているポートフォリオは引き続き相対的なアウトパフォーマンスを継続し、6.8%の下落に止まりました。一方、売り持ちにしていた銘柄は-10.2%のパフォーマンスになりました。世界経済は不調であり、中央銀行のアクティビст的な行動のみが目立っていました。残念ながら、中央銀行の施策は効果がないように見えるにもかかわらず、黒田日銀総裁もドラギ欧州中央銀行総裁も、ほぼ変わらぬことを行おうとしています。このように、日本と欧州がともに米国と反対方向に進もうとする金融政策の乖離という壮大な実験が継続されています。

私たちは、8月で昨年の急落は、循環的な弱気相場の始まりであるとの前提の下で運用を行っています。私たちの意見では、深刻な減速世界経済情勢下でのFRBの利上げは、世界的なドルの流動性危機を引き起こしたと考えます。銀行に対する弊社のエクスポージャーはかなり限定的です。金融セクターのエクスポージャーは、主に不動産投資信託(REIT)、不動産ディベロッパーと消費者金融です。

MSCI日本株指数とのファンドの日々の相関は0.05でした。また、株価が上昇した日数は株価が下落した日数と同日数でした。

## Largest Long & Short Holdings

Longs	Shorts
Ryosan	Hino Motors
Ichigo Group	Nippon Express
Takara Leben	Komatsu
Relia	Kose Corp
Nikon Corp	All Nippon Airways

Source: BNY Mellon Fund Services

## Single Stock Activity

Largest Buy & Buy Cover*		Largest Sell & Short Sell**	
Nikon Corp	B	Toray Industries	SS
LaSalle Logiport	B	Ryohin Keikaku	SS
Kikkoman Corp	BC	Nippon Express	SS
Advantest Corp	BC	Hino Motors	SS
Sumitomo Met Min	B	Pola Orbis	S

\* B = Buy; BC = Buy Cover

Source: BNY Mellon Fund Services

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

## Fund Performance

Share Class	NAV	MTD	YTD	1TD
Class A EUR	1,366.45	0.88%	4.86%	36.65%
Class B EUR	1,557.76	0.92%	5.23%	55.78%

## Top & Bottom Industry Movers

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Telecommunication	1.5%	10.6%	2.0	15.5
Consumer Services	-2.5%	8.6%	1.8	17.0
Pharma	-3.3%	26.0%	1.4	21.6

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Banks	-20.1%	-26.0%	0.4	8.3
Automobiles	-17.8%	-228.0%	0.8	10.9
Div. Financials	-15.5%	-17.8%	1.0	14.7

Source: Bloomberg

## General Statistics

% Return long book	-6.8%
% Return short book	-10.2%
# Long stocks	48
# Short stocks	13
% Long stocks ↑	21%
% Short stocks ↓	85%
# Up days / Down days	10 / 11
Daily Correlation with MSCI JP	0.05
Turnover as % NAV	25%

Source: Factset

## 投資戦略

依然としてリョーサン(8140)は私たちの最大の買い持ち銘柄です。いちごグループ(2337)とタカラレーベン(8897)は、ランキングの上位に上昇。これは、一部は株価上昇によるものと、最近の市場混乱の最中にポジションを追加したためです。大きな変動を見せる市場の中で、私たちはゆるぎなく、信ずるに足る銘柄をしっかりと組み入れました。

一方売り持ちポジションに大きな変化はありません。私たちは、ボラティリティの高い市場環境下で非常にしっかりとリスクレベルを管理し、部分的にアドバンテストとキッコマンを買い戻しました。

私たちは、ラサーロジポート投資法人(REIT: 3466)のIPOに参加するとともに、金、銅、ニッケルのエクスポージャーを持つ数少ない日本企業である住友金属鉱山(5713)を限定的ながら組み入れました。

空売りについては、歴史的に見て資本コストをカバーできていないにもかかわらず1.5倍のPBRで売買されている特殊素材会社の東レなどの循環株に焦点を当てました。東レは、過剰な資本支出により資本コストをカバーできない状況が一貫して続いています。

### 投資戦略

私たちの売り持ちは、二つのスタイル/市場セグメントに集中しています。一つは、高い価格モメンタム銘柄で、法外なマルチプルで取引されている高収益モメンタム生活必需品関連銘柄です。もう一つは、パイサイド、セルサイド共に収益の悪化を過小評価している循環株です。コーセー(4922)は、ディフェンシブな化粧品会社であるにもかかわらず、2月に12%下落しました。同様に、雪印メグミルク(2270)は、先月14%下落しました。これらの株式は、低金利の債券と入れ替える目的で、ディフェンシブであると期待して、株価にかかわらず機関投資家が買い入れる、最小分散指数やスマートベータというテーマに乗った銘柄です。

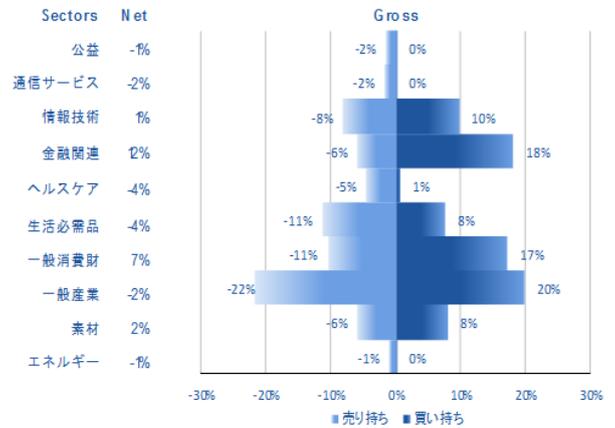
パフォーマンス寄与度において上位5銘柄の一つは買い持ちにしている、ケネディクス商業リート投資法人(3453)でした。このREITは先月13%上昇しましたが、10年国債金利が0%以下に低下する中で、高配当銘柄は全般的に非常に堅調でした。マイナス寄与となった銘柄は、化学メーカーのカネカ(4118)、極端にキャッシュ・リッチなハイテク企業の東京応化工業(4186)、大手銀行のりそなホールディングス(8308)、靴の小売店のチヨダ(8185)、エレクトロニクス商社であるリョーサン(81440)など、今月は共通点がほとんど何もありませんでした。最大のネットロングポジションは、依然として金融セクターでした。当該アロケーションは、ほとんどすべてこれと言って魅力のない、古き良き不動産投資信託ですが、私たちは高配当と将来の堅実な配当成長および魅力的なバリュエーションで選択しました。

### Top Gainers & Losers

Gainers		CTR*	Losers		CTR*
Hino Motors	S	0.5%	Kaneka Corp	L	-0.6%
Kose Corp	S	0.3%	Tokyo Ohka Kogyo	L	-0.5%
Nippon Express	S	0.3%	Ryosan	L	-0.4%
Megmilk Snow	S	0.3%	Resona Holdings	L	-0.4%
Fujifilm	L	0.3%	Chiyoda Co	L	-0.4%

\*CTR = Contribution

Source: Factset

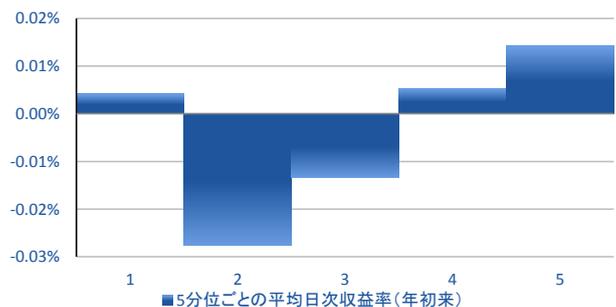


Source: UBS PAS

### Value Factor Performance\*

	P/E	EV/EBITDA	P/B	Div Yld	EV/IC	FCF
MTD	-6.5%	-5.4%	-4.1%	0.6%	-3.0%	1.6%
YTD	-5.8%	-6.6%	-4.9%	4.0%	-3.0%	5.1%

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。

バリュエーションは年初来でマイナスに転じ、2月はバリュエーション株にとって再度、不調な月となりました。高株価純資産倍率(P/B)、高株価収益率(PER)株式が市場全体を大きく上回りました。

すべてのバリュエーション要因は、配当利回りとフリーキャッシュフロー利回りを除き、マイナスでした。日銀がマイナス金利に向かって誘導する意向を発表した1月の最終日に強力な後押しを得た高配当銘柄は、2月も堅調なパフォーマンスを見せました。買い持ちポートフォリオの配当利回りは1.9%で、一方売り持ちポートフォリオのそれは1.6%です。

バリュエーションのパフォーマンスの低下の一部は、金融セクターの不調に起因します。金融セクターの中では、すでに非常に割安である銀行および保険がさらに値を消した一方、不動産と消費者金融は堅調でした。買い持ちポジションの1%であるりそなホールディングスが、唯一の銀行エクスポージャーです。私たちは、銀行株を避ける傾向にあります。銀行のパランスシートに載っている複雑なアセットの評価が困難なことに加え、規制当局、財政当局の介入によって、私たちの運用における優位性が発揮できないと考えているからです。私たちは、REITのシンプルさを選好し、REITの8%のネット・エクスポージャーは、パフォーマンスにうまく貢献しました。

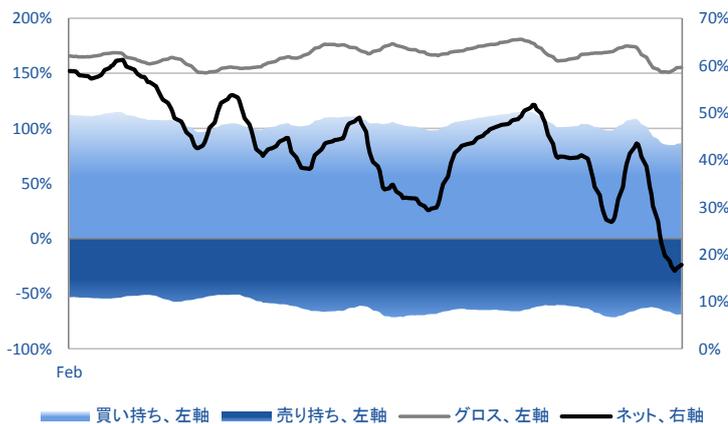
モメンタムのエクスポージャーは(ロングとショート・ブックのスプレッド)は9カ月間ベースではほとんどありません。6ヶ月間ベースではロング・ブックで-0.9%、ショート・ブックでは-10%です。PBRのスプレッドは変化なく、売り持ちポートフォリオの2.0倍に比べて買い持ちポートフォリオのそれは1.5倍でした。私たちの株式価値を重視する投資スタイルから、キャッシュリッチな企業に対する強い選好性があります。

**リスク管理**

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。

2月末のグロス・エクスポージャーは157%で、デルタ調整後のそれは184%でした。ネット・エクスポージャーは19%となりました。私たちの極端な下振れシナリオは、織り込まれたものとして、昨年12月初めに安価で組み込んだプロテクション、ヘッジの一部を解消しました。デルタはネット・エクスポージャーを調整するオプションを含めると11%となりました。

過去1年間の日次のデータに基づく、想定ボラティリティはちょうど5.7%でした。また想定ベータは、ほぼ0%です。部分的にはREITを保有する一方、銀行株をほとんど保有していないことが理由です。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せん。



Source: BNY Mellon Fund Services

**Fund Overview**

	Long	Short
Price to Earnings (PE)	16.5	17.4
EV/EBITDA	8.2	10.2
Price to Book (PB)	1.5	2.0
Dividend Yield	2.1	1.8
EV/IC	1.1	1.8
1 month momentum	-6.0	-10.0
6 month momentum	-0.9	-10.4
9 month momentum	-7.5	-8.0
Earnings momentum (1M)	-17.4	-6.7
Earnings momentum (3M)	-1.8	-3.0
CFROI	7.0%	8.8%
Cash/MarketValue	31.7%	17.7%

Source: Factset

**Style Exposure**

	Long	Short
Beta	0.9	1.0
Volatility	23.2%	25.0%
Debt-to-equity	-1%	37%

Source: UBS PAS

**Risk Statistics Delta Adjusted**

Volatility (ex-ante; 1yr daily data)	5.7%
Volatility (ex-ante; 5yr monthly data)	4.8%
Var (99%, 5 days)	1.9%
Beta (ex-ante)	-0.01

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流動性の減少をもたらしました。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。主要な流動性危機で終了します。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。中央銀行の金融アクティビズム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、妥当な循環的弱気市場のすべての特徴を持っています。当面、FEDはあなたの救助に来ません。日本が10年前に見出したごとく、マイナス金利の実行は口で言うほど容易ではありません。

**戦術的展望 - 2016年3月**

日本市場は2月に大幅な急落場面を迎えました。一時期、国内株式は年初来で23%下落し、昨年の高値からは30%のマイナスとなりました。これは立派な弱気相場入りといえるもので、市場心理も極端に弱気に振れました。投資家がタオルを投げ込む一方で、売りが一段落すると、ショートカバーに走りました。その後のラリーの性質は、弱気筋が市場の支配を取り戻すのか、中央銀行がますます高価な、プットオプションを引き受けるのかを見極めるものとなりました。これは、製造不況が拡大しているにもかかわらず、パンチボウルを取り上げた世界の準備通貨当局にかかっています。私たちは、常に注意を怠らず、常識に基づいて決して派手ではなく、市場において注目もされないような安定的な配当の支払いが期待できる銘柄に投資機会を見出します。狂気は、傍若無人なほどの高評価でそれを明示しますが、非常に商いの集中している株価モメンタムの高い株式がそれだということができます。慎重なトップダウンによるマクロオーバーレイを伴った、ファンダメンタルズなボトムアップによる投資が私たちに有利に働いています。市場の上値は悪化するファンダメンタルズでキャップされ、下値は、ベア・トラップを仕掛ける中央銀行によって保護されています。

# ペラルゴス日本アルファ・ファンド

## 2016年2月



### Historic Fund Performance (Monthly)

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

#### Class A EUR

Year	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar
2016												
2015	3.21%	2.54%	-1.63%	-3.07%	-3.05%	2.42%	1.83%	2.16%	-1.62%	1.35%	0.88%	
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

Year	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar
2016												
2015	3.25%	2.57%	-1.67%	-2.94%	-3.01%	2.46%	1.88%	2.06%	-1.42%	1.27%	0.92%	
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)

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Class A EUR	4.86%	0.37%	2.16%	18.33%	-0.73%	3.96%	4.07%	
Class B EUR	5.23%	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	€ 215,516,972
Firm AUM in USD	\$234,331,603

#### 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	€ 92,603,168
Fund Size in USD	\$100,687,425
Participations Outstanding Class A	236
Participations Outstanding Class B	59,239
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](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.

