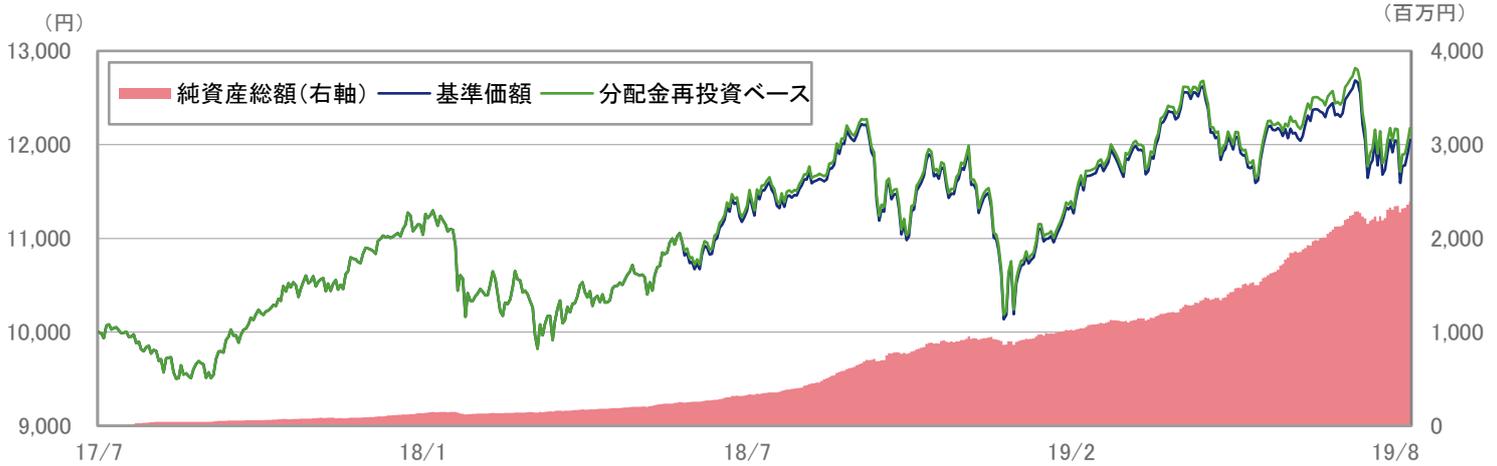


## ■ 基準価額・純資産総額の設定来推移



※1 分配金再投資ベースは分配金(課税前)を再投資したものと計算しており、分配金があった場合は実際の基準価額とは異なります。

また、実際のファンドにおいては、課税の条件によってお客様ごとに値は異なります。

※2 上記のグラフは過去のものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。

## ■ 設定来の運用実績

	基準価額 (分配金再投資)	
	(円)	騰落率(%)
当月末	12,176	-
過去1ヵ月	12,798	-4.86
過去3ヵ月	11,834	2.89
過去6ヵ月	11,815	3.05
過去1年	11,643	4.58
過去3年	-	-
設定日来	10,000	21.76

※1 基準価額騰落率(分配金再投資)は、当ファンドの決算時に収益の分配金があった場合に、その分配金(課税前)を再投資した場合の騰落率です。また、実際のファンドにおいては、課税の条件によってお客様ごとに騰落率は異なります。

※2 基準価額騰落率は過去のものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。

## ■ 基準価額と純資産総額

	当月末	前月末	前月末比
基準価額 (円)	12,050	12,666	-616
純資産総額 (百万円)	2,393	2,290	+104

※ 月中に分配があった場合の基準日の基準価額は、分配金込みです。

	基準価額 (円)	日付
設定来高値	12,685	2019年7月30日
設定来安値	9,504	2017年8月21日

※1 基準価額は信託報酬等控除後で算出されます。

※2 設定来高値及び設定来安値は分配落ち後の基準価額で、該当した日付が複数日ある場合には、その初日を表示しております。

## ■ 運用資産構成比率

ファンド	比率(%)
外国株式	92.9
現物	86.4
先物	6.4
短期資産等	7.1
合計	100.0

※1 比率はベビーファンドの実質組入比率(純資産総額比)です。

※2 短期資産等には、コール、CD、CP、現先、未収金、未払金等が含まれます。

## ■ 分配実績

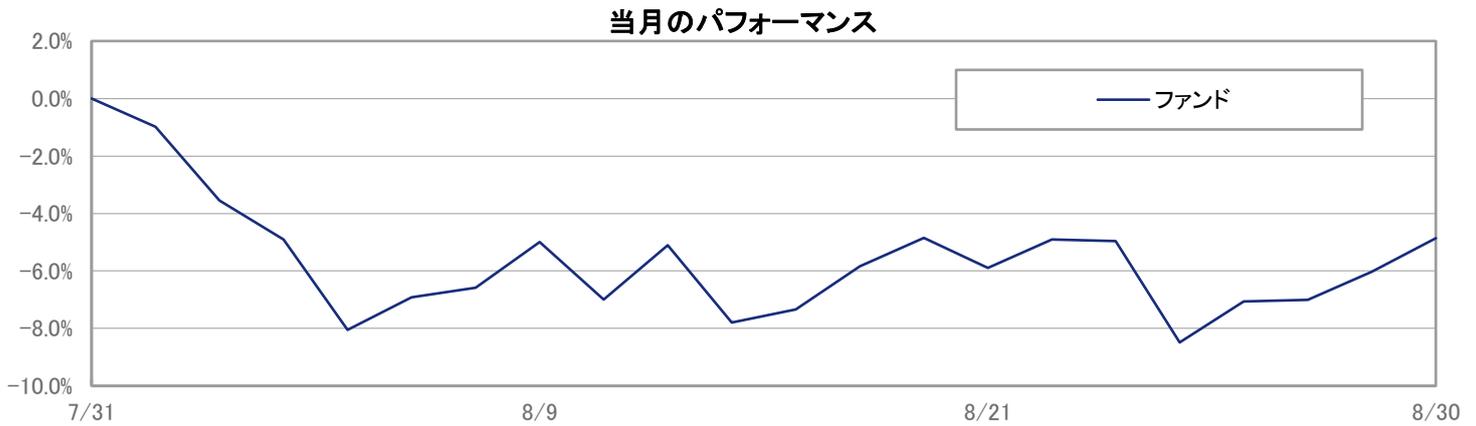
決算年月日	分配金 (課税前) (円)
2019/06/20	70
2018/06/20	50
-	-
-	-
-	-
設定来合計	120

※ 1万口当たりの実績です。

## ■ 運用概況

当月末の基準価額は、12,050円(前月比-616円)となりました。  
また、税引き前分配金を再投資した場合の月間騰落率は-4.86%となりました。

## ■ 8月の市場動向と運用状況



※ 上記のグラフは過去のものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。

## <マザーファンドの運用状況>

### ■ 組入上位10銘柄

順位	銘柄名	業種	組入比率(%)
1	VISA INC-CLASS A SHARES	情報技術	7.1
2	BECTON DICKINSON & CO	ヘルスケア	7.1
3	COLGATE-PALMOLIVE CO	生活必需品	7.0
4	THE WALT DISNEY CO.	コミュニケーション・サービス	6.8
5	3M CO	資本財・サービス	6.2
6	TEXAS INSTRUMENTS INC	情報技術	6.1
7	ZOETIS INC	ヘルスケア	4.3
8	VERISK ANALYTICS INC	資本財・サービス	4.2
9	ECOLAB INC	素材	4.2
10	CHURCH & DWIGHT CO INC	生活必需品	4.1

※ 比率は外国株式現物対比です。

組入銘柄総数: 27銘柄

### ■ 業種別組入比率

業種	ファンド(%)
資本財・サービス	20.2
生活必需品	18.8
情報技術	17.3
ヘルスケア	16.7
素材	12.1
一般消費財・サービス	8.0
コミュニケーション・サービス	6.8
合計	100.0

※ 比率は外国株式現物対比です。

※当ファンドの過去のマンスリーレポート・運用コメントについては、委託会社ホームページにてご確認ください。

(<https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/index>)

## ■運用コメント

レポート対象期間(7/30～8/29)の米国株式指数(米ドル建)は下落しました。前半は、トランプ大統領が対中関税第4弾の適用を公表したことや、中国政府が国有企業に対して米国産農産物の輸入を停止するよう要請したと報じられたことを受け、米中摩擦激化への懸念が高まり下落となりました。また、10年債利回りが2年債利回りを下回る逆イールドが発生したことで、景気後退への警戒感が高まったことも相場を押し下げました。後半も、激化、軟化を繰り返す米中関係の動向に市場が一喜一憂する展開が続き、方向感の定まらない動きとなりました。かかる環境下、当ファンドの円換算後リターンは-4.9%(為替要因-1.7%、株価要因-3.2%)となりました。

### 【新規投資先のご紹介】

本ファンドの助言者である農林中金バリューインベストメンツ(NVIC)では、投資先のモニタリングや新規投資候補先の調査のため、年間6回程度の現地訪問を行っており、毎年の訪問社数は70社程度にのぼります。そして、直近1年間ではこれら訪問企業の中から3社への新規投資を実施いたしました。

今回は、そのうちの1社で2019年4月に投資を開始したRoper Technologies社についてご紹介いたします。

当社は、1857年に創業された産業用ポンプメーカーを源流にしています。1990年頃からは、ポンプ、バルブなど、近接領域に属する流体制御機器を中心に複数の企業を買収しました。そして、2001年にGEやIngersoll-Randでマネジメント経験を持つBrian Jellison氏がCEOに就任すると、同氏の下で、当社は大きな飛躍を遂げます。

同氏は、当社の事業が、ニッチな領域で高いシェアを持ち、アフターマーケット(交換パーツやメンテナンスサービスなど)の存在により、安定的なキャッシュフロー創出力を備えていることに着目しました。そして、この着眼点を敷衍し、流体制御に限らず徐々に事業領域を拡大しながら、同じ特徴を持つ様々な企業を買収することで、一つ一つは小さいものの高いキャッシュフロー創出力を持つ企業群によるコングロマリットを形成しました。

具体的には、2000年代前半は、元々の流体制御機器に近い領域の流量計や水圧計、さらには水道メーターなどの企業を買収するとともに、新領域として高速道路の料金所などで使用されるRFID(非接触式情報読み取りシステム)関連企業を買収し、その技術を取り込みました。

2010年前後には、RFIDを提供する分野を拡大するとともに(サプライチェーン管理や病院・学校のカフェテリアにおける決済など)、ヘルスケア分野のシステムや消耗品を提供する企業を買収しました。

さらに2010年代半ば以降は、ソフトウェア分野により注力し、特定の業種の顧客を対象とするニッチな業務支援ソフトウェアの企業を多く買収しています。一例をあげると、2015年に買収したAderant社は、法律事務所向けの業務支援システムで、案件ごとの進捗状況や人的リソースの配分を管理するために使用されます。業務プロセスに特殊性のある法律事務所向けにソフトウェアを提供するためには、専門知識や顧客ごとのカスタムが必要な割にニッチな市場であり、Salesforceなどの大手は参入するうまみがありません。結果的に、同社はAm Law200(米国の法律事務所トップ200社ランキング)における採用シェアが8割超とほぼ独占に近い状況になっています。

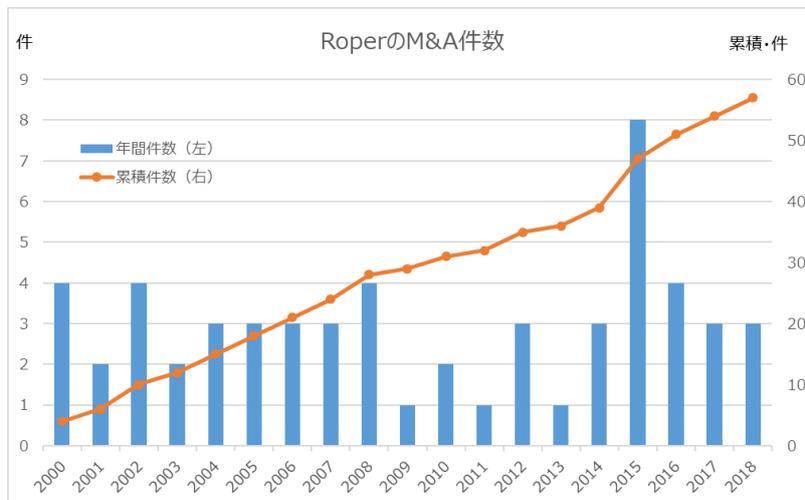
2015年には、Roper IndustriesからRoper Technologiesに社名を変更し、もはや産業材のみの企業ではないという立場を明らかにしています。

昨年、Jellison氏は73歳で亡くなり、Neil Hunn氏が後任のCEOに就任しています。Hunn氏はヘルスケア系ソフトウェア企業の出身で、2011年に当社に入社した後は、主に当社のヘルスケア関連事業、ソフトウェア事業を統括しつつ、COOとしてJellison氏を支え、過去数年は後継者として承継の準備が進められてきました。

当社は、過去20年弱でおよそ60社を買収し、一部事業統合や事業譲渡を経て、2019年3月時点では46のビジネスユニットを傘下に持っています。

※当ファンドの過去のマンスリーレポート・運用コメントについては、委託会社ホームページにてご確認いただけます。

(<https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/index>)

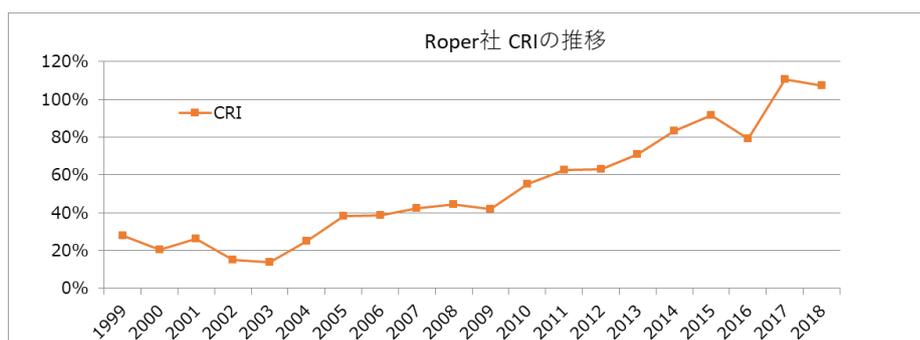


(出所: BloombergよりNVIC作成)

当社の買収先選定基準は、主に以下のようなものです。

- ① 高いCRI (Cash Return on Investment) : キャッシュフローを実際の投資額で除した指標で、当社がキャッシュフローの質を測るのに最も精度が高くかつ効率的と判断している指標です。
- ② 優秀な経営陣: 当社は買収先の企業に手を入れることをせず、従来からの経営陣に継続してマネジメントを任せます。当社のガバナンスモデルを理解し、長期的な価値創造にコミットができるか、顧客を深く理解しているかなどをチェックします。
- ③ マーケットポジション: 破壊的なイノベーションによる侵食を回避するため、事業専門性が求められる分野で、且つニッチな市場で独占的ポジションあるいは寡占状態の中でのリーディングポジションにあることを重視します。
- ④ 事業の特性: 繰り返し需要される特性を持つビジネスであること、顧客に高い付加価値を提供していること、必要投下資本が少ないこと、などを重視します。

なお、企業選定にあたって、その企業がどの産業に属するかは重視しません。近年、ソフトウェア企業の買収が増加していることについては、上記の基準を満たした上で、より高いCRIを求めた結果である、としています。ソフトウェア企業は、資本的支出が少なく、前受収益を得るケースが多いため、実際に当社定義によるCRIは近年急速に向上しています。



(※当社定義では分母となる投下資本額からのれんを控除している点には注意が必要です)

(出所: BloombergよりNVIC作成)

毎月、当レポートをお読みいただいている方であれば、上記の基準がNVICの考え方に近いものであると感じていただけるのではないかと思います。事実、NVICでは2015年から当社に着目し、2016年5月に実際に当社を初訪問した際も「企業選定の手法に非常に親和性を感じる」と記録しています。しかしながら、当時はソフトウェア企業への投資に注力し始めたタイミングであり、流体制御機器やRFID等の既存事業と比して移り変わりが激しいソフトウェアビジネスへの傾注にリスクを感じ、投資開始に至りませんでした。

その後も当社の分析を継続しており、昨年12月に二度目の訪問、さらに二度の電話会議を設け、当社の理解に努めてきました。その中で、既存の製造業と同様、当社傘下のソフトウェア企業もまた、高いキャッシュフロー創出力を持つ強い企業群で構成されていると考えるに至りました。

以下、当社に新規投資するに至った根拠について、3つの視点からご説明いたします。

※当ファンドの過去のマンスリーレポート・運用コメントについては、委託会社ホームページにてご確認ください。

(<https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/index>)

### ■産業の付加価値

当社の傘下企業が製造する流体制御機器やRFIDは、その用途の特定性が高いニッチなもので、かつ消耗品や交換品需要が伴うものであり、結果的に長期安定的に高い収益を得やすい構造にあります。

ソフトウェア全般で見れば、息長く使用されるものから、すぐに別のものに切り替えられてしまうものまで玉石混交ではありますが、当社傘下企業が対象とするようなBtoBで顧客の業務プロセスに深く入り込んだものは、別のソフトウェアに切り替えるための有形無形のコストが高く、息の長い収益を得やすい構造にあります。

### ■競争優位性

当社の傘下企業が財、サービスを提供する市場は、一つ一つが数十～数百億円規模のニッチなもので、かつ特定産業の顧客向けに特殊性、専門性の高い財、サービスを提供するものであり、新規参入が起りにくい息の長い事業が展開されていると考えられます。

また、当社自身も買収者として、①20年近くのトラックレコードの中で築かれた目利きのノウハウ、②傘下企業から集まる潤沢なキャッシュフロー、③被買収企業にとっての「終の棲家」を提供することで、買収先から「選ばれる」構造、④豊富な産業知見を有するGroup Executiveが各ビジネスラインを統括し、適切なコーチングを提供できること、などの優位性を持っており、今後も一定の再現性を持って魅力的なビジネスポートフォリオを維持、拡張することが可能であると考えています。

### ■長期的潮流

人件費の上昇や高齢化に伴い、業務プロセスの効率化ニーズは大きな潮流として存在します。既往の業務プロセスを構成する財やサービスが、ソフトウェアに置き換えられていくことが想定されます。

「理解できないものには投資しない」

ドットコムバブルに湧く90年代後半、ウォーレン・バフェット氏はこの言葉とともにIT企業への投資を拒否しました。世間は「バフェットも老いた」と揶揄しましたが、その後、バブルの崩壊とともに尊敬を回復したことは有名なエピソードです。

長期厳選投資を实践するNVICにとっても、「理解できるものへの投資」は原則の一つです。

当社は傘下に持つ46の各ビジネスユニットについて、個別にその事業の詳細は開示しない方針を取っています。したがって、NVICではそれぞれの事業の概要は把握していますが、市場構造、競合環境、顧客属性等を他の26社の投資先企業と同じレベルで詳細に分析できている訳ではありません。そもそも今後も継続的な買収によりビジネスユニットが増加することが想定される中で、10年後、当社がどのような事業ポートフォリオとなっているのか、完全に見通すことができる訳ではありません。そういった点で、当社は他の投資先企業と比較して、やや意味合いの異なる投資先と言えるかもしれません。

しかしながら、過去の面談を通じて、当社が事業ポートフォリオを構築する哲学やプロセス、結果として保有する事業ポートフォリオの特徴について理解を深めてきました。その要諦については、上にご説明した通りです。

そして、「長期的潮流」の項目でご説明した、「ソフトウェアが既存の財・サービスの付加価値を置き換えていく」という潮流は、確かに存在すると認識はしているものの、当ファンドが大きくは投資を進められていない領域です。ソフトウェア産業全般で見ると、移り変わりが極めて速く、技術的な優位性やその持続性を理解することも難しい分野であり、長期投資に向く企業は多くはないと考えられるためです。一方で、当社が傘下に抱えるような、ニッチかつ特殊性、専門性が高いが故に、ソフトウェアであっても息の長い事業を営む企業群は、小規模な非上場企業であるケースが多く、通常、投資案件としてアクセスすることは困難です。

当ファンドとしては、従前より、「ソフトウェア等の新しい技術に置き換えられない、普遍的に存在する価値」に投資をしている訳ですが、今回のRoper社への投資を通じて、受益者の皆様に新たな切り口のリターンを源泉をご提供できると考えています。すなわち、ニッチではあるものの着実に収益を上げることのできるソフトウェア企業が、既存のビジネスプロセスを代替していくことで持続的に成長させるキャッシュフローを、長期的なリターンとして享受していただけたと考えています。

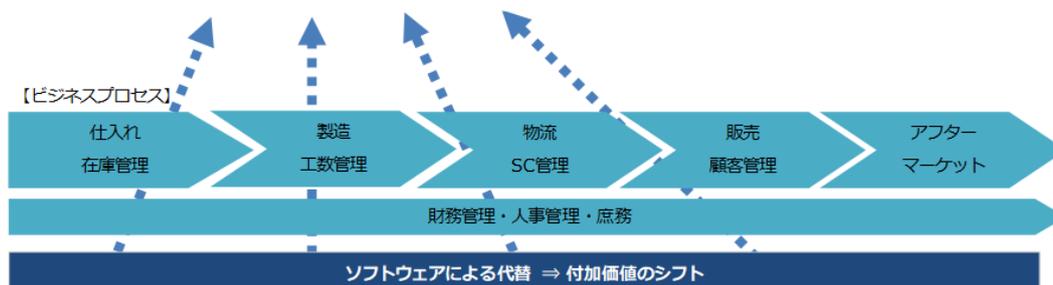
今後も継続的な分析、対話を通じて、当社への理解を更に深めていきたいと考えています。

※当ファンドの過去のマンスリーレポート・運用コメントについては、委託会社ホームページにてご確認ください。

(<https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/index>)

当社が傘下に持つビジネスの特性

	ソフトウェア				製造業				合計	
	Application Software		Network Software		Measurement & Analytical Solutions		Process Technologies			
売上高 (構成比)	1,461	28.1%	1,345	25.9%	1,706	32.9%	688	13.3%	5,191	100.0%
営業利益 (営業利益率)	358	24.5%	484	36.0%	524	30.7%	234	34.0%	1,396	26.9%
財・サービス	・特定の業種を対象としたビジネスプロセスソフトウェア ・病院/ラボ ・法律事務所 ・学校 ・Government Contractor など		・特定の業種を対象としたネットワーク型のソフトウェア ・建築業者 ・運送業者 ・調剤薬局 など ・RFID関連		・医療機器に付随して使用される消耗品、付属品など ・流量、圧力、重量などの測定機器（定期的なメンテナンスが必要）		・ポンプ、バルブ等の流体制御機器（交換部材やメンテナンス等のアフターマーケットが存在）		※全社費用\$204Mil	
	・付加価値シフトによる恩恵を受ける領域				・新しい技術に代替されない領域					



(出所：当社資料、NVIC仮説に基づき作成)  
数字は2018年12月期、セグメントは2019年以降の分類に基づく

※上記のコメントは8月末時点のものです。また、将来の市況環境の変動、正確性等を保証するものではありません。

## 商品の特色

- 圧倒的な競争力を有する企業への長期厳選投資により投資信託財産の中長期的成長を目指すアクティブファンドです。
- 米国の上場株式を主要投資対象とします。
- 徹底した深い海外企業調査を通じて、①付加価値の高い産業、②圧倒的な競争優位性、③長期的な潮流の3つの基準を満たす「構造的に強靱な企業®」に長期厳選投資を行います。
- 組入外貨建資産については、原則として為替変動リスクを回避するための為替ヘッジは行いません。
- 農林中金パリュールインベストメンツ株式会社(NVIC)より投資助言を受け、ポートフォリオを構築します。
- 当ファンドは、ファミリーファンド方式で運用を行います。

## お申込みメモ

購入単位	<通常の申込> 販売会社が定める単位 <確定拠出年金制度に基づく申込> 1円以上1円単位
購入価額	購入申込受付日の翌営業日の基準価額とします。
購入代金	販売会社の指定する日までにお支払いください。
換金単位	1口単位
換金価額	換金申込受付日の翌営業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営業日目から支払いを行います。
申込締切時間	原則として午後3時までとなります。(ただし、受付時間は販売会社により異なる場合がありますので、詳細につきましては販売会社までお問い合わせください。)
申込受付不可日	ニューヨーク証券取引所の休場日またはニューヨークの銀行の休業日には、購入・換金の申込受付を行いません。(詳しくは、販売会社または委託会社にお問い合わせください。)
換金制限	信託財産の資産管理を円滑に行うために大口の換金には制限を設ける場合があります。
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等により購入・換金の申込受付が中止または取消しとなることがあります。
信託期間	無期限(設定日:2017年7月5日)
繰上償還	受益権の総口数が5億口を下回った場合などには、繰上償還となる場合があります。
決算日	毎年6月20日(休業日の場合は翌営業日。ただし、第1期は2018年6月20日。)
収益分配	毎年6月の決算時に分配を行います。販売会社との契約によっては、税引き後、無手数料で再投資が可能です。
信託金の限度額	1兆円を限度とします。
公告	委託会社が投資者(受益者)に対してする公告は、日本経済新聞に掲載します。
運用報告書	毎年6月の決算時及び償還後に交付運用報告書を作成し、販売会社より知れている投資者(受益者)に対して交付します。
課税関係	課税上は株式投資信託として取り扱われます。 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、益金不算入制度の適用はありません。なお、税制が改正された場合等には変更される場合があります。

※ご購入の際は、必ず「投資信託説明書(交付目論見書)」をご覧ください。

金融商品取引所や外国金融商品市場における取引の停止、その他やむを得ない事情があるときには、ご購入申込みもしくはご換金申込みの受け付けを中止すること、およびすでに受け付けたご購入申込みもしくはご換金申込みを取り消す場合があります。

## 委託会社、その他の関係法人

- 委託会社 : 農林中金全共連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372号  
一般社団法人 投資信託協会会員/一般社団法人 日本投資顧問業協会会員)  
信託財産の運用指図、目論見書および運用報告書の作成等を行います。
- 受託会社 : 農中信託銀行株式会社  
追加信託に係る振替機関への通知等、信託財産の保管・管理・計算等を行います。
- 販売会社 : 以下をご覧ください。  
ファンドの募集の取扱い・販売、目論見書・運用報告書の交付、一部解約の請求の受付、収益分配金、償還金および一部解約金の支払い等を行います。

販売会社等につきましては、以下の照会先までお問い合わせください。

■ 農林中金全共連アセットマネジメント株式会社

ホームページ : <http://www.ja-asset.co.jp/>

フリーダイヤル : 0120-439-244(受付時間:営業日の午前9時~午後5時)

お申込、投資信託説明書(交付目論見書)のご提供は

## 主なリスクと費用

下記の事項は、この投資信託(以下、「当ファンド」という。)をお申込みされる投資家の皆様にあらかじめ、ご確認いただきたい重要な事項としてお知らせするものです。

お申し込みの際には、下記の事項および投資信託説明書(交付目論見書)の内容をよくお読みください。

### ■ 当ファンドに係るリスクについて

当ファンドは、マザーファンドへの投資を通じて実質的に株式など値動きのある証券(外貨建証券は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、投資者(受益者)の皆様の投資元金は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、投資元金を割り込むことがあります。

ファンドの運用による損益は、すべて投資者(受益者)の皆様に帰属します。

投資信託は、預貯金と異なります。

当ファンドの基準価額の変動要因としては、主に「株価変動リスク」「為替変動リスク」などがあります。

※詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)の「投資リスク」をご覧ください。

### ■ 当ファンドの費用

投資者が直接的に負担する費用	
購入時手数料	<p>&lt;通常の申込&gt; 購入申込受付日の翌営業日の基準価額に、販売会社が個別に定める手数料率を乗じた額です。 ご購入時の手数料率の上限は2.2%(税抜2.0%)です。</p> <p>&lt;確定拠出年金制度に基づく申込&gt; 無手数料</p>
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)	毎日、純資産総額に年0.99%(税抜0.9%)を乗じた額を計上します。毎計算期間の最初の6ヵ月終了日及び毎計算期間末または信託終了のとき信託財産中から支払われます。
その他の費用・手数料	<p>監査費用は、毎日、純資産総額に年0.0033%(税抜0.003%)を乗じた額を計上します。 毎計算期間末または信託終了のとき信託財産中から支払われます。</p> <p>有価証券売買時の売買委託手数料、先物取引・オプション取引等に要する費用、資産を外国で保管する場合の費用等は、その都度信託財産中から支払われます。</p> <p>※運用状況により変動するため、事前に料率、上限額等を表示することができません。</p>

※ファンドの費用の合計額は、投資者の皆様がファンドを保有する期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

※ご購入の際は、必ず「投資信託説明書(交付目論見書)」をご覧ください。

## 留意事項

- 当資料は、農林中金全共連アセットマネジメント株式会社(以下、「当社」といいます。)が作成した販売用資料であり、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等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なく、また事前の通知なしに内容を変更する場合があります。市場環境等の見直しにつきましても、その確実性を保証するものではありません。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。
- 当ファンドは、株式などの値動きの生じる証券(外貨建資産には為替リスクもあります。)に投資しますので、基準価額は日々変動します。したがって、元金および収益分配が保証されるものではなく、投資元本を割り込むことがあります。また、運用の成果は運用の実績により変動します。投資した資産の価値の減少を含むリスクは、投資信託をご購入のお客様に負っていただくこととなります。
- 投資信託は預貯金や保険商品とは異なり、預金(貯金)保険機構、保険契約者保護機構の保護対象ではありません。投資信託のお申込みに関しては、クーリングオフの適用はありません。
- ご購入の際は、販売会社より投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので、必ずお受取りいただき、詳細をご確認のうえ、ご自身でご判断いただきますようお願いいたします。