

ポートフォリオ・マネジャー・コメントリー 〈ヨーロッパ株式チーム〉

2016年12月31日

コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略 2016年総括

過去3年パフォーマンス



	過去1年	過去3年(年率)	過去5年(年率)	設定来(年率)
ファンド*	-9.02%	3.32%	19.10%	6.28%
参考指数	-5.86%	0.05%	15.34%	1.02%
+/-	-3.16%	3.27%	3.76%	5.26%

資料に用いられた運用実績に関するグラフ、数値その他いかなる内容も過去のものであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様自身でご判断なさるようお願いいたします。参考指数は、(MSCIヨーロッパ・指数・税引き後配当再投資) 投信基準(基準価額ベース)に調整して使用。MSCI Europe 指数は、MSCI インクが開発した指数です。折れ線グラフのファンドパフォーマンス及び参考指数は指数化して表記。ファンド設定日は2008年2月22日。*コムジェスト・アセットマネジメント株式会社(以下コムジェストAM)が運用する代表口座(日本籍・適格機関投資家限定私募ファンド、フィー控除後)。出所:コムジェストAM

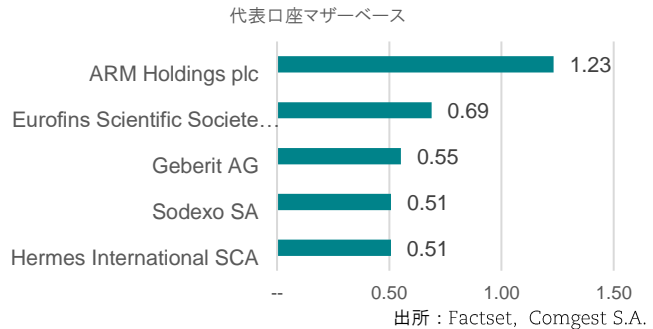
2016年は、英国の欧州連合(EU)離脱(ブレクジット)が決定し、ドナルド・トランプ氏が第45代米国大統領に選出されたことで、政治面の不透明感が強まりました。一方で、年初に生じた経済への強い懸念は、徐々に後退しました。中国経済のハードランディングは現実化せず、7年にわたり回復が続く米国経済の減速は回避されました。新興諸国の景気と資源価格はいずれも底を打ち、欧州経済の先行指標も好調に推移しました。債券市場では、利回りが過去最低水準を付けた後、年後半に上昇に転じました。2014~15年の原油価格暴落を背景に生じたデフレ圧力は弱まりつつあり、トランプ氏が大型の財政出動を公約に掲げたことで、リフレ基調に転じるのではとの思惑が強まっています。金融政策面では、欧州中央銀行(ECB)が2016年12月の政策理事会で、ハト派寄りのスタンスを維持しました。一方、米国の連邦準備制度理事会(FRB)は金融引き締めによるタカ派寄りのスタンスを強めましたが、これは連邦公開市場委員会(FOMC)の一部メンバーが財政面からの景気支援が強化されるとの見通しを考慮した事実を示唆しています。景気支援策については不確実な面があり、効果はごく限定的にとどまる可能性もあります。従って、最悪の時期は脱したと見られるものの、未だ景気見通しが大きく改善する状況にはありません。株式市場では、2016年後半に買いの中心が景気敏感セクターに急激にシフト(セクター・ローテーション)したことが、当ポートフォリオの組み入れているクオリティグロース(質の高い成長)企業の株価を下押し要因となり、当期の当ファンドのパフォーマンスは市場全体を下回りました。企業の一株当たり利益(EPS)の成長予想は年初の4カ月間に急低下したものの、その後は前年比-3%前後で安定的に推移しました。低調な経済環境が持続するなか、2017年の企業収益の伸びが13%に達するとの予想に関しては、早ければ1-3月期にも再び下振れ圧力にさらされる可能性があります。バリュー株、景気敏感株、低成長・低位株などへのセクター・ローテーションが非常に急速に、かつ大規模に進んでいる模様です。

欧州企業の収益が2016年も低調に推移したのに対し、当ポートフォリオ構成銘柄の収益は引き続き成長軌道をたどりまし。本業の売上高の伸びを示す内部売上成長(オーガニックセールス)は+6%超と力強さを維持し、収益成長率はほぼ二桁台に達していません。銘柄別に見ると、スペインのアパレル大手 Inditex は、2016年第3四半期(8-10月期)の売上高が+11.6%、既存店売上高が+8%前後と、引き続き極めて好調な業績を残し、EPSの伸び率は+11.3%に達しました。また第4四半期(11-1月期)の最初の数週間に売上高が二桁成長に回復したことが、Inditexの増益基調を支える主要因となりました。背景には、同グループの様々な事業基盤における積極的な業務展開、またオンライン販売と店頭販売を組み合わせるオムニチャンネルの戦略構造が奏功したことがあります。これにより、ザラ

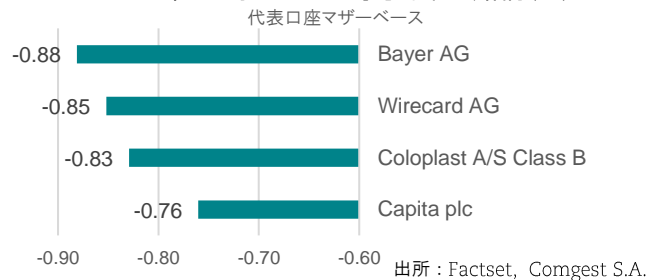
(Zara)やベルシュカ(Bershka)など Inditex傘下の様々なブランドは、同業他社を上回る業績を上げています。スペインの旅行・観光業界向けIT企業 Amadeus も、2016年第3四半期(7-9月期)の売上高が前年同期比+12.5%、一株当たり利益(EPS)が同+29.5%と、再び堅調な業績を上げました。売上高の大幅な拡大は、航空旅客数の堅調な伸び、物流サービスにおける市場シェアの獲得、ITソリューション部門への事業シフトの継続、そして航空業界向けシステム開発を行う米国のナビタイア(Navitaire)の買収が原動力となっています。Amadeusの経営陣は、2017年度も堅調な業績の達成に自信を示しており、見通しは良好と見られます。フランスの光学製品メーカー Essilor は、内部売上成長の目標について、当初の+5%から+3.5%への下方修正を余儀なくされました。その背景には、矯正用レンズ市場の一時的な低迷や新興国市場の景気鈍化、同社内の業務運営上の問題があります。既存事業の補完や拡充を目的とした「ボルトオン買収」が奏功した結果、為替変動を考慮に入れない売上の伸びは+7.5%に達すると見られますが、買収はわずかながら利益率の低下をもたらす可能性もあります。そのほかヘルスケア銘柄は、米大統領選後の薬価動向や薬価改革の可能性に対する投資家の懸念を受けて、総じて低調なパフォーマンスに終わりました。特にデンマークの製薬大手 Novo Nordisk は、収益見通しの下方修正を受けて、株価が急落しました。糖尿病治療薬事業の好調な推移にも関わらず、Novo Nordiskは長期的な成長目標の引き下げを余儀なくされましたが、これは競争環境が激化しているうえに、同社にとっての主要市場である米国市場で、薬価動向が逆風として作用していることが背景にあります。デンマークの医療器具メーカー Coloplast の2016年9月通期決算は、内部売上成長が+7%となり、利益率も改善しましたが、いずれも市場予想をやや下回りました。同社は向こう3年間の内部売上成長の目標を年平均+7~9%に置き、利益率の改善も見込んでいますが、これも市場の予想を下回る数値となっています。結果として Coloplastの株価は下落しました。

2016年は、急速かつ極端な形で買いの中心となるセクターが入れ替わる状態となったことで、市場のボラティリティが高まり、多くの投資機会が生じました。英国の各種接続機器向け半導体設計 ARM Holdings とスイスの製薬大手 Actelion については、それぞれ日本のソフトバンク・グループと米国のへ

2016年パフォーマンス寄与上位5銘柄(%)



2016年パフォーマンス寄与下位5銘柄(%)



ルスケア製品大手ジョンソン・エンド・ジョンソン(J&J)からの買収提案を機に、良好な株価水準でポジションを解消し、利益を確定しました。また医薬品セクターの株価反発を受けて、フランスの製薬大手 Sanofi のポジションをすべて売却しました。さらにオランダのデジタルセキュリティ最大手 Gemalto の組み入れを大幅に減らしました。米国スリーエム(3M)のアイデンティティ管理事業の買収を受けて Gemalto の株価は反発したものの、それに隠れる形で、同社のファンダメンタルズには脆弱性があると判断したためです。そのほか、英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)を巡り不透明感が強まっている状況を捉えて、アイルランドの格安航空会社 Ryanair のポジションを構築しました。また 2016 年末までに、スイスの歯科用インプラントメーカー Straumann とポルトガルの小売大手 Jeronimo Martins を組入れました。

ここ数カ月間、買いの中心は金融など景気循環の影響を受けやすいセクターに大きくシフトしていますが、その背景には、経済の成長基調、ならびに(デフレから)インフレへの回帰に対する期待、そして 2017 年の企業収益の伸びが 13%に達するとの予想があります。2016 年は原材料価格が回復

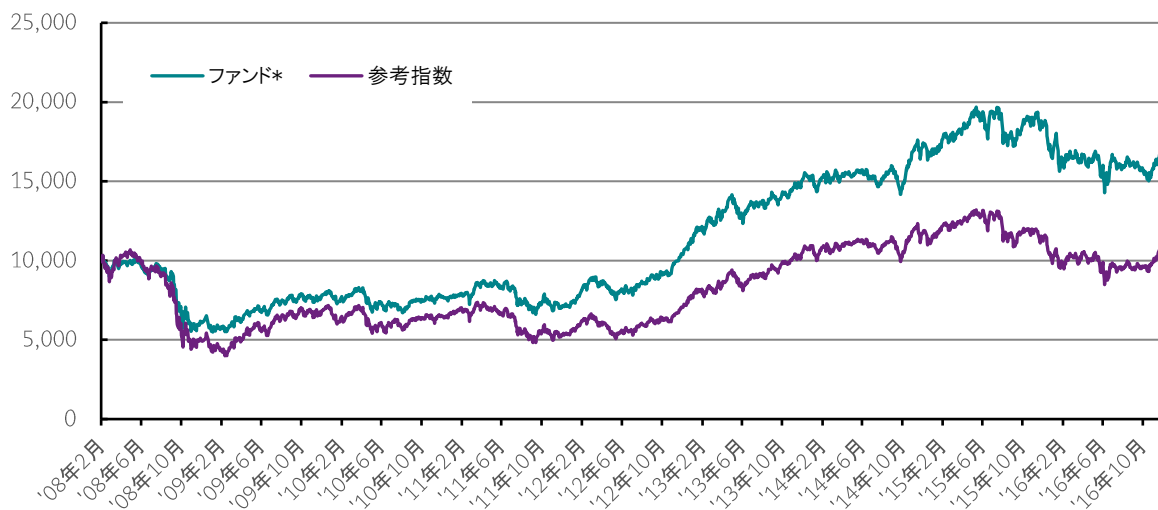
に転じたことから、国際商品の生産企業の業績は今後、ある程度の改善が見込まれます。しかしながら、欧州企業の収益は6年にわたって低迷が続いてきた経緯があり、広範囲にわたる持続的な収益拡大に向けた条件は未だ整っていない模様です。欧州経済は現在、安定的に成長を遂げているものの、緩やかなペースにとどまっているものと見られます。またドナルド・トランプ米大統領の経済政策への期待が高まるなかでも、新興諸国や米国の景気が大幅に加速する見通しにはありません。2017 年は、フランス、オランダ、ドイツで実施予定の大統領選挙や議会選挙に注目が集まる一方、英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)に関する議論も続く見られます。しかしながら、これらの政治イベントの結果、コムジエスのポートフォリオ組入銘柄に影響が及ぶ可能性はほとんどないと考えています。コムジエスでは、財務や ESG(環境・社会・ガバナンス)などの評価基準に従い、構造的成長が続くニッチ市場での主導的地位、あるいは新たな分野への事業拡大や新製品発売など企業独自の取り組みに基づいて、平均を上回る成長の実現に尽力している企業を注意深く選定しているためです。例えば、スペインのアパレル大手 Inditex は新たな国への出店を続けているほか、オンライン販売における成果を通じて、より幅広い消費者層へのアクセスを実現しようとしています。フランスの光学製品メーカー Essilor も、サングラス事業とオンライン販売を重視する戦略が効果を上げるものと見られます。またスペインの IT 企業 Amadeus は航空業界向け IT ソリューション事業で高い成長を実現していますが、これに加えてホテル業界における IT ソリューションへの投資を数年にわたり継続した結果、近く最初の顧客を獲得できる見込みとなっています。医薬品セクターでは、最近、製薬会社による薬価の引き上げが難しくなっていますが、治療成績の改善や稀な疾患への対応を可能にする目覚ましいイノベーションを通じ、今なお魅力的な成長を実現している企業もあります。消費関連企業については、インフレ基調の不在と新興国の市場環境の悪化を背景に、成長がやや難しくなっている面がありますが、そうした中でもスイスのチョコレートメーカー Lindt は高級チョコレート市場における地歩を強化し、同業他社を上回る成長を続けています。2016 年の株価下落を経て、現在、当ポートフォリオの株価収益率(PER)は長期平均に並ぶ約 20 倍で推移しています。企業の収益成長は二桁台前半の比較的安定した推移が続くと予想され、当ポートフォリオのバリュエーションは妙味ある水準にあると考えます。

保有上位 5 銘柄(2016 年 12 月末現在)

	銘柄	国	比率
1	INDITEX	スペイン	7.4%
2	AMADEUS IT GROUP SA	スペイン	6.1%
3	ESSILOR INTERNATIONAL	フランス	5.5%
4	DASSAULT SYSTEMES SA	フランス	5.1%
5	COLOPLAST -B	デンマーク	4.7%

代表口座マザーベース 出所：コムジエスト AM

設定来パフォーマンス



資料に用いられた運用実績に関するグラフ、数値その他いかなる内容も過去のものであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。参考指数は、(MSCI ヨーロッパ・指数・税引き後配当再投資) 投信基準(基準価額ベース)に調整して使用。MSCI Europe 指数は、MSCI インクが開発した指数です。折れ線グラフのファンドパフォーマンス及び参考指数は指数化して表記。ファンド設定日は 2008 年 2 月 22 日。*コムジエスト AM が運用する代表口座(日本籍・適格機関投資家限定私募ファンド、フィー控除後) 出所: コムジエスト AM

資料ご利用に当たっての留意事項

商号等:コムジエスト・アセットマネジメント株式会社(金融商品取引業者)

登録番号:関東財務局長(金商)第1696号

加入協会:投資信託協会、日本証券投資顧問業協会

業務内容:当社は金融商品取引業者として投資運用業、第二種金融商品取引業及び投資助言・代理業を行います。尚、現在本邦のお客様に対する投資助言業務は行っておりません。

運用報酬(消費税込):当社の投資運用サービスをご利用になる場合の当社の報酬については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。また、当社の投資助言業務の場合の当社の報酬は、助言の前提(投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等)により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。当社の第二種金融商品取引業務は当社の設定する投資信託の受益証券等の直接募集等に係るものに限定しており、当該業務に係るものとして、お客様からは報酬を頂いておりません。

ご負担頂く費用等:当社の投資運用サービスをご利用になる場合、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負担いただくことがあります。これらの費用については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。

リスク情報:投資運用業において行われる運用は、主に国内外の株式や公社債等の債権などの値動きがある有価証券を投資対象としており、投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあります。投資対象は、個別の投資信託または投資一任契約毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。債券の価格は、一般に、金利の変動により上下します。また、市場・経済の状況の変化等によって変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時などに取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。

上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資信託または投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資信託または投資一任契約及び投資助言契約に係るリスクや費用は、個別の投資信託または投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。

注記:本資料に記載されている過去の例は、あくまでも投資運用業務における運用のご参考として表示したものです。過去の例は将来の運用成果を保証するものではありません。

本資料はコムジエスト・グループの運用方針やファンドの商品性格および運用状況等に関する情報提供を目的に、コムジエスト・エス・エー社が作成した資料等に基づきコムジエスト・アセットマネジメント株式会社が作成したものです。本資料は、当グループのファンドの取引を勧誘又は推奨するものではなく、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。特定の商品や取引、あるいは資料中に個別の銘柄名等が含まれている場合であっても、当該銘柄への金融商品取引を勧誘・推奨するものではありません。

本資料は弊社が信頼できると考える情報等に基づいて作成されておりますが、その正確性・完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。投資される際には、投資リスク及びご負担いただく手数料などの諸費用について約款等でよくご確認の上、ご自身の責任と判断をお願いします。

本資料に掲載したインデックスに関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、当該インデックスの公表元またはその許諾社に帰属します。

当社の事前の承諾なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配付等する行為はお断りします。

コムジエスト・アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第1696号