

# 農林中金〈パートナーズ〉おおぶねJAPAN（日本選抜）

追加型投信／国内／株式

2020年5月末基準 月次運用レポート



## 「おおぶね」に乗って、共に価値を探す旅に出よう！

委託会社（ファンドの運用の指図等を行います。）

**農林中金バリューインベストメンツ株式会社**

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第2811号

〈照会先〉農林中金バリューインベストメンツ株式会社

●ホームページ：<https://www.nvic.co.jp/>

受託会社（ファンドの財産の保管及び管理を行います。）

**三菱UFJ信託銀行株式会社**



運用実績

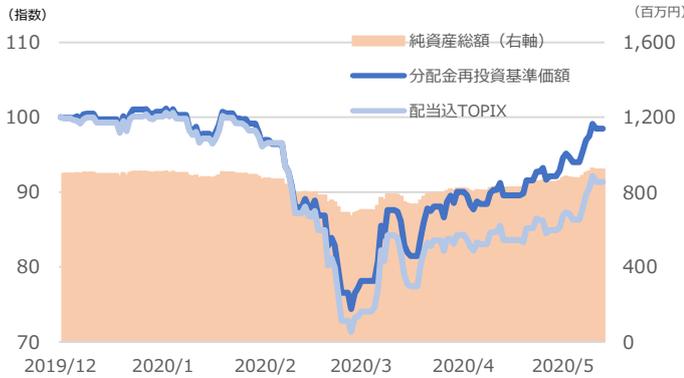
基準価額：9,848円 ※1

基準価額の騰落率：+7.9% ※2

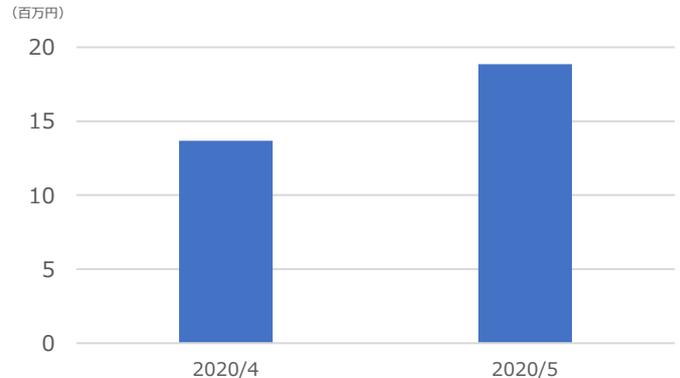
(うち株式要因8.0%、信託報酬-0.1%、株式売買手数料0.0%、その他0.0%) ※3

純資産総額：922百万円

●基準価額（分配金再投資ベース）と純資産総額の推移 ※2



●資金流入の推移（資金流入額-資金流出額）



※2020年4月1日より公募販売開始

●運用成績 ※2

	1ヶ月	3ヶ月	6ヶ月	1年	3年	設定来
おおぶねJAPAN	7.9%	11.9%	-	-	-	-1.5%
配当込みTOPIX	6.8%	4.8%	-	-	-	-8.6%
超過リターン	1.1%	7.1%	-	-	-	7.1%

●分配実績（分配実績はありません）

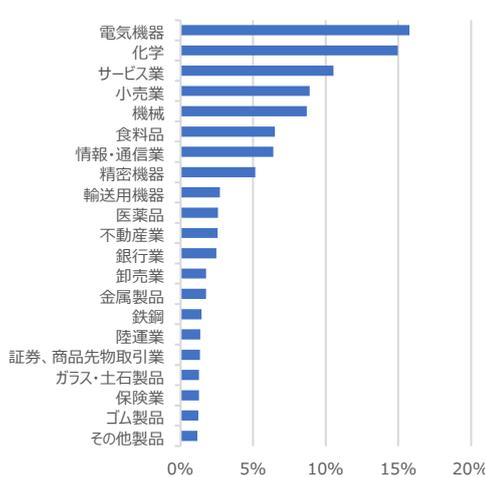
決算年月日	分配金（課税前）
設定来合計	-

組入資産の状況

●投資信託財産の構成 ※4

組入資産	構成比 (%)
国内株式	93.6
現金等	6.4
合計	100.0

●組入銘柄の業種別比率 ※5



●アクティブシェア ※6

73.2%

●ポートフォリオのバリエーション水準

	おおぶねJAPAN	TOPIX
PER ※7	22.8	15.5
PBR ※8	1.8	1.1
EV/EBITDA ※9	11.6	8.8
平均時価総額（億円）	18,472	2,755

※1 「基準価額」とは、信託報酬等控除後の当ファンドの一万口当たりの値段です。

※2 当ファンドの当初設定日の前営業日（2019年12月19日）を100として指数化し、基準価額の騰落率や、分配金再投資基準価額（課税前の分配金を再投資したもとして計算しており、分配金が発生した場合は実際の基準価額とは異なります。）、配当込みTOPIXのグラフ、運用成績の表を作成しています。配当込みTOPIXとは、配当収益を考慮して東京証券取引所が算出・公表している指数です。配当込みTOPIXは当ファンドのベンチマークではありませんが、参考として記載しているものです。

※3 「基準価額の騰落率」の内訳は、当月の「基準価額の騰落率」を主要因に分解した概算値であり、実際の数値とは異なる場合があります。また、端数処理等の関係で内訳の各数値の合計は「基準価額の騰落率」と一致しない場合があります。なお、「その他」には信託報酬以外の費用等が含まれます。

※4 構成比は当ファンドの純資産総額に対する比率を表示しています。現金等には未取・未払項目等が含まれるため、マイナスとなる場合があります。

※5 業種別比率については、東証33業種分類を用いて表示しています（非保有の業種は含まれません）。

※6 「アクティブシェア」は基準日時点のTOPIXと比較して算出しています。「アクティブシェア」はポートフォリオに組み入れている銘柄がベンチマークとどれだけ異なるかを示し、0%～100%の間の数値で100%に近いほどベンチマークと異なるポートフォリオであることを示します。TOPIXは当ファンドのベンチマークではありませんが、参考として算出しています。

※7 「PER（株価収益率）」は、株価がEPS（一株当たりの利益）の何倍になっているかを示したもので、一般的にPERが低いほど、会社が稼く利益に対して株価が割安といえます。本レポートにおいては、予想EPS（市場コンセンサス）を使用して算出しています。

※8 「PBR（株価純資産倍率）」は、株価がBPS（一株当たりの純資産）の何倍になっているかを示したもので、一般的にPBRが低いほど、会社の純資産に対して株価が割安といえます。本レポートにおいては、予想BPS（市場コンセンサス）を使用して算出しています。

※9 「EV/EBITDA（企業価値/税引前利益に支払利息と減価償却費を加算した利益）」は、企業価値がEBITDAの何倍になっているかを示したもので、一般的にEV/EBITDAが低いほど、会社の利益水準に対して企業価値が割安といえます。本レポートにおいては、実績EBITDAを使用して算出しています。



## 組入銘柄に関して

当ファンドでは、2,000社超の上場企業の中から（1）「高い産業付加価値」と、（2）「圧倒的な競争優位性」という2つの評価軸により、持続的に利益を生み出すと考えられる有望企業を選定（80社程度）して投資を行い、原則として各銘柄のウェイトに差は設けません（株価の変動により銘柄間でウェイトに差が出ることや、一部、流動性等を勘案して低いウェイトとしている銘柄があります）。

### ●組入銘柄の推移

	2020年3月末	2020年4月末	2020年5月末
組入銘柄数	80	80	80

### ●組入完了来の売買回転率（年率換算）※1

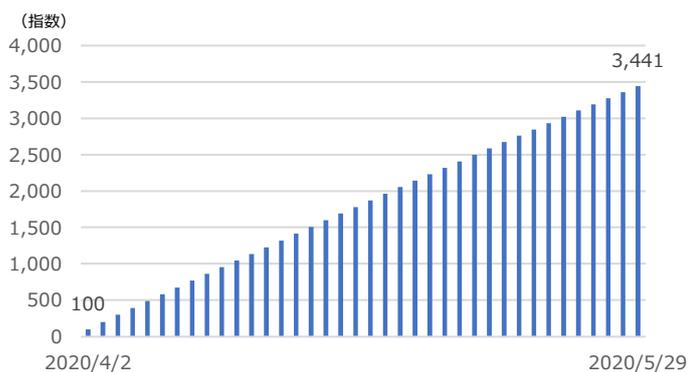
0.41回/年

### ●組入上位10銘柄

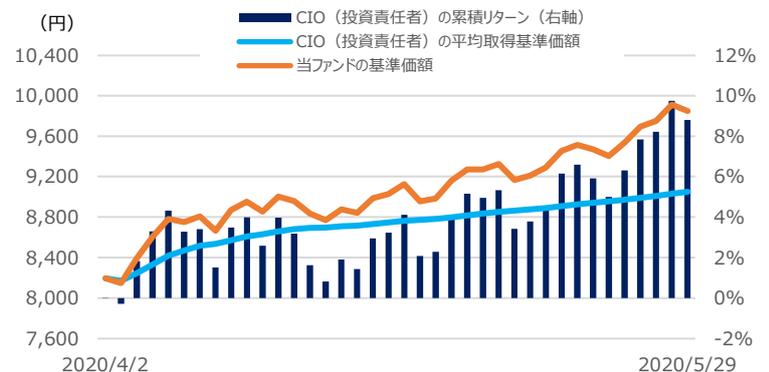
企業名	業種 ※2	組入比率（純資産対比）
キーエンス	電気機器	1.4%
日本M & Aセンター	サービス業	1.4%
日立金属	鉄鋼	1.4%
日産化学	化学	1.3%
リクルートホールディングス	サービス業	1.3%
シスメックス	電気機器	1.3%
日本ペイントホールディングス	化学	1.3%
シマノ	輸送用機器	1.3%
テルモ	精密機器	1.3%
東日本旅客鉄道	陸運業	1.3%

## CIO（投資責任者）の当ファンド保有状況

### ●当ファンドの保有口数の推移（指数化）※3



### ●平均取得価額と累積リターン ※4



※1 「売買回転率」は、期間中の売買金額の、ポートフォリオの時価評価額に対する割合を示すもので、一般的に売買回転率が低いほど組入銘柄の保有期間が長く、結果としてファンドの株式売買コストが低く抑えられていると言えます（売買回転率が1回/年の場合、1年間でポートフォリオの時価評価額相当の売買取引が行われるということになります）。

※2 組入上位10銘柄の業種区分は、東証33業種分類を用いて表示しています。

※3 CIO（投資責任者）の当ファンドの保有口数の推移のグラフは、2020年4月2日にCIO（投資責任者）である奥野が保有していた口数を100として指数化しています。

※4 CIO（投資責任者）の累積リターンは、CIO（投資責任者）である奥野が保有している当ファンドの平均取得基準価額と当ファンドの基準価額から算出したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。



## 投資先企業のご紹介

- ・本セッションではおおぶねJAPAN投資先の中からピックアップした個別企業の強さの源泉やビジネスモデルについて、ご紹介させていただきます。
- ・今回は、ネット普及により逆風強まる小売業（百貨店）を、ユニークな業態へと進化させつつある『株式会社丸井グループ』をとりあげます。

## 株式会社 丸井グループ

### もはや小売企業ではなく、『小売店舗を持っている金融業者』

#### 産業付加価値

- 首都圏中心の好立地店舗において、消費意欲旺盛な若年層を中心に販売信用を提供
- ー お財布が小さいわりに色んな出費機会が多いのが若者。そんな若者を中心に年会費が永年無料のエポスゴールドカードを提供しているのが当社です(一部年会費有料のカードあり)。

#### 競争優位性

- 小売店舗における顧客とのリアルな接点を活用し、収益機会を創造できることが当社の強み
- ー 小売事業のリアルな店舗がもたらす顧客接点が、クレジット会員の獲得コストや顧客ロイヤリティ強化の観点で他の信販会社と一線を画した相対的優位性をもたらしています。

## NVICの見方

### 企業の評価

昨今のニュースで日本やアメリカの伝統的な小売企業(百貨店など)が苦境に陥っているという報道を耳にしたことがある方は、何故当社に投資しているのだろう？と疑問に思う方もいらっしゃるかもしれません。確かに『マルイ』と聞くと大都市にあるファッションビルをイメージし、日本の典型的な小売企業の1社と捉えられても不思議ではありません。しかし、実は利益の大半をクレジットカード事業から稼いでおり、もはや小売企業ではなく『小売のリアル店舗を保有した金融屋』と捉えることができます。今回は、そんな当社へ投資するに至った根拠について、当ファンド組入企業選定にあたって重視している①産業付加価値、②競争優位性、の視点からご説明します。

- ① 産業付加価値：当社は若年層を中心に販売信用を提供しています。一般的に、若い人や収入の低い人への信用供与は貸倒率が高くなる傾向にあり、ビジネスとして成り立たせることが難しいと言われていますが、当社は業界平均を下回る貸倒率の水準を保ちながら若年層の囲い込みに成功しています。これは、通常の与信で常識とされる顧客の年齢・職業・年収などの基準によって顧客を判断せず、利用実績に応じて限度額を上げていくシステムを採用しているからです。まさしく、信用は与えるものではなく、お客様と共に創っていくもの、という当社が創業時から大切にしている月賦の精神『信用の共創』から生まれた他社よりも優れた当社の強みと言えます。
- ② 競争優位性：マルイ店頭でエポスカードを発行する顧客は、そもそもマルイでの買物を前提にしていることからポイントその他の特典のメリットを実感しやすく、顧客ロイヤリティの形成が比較的容易となります。これは他のカード会社と比べて、顧客の獲得コストが低いことを意味し、当社の競争優位の源泉です。そして、当社に対し高いロイヤリティをもつ顧客に対して、家賃保証サービスや資産形成サービス(tsumiki証券)などの多様なサービスを提供することで収益機会を自ら創造出来ていることが当社の強みと言えます。

### 企業との対話

競争が激化する小売事業において、当社は店舗の賃借化(収益の安定化)を進めるとともに、店舗の価値を『モノを売る場から消費者に体験を提供する場』と再定義して事業環境の変化に適応しています。このように環境変化に果敢に挑む当社とは、事業の経済性やビジネスモデルの進化という観点から互いに気付きを与え合うことを目指して継続的に対話をしています。



今年2月に実施した青井社長との面談では、上場会社にとって特に重要な論点である事業別の資本コストと経済的付加価値に関するNVIC独自資料を議論の叩き台として、将来のあるべき姿について率直な意見交換を行いました。その過程では、伝統的な小売ビジネスでは今後生き残れないという共通認識の下、海外企業分析や海外現地訪問を通じて蓄積してきた活きた分析情報として、ユニークなビジネスモデルによって企業価値を増大させている米國小売企業の事例を紹介しながら、小売事業の将来の在り方や事業ポートフォリオの中でのバランスについて膝詰めで議論を行いました。

NVICとしては、現状に安住する企業が多い中、現実を直視し、新たな小売りの在り方を模索する当社の姿勢をかねてから高く評価しています。これからも小売と金融の両事業をどのように有機的に結びつけ競争優位性を持続させていくのか、当社との対話を通じてしっかりモニターをしていきたいと考えています。

## 沿革

- 1931年：青井忠治氏が家具の割賦販売業を創業
- 1960年：日本最初のクレジットカード発行
- 1965年：東証一部に上場
- 1981年：消費者ローン事業を開始
- 2000年：キャッシングの返済方法にリボ払導入
- 2003年：神戸マルイを開店(関西初出店)
- 2005年：青井浩氏が社長就任(キャッシング事業からクレジットカード事業への転換、売場の定借化の推進など様々な革新を進める)
- 2006年：VISA加盟店で使用できるエポスカード発行開始  
なんばマルイを開店し、大阪初出店
- 2007年：持株会社制を採用し、株式会社丸井グループへ商号変更  
改正貸金業法※が施行
- 2014年：定期借家契約によるテナント導入開始
- 2016年：博多マルイを開店し、九州初出店
- 2018年：tsumiki証券を設立し、証券事業に参入

※ 改正貸金業法：消費者金融などの貸金業者の業務について定めた法律。消費者金融事業の貸出金利が引き下げられるとともに、総量規制によって消費者一人当たりの貸出額も大きな制限が加えられ、当社のキャッシング事業(消費者向け小口貸付金融)は大きな影響を受けた。

- 当社のルーツは、1931年創業の家具の月賦販売に遡ります。創業時から小売と金融が一体となった独自のビジネスモデルを展開しており、その時々環境変化に応じてクレジットカード事業や証券事業に参入して、価値を創出してきました。
- 3代目の青井社長は、就任直後に改正貸金業法の施行(2007年)やリーマンショック(2008年)と立て続けに逆風に直面しました。最終赤字を2度経験するなど経営危機状態がしばらく続きましたが、劇的な環境変化の中でもコアバリューである『共創の精神』を見失わず、カード事業の力点をキャッシングからショッピング時の信用提供へ進化(エポスカードの導入)させることで経営危機を見事に切り抜けました。

(出所)公開情報に基づきNVIC作成



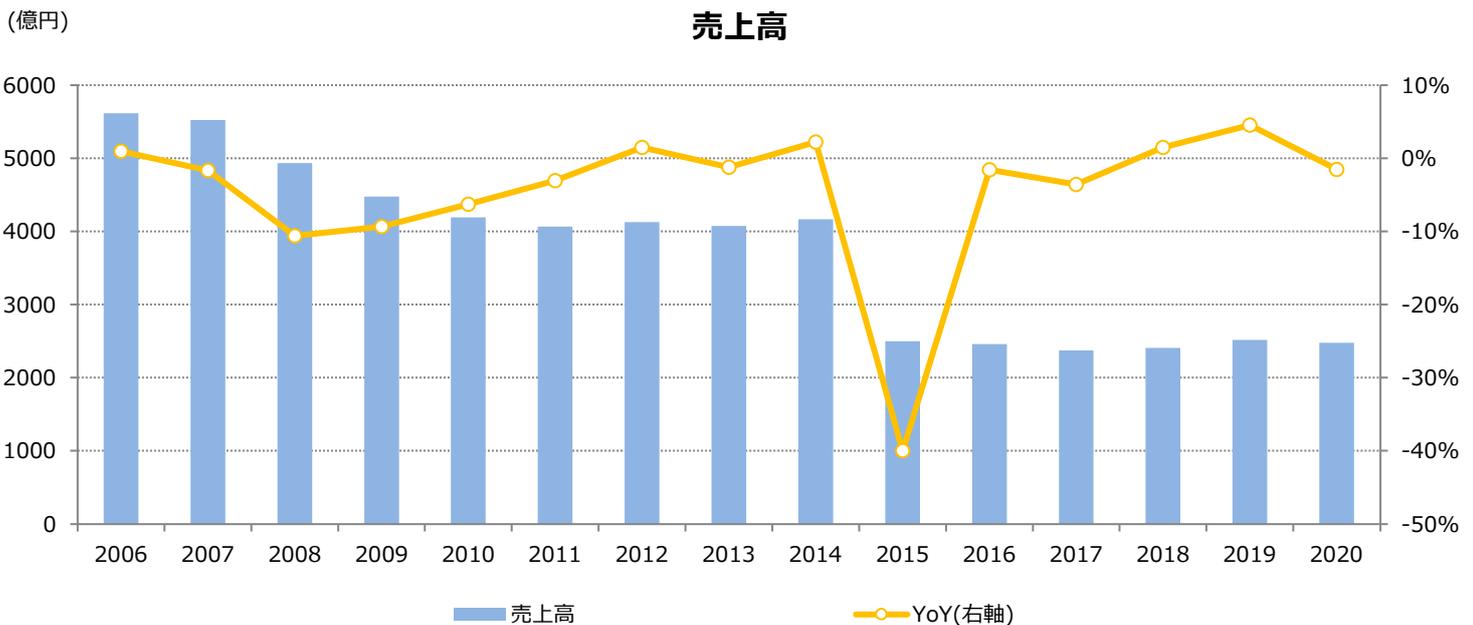
## セグメント分析(2020年3月期)

(億円)

セグメント	事業概要	売上高	構成比	営業利益	利益率	資産	ROA	競争環境/環境認識
小売	■『マルイ』ブランドで24店舗、『モディ』ブランドで6店舗展開(2020年3月時点)。 ■アパレル中心から飲食・サービス・雑貨中心の店づくりを志向(コト消費に合わせた店舗設計)。	1,163	47.0%	100	8.6%	2,758	3.6%	■各分野の専門小売業やショッピングセンター業、そしてEC專業の台頭などにより競合が多様化。加えて、コト消費に代表されるように消費者ニーズが多様化する中で伝統的な百貨店事業は苦戦を強いられている。 ■当社は不動産賃貸モデルへ移行することで安定的なフィー収入を獲得し、シクリカルな業績変動の抑制を図っている。
フィンテック	■『エポス』ブランドでクレジットカードを展開。リボ・分割払いからの金利収入と手数料収入が主な収益源。	1,395	56.4%	384	27.5%	6,224	6.2%	■クレジットカード業界全体の年間取扱高における当社シェアは数パーセントに留まる。競合には銀行系、ノンバンク系、小売系、IT系など様々なプレーヤーがあり、フラグメントな市場構造。 ■カード事業自体の差別化要素は限定的であるが、小売のリアル店舗がもたらす顧客接点が他の信販会社とは一線を画した相対的優位性(顧客獲得コストの抑制、顧客ロイヤリティ向上など)をもたらしている。
調整額		-82	-3%	-65	-	-122	-	
全社		2,476	100%	419	16.9%	8,860	4.7%	

(出所)公開情報に基づきNVIC作成

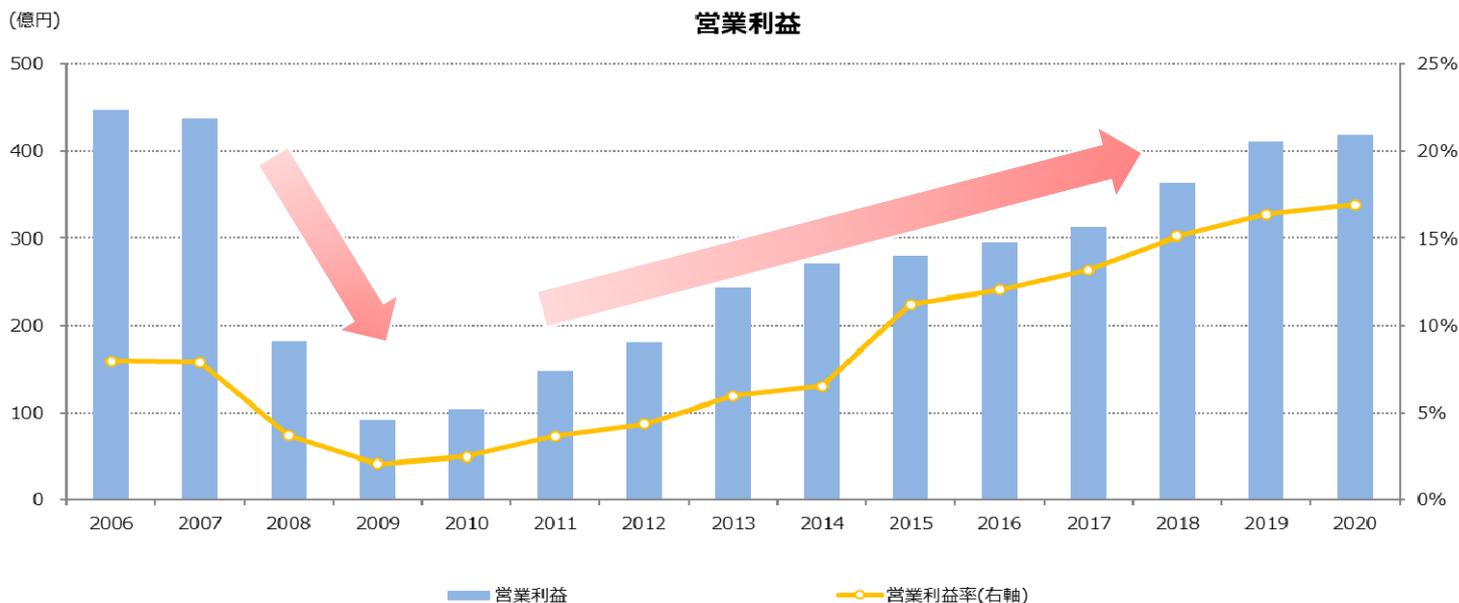
## 業績推移



\*2015年3月期より、消化仕入れ取引については、売上高に売上原価控除後の金額を計上する純額表示へ変更。

- 2015年から売上高が急落したように見えるが、会計基準の変更が要因。
- 会計基準変更後の売上高はほぼ横這いで推移していて成長に陰りがあるようにみえるが、実は現在の主要事業であるクレジットカード事業が着実に成長を遂げており、収益構造の変革がもたらされている(次頁ご参照)。

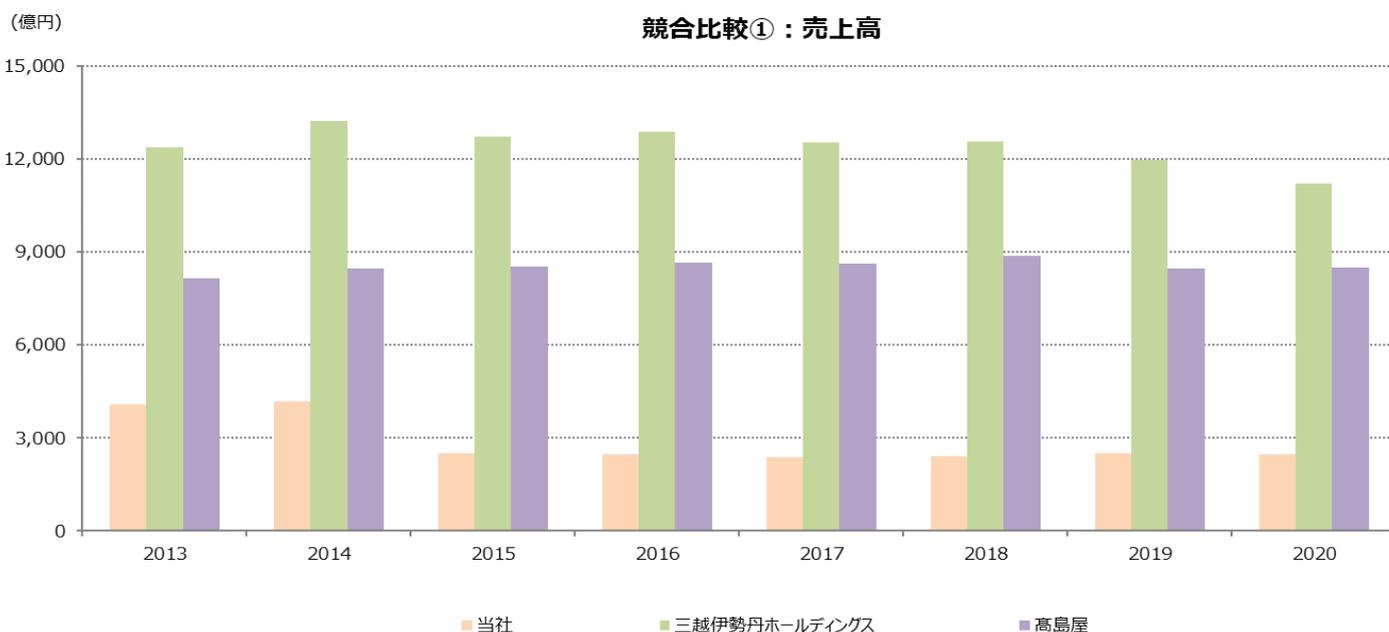
(出所)公開情報に基づきNVIC作成



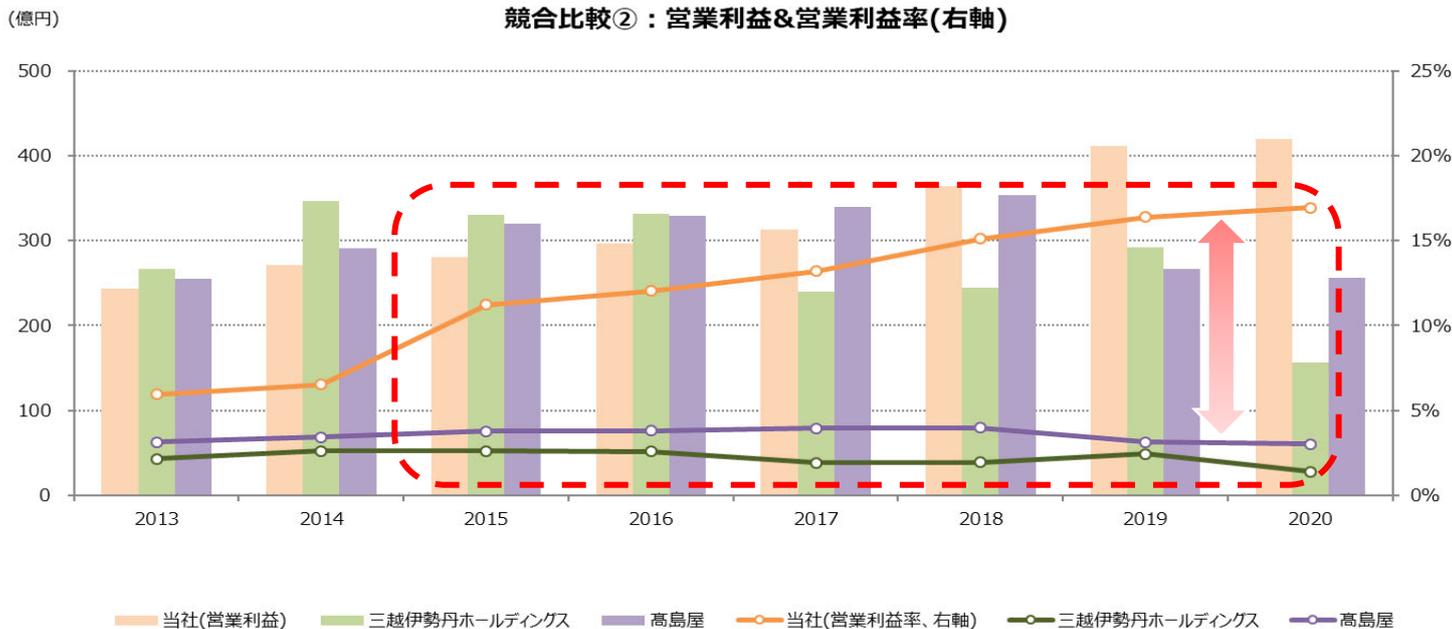
- ❑ 改正貸金業法の施行(2007年)やリーマンショック(2008年)の直後は、営業利益が大幅に減少し(2009年と2011年には純利益ベースで赤字を計上)、厳しい経営環境に直面する。
- ❑ キャッシング事業からクレジットカード事業へ移行することで徐々に収益力が回復し、今ではリーマンショック前の収益性を大幅に上回る収益構造を構築。『共創』というコアバリューを軸にビジネスモデルを進化させた青井社長の手腕により、新たな企業へと変貌。

(出所)公開情報に基づきNVIC作成

## 競合比較



(出所)公開情報に基づきNVIC作成



□ 2014年からは売場を定借化することで安定的な収益源を確保(小売モデルから不動産賃貸モデルへシフト)。同時に、リアルな店舗を通じた顧客接点や情報蓄積がフィンテック事業の競争優位性をもたらし、収益性の高いクレジット事業は順調に拡大。結果、伝統的な百貨店事業に留まっている競合を収益性の面で大きく引き離している。

(出所)公開情報に基づきNVIC作成



## 投資リスク

### 基準価額の変動要因

当ファンドは値動きのある有価証券等に投資しますので、基準価額は変動します。運用の結果としてファンドに生じた利益および損失は、すべて投資者の皆様へ帰属します。したがって、投資者の皆様の投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。また、投資信託は預貯金とは異なります。

当ファンドの主なリスクは以下の通りです。

#### ● 株価変動リスク

一般に、株式は国内外の景気、政治、経済、社会情勢等の影響を受け、また、個別企業の業績や株式市場全体の動向を反映して価格が大きく変動します。ファンドに組入れている株式の価格が下落した場合には、ファンドの基準価額が下落する要因となります。また、ファンドが投資する企業が業績悪化や倒産等に陥った場合は、その企業の株式の価格が大きく下落あるいは無価値となるため、ファンドに重大な損失が生じることがあります。

#### ● 流動性リスク

市場規模が小さい場合や取引量が少ない場合、有価証券等を売却する際に市場実勢から期待される価格で売却できず、不測の損失を被るリスクがあります。

また、大口の解約申込があった場合など、解約資金を手当てするためにファンドで保有する有価証券等を大量に換金しなければならないことがあります。その際、市場動向や取引量の状況によっては、当該換金にかかる取引自体が市場実勢を押し下げ、通常よりも不利な状況での取引となり、ファンドの基準価額が下落する要因となります。

#### ● 信用リスク

組入有価証券等の発行者や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想された場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等には、当該組入有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなること、または利払い・償還金の支払いが滞ることがあります。

※基準価額の変動要因は、上記に限定されるものではありません。

### その他の留意点

● ファンドのお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリング・オフ）の適用はありません。

● 収益分配金に関する留意点として、以下の事項にご注意ください。

・分配金は、預貯金の利息とは異なり、投資信託の純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。

・分配金は、計算期間中に発生した収益（経費控除後の配当等収益および評価益を含む売買益）を超えて支払われる場合があります。その場合、当期決算日の基準価額は前期決算日と比べて下落することになります。また、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。

・投資者（受益者）のファンドの購入価額によっては、分配金の一部ないしすべてが、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。



## 留意事項

- ・当資料は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- ・当資料は当社が信頼できると判断したデータにより作成しましたが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。
- ・本資料に記載された過去のデータは、将来の結果を示唆あるいは保証するものではありません。本資料に記載された市況や見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来の動向や結果を示唆あるいは保証するものではありません。また、将来予告なしに変更する場合があります。
- ・投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認ください、ご自身でご判断ください。

## お申込みメモ

購入単位	販売会社が定める単位とします。 ※販売会社にお問い合わせください。
購入価額	購入申込受付日の基準価額
購入代金	販売会社が定める所定の日までに販売会社の定める方法でお支払いください。
換金単位	1口単位 ※販売会社によって異なる場合があります。
換金価額	換金申込受付日の基準価額とします。
換金代金	原則として換金申込受付日から起算して5営業日目からお支払いします。
申込締切時間	原則として、販売会社の営業日の午後3時までに、販売会社所定の事務手続きが完了したものを当日の受付分とします。
購入の申込期間	当初申込期間：2019年12月19日 継続申込期間：2019年12月20日から2021年3月15日まで (上記期間満了前に有価証券届出書を提出することにより更新されます。)
換金制限	大口の換金には受付時間制限および金額制限を行う場合があります。
購入・換金申込受付の中止及び取消し	金融商品取引所等における取引の停止、その他やむを得ない事情が発生したときは、購入・換金のお申込みの受付を中止することおよび、すでに受け付けた購入・換金のお申込みを取消することができるものとします。
信託期間	無期限（2019年12月20日設定）
繰上償還	委託会社は次のいずれかの場合、事前に投資者（受益者）の意向を確認し、受託会社と合意のうえ、信託契約を解約し、信託を終了（繰上償還）させることがあります。 ・受益権の口数が5億口を下回ることとなった場合。 ・信託契約を解約することが投資者（受益者）のため有利であると認めるとき。 ・やむを得ない事情が発生したとき。
決算日	毎年12月15日（休業日の場合は翌営業日）
収益分配	年1回決算を行い、収益分配方針に基づき分配を行います。 ※販売会社との契約によっては再投資が可能です。
信託金の限度額	2兆円
公告	電子公告により行い委託会社のウェブサイトに掲載します。 <a href="https://www.nvic.co.jp/">https://www.nvic.co.jp/</a>
運用報告書	毎決算時および償還時に交付運用報告書を作成し、知っている受益者に交付します。
課税関係	課税上は株式投資信託として取扱われます。 公募株式投資信託は税法上、少額投資非課税制度の適用対象です。 配当控除の適用があります。 益金不算入制度は適用されません。



運用報告書	毎決算時および償還時に交付運用報告書を作成し、知れている受益者に交付します。
課税関係	課税上は株式投資信託として取扱われます。 公募株式投資信託は税法上、少額投資非課税制度の適用対象です。 配当控除の適用があります。 益金不算入制度は適用されません。

## ファンドの費用

投資者が直接的に負担する費用																				
購入時手数料	購入申込受付日の基準価額に <b>1.65% (税抜1.5%)</b> を上限として販売会社が定める率を乗じて得た額とします。詳しくは、販売会社にお問い合わせください。	商品および関連する投資環境の説明や情報提供など、ならびに購入に関する事務コストの対価です。																		
信託財産留保額	ありません。																			
投資者が信託財産で間接的に負担する費用																				
運用管理費用 (信託報酬)	ファンドの日々の純資産総額に対し <b>年0.88% (税抜0.8%)</b> の率を乗じた額として日々計上され、毎計算期末または信託終了のときに投資信託財産中から支払われます。販売会社に応じて配分は異なります。	運用管理費用（信託報酬）＝運用期間中の基準価額×信託報酬率																		
	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">販売会社名</th> <th rowspan="2">主な役務の内容</th> </tr> <tr> <th>支払先</th> <th></th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td></td> <td>三菱UFJ信託銀行株式会社</td> <td>左記以外の販売会社</td> </tr> <tr> <td>委託会社</td> <td>年0.770%</td> <td>年0.436%</td> </tr> <tr> <td>販売会社</td> <td>年0.001%</td> <td>年0.335%</td> </tr> <tr> <td>受託会社</td> <td colspan="2">年0.029%</td> </tr> </tbody> </table>		販売会社名		主な役務の内容	支払先			三菱UFJ信託銀行株式会社	左記以外の販売会社	委託会社	年0.770%	年0.436%	販売会社	年0.001%	年0.335%	受託会社	年0.029%		
販売会社名		主な役務の内容																		
支払先																				
	三菱UFJ信託銀行株式会社	左記以外の販売会社																		
委託会社	年0.770%	年0.436%																		
販売会社	年0.001%	年0.335%																		
受託会社	年0.029%																			
監査費用 印刷費用	監査費用、印刷費用などの諸費用は、ファンドの純資産総額に対して年率0.11%（税抜0.1%）を上限とする額がファンドの計算期間を通じて毎日計上され、ファンドの基準価額に反映されます。なお、毎計算期末または信託終了の時に、信託財産から支払われます。	監査費用：ファンドの監査にかかる費用 印刷費用：有価証券届出書、目論見書、運用報告書等の作成、印刷および提出等に係る費用																		
その他の費用・手数料	投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、および受託者の立替えた利息は、投資信託財産中から支弁します。 ※「その他の費用・手数料」については、運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。	信託事務の処理に要する諸費用：法律・税務顧問への報酬、郵送費用、格付費用、受益権の管理事務に関連する費用等を含みますがこれらに限定されません。																		

※受益者が負担する手数料などの合計額やその計算方法については、保有期間や運用の状況などに応じて異なるため、あらかじめ表示することができません。