

ペラルゴス日本アルファ・ファンド 2016年6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、6月には4.33%の下落となりました。2008年7月の設定来で、ファンドは48.92%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8.54%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	1,302.47	-4.52%	-5.70%	30.25%
Class B EUR	1,489.20	-4.33%	-5.52%	48.92%

市場環境

6月には、MSCI日本株指数は9.9%下落しました。1月の7.6%の下落、2月の9.4%の急落に続いて、6月は2016年の最悪の月となりました。同時に2012年5月以来でも最悪の月となりました。私たちは、本年第1四半期にボラティリティをうまくコントロール出来ましたが、6月は当社の戦略には大きな打撃となりました。容赦なく進んだ円をうけ、トップダウン型のファンドやマクロ牽引型ファンドはリスク資産をパニック売りすることとなりました。日本円は6月には7.3%円高となり、年初来では16.6%の上昇となりました。Brexitと日銀(BOJ)が対応策を打ち出さなかったことにより、リスク資産が極端なまでに回避されることとなりました。個別株式のニュースフロー、バリュエーションおよびファンダメンタルズは全く顧みられることはありませんでした。ETFと「スマートベータ」タイプの戦略への資金の出入りが、株価の動向を支配しました。相対的に価格モメンタムが高く、しっかりとした収益予想を伴う割高な銘柄群がバリュエーションにかかわらず、非常に堅調でした。バリュエーションのスプレッドは、日本で最も割安な銘柄と最も割高な銘柄間で、悪名高いITバブル以来の最高水準に達しました。ディフェンシブな銘柄群のシクリカルな銘柄群に対する相対PBRは、私たちの見方からすれば、リーマン危機の水準を割り込んでおり、とても正当化できるものではありません。しかしながら、中央銀行による市場操作は、ノイズと信号を不明瞭なものとし、そのような状況では、正確な論理とそれに基づく推論は、各国中央銀行の政策を当て推量することには及びません。明らかに、日本株に対するリスクプレミアムは増大しており、市場全体がPBR1倍を下回っていることで正当化されています。

ペアワイズ相関(平均的な個別株式と市場全体との相関関係)は、ここ数年で最高水準に達しており、「すべてが同じように扱われる」状況になっています。このような環境では、アルファを創造することは困難で、特にヘッジ行動は「通常時」よりさらに困難です。

Top & Bottom Industry Movers

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Telecom	-2.0%	15.1%	2.2	15.5
Household Prod.	-2.8%	34.3%	2.8	28.0
Consumer Serv.	-3.6%	2.5%	1.7	18.8

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Div. Financials	-18.0%	-32.0%	0.8	12.2
Insurance	-16.2%	-22.2%	0.8	9.4
Banks	-14.4%	31.6%	0.4	7.5

Source: Bloomberg

General Statistics

% Return long book	-9.8%
% Return short book	-7.7%
# Long stocks	46
# Short stocks	12
% Long stocks ↑	7%
% Short stocks ↓	83%
# Up days / Down days	8 / 13
Daily Correlation with MSCI JP	0.51
Turnover as % NAV	36%

Source: Factset

Largest Long & Short Holdings

Longs	Shorts
Relia	Oriental Land
Takara Leben	Nippon Building Fund
Ichigo Group	All Nippon Airways
Hitachi High Tech	Kose
Honda Motor	Nissin Foods

Source: BNY Mellon Fund Services

Single Stock Activity

Largest Buy & Buy Cover*		Largest Sell & Short Sell**	
Mitsui Fudosan	B	Tokyu Corp	S
Takara Leben Infra	B	Nippon Building Fund	SS
Ichigo Group	B	All Nippon Airways	SS
Hino Motors	BC	Seven & I	S
RELIA	B	Honda Motor	S

* B = Buy; BC = Buy Cover

Source: BNY Mellon Fund Services

** S = Sell; SS = Short Sell

投資戦略

買い持ちポートフォリオは、市場とほぼ変わらず9.8%の下落となる一方、売り持ちポートフォリオは7.7%の下落と相対的に市場を上回りました。両方のポートフォリオで保有する株式の数は、5月から変化していません。ペアワイズ相関の上昇により私たちのファンドのインデックスとの相関も上昇することとなり、4月(-0.2)、5月(0.4)から、対ベンチマークで6月には0.5とさらに上昇しました。

買い持ちおよび売り持ちにしている上位保有銘柄に変化はありません。個別銘柄の売買に関しては、三井不動産(8801)と日本ビルファンド(NBF:8951)については説明を必要とするでしょう。バリュエーションのスプレッドは、2001年のNBFの上場以来、最も拡大しています。投資家と日銀の金利を求める行動は「アルマゲドン」のような環境でしか目撃できないような極端な混乱につながりました。しかし、世界の終わりは、一度だけ起こるものであり、株式の間での評価の不一致は全く見当違いであると考え、私たちはプット・プロテクションを付加しながら、三井不動産を買付け、日本ビルファンドを空売りました。残りの不動産セクターに対するエクスポージャーに関しては、私たちはバーベル型のアプローチを行い、ホテル、オフィスや小売関連の専門REITとの組み合わせで「リフレ」取引としてタカラレーベン(8897)といちご(2337)の保有を続けます。

投資戦略

プラス寄与となったのは、以下の売り持ちにしていた銘柄の株価下落です。コーセー(4922:-13%)、THK(6481:-17%)、オリエンタルランド(4661:-9%)、全日空(9202:-10%)と伊藤忠商事(8001:-10%)となりました。実際の所、市場平均以上に下落したのはコーセーとTHKのみなので、この2銘柄だけがアルファを稼いだことになりませんが、売り持ちポートフォリオ全体の平均では、6月中に7.7%の下落となりました。

一方、痛い打撃を受けたのは、買い持ちにしていたポートフォリオで、ホンダ(7267:-18%)、アコム(8572:-19%)、日立ハイテク(8036:-14%)、フジ・メディア(4676:-15%)とリソナ(8308:-12%)です。私たちが信念をもって保有する銘柄はすべて市場全体を下回りました。個別銘柄に関するニュースは無視され、株式の割安感、株価の下落を支えるには不十分でした。ファンドのパフォーマンスにおける寄与では、ホンダが-70bpsを占めており、私たちの見方が根本的に正しいのか検証を続けています。いずれにしても、循環株セクター、為替敏感株セクターの低PBR株は確かに相場の蚊帳の外でした。

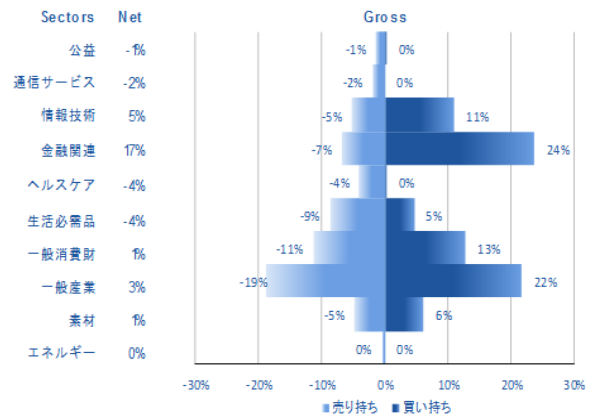
一番残念だったのは、多くを組み入れていた独特の強みを持つ内需関連株が、マクロ主導の市場で全く同じように(もしくは必要以上に)売られてしまったという事実です。それらのうち、アコム(8572)、フジ・メディア(4676)およびリソナ(8308)は内需ほぼ100%の企業です。さらに、私たちはトール日レス(3087)、チヨダ(8185)、ポーラオルビス(4927)、セブン&アイ(3382)、ファンケル(4921)、平和不動産(8803)、タカラレーベン(8897)、いちご(2337)、メタウォーター(9551)、テクノプロ(6028)、中電工(1941)、りらいあコミュニケーションズ(4708)などの内需株にロング・ポジションを持っていました。残念ながら、2016年6月については、弊社のボトムアップによるポートフォリオ構築は、2008年に経験したに匹敵するグローバルな

Top Gainers & Losers

Gainers		CTR*	Losers		CTR*
Kose	S	0.3%	Honda Motor	L	-0.7%
THK	S	0.3%	Acom	L	-0.6%
Oriental Land	S	0.3%	Hitachi High Tech	L	-0.5%
All Nippon Air	S	0.2%	Fuji Media	L	-0.4%
Itochu	S	0.2%	Resona	L	-0.4%

*CTR = Contribution

Source: Factset

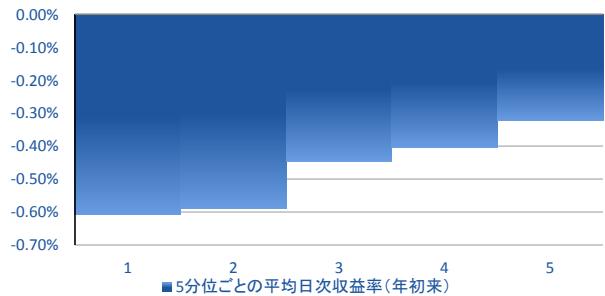


Source: UBS PAS

Value Factor Performance*

	P/E	EV/EBITDA	P/B	Div Yld	EV/IC	FCF
MTD	-6.2%	-3.9%	-4.3%	-5.1%	-4.4%	-1.4%
YTD	-17.5%	-12%	-11%	-4.5%	-10.3%	0.3%

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。

単純にいうと、6月はバリュファクターにとっては大きな災難でした。月次では6月は2月と同じくらい不調で、過去1年間の累積損失はここ数十年で最大なものの一つとなりました。

2月のメルトダウンでは、配当だけは、わずかながらでもプラスの動きとなっていましたが、6月はすべてのバリュファクターがマイナスでした。PBRは-6.2%と大きなマイナス、配当利回りは-5.1%となりました。世界的な長期の債券利回りの低下にもかかわらず、高配当株式は、負の相関となり私たちのパフォーマンスを引き下げる結果となりました。

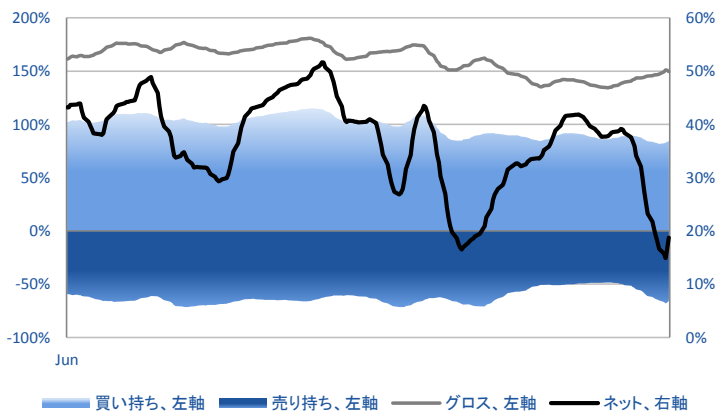
買い持ちポートのPERは13.7倍で、売り持ちポートのそれは20.1倍です。買い持ちポートEV/EBITDAは7.2倍で、売り持ちポートのそれは10.7倍です。配当利回りは買い持ちポート2.6%で、売り持ちポートは1.9%です。私たちのバリュコンポジットは2015年5月にピークを打ち、それ以来下落し続けています。

PBRに関しては、買い持ちポートの加重平均PBRは1.3倍で、売り持ちポートのそれは2.1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。弊社の金融セクターの投資ユニバースは、現在は非常に安価な銀行、ノンバンクに限定していることから、PBRの中央値は1.2倍で、平均値は1.6倍です。モメンタム・エクスポージャー(ロングとショートポートフォリオ間のスプレッド)は、かなり制限されています。9ヶ月ベースでは、買い持ちポートフォリオはフラット、売り持ちポートフォリオは2.3%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。6月末のグロス・エクスポージャーは139%でした。デルタ調整後は162%です。ネット・エクスポージャーは37%となりました。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18%となりました。いちごホテル(3463)、いちごオフィス(8975)、ケネディクスオフィス(8972)とケネディクス商業(3453)から成る、REITのエクスポージャーは、合計で8%に達しました。

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%で、想定ベータはわずかに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0.82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。残念ながら、過去に何度も経験した通り、リスク指標は、スナッチショットであり、相関が急激に高まる局面ではあまり意味を持ちませんが。



Source: BNY Mellon Fund Services

Fund Overview

	Long	Short
Price to Earnings (PE)	13.7	20.1
EV/EBITDA	7.2	10.7
Price to Book (PB)	1.3	1.9
Dividend Yield	2.6	1.9
EV/IC	0.9	1.9
1 month momentum	-7.9	-6.0
6 month momentum	-9.4	-12.4
9 month momentum	0.0	-2.3
Earnings momentum (1M)	-3.5	-6.6
Earnings momentum (3M)	-2.7	-2.3
CFROI	6.8%	9.2%
Cash/MarketValue	34.5%	22.2%

Source: Factset

Style Exposure

	Long	Short
Beta	0.82	0.9
Volatility	21.2%	21.8%
Debt-to-equity	-1%	44%

Source: UBS PAS

Risk Statistics Delta Adjusted

Volatility (ex-ante; 1yr daily data)	6.0%
Volatility (ex-ante; 5yr monthly data)	5.5%
Var (99%, 5 days)	1.7%
Beta (ex-ante)	0.08

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配っています。言うは易く行うは難いですが、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回の介入が副作用を伴ってしまったとして、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・プットがますます非効果的であり、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、黒田日銀総裁とドラギ欧州中央銀行総裁はもはや力の衰えたプレーヤーであり、すべては米国ドルの動向とイエレン連邦準備制度理事会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7月

6月には、日本における顕著なパニックのすべての特徴を持っていました。日本円は米ドルに対して上値抵抗線である100円水準まで大きな上昇を見せました。政策立案者による資本市場に対する厳戒態勢は、最終的には日銀の対応を強いることとなります。紙吹雪やヘリコプターマネーという、新たに導入された用語は、いわゆる非伝統的な金融語彙への追加です。繰り返しますが、バリュエーションは大変割安で、流動性のミスマッチからくるアンダーシュートから具現している、現在の相場環境ではロング・ポジションをとることが優位になります。投資家の投資行動はかなり慎重ですが、短期的にさらに下振れるとの極端な見方は限定的です。しかし、私たちは短期的な反発の後に、すぐに高値をいつでも再テストできるという見方については懐疑的です。本当の底は、投資家が売却することを拒否する、強力な手がコントロールを取り戻す事が出来る水準ということになるでしょう。日本市場が解散価値を下回って取引されている現時点は、買いの対象となる銘柄を見つけるには優れた出発点であり、私たちは2008年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を見つけます。

ペラルゴス日本アルファ・ファンド

2016年6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%									
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%									
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	-5.70%	5.99%	0.37%	2.16%	18.33%	-0.73%	3.96%	4.07%	
Class B EUR	-5.52%	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	€ 203,557,667
Firm AUM in USD	\$226,071,146

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	€ 86,383,181
Fund Size in USD	\$95,937,160
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

ペラルゴス日本アルファ・ファンド 2016年6月



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。

