

マンスリーレポート

農林中金＜パートナーズ＞長期厳選投資 おおぶね（基準日：2020年10月30日）

販売用資料

設定日：2017年7月5日 償還日：無期限 決算日：6月20日（休業日の場合は翌営業日）

追加型投信／海外／株式

■ 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	14,247	—
過去1ヵ月	14,533	-1.97
過去3ヵ月	13,792	3.31
過去6ヵ月	12,627	12.84
過去1年	12,830	11.05
過去3年	10,375	37.32
設定日来	10,000	42.47

※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)	14,003	14,284	-281
純資産総額 (百万円)	5,656	5,447	+208

※ 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	14,970	2020年9月3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	92.3
現物	87.4
先物	4.9
短期資産等	7.7
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)
2020/06/22	90
2019/06/20	70
2018/06/20	50
—	—
—	—
—	—
設定来合計	210

※ 1万口当たりの実績です。

■ 運用概況

当月末の基準価額は、14,003円（前月比-281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-1.97%となりました。

10月の市場動向と運用状況

当月のパフォーマンス



※ 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	THE WALT DISNEY CO.	コミュニケーション・サービス	7.8
2	BECTON DICKINSON & CO	ヘルスケア	6.5
3	VISA INC-CLASS A SHARES	情報技術	6.5
4	TEXAS INSTRUMENTS INC	情報技術	6.4
5	3M CO	資本財・サービス	6.1
6	COSTCO WHOLESALE CORP	生活必需品	4.5
7	SHERWIN-WILLIAMS CO/THE	素材	4.5
8	NIKE INC -CL B	一般消費財・サービス	4.4
9	COLGATE-PALMOLIVE CO	生活必需品	4.4
10	CLOROX COMPANY	生活必需品	4.4

※ 比率は外国株式現物対比です。

組入銘柄総数： 26銘柄

業種別組入比率

業種	ファンド(%)
資本財・サービス	24.6
生活必需品	22.0
情報技術	17.0
ヘルスケア	15.5
素材	8.7
コミュニケーション・サービス	7.8
一般消費財・サービス	4.4
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（9/29-10/29）の米国株式指数（米ドル建）は下落しました。上旬は、トランプ大統領が航空業界や中小企業向けの追加支援策を早急に実施するよう求めると表明したことで、追加経済対策への期待が高まり、上昇しました。中旬は、追加経済対策に関して、協議進展に関する悲観的な見方が強まったことや、新型コロナウイルス感染症再拡大による景気回復鈍化が懸念され、下落しました。下旬も、感染症の再拡大やそれに伴う行動制限措置による景気悪化への懸念が広がり、下落しました。かかる環境下、当ファンドの円換算後リターンは▲1.97%（為替要因▲1.07%、株価要因▲0.90%）となりました。

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を目的とした国内外の投資先・投資候補先への訪問を定期的に行っており、単に財務数値の分析だけではない、企業の事業に関する深い理解に根差した投資を行っております。（国内企業は随時、海外企業についても年間6回、約70社程度の現地訪問を行っております）

今回は、香料という面白い性質を持つ財を提供しているGivaudan（以下“ジボーダン”もしくは“当社”）をきっかけに、NVICが投資している“構造的に強靱な企業®”が持つ特徴の一つに関して考えてみたいと思います。

ジボーダンはスイスのジュネーブ近郊に本社を持つ、香料（Flavor and Fragrances）の世界トップメーカーです。香料とは香水はもちろん、食品、飲料、洗剤を始めとしたホームケア製品などに幅広く使用されている、“香り”の元となる原料のことです。

NVICは財の性質の面白さや競争優位性に注目し、2016年以来定期的に議論を重ねています。

訪問日時	場所	面談形式
2016年3月	ロンドン	CEOとのミーティング（CAGE）
2016年5月	東京	Head of IRとのミーティング
2016年6月	Dubendorf （ドイツ）	R&Dセンターの見学及びミーティング
2016年10月	上海	工場見学及びミーティング（Investor Day）
2017年5月	東京・静岡	工場見学及びミーティング（Investor Day）
2019年11月	チューリッヒ	Head of IRとのミーティング
2020年3月	東京	CFOとのミーティング

NVICが考えるジボーダンの魅力を、下記3つの観点でご説明しましょう。

1. 高い産業付加価値

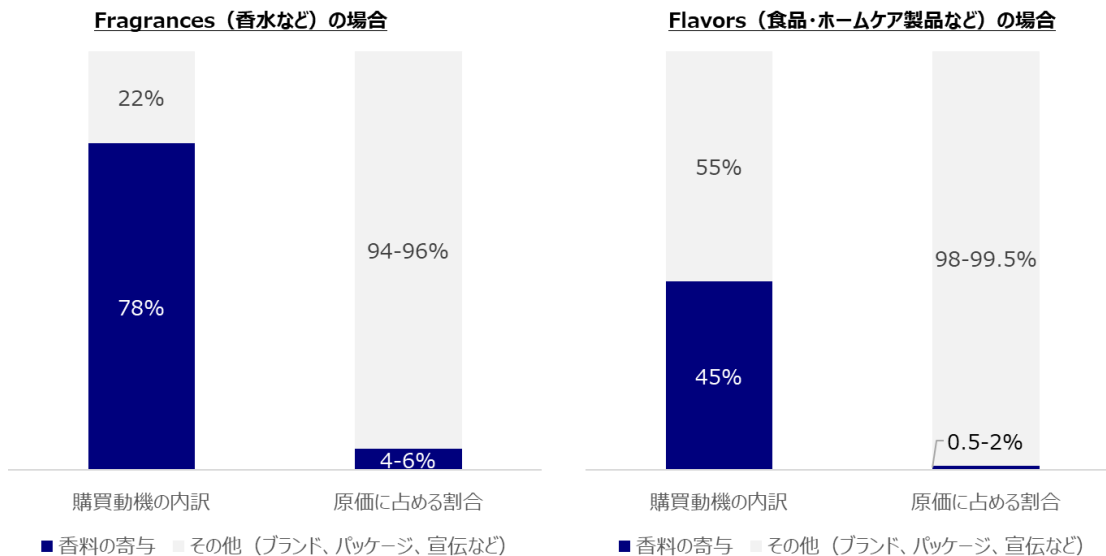
ジボーダンが提供する香料（Flavor and Fragrances）によって決定される味や香りは、消費者が最終製品を買うかどうか決める購買動機に占める割合が非常に高い、という特徴を持っています。香水などであれば購買動機の約8割が、ホームケア製品や食品などでも5割弱が味や香りに由来する、とされています。（ジボーダンの調査結果より）

これはすなわち、ジボーダンの顧客企業（香水メーカーや食品メーカー、日用品メーカー）にとって、香料が製品の売れ行きを大きく左右する非常に価値の高いものだということを示しているのです。

一方で、香料のコストが香水や食品、ホームケア製品などの最終製品の原価に占める割合は0.5～6%程度とされており、その価値に比して決して高い割合であるとは言えません。

※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>)



出所：Givaudan Investor Presentation

例えば新興国のローカルメーカーがジボーダンの半値で価格競争を仕掛けてきたとしても、そもそも顧客にとってコストは香料選定の主要な論点ではないため、競争にならないのです。（下記2で述べるような競争優位性の方がよっぽど重要と言えます）この、「価値とコストの非対称性」は、後述する「構造的に強靱な企業®」の特徴の一つと言えます。

2. 高い競争優位性

香料を提供する上では、①原料の調達、②原料の調合・合成、③各国の食品・ホームケア製品などに関する法規制への対応、といったことが必要になってきますが、そのどれに関しても事業展開の歴史に裏付けられた蓄積が必要であり、ジボーダンが築いた競争優位は簡単に崩すことが出来ません。

例えば①原料の調達に関してですが、天然の香料（バニラなど）は非常に供給が限られています。また、その供給元は必ずしも企業ではなく、村や共同体のような場合も多く存在します。そういった供給元から安定的に原料を調達するには、長期的な関係構築や信頼の醸成が不可欠であり、時間をかけて構築してきた関係性を他の企業や新規参入者が揺るがすことは極めて困難と言えるでしょう。ジボーダン（1895年創業）はもちろん、現存する他の香料メーカーも長い歴史を持つのは、長期的な原料供給元との関係性のもとに発展してきた経緯があるからだと言えます。

また、②原料の調合・合成に関しても、一朝一夕にできるものではなく、調合ノウハウや合成香料の patents などの蓄積があればこそ実現できるものです。また、実際に調合を担うのはパフューマー・フレーバリストと呼ばれる極めて専門性の高い人材であり、その専門性も簡単に獲得できるものではありません（パフューマーの数は世界全体でも宇宙飛行士（約560人）より少ないと言われており、また育成には10年以上の時間が必要とも言われています）。

こうしたノウハウや専門人材を擁続けることで、ジボーダンの競争優位は保たれていくと考えられます。

③法規制への対応に関しても、展開各国・地域の異なる規制に関して、その成り立ちの経緯から現実の運用まで含めた理解、対応能力及び実績は、ジボーダンの高い競争優位性、及び新規参入企業が簡単に真似できない参入障壁として機能してきたと言えるでしょう。

3. 長期潮流へのフィット

先に述べたように、ジボーダンの提供する香料は食品、ホームケア製品、香水など、人が暮らしていくうえで多く使用するものの原料の一つです。従って、今後も人口の増加や経済の発展、（新興国における）所得の増加といった長期潮流に乗って、安定的に成長していくことが想定されます。

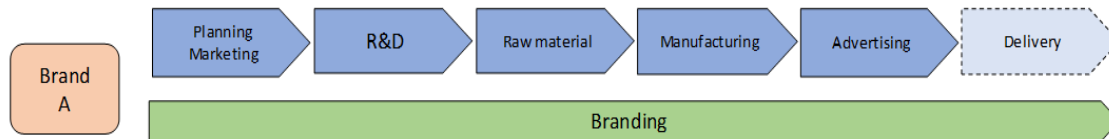
また、消費者ニーズが多様化し、製品ライフサイクルが短くなる環境の中で、かつては大手消費財メーカーや大手食品メーカーがすべての機

※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。

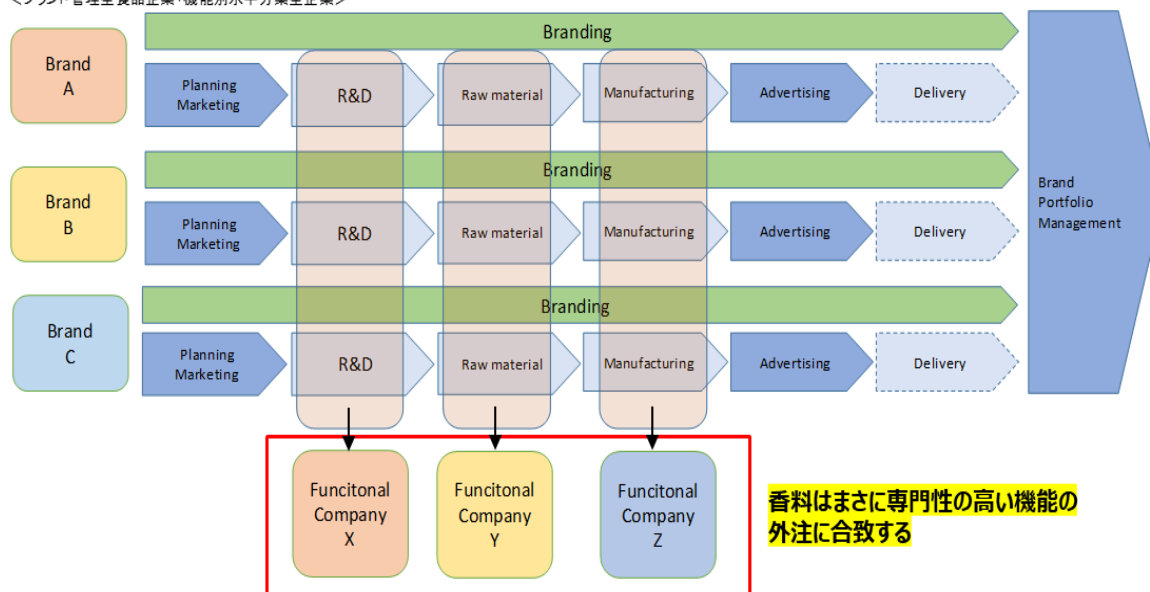
(<https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/index>)

能を内製していたモデル（垂直統合モデル）から、各機能を専門性の高い企業に外注するトレンド（水平分業モデル）へシフトするトレンドが見られます。香料はまさにこのトレンドと合致しており、こういったトレンドもジボーダンの成長を後押しする要因となると考えております。

<垂直統合型食品企業>



<ブランド管理型食品企業+機能別水平分業型企業>

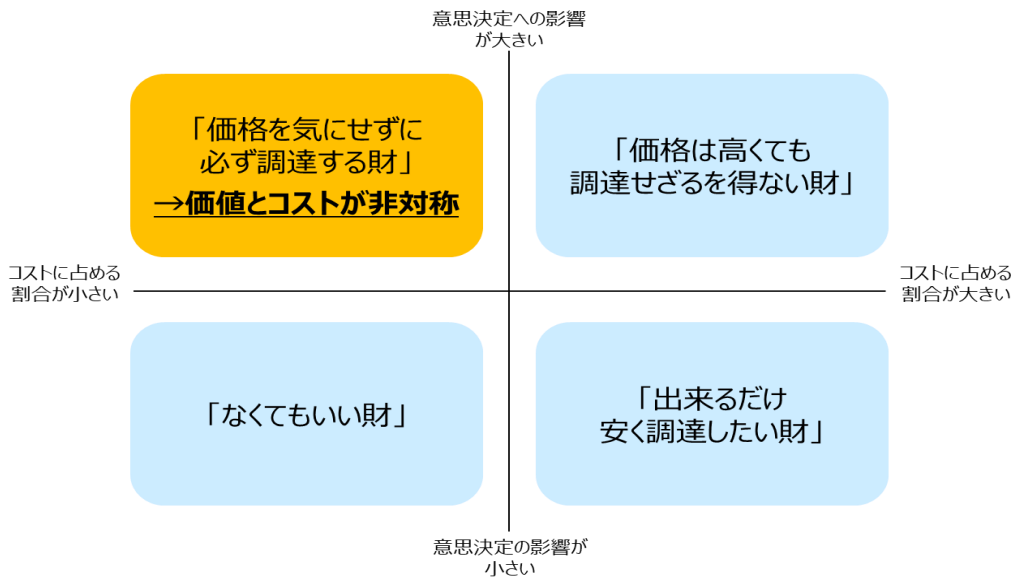


ここまでジボーダンについてご紹介してきましたが、ここからはジボーダンの提供する財の性質を起点に、NVICの投資する“構造的に強靱な企業[®]”が持つ特徴の一つに関して考えてみたいと思います。キーワードは「価値とコストの非対称性」です。

例えば財全体を下記図の通り、顧客のコストに占める割合の大小と顧客の意思決定への影響の大小（すなわち価値の大小）で4象限に分けてみることにします。

※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いただけます。

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



右上のコストに占める割合も大きく、意思決定への影響も大きい財は「価格が高くても調達せざるを得ない財」といえます。こういった財は意思決定への影響が大きいものの、常にコスト削減の圧力にさらされることになります。単なる価格交渉で下げるといよりは、顧客の製品スペックの見直し、生産技術の改善、技術革新による代替財の模索など、「より安いものを」という視点で常に見られることになるのです。トヨタグループの行っている“カイゼン”をイメージして頂くとうわかりやすいかもしれません。

では、左上、コストに占める割合が小さく、一方で顧客の意思決定への影響は大きい財はどのような位置づけになるでしょうか。意思決定の影響が大きいと、その財の調達は必須となります。一方で、コストに占める割合は低いため、その財の価格が顧客の関心を引くことはそれほど多くありません。そのわずかなコストを下げる（ために他の財にスイッチする）ことによる意思決定への悪影響の方が気になるからです。

このように、単に意思決定に及ぼす影響の大小だけでなく、コストに占める割合と合わせて考えることで見えてくる「価値とコストの非対称性」が、NVICが投資している“構造的に強靱な企業[®]”の特徴の一つと言えます。

実際の企業の事例を見てみると、より具体的にイメージして頂きやすいかもしれません。例えばMcCormickが提供している調味料は料理の味の多くを規定するものでありますが（ご興味のある方はおおぶねグローバルの6月の月次報告書のRationalに関するコメントも併せてご参照下さい）、料理の原価に占める割合は極めて低いという、「価値とコストの非対称性」を持っています。また、Veriskが提供する製品も、損保会社の業務に不可欠である一方で、売上原価に占める割合は数十bp（ベースポイント、1万分の1）という「価値とコストの非対称性」を持っています。Ecolabの衛生製品・サービス、Zoetisの動物薬なども同様の非対称性を持っていると言えるでしょう。

※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>)

	提供する財	「価値とコストの非対称性」	
		「価値」	「コスト」
McCormick	調味料 (Herbs and Spices)	料理の味・風味の大半を決定する	料理の総原価の～10%程度
Verisk	損保契約書雛型、損害率データ、損害予測モデルなど	独占的に保有しているデータを基に提供されるデータ・サービスが多く、損保会社にとって不可欠 (米国損保Top100全て顧客)	損害保険会社の売上原価の数十bp
Ecolab	衛生製品・サービス (顧客ごとのオペレーションマニュアルに基づく)	洗浄・清掃は飲食・食品産業においてコア業務ではないがレピュテーションリスクを包含する、「生命線」	コストに占める割合は少ない (約300万の顧客拠点、1拠点あたり約5,000USD/年、約420ドル/月の売上)
Zoetis	動物向け医薬品	畜産業者にとっては家畜の「製品価値」を保全する上で不可欠 (ペットの命・健康維持にも不可欠)	家畜の生産コストの3-5% (獣医への診療報酬含む)

上に述べたいくつかの企業を見てわかるように、この「価値とコストの非対称性」は特定の業種・セクターに偏って存在する特徴ではなく、形は違えど様々な業種の企業に存在しています。

NVICは、特定の業種・産業に偏って投資をするわけではなく、様々な企業の事業内容を丁寧に分析して投資を実施しておりますが、その結果、ポートフォリオ企業にこのような特徴を共通して持つ企業が複数ある、ということは、まさにこういった特徴がNVICの投資したい”構造的に強靱な企業®”が持つ特徴の一つと言えるのではないかと考えられます。

個別の企業を丁寧に分析する中で共通した特徴を見つけ、見つけた特徴を新たな分析に活用していく、そういった分析のあり方もNVICらしさ、と言えるでしょうか。

今後も、NVICの投資の基盤である分析や企業訪問の中で得られた考察、投資ができると考えた魅力などを、最終的な企業の“オーナー”である受益者の皆様にもこのような形でご紹介したいと考えております。

※上記のコメントは10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。
- 農林中金パリュエ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)
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 : <https://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	＜通常の申込＞ 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。
	＜確定拠出年金制度に基づく申込＞ 無手数料
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	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。
	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。 ※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。

※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。市場環境等の見通しにつきましても、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になります。
- 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。