

ペラルゴス日本アルファ・ファンド 2016年5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BIは5月1.06%の下落となりました。2008年7月の設定来(ITD)で、ファンドは55.66%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3.74%下落しており、その間の年率換算実現ボラティリティは20.2%です。

Fund Performance

Share Class	NAV	MTD	YTD	ITD
Class A EUR	1,364.14	-1.03%	-1.23%	36.41%
Class B EUR	1,556.61	-1.06%	-1.24%	55.66%

市場環境

5月には、MSCI日本株指数は2.6%上昇しました。5月は前の4ヶ月に比べてかなり穏やかな月でした。月初の最初のセル・オフの後、月中を通して市場は着実に回復しました。相変わらず、株式市場全体と日本円(JPY)との相関は継続しました。5月に円は対ドルで4%下落し、リスクを取ろうとする市場のセンチメントをサポートしました。

それにもかかわらず、全体的な投資家心理は、いって不安なままで、それは足元の市場バリュエーションに反映されています。市場全体のPBRは企業価値に近い1倍で取引されています。決算発表シーズンを迎えたものの、かなり期待外れであることが判明しました。今年の日本円(JPY)の強さは、会社の業績予想に影響を及ぼし始めました。世界経済は低調に推移し、頼みの綱の米国経済も期待を裏切りそうだと、概してほとんどの企業が保守的な予想を公表しました。買い持ちポートフォリオは市場を100bps下回り、売り持ちにしているポートフォリオは残念ながら、市場を大きく上回りました。我々にとって5月は、常に決算発表シーズンに起因するトリッキーな月です。私たちは、イベント・ドリブンのアプローチを採用せず、決算発表に先立ってポジションのサイズ調整をしません。マクロ環境の見方が2進法的(マルかバツかといった)なっているので、投資家は、マクロからミクロ(個別企業のニュースなど)に注意をシフトしにくいようです。また同時に、前期の決算発表と今期の業績予想のどちらに重きをおくかについても苦労しているようでした。我々のポートフォリオと市場との相関は、過去数ヶ月マイナスとなっていました。5月には+0.4となりました。売買回転率は純資産価値(NAV)のわずか22%と低いままでした。弊社の買い持ちポートフォリオは46のポジションからなり、売り持ちにしているポートフォリオは13のポジションからなっています。

Top & Bottom Industry Movers

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Health Care Equip.	7.5%	23.1%	1.2	16.4
Semiconductors	7.3%	-16.4%	0.7	14.3
Software & Services	5.3%	18.5%	1.6	15.2

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Energy	-2.5%	-17.4%	0.7	11.7
Utilities	-2.5%	-9.2%	0.8	9.0
Tech Hardware	-2.4%	-12.2%	0.7	14.3

Source: Bloomberg

General Statistics

% Return long book	1.6%
% Return short book	4.4%
# Long stocks	46
# Short stocks	11
% Long stocks ↑	50%
% Short stocks ↓	18%
# Up days / Down days	9 / 12
Daily Correlation with MSCI JP	0.40
Turnover as % NAV	22%

Source: Factset

Largest Long & Short Holdings

Longs	Shorts
Honda Motor	Oriental Land
Acom	Nippon Express
Takara Leben	Kose
Relia	Hino Motors
Fuji Media	All Nippon Airways

Source: BNY Mellon Fund Services*

Single Stock Activity

Largest Buy & Buy Cover*		Largest Sell & Short Sell**	
Honda Motor	B	Oriental Land	SS
Amada	B	Tokyu Corp	S
Megmilk Snow	BC	Murata Mfg	S
Resona Holdings	B	THK	SS
Fuji Media	B	Itochu Corp	SS

* B = Buy; BC = Buy Cover

Source: BNY Mellon Fund Services*

** S = Sell; SS = Short Sell

投資戦略

5月私たちは、買い持ちポジションにホンダ(7267)とフジ・メディア(4676)の2銘柄を加えました。これらの銘柄は、歴史的に低水準のPBRで取引されています。いちご(2337)は、長期にわたって組み入れ上位5銘柄にありましたが、材料が株価に織り込まれたと判断し戦術的にいったん売却し、益出しを行いました。東急(9005)についても同様です。

売り持ちポジションに関しては、大幅にオリエンタルランド(4661)とコーセー(4922)のショートポジションを増加させました。4月にオリエンタルランドの売り持ちを開始し、今月はさらにポジションを拡大しました。ディフェンシブな銘柄とみなされている同社株は利益成長が全くないか、あったとしてもわずかであるにもかかわらず28倍のPERで取引されています。確かに、高利益率、高ROI事業ではありますが、既にすべて株価に織り込み済みです。現在のバリュエーションではリスク/リワードは下落する可能性が大きい。私たちは厳格にストップロスの水準を管理しながら、最大限のショートポジションを構築しました。さらに、THK(6481)の売り持ちを再度開始いたしました。

投資戦略

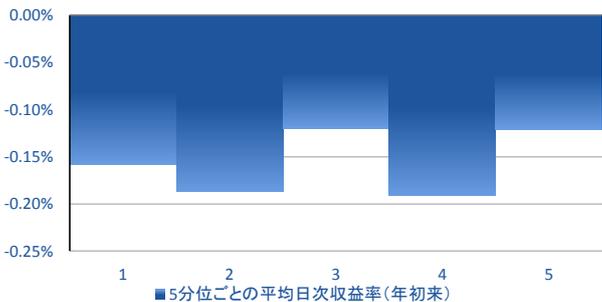
東芝プラントシステム(=TPS、1983)は、過去2年間、私たちのニュースレターで触れることはほとんどありませんでした。しかし、5月には同銘柄が最大のパフォーマンス寄与をいたしました。私たちは、長年にわたってTPSを保有しており、定期的に会社を訪問しています。TPSは、原子力や太陽光あるいは火力といった発電との関わり合いを持つエンジニアリング専門の会社です。同社は過大な資本を抱えてないビジネスモデルを持ち、良好な利益率(8から9%)と、ROE(9から10%)でPBR1.3倍、PER12倍で取引されています。これらのバリュエーションだけから見れば、ものすごく安価というわけではありませんが、現金及び現金同等資産が時価総額の2/3に達しており、大変魅力的です。野村証券が、同銘柄をパンチの効いた株価目標でカバレッジを再開した(東芝問題で一時期カバレッジから外れていました)ことで、株価は大きく上昇しました。タカラレーベン(8897)とアコム(8572)は引き続き好調に推移し、合計で50bpsプラス寄与となりました。

マイナスの寄与については、雪印メグミルク(2270)が5月に37%上昇し、小さいポジションであったにもかかわらずマイナス20bpsの寄与となりました。このとんでもなく割高な銘柄は、ファッショナブルな、高成長ヨーグルト飲料製品のおかげで、それなりの収益上方修正がありました。これらの飲料は、機能性食品としてとらえられ、このカテゴリ内のすべてのものは、良好な利益率と強い成長をみせています。

Value Factor Performance*

	P/E	EV/EBITDA	P/B	Div Yld	EV/IC	FCF
MTD	1.3%	0%	-0.3%	-4.1%	-0.6%	0.5%
YTD	-8.0%	-8%	-6.1%	-1.2%	-5.5%	0.1%

Source: Factset*



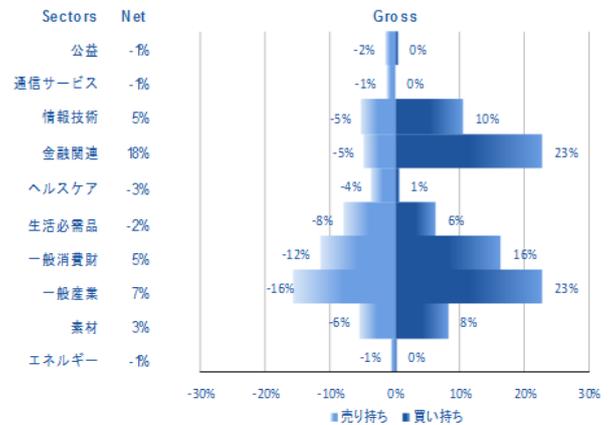
Source: Factset*

Top Gainers & Losers

Gainers		CTR*	Losers		CTR*
Toshiba Plant	L	0.3%	Megmilk Snow	S	-0.2%
Takara Leben	L	0.3%	Murata	L	-0.2%
Ichigo Hotel REIT I L		0.3%	Tokyo Ohka	L	-0.1%
Acom	L	0.2%	Kikkoman	S	-0.1%
Maruichi ST	L	0.2%	Yamada Denki	L	-0.1%

*CTR = Contribution

Source: Factset



Source: UBS PAS

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、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。

5月もバリュエーション要因はまちまちの動きとなりました。そうした中、PBRは、ほぼ横ばいの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も同様に横ばいで、唯一低PERは堅調でした。しかし、12ヶ月ベースでは、こちらも大きくマイナスです。

買い持ちポートフォリオのEV/EBITDAは8.3倍で、売り持ちポートフォリオのそれは10.8倍です。買い持ちポートフォリオの配当利回りは2.4%で、売り持ちポートフォリオのそれは1.7%です。

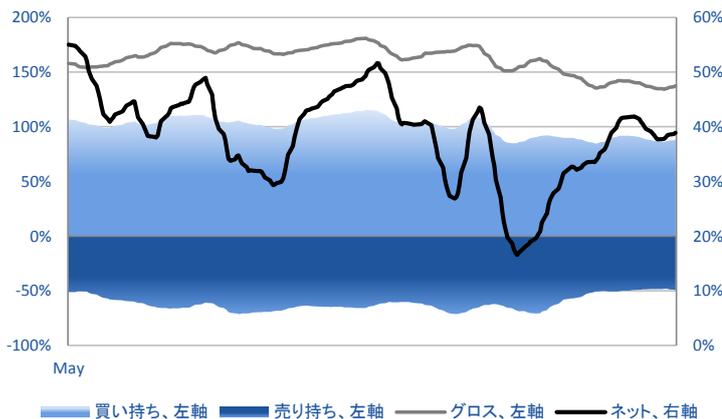
PBRについては、買い持ちポートフォリオについては1.5倍、売り持ちポートフォリオが2.1倍で先月から大きな変化はありませんでした。私たちの株式価値を重視する投資スタイルから、キャッシュリッチな企業に対する強い選好性があります。市場全体のPBRは1.1倍です。私たちの土俵、すなわち高ファンダメンタルズを志向する投資スタイルで選択された投資ユニバースの中には、非常に限定的な数の金融株しか含まれておりません。超低PBRで取引されている銀行株などは我々のユニバースに含まれていないので、私たちの投資ユニバースのPBRの中央値は1.3倍で、平均値は1.7倍です。

5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4.4%上昇し、売り持ちポートフォリオは4.7%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。5月末のグロス・エクスポージャーは143%、デルタ調整後のそれは153%で前月からやや低下しました。ネット・エクスポージャーは40%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29%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5.5%で、想定ベータは0.1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0.78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)	14.8	20.1
EV/EBITDA	8.3	10.8
Price to Book (PB)	1.5	2.1
Dividend Yield	2.4	1.7
EV/IC	1.0	2.0
1 month momentum	2.7	0.4
6 month momentum	-1.9	-8.8
9 month momentum	4.4	-4.7
Earnings momentum (1M)	1.4	-7.7
Earnings momentum (3M)	-11.3	-6.8
CFROI	6.9%	9.3%
Cash/MarketValue	33.7%	22.7%

Source: Factset

Style Exposure

	Long	Short
Beta	0.78	0.87
Volatility	17.7%	19.2%
Debt-to-equity	7%	37%

Source: UBS PAS

Risk Statistics Delta Adjusted

Volatility (ex-ante; 1yr daily data)	5.5%
Volatility (ex-ante; 5yr monthly data)	6.1%
Var (99%, 5 days)	1.3%
Beta (ex-ante)	0.11

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6月

確かに株式市場は、世界的に我々が予想していたよりもはるかに優れた動向を示しました。循環的な弱気市場入りを念頭に置く私たちの基本シナリオから、リスク資産があまりにも長期にわたって、ここまで反発することを予想していませんでした。資本市場は、流動性のミスマッチにより不安定な状況にあり、中央銀行はそれを何とかしようとしています。アベノミクスは振り出しに戻ってしまいました。もう一度資産価格を下支えするためには、政策立案者は、さらに大きなバズーカを引っ張り出す必要があります。しかしこのバズーカは1回しか発射する事が出来ないのです。おそらく、私たちの愛する中央銀行は、重砲を発射し、ヘリコプターマネーを落とし始めたいのでしょう。疑いなく、市場は再びリスク回避の方向にはいつか回帰し、結局もつと大量のヘリコプターマネーが必要になります。もし株価が底を確認するのは投資家が売却することを拒否するレベルまで株価が下がった時、ということになるでしょう。日本市場が純資産額レベルで取引されており、リーマンショック後の水準以下のバリュエーションで取引されている質の高い銘柄も数多く出ており、株式投資を始めるのには良いタイミングであると考えます。

ペラルゴス日本アルファ・ファンド

2016年5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%										
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%										
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	-1.23%	5.99%	0.37%	2.16%	18.33%	-0.73%	3.96%	4.07%	
Class B EUR	-1.24%	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	€ 205,389,866
Firm AUM in USD	\$228,783,771

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	€ 90,294,457
Fund Size in USD	\$100,578,995
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

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.

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。

