

ペラルゴス日本アルファ・ファンド 2016年11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、11月には0.88%上昇しました。2008年7月の設定以来、ファンドは54.98%上昇し、その間の年率換算実現ボラティリティは7.3%です。一方、MSCI日本株指数の累積パフォーマンスはプラス8.22%、その間の年率換算実現ボラティリティは20.1%です。

Fund Performance

| Share Class | NAV | MTD | YTD | ITD |
|-------------|----------|-------|--------|--------|
| Class A EUR | 1,355.18 | 0.99% | -1.88% | 35.52% |
| Class B EUR | 1,549.79 | 0.88% | -1.67% | 54.98% |

市場環境

世界的な資本市場は、月前半の米国大統領選でのトランプ氏の勝利を受け、マクロ・イベント一色となりました。MSCI日本株指数は最終的には5.8%上昇で終えました。選挙結果発表の直後の段階では大幅下落となっていました。

BREXITに続いて又もやですが、この驚くべきニュースが世界を駆け巡った時に開いていたうち最も流動性の高い市場でしたが、トランプ氏勝利のショックがマイナス要因と捉えられ、東証の終値でTOPIXは4.6%下落し、円/米ドルレートは102.6ドルに値上がりしました。我々ペラルゴスは、突然の極端なボラティリティ上昇に対処するための明確な所定のルールを定めています。選挙の市場に与える重要性をふまえ、選挙の行方を注視し続け、トランプの勝利が明らかになった段階で、ポートフォリオのリスクを引き下げる事ができました。読者の皆様はご存じのように、アジア時間ではトランプ勝利をマイナスに捉えたのに対し、欧州および米国筋は、トランプ政権はインフレ志向で、リスク資産に対してむしろプラスになると結論付けました。それゆえ、私たちは、比較的高ベータの銘柄を増やす形で買い持ちポートフォリオの再構築を迅速に行い、選挙後のラリーに乗り遅れずに済みました。

最近の数ヶ月の投資テーマの多くは、トランプ氏の勝利の後に加速しましたが、我々のバリュー重視の戦略をサポートしてくれています。金融や不動産などの割安なインフレに好影響を受ける銘柄は引き続き上昇しました。6月下旬から7月上旬にかけて始まった、割安な景気循環株と金利上昇メリット株への物色は、11月も継続しました。バリュー株は再び好調に推移し、円安メリットを受ける輸出企業もラリーに参加する形となりました。

Top & Bottom Industry Movers

| Industry Group | MTD | YTD | PB | PE |
|-----------------|-------|-------|-----|------|
| Insurance | 19.1% | 14.6% | 1.1 | 14.0 |
| Banks | 18.6% | -6.5% | 0.5 | 10.7 |
| Div. Financials | 13.8% | -6.1% | 1.1 | 18.2 |

| Industry Group | MTD | YTD | PB | PE |
|--------------------|-------|-------|-----|------|
| Household Products | -2.9% | 29.9% | 2.8 | 26.2 |
| Food Beverage | -1.8% | 21.1% | 1.5 | 20.6 |
| Pharma | -0.5% | 19.2% | 1.5 | 24.6 |

Source: Bloomberg

General Statistics

| | |
|--------------------------------|--------|
| % Return long book | 4.5% |
| % Return short book | 3.4% |
| # Long stocks | 47 |
| # Short stocks | 13 |
| % Long stocks ↑ | 83% |
| % Short stocks ↓ | 15% |
| # Up days / Down days | 13 / 9 |
| Daily Correlation with MSCI JP | 0.91 |
| Turnover as % NAV | 46% |

Source: Factset

Top 10 gross positions

| | | | |
|------------------|------|--------------------|------|
| Nishimatsu Const | 3.1% | Sumco | 2.5% |
| Pola Orbis | 2.7% | Ryosan | 2.4% |
| NBF | 2.7% | Kose | 2.4% |
| Tokyo Ohka Kogyo | 2.6% | Toshiba Plant Sys. | 2.4% |
| Relia | 2.5% | Mitsui Soko | 2.4% |

Source: BNY Mellon Fund Services

Single Stock Activity

| Largest Buy & Buy Cover* | | Largest Sell & Short Sell** | |
|--------------------------|----|-----------------------------|----|
| Pola Orbis | B | Murata Mfg | S |
| Nippon Gas | B | Honda Motor | S |
| Kikkoman Corp | BC | Japan Tobacco | SS |
| Shin-Etsu Chemical | B | Ichigo Group | S |
| Nishimatsu Const | B | Oriental Land | SS |

* B = Buy; BC = Buy Cover

Source: BNY Mellon Fund Services

** S = Sell; SS = Short Sell

投資戦略

私たちのコアポートフォリオは、47の買い持ちポジションと13の売り持ちポジションから構成されています。11月のマクロ・イベントを受けて、ファンドの売買回転率は大幅に上昇しました。最近の数ヶ月最も大きなポジションを占めていた銘柄群の一部を売却して比較的高いベータの割安なバリュー株に乗り換え、一方割高なディフェンシブな銘柄、特に世界的な金利上昇に悪影響を受けるとされる債券代替銘柄を売り持ちとしました。多くのポジションでこれまで読者の皆様にお伝えしてきた私たちの考えを更に反映させる事が出来ました。

私たちは再びコーセー(4922)の売り持ちポジションを増やしました。相対的にポーラ・オルビス(4927)の収益力の強さが、より魅力的であり、同株を保有すべきであると確信しています。私たちは11月にポーラ・オルビスの買い持ちポジションを増やしました。

日本タバコ(2914)に関しては、同社とのミーティング後に、新たに売り持ちポジションを持つこととしました。近年のたばこ価格の上昇は既に株価に織り込まれており、同社の電子タバコへのシフトはわずかではありませんが当面利益率にマイナスの影響を与えることとなります。

投資戦略

11月にプラスマイナス共に貢献度の高かった銘柄は11月の著しく大きなボラティリティだけでなく、我々の売買そのものに大きく影響を受けております。我々は選挙当日ボラティリティが急上昇し、ポートフォリオのリスクを急いで減らすことが必要となり、為替敏感株である電子部品メーカーの村田製作所(6981)を売却しました。しかしながら、その後相場が落ち着きを取り戻した段階でポートフォリオを再構築することとなり、既に買い持ちポートフォリオに組み入れていた銘柄群のうちSUMCO(3436)、住友金属鉱山(5713)、りそな(8308)、三井不動産(8801)といった割安な高ベータ株を買い増し、それらは11月のパフォーマンスに多大な貢献をしてくれました。また、我々は西松建設(1820)を11月に大きく買い増しましたが、これも素晴らしい貢献度を見せてくれました。

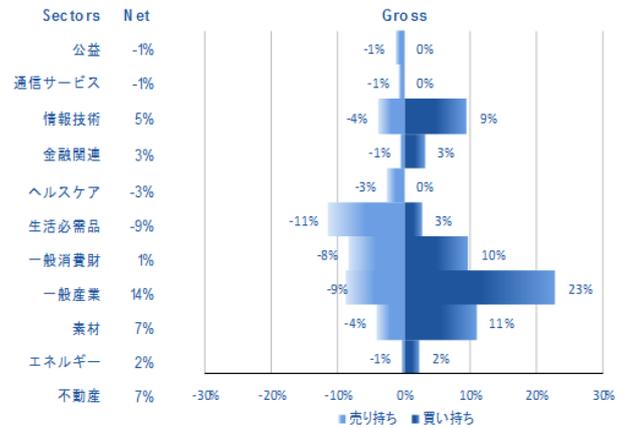
東京応化工業(4186)は長期にわたり上昇してきた銘柄ですが、半導体市場に強気な見通しが強まり、11月には更に上昇しました。ファクターとしては11月にモメンタムはプラスにばかり効いたわけではありません。我々は何年も前からマシソンデベロッパーのタカラレーベン(8897)、オフィスビルの再開発を行ういちごグループ(2337)を保有しております。これらの銘柄は2015年後半 2016年前半の下げ相場の時には持ちこたえてくれましたが最近の上げ相場にはついていけません。ここ数ヶ月は利食い売りに押されていますが、我々はまだ大きな上値余地が残っていると考えております。

Top Gainers & Losers

| Gainers | | CTR* | Losers | | CTR* |
|-----------------|---|------|----------------|---|-------|
| Sumco Corp | L | 0.4% | Murata Mfg | L | -0.3% |
| Nishimatsu Cons | L | 0.4% | Takara Leben | L | -0.2% |
| Sumitomo Met | L | 0.3% | Nippon Express | S | -0.2% |
| Resona Holdings | L | 0.3% | Ichigo Group | L | -0.2% |
| Mitsui Fudosan | L | 0.2% | Honda Motor | L | -0.1% |

*CTR = Contribution

Source: Factset

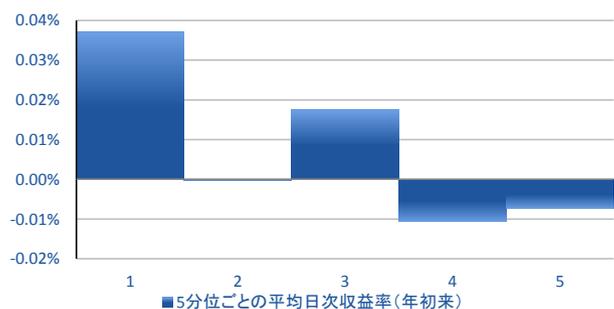


Source: UBS PAS

Value Factor Performance*

| | P/E | EV/EBITDA | P/B | Div Yld | EV/IC | FCF |
|-----|------|-----------|-----|---------|-------|------|
| MTD | 3.7% | 0.7% | 6% | 3.2% | 2.7% | 1.5% |
| YTD | 4.2% | 5.0% | 13% | 12.6% | 6.2% | 9.2% |

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。

夏にスタートしたバリューファクターのアウトパフォーマンスは11月も継続し、トランプ勝利を受けてさらに加速しました。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ーファクターで効きました。ほとんどのバリューファクターは強いモメンタムを見せており、割安なセクターは一貫して割安なセクターをアンダーパフォーマンスしています。

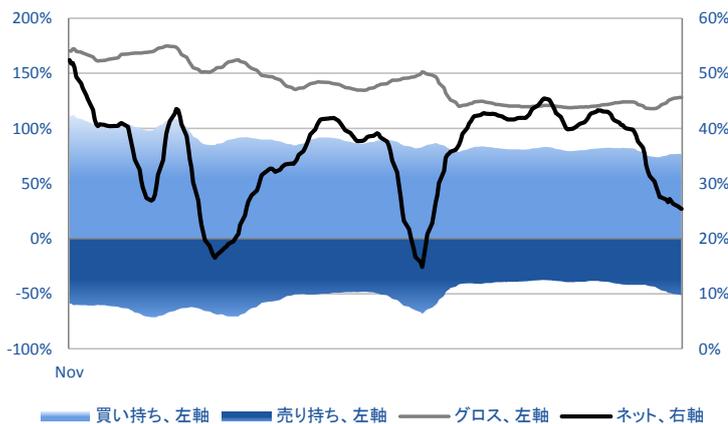
以前より我々は何度となく循環銘柄群とディフェンシブ銘柄群のバリュエーション格差が拡大しすぎている、と主張してきましたが、いよいよこの反転が本格化しており、更に割安な循環株がアウトパフォーマンスしてきました。買い持ちポートフォリオのPER16.7倍に対して売り持ちポートフォリオのPERは23.4倍です。また、買い持ちポートフォリオのEV/EBITDA7.1倍に対して売り持ちポートフォリオのEV/EBITDAは11.4倍となっています。配当利回りは買い持ちポートフォリオが2.2%、売り持ちポートフォリオは1.6%です。

買い持ちポートフォリオのPBRは1.5倍で、売り持ちポートフォリオのそれは2.2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、分析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22.6%、売り持ちポートフォリオについては1.7%でした。

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。

グロスエクスポージャーはほとんど変化しておりません。11月末の段階でグロスエクスポージャーは128%、ネットエクスポージャーは25%、となっています。デルタ調整後ベースでもグロスエクスポージャーは128%でした。又、月末での想定ボラティリティは7.5%、想定ベータは0.28でした。以前とは大きく異なり、買い持ち銘柄のベータの方が売り持ち銘柄のそれより高くなっています。上述したように、我々は割安な循環株を買い持ちにし、割高なディフェンシブ銘柄を売り持ちにしています。



Source: BNY Mellon Fund Services*

Fund Overview

| | Long | Short |
|------------------------|-------|-------|
| Price to Earnings (PE) | 16.7 | 23.4 |
| EV/EBITDA | 7.1 | 11.4 |
| Price to Book (PB) | 1.5 | 2.2 |
| Dividend Yield | 2.2 | 1.6 |
| EV/IC | 0.9 | 2.0 |
| 1 month momentum | 6.3 | 0.8 |
| 6 month momentum | 13.9 | 0.0 |
| 9 month momentum | 22.6 | 1.7 |
| Earnings momentum (1M) | 14.2 | 10.0 |
| Earnings momentum (3M) | 4.5 | 8.0 |
| CFROI | 7.8% | 10.2% |
| Cash/MarketValue | 35.0% | 15.1% |

Source: Factset

Style Exposure

| | Long | Short |
|----------------|-------|-------|
| Beta | 0.94 | 0.70 |
| Volatility | 17.7% | 14.7% |
| Debt-to-equity | 12% | 45% |

Source: UBS PAS

Risk Statistics Delta Adjusted

| | |
|--|------|
| Volatility (ex-ante; 1yr daily data) | 7.5% |
| Volatility (ex-ante; 5yr monthly data) | 6.6% |
| Var (99%, 5 days) | 2.6% |
| Beta (ex-ante) | 0.28 |

Source: GS and UBS PAS

見通し

戦略的展望 - 2016年下期

2016年前半には我々は循環的な弱気相場という前提で運用を行いました。3年に渡った強気相場は2015年8月に終わりを告げました。我々は世界的に米ドル不足になる中での金利引き上げによって循環的な弱気相場になる、と予想していました。我々が正しく予想したとおり、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でした。なぜならFRBは米国の経済成長は他地域の動揺によって揺らぐものではない、という誤った前提に則っていたからです。我々の見立ては概ね実現し、日本株はリーマンショック以来最大となる30%の下落を見せました。6月のBREXITの際にはパニック売りが続くのを何もできず呆然としている投資家たちを目の当たりにしました。我々の戦略は本質的には割安銘柄を買って割高銘柄を売るという逆張りです。7月には割安銘柄と割高銘柄のバリュエーションの歪みが過去数十年のピークに達し、アルファを取れる環境にいることが明白となりました。夏の間は債券利回りは底打ちし、過去最大級のグレートローテーションがスタートしました。しかしながら、日本の株式市場は相変わらず為替相場や市場の流動性に大きく影響されてしまいます。トランプ新大統領の経済政策を本質的に評価するような状況が来ない限り構造的なドル高円安にはならないでしょう。したがって、日本株にとってのターニングポイントは2016年前半のバリュー株がグロース株に対して底打ちしたところだった、と言えそうです。

戦術的展望 - 2016年12月

10月、私たちは長期で見れば日本の株式についてより強気になる時が来た結論づけました。最良のロングショート機会は、割安な循環株を買い持ちとし、割高な銘柄、高利回りのディフェンシブ銘柄や低ボラティリティのテーマに合せて市場に選好されていた銘柄群(例えば最小分散指数採用銘柄)を売り持ちとする戦略であると述べましたが、11月にはこの戦略が正しかったことが証明されました。米国の金利が上昇し、金利差が拡大することによって、円の買い圧力が緩和されましたが、黒田日銀総裁は10年国債の金利をゼロ水準に抑えるとコミットしている以上円安はさらに加速する可能性もあります。これは、米ドル、さらにはユーロに対する円の急激な減価のための完璧な嵐になる可能性があります。市場参加者は明らかに、このような状況に備えてはいません。日本株の上昇は避けられないでしょう。2016年には、低PBRのテクノロジー株、特殊化学品や割安な資本財企業のエクスポージャーを大幅に増加させました。一方、売り持ちポートフォリオは割高なディフェンシブ銘柄を組み入れたままです。現在、低ボラティリティのテーマに乗った銘柄や上述したBond-like stocksのような銘柄群は昨今大きく値下がりましたが、そのような銘柄からの投資資金流出はまだ始まったばかりで、バリュー要因は引き続き良好に働くと確信しています。

ペラルゴス日本アルファ・ファンド

2016年11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% | | | | |
| 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% | | | | |
| 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 | -1.88% | 5.99% | 0.37% | 2.16% | 18.33% | -0.73% | 3.96% | 2.83% | |
| Class B EUR | -1.67% | 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 | € 220,303,591 |
| Firm AUM in USD | \$233,279,473 |

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 | € 93,222,532 |
| Fund Size in USD | \$98,713,339 |
| 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 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す。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

