

# ペラルゴス日本アルファ・ファンド 2016年3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、3月1.18%の上昇となりました。2008年7月設定来の累積パフォーマンス(1TD)は+57.62%、その間の年率換算実現ボラティリティは7.3%です。一方、ベンチマークであるMSCI日本株指数は累積で0.68%下落し、その間のボラティリティは20.3%でした。

## Fund Performance

Share Class	NAV	MTD	YTD	1TD
Class A EUR	1,381.18	1.08%	0.00%	38.12%
Class B EUR	1,576.18	1.18%	0.00%	57.62%

## 市場環境

日本株の1月、2月の悲惨なまでの暴落の後、MSCI日本株指数は3月+3.4%の反発となりました。ほとんどの日本企業は、3月29日に配当金を支払いますが、この配当調整後ベースでは、指数は4.3%の上昇となります。2月12日の安値から市場は、3月4日まで15%上昇しました。その後は、狭いレンジでの動きと共にボラティリティは縮小する中で、最後の2取引日に軟調局面を迎えました。日本円は米ドルに対してはほぼ変わらず、ユーロに対しては4%以上下落しました。

3月、買い持ちにしているポートフォリオは、そのしっかりとしたアウトパフォーマンスを継続し、6.4%上昇する一方で、売り持ちにしていたポートフォリオはやや少ないながら5.7%上昇しました。ファンドのパフォーマンスと市場の日次の相関は-0.34で、売買回転率は、純資産価値(NAV)のわずか22%に抑えられました。私たちのテーマに変化は無く、世界経済は不調であり、中央銀行のアクティビスト的な行動のみが目立っていました。私たちは、金融的施策は、実際の経済活動に関して効果のないままであると考えます。私たちは中型株バイアスを伴って割安な国内ビジネスモデルに焦点を当てながら、ボトムアップによってポートフォリオを構築します。これらによって、ほとんど海外投資家が取り上げないスペシャリスト的な状況になる傾向があります。したがって、私たちのポートフォリオに外人売りの影響はほとんどありません。売り持ちポートフォリオは幾分通貨の感応度が高く、大型株バイアスを持っています。モメンタムにベットする投資家が最近の日本円の強さにもかかわらず、為替の影響を無視していますが、これらの株式は、あまりにも高価です。

## Top & Bottom Industry Movers

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Food & Staples	8.3%	21.3%	1.6	19.3
Consumer Durables	8.0%	-0.5%	0.9	15.2
Materials	7.8%	-21.4%	0.7	12.3

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Insurance	-1.9%	-7.9%	0.7	13.2
Telecommunication	-1.6%	8.9%	2.0	16.0
Utilities	-1.1%	-1.7%	0.9	14.3

Source: Bloomberg

## General Statistics

% Return long book	6.4%
% Return short book	5.7%
# Long stocks	48
# Short stocks	12
% Long stocks ↑	81%
% Short stocks ↓	7%
# Up days / Down days	10 / 10
Daily Correlation with MSCI JP	-0.34
Turnover as % NAV	22%

Source: Factset

## Largest Long & Short Holdings

Longs	Shorts
Ichigo Group	Nippon Express
Relia	Hino Motors
Ryosan	All Nippon Airways
Pola Orbis	Kikkoman
Metawater	Keyence

Source: BNY Mellon Fund Services

## Single Stock Activity

Largest Buy & Buy Cover*		Largest Sell & Short Sell**	
Komatsu	BC	Nikon Corp	S
Kose Corp	BC	House Foods Corp	SS
Yamada Denki	B	East Japan Rail	S
Hino Motors	BC	Takara Leben	S
Tokyu Corp	B	Ryosan	S

\* B = Buy; BC = Buy Cover

Source: BNY Mellon Fund Services

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

## 投資戦略

限定的な売買の結果、先月末の買い持ちおよび売り持ち上位銘柄のランキングはあまり変わっていません。私たちのポートフォリオは個々の銘柄の個別材料に着目して選定した銘柄によって構成されており、コアとなるポジションは62で、その約半数は長期保有です。全体のポートフォリオのうち多くは買い持ちポジションで、売り持ちのポジションは限定的です。異なる投資テーマには異なる投資期間が伴っているので、私たちは買い持ちポートフォリオでより多くの銘柄を保有することに加えて、意図して流動性リスクを取っています。売り持ちにする銘柄については、タイムリーな材料を探しますが、そうした材料は少なくなっている一方で、買い持ちにしている銘柄は下値リスクが限定的な場合は、材料の有無にかかわらず、長期的な保有とすることが出来ます。

私たちは、小松製作所(6301)の売り持ちポジションの全体を解消しました。鉱業へのエクスポージャーと、建設関連の設備投資を考慮すると、当銘柄の材料は、すべて織り込まれたと勘案しました。同社株式は現在、2008年の危機時と同じPBR水準で取引されており、間違いなく、もはや空売りポジションを持つ魅力的なレベルで取引されていないと思います。また、取り巻く事業環境が困難であるにもかかわらず、当社の事業の質はそれなりのものとなりました。

### 投資戦略

私たちが長期に買い持ちポートフォリオのコアとして保有している、いちごグループ(2337)とタカラレーベン(8897)は3月に目覚ましいパフォーマンスを見せました。いちごの株価は23%上昇し、タカラレーベンは11%上昇しています。パフォーマンス寄与率の上位5銘柄は、ほぼすべてが一部私たちのポジショニングを反映している純粋な国内ビジネス関連銘柄です。売り持ち銘柄では、先月+0.5%の寄与をした日野が、今月は0.3%のマイナス寄与となりました。コーサー(4922)の株価は、2月に12%下落した一方で、3月は13%上昇しました。典型的な行ってこいとなり、先月の稼ぎのすべてを今月は失うことになりました。

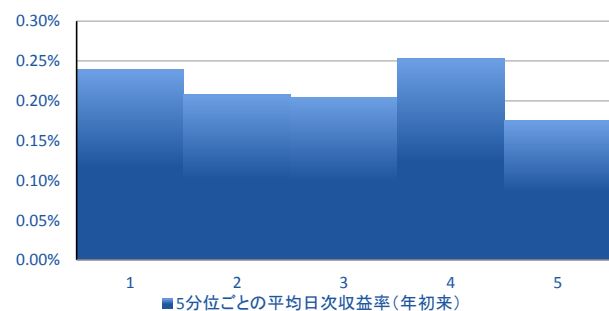
買い持ちポートフォリオが売り持ちポートフォリオを上回るパフォーマンスとなっているにもかかわらず、高い価格モメンタム銘柄で、法外なマルチプルで取引されている高収益モメンタム生活必需品関連銘柄を売り持ちにすることで、パフォーマンスの毀損を経験しました。一方、私たちの売り持ちポートフォリオは、投資家、バイサイド、セルサイド共に収益の悪化を過小評価している循環株を含んでいます。

最大のネットロングポジションは、依然として金融セクターです。当該アロケーションは、ほとんどすべてこれと言って魅力のない、古き良きREIT(不動産投資信託)ですが、私たちは高配当と将来の堅実な配当成長性で選択しました。

食品&生活必需品セクターは、先月最もパフォーマンスの良かったセクターでした。市場の反発局面でディフェンシブなセクターがアウトパフォーマンスするのは、古くから繰り返されてきた弱気市場の動向です。

Value Factor Performance*						
	P/E	EV/EBITDA	P/B	Div Yld	EV/IC	FCF
MTD	1.8%	2.3%	-0.1%	1.7%	-1.8%	0.8%
YTD	-7.8%	-4.4%	-5.6%	3.8%	-2.6%	4.8%

Source: Factset\*



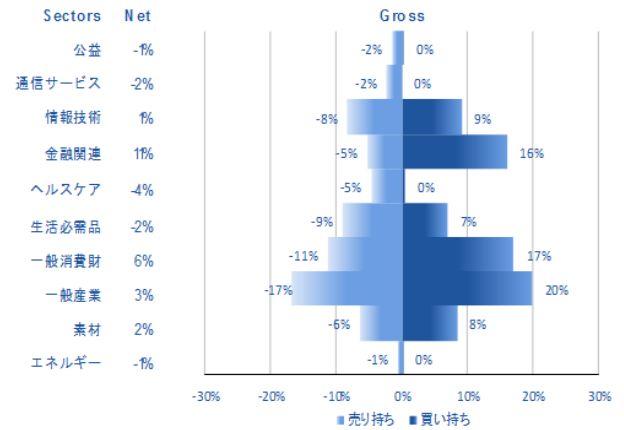
Source: Factset\*

### Top Gainers & Losers

Gainers		CTR*	Losers		CTR*
Ichigo Group	L	0.8%	Hino Motors	S	-0.3%
Takara Leben	L	0.4%	Komatsu	S	-0.3%
Metawater	L	0.4%	Kose Corp	S	-0.3%
Chiyoda Co	L	0.3%	Nippon Express	S	-0.1%
Pola Orbis	L	0.3%	Yamada Denki	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、弊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。

先月と比較して3月はバリュー要因が好調でしたが、特に、企業価値/利払い前税引き前償却前利益倍率 (EV/EBITDA)、およびアモチ考慮後のEV/EBITDAが好調でした。また、低株価収益率 (P/E) 銘柄や高配当利回り銘柄も好調に推移しました。

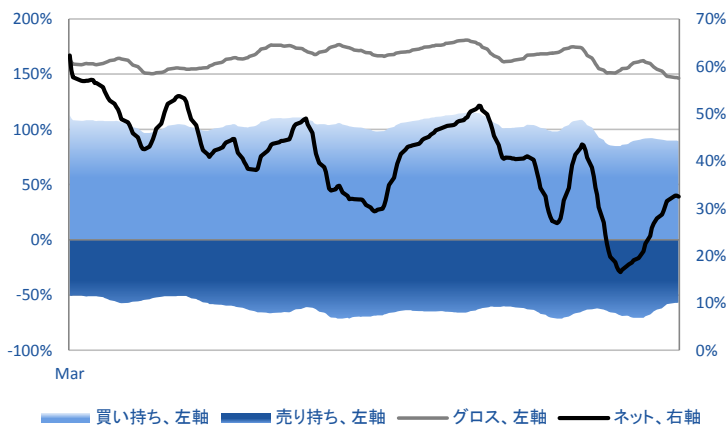
すべてのこれらの要素で、買い持ちポートフォリオは売り持ちポートフォリオより優れた特性を有しています。買い持ちポートフォリオのEV/EBITDAは8.7倍で、売り持ちポートフォリオのそれは11.1倍です。買い持ちポートフォリオの配当利回りは2.0%で、売り持ちポートフォリオのそれは1.5%です。

モメンタムのエクスポージャー(ロングとショート・ブックのスプレッド)は、9カ月間ベースではほとんどありません。6ヶ月間ベースではロング・ブックで+7.3%、ショート・ブックでは+2.5%です。PBRのスプレッドは変化なく、売り持ちポートフォリオの2.0倍に比べて買い持ちポートフォリオのそれは1.6倍でした。私たちの株式価値を重視する投資スタイルから、キャッシュリッチな企業に対する強い選好性があります。

### リスク分析と管理

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。3月末のグロス・エクスポージャーは140%で、デルタ調整後のそれは160%でした。

ネット・エクスポージャーは変化無く33%となりました。足元の市場反発局面の後、スポットのボラティリティが大きく下落し、私たちは意味のあるサイズのダウンサイド・プロテクションを安価に再構築することが出来ました。株価指数のプット・オプションを含む、デルタ調整後のネット・エクスポージャーは11%となりました。過去1年間の日次のデータに基づく、想定ボラティリティはちょうど5.7%でした。また想定ベータは、ほぼ0%です。部分的にはREITを保有する一方、銀行株をほとんど保有していないことから、買い持ちポートフォリオのベータは0.87です。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。



Source: BNY Mellon Fund Services

### Fund Overview

	Long	Short
Price to Earnings (PE)	17.5	23.2
EV/EBITDA	8.7	11.1
Price to Book (PB)	1.6	2.0
Dividend Yield	2.0	1.5
EV/IC	1.1	1.8
1 month momentum	7.3	4.3
6 month momentum	7.3	2.5
9 month momentum	0.7	-1.8
Earnings momentum (1M)	-5.1	4.0
Earnings momentum (3M)	-9.0	1.4
CFROI	7.0%	7.9%
Cash/MarketValue	30.5%	20.0%

Source: Factset

### Style Exposure

	Long	Short
Beta	0.87	0.96
Volatility	23.2%	25.2%
Debt-to-equity	2%	33%

Source: UBS PAS

### Risk Statistics Delta Adjusted

Volatility (ex-ante; 1yr daily data)	5.7%
Volatility (ex-ante; 5yr monthly data)	4.7%
Var (99%, 5 days)	1.5%
Beta (ex-ante)	-0.02

Source: GS and UBS PAS

## 見通し

### 戦略的展望 - 2016年上期

グローバル株式の6年間にわたるブル・マーケットが終わりました。昨年の調整は、循環的な弱気市場の最初の兆候です。FEDの金利引き上げ政策はグローバルな米ドルの上昇と流動性の減少をもたらしました。このような急激な引き締めは、商品価格の崩壊と商品関連の信用を窮地に追い込みました。このサイクルは、まだ途中で、大きな流動性イベントを見ることなく終了することなく、主要な流動性危機で終了します。資産クラスを問わず、投資家はリスクの再評価を行い、経済的リスクだけでなく、流動性リスクについても見直す過程にあります。中央銀行が積極的な金融政策を通じてボラティリティに対するリスク・プレミアムを抑制してきた時期は過ぎようとしています。私たちが超低金利のために支払う対価は、資本の誤った配分です。私たちは、金利の「正常化」は、米国経済が自身の足で立つことができるという誤った前提に基づいて構築されていると考えます。中央銀行の介入によって有益なシグナルと雑音を区別することは不可能となっています。米国経済の回復は、資産価格に主導されており、いったん資産価格が元に戻り始めたら簡単に壊れてしまう、砂上の楼閣のようなものです。2016年は、妥当な循環的弱気市場のすべての特徴を持っています。当面、FEDはあなたの救助に来ません。日本が10年前に見出したごとく、マイナス金利の実行は口で言うほど容易ではありません。

### 戦術的展望 - 2016年4月

中央銀行による稚拙で明らかな価格操作の壮大な実験がますます醜いものになっています。世界的に現在、マイナス利回りの債券が7兆米ドル以上あると推定されています。实体经济における市場参加者とエージェントの大半は、この現象は全く不条理であるとしています。しかし、中央銀行の教授連は常識を失っているようで、論理的思考は廃れてしまい、象牙の塔には値しないと思っているようです。彼らの考え方はこうです。もし中央銀行の錬金術がうまくいかないときには、それが不足しているからだとし、因果関係によって、それが効果的に見えるならば、より多くのニーズが行われるようにしなければならぬと。金融政策は民主主義の抑制均衡なしで財政政策になっています。予期せぬ結果はいくらでも想定することが可能で、例えばリスクの抑制は資本の誤配分を招き、消費者は過剰消費を維持し、より低い資本コストが超過リターンを正当化し、生産者が生産能力の低下を避ける中でデフレ圧力が悪化します。低すぎる金利が消費を拡大させ、破綻を先送りするといった、全く健全な経済システムではない特徴を呈することとなります。そこで私たちは、貧弱な成長、低リターンとデフレ傾向という仮定の下で運用を続けます。現在の弱気市場が本格的なものであるとし、投売りが始まったときには、それを利することが可能なポジショニングを取っています。

# ペラルゴス日本アルファ・ファンド

## 2016年3月



### Historic Fund Performance (Monthly)

	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Feb
<b>Class A EUR</b>												
2016												
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												
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
<b>Class A EUR</b>	0.00%	5.99%	0.37%	2.16%	18.33%	-0.73%	3.96%	4.07%	
<b>Class B EUR</b>	0.00%	6.47%	0.88%	3.00%	19.83%	-0.23%	4.72%	3.76%	9.68%

#### Fund Facts

<b>Investment Manager</b>	Pelargos Capital
<b>Legal Status</b>	FGR (fund for joint account)
<b>Fiscal Status</b>	VBI (tax exempt)
<b>Dividend Policy</b>	Reinvestment
<b>Base Currency</b>	EUR
<b>ISIN Class A EUR</b>	NL0009051887
<b>ISIN Class B EUR</b>	NL0001118015
<b>Inception Date Class A EUR</b>	January 2009
<b>Inception Date Class B EUR</b>	July 2008

#### Company Facts

<b>Firm AUM in EUR</b>	€ 207,777,998
<b>Firm AUM in USD</b>	\$236,451,361

#### Portfolio Managers

Richard Dingemans  
Michael Kretschmer

#### Fund Description

<b>Investment Strategy</b>	Equity Long/Short
<b>Investment Objective</b>	Capital appreciation through investing in long/short positions in Japanese securities

#### Fund Facts

<b>Fund Size in EUR</b>	€ 91,499,344
<b>Fund Size in USD</b>	\$104,126,253
<b>Participations Outstanding Class A</b>	236
<b>Participations Outstanding Class B</b>	57,844
<b>Minimum Subscription Class A</b>	EUR 10,000
<b>Minimum Subscription Class B</b>	EUR 10,000
<b>Dealing Day</b>	First business day of each month
<b>Subscription</b>	Any dealing day, 5 business days notice
<b>Redemption</b>	15 business days notice
<b>Management Fee Class A</b>	1.5%
<b>Management Fee Class B</b>	1.0%
<b>Performance Fee Class A</b>	20% subject to High Watermark
<b>Performance Fee Class B</b>	15% subject to High Watermark
<b>Early Redemption Fee</b>	max 1% (accrues to Fund)
<b>Lock-up Class B</b>	1 year
<b>Service Providers</b>	
<b>Prime Brokers</b>	UBS AG, Goldman Sachs International
<b>Administrator</b>	BNY Mellon Fund Services
<b>Accountant</b>	PricewaterhouseCoopers
<b>Legal</b>	De Brauw Blackstone Westbroek N.V.
<b>Title Holder</b>	SGG Netherlands N.V.
<b>Depository</b>	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.

