

ペラルゴス日本アルファ・ファンド 2016年7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、7月には2.12%の上昇となりました。2008年7月の設定来で、ファンドは52.08%上昇し、その間の年率換算実現ボラティリティは7.4%です。一方、MSCI日本株指数の累積パフォーマンスは2.72%下落しており、その間の年率換算実現ボラティリティは20.4%です。

Fund Performance

| Share Class | NAV | MTD | YTD | ITD |
|-------------|----------|-------|--------|--------|
| Class A EUR | 1,329.57 | 2.08% | -3.74% | 32.96% |
| Class B EUR | 1,520.80 | 2.12% | -3.51% | 52.08% |

市場環境

7月には、MSCI日本株指数は6.4%反発しました。6月のクラッシュ(-9.9%)の後、市場は底打ちの確信が持てないまま、それなりの幅で反発しました。日本の市場参加者は引き続きトップダウン型のファンドやマクロ牽引型ファンドに大きく引張られる形になりました。日々の株価動向は、体系的なバスケット買いによって支配されました。日次のファクター・リターンの変動性や、レバレッジのかかったクオンツ戦略が、個別株の株価動向に与える影響は、3~4年前とは異なり、大変大きくなっており、

私たちは、ボトムアップでファンダメンタルズに着目した銘柄選定を行います。また、定量的なファクターについては、市場のダイナミクスやリスクを理解するために常にウォッチしています。定量的アプローチが支配する現在の市場環境の中では、個別材料やファンダメンタルズは繰り返しになりますが、ほとんど重要ではありません。6月には、株価は割高ではあるがモメンタムが強く、業績を上方修正する傾向のある銘柄群が、バリュエーションに関係なく非常に堅調でした。一転して7月にはリターンリバーサルが見られました。循環的なセクターでバリュエーションの安い銘柄群がアウトパフォームし始めました。所謂高ベータ株のパフォーマンスには目を見張るものがありました。

最も重要なことは、ファクター・リターンの足元の高いボラティリティは、コンピュータによって導入されたマクロ/定量的要因の誤った相関モデルに惑わされている我々(弊社も含む)に、興味深い投資機会を提供している、ということです。7月には、買い持ちポートフォリオは大幅に市場をアウトパフォームし、売り持ちポートフォリオのリターンは、ほぼ「ベンチマーク」並みでした。上昇した日数は11日、下落した日数は10日でした。

Top & Bottom Industry Movers

| Industry Group | MTD | YTD | PB | PE |
|---------------------|-------|--------|-----|------|
| Insurance | 14.4% | -11.0% | 0.8 | 12.4 |
| Software & Services | 12.7% | 21.0% | 1.7 | 17.4 |
| Automobiles | 12.1% | -23.7% | 0.8 | 11.7 |

| Industry Group | MTD | YTD | PB | PE |
|-----------------|-------|-------|-----|------|
| Food & Staples | -3.4% | 11.5% | 1.4 | 16.9 |
| Telco | -2.4% | 12.3% | 2.1 | 15.8 |
| Household Prod. | -2.3% | 31.2% | 2.6 | 23.7 |

Source: Bloomberg

General Statistics

| | |
|--------------------------------|---------|
| % Return long book | 7.3% |
| % Return short book | 6.5% |
| # Long stocks | 45 |
| # Short stocks | 11 |
| % Long stocks ↑ | 78% |
| % Short stocks ↓ | 27% |
| # Up days / Down days | 11 / 10 |
| Daily Correlation with MSCI JP | 0.44 |
| Turnover as % NAV | 28% |

Source: Factset

Largest Long & Short Holdings

| Longs | Shorts |
|------------------|----------------------|
| Sumitomo Met Min | Nippon Building Fund |
| Resona | Oriental Land |
| RELIA | All Nippon Airways |
| Metawater | Nippon Express |
| Ichigo Group | THK |

Source: BNY Mellon Fund Services*

Single Stock Activity

| Largest Buy & Buy Cover* | | Largest Sell & Short Sell** | |
|--------------------------|----|-----------------------------|----|
| Sumitomo Met Min | B | Amada | S |
| Murata Mfg | B | Komeda Holdings | SS |
| Kose Corp | BC | Takara Leben | S |
| Resona | B | Gulliver | S |
| Nishimatsu Const | B | Ichigo Group | S |

* B = Buy; BC = Buy Cover

Source: BNY Mellon Fund Services*

** S = Sell; SS = Short Sell

投資戦略

ポートフォリオに組み入れている銘柄の数は、7月にわずか1銘柄減少しました。コアとなっている買い持ちポートフォリオは45のロング・ポジションとわずか13のショート・ポジションから成っています。買い持ちポートフォリオの中の多くの銘柄を長期保有しています。しかし、先月買い持ちポートフォリオ中の組み入れ上位5銘柄が大幅に変化しました。私たちは積極的に住友金属鉱山(5713)と、リソナホールディングス(8303)の組み入れを増加させました。6月のトップダウン/マクロに引きずられた急落で下げ気味推移し、株価は非常に割安です。ファンドの日々の損益の市場との相関は6月の0.5から7月には0.44と、やや低下しました。ペアワイズ相関(平均的な個別株式と市場全体との相関関係)が依然として非常に高いままですが、幸いにも6月の過去数年来の高水準から、やや低下しました。定期的に当レポートをお読みいただいている方は、私たちがお気に入りの長期保有銘柄、タカラレーベン(8897)といちご(2337)を減少させたことにお気づきになるかもしれません。私たちは、これらの高株価モメンタム銘柄が優れたリターンを提供し続けることの自信に揺らぎはありません。しかし、低PBRの循環株が上昇するようなリターンリバーサルの動きが長く続くような相関環境が見込まれる状況で、戦術的およびポートフォリオ構築上の理由から組み入れの引き下げを決定しました。

ペラルゴス日本アルファ・ファンド 2016年7月



投資戦略

弊社が数年にわたって組み入れているロング・ポジションのリョーサン(8140)は先月も引き続き堅調で、株価は31%上昇しました。その時価総額は、わずか900億円であるにもかかわらず、100億円の自社株買いを発表しました。さらに、同社は、特別配当を支払うと同時に、通常の配当を増配することを発表しました。投資家心理が落ち込んでいる中で、このニュースはリョーサンの株価が1987年以来、最大の上昇となるという形で歓迎されました。

他のキャッシュ・リッチな会社、日立ハイテク(8036)、メルコ(6676)、東京応化工業(4186)

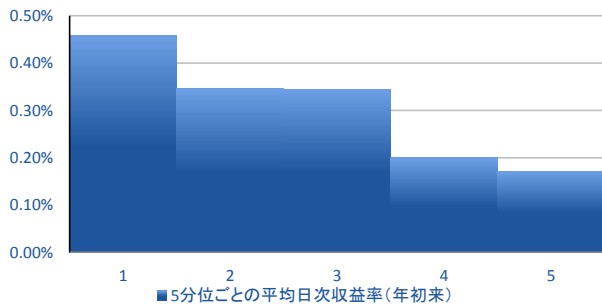
も、同じように強いリターンを示しました。東京応化の株価は、元来値動きの激しい銘柄ではありますが7月に23%上昇しました。日立ハイテクは、27%上昇し、メルコはなんと40%上昇となりました。1ヶ月で何という様変わりでしょうか？メルコはその発行済株式総数の15%の自社株買いを発表し、日立ハイテクは、素晴らしい決算を発表しました。確信をもって組み入れているロング・ポジションのメタウォーター(9551)が、ついに動意づきました。前回のマンスリーレポートで、私たちは法制の変更で、受注が昨年度から当年度に繰り越されたことについて述べました。この問題は、第一四半期の決算発表後には、最終的に解決され利益成長軌道の可視性が改善したととられています。

ファンド・パフォーマンスのマイナス寄与度上位5銘柄は、3つのショート・ポジションと2つのロング・ポジションからなっています。低ベータのREIT指数は、7月のラリーに参加できず、いちごホテルリート(3463)などの、より流動性の低い銘柄はむしろ株価が下落しました。売り持ちにしている銘柄のマイナス寄与は短期的な株価の反落に起因しており、THK(6481)は-17%、コーセー(4922)は-14%となりました。6月これらの銘柄はそれぞれ、THK(+18%)とコーセー(+11%)となっています。

Value Factor Performance*

| | P/E | EV/EBITDA | P/B | Div Yld | EV/IC | FCF |
|-----|--------|-----------|-------|---------|-------|------|
| MTD | 5.0% | 5.7% | 5.0% | 3.3% | 4.6% | 3.9% |
| YTD | -12.6% | -5.1% | -4.5% | 0.5% | -3.7% | 5.1% |

Source: Factset*



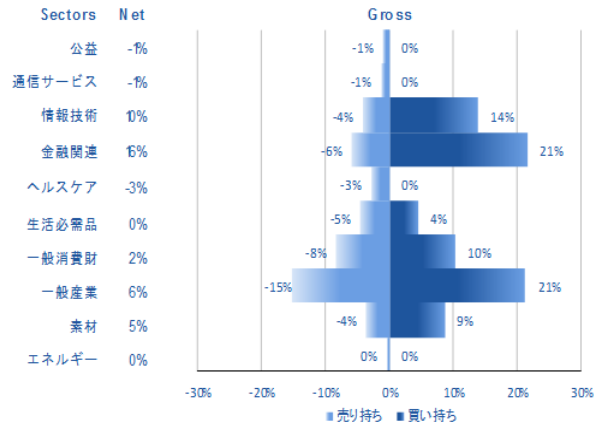
Source: Factset*

Top Gainers & Losers

| Gainers | CTR* | Losers | CTR* |
|------------|--------|-------------------|---------|
| Ryosan | L 0.8% | THK | S -0.4% |
| Hitachi HT | L 0.7% | Ichigo Hotel REIT | L -0.3% |
| Melco | L 0.6% | Nippon Express | S -0.3% |
| Metawater | L 0.5% | RELIA | L -0.3% |
| Tokyo Ohka | L 0.4% | Kose Corp | S -0.2% |

*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。

6月はバリュウ・ファクターが非常に軟弱な展開を見せましたが、7月は全く裏返し、過去最大の逆転を見せました。バリュウ・ファクターのボラティリティは、すべての基本的な要因において極端でした。

最高のパフォーマンスを見せたファクターは、EV / EBITDAでPERとPBRが続きました。配当利回りは、リスクオフの月に5.1%下落した後に、7月は3.3%反発しました。

買い持ちポートのPERは14.7倍で、売り持ちポートのそれは20.4倍です。買い持ちポートのEV / EBITDAは7.3倍で、売り持ちポートのそれは9.8倍です。配当利回りは買い持ちポート2.4%で、売り持ちポートは1.9%です。

買い持ちポートの加重平均PBRは1.4倍で、売り持ちポートのそれは1.8倍です。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。弊社の金融セクターの投資ユニバースは、現在は非常に安価な銀行に限定していることから、PBRの中央値は1.2倍で、平均値は1.6倍です。

価格モメンタムのエクスポージャーがやや増加しています。9ヶ月ベースでは、買い持ちポートフォリオは2.3%下落、売り持ちポートフォリオは7.2%下落しました。

リスクの分析と管理

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。7月末のグロス・エクスポージャーは127%でした。デルタ調整後は150%です。ネット・エクスポージャーは44%となりました。買い持ちにしている行使価格16500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29%となりました。いちごホテル(3463)、いちごオフィス(8975)、ケネディクスオフィス(8972)、ケネディクス商業(3453)およびタカラレーベン・インフラ投資法人(9281)から成る、REITのエクスポージャーは、合計で8.7%に達しました。

日次データに基づいた、想定ボラティリティは8.3%で、想定ベータは0.2です。足元の短期的なボラティリティの上昇のため、短期的な想定ボラティリティの上昇が目立ちました。5年間の月次データに基づいた、想定ボラティリティは6.7%です。

Fund Overview

| | Long | Short |
|------------------------|-------|-------|
| Price to Earnings (PE) | 14.7 | 20.4 |
| EV/EBITDA | 7.3 | 9.8 |
| Price to Book (PB) | 1.4 | 1.8 |
| Dividend Yield | 2.4 | 1.9 |
| EV/IC | 0.9 | 1.7 |
| 1 month momentum | 9.6 | 4.8 |
| 6 month momentum | 1.8 | -6.5 |
| 9 month momentum | -2.2 | -7.2 |
| Earnings momentum (1M) | -11.8 | -10.2 |
| Earnings momentum (3M) | -5.2 | -3.3 |
| CFROI | 7.1% | 9.0% |
| Cash/MarketValue | 35.1% | 23.7% |

Source: Factset

Style Exposure

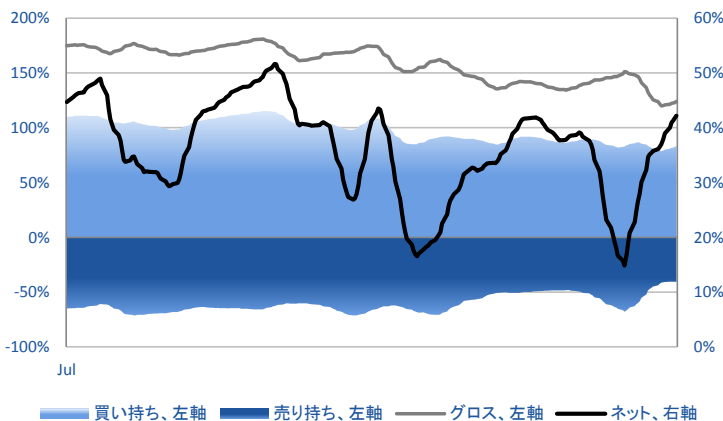
| | Long | Short |
|----------------|--------|-------|
| Beta | 0.85 | 0.83 |
| Volatility | 19.4% | 19.0% |
| Debt-to-equity | (0.03) | 0.48 |

Source: UBS PAS

Risk Statistics Delta Adjusted

| | |
|--|------|
| Volatility (ex-ante; 1yr daily data) | 8.3% |
| Volatility (ex-ante; 5yr monthly data) | 6.7% |
| Var (99%, 5 days) | 1.7% |
| Beta (ex-ante) | 0.21 |

Source: GS and UBS PAS



Source: BNY Mellon Fund Services*

見通し

戦略的展望 - 2016年下期

2016年前半、私たちは循環的な弱気市場という前提で運用を行ってきました。3年にわたった上昇相場は2015年8月にピークを打ち、世界的なドルの流動性の引き締めを前提に循環的な弱気市場に入ったと判断しました。私たちは、自立的な米国経済の成長サイクルの継続を誤って前提としているため、FRBは金利を正常化することはできないだろうと正しく予想しました。この見方は、日本株が世界的な金融危機以来の大幅な調整局面、ピークから30%調整するという事態に遭遇することにより実証されました。6月には、私たちは日本株がフリー・フォールするという本格的なパニックと、お手上げ状態の投資家を目撃しました。私たちの戦略は、基本逆張りです。割安な資産を購入し、割高な資産を空売りします。「ミスター市場」は時として、周りの動きに反することをいとわず、長時間それらを保持する忍耐力のある投資家のためにプレゼントを配っています。言うは易く行うは難いですが、市場では80%程度の期間において、合理的に値付けが行われるものですが、現時点においてはほど遠いものになっています。市場のずれは何十年ぶりの高位にあり、アルファの源泉は明白です。しかし、株価動向は、流動性の状況と通貨の動向に緊密に相関したままです。直近2回の介入が副作用を伴ってしまったとして、日銀が行動に出ないことはある一定の理解が出来ます。しかし、投資家は、黒田・プットがますます非効果的であり、投資家の不安を高めているだけであると認識しています。つまり、黒田日銀総裁とドラギ欧州中央銀行総裁はもはや力の衰えたプレーヤーであり、すべては米国ドルの動向とイエレン連邦準備制度理事会議長の見通しに対する彼女の自信にかかっています。イエレン連邦準備制度理事会議長が率いるFEDは過去5年間にわたって、毎年かなりの誤差で成長を過大に予想してきました。私たちの意見では、年内の利上げの可能性は低く、米ドル安が弊社の基本シナリオです。

戦術的展望 - 2016年8月

7月には、TOPIXが軟調な動きを見せ、6月の安値トライの様相を見せていました。世界の株式市場が反発を見せ、売り圧力が解消する中で日本においてさえも、投資家心理が改善しました。日本株も、このリスクオンモードに乗じて、無視できない反発局面入りとなりました。バリュエーションは良好です。しかし日本円が堅調さを維持できないようであれば、持続的なベータラリーを期待することは困難でしょう。市場力学が変化し、スマートベータ型株(株価は割高ではあるがモメンタムが強く、業績を上方修正する傾向のある銘柄群)がアンダーパフォームし始め、それが継続することになると私たちは考えています。ディフェンシブ株と循環株の相対的なPBRの2008年のリーマン・ショック時における状態と、何故ディフェンシブ株がとんでもなく割高であるかのダイナミクスを理解した上で、割安な循環株を買い持ちにする一方で、割高なディフェンシブ株を売り持ちとする戦略は我慢強い投資家にとっては比較的当然な投資スタンスでしょう。

ペラルゴス日本アルファ・ファンド

2016年7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% | | | | | | | | |
| 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% | -1.06% | -4.33% | 2.12% | | | | | | | | |
| 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 | -3.74% | 5.99% | 0.37% | 2.16% | 18.33% | -0.73% | 3.96% | 4.07% | |
| Class B EUR | -3.51% | 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 | € 208,337,150 |
| Firm AUM in USD | \$232,795,931 |

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 | € 88,216,183 |
| Fund Size in USD | \$98,572,763 |
| 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% (accrued 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7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

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.

