

マーケット概観

MSCI 日本株指数は1月には1.3%の上昇となりました。一方、ペラゴスジャパンファンドクラスBは0.26%のマイナスとなりました。今年の新年のスタートはまるで打ち上げ花火のような状態で、月間高値をつけた23日に一時は+5.8%となりましたがその後急落しました。とりわけ良いパフォーマンスだったのが株価モメンタムの強い銘柄群、そしてロボット、AI、仮想通貨といったテーマに関連した銘柄群が大きく上昇しました。このような投資家の動きは、極端に市場心理が強気に傾いた局面でしばしば見られる現象であり、上げ相場の最終局面が来ていたことを示唆していたのかもしれませんが。遂に個人投資家も株式市場に参戦し、幾つかの指標（例えば信用取引の評価損益率など）は減数に見られないレベルに達していました。金余りという状況はグローバルな現象となっており、米国では信用取引残高の対GDP比は史上最高水準となっており、最近のそこそこ好調な経済指標に支えられて

消費者信頼感指数もこう水準です。労働市場の需給はタイトで、わずかなレベルではありますが賃金も上昇しており企業の設備投資意欲も少しずつですが改善の兆しを見せております。景気拡大局面の後期に改善する指標は概ね良くなっており、ボトルネックになりそうな業種、企業が投資家の関心を集めているわけです。いずれにせよ、インフレの兆候は未だ見えておらず、日銀が金融緩和の姿勢を変える様子は見えません。驚くべきは、日銀が円安を目指して金融緩和への不断努力を続けているにも関わらず円高傾向になっていることです。

個別銘柄について

1月末時点での我々の最大の買い持ちポジションは東芝プラント建設(1983)です。コア銘柄になったのは2013年の6月ですが、その前には2009年6月から14ヶ月保有していました。この銘柄は、過去においても、そして現在もですが、大変割安です。資産をあまり持たない、国内外ともに成長余地のあるエンジニアリング会社です。同社は堅固なバランスシートを持っており、現預金を持ちすぎているのでROEが低くなっています。我々の試算では、保有現預金を調整後のROEは30%を超えるものと思われます。いつになるかはわかりませんが、東芝(6502)が100%子会社にして廃炉ビジネスを本体に取り込むか、あるいは全く逆に東芝プラント建設が東芝の持株を買い取って独立の道を歩むのか、どちらかになるのではと考えます。いずれにせよ、このような事態になれば同社の株価の割安な状態が是正されるきっかけになるのではないかと考えております。

先月最もパフォーマンスに貢献してくれたポジションはファナック(6954)の買い持ちポジションでした。大きな利益成長が見込まれ、おまけにロボット関連ということで大量の資金が流入し、1月には8.6%

上昇しました。昨年9月の安値から1月高値までは60%の上昇となっており我々はもうそろそろ十分と判断して利食いを行いました。今後の利益成長、利益率の見通しを勘案すると現在の株価バリュエーションを正当化するのには難しい水準まで株価は上昇してしまいました。もちろん、将来株価が魅力的な水準にまで下がれば是非またファナックの株式を保有したいと思っておりますので、リスクリワードの観点から買うべき水準に戻るまで辛抱強く待ちたいと考えています。最もマイナス貢献したポジションは前田道路(1883)でした。この銘柄は昨年の第四四半期(10-12月)には素晴らしいパフォーマンスでしたが、一転して1月には6%下落しました。後になって考えてみれば、1月の下落は2月8日の業績下方修正をある程度予見していたのかもしれませんが。しかしながら、前田道路はインフラ関連銘柄で、我々にとっては長期の投資です。しかしながら今回は公共投資関連工事に絡む独占禁止法関連損失引当金の形状などもあり大きな下方修正となりました。

リスクアロケーション

相変わらずボラティリティ異常な低位にあり月末にかけてわずかに上昇したに過ぎません。数ヶ月間にわたって述べてきましたように我々のリスクモデルは我々のポートフォリオが内在している“本当の”資本リスクを過小評価しているのではないかと考えています。米FRBが金融引き締めサイクルに入りECBがテーパリングモードに入ってきた時に初めてボラティリティが正常な状態に戻り“本当の”水準がわかるはずですが、それゆえ、リスクバジェットはまだ低め(現在の想定ボラティリティから見て)であり、今後数カ月の間にボラティリティが上昇してきたらリスクバジェットはをあげていきたいと考えています。

スタイル分析

1月もバリュエーション戦略にとっては厳しい環境でした。株価モメンタムの強い銘柄群、とりわけ投資テーマに乗った株が大きく上昇しました。買い持ちポジションはベンチマークを0.2%上回りました(=+1.5%)ですが、割高な、株価モメンタムの強い銘柄を多く含んでいる売り持ちポジションは2.6%上昇してしまいました。

見通し

1月には投資家センチメントの指標は“赤信号、前方危険”という状態となりましたが、過去何度も繰り返してきたように相変わらず日本株は世界の流動性とセンチメントに大きく左右されます。過去を振り返ると、毎年のように日本株は高値から20%近く下落することがありますが、今そのプロセスが始まったのではないかと危惧しています。我々は買い持ち銘柄はベータ値の低い、配当利回りの高い銘柄群、そしてその大半は低成長で市場から見放された銘柄群に集中投資しております。

FUND CHARTS AND FACTS



TOP 5 GROSS POSITIONS

Toshiba Plant Sy
Ichigo Group
Shimachu
Resona Holdings
Maeda Road Const

TOP 5 MOVERS

Fanuc Corp (long)	0.29%
Shimachu (long)	0.24%
Pola Orbis (long)	0.21%
Takara Leben Infra (long)	0.20%
Ichigo Group (long)	0.15%

TOP 5 SHAKERS

Maeda Road Const (long)	-0.21%
Osg Corp (short)	-0.18%
Doutor Nichires (long)	-0.16%
Yamato Holdings (short)	-0.14%
Enplas Corp (long)	-0.11%

FUND FACTOR

	Long	Short
Price to Earnings (PE)	17.6	20.5
EV/EBITDA	10.1	13.1
Price to Book (PB)	1.8	2.7
Dividend Yield	2.2	2.0
EV/IC	0.9	1.9
1 month momentum	2.3	-2.5
12-1 month momentum	18.6	5.1

FUND PERFORMANCE*

Month to date performance	-0.26%
Year to date performance	-0.26%
Inception to date performance	60.59%

*based on share class B EUR

FUND FACTS*

Fund size in mln EUR	98.21
Fund size in mln USD	103.12
Firm size in mln EUR	239.86
Firm size in mln USD	298.81

RISK STATISTICS

Net Exposure	42%
Gross Exposure	123%
Volatility (ex-ante; 3 months daily data)	5.5%
Beta (ex-ante)	0.29
Sharpe Ratio	0.73
Sortino Ratio	1.37
Sterling Ratio	0.60
Max Drawdown (monthly)	-8.4%
Annualized Return	5.0%

SECTOR EXPOSURES (IN PERCENT)

	Long	Short	Net	Gross
Consumer Discretionary	16	-7	9	23
Consumer Staples	7	-6	1	13
Energy	0	-1	0	1
Financials	4	-1	2	5
Health Care	0	-2	-2	2
Industrials	24	-7	18	31
Information Technology	8	-4	4	12
Materials	3	-3	-1	6
Real Estate	17	-8	10	25
Telecommunication Services	0	-1	-1	1

GENERAL STATISTICS

% Return long book	1.48%
% Return short book	2.63%
# Long stocks	50
# Short stocks	10
% Long stocks ↑	62%
% Short stocks ↓	50%
# Up days / Down days	7 / 15
Turnover as % NAV	45%



FUND PERFORMANCE: CLASS B EUR	Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD	ITD
	2018	-0.26%													-0.26%
2017	0.56%	-0.92%	-1.63%	-0.57%	0.23%	1.32%	1.18%	0.46%	0.99%	1.25%	0.20%	0.14%		3.22%	60.59%
2016	1.27%	0.92%	1.18%	-0.16%	-1.08%	-4.33%	2.12%	-1.05%	-0.29%	2.38%	0.88%	0.39%		2.07%	55.58%
2015	-1.24%	4.89%	-0.27%	3.25%	2.57%	-1.67%	-2.94%	-3.01%	2.46%	1.88%	2.06%	-1.42%		6.36%	52.42%
2014	-3.16%	-0.60%	-0.56%	-0.99%	-2.24%	1.44%	0.23%	-0.60%	2.06%	-1.89%	-1.24%	0.96%		-6.52%	43.31%
2013	5.35%	-0.58%	6.98%	6.48%	-1.07%	-0.78%	0.31%	-0.92%	1.18%	-0.80%	1.46%	1.73%		20.57%	53.31%
2012	-1.38%	3.81%	1.35%	-1.21%	-3.83%	1.76%	0.84%	0.93%	1.32%	0.58%	2.50%	4.06%		10.95%	27.15%
2011	0.93%	-0.03%	-1.55%	0.14%	-0.14%	0.42%	0.03%	-3.63%	0.69%	-0.38%	-2.60%	1.68%		-4.48%	14.60%
2010	0.73%	-0.23%	3.52%	3.39%	-2.83%	-1.31%	1.23%	-0.37%	0.91%	1.13%	1.40%	1.89%		9.67%	19.97%
2009	2.07%	1.67%	-0.73%	-0.67%	1.34%	1.13%	-1.93%	2.24%	-1.68%	-0.39%	-2.99%	2.84%		2.75%	9.39%
2008							0.96%	-1.35%	1.40%	3.44%	0.52%	1.39%		6.46%	6.46%



CONTACT DETAILS

 Pelargos Capital B.V.
WTC E-Tower, Prinses Margrietplantsoen 43
2695 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.

