

ペラルゴス日本アルファ・ファンド 2016年1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1月に1.27%上昇しました。2008年7月設定来の累積パフォーマンス(ITD)は+54.36%、その間の年率換算実現ボラティリティは7.4%です。一方、ベンチマークであるMSCI日本株指数は累積で5.93%上昇し、その間のボラティリティは20.2%でした。

Fund Performance

Share Class	NAV	MTD	YTD	ITD
Class A EUR	1,354.53	1.35%	3.94%	35.45%
Class B EUR	1,543.62	1.27%	4.27%	54.36%

市場環境

1月には、日本の株式市場は7.7%の下落となりました。1月21日の年初来安値時には-16%を記録しました。多くの先進国株式市場が本年、史上最悪のスタートを切ることとなりました。

私たちは市場の混乱を予測し備えていたため、ファンドは+1.3%のパフォーマンスを上げる事が出来ました。昨年8月の急落は、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きました。世界経済の深刻な減速下での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。昨年12月の最初の週に、私たちは非常にリーズナブルな価格でアウト・オブ・ザ・マネーのプット・オプションを買いました。米国FEDは資産価格の上昇に支えられた米国経済の自立的な強さを全く誤解していました。

もちろん、1月の最大の見出しとなったニュースは月末の日本銀行(BOJ)による市場介入でした。日銀の目的は、ヨーロッパの中央銀行がしばらく前に採ったマイナス金利への変更です。金融政策による介入は、保険や銀行など金利敏感株に顕著な負の影響を持つものの、リスク資産に対しては決定的な後押しとなります。私たちのポートフォリオの金利敏感銘柄のエクスポージャーは非常に限定的で、買い持ちポートフォリオはわずか4.6%の下落となりました。残念ながら、売り持ちポートフォリオはさらにこれを上回る結果となりましたが、その要因は、a)バリュエーションのパフォーマンスが悪かったこと、b)高株価で価格モメンタムの強い銘柄、バリュエーションの高い銘柄が月末に向けて強く切り返したことです。MSCI日本株指数とファンドの日々の相関は-0.47でした。また、株価が上昇した日数は株価が下落した日数を上回っていました。

Top & Bottom Industry Movers

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Food Beverage	-4.2%	19.5%	1.2	21.3
Household Product	-4.4%	30.7%	2.2	25.8
Commercial Service	-5.1%	22.0%	1.4	17.0

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Insurance	-14.4%	2.2%	0.7	14.5
Tech Hardware	-14.3%	-10.4%	0.8	13.2
Banks	-13.7%	-5.6%	0.4	7.4

Source: Bloomberg

General Statistics

% Return long book	-4.6%
% Return short book	-3.9%
# Long stocks	46
# Short stocks	11
% Long stocks ↑	28%
% Short stocks ↓	73%
# Up days / Down days	11 / 9
Daily Correlation with MSCI JP	-0.47
Turnover as % NAV	35%

Source: Factset

Largest Long & Short Holdings

Longs	Shorts
Ryosan	Hino Motors
Chiyoda Co	Kikkoman Corp
Moshi Moshi	Komatsu
Ichigo Group	Kose Corp
Pola Orbis	All Nippon Airways

Source: BNY Mellon Fund Services

Single Stock Activity

Largest Buy & Buy Cover*		Largest Sell & Short Sell**	
THK	BC	All Nippon Airways	SS
Nikon Corp	B	Kose Corp	SS
Kenedix Realty	B	Advantest Corp	SS
Nissin Foods	BC	Megmilk Snow	SS
Sanrio Co	BC	Hino Motors	SS

* B = Buy; BC = Buy Cover

Source: BNY Mellon Fund Services

** S = Sell; SS = Short Sell

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が、1月の混乱した市場のさなかに、昨年末から株価が30%下落した靴の小売店、チヨダ(8185)をロング・ポジションに追加しました。売り持ちに関しては、THK(6481)のショートポジションのすべてをカバーしました。同銘柄は想定通りの展開の中で目標株価を達成しました。コーセイ(4922)についてはショートポジションの積み増しを実施しました。この高株価・高株価モメンタムの銘柄は、インバウンドの観光テーマにフィットしています。強力な収益モメンタムとポジティブな市場センチメントを評価することは出来ませんが、2015年の利益に対して24倍の株価収益率はやや高すぎるように思います。インバウンド観光というテーマに対するポジティブな評価に変化がなく、このテーマに対するエクスポージャーから見て高すぎるとは言えないかもしれませんが、私たちはこれが近い将来に正規化するものと考えます。インバウンド観光をテーマとする別銘柄は全日本空輸(ANA)(9202)です。一般的に、航空会社は、資本ビジネスモデルのサブコストであり、長期的に価値を破壊する傾向があります。ANAは、まともな質の会社であり、その株式の評価額は、低い燃料費という追い風に支えられている一面があります。低い原油価格の恩恵は、最終的には競争圧力や世界的な景気減速が航空貨物およびビジネス旅行に影響を与えることから霧散し、高い収益期待は見直しを余儀なくされます。

投資戦略

いちごグループ(2337)は、再びパフォーマンス寄与度において上位5銘柄の一つとなりました。複数年にわたって安定的な収益源となっており、株価は1月を通じて堅調でしたが日銀の市場介入はさらに株価上昇を後押しし、8.8%上昇しました。

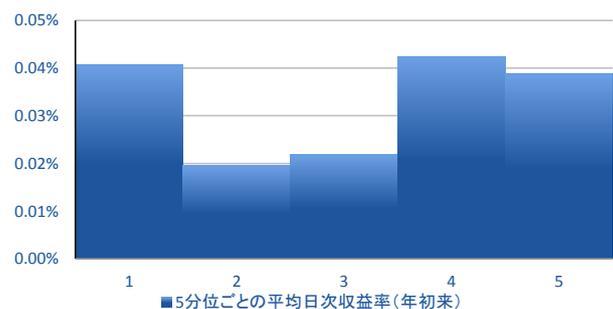
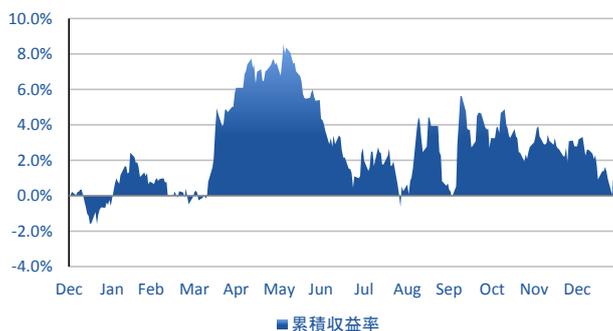
他の寄与度の高かった銘柄は、売り持ち銘柄です。コマツ(6301)の株価は、コモディティ価格の急落と建設減速に押されました。素晴らしい経営陣の努力にもかかわらずコモディティ価格の大きな下落トレンドは数年にわたって向かい風となっています。

残念ながら、メタウォーター(9551)は先月最大のマイナス寄与となりました。同社は、2014年12月に上場しました。地方自治体に水処理装置/ソリューションなどのサービスを提供する企業です。数年にわたる装置交換サイクルは、良好な市場環境見通しを提供します。しかし、短期的に同社は、予期しない受注の遅延に直面しました。受注の延期の原因は特定の四半期に集中することなく年間全体で政府支出を滑らかにすることを目的とした新法です。新規上場株およびグローバル市場の調整局面で、投資家はまず売却し、その後で考える投資行動をとり株価は1月17%下落しました。

非常にタイミングの悪いポジション取りの結果、コーセーとアドバンテスト(6857)でそれぞれ30bps失いました。コーセーに関しては、最終的に投資家は価格があまりにも割高でリスクが高すぎることを認識しはじめるものと考えます。

Value Factor Performance*						
	P/E	EV/EBITDA	P/B	Div Yld	EV/IC	FCF
MTD	-3.9%	-0.8%	-2.1%	0.6%	-0.2%	-1.7%
YTD	-3.9%	-0.8%	-2.1%	0.6%	-0.2%	-1.7%

Source: Factset*



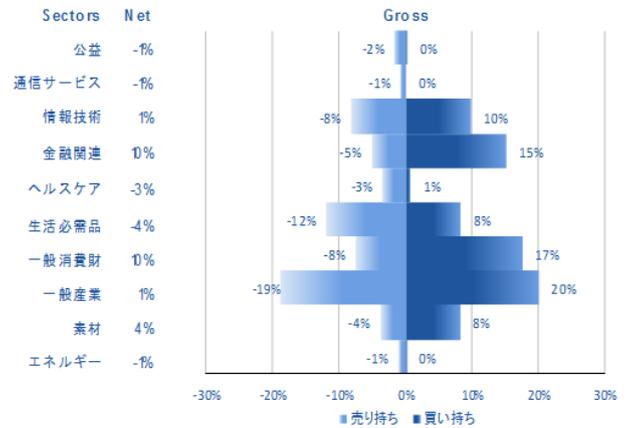
Source: Factset*

Top Gainers & Losers

Gainers		CTR*	Losers		CTR*
Komatsu	S	0.5%	Metawater	L	-0.5%
Kikkoman Corp	S	0.3%	Honda Motor	L	-0.4%
Ichigo Group	L	0.2%	Alpine Elec	L	-0.4%
THK	S	0.2%	Kose Corp	S	-0.3%
Fujifilm	S	0.2%	Advantest Corp	S	-0.3%

*CTR = Contribution

Source: Factset



Source: UBS PAS

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。

1月は、バリュー要因が不調でした。高株価純資産倍率(P/B)、高株価収益率(PER)株式が市場全体を上回りました。配当利回りを除く、すべてのバリュー要因がマイナスでした。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月の最後日に高配当銘柄は、強力なサポートを得て急騰しました。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。

バリュー要因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、プロパティとノン・バンクは堅調でした。私たちは、銀行を組み入れ対象から外しています。銀行業務の複雑さの度合いは、私たちが相対的に有利な情報を得ることを困難にしているからです。私たちは、REITのシンプルさを選択し、REITの8%のネット・エクスポージャーは、1月のパフォーマンスにうまく貢献しました。

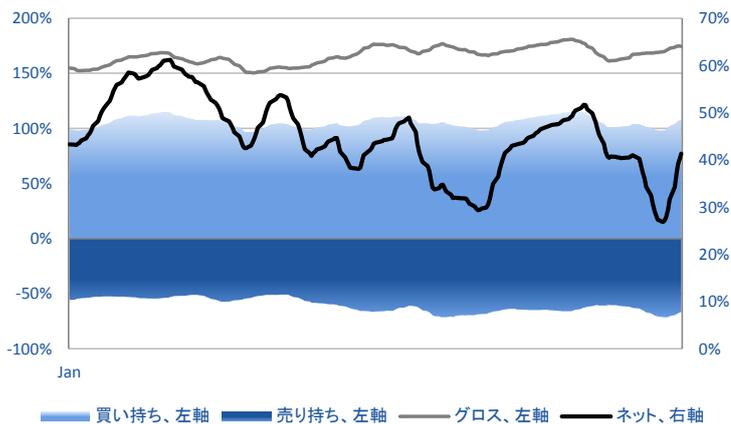
モメンタムのエクスポージャーは若干のマイナスです。売り持ちポートフォリオの9ヶ月の株価モメンタムは4.9%です。一方、買い持ちポートフォリオのそれは1.1%です。株価純資産倍率のクスプレッドはやや拡大し、売り持ちポートフォリオの2.1倍に比べて買い持ちポートフォリオのそれは1.6倍でした。私たちの株式価値を重視する投資スタイルから、キャッシュリッチな企業に対する強い選好性があります。買い持ちポートフォリオのキャッシュ/時価総額比率は32%、負債/自己資本比率はわずか2%です。

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。

1月末のグロス・エクスポージャーは163%で、デルタ調整後のそれは187%でした。12月のニュースレターで示したように、日経平均2月限月、行使価格19,500円の日経プット・オプションを12月上旬に買いました。市場が下落し、オプションのデルタが低下して1に近づいた段階でネット・エクスポージャーを36%からオプション調整後で12%に減少させました。1月21日の急変局面で、プットの1/4を閉じ、期先のより低い行使価格のプットに入れ替えました。すでに燃えている家の火災保険金を受け取りつつ、さらに極端な状況に備えて、新たに追加的な保険に加入することにしました。

このようにリスクが非常に高い状況の中で想定ボラティリティは1月の終わりには5.4%と、11月末の11.3%から低下しました。また、想定ベータは0でした。



Source: BNY Mellon Fund Services

Fund Overview

	Long	Short
Price to Earnings (PE)	17.7	20.3
EV/EBITDA	8.1	10.7
Price to Book (PB)	1.6	2.1
Dividend Yield	1.9	1.6
EV/IC	1.0	1.8
1 month momentum	-3.2	-3.2
6 month momentum	-0.9	-1.5
9 month momentum	1.1	4.9
Earnings momentum (1M)	-1.9	-11.2
Earnings momentum (3M)	9.4	0.6
CFROI	7.0%	8.4%
Cash/MarketValue	32.2%	18.6%

Source: Factset

Style Exposure

	Long	Short
Beta	0.97	0.98
Volatility	21.3%	23.0%
Debt-to-equity	2%	40%

Source: UBS PAS

Risk Statistics Delta Adjusted

Volatility (ex-ante; 1yr daily data)	5.4%
Volatility (ex-ante; 5yr monthly data)	4.6%
Var (99%, 5 days)	1.5%
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、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、資本の誤配分であり、足元の流動性の撤退によって、(かのウォーレン・バフェットの言葉を借りれば)誰が裸で泳いでいたかわかることになるでしょう。

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。回復という視点と、世界経済の回復の恩恵を受けるワラントという視点で見られる市場、という状況に全く変化はありません。

戦術的展望 - 2016年2月

今年は印象的なスタートになりました。ほとんどの株式市場にとり、これまでで最悪の年最初の週になりました。ある人々は、長期間にわたる一本調子の造られた強気相場の後に調整局面が来るのは健康であると主張するかもしれません。世界経済がすでに減速しており、米国、欧州、日本へ波及するのは時間の問題であったタイミングでFEDはパンチボウルを取りあげました。米国はすでに製造不況にあり、私たちの意見では、今年、完全な景気後退入りする確率が大幅に過小評価されています。よって、私たちは買い持ちのポジションを構築する際のエントリー価格を決定する際には慎重にあたり、より積極的に売り持ちの機会を探しています。個別銘柄に着目し、買い持ち銘柄としては、非常にドメスティックなコーヒーショップ、水処理装置、REITや労働不足テーマ株などの企業に焦点を当てています。また売り持ち銘柄に関しては、生活必需品関連の極端な割高銘柄、商いが集中して急騰した株式にショートする機会を追求します。それにしても、1月は市場の下落局面で稼ぐことがいかに難しいかを思いださせてくれたひと月でした。中央銀行により意図的に創造された強気相場の罠は、悪質でコストがかかります。したがって、機動的なポジションの変更が、今後数ヶ月で最も重要となるものと考えます。

ペラルゴス日本アルファ・ファンド

2016年1月



Historic Fund Performance (Monthly)

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

Class A EUR

2016												
2015	3.21%	2.54%	-1.63%	-3.07%	-3.05%	2.42%	1.83%	2.16%	-1.62%	1.35%		
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												
2015	3.25%	2.57%	-1.67%	-2.94%	-3.01%	2.46%	1.88%	2.06%	-1.42%	1.27%		
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	3.94%	0.37%	2.16%	18.33%	-0.73%	3.96%	4.07%	
Class B EUR	4.27%	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	€ 213,012,889
Firm AUM in USD	\$230,714,260

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	€ 91,762,377
Fund Size in USD	\$99,387,830
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

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.

