

# ペラゴス日本アルファファンド 2016年10月



## ファンドのパフォーマンス

ペラゴス日本アルファ・ファンドクラスBは、10月には2.38%の上昇となりました。2008年7月の設定来で、ファンドは53.62%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2.15%上昇しており、その間の年率換算実現ボラティリティは20.1%です。

## Fund Performance

Share Class	NAV	MTD	YTD	ITD
Class A EUR	1,341.86	2.38%	-2.85%	34.19%
Class B EUR	1,536.21	2.38%	-2.54%	53.62%

## 市場環境

10月には、MSCI日本株指数は5.1%上昇しました。円安が強い追い風となりました。9月末には3カ月間で4回目となる、円は1ドル100円水準まで買われましたが、今回もまた最終的には日本円買いは勢いを失いました。円はあっという間に105円まで下落し、世界的な成長期待が回復し、金利は上昇し始めました。こうした状況は多くの投資家がアンダーウェイトしている日本株にはポジティブと言えます。

いわゆるBond-like stocks(必ずしもそうではないにもかかわらず低リスクかつ高配当利回りとみなされている銘柄群)は、引き続きアンダーパフォームしました。一方、銀行や保険会社などの金融株および割安な不動産デベロッパー株は大変好調なパフォーマンスを見せました。6月下旬から7月上旬あたりから買われ始めた割安な景気循環株、金利上昇の恩恵を受けるビジネスモデルを持つ銘柄群の好調さは10月まで続きました。また、繰り返しになりますが、バリュー株は好調に推移しました。

このような市場環境は、当社の投資スタイルに対してかなりポジティブであると言えます。実際のところ、買い持ちにしているポートフォリオは堅調で10月には5.4%上昇したのに対して売り持ちポートフォリオは2.3%しか上昇しませんでした。20取引日のうち、14取引日はプラスのリターンを示し、マイナスのリターンとなったのは、わずか6取引日でした。弊社の要因分析によると、市場はファクターリターンからは、非常に体系的に推移していたことがわかりました。長期の株価モメンタム(12ヶ月)は今月も不調でした。一方で、割安で、株価的に出遅れており、業績悪化予想が見込まれる銘柄群が最高のパフォーマンスを見せました。

## Top & Bottom Industry Movers

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Real Estate	8.4%	-13.2%	1.2	15.0
Retailing	6.8%	3.5%	0.9	18.7
Div. Financials	5.2%	-17.5%	1.0	16.6

Industry Group	MTD	YTD	PB	PE
Food & Staples	-2.5%	14.7%	1.5	18.6
Software & Service	-0.5%	33.9%	1.9	19.4
Utilities	-0.4%	-12.4%	0.8	15.6

Source: Bloomberg

## General Statistics

% Return long book	5.4%
% Return short book	2.3%
# Long stocks	49
# Short stocks	12
% Long stocks ↑	76%
% Short stocks ↓	17%
# Up days / Down days	14 / 6
Daily Correlation with MSCI JP	0.56
Turnover as % NAV	37%

Source: Factset

## Top 10 gross positions

Honda Motor	4.4%	Tokyo Ohka	2.9%
NBF	3.7%	Kikkoman	2.7%
Ichigo Group	3.4%	Mitsui Soko	2.7%
Takara Leben	3.1%	Metawater	2.5%
Hitachi High Tech	2.9%	Relia	2.5%

Source: BNY Mellon Fund Services

## Single Stock Activity

Largest Buy & Buy Cover*		Largest Sell & Short Sell**	
Honda Motor	B	Sumitomo Heavy	S
Sumco Corp	B	Kose Corp	SS
Shin-Etsu Chemical	B	Seven & I	S
Amada	B	Resona Holdings	S
Nishimatsu Const	B	NBF	S

\* B = Buy; BC = Buy Cover

Source: BNY Mellon Fund Services

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

## 投資戦略

弊社のポートフォリオは、49の買い持ちポジションと12の売り持ちポジションから構成されています。

内容が良いにも関わらず、過小評価されている循環株のホンダは依然として最大のロングポジションです。私たち引き続き割高なディフェンシブ銘柄を売り持ちにする一方で、割安な循環株を買い持ちにしています。先月、私たちはSUMCO(3436)を再度買い持ちにしたことを、お伝えしました。私たちはSUMCOに関して、信越化学と同様10年以上フォローしてきましたが、現在の需給環境が両銘柄を買い持ちポジションとするにふさわしいと判断しました。シリコンウェハー専業でウェハー価格の業績インパクトの高いSUMCOは、遂にここ10年間で最も重要な変曲点に達したようです。

セブン&アイ・ホールディングス(3382)はストップ・ロス・レベルを下回り、ポジションを外しました。最近の経営陣の刷新が株価にプラスの影響を与えるかどうかを評価するために、私たちは引き続き同社をフォローします。コーセー(4922)はショートポジションを増やしました。ポーラ・オルビスホールディングス(4927)の収益力が、より魅力的であるため、当銘柄を保有することの方が、より良い投資であると確信しています。

### 投資戦略

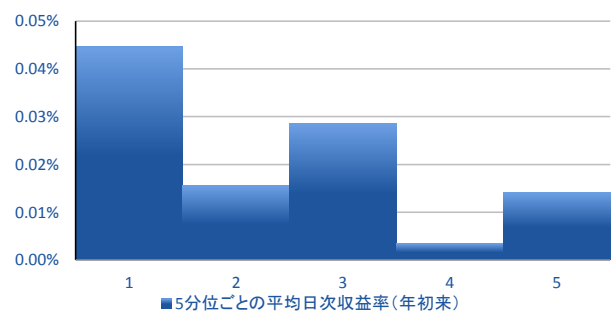
東京応化工業(4186)のファンダメンタルズは非常に強固で、遂に株価は良いニュースに反応し始めました。最近、株価は上昇したものの、株式は依然として割安なままであり、企業は過小評価されています。先月は、低モメンタム銘柄、低PBR銘柄のパフォーマンスが非常に好調でした。ホンダ(7267)、三井不動産(8801)、村田製作所(6981)は、10月にはそれぞれ30bpsのプラス寄与をしました。

買い持ちにしているいちごホテルリート(3463)は、先月はマイナス0.2%と最大のマイナス寄与を記録しました。長期的には、国内のホテル需要と客室料金は大変強気に見えています。しかしながら、金利感応度の高さとインバウンド需要の減速感から、株価は引き続き低迷しました。念のため付け加えますと、マイナス寄与となった銘柄の数および個々の損失の規模は、かなり限定的なものではありません。

不動産セクター(REIT含む)は、ネットで見れば現在7%の買い持ちとなっております。REITのエクスポージャーは、いちごホテルリート、いちごオフィスリート投資法人(8975)、ケネディクス商業リート(3453)、ケネディクス・オフィス投資法人(8972)、タカラレーベン・インフラ投資法人(9281)などの専門REITで構成されています。インダストリアルセクター(機械、商社、非鉄金属など)とITセクターのネットの買い持ちポジションはさらに上昇し、それぞれ12%と10%でした。

Value Factor Performance*						
	P/E	EV/EBITDA	P/B	Div Yld	EV/IC	FCF
MTD	2.2%	4.2%	4.0%	2.0%	2.8%	2.1%
YTD	5.2%	3.4%	8.8%	8.7%	2.9%	9.1%

Source: Factset\*



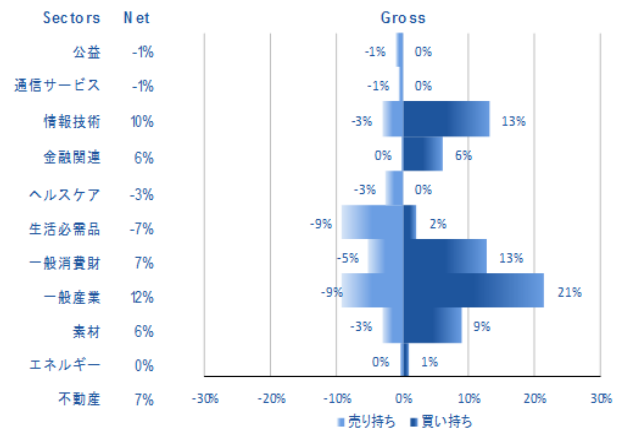
Source: Factset\*

### Top Gainers & Losers

Gainers		CTR*	Losers		CTR*
Tokyo Ohka	L	0.6%	Ichigo Hotel REIT	L	-0.2%
Honda Motor	L	0.3%	Nippon Express	S	-0.1%
Mitsui Fudosan	L	0.3%	ANA	S	-0.1%
RELIA	L	0.3%	Aeon Mall	S	-0.1%
Murata Mfg	L	0.3%	Seven & I	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。

バリュウ・ファクターは引き続き順調に推移しました。バリュウ・ファクターのパフォーマンスは、さまざまなタイプのファクターとセクターで非常に一貫していました。個別のセクター別でも割高なセクターは割安なセクターを下回りました。これまでのニュースレターでは、ディフェンシブな銘柄に対する景気循環株の全体的なミス・プライシングについて記述してまいりましたが、この修正は本格化しています。

買い持ちポートフォリオのP/Eは15.8倍で、売り持ちポートフォリオのそれは24倍です。買い持ちポートフォリオのEV/EBITDAは6.9倍で、売り持ちポートフォリオのそれは11.2倍です。買い持ちポートフォリオの配当利回りは、売り持ちポートフォリオの1.7%に対して2.3%です。

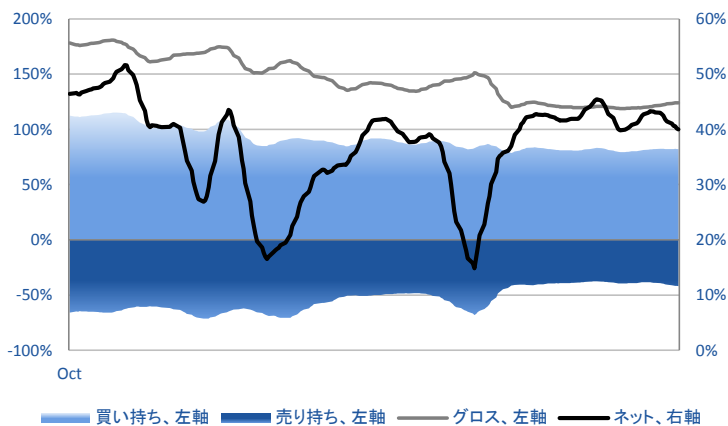
買い持ちポートフォリオの加重平均PBRは、売り持ちポートフォリオの1.9倍に対して1.4倍です。低PBR株をスクリーニングで見つけようとするれば、多くの銘柄を金融セクターで見つけることができます。しかし、私たちが投資の対象を理解できるもの、分析できるものだけに限定しているため、私たちはいくつかの銀行と保険会社のみ限定しています。

したがって、当社対象ユニバースには非常に割安となっている銀行の多くが含まれていないため、PBRの中央値は1.3倍であり、平均PBRは1.7倍です。価格モーメンタムのエクスポージャーはさらに増加しています。9か月ベースでは、買い持ちポートフォリオは7.1%のプラス、売り持ちポートフォリオは5.2%のマイナスとなりました。

## 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。ネットとグロスとも、ほとんど変化がありませんでした。10月末のグロス・エクスポージャーは122%、デルタ調整後は124%でした。ネット・エクスポージャーは39%であり、買い持ちにしている日経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37%でした。

日次データに基づいた、想定ボラティリティは7.7%で、想定ベータは0.38です。昨年と比較して、買い持ちにしているポートフォリオのベータは売り持ちにしているポートフォリオのそれを上回っています。前述した通り、私たちは割安な循環株を買い持ちとする一方、割高なディフェンシブ銘柄を売り持ちにしています。



Source: BNY Mellon Fund Services\*

## Fund Overview

	Long	Short
Price to Earnings (PE)	15.8	24.0
EV/EBITDA	6.9	11.2
Price to Book (PB)	1.4	1.9
Dividend Yield	2.3	1.7
EV/IC	0.9	1.6
1 month momentum	7.2	1.6
6 month momentum	8.4	0.5
9 month momentum	7.1	-5.2
Earnings momentum (1M)	5.0	14.0
Earnings momentum (3M)	0.2	22.6
CFROI	7.6%	9.1%
Cash/MarketValue	35.6%	17.3%

Source: Factset

## Style Exposure

	Long	Short
Beta	1.0	0.77
Volatility	14.7%	12.8%
Debt-to-equity	14%	56%

Source: UBS PAS

## Risk Statistics Delta Adjusted

Volatility (ex-ante; 1yr daily data)	7.7%
Volatility (ex-ante; 5yr monthly data)	8.2%
Var (99%, 5 days)	1.3%
Beta (ex-ante)	0.38

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配っています。言うは易く行うは難しですが、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。

### 戦術的展望 - 2016年11月

先月、私たちは長期で見れば日本の株式についてより強気になる時が来たと結論づけました。最良のロングショートのお機会は、割安な循環株を買い持ちとし、割高な銘柄、高利回りのディフェンシブ銘柄や低ボラティリティのテーマに合って市場に選好されていた銘柄群(例えば最小分散指数採用銘柄)を売り持ちとする戦略であると述べました。この戦略は正解でした。米国の金利が上昇すると金利差の拡大と、10年物の国債利回りを0%に保つために日銀の黒田総裁が大きく介入することによって、円の買い圧力を緩和し、円安はさらに加速する可能性があります。これは、米ドル、さらにはユーロに対する円の急激な減価のための完璧な嵐になる可能性があります。市場参加者は明らかに、このような状況に備えてはいません。また、日本の株式の高騰は避けられないでしょう。2016年には、低PBRの特殊化学品や割安な資本財企業へのエクスポージャーを大幅に増加させました。一方、売り持ちポートフォリオは割高なディフェンシブ銘柄を組み入れたままです。現在、低ボラティリティのテーマに乗った銘柄や上述した Bond-like stocks のような銘柄群は昨今大きく値下がりしましたが、そのような銘柄からの投資資金流出はまだ始まったばかりで、バリュエーション要因は引き続き良好に働くと確信しています。

# ペラゴス日本アルファファンド

## 2016年10月



### Historic Fund Performance (Monthly)

	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar
<b>Class A EUR</b>												
2016	-0.20%	-1.03%	-4.52%	2.08%	-1.09%	-0.33%	2.38%					
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%	2.38%					
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
<b>Class A EUR</b>	-2.85%	5.99%	0.37%	2.16%	18.33%	-0.73%	3.96%	2.83%	
<b>Class B EUR</b>	-2.54%	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>	€ 220,762,973
<b>Firm AUM in USD</b>	\$242,508,126

#### Portfolio Managers

Richard Dingemans  
Michael Kretschmer

#### Fund Description

<b>Investment Strategy</b>	Equity Long/Short
<b>Investment Style</b>	Value with a twist
<b>Investment Objective</b>	Capital appreciation through investing in

#### Fund Facts

<b>Fund Size in EUR</b>	€ 92,405,338
<b>Fund Size in USD</b>	\$101,507,263
<b>Participations Outstanding Class A</b>	236
<b>Participations Outstanding Class B</b>	59,945
<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.

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。

