

# ペラルゴス日本アルファ・ファンド 2016年8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、8月には1.05%の下落となりました。2008年7月の設定来で、ファンドは50.48%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1.5%下落しており、その間の年率換算実現ボラティリティは20.3%です。

## Fund Performance

| Share Class | NAV      | MTD    | YTD    | ITD    |
|-------------|----------|--------|--------|--------|
| Class A EUR | 1,315.01 | -1.09% | -4.79% | 31.50% |
| Class B EUR | 1,504.83 | -1.05% | -4.53% | 50.48% |

## 市場環境

8月のMSCI日本株指数は1.3%上昇しました。6月の急落の後、2か月連続の上昇となりましたが、最終日に何とか前月比プラスを維持しただけであり、上昇の勢いを失った月でした。

8月、全般に横ばいの動きとなる中、セクターローテーションには目を見張るものがありました。ディフェンシブセクターである食料品、飲料が7%も下落する中、銀行株は10%の上昇を見せました。過去1年パフォーマンスの悪かった個別株、セクターとも、8月は好パフォーマンスを見せました。

ディフェンシブ銘柄は全般的に不調で、好パフォーマンスをあげた銘柄には循環株が数多くみられました。この動きは7月に今回のセクターローテーションが始まった時期からの継続したトレンドとなっています。循環株はバリュエーションから見て割安感があり、特にディフェンシブ銘柄に比べれば大幅割安と言えます。個別銘柄選択のためではなくリスクマネジメントのために弊社が導入しているトップダウンアプローチによるファクターリターン分析によれば、市場は引き続き、実にシステムチックな動きを示しています。8月は弊社のロングポジションはショートポジションを大きくアウトパフォームしたものの市場対比ではアンダーパフォームと不調でした。長期的にはロングポジションは市場を大きくアウトパフォームしているものの、先月はロングポジション47銘柄のうち、たったの40%のみが上昇しただけです。上述した通り先月の銀行株は好調でしたが、そもそも弊社は付加価値分析が限定的ゆえポジションを控えめにしております。銀行株については、りそなホールディング(8308)のみを保有しています。配当利回り4%、PER 7倍、PBR 0.65倍というバリュエーションと積極的な株主還元姿勢を考えると、低リスクのこの銘柄の魅力はマイナス金利による収益圧迫という不安を上回ると考えています。

## Top & Bottom Industry Movers

| Industry Group | MTD   | YTD    | PB  | PE   |
|----------------|-------|--------|-----|------|
| Banks          | 10.7% | -20.4% | 0.4 | 9.0  |
| Materials      | 6.3%  | -17.1% | 0.8 | 13.0 |
| Semiconductors | 6.1%  | -6.9%  | 1.1 | 17.1 |

| Industry Group | MTD   | YTD   | PB  | PE   |
|----------------|-------|-------|-----|------|
| Transportation | -8.0% | -5.4% | 1.0 | 14.3 |
| Food Beverage  | -7.2% | 11.6% | 1.3 | 22.7 |
| Pharma         | -7.0% | 13.3% | 1.5 | 22.2 |

Source: Bloomberg

## General Statistics

|                                |        |
|--------------------------------|--------|
| % Return long book             | -1.2%  |
| % Return short book            | -3.2%  |
| # Long stocks                  | 47     |
| # Short stocks                 | 12     |
| % Long stocks ↑                | 40%    |
| % Short stocks ↓               | 67%    |
| # Up days / Down days          | 9 / 13 |
| Daily Correlation with MSCI JP | 0.66   |
| Turnover as % NAV              | 23%    |

Source: Factset

## Largest Long & Short Holdings

| Longs        | Shorts               |
|--------------|----------------------|
| Honda Motor  | Nippon Building Fund |
| Resona       | Oriental Land        |
| Ichigo Group | All Nippon Airways   |
| Hitachi HT   | House Food Corp      |
| Murata       | Kikkoman Corp        |

Source: BNY Mellon Fund Services

## Single Stock Activity

| Largest Buy & Buy Cover* |    | Largest Sell & Short Sell** |    |
|--------------------------|----|-----------------------------|----|
| Ube Industries           | B  | Kikkoman Corp               | SS |
| THK                      | BC | House Foods Corp            | SS |
| Honda Motor              | B  | Sumitomo Met Min            | S  |
| Sumitomo Heavy           | B  | Acom                        | S  |
| Ichigo Group             | S  | Melco Holdings              | S  |

\* B = Buy; BC = Buy Cover

Source: BNY Mellon Fund Services

\*\* S = Sell; SS = Short Sell

## 投資戦略

現在のポジションは、ロング47銘柄及びショート13銘柄で構成されています。買い持ちのホンダ(7267)は、最大の買いポジションとなりました。ファンダメンタルの改善、強化、そして為替の安定を受け、リスク・リターンが大きく改善され、何人かのセルサイドも計り知れないホンダの価値を理解し始めました。先月まで最大のロングポジションであった住友金属鉱山(5713)については、7月21%、8月5.5%と急騰しましたが、我々はこんなに早く調整局面が終わるとは思っていなかったため、利食いを行いました。ファンダメンタルは引き続き改善しており、バリュエーションも高くはありませんが、タイムリーなポジションサイズ管理の観点から一部利食いをしたということです。半導体製造装置の設備投資サイクルが安定的になっていることから、LMガイドメーカーのTHK(6481)のショートポジションをクローズしました。また、宇部興産(4208)へ再投資を実施しています。アナリストは化学事業のパフォーマンスの悪さを過剰に気にしている一方、特殊化学品及びセメント事業を無視しており、市場価格は極端に割安になっていると考えています。収益はほぼ底打ちしたと思われませんが、PBRは2008年レベルを下回っています。

先月、銀行セクターは11%上昇しました。りそなホールディング(8308)はセクター平均をアウトパフォームし、14%上昇しました。ホンダ(7267)はファンドに対し0.3%(30bp)寄与しています。タカタのエアバック問題のニュースもあまり出なくなり、証券会社のホンダへの見方は好転し、株価は11.6%アップしました。

## 投資戦略

8月は低PBR、長期のリターンリバーサルにとって素晴らしい月となり、例えば弊社のポートフォリオの中では、三井倉庫ホールディング(9302、PBR0.6、配当利回り3.3%)と住友金属鉱山(5713、PBR0.7)がファンドにプラスに寄与しています。

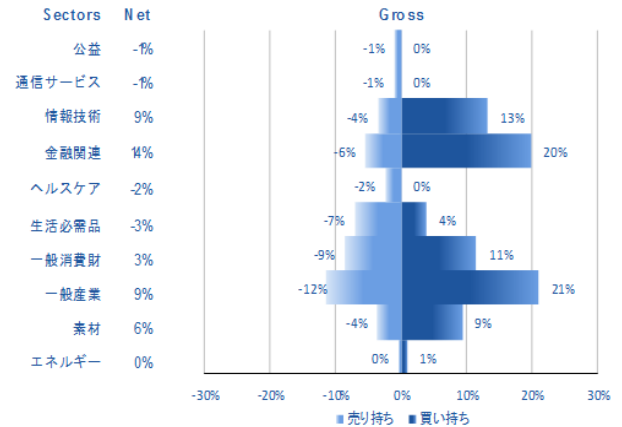
一方、タカラレーベン(8897)、ポーラ・オルビスホールディング(4927)及びメルコホールディング(6676)といったモメンタムの強い銘柄は8月中一貫して下落しました。タカラレーベン(8897)は7月中旬の段階で年初来のパフォーマンスが+41%となりましたが、8月に入り17%の下落となり、ほぼ年初の水準に戻ってしまいました。いくつかの良いニュース、PER7倍というバリュエーションにもかかわらず、株価は一本調子に下落しました。金融関連株のネットロングポジションは14%でした。リソナホールディングスの買い持ちとREITのネットロングで構成されていますが、REITはいちごホテルリート(3463)、いちごオフィスリート(8975)、ケネディクス商業リート(3453)、ケネディクスオフィス(8972)及びタカラレーベンインフラ投資法人(9281)といった特化型リートのみで構成されています。私たちは工業およびITのネットロングポジションを過去数か月で大きく増やしました。これらのセクターの業績が安定して来ており、バリュエーションは魅力的で、とりわけ割高なディフェンシブセクターに比し魅力あるものとなっています。

## Top Gainers & Losers

| Gainers      |   | CTR* | Losers            |   | CTR*  |
|--------------|---|------|-------------------|---|-------|
| Resona       | L | 0.5% | Takara Leben      | L | -0.5% |
| Honda Motor  | L | 0.3% | Pola Orbis        | L | -0.4% |
| Mitsui Soko  | L | 0.3% | Ichigo Hotel REIT | L | -0.3% |
| Hitachi HT   | L | 0.3% | Melco Holdings    | L | -0.3% |
| Sumitomo Met | L | 0.2% | Toshiba Plant     | L | -0.3% |

\*CTR = Contribution

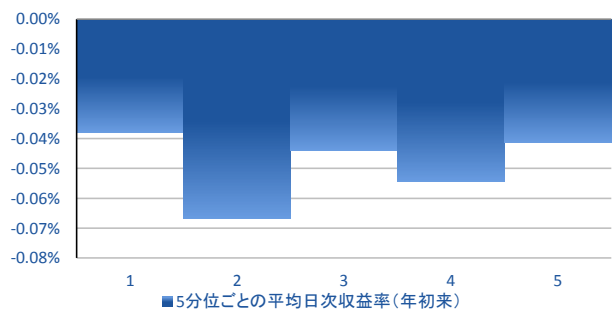
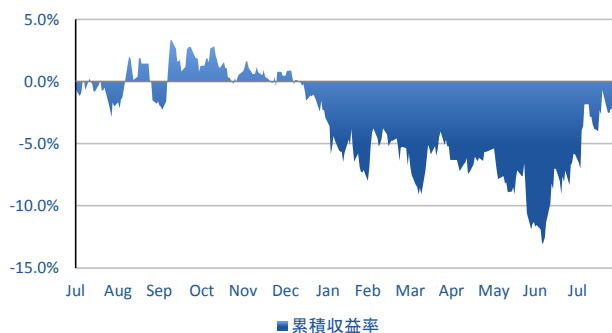
Source: Factset



Source: UBS PAS

| Value Factor Performance* |       |           |      |         |       |      |
|---------------------------|-------|-----------|------|---------|-------|------|
|                           | P/E   | EV/EBITDA | P/B  | Div Yld | EV/IC | FCF  |
| MTD                       | 7.8%  | 4.1%      | 4.9% | 6.4%    | 2.6%  | 0.8% |
| YTD                       | -3.7% | 2.8%      | 3.7% | 9.0%    | -0.2% | 4.9% |

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。

7月は大きなスタイル転換点であったと言え、バリュエーションは8月も引き続き、力強さを継続しました。ファクターとしてのバリュエーションは一時年初来で10%以上のマイナスでしたが、年初の水準を回復しました。8月はすべてのバリュエーションが上昇しましたが、PER、配当利回り、PBRの順番での上昇を見せました。

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。

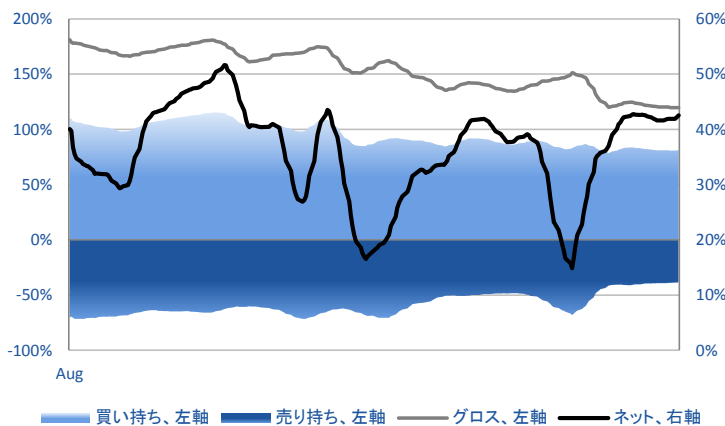
PBRに関しては、買い持ちポートの加重平均PBRは1.4倍で、売り持ちポートのそれは1.8倍です。スクリーニングを行うと、多くの低PBRの株が金融関連セクターで見られます。しかしながら、私たちは、理解可能、分析可能と判断できるものだけに投資ユニバースを制限しており、数少ない銀行と保険会社しかフォローしていません。弊社の投資ユニバースのPBR中央値は1.2倍、平均値は1.6倍となっており、東証1部平均より高くなっており、これは、弊社の投資ユニバースからバリュエーション上大幅に割安な金融株がほとんど除かれているためです。

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、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。8月末のグロス・エクスポージャーは122%でした。デルタ調整後では140%です。ネット・エクスポージャーは45%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36%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10.3%で、想定ベータは0.35です。循環株のショートカバーを実行したため売り持ちポートフォリオのベータは0.83から0.72へ減少、結果、全体のベータ値は上昇しました。現ボラティリティの高騰により、短期的想定ボラティリティはかなり上昇、5年間の月次データによる想定ボラティリティは7.8%となっています。



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           | 0.9   | 0.7   |
| Volatility     | 18.7% | 17.1% |
| Debt-to-equity | 16%   | 51%   |

Source: UBS PAS

### Risk Statistics Delta Adjusted

|  |       |
|--|-------|
| Volatility (ex-ante; 1yr daily data)   | 10.3% |
| Volatility (ex-ante; 5yr monthly data) | 7.8%  |
| Var (99%, 5 days)                      | 1.7%  |
| Beta (ex-ante)                         | 0.35  |

Source: GS and UBS PAS

### 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してしまったので、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てきており、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9月

経験的に9月と10月は相場変動が大きくなるものと言われています。特に今は中央銀行によるリスクプレミアのコントロールが続けられて、ボラティリティ自体が人為的に抑えられている状況です。経済成長については、日本はいまだ停滞感が残っている一方、米国は失望感が漂っています。自国通貨安を目論む中央銀行の通貨政策は、デフレ回避に逆効果でありむしろ部分的にデフレ傾向を助長していると考えられています。結果、日銀の黒田総裁は、引き続き役に立たない政策を継続することになるでしょう。すなわち円安及びリスク資産の価格上昇を意図して紙幣を増刷し、資本市場での価格決定に干渉する、ということです。現在のバリュエーション水準を考えれば、日本株には楽観的になって良いのではと考えております。そして、買うべき銘柄は割安な循環株、ショートすべき銘柄群は割高なディフェンシブセクターです。多くのディフェンシブ銘柄はスマートベータブームもあり、大きく値上がりしてバリュエーションは大幅に割高となっています。

# ペラルゴス日本アルファ・ファンド

## 2016年8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% |        |        |        |        |        |        |        |
| 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%  | -1.05% |        |        |        |        |        |        |        |
| 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 | -4.79% | 5.99% | 0.37% | 2.16% | 18.33% | -0.73% | 3.96% | 4.07% |       |
| Class B EUR | -4.53% | 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 | € 217,601,971 |
| Firm AUM in USD | \$242,800,279 |

#### 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                   | € 90,517,379                            |
| Fund Size in USD                   | \$100,999,291                           |
| 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](http://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。

