

ペラルゴス日本アルファ・ファンド 2016年9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、9月には0.29%の下落となりました。2008年7月の設定来で、ファンドは50.05%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2.73%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	1,310.68	-0.33%	-5.10%	31.07%
Class B EUR	1,500.48	-0.29%	-4.80%	50.05%

市場環境

9月のMSCI日本株指数は1.3%下落となり、年初来14%のマイナスと大きく値を下げたままです。

第1及び第2四半期と続いた弱い相場で市場自体が疲弊しており、9月は狭いレンジの中、横ばいとなりました。株式市場の値動きは、円ドルの為替レートの動きを反映したものとなりました。8月後半には円安になりましたが、9月には再度円高が進行しました。1ドル100円の水準まで売られるとドル買い需要がある、と改めて確認されました。

先月とは逆で、銀行や保険といった金利敏感株が月中下落する中、ディフェンシブセクター及びテクノロジー関連が好パフォーマンスを示しました。

ベンチマークのマイナス1.3%に対し、ショートポジションは3.2%の下落、一方、ロングポジションはMSCI Japanをややアウトパフォームしました。

当ファンドは60銘柄でポジション構成されていますが、48銘柄で構成されるロングポジションの内13銘柄は1%以下となっています。我々は、中小型株に大きな収益機会を見出しており、多くのロングポジションを保有しています。ショートポジションに関しては、より、流動性リスクに対し注意を払っており、大型株に限定しています。ロングポジションのヒットレシオは先月より向上し65%となりましたが、ショートポジションにおいては、月次のパフォーマンスがプラスとなったのは50%にとどまりました。方向性に乏しく、ローテーションが多く、取引が限定的となる中、売買回転率は純資産価値 (NAV) 比で低く抑えられています。

Top & Bottom Industry Movers

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Software & Serv.	9.7%	34.7%	2.0	19.9
Utilities	8.9%	-12.0%	0.8	15.5
Food & Staples	8.4%	17.7%	1.7	18.0

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Insurance	-2.8%	-8.5%	0.9	12.6
Banks	-2.7%	-23.9%	0.4	9.1
Automobiles	-2.5%	-22.4%	0.9	13.1

Source: Bloomberg

General Statistics

% Return long book	-1.2%
% Return short book	-3.2%
# Long stocks	48
# Short stocks	12
% Long stocks ↑	65%
% Short stocks ↓	50%
# Up days / Down days	10 / 12
Daily Correlation with MSCI JP	0.58
Turnover as % NAV	19%

Source: Factset

Top 10 gross positions

Ichigo Group	3.6%	Nippon Building Fun	2.9%
Resona	3.2%	Mitsui Soko	2.9%
Hitachi High Tec	3.1%	Honda Motor	2.8%
Sumitomo Met Min	3.1%	Metawater	2.5%
Fuji Media	3.1%	Ryosan	2.5%

Source: BNY Mellon Fund Services

Single Stock Activity

Largest Buy & Buy Cover*		Largest Sell & Short Sell**	
Oriental Land	BC	Murata Mfg	S
Fuji Media	B	Honda Motor	S
Sumco Corp	B	RELIA	S
Nissin Foods	BC	Ube Industries	S
Sumitomo Heavy	B	Hitachi High Tec	S

* B = Buy; BC = Buy Cover

Source: BNY Mellon Fund Services

** S = Sell; SS = Short Sell

投資戦略

いちごグループホールディング (2337) は再度、最大の買いポジションとなりました。当ニュースレターで何度もコメントした銘柄ですが、成長ストーリーには変化はなく、最近の株価下落でリスク・リターンが再び魅力的になりました。先月、ショートポジションのオリエンタルランド (4661) の買い戻しを始めました。割高なバリュエーションにも関わらず、来園者数の伸び悩み及び精彩に欠く企業収益でショートした銘柄でしたが、我々の思惑通りに株価は下落しました。

我々は幸運にも市場参加者により無視されていた想像以上の隠された不動産事業の企業価値に着目し、フジ・メディア・ホールディングス (4676) のロングポジションを増加させました。また、以前保有していた売却した半導体用シリコンウエハー製造会社のSUMCO (3436) を再び買い始めました。SUMCOについては以前、長期に渡り、ウエハー業界において需給悪化と高いバリュエーションを背景に、我々はショートポジションを持っていました。しかしながら、ファンダメンタルの改善が見られるにもかかわらず、株価は2008年の世界金融危機時の低いPBR水準で取引されています。この銘柄は為替に敏感でありまたβ値の傾向が高い為、タイトな損切り基準を設定し、ポジションのサイズを限定しています。

投資戦略

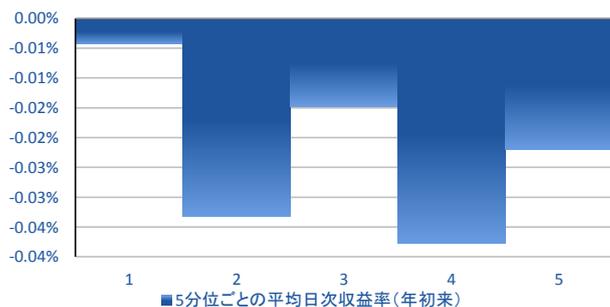
今月の個別収益寄与度は比較的小さいものとなっています。最大収益寄与5銘柄とも0.2%の寄与となっています。今回は、先月の収益寄与トップであり、力強い上昇モーメントを示している三井倉庫ホールディング(9302)及び住友金属鉱山(5713)についてコメントさせていただきます。三井倉庫ホールディングは、全く材料のない中で5%の上昇を見せました。住友金属鉱山は、環境問題に配慮するフィリピンの新政権が環境基準を満たしていないニッケル採掘場を閉鎖するという噂から、ニッケル需給の改善の思惑で6%も値を上げました。住友金属鉱山の買い持ちは、極度の割安感及び需給関係が幾分か安定してきたことを根拠としています。フィリピンの話で、急速に我々の見方が正しいことが株価に反映されていくと考えていますが、未だに株価は大変割安です。

リソナホールディング(8308)及びホンダ(7267)のいずれも、8月の上昇の後9月には一転反落しました。リソナホールディングは、8月は50Bpのプラス寄与でしたが9月は30Bpのマイナス寄与となり、ホンダは、8月の30Bpのプラス寄与を9月で全て失いました。個別銘柄が長期における下降トレンドから上昇トレンドへ移行する前には、激しく変動する傾向があるということをお我々は過去の経験から学んでいます。

ホンダのファンダメンタルは明らかに改善してきており、また、マネジメントはうまく経営の舵取りをしています。リソナホールディングの収益性は、マイナス金利でことが解決すると信じている日銀によって厳しい状況になってはおりますが、強固な株主還元姿勢及び高配当は現在の株価の強いサポートになると考えています。

Value Factor Performance*						
	P/E	EV/EBITDA	P/B	Div Yld	EV/IC	FCF
MTD	0.0%	0%	1%	-0.3%	0.1%	1.3%
YTD	-0.5%	2%	6%	7.7%	1.3%	7.5%

Source: Factset*



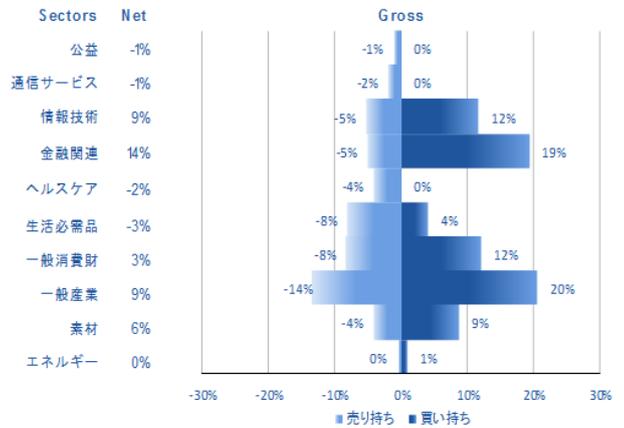
Source: Factset*

Top Gainers & Losers

Gainers		CTR*	Losers		CTR*
Fuji Media	L	0.2%	Resona	L	-0.3%
Mitsui Soko	L	0.2%	Tonen General	L	-0.3%
Sumitomo Met M L		0.2%	Iida Home	L	-0.2%
Technopro	L	0.2%	Murata Mfg	L	-0.2%
Fujifilm	L	0.2%	Metawater	L	-0.1%

*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。

7月は大きなスタイル転換点であったと言え、長い間低迷していたバリュエーターが大きく反転しました。そして8月も引き続き力強さを継続しました。9月には、株式バリュエーションへのローテーションは減速し、ファクターとしてのバリュエーションは、月中、おおよそフラットとなりました。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。

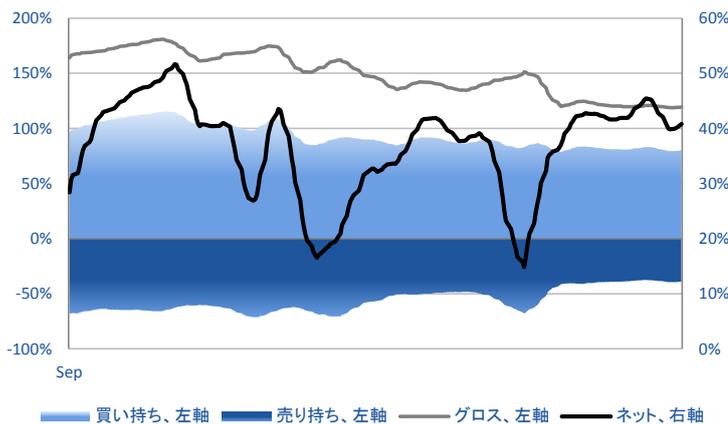
PBRに関しては、買い持ちポートの加重平均PBRは1.4倍で、売り持ちポートのそれは1.8倍です。スクリーニングを行うと、多くの低PBRの株が金融関連セクターで発見できます。しかしながら、私たちは、理解可能と判断できるもののみに投資ユニバースを制限しており、数少ない銀行と保険会社しかフォローしておりません。弊社の投資ユニバースのPBR中央値は1.2倍、平均値は1.6倍となっており、東証1部平均より高くなってはおりますが、これは、弊社の投資ユニバースからバリュエーション上大幅に割安な金融株がほとんど除かれているためです。

モーメント・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、上昇しています。9ヶ月ベースでは、買い持ちポートフォリオが2.2%下落、売り持ちポートフォリオが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。9月末のグロス・エクスポージャーは119%でした。デルタ調整後では136%です。ネット・エクスポージャーは42%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25%とかなり低い値となりました。

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6.8%で、想定ベータは0.21です。ネット・エクスポージャーの削減による要因もありますが、市場の実現ボラティリティの低下により、双方、先月に比べ大幅に減少しました。



Source: BNY Mellon Fund Services*

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	0.88	0.77
Volatility	15.7%	14.5%
Debt-to-equity	11%	46%

Source: UBS PAS

Risk Statistics Delta Adjusted

Volatility (ex-ante; 1yr daily data)	6.8%
Volatility (ex-ante; 5yr monthly data)	6.4%
Var (99%, 5 days)	1.6%
Beta (ex-ante)	0.21

Source: GS and Nomura

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運んでくれます。言うは易く行うは難しいのですが、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回の介入が全く裏目に出てしまったと、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・プットがますます効果が出にくくなっており、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、黒田日銀総裁はドラギECB総裁同様周遊的なプレーヤーであり、すべては米国ドルの動向とイエレンFRB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10月

9月は予想以上に平穏な期間となりました。多くのリスク要因が生じているにもかかわらず、実現ボラティリティは世界的にも驚くべき低い水準で推移しています。過度な負債レベルと政府の余計かつ強制的な経済政策により、グローバル経済は鈍い動きを継続する形となっています。日本の景気は未だ停滞気味であるものの、我々は、停滞している世界経済成長にプラス成長を促す、魅力的な資産価値を見出しています。決算発表シーズンが間近に迫っていますが、ポジティブなニュースはあまり期待できません。ファクターローテーションで大きく値上がりした循環株が業績目標を達成できなかった場合どのように株価が反応するかを見ることは有益であると思われます。我々は昔から、最小分散指数タイプの高割高なディフェンシブセクターをショートすべきと主張してきましたが、ずっと低かったボラティリティが上向き始めていることから、我々のシナリオがうまくいきそうな感じになってきました。

ペラルゴス日本アルファ・ファンド

2016年9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%						
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%						
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	-5.10%	5.99%	0.37%	2.16%	18.33%	-0.73%	3.96%	2.83%	
Class B EUR	-4.80%	6.47%	0.88%	3.00%	19.83%	-0.23%	4.72%	3.76%	9.68%

Fund Facts

Investment Manager	Pelargos Capital
Legal Status	Fund for Joint Account
Fiscal Status	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	€ 218,250,624
Firm AUM in USD	\$245,204,576

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 long/shor

Fund Facts

Fund Size in EUR	€ 90,256,092
Fund Size in USD	\$101,402,719
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
Redemption	20 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	Citibank International Plc.

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.

