

# プジーナ・クォーターリー

2022年第2四半期(4-6月期)

## 目次

- 2** **マーケット・コメンタリー**  
世界の株式市場は弱気相場の領域に入りつつあります。本稿では、過去において景気後退期前後の株式市場がどのようなパフォーマンスを示したかを検証し、バリュー株のアウトパフォームが今後も持続すると考えられる根拠を探ります。
- 4** **グローバル・リサーチ・レビュー**  
弊社ポートフォリオでは、引き続き、魅力的な投資機会を見い出していますが、今回はその一例として、資本財、人材派遣サービス、医薬品卸売の銘柄を取り上げます。
- 6** **ESGの視点**  
グッド・ガバナンス(良い統治)の指標と企業の財務パフォーマンスの間に、何らかの関係が存在するのでしょうか。関連する学術研究を調査した結果、好意的に解釈しても、その関係は「まちまち」としか言えないことが明らかとなりました。
- 7** **銘柄ピックアップ — BOOKING HOLDINGS & TRIP.COM GROUP**  
今回はオンライン旅行代理店(OTA: Online travel agent)大手2社を取り上げます。ここ数ヵ月間、OTA銘柄のバリュエーションは、マクロ経済面の影響懸念を背景に低下傾向にあり、Booking HoldingsとTrip.com Groupの2銘柄も妙味ある株価水準となっています。両社共に、今後の旅行需要の回復から恩恵を享受できる環境にあります。
- 11** **ポートフォリオ戦略**  
当期は、世界の多くの株式市場で株価が下落しましたが、前期に続いて、バリュー株はグロース株を大幅にアウトパフォームしました。両者のバリュエーション格差は依然として高水準にあります。当期は広範なセクターを対象に、堅調な業績推移が見込める銘柄を新たに組み入れました。

# 顧客の皆様へ

2022年第2四半期(4-6月期)は、インフレ、景気後退、エネルギー価格の上昇、ロシア・ウクライナ戦争の長期化、中国のロックダウン(都市封鎖)など、幾つもの不安材料が重なり、投資家が不安に苛まれるなか、世界の株式市場の大半が、弱気相場の領域に足を踏み入れました。バリュー株も下落基調をたどったものの、同株優位のサイクルは健在で、前期に続いて市場全体を上回るパフォーマンスを収めました。年初以降の株価急落局面において、割安株は市場全体を大幅にアウトパフォーマンスしており、「不確実な相場局面では、バリュー株はアンダーパフォーマンスする」という従来の常識を覆す状況となっています。

現在、投資家が抱いている不安は、我々も理解できないではありません。しかし相場の歴史を振り返ると、株価が急落した後は、往々にして良好な投資機会が訪れることがよく分かります。今号の「マーケット・コメンタリー」では、景気後退期前後の株式市場がどのようなパフォーマンスを示しているかを検証し、バリュー株が今後も堅調な推移を続けると見られる確かな根拠を探ります。また弊社ポートフォリオでは、様々な地域で注目している割安な銘柄への投資機会を継続的に分析、活用していますが、「グローバル・リサーチ・レビュー」でその具体例を紹介します。

プジーナでは、経済面や地政学面のイベントが弊社ポートフォリオの構成銘柄に及ぼし得る影響に関して、検証を続けています。「銘柄ピックアップ」では、オンライン旅行代理店(OTA)の最大手二社、Booking HoldingsとTrip.com Groupを取り上げます。今後、旅行市場が正常化すれば、二社はその恩恵を享受できるものと弊社では考えています。最後に「ESGの視点」では、最近発表のホワイトペーパー“Assessing Corporate Governance – A Review of the Literature”で弊社が示した知見を取り上げます。同稿において、学術論文ほか様々な金融研究を調査した結果、広く利用されているグッド・ガバナンス(良い統治)指標と企業の財務パフォーマンスとの関係は、好意的に解釈しても「まちまち」としか言えないことが明らかとなりました。より精緻かつ包括的なアプローチでコーポレート・ガバナンスを評価することで、深い理解と正確な現状認識が可能になると考えます。

読者の皆様には、平素からプジーナ投資顧問へご支援を賜り、誠に有難うございます。本稿をお読み頂き、ご意見等ございましたら、どうぞ遠慮なくお寄せ下さい。

プジーナ投資顧問

## 景気後退への不安感から株価は急落していますが、バリュー株優位のサイクルが持続する公算は依然として大きいと考えられます。

インフレ率がかつてないほどのペースで上昇し、GDP成長率が地域によって低水準またはマイナスとなっている状況を受けて、投資家は不安を募らせており、それに伴い市場ボラティリティも上昇しています。相場の歴史を振り返ると、こうした局面で株式配分変更のタイミングを計ることは非常に困難です。しかし同時に、投資家の不安心理が強まり、不確実性が高まる局面では、投資機会が創出されることも、また歴史は示しています。弊社のデータを見る限り、バリュー株は依然、従来に比して相当に割安な水準にあり、「バリュー株に優位なサイクル」が持続する余地はまだ十分に残っています。

### マーケット・タイミングの難しさ

2022年第2四半期(4-6月期)、世界の株式市場は、投資家が景気後退への不安に苛まれるなか、弱気相場の領域に突入しました。投資家のこうした不安は、理解できないではありません。なにしろ、過去100年間に米国で起きた計15回の景気後退局面では、株価のピークから底打ちまでの下落幅が平均して28%、バリュー株に至っては平均35%に達しているからです(図表1)。仮に将来の景気後退を予測し、その到来時期まで正確に言い当てられるならば、景気後退直前の時期から後退の初期段階にかけて、つまり株価のマイナス分の大半が生じる期間に株式への配分を減らすことで、大幅な超過収益(アルファ)が創出できるはずですが。

しかし残念ながら、後退期前後の株価のピークと底打ちの時期を予測することは困難です。株式投資でマーケット・タイミングを計る投資家の場合、大まかにでも適切な売却時期と再投資時期を把握しておかねばならず、それができなければパフォーマンスを損う恐れがありますが、後退局面でそれらの時期を見極めることは非常に難しいと言わざるを得ません。なぜなら、「景気後退」が正式に宣言されるのは、後退局面の終了後とまでは行かないまでも、実際に後退期入りした後のことだからです。この時点、すなわち極度に悲観的な見方が市場をほぼ覆い尽くす頃までに株式への投資を終えておけるなら、それに越したことはありません。実際、後退開始時から一年間の平均リターンは+3%、バリュー株に至っては平均+5%に達します(図表1)。長期的に見ても、正式な景気後退入り後、市場はバリュー株に牽引される形で、概して堅調なリターンを残しています。

図表1:景気後退期前後のパフォーマンス(市場全体とバリュー株の比較)

平均累積リターン	市場全体	バリュー株
ピークから底までの下落幅	-28%	-35%
景気後退開始後1年間のリターン	3%	5%
景気後退開始後5年間のリターン	53%	91%

出所:米セントルイス連邦準備銀行、ケネス・R・フレンチのデータライブラリー、ブジーナ分析。上記表は、米国で1929~2020年に生じた15回の景気後退期のデータを使用して作成。分析に使用した米国株式のユニバースは、ケネス・R・フレンチのデータライブラリーに含まれるNYSE(ニューヨーク証券取引所)、AMEX(アメリカン証券取引所)、Nasdaq(ナスダック証券取引所)上場の全株式から構成。ただし小型株効果を排除するため、ユニバースのうち時価総額で下位30%の銘柄を除外。バリュー株は、上記ユニバースのうち株価純資産倍率(PBR)で見ても最も割安な20%(第1五分位)の銘柄(均等加重ベース、米ドル建て)。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果等を示唆するものではありません。為替変動の結果として、リターンが減少、或いは損失が発生する可能性があります。上記はブジーナの特定の商品・サービスの指標を示すものではありません。

特に直近2回の景気後退期を見ると、投資再開のタイミングを見極めることの難しさがよく分かります。例えばある投資家が、2008年の世界金融危機が始まる前に、幸運にも株式への配分を減らすことができた、と仮定してみましよう。しかし2009年3月、すなわち危機がどのように収束していくのか、はっきりした見通しが皆目立たず、皆が絶望の淵に立たされていた時期に、この人が何のためらいもなく方向転換できたかと言えば、とても無理だったでしょう。しかし株価は、金融システム全体の存続が危ぶまれていた時期にもかかわらず、2009年の3月から年末までに51%、年間を通じて23%上昇しました。もう一つ、ごく最近の例で考えてみましょう。仮にこの投資家が、新型コロナの感染拡大を受けて世界全体で実質的に経済活動が停止し、株価が急落することを正確に予測して、2019年後半に株式への配分を減らしたものと仮定します。果たしてこの人は、2020年2月末からの一ヵ月間で株価が3割強の暴落となるなか、強気に転じられるだけの不屈の精神と先見性を持つことができたでしょうか。なにしろ当時は、新型コロナ感染症のパンデミック(世界的大流行)が宣言されたばかりで、ロックダウン(都市封鎖)も終了が見通せない状況にありました。しかし暴落から2ヵ月後、株価は底値から40%回復し、年末までに65%の上昇となりました。歴史上、GDPが最も急激に、最も急速に縮小したこの年、株価は16%上昇したのです。

### バリュー株への投資機会は健在

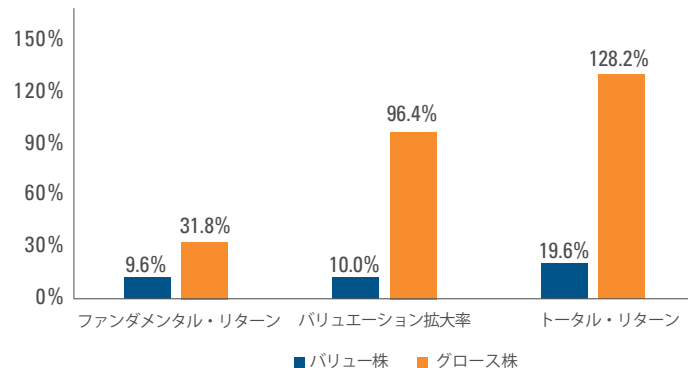
このようにマーケット・タイミングを計ることは極めて難しいため、その点に集中する代わりに、弊社ではバリュー株を巡る良好な投資機会を捉えることに注力しています。バリュー株優位のサイクルがすでに2年近くに及んでいるためか、顧客の皆様からは、今も「バリュー株の投資機会はどの程度残っているのか」との問い合わせを多く頂きます。

コロナ禍が最悪の状況に至る前まで、割安株と割高株の間には極端なパフォーマンス格差が存在し、バリュー株の相対的な投資妙味は過去最高とも言えるほどに高まっていました。グロース株が優位となっていたこの時期、割高株はその他の銘柄が遠く及ばないペースで収益を拡大し、ことごとく株価を伸ばしていた一方、実体経済との関わりが強い割安株は、株価が低迷していました。さらに割高株はバリュエーション指標が大きく拡大し、結果として割安株とのパフォーマンス格差は合計で約109%ポイントに達しました(図表2)。



## マーケット・コメンタリー（続き）

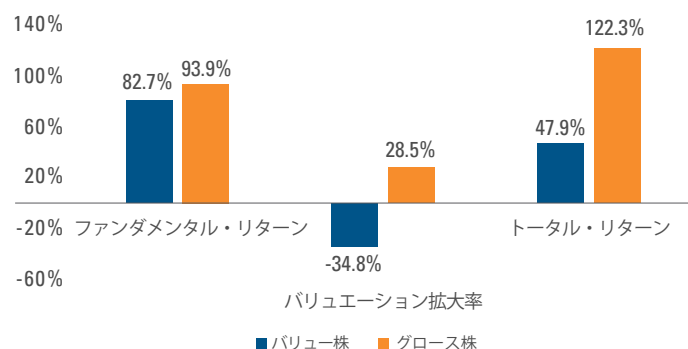
図表2: 株価パフォーマンスの要因(バリュース株とグロース株の比較)  
2016年12月31日～2020年8月31日



出所:ファクトセット、プジーナ分析。バリュース株はラッセル1000バリュース株・インデックス、グロース株はラッセル1000グロース株・インデックスを使用。ファンダメンタル・リターン=配当利回り+一株あたり利益(EPS)成長率。EPS成長率の算出には、計算開始日・終了日共にファクトセットの12ヵ月先コンセンサス予想を使用。すべてのデータは、米ドル建ての累積ベースで表示。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果等を示唆するものではありません。為替変動の結果として、リターンが減少、或いは損失が発生する可能性があります。

しかし2020年秋に新型コロナウイルスのワクチン開発成功が報じられ、ロックダウンの終了がようやく見え始めると、割安株は、業績回復に伴う収益成長ペースの加速と、バリュエーション指標拡大の両方を原動力に、11月頃から市場全体をアウトパフォームするようになりました。より長期で見ますと、2016年末以降、割高株の割安株に対するアウトパフォーム幅は74%ポイントに達しており、これが逆に割安株の回復余地を大きく広げる要因となったのです(図表3)。

図表3: 株価パフォーマンスの要因(バリュース株とグロース株の比較)  
2016年12月31日～2022年6月30日



出所:ファクトセット、プジーナ分析。バリュース株はラッセル1000バリュース株・インデックス、グロース株はラッセル1000グロース株・インデックスを使用。ファンダメンタル・リターン=配当利回り+一株あたり利益(EPS)成長率。EPS成長率の算出には、計算開始日・終了日共にファクトセットの12ヵ月先コンセンサス予想を使用。すべてのデータは、米ドル建ての累積ベースで表示。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果等を示唆するものではありません。為替変動の結果として、リターンが減少、或いは損失が発生する可能性があります。

米運用大手バンガード・グループの創設者である故ジョン・ボーグ氏氏は、株式の市場リターンを二つの要素に分けて分析する枠組みを提唱しました。一つは「ファンダメンタル・リターン」、すなわち配当利回りと企業収益の伸びが生み出すリターン、もう一つは「投機的リターン」、すなわちバリュエーション指標の変化によって生み出されるリターンです。この枠組みを

用いて過去5年半のデータを分析したところ、割高株の割安株に対するアウトパフォーム幅のうち85%は、割安株のバリュエーション指標の低下というよりも、割高株の投機的なバリュエーション指標の拡大の結果であることがわかりました。ただし決して忘れてはならないのは、極端なバリュエーションの拡大は、長期のパフォーマンスに確実に寄与するものではなく、また寄与したとしても持続可能なものではない、という点です。過去の相場の歴史を見ても、バリュエーション拡大が市場リターンに寄与した割合は10%にも達しません。

大幅なバリュエーション格差は、割高株に対する割安株の妙味を極限にまで高めました。バリュース株サイクルが好転して以降、米国市場ではバリュース株が市場全体を48%アウトパフォームしていますが、最割安株と最割高株の株価収益率(PER)の差は未だ過去最高に近い水準にあり、71年間の平均を2倍以上上回っています(図表4)。これ以上の開きがあった期間は、データが残っている期間の僅か3%に過ぎません。

図表4: 割安株には依然として妙味

	PER (現在)*	71年間の平均	現在より割安な期間/差が大きい期間の割合(%)
割安株	5.1x	7.9x	10%
割高株	47.5x	35.8x	78%
PERの差	9.2x	4.5x	3%

出所:ファクトセット、ケネス・R・フレンチのデータライブラリー、プジーナ分析。株価収益率(PER)の差は、米国市場の最も割安な20%(第1五分位)と最も割高な20%(第5五分位)の銘柄のPERを使用して算出。71年間の平均は、1950～2020年の各12月時点のデータを使用して算出。分析に使用した米国株式のユニバースは、ケネス・R・フレンチのデータライブラリーに含まれるNYSE(ニューヨーク証券取引所)、AMEX(アメリカン証券取引所)、Nasdaq(ナスダック証券取引所)上場の全株式から構成。\*分析時点で、ケネス・R・フレンチのデータは2020年12月31日までのため、2022年6月30日現在のラッセル3000インデックスのデータに基づいて算出。

このようにバリュエーション格差の主たる要因となってきた割高株ですが、2022年年初以降の株価急落にもかかわらず、足元のPERは47倍と、なお歴史的に割高な水準にあります。一方で割安株は、過去71年間の平均である5～10倍の下限付近で推移しています。規律あるバリュース株投資家にとってみれば、このような環境は、ここ数四半期にアウトパフォームしてきた銘柄から、割安でしかもこれまでと異なる新たな銘柄へとシフトする、またとない機会を提供しています。

### まとめ

景気後退への不安はもちろん理解できますが、株価のピークや底打ちの時期を見極めてマーケット・タイミングを計ることは極めて難しく、リターンを高めるよりも、むしろ損ねるリスクの方が高くなる可能性があります。ここに来て、一部地域ではGDP成長率がマイナスに転じたことが報じられ、また市場ですですに次の景気後退を織り込む形で株価が急落しています。しかし歴史的に見れば、今こそ株式、とりわけバリュース株に投資する好機であり、そのような時期に「株式への配分を低位に維持するリスク」をとることに果たして利点があるものか、疑問です。弊社の見るところ、バリュース株は良好な投資機会を提供しており、バリュース株サイクルは今後も長期にわたり持続するものと考えます。

当期、バリュー株がアウトパフォームしたものの、バリュエーション格差は依然高水準であり、幅広い業種と地域に豊富な投資機会が存在します。

2022年第2四半期(4-6月期)、世界の株式市場では株価の低迷が鮮明となりました。背景として、各国中央銀行がインフレ抑制策を強化するなか、世界経済の先行きに対する不透明感が高まったことがあります。景気後退やスタグフレーション等のリスクが意識されたことで、最も割高な銘柄群を筆頭に、株価バリュエーションが低下しました。当期、先進国のバリュー株は幾分底堅さを示し、その下落幅は先進国グロース株の半分程度に留まりました(注1)。新興国株式は、先進国株式をアウトパフォームしました。牽引役となったのは中国株式で、規制強化への懸念に端を発した過去一年間の大幅下落から持ち直したことが背景にあります。

(注1) 各MSCIワールド・インデックスに基づく。

ここ最近、アウトパフォームが続いたバリュー株ですが、以下の表に示す通り、各地域の弊社投資ユニバースのバリュエーションと比べても、依然として非常に割安な水準にあります。

#### 株価ノーマル収益倍率で見たバリュエーションの中央値

	グローバル	米国	欧州	日本	新興国
最割安上位20%の中央値 <sup>1</sup>	5.8x	6.8x	5.1x	5.7x	5.3x
投資ユニバースの中央値 <sup>2</sup>	13.1x	13.1x	11.9x	11.4x	13.6x

2022年6月30日現在

出所: プジナ分析

<sup>1</sup> 次の注2で定義する投資ユニバース内で、弊社算出の株価ノーマル収益倍率で見て割安度上位20%(第1五分位、均等加重ベース)の銘柄を対象。

<sup>2</sup> 各投資ユニバースは、時価総額上位の銘柄で構成。各地域の母数は以下の通り。グローバル(上位2,000銘柄)、米国(同1,000銘柄)、欧州(同750銘柄)、日本(同750銘柄)、新興国(同1,500銘柄)。

株式市場のシナリオに変化が生じるなか、弊社にとっての投資機会つまり、投資ユニバース最割安上位20%(第1五分位)からスクリーニングした銘柄の構成は大きく変わっていません。もともと、全体の傾向としては、エネルギー不安が高まっている欧州の銘柄を中心に、景気循環株の下落が目立ちます。弊社の各ポートフォリオでは、原油価格の高騰に伴い株価が上昇したエネルギー関連銘柄を売却しつつ、新規銘柄を追加したほか、景気の先行き懸念から売り込まれていた既存銘柄を買い増しました。

#### サプライチェーン問題の影響が顕在化(注2)

弊社ポートフォリオにおける最大のポジションの一つは、米国の資本財・サービス企業General Electric(GE)です。同社の直近の決算は幾分期待外れの内容でした。既存事業の受注高が堅調に伸びたにもかかわらず、幾つかの事業部門でサブ

ライチェーン混乱による悪影響が生じ、全体の売上高は6%減となりました。パワー事業(ガスタービン等の機器販売、関連サービス)は、利益率が改善した一方、サプライチェーン問題によって新型発電機器の納入が遅れた結果、既存ベースの売上高は減少しました(但し、受注の伸びは堅調であり、今年後半には売上増の見通し)。サプライチェーンの制約はまた、マイクロチップの不足や原材料価格の上昇などの形で、ヘルスケア事業の利益率にも悪影響を与えました。今後2022年後半を通して、受注残が解消し、値上げの効果が反映されるにつれ、利益率は改善する見通しです。

(注2) GE決算報告・業績ハイライト資料(2022年4月26日付)、臨時報告書(Form 8-K、2022年4月29日付)より。

航空機エンジンの製造で世界最大手を誇るアビエーション事業は、高水準の利益率を達成し、かつ利益率が改善傾向にあるため、通期で20%の増収も視野に入っています。最後に、リニューアブルエネルギー事業については、最も利益率の高い米国のオンショア風力発電部門で、税額控除制度が(期限延長されないまま)終了が近づき、旺盛な需要を集めました。GEは主要な競合他社と同様、コスト上昇を吸収すべく、値上げを発表しました。同社は、2022年を通して収益性が改善するとの見通しを示しています。株価バリュエーションは魅力的な水準にあり、弊社算出の株価ノーマル収益倍率で見て約6.1倍で取引されています。

#### 欧州経済への逆風の影響は不可避

ドイツに拠点を置く世界的な化学メーカーBASFは、ロシアのウクライナ侵攻以来、株価が40%下落しました。背景には、欧州経済全体が景気後退入りするとの警戒感が高まり、また欧州各国が安価なロシア産エネルギーから離脱すれば、原材料コストが構造的に上昇し、悪影響の長期化は避けられないとの見方が強まったことがあります。以上を踏まえた上で、弊社としては、BASFに関し(1)エネルギーコストの構造的な上昇、(2)欧州の石油探鉱・開発(E&P)事業の合併会社Wintershall Deaで生じた減損費用を加味し、ノーマル収益予想を12%程度引き下げましたが、長期的な競争優位性を持つことには変わりはないと考えます。同銘柄の株価は、弊社算出(下方修正後)の株価ノーマル収益倍率で見て7.2倍で取引されています。

#### コロナ危機からの回復

オランダのRandstad NVは、幅広い業種・業態の企業に対し、人材派遣サービスや人事アウトソーシング事業を提供する企業です。世界各地で事業を展開しますが、中でもベルギー、オランダ、ルクセンブルクの3国とスペインを中心に、欧州で存在感が大きく、大半の国で第1位または2位の市場シェアを誇ります。コロナ危機を経て、収益性は回復傾向にあり、今後も、低い失業率と労働市場の引き締めから恩恵を受ける見通し

です。人材派遣事業の利益率は標準的な水準にある一方、利益率の高い人材紹介事業（プロフェッショナル事業）の粗利益に占める割合が通常よりも高くなりました。企業顧客に人事アウトソーシング・サービスを提供するインハウス事業は、全社利益の約4分の1を稼ぎ、安定性と成長性を兼ね備えた収益源となっています。同社が最近力を入れているのがDX（デジタルトランスフォーメーション）投資です。これにより、業務効率化、カスタマー・エクスペリエンス（顧客体験）の向上、人材データベースの改良を図り、高度に細分化された人材サービス業界において、優位性を確保する狙いがあります。現在、同銘柄の株価はマクロ経済見通しを巡る警戒感を反映した水準と見られ、弊社算出の株価ノーマル収益倍率で見て7.5倍で取引されています。

### 日本企業の変革に投資機会

日本市場では、魅力的な株価バリュエーションとコーポレートガバナンスの向上を背景に、投資機会が生まれています。TOPIX（東証株価指数）構成銘柄の約28%が、EV/EBITDA倍率（注3）5倍以下で取引されています。米国のS&P500指数構成銘柄の中では、その割合はわずか3%です。またTOPIX構成銘柄のうち、ネットキャッシュ比率（純現金/総資産比率）が20%以上ある企業は40%に及び、多くの日本企業が株主リターンの向上に取り組んでいます。自社株買いと配当の規模は総額約25兆円と、10年前の2倍以上の水準まで増加しました。また、日本企業特有の慣習として長年続いてきた株式持ち合い（政策保有株式）も解消されつつあります。背景には、コーポレートガバナンス・コードで（1）政策保有株式の保有目的が適切か、（2）保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか、を開示するよう、企業経営陣に求めていることが挙げられます。またコーポレートガバナンスの改善が明瞭に現れているのが、取締役会の構成の変化、より具体的には独立社外取締役比率の上昇です。旧東証一部上場企業2,191社の3分の2で、独立社外取締役が全取締役の3分の1以上を占めるようになりました。このほか、アクティビスト（物言う株主）の増加やエンゲージメント（目的を持った対話）の拡大にも、コーポレートガバナンス改革への圧力が見て取れます。

（注3）企業価値/利払い・税引き・償却前利益。

弊社の日本株ポートフォリオでは、EV（注4）/EBITDA倍率2倍以下で取引されている3社の株式を保有しています。具体的には、①ティ・エス テック（自動車大手ホンダの主要なシートサプライヤー）、②東邦ホールディングス（医薬品卸売）、③スズケン（医薬品卸売）です。このうち医薬品2銘柄については、日本全国で数多くの医療機関（約6万の調剤薬局と約9,000の病院）が仕入れを依存しているという点で代替し難い存在です。弊社算出の株価ノーマル収益倍率で見た株価バリュエーションについては、ティ・エス テックが7.1倍、東邦ホールディングスとスズケンがそれぞれ9.7倍、9.5倍を付けてい

ます。

（注4）投資有価証券（政策保有株式を含む）調整後。

### 新興国市場での様々な投資機会

新興国市場では、目先の不透明感、マクロ経済面の逆風要因、規制環境の変化によって様々な投資機会が生じています。弊社もその好機を捉えるべく、以下のようなポジションの構築を開始しました。第1は中国の金融サービス銘柄で、投資環境の変化から恩恵を享受できる立場にあり、今般の資本市場改革から追い風を受けている点を評価しました。第2は、東南アジアの生活必需品銘柄です。持続的な利益成長力を備え、業界をリードする銘柄であり、インフレとパンデミックによる影響は一時的で、投資機会が生じたと判断しました。第3に南米の公益事業銘柄が挙げられます。クリーンエネルギー投資を手掛ける銘柄で、近く、潤沢なキャッシュフローを創出できる見通しです。

### 最後に

以上で述べた通り、弊社から見て、バリュエーション株への投資機会は依然豊富に存在しており、広く分散されたポートフォリオの構築が可能となっています。各構成銘柄は、バリュエーションが魅力的な水準にあるだけでなく、十分なリサーチとデータに基づく潜在的な収益力の発揮に向け、固有の道筋が見出せる銘柄です。



## ESGの視点

「グッド・ガバナンス」の原則は広く浸透していますが、実証的な学術研究を見る限り、企業の財務パフォーマンスとの間に明確な関係は確認できません。より精緻なアプローチで考察する必要があります。

I投資家や格付機関が長年使用してきたグッド・ガバナンス(良い統治)の原則(表1参照)と、企業の財務パフォーマンス(注1)との間には、何らかの関係が存在するのでしょうか。この点について、弊社のホワイトペーパー"Assessing Corporate Governance – A Review of the Literature"で検証を行いました。様々な学術研究を調査した結果、両者の関係を示唆する証拠は、限定的なものとなりました。

(注1)企業業績または株主総利回りで測定。

表1

グッド・ガバナンス原則	定義	学術的な証拠
CEOと会長の分離	CEOと取締役会会長は兼任ではない	?
所有の分散	1株(1単元)1票制度の採用。影響力のある株主(例:創業者/一族企業)の議決権を最小化	+/-
取締役会の独立性	独立社外取締役が過半数。監査委員会が完全に独立	+
小規模な取締役会	少人数の取締役会で効率的に意思決定	+
取締役の任期1年制	取締役は株主総会決議によって毎年改選	+/-
取締役会の多様性	取締役会は多様な属性(人種、性別等)で構成。女性比率目標は最低30%(いずれ40%へ)	?
業績連動型報酬	役員報酬は様々な長短期業績指標に密接に連動	?

?: 明確な関係なし  
+: 正の関係  
-: 負の関係

上記の結果は、投資プロセスにグッド・ガバナンス評価を組み込む意義を損なうものではなく、むしろ、「良い」ガバナンスをどう定義すべきか、という問題を投げかけるものです。そして、先行研究の知見を踏まえれば、グッド・ガバナンスは、取締役会の構造以外の要素とも関係していると見られ、当該企業の経営手法や外的条件を考慮して評価すべきだと弊社は考えます。ガバナンス評価を効果的に行うには、企業ファンダメンタルズを理解し、株主として積極的かつ確実に対話を続ける姿勢が肝要です。

弊社の経験上、グッド・ガバナンスにとって最も重要な検討事項な以下の通りです。

- i. 戦略・業務面の意思決定における経営陣の行動や判断
  - a. 効率的な資本配分
  - b. 競合他社よりも優れた商品・サービスを長期的に提供することへの注力
  - c. 透明性の高い議論
  - d. 低迷脱却や経営再建における機動力
- ii. 株主・企業の長期的な利害一致
  - a. 支配株主、経営陣、少数株主の価値や考え方の整合
  - b. 長期的な視点に立った報酬制度
  - c. 人材開発・定着の文化
- iii. 取締役会の責務遂行と有効性
  - a. 特定の企業/業界/製品/サービスに関連した経験
  - b. 取締役の任期設定、新たな視点の導入
  - c. 企業に精通し利害関係を持ちつつも、経営陣からは独立
  - d. 必要に応じて常に説明責任を果たす能力
- iv. 外的条件
  - a. 活動地域における強力な法的権限
  - b. 関連するすべての法規制の遵守
  - c. 外部ステークホルダーとの関係、それらに対する説明責任

グッド・ガバナンスの分析は一筋縄では行きませんが、まさに我々がすべきことの本質と言えます。弊社はバリュー投資家として、痛み(短期的な問題)を抱えている企業を分析していますが、その痛みが一時的か永続的かを判断する一つの目安として、投資機会をもたらす企業にグッド・ガバナンスが内在しているかどうかの評価があります。グッド・ガバナンスが存在しない場合、恒久的に資本が毀損するおそれがあり、適切なガバナンス評価は、いかなる投資においても、効果的なリスク管理のツールとなり得ます。その意味で、良質なコーポレート・ガバナンスは投資の根幹を成し、良い投資と悪い投資の決定的な分かれ目にもなり得るでしょう。

今後、弊社のホワイトペーパーが呼び水となり、資産運用業界で、真に重要なグッド・ガバナンスの要素に注目が集まることを期待します。弊社はESG(環境・社会・ガバナンス)を考慮する投資家として、ESG要因が財務パフォーマンスに及ぼす影響に注目しています。従って、企業の財務パフォーマンスとの明確な関係が立証されていないグッド・ガバナンス指標ではなく、企業の成功の要諦となるグッド・ガバナンスの要素を重点的に考察していく考えです。

## 銘柄ピックアップ: BOOKING HOLDINGS / TRIP.COM GROUP

オンライン旅行代理店(OTA)のBooking HoldingsとTrip.com Groupは、いずれも財務の柔軟性に非常に優れており、旅行需要の落ち込みに備え、その影響を抑えるだけでなく、事業への慎重な再投資を通じ、パンデミック後の世界でより強力な存在として浮上できると考えられます。

インターネット上の代理店として旅行商品・サービスを取り扱う「オンライン旅行代理店(OTA: Online travel agent)」は、新型コロナウイルス感染症のパンデミック(世界的大流行)による経済悪化で、甚大な影響を受けました。OTA銘柄の株価バリュエーションは、2020年の底からは回復したものの、その後は再び大きく低下しています。弊社では、特に米国のBooking Holdingsと、中国のTrip.com Group(Nasdaqと香港に上場)の大手2社について、現在のバリュエーション水準は不当に割安である、と考えています。

投資家の観点から見ますと、旅行予約サイトのBooking.comとTrip.comはいずれも、長期的に見て魅力的なバリュー・プロポジション(競合他社が提供できない独自の価値)を提供すると共に、社内では柔軟なコスト構造を実現しています。結局は一時的なものに終わる可能性が高いとはいえ、旅行需要の低迷が長引くなか、それぞれの親会社であるBooking HoldingsとTrip.com Group(TCOM)が持ち堪えているのも、そうした特性があればこそです。両社共に、パンデミックによる旅行活動の落ち込みを逆に利用する形で、慎重に事業への再投資を進めており、足元で始まった需要の回復を業績拡大に結びつける態勢がすでに整っています。BookingとTCOMの事業内容は基本的に同じですが、両社は異なる地域で事業を展開する、まったく異なる企業であり、従って収益正常化に向けての効果的な道筋もそれぞれに異なります。

### 高い参入障壁で他の欧州OTAを圧倒

Booking Holdingsは、KAYAK、Priceline.com、OpenTable、Agodaなど幾つかのブランドを展開していますが、売上の大部分を稼ぎ出しているのは、親会社と同じ名称を持つBooking.comです。Bookingは、顧客と各旅行商品のサプライヤー(主に欧州のホテル)の間を取り持つ代理人の役割を果たし、その過程で手数料を得ています。

欧州の宿泊施設市場は、多数の独立事業者と比較的少数の大規模チェーンに細分化されており、それ故にオンライン旅行代理店(OTA)のサービスが不可欠となっています。こうした旅行商品の供給に関する基本情報を集約することは容易ではなく、Booking.comはこれまで20年という歳月をかけて、割安価格で予約できる宿泊施設を幅広く網羅した情報ポートフォリオを構築してきました。

	株価	一株利益(EPS)			株価収益率		
		22年度(予)	23年度(予)	ノーマル*	22年度(予)	23年度(予)	ノーマル*
Booking Holdings	1,749 ドル	104 ドル	129 <sup>ド</sup> ドル	245 ドル	16.9 倍	13.6 倍	7.1 倍
Trip.com Group	189.05 元	1.69 元	7.16 元	20.00 元	111.7 倍	26.4 倍	11.2 倍**

6月30日に終了する各会計年度。\*ブジーナ推定のノーマル収益。\*\*全地域の株価ノーマル収益倍率について、中国の割引率に基づき調整。出所:ファクトセット、ブジーナ分析。2022年6月30日現在のデータ。

Bookingの予約サイトは、ウェブとアプリの両方をベースとする、洗練されたシステムを搭載しています。ユーザー(利用者)のサイト訪問を予約へとつなげる、言い換えれば、サイトへの訪問者数を収益につなげる可能性を最大化するよう特に設計されており、これは簡単に模倣できるものではありません。ウェブアクセス解析サービスのSimilarwebによると、世界全体で見るとBooking.comサイトからのユーザーの「流出」度合いは、他社と比較して極めて低い水準にあります。つまりBooking.comを訪問したユーザーは、Expedia.comなど競合のOTAサイトを閲覧する可能性が非常に少ないということです(注1)。欧州最大のOTAとしてBooking.comは、その規模の大きさと収益性の高さを武器に、割安な旅行商品の「在庫」を確保し、サイトへのユーザー訪問者数で競合他社を圧倒しています。

(注1)出所:JMPセキュリティーズ、Similarweb(ウェブアクセス解析サービス会社)

世界全体で、オンライン民泊予約サイトAirbnb.comを訪問したユーザーの27.5%は、Booking.com、Expedia.com、Vrbo.comも訪問している(全体に占める割合はそれぞれ30.5%、51.7%、10.6%)。

### 柔軟性の高い事業構造

パンデミック後の需要回復への道筋はなお不透明ですが、こうした局面への対応を可能にしているのが、Bookingの柔軟なコスト構造です。同社のコストの大部分を占めるのは「パフォーマンス・マーケティング(検索キーワードへの入札を通じて、検索結果画面で自社広告を上位表示させる)」戦略の費用であり、これは需要に応じて調整することが可能です。従って仮に旅行需要の低迷が長期化したとしても、Bookingはそれに耐えられると弊社では考えています(ただし低迷長期化は、弊社の基本シナリオではありません)。例えば2020年、Bookingの売上高は前年比55%減少しましたが、旅行には間違いなく最悪であったはずのこの年に、営業損失額は6億ドル、フリーキャッシュフローのマイナス幅は2億ドルと、いずれも比較的小幅に留まりました。2021年も売上高は2019年

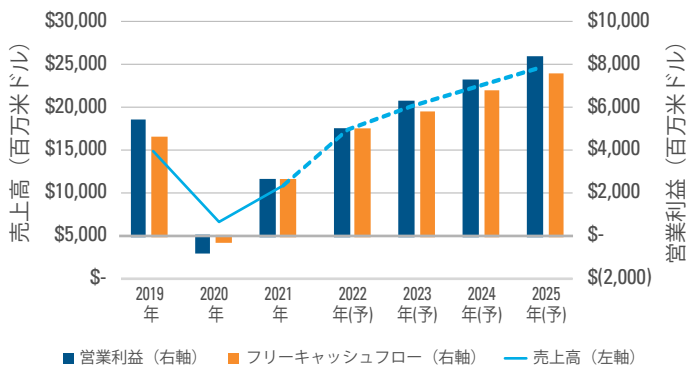


## 銘柄ピックアップ（続き）

比で27%減となりましたが、営業利益は25億ドル、フリーキャッシュフローも同額のプラスとなりました(図表1)(注2)。

(注2)ファクトセットの予想。

図表1:Booking Holdingsの業績はすでに回復基調



出所:ファクトセットの予想、ブジーナ分析

### 「コネクティッド・トリップ」:構造面からの収益拡大戦略

パンデミック前、Booking.comのグレン・フォーク最高経営責任者(CEO)は、「航空券、レンタカー、レストラン、アトラクション等のラインナップを慎重に選別、追加することで、商品ポートフォリオを充実させる」戦略ビジョンを掲げていました。目標は、旅行者がBooking.comですべての手配を済ませることができる「包括的エクスペリエンス」を生み出すことにありました。その名も相応しく「コネクティッド・トリップ」と名付けられたこの取り組みでは、「クロスセル」を通じ、旅行者がアクセスできるサービスを拡大することで、顧客満足度を高め、スティッキネス(定着度)の向上を図ります(訳注:「クロスセル」は、顧客が予約したサービスに関連するサービスを提案・販売すること。例えば航空券を予約した顧客にホテルなどを提案)。

全経営陣を上げて「コネクティッド・トリップ」を推進する戦略の一環としてBooking.comは、過去5年間に、利用者が現地で料金を支払う「エージェンシー方式」から、前払い型の「マーチャント方式」への事業モデルの転換を進めてきました(マーチャント方式の予約全体に占める割合は、2017年時点の12%に対し現在は40%)(注3)。マーチャント方式では、利用者が全旅程で利用するサービスについてOTAに前払いし、OTAは旅程が終了した時点で各サプライヤーに支払いを行います。この方法ですと、旅をひとまとまりの商品として一度に販売するため、旅行者に対して一括購入による割引料金を提示したり、個々のサプライヤーにはない多様な決済手段を提供したりできるほか、顧客の旅行体験の向上にもつながることができます。こうしたコネクティッド・トリップ戦略の展開に加えて、Booking.comは、これまで存在感の薄かった米国の大規

模市場においてもプレゼンスを拡大しつつあります。

(注3)ブルームバーグ、ブジーナ分析

### TRIP.COM:中国OTA市場を席卷する次代のホープ

Trip.com Group(TCOM)は、宿泊施設や航空券の予約、パッケージ・ツアー、法人旅行などのサービスを手掛ける中国最大のオンライン旅行代理店(OTA)であり、国内の市場シェアは50%を誇ります。同社は、これまでの的を絞ったM&A(合併・買収)を通じ、中国国外での商品供給体制を整えることで多角化を実現、中国人によるアウトバウンド(海外旅行)需要の急増に対応できるようになりました(注4)。

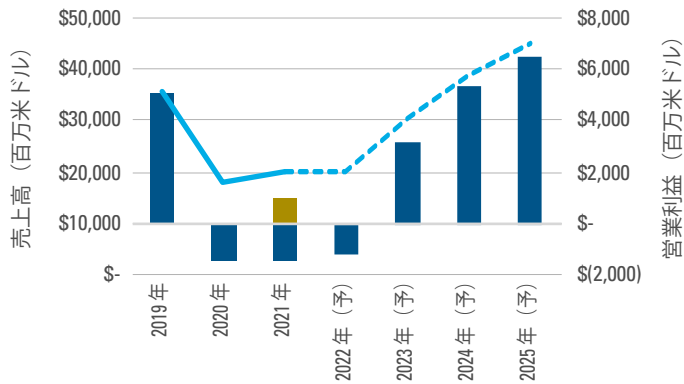
(注4)出所:ブルームバーグ・インテリジェンス(2022年4月11日付)。

Booking Holdingsの場合と異なり、TCOMの最終市場は今なお大きく低迷しています。中国のアウトバウンド市場は事実上、封鎖された状態が続いており、特に最近、上海や深圳など「一線都市」と呼ばれる大都市と、それに次ぐ規模の二線都市で、相次いで実施されたロックダウンは、TCOMの顧客に甚大な影響を及ぼしました。しかし柔軟なコスト構造を有し、需要に応じてマーケティング費用を自在に変動させられる、という点では、TCOMもBookingと変わりません。さらに比較的裁量の面が大きい研究・開発(R&D)についても、実施時期を遅らせたり、中止の判断を下すことができます。なにより現在のTCOMはバランスシート上、ネット・キャッシュとなっており、短期的な損失であれば吸収できる潤沢な流動性を備えています。コスト構造の柔軟性を示す例を挙げましょう。2021年、同社は売上高が2019年比で44%減少するなど困難な環境にあったにもかかわらず、R&D費の削減幅を同16%に留めました。これはTCOMが市場の回復を待たずにシェア拡大に向けて投資していることを意味するものであり、また同社の財務基盤の堅固さを反映するものでもあります。仮に2021年のR&D費が、2017~2019年の平均並み(売上高の29%程度)に削減されていれば、営業利益は9億7,200万人民元に達していた可能性があります(図表2)(注5)。なおこの年、実際のフリーキャッシュフローは19億人民元のプラスでした。

(注5)ファクトセットの予想。

## 銘柄ピックアップ（続き）

図表2: Trip.com - 業績回復に向けた態勢は万全



出所:ファクトセットの予想、ブジーナ分析

### 業績はV字回復へ

TCOMの主たる競争優位は、国内の中級・高級宿泊施設市場におけるプレゼンスと、中国アウトバウンド市場に占める圧倒的なシェアにあります。これらの事業は利益率が高いため、いずれ中国の旅行市場が再始動し、予約取扱総額が回復に転じれば、TCOMの利益はパンデミック前の水準に戻ると考えられます。具体的な数字を見てみますと、TCOMは2019年に70億人民元の純利益を上げましたが（これを受けて弊社では、それ以降の年度のノーマル収益について、127億人民元に達すると予想していました）、2021年は5億1,100万人民元の純損失に落ち込みました。とは言え、中国国内でOTAを通じて行われた予約の総額が、2019年の1兆8,000億人民元から2020年の9,870億人民元に急減したことを考えれば、驚くには当たりません。しかしStatistaのデータによると、TCOMの取扱総額は今年、最終的に1兆6,000億人民元に達すると予想しています（注6）。これが何より重要です。

（注6）iResearch（中国の調査会社）情報、Statista（ドイツの調査会社、©Statista 2022）より。

### 成長分野の絞り込み

恐らく最も興味深いのは、中国における急激な所得構成の変化に伴い、中小規模（二線以下）の都市に、長期的かつ広範な成長機会が生じるものとTCOMが認識している点でしょう。実際、国内各省の省都に住む人の大半（約9,100万人）は、年間所得が7万人民元（約1万ドル）の水準に近づいています（注7）。今の一線都市は10～15年前にこの節目に達し、消費者が十分な可処分所得を手にしたことで、旅行の習慣を持つ人が目に見えて増え始めました。従って長期的に見ますと、中国の中間所得層の急増は、TCOMの業績押し上げにつながる重要な起爆剤となり得る、と弊社では考えています。

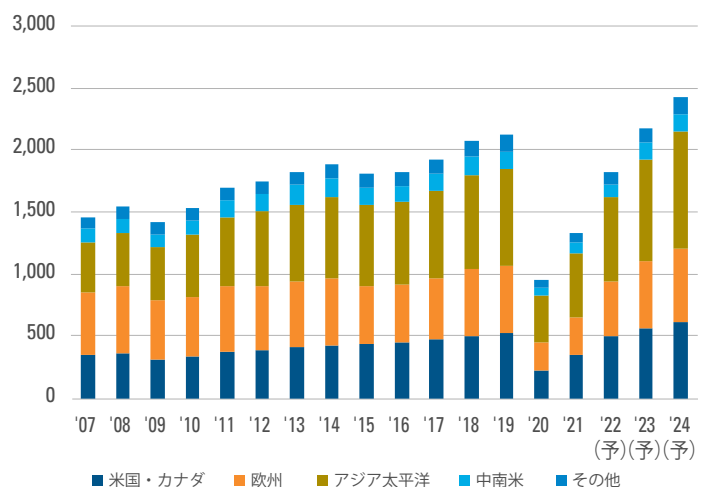
（注7）各省政府のウェブサイト、メディアレポート、サンフォード・C.バーンスタイン（米資産運用会社）分析

TCOMは、中国人のアウトバウンド向け商品事業だけでなく、旅行広告事業にも投資を行っています。広告は一般に、業績拡大や投資収益率(ROI)の改善のためというより、ブランドを構築する方策の一つである、と見なされていることもあり、900億人民元を超える規模を持つこの市場でTCOMがシェアを獲得できるのか、興味深い機会となりそうです。すでに、TCOMアプリのエコシステム上では、消費者の高い購買意欲を刺激し、予約へと誘導することを試みる広告主が現れており、この取り組みが成果へとつながる兆しは見えています。弊社の試算によれば、TCOMの投資により生まれる利益獲得機会は、15億人民元に達する可能性があります（1,000億人民元規模の広告市場で5～10%のシェア、利益率は20%と想定した場合の中央値）。なお以上の予想は、弊社算出のノーマル収益には反映されていません。

### まとめ

旅行市場は、外生的な要因やマクロ経済的ショックからの影響を受けやすいため、短期的な需要が不安定で予測が難しいという特徴があります。しかしパンデミックが終わり、世界経済が再び動き始めるに連れて、旅行活動は引き続き正常化に向かうものと弊社では予想しています。世界の旅行支出は、2021年末から2024年にかけて、年率22%のペースで拡大し、2019年を大きく上回るものと見込まれます（図表3）。現在、Booking HoldingsとTrip.com Groupの株価バリュエーションは、弊社算出の株価ノーマル収益倍率で見て僅か7.1倍と11.2倍に留まっています。しかしそれぞれの市場において、すでに唯一無二のバリュー・プロポジションを築き上げているこの2社は、共に、旅行需要の拡大トレンドを丹念に取り込んで行く合理的な道筋を体現している存在と言えるでしょう。

図表3: 世界的な旅行需要の回復  
地域別の旅行支出(10億米ドル)



出所:英調査会社ユーロモニター

# プジーナ投資戦略

	保有 銘柄数	投資対象ユニバース	顧客による主たる 採用ベンチマーク	設定年月	頁
<b>グローバル／米国株式以外の戦略</b>					
グローバル・バリュー	60 - 95	世界の上位企業2,000社	MSCIワールド <sup>1</sup>	2010年1月	11
グローバル・フォーカス・バリュー	40 - 60	世界の上位企業2,000社	MSCI オールカントリー・ ワールド	2004年1月	12
インターナショナル・バリュー	60 - 80	米国以外の上位企業 1,500社	MSCI EAFE <sup>1</sup>	2008年11 月	13
インターナショナル・フォーカス・バリュー	30 - 50	米国以外の上位企業 1,500社	MSCI オールカントリー・ ワールド (除く米国)	2004年1月	14
新興国市場フォーカス・バリュー	40 - 80	新興国市場の上位企業 1,500社	MSCI エマージング・マ ーケット	2008年1月	15
欧州フォーカス・バリュー	40 - 50	欧州の上位企業750社	MSCIヨーロッパ	2008年8月	16
<b>米国株式戦略</b>					
大型株バリュー	50 - 80	米国の上位企業500社	ラッセル1000 バリュー®	2012年7月	17
大型株フォーカス・バリュー	30 - 40	米国の上位企業500社	ラッセル1000 バリュー®	2000年10 月	18
フォーカス・バリュー	30 - 40	米国の上位企業1,000社	ラッセル1000 バリュー®	1996年1月	19
中型株フォーカス・バリュー	30 - 40	米国企業1,000社(時価総 額ランキング201～1200位 の企業)	ラッセル中型株 バリュー®	1998年9月	20
小型株フォーカス・バリュー	40 - 50	米国企業2,000社(時価総 額ランキング1001～3000位 の企業)	ラッセル2000 バリュー®	1996年1月	21

弊社の投資戦略は、いずれも同じバリュー投資のプロセス、哲学に沿って運用を行っています。主な違いは、投資対象とする銘柄ユニバースにあります。

<sup>1</sup> MSCIオールカントリー・ワールド・インデックスならびにMSCIオールカントリー・ワールド・インデックス(除く米国)版もございます。



## プジーナ・グローバル・バリュー

2022年第2四半期(4-6月期)、世界の株式市場では株価が急落しました。インフレの昂進、各国による金融引き締め動き、景気後退懸念の台頭など、様々な要因が悪材料として重なった結果です。セクター別では、金融、一般消費財・サービス、資本財・サービスなどの景気循環株セクターの株価がいずれも下落しました。当グローバル・バリュー戦略ポートフォリオもマイナスのリターンとなったものの、MSCIワールド・インデックスに対してはアウトパフォームしました。当期、絶対ベースでパフォーマンスにプラスに寄与したセクターはなく、金融、一般消費財・サービス、資本財・サービスが、最大のマイナス寄与セクターとなりました。

個別銘柄では、McKesson Corporation(米国/医薬品卸)の株価が上昇しました。多くの事業部門で概ね良好な業績を上げていることを理由に、2023年も力強い収益の伸びが期待できるとの見通しを経営陣が公表したことが支援材料となりました。Avnet(米国/半導体・電子部品ディストリビューション)は、引き続き旺盛な半導体需要を背景に、堅調な売上高と収益を発表したほか、強い価格決定力を支えに利益率の改善も実現しました。Standard Chartered(英国/金融)は、純預貸金利鞘(貸出金利-預金金利)の拡大や資本水準の改善を見込む業績見通しが、前向きに受け止められました。

一方、当期最大のマイナス寄与銘柄となったのは、General Electric(米国/資本財・サービス)です。サプライチェーン混乱による基幹事業への打撃が大きく、2022年第1四半期(1-3月期)業績が低調な結果に終わりました。Cognizant Technology Solutions Corporation(インド・米国/ITサービス)は、本業売上高こそ着実な伸びを示しているものの、労働力不足と賃金の上昇が業績を下押し形となりました。しかし世界的にはIT支出の拡大傾向が続いており、長期的に見てCognizantはその恩恵を享受できる立場にあります。BASF(ドイツ/化学)は、ロシア産ガスの供給量が削減されれば同社の生産も縮小し、利益率が低下しかねないとの懸念から、株価が下落しました。

当期の投資行動としては、りそなホールディングス(日本/銀行)、Bristol-Myers Squibb(米国/医薬品)、Randstad(オランダ/人材派遣)の3銘柄のポジションを新たに構築しました。りそなホールディングスは、今後日本で予想される地方銀行再編の動きから恩恵を享受できる立ち位置にあります。このような同社ならではの投資機会を収益に結びつけるべく、世界的にプレゼンスを拡大しつつある日本の大型銀行株、三井住友フィナンシャルグループと入れ替える形で、ポジションを構築しました。Bristol-Myersについては、2019年に完了した同業大手セルジーンを買収が、いずれはキャッシュフロー創出力の強化、ひいては株主還元策の拡大につながるものと弊社では予想しています。またこれまでの確固たるR&D(研究・開発)実績を考慮する限り、現在のBristol-Myers株式のリスクとリターンは均衡が取れておらず、今後、市場ではこの点が株価に反映されて行くと考えます。Randstadについては、短期的な景気後退懸念はあるもの

の、その堅固な財務基盤とキャッシュフロー創出力から見て、今後の難局を切り抜けることは可能と見えています。

としてのクオリティが高く、競争力を有し、長期的に見て有利な立ち位置にある銘柄のポジション拡大に努めています。■

最近の株価動向は、短期的なマクロ経済面の不確実性に左右されている感がありますが、弊社ではこれを好機と捉え、企業

### PERFORMANCE SUMMARY annualized in USD as of June 30, 2022

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/10
Pzena Global Value Composite - Gross	-13.2%	-12.2%	-10.1%	7.1%	5.4%	9.3%	7.8%
Pzena Global Value Composite - Net	-13.3%	-12.3%	-10.4%	6.7%	5.0%	9.0%	7.4%
MSCI World Index	-16.2%	-20.5%	-14.3%	7.0%	7.7%	9.5%	8.5%
MSCI World Value Index	-11.6%	-12.2%	-6.6%	4.5%	4.7%	7.6%	6.7%

See Calendar Year Returns, Portfolio Notes/Disclosures and important risk information beginning on pg. 22.

Past Performance is not indicative of future results.

Returns could be reduced, or losses incurred, due to currency fluctuations

### TOP 10 HOLDINGS

(See Portfolio Notes on page 23)

EDISON INTERNATIONAL	3.1%
SHELL PLC	3.0%
COGNIZANT TECH SOLUTIONS	2.9%
WESTINGHOUSE AIR BRAKE TECH	2.8%
MCKESSON CORPORATION	2.7%
GENERAL ELECTRIC COMPANY	2.6%
LEAR CORPORATION	2.6%
KOMATSU LTD.	2.6%
NOKIA OYJ	2.5%
WELLS FARGO & COMPANY	2.5%
Total	27.3%

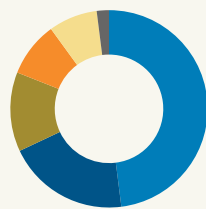
### PORTFOLIO CHARACTERISTICS

	Strategy	Index
Price to Normal Earnings <sup>1</sup>	8.8x	14.7x*
Price / Earnings (1-Year Forecast)	1.1x	2.7x
Price / Book	\$26.4	\$15.7
Median Market Cap (\$B)	\$61.6	\$316.2
Weighted Average Market Cap (\$B)	94.2%	-
Active Share	21.3%	16.4%
Standard Deviation (5-Year)	64	1,513
Number of Stocks (model portfolio)	64	1,513

Source: MSCI World Index, Pzena analysis

\*Global universe median; <sup>1</sup>Pzena's estimate of normal earnings.

### REGION CONCENTRATION



	Strategy	Index
North America	48%	72%
Europe ex-U.K.	20%	13%
United Kingdom	13%	4%
Emerging Markets	9%	0%
Japan	8%	6%
Dev. Asia ex-Japan	2%	1%
Australia/New Zealand	0%	2%

Country weights adjusted for cash - may appear higher than actual.

### SECTOR WEIGHTS

	Strategy	Index
Communication Services	2%	8%
Consumer Discretionary	18%	11%
Consumer Staples	4%	8%
Energy	8%	5%
Financials	20%	14%
Health Care	10%	14%
Industrials	11%	10%
Information Technology	18%	21%
Materials	4%	4%
Real Estate	0%	3%
Utilities	5%	3%

Sector weights adjusted for cash - may appear higher than actual. Numbers may not add to 100% due to rounding.

プジーナ・グローバル・フォーカス・バリュー

2022年第2四半期(4-6月期)、世界の株式市場では株価が急落しました。インフレの昂進、各国による金融引き締め動き、景気後退懸念の台頭など、様々な要因が悪材料として重なった結果です。セクター別では、資本財・サービス、金融、一般消費財・サービスなどの景気循環株セクターの株価がいずれも下落しました。当グローバル・フォーカス・バリュー戦略ポートフォリオもマイナスのリターンとなったものの、MSCIオールカントリー・ワールド・インデックスに対してはアウトパフォームしました。当期、絶対ベースでパフォーマンスにプラスに寄与したセクターはなく、資本財・サービス、金融、一般消費財・サービスが、最大のマイナス寄与セクターとなりました。

個別銘柄では、McKesson Corporation(米国/医薬品卸)の株価が上昇しました。多くの事業部門で概ね良好な業績を上げていることを理由に、2023年も力強い収益の伸びが期待できるとの見通しを経営陣が公表したことが支援材料となりました。Standard Chartered(英国/金融)も、純預貸金利差(貸出金利-預金金利)の拡大や資本水準の改善を見込む業績見通しが、前向きに受け止められました。またAvnet(米国/半導体・電子部品ディストリビューション)は、引き続き旺盛な半導体需要を背景に、堅調な売上高と収益を発表したほか、強い価格決定力を支えに利益率の改善も実現しました。

一方、当期最大のマイナス寄与銘柄となったのは、General Electric(米国/資本財・サービス)です。サプライチェーン混乱による基幹事業への打撃が大きく、2022年第1四半期(1-3月期)業績が低調な結果に終わりました。Cognizant Technology Solutions Corporation(インド・米国/ITサービス)は、本業売上高こそ着実な伸びを示しているものの、労働力不足と賃金の上昇が業績を下押し形となりました。しかし世界的にはIT支出の拡大傾向が続いており、長期的に見てCognizantはその恩恵を享受できる立場にあります。BASF(ドイツ/化学)は、ロシア産ガスの供給量が削減されれば同社の生産も縮小し、利益率が低下しかねないとの懸念から、株価が下落しました。

当期の投資行動としては、りそなホールディングス(日本/銀行)とSS&C Technologies(米国/ソフトウェア対応サービス・プロバイダー)のポジションを新たに構築しました。りそなホールディングスは、今後日本で予想される地方銀行再編の動きから恩恵を享受できる立ち位置にあります。このような同社ならではの投資機会を収益に結びつけるべく、世界的にプレゼンスを拡大しつつある日本の大型銀行株、三井住友フィナンシャルグループと入れ替える形で、ポジションを構築しました。またSS&C Technologiesは、①ユーザーが他社サービスに切り替える際のコストが高い、②業界屈指のソリューションを提供している、③ソフトウェア・サービス業界内で再編の動きが続いている、といった要因が事業への追い風として作用しています。短期的には同社は、資本市場を巡る投資家心理の悪化、労働力確保の難しさ、コスト上昇など、マクロ面の逆風要因に晒され、対応を余儀なくされ

てきましたが、これはむしろ、魅力的な株価水準でポジションを構築する好機となりました。

としてのクオリティが高く、競争力を有し、長期的に見て有利な立ち位置にある銘柄のポジション拡大に努めています。■

最近の株価動向は、短期的なマクロ経済面の不確実性に左右されている感がありますが、弊社ではこれを好機と捉え、企業

PERFORMANCE SUMMARY annualized in USD as of June 30, 2022

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/04
Pzena Global Focused Value Composite - Gross	-13.6%	-12.5%	-11.0%	6.7%	4.8%	9.3%	5.6%
Pzena Global Focused Value Composite - Net	-13.7%	-12.7%	-11.4%	6.2%	4.2%	8.7%	4.9%
MSCI All Country World Index	-15.7%	-20.2%	-15.8%	6.2%	7.0%	8.8%	6.9%
MSCI All Country World Value Index	-11.5%	-12.3%	-8.1%	3.9%	4.3%	6.9%	5.8%

See Calendar Year Returns, Portfolio Notes/Disclosures and important risk information beginning on pg. 22. Past Performance is not indicative of future results. Returns could be reduced, or losses incurred, due to currency fluctuations

TOP 10 HOLDINGS

(See Portfolio Notes on page 23)

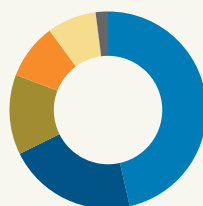
GENERAL ELECTRIC COMPANY	4.2%
SHELL PLC	4.0%
MCKESSON CORPORATION	3.5%
EDISON INTERNATIONAL	3.3%
LEAR CORPORATION	3.1%
KOMATSU LTD.	3.1%
WESTINGHOUSE AIR BRAKE TECH	3.0%
MICHELIN SCA	2.9%
COGNIZANT TECH SOLUTIONS	2.7%
CITIGROUP INC.	2.6%
Total	32.4%

PORTFOLIO CHARACTERISTICS

	Strategy	Index
Price to Normal Earnings <sup>1</sup>	7.3x	13.1x*
Price/Earnings (1-Year Forecast)	8.5x	14.1x
Price/Book	1x	2.5x
Median Market Cap (\$B)	\$26.4	\$10.1
Weighted Average Market Cap (\$B)	\$51.4	\$290.9
Active Share	96.4%	-
Standard Deviation (5-Year)	22.5%	16.1%
Number of Stocks (model portfolio)	47	2,895

Source: MSCI ACWI Index, Pzena analysis  
\*Global universe median; <sup>1</sup>Pzena's estimate of normal earnings.

REGION CONCENTRATION



Region	Strategy	Index
North America	46%	64%
Europe ex-U.K.	21%	12%
United Kingdom	13%	4%
Emerging Markets	9%	11%
Japan	8%	5%
Dev. Asia ex-Japan	2%	1%
Australia/New Zealand	0%	2%

Country weights adjusted for cash - may appear higher than actual.

SECTOR WEIGHTS

Sector	Strategy	Index
Communication Services	0%	8%
Consumer Discretionary	21%	11%
Consumer Staples	4%	8%
Energy	8%	5%
Financials	24%	14%
Health Care	7%	13%
Industrials	13%	9%
Information Technology	12%	21%
Materials	4%	5%
Real Estate	0%	3%
Utilities	7%	3%

Sector weights adjusted for cash - may appear higher than actual. Numbers may not add to 100% due to rounding.

## プジーナ・インターナショナル・バリュエーション

2022年第2四半期(4-6月期)、世界の株式市場では株価が急落しました。インフレの昂進や景気後退懸念の台頭など、様々な要因が悪材料として重なった結果であり、すべての先進国市場で株価バリュエーションが大幅に低下しました。セクター別では、資本財・サービスや金融などの景気循環株セクターが、特に大きく下落しました。当インターナショナル・バリュエーション戦略ポートフォリオもマイナスのリターンとなったものの、MSCI EAFEインデックスに対してはアウトパフォームしました。当期、絶対ベースでパフォーマンスにプラスに寄与したセクターはなく、資本財・サービス、金融、一般消費財・サービスが、最大のマイナス寄与セクターとなりました。

個別銘柄では、Trip.com(中国/オンライン旅行サービス)が最大のプラス寄与銘柄となりました。中国政府が新型コロナの封じ込め策として実施していたロックダウン(都市封鎖)を解除し、景気刺激策を模索し始めるなか、国内の景況感が改善に転じたことが主な背景としてあります。また業績が金利動向に左右されやすいStandard Chartered(英国)とCaixaBank(スペイン)も、利回りの上昇観測が支援材料となり、株価が上昇しました。

一方、Rexel(フランス/産業用機器販売)はマイナス寄与となりました。6月に「資本市場の日(Capital Market Day, 投資家向け説明会)」を開催し、比較的強気の見通しを発表したものの、欧州のマクロ経済情勢を巡る懸念がマイナスに働き、株価が下落しました。Covestro(ドイツ/化学)も軟調となりました。ロシアに起因するエネルギー不足が生じれば、エネルギー集約型の事業を営む欧州のメーカーは、一定程度、生産を縮小せざるを得なくなるとの懸念が広がったことが背景にあります。またTravis Perkins(英国/建材)も、英国内の急激なインフレ進行と金利の上昇に伴い、住宅等の改修・保守需要が縮小しかねないとの見方から、同様に株価が弱含みました。

当期の投資行動としては、Randstad(オランダ/人材派遣)、Bank of Ireland Group(アイルランド/銀行)、東レ(日本/合成繊維等の化学製品)の3銘柄を新たに購入しました。Randstadは、人材派遣業界の構造的変化を追い風に、市場シェアを拡大しつつあります。短期的な景気後退懸念はあるものの、その堅固な財務基盤とキャッシュフロー創出力から見て、同社が今後の難局を切り抜けることは可能と弊社では見えています。Bank of Ireland Groupは、アイルランドの銀行業界で進行中の構造的変化や国内の景気回復から、恩恵を享受している位置にあります。また銀行という事業の性質上、金利動向の影響を受けやすく、従って欧州中央銀行(ECB)の利上げに伴う利回り上昇が、業績押し上げにつながる可能性があります。東レについては、航空産業の回復を受けて、炭素繊維部門を中心に業績が大きく改善するものと考えています。しかし現時点でこうした見通しは、同社の株価バリュエーションに反映されていません。

市場では、インフレの急激な進行とそれに伴う金利の上昇を背景に、世界景気が後退に転じるとの見方が浮上しており、投資家は対応に苦慮しています。そのためグローバル株式を巡っては過度に悲観的な心理や恐れが広がっていますが、こうした環境

こそ、優良企業でありながら、大幅に割安なバリュエーション水準で取引されている銘柄を厳選し、購入するのに理想的であると、弊社では考えています。■

### PERFORMANCE SUMMARY annualized in USD as of June 30, 2022

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 11/1/08
Pzena International Value Composite - Gross	-13.0%	-14.7%	-16.3%	3.7%	2.6%	7.1%	8.1%
Pzena International Value Composite - Net	-13.0%	-14.8%	-16.6%	3.4%	2.3%	6.7%	7.8%
MSCI EAFE Index	-14.5%	-19.6%	-17.8%	1.1%	2.2%	5.4%	5.9%
MSCI EAFE Value Index	-12.4%	-12.1%	-11.9%	0.2%	0.5%	4.2%	4.8%

See Calendar Year Returns, Portfolio Notes/Disclosures and important risk information beginning on pg. 22. Past Performance is not indicative of future results. Returns could be reduced, or losses incurred, due to currency fluctuations

### TOP 10 HOLDINGS

(See Portfolio Notes on page 23)

SHELL PLC	4.0%
KOMATSU LTD.	3.1%
ROCHE HOLDING AG	3.1%
HON HAI PRECISION INDUSTRY CO.	2.8%
NOKIA OYJ	2.8%
REXEL SA	2.7%
AMUNDI SA	2.6%
COVESTRO AG	2.5%
HSBC HOLDINGS PLC	2.5%
HONDA MOTOR CO. LTD.	2.4%
Total	28.5%

### PORTFOLIO CHARACTERISTICS

	Strategy	Index
Price to Normal Earnings <sup>1</sup>	7.6x	13.2x*
Price/Earnings (1-Year Forecast)	8.5x	11.7x
Price/Book	0.9x	1.6x
Median Market Cap (\$B)	\$19.4	\$11.5
Weighted Average Market Cap (\$B)	\$47.0	\$71.0
Active Share	88.7%	-
Standard Deviation (5-Year)	20.1%	15.7%
Number of Stocks (model portfolio)	62	799

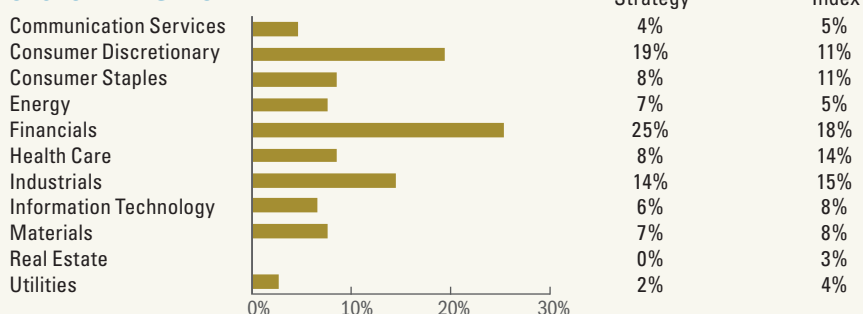
Source: MSCI EAFE Index, Pzena analysis  
\*EAFE universe median; <sup>1</sup>Pzena's estimate of normal earnings.

### REGION CONCENTRATION



Country weights adjusted for cash - may appear higher than actual.

### SECTOR WEIGHTS



Sector weights adjusted for cash - may appear higher than actual. Numbers may not add to 100% due to rounding.



## プジーナ・インターナショナル・フォーカス・バリュエ

インフレの昂進、各国による金融引き締め動き、景気後退懸念の台頭など、様々な要因が悪材料として重なった結果であり、中国を除くすべての主要市場で株価バリュエーションが低下しました。セクター別では、金融、情報技術、資本財・サービスといった景気循環株セクターの株価が、いずれも下落基調をたどりました。当インターナショナル・フォーカス・バリュエ戦略ポートフォリオもマイナスのリターンとなったものの、MSCIオールカントリー・ワールド(除く米国)インデックスに対してはアウトパフォームしました。当期、絶対ベースでパフォーマンスにプラスに寄与したセクターはなく、金融、資本財・サービス、素材が、最大のマイナス寄与セクターとなりました。

個別銘柄では、Trip.com(中国/オンライン旅行サービス)が最大のプラス寄与銘柄となりました。中国政府が新型コロナの封じ込め策として実施していたロックダウン(都市封鎖)を解除し、金融緩和を通じた景気刺激策を模索し始めるなか、国内の景況感が改善に転じたことが主な背景としてあります。また業績が金利動向に左右されやすいStandard Chartered(英国)とCaixaBank(スペイン)は、利回りの上昇観測が支援材料となり、株価が上昇しました。このうちStandard Charteredは、純預貸金利鞘(貸出金利-預金金利)の拡大や資本水準の改善を見込む業績見通しも、前向きに受け止められました。

一方、Rexel(フランス/産業用機器販売)はマイナス寄与となりました。6月に「資本市場の日(Capital Market Day, 投資家向け説明会)」を開催し、比較的強気の見通しを発表したものの、欧州のマクロ経済情勢を巡る懸念がマイナスに働き、株価が下落しました。Covestro(ドイツ/化学)とBASF(ドイツ/化学)も軟調となりました。ロシアに起因するエネルギー不足が生じれば、エネルギー集約型の事業を営む欧州のメーカーは、一定程度、生産を縮小せざるを得なくなるとの懸念が広がったことが背景にあります。しかしながら両銘柄共に、短期的に業績が大きく悪化する可能性については、すでにバリュエーションに織り込まれていると弊社では考えています。

当期の投資行動としては、りそなホールディングス(日本/銀行)、Randstad(オランダ/人材派遣)、Accor(フランス/ホテル)の3銘柄を新たに購入しました。りそなホールディングスは、今後日本で予想される地方銀行再編の動きから恩恵を享受できる立ち位置にあり、Randstadは、人材派遣業界の構造的変化を追い風に、市場シェアを拡大しつつあります。Randstadについては、短期的な景気後退懸念はあるものの、その堅固な財務基盤とキャッシュフロー創出力から見て、同社が今後の難局を切り抜けることは可能と弊社では見ています。Accorは、保有資産を必要最小限にするアセットライトな事業モデルを採用し、基本的に手強い事業運営を行っています。現在は一時的にマクロ経済面の逆風要因に晒されています。しかし欧州地域が新型コロナのパンデミック(世界的流行)から最終的に抜け出すことができれば、一室当たり利益率は通常の水準に戻ると予想しています。

市場では、インフレの急激な進行とそれに伴う金利の上昇を背景に、世界景気が後退に転じるとの見方が浮上しており、投資家は対応に苦慮しています。そのためグローバル株式を巡っては過度に悲観的な心理や

恐れが広がっていますが、こうした環境こそ、優良企業でありながら、大幅に割安なバリュエーション水準に取引されている銘柄を厳選し、購入するのに理想的であると、弊社では考えています。■

### PERFORMANCE SUMMARY annualized in USD as of June 30, 2022

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/04
Pzena International Focused Value Composite - Gross	-13.7%	-15.3%	-17.6%	3.5%	2.6%	7.5%	5.7%
Pzena International Focused Value Composite - Net	-13.8%	-15.5%	-18.1%	3.0%	2.1%	6.9%	4.9%
MSCI All Country World Ex-US Index	-13.7%	-18.4%	-19.4%	1.4%	2.5%	4.8%	5.2%
MSCI ACWI ex USA Value - Net Index	-11.9%	-11.8%	-12.8%	0.6%	1.2%	3.8%	4.6%

See Calendar Year Returns, Portfolio Notes/Disclosures and important risk information beginning on pg. 22. Past Performance is not indicative of future results. Returns could be reduced, or losses incurred, due to currency fluctuations

### TOP 10 HOLDINGS

(See Portfolio Notes on page 23)

KOMATSU LTD.	3.8%
HON HAI PRECISION INDUSTRY CO.	3.6%
MICHELIN SCA	3.4%
REXEL SA	3.3%
NOKIA OYJ	3.3%
GALAXY ENTERTAINMENT LTD.	3.1%
HONDA MOTOR CO. LTD.	3.0%
SHELL PLC	3.0%
ALIBABA GROUP HOLDING LTD.	3.0%
BASF SE	2.9%
Total	32.4%

### PORTFOLIO CHARACTERISTICS

	Strategy	Index
Price to Normal Earnings <sup>1</sup>	7.2x	13.2x*
Price/Earnings (1-Year Forecast)	8.4x	11.4x
Price/Book	0.8x	1.6x
Median Market Cap (\$B)	\$19.8	\$7.9
Weighted Average Market Cap (\$B)	\$43.2	\$78.3
Active Share	94.0%	-
Standard Deviation (5-Year)	21.4%	15.6%
Number of Stocks (model portfolio)	44	2,269

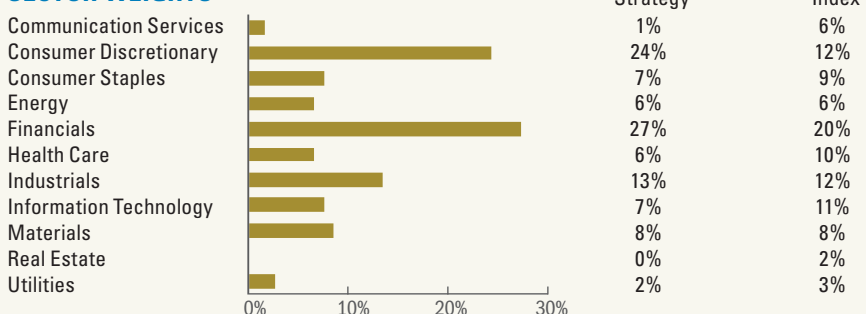
Source: MSCI ACWI (ex USA) Index, Pzena analysis  
\*Int'l (ex USA) universe median; <sup>1</sup>Pzena's estimate of normal earnings.

### REGION CONCENTRATION



Country weights adjusted for cash - may appear higher than actual.

### SECTOR WEIGHTS



Sector weights adjusted for cash - may appear higher than actual. Numbers may not add to 100% due to rounding.

## プジーナ新興国市場フォーカス・バリュエーション

2022年第2四半期(4-6月期)、新興国株式市場は下げ幅を拡大しました。背景として、インフレが加速し、軟調な経済情勢が続いた結果、世界経済が深刻な景気後退に陥るリスクへの警戒感が高まったことがあります。新興国株式のセクター別では、景気循環色の強い素材、情報技術、金融セクターの下落が目立ちました。唯一上昇したセクターは一般消費財・サービスで、売られ過ぎていた多数の中国銘柄が持ち直したことが寄与した格好です。中国では、新型コロナウイルス関連の規制が緩和され、他地域とは対照的に金融緩和が行われたことが株価上昇につながりました。新興国市場フォーカス・バリュエーション戦略は、MSCIエマージング・マーケット・インデックスと同様、前期末比大幅マイナスで期末を迎えたものの、同インデックスを若干アウトパフォームしました。

ポートフォリオのパフォーマンスにプラスに寄与したセクターとしては、コミュニケーション・サービスが挙げられます。特にBaidu(中国/インターネット検索エンジン)のポジションが奏功しました。またChina Overseas Land & Investment Ltd.(COLI:香港/不動産)がアウトパフォームしたことで、不動産セクターもプラスに寄与しました。個別銘柄では、中国のマクロ経済情勢に対する見方が改善したことが追い風となり、Trip.com(中国/旅行予約サイト)がプラスに寄与しました。アジアを主力市場とするStandard Chartered(英国/銀行)も堅調なパフォーマンスを収めました。幅広い地域で金利が上昇し、資本リターン向上への期待が高まったことが背景にあります。

対照的に、パフォーマンスに最もマイナスに寄与したセクターは、情報技術、金融、素材でした。最大のマイナス寄与銘柄としては、以下の3銘柄が挙げられます。(1)OTP Bank Nyrt(ハンガリー/銀行)は、景気後退懸念が強まったことと、隣国ウクライナへのロシア侵攻の影響が長期化していることが悪材料となりました。(2) Cognizant Technology Solutions Corp(インド/米国/ITサービス)は、第1四半期(1-3月期)決算において、賃金上昇圧力が強まっていること、そして、従業員の(自然減率が高く)離職問題を抱えていることが明らかとなり、株価が下落しました。(3) Samsung Electronics(韓国/総合電機)の株価も下落しました。世界的な景気減速が鮮明になれば、半導体事業を中心に、製品の価格と販売量がともに打撃を受けかねないとの見方が背景にあります。

当期の投資行動としては、Alibaba Group Holding Limited(中国/eコマース・プラットフォーム)、Hankook Tire & Technology(韓国/タイヤ)、Compal Electronics(台湾/電子機器)を新たに買い付けました。他方で、Lukoil(ロシア/石油生産)を完全に売却したほか、China Construction Bank(中国/銀行)ならびに、前期末にアウトパフォームした2銘柄CEZ(チェコ/国営電力)とAbu Dhabi Commercial Bank(アラブ首長国連邦/銀行)の組入れを削減しました。

株式相場の低迷は言うまでもなく歓迎できない動きですが、バリュエーション格差が拡大した現在の環境は、引き続き、極めて妙味ある投資機会を提供しています。

景気後退への懸念、金利の上昇、地政学的緊張の高まりによって、事業の質が高く、かつ株価が大幅に割安化した銘柄を見出すことが可能です。■

### PERFORMANCE SUMMARY annualized in USD as of June 30, 2022

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/08
Pzena Emerging Markets Focused Value Composite - Gross	-10.9%	-9.6%	-14.6%	4.2%	3.9%	5.9%	3.4%
Pzena Emerging Markets Focused Value Composite - Net	-11.0%	-10.0%	-15.3%	3.4%	3.1%	5.1%	2.6%
MSCI Emerging Markets Index	-11.4%	-17.6%	-25.3%	0.6%	2.2%	3.1%	0.9%
MSCI Emerging Markets Value Index	-10.8%	-13.9%	-18.6%	-1.0%	1.2%	1.5%	0.2%

See Calendar Year Returns, Portfolio Notes/Disclosures and important risk information beginning on pg. 22. Past Performance is not indicative of future results. Returns could be reduced, or losses incurred, due to currency fluctuations

### TOP 10 HOLDINGS

(See Portfolio Notes on page 23)

HON HAI PRECISION INDUSTRY CO.	4.2%
ALIBABA GROUP HOLDING LTD.	4.0%
TRIP.COM GROUP LTD.	3.7%
GALAXY ENTERTAINMENT LTD.	3.4%
AMBEV SA	3.3%
COGNIZANT TECH SOLUTIONS	3.2%
TAIWAN SEMICONDUCTOR MFG.	3.2%
CIA ENERGMG-CEMIG	3.2%
SAMSUNG ELECTRONICS CO. LTD.	3.1%
HANKOOK TIRE & TECH CO. LTD.	3.0%
Total	34.3%

### PORTFOLIO CHARACTERISTICS

	Strategy	Index
Price to Normal Earnings <sup>1</sup>	8.3x	13.6x*
Price/Earnings (1-Year Forecast)	7.6x	10.7x
Price/Book	1x	1.7x
Median Market Cap (\$B)	\$8.7	\$6.2
Weighted Average Market Cap (\$B)	\$50.6	\$100.5
Active Share	84.3%	-
Standard Deviation (5-Year)	19.2%	16.9%
Number of Stocks (model portfolio)	47	1,382

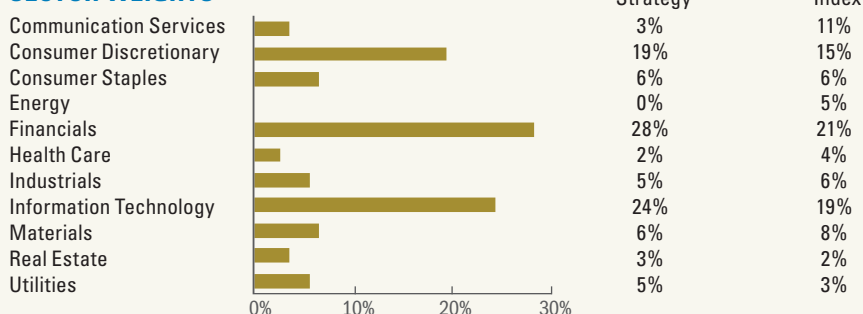
Source: MSCI Emerging Markets Index, Pzena analysis  
\*EM universe median; <sup>1</sup>Pzena's estimate of normal earnings

### REGION CONCENTRATION



Country weights adjusted for cash - may appear higher than actual.

### SECTOR WEIGHTS



Sector weights adjusted for cash - may appear higher than actual. Numbers may not add to 100% due to rounding.

## プジーナ欧州フォーカス・バリュエーション

2022年第2四半期(4-6月期)、欧州株式市場では、インフレの昂進、景気後退に対する懸念、エネルギー危機への警戒感などが悪材料となり、株価が急落しました。欧州フォーカス・バリュエーション戦略ポートフォリオのパフォーマンスは、MSCIヨーロッパ・インデックスと同水準となりましたが、MSCIヨーロッパ・バリュエーション・インデックスに対してはアンダーパフォームしました。当期、絶対ベースでパフォーマンスにプラス寄与したセクターはなく、資本財・サービス、金融、素材が最大のマイナス寄与セクターとなりました。

個別銘柄では、利回り上昇観測を受けて、Standard Chartered(英国/金融)とCaixaBank(スペイン/金融)の株価が上昇しました。業績が金利動向に左右されやすい両行にとって、金利の上昇はプラス要因となります。Technip Energies(フランス/エネルギー分野を中心とするエンジニアリング・建設)の株価も強含みしました。同社経営陣はロシア事業から撤退する方針を明らかにしていますが、エネルギー開発需要の回復が見られること、またLNG(液化天然ガス)プロジェクト向けサービスの価格が上昇傾向にあることが好材料となりました。

一方、Rexel(フランス/産業用機器販売)は、マイナス寄与となりました。6月に「資本市場の日(Capital Market Day, 投資家向け説明会)」を開催し、比較的強気の見通しを発表したものの、欧州のマクロ経済情勢を巡る懸念がマイナスに働き、株価が下落しました。Covestro(ドイツ/化学)も軟調となりました。ロシアに起因するエネルギー不足が生じれば、エネルギー集約型の事業を営む欧州のメーカーは、一定程度、生産を縮小せざるを得なくなるとの懸念が広がったことが背景にあります。またMichelin(フランス/タイヤ)も、継続的なコストの上昇に加え、エネルギー価格の上昇がタイヤ需要を圧迫することへの懸念から、同様に株価が弱含みました。

当期の投資行動としては、Daimler Truck Holding(ドイツ/トラック・バス製造)のポジションを新たに構築しました。2021年12月にドイツのMercedes-Benz Groupからスピンオフしたトラック・バス製造の世界最大手メーカーであり、北米と欧州市場では主導的地位を誇ります。ここ最近では、コスト上昇が利益率を圧迫することへの懸念から株価は軟調に推移していますが、今後は、トラック・バス事業に特化し、独立した視点を持つ経営チームが、低迷する欧州事業の立て直しに貢献するものと弊社では考えています。そのほか当期は、Amundi(フランス/資産運用)とRandstad(オランダ/人材派遣)のポジションを積み増した一方で、バリュエーションの観点からCEZ(チェコ/電力)をすべて売却しました。

欧州市場では、インフレの急激な進行とそれに伴う金利の上昇を背景に、景気が後退に転じるとの見方が浮上しており、投資家は対応に苦慮してい

ます。またロシアが欧州地域への天然ガス供給を停止するか、大幅に削減するとの決定を下した場合、エネルギー危機が到来する可能性も取り沙汰されています。そのため株式市場では総じて、景気後退入りはすでに確定しているかのような値動きが続いている状況です。欧州株式を

巡っては、過度に悲観的な心理や恐れが広がっていますが、こうした環境こそ、優良企業でありながら、大幅に割安なバリュエーション水準で取引されている銘柄を厳選し、購入するのに理想的であると、弊社では考えています。■

### PERFORMANCE SUMMARY annualized in USD as of June 30, 2022

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 8/1/08
Pzena European Focused Value Composite - Gross	-14.2%	-16.7%	-16.1%	1.8%	0.9%	6.7%	4.0%
Pzena European Focused Value Composite - Net	-14.2%	-16.8%	-16.4%	1.4%	0.5%	6.3%	3.7%
MSCI Europe Index	-14.5%	-20.8%	-17.6%	1.2%	2.2%	5.4%	2.3%
MSCI Europe Value Index	-12.3%	-14.2%	-12.4%	-0.7%	-0.1%	3.9%	0.6%

See Calendar Year Returns, Portfolio Notes/Disclosures and important risk information beginning on pg. 22. Past Performance is not indicative of future results. Returns could be reduced, or losses incurred, due to currency fluctuations

### TOP 10 HOLDINGS

(See Portfolio Notes on page 23)

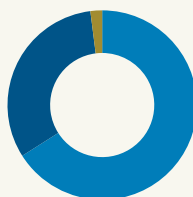
NOKIA OYJ	4.0%
REXEL SA	3.7%
MICHELIN SCA	3.7%
BALFOUR BEATTY PLC	3.5%
AMUNDI SA	3.3%
HSBC HOLDINGS PLC	3.2%
RANDSTAD NV	3.1%
BASF SE	2.9%
COVESTRO AG	2.8%
ROCHE HOLDING AG	2.7%
Total	32.9%

### PORTFOLIO CHARACTERISTICS

	Strategy	Index
Price to Normal Earnings <sup>1</sup>	6.9x	11.9x*
Price/Earnings (1-Year Forecast)	8.6x	11.4x
Price/Book	0.9x	1.8x
Median Market Cap (\$B)	\$12.4	\$13.6
Weighted Average Market Cap (\$B)	\$31.8	\$84.7
Active Share	89.0%	-
Standard Deviation (5-Year)	25.0%	17.2%
Number of Stocks (model portfolio)	43	428

Source: MSCI Europe Index, Pzena analysis  
\*European universe median; <sup>1</sup>Pzena's estimate of normal earnings.

### REGION CONCENTRATION



Country weights adjusted for cash - may appear higher than actual.

### SECTOR WEIGHTS

Sector	Strategy	Index
Communication Services	3%	4%
Consumer Discretionary	10%	10%
Consumer Staples	7%	14%
Energy	10%	6%
Financials	31%	16%
Health Care	5%	17%
Industrials	18%	14%
Information Technology	4%	7%
Materials	6%	7%
Real Estate	0%	1%
Utilities	5%	4%

Sector weights adjusted for cash - may appear higher than actual. Numbers may not add to 100% due to rounding.



## プジーナ大型株バリュー (米国)

2022年第2四半期(4-6月期)、米国株式市場では株価が二桁台の下落となりました。インフレ率の高止まりを受けて、米連邦準備制度理事会(FRB)がマネーサプライの抑制に動いた結果、景気後退への懸念が浮上したことが背景にあります。こうした中、大型株バリュー戦略ポートフォリオのパフォーマンスは、ベンチマークであるラッセル1000バリュー・インデックスとほぼ同水準となりました。絶対ベースでプラスに寄与したのは生活必需品セクターのみで、金融、資本財・サービス、一般消費財・サービス・セクターのマイナス寄与が、このプラス分を完全に打ち消す形となりました。

個別銘柄では、General Electric(資本財・サービス)が当期最大のマイナス寄与銘柄となりました。同社は依然、コスト上昇とサプライチェーン混乱の問題に苦慮しており、特にヘルスケアとリニューアブルエナジー部門が影響を受けています。ただしアビエーションおよびパワー部門の業績は引き続き順調に回復していることから、当期は同社のポジションを積み増しました。Cognizant Technology Solutions Corporation(ITサービス)も、急激な賃金上昇とその原因たる従業員離職による労働力不足が利益率を圧迫しかねない、との警戒感から株価が下落し、マイナスに寄与しました。しかし長期的に見れば、Cognizantは依然、世界的なIT支出拡大の趨勢から恩恵を享受できる立ち位置にあります。最後に、Fresenius Medical Care(人工透析関連機器・サービス)の株価も下落しました。Freseniusと同業のDaVitaが起こしていた裁判において、米最高裁が予想外の判決を下したことで、医療機器・サービスの購入・利用に関する保険の償還に関し、民間保険と公的保険の負担割合に影響が生じかねない、との観測が浮上したためです。

一方で当期は、ディフェンシブ性の高いヘルスケア3銘柄が大幅なプラス寄与となりました。McKesson Corporation(医薬品卸)、Bristol-Myers Squibb(医薬品)、Cigna Corp(医療保険・サービス)です。まずMcKessonは、多くの事業部門で概ね良好な業績を上げていることを理由に、2023年も力強い収益の伸びが期待できる、との見通しを経営陣が公表したことが支援材料となり、堅調なパフォーマンスを収めました。Bristol-Myersも、良好な2022年第1四半期(1-3月期)業績の発表を受けて、株価がアウトパフォームしました。またマネージドケア(会員制の医療関連サービス)を提供しているCignaは、会員数の増加と専門薬局部門の成長を受けて、2022年第1四半期(1-3月期)に堅調な業績を上げました。自社株買い戻しの承認枠を拡大したことも、投資家から前向きに受け止められました。

当期の投資行動としては、世界的なマネー・センター・バンクとして、企業の資金管理、債券・為替トレーディング、クレジットカード等で主導的な地位を築いているCitigroupのポジションを積み増しました。Citiはこの一年半の間に、非中核事業に位置づけた海外コンシューマー(消費者)事業の売却を進めるなど、複雑な事業構造の簡素化に努めてきました。こ

れまでに発表された売却案に関しては、妙味あるバリュエーション水準で取引が実行されています。Citiはまた、事業再編プロセスと並行して、リスク管理と内部統制システムの刷新も進めています。弊社算出の株価ノーマル収益倍率で見て、当ポートフォリオ内で最割安の水準にあるCitiですが、現時点で同社経営陣が掲げる戦略は、向こう数年間に株主資本利益率(ROE)を押し上げる方向に働く弊社では見ていません。そのほか当期は、いずれも株価が弱含んだ局面を捉えて、Gildan Activewear(アパレル)、SS&C Technologies(ソフトウェア対応サービス・プロバイダー)、Booking Holdings(オンライン旅行代理店)のポジションを積み増しました。

これらの購入資金をまかなうた

め、ExxonMobil(総合石油)とBaker Hughes(油田施設サービス)のエネルギー2銘柄について、株価上昇局面を捉えてポジションを削減したほか、American International Group(AIG、損害保険)とTextron(プライベート・ジェット機、防衛)の組み入れも減らしました。Stanley Black & Decker(家庭用・業務用工具)については、ポジションをすべて売却しました。

過去18か月間、当ポートフォリオは堅調な相対パフォーマンスを実現していますが、銘柄間のバリュエーション格差は依然高い水準にあります。当戦略では引き続き、金融、一般消費財・サービス、資本財・サービスなど、強まる一方の景気後退懸念を背景に、バリュエーションがなお魅力的な水準にあるセクターの銘柄に重点を置いて、ポートフォリオを構成しています。■

### PERFORMANCE SUMMARY annualized in USD as of June 30, 2022

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Since Inception 7/1/12
Pzena Large Cap Value Composite - Gross	-12.3%	-10.1%	-4.8%	8.0%	7.0%	11.3%
Pzena Large Cap Value Composite - Net	-12.4%	-10.1%	-4.9%	7.9%	6.8%	11.2%
Russell 1000 Value Index	-12.2%	-12.9%	-6.8%	6.9%	7.2%	10.5%

See Calendar Year Returns, Portfolio Notes/Disclosures and important risk information beginning on pg. 22. Past Performance is not indicative of future results. Returns could be reduced, or losses incurred, due to currency fluctuations

### TOP 10 HOLDINGS

(See Portfolio Notes on page 23)

MCKESSON CORPORATION	3.7%
EDISON INTERNATIONAL	3.4%
WESTINGHOUSE AIR BRAKE TECH	3.2%
NRG ENERGY INC.	3.2%
AMDOCS LIMITED	3.1%
WELLS FARGO & COMPANY	3.1%
CITIGROUP INC.	3.0%
NEWELL BRANDS INC	3.0%
SS&C TECHNOLOGIES HOLDINGS	2.9%
COGNIZANT TECH SOLUTIONS	2.9%
Total	31.5%

### PORTFOLIO CHARACTERISTICS

	Strategy	Index
Price to Normal Earnings <sup>1</sup>	8x	13.7x*
Price/Earnings (1-Year Forecast)	9.8x	13x
Price/Book	1.4x	2.3x
Median Market Cap (\$B)	\$37.6	\$10.7
Weighted Average Market Cap (\$B)	\$77.2	\$129.8
Active Share	83.1%	-
Standard Deviation (5-Year)	22.7%	17.2%
Number of Stocks (model portfolio)	49	859

Source: Russell 1000® Value, Pzena analysis

\*Large Cap universe median; <sup>1</sup>Pzena's estimate of normal earnings.

### SECTOR WEIGHTS

	Strategy	Index
Basic Materials	3%	3%
Consumer Discretionary	14%	10%
Consumer Staples	4%	7%
Energy	9%	7%
Financials	25%	19%
Health Care	13%	16%
Industrials	13%	12%
Real Estate	0%	5%
Technology	12%	9%
Telecommunications	1%	5%
Utilities	7%	6%

Sector weights adjusted for cash - may appear higher than actual. Numbers may not add to 100% due to rounding.

## プジーナ大型株フォーカス・バリュアー (米国)

2022年第2四半期(4-6月期)、米国株式市場では株価が二桁台の下落となりました。インフレ率の高止まりを受けて、米連邦準備制度理事会(FRB)がマネーサプライの抑制に動いた結果、景気後退への懸念が浮上したことが背景にあります。こうした中、大型株フォーカス・バリュアー戦略は、ベンチマークであるラッセル1000バリュアー・インデックスをアンダーパフォームしたものの、ラッセル1000インデックスに対してはアウトパフォームしました。絶対ベースでプラスに寄与したのは生活必需品セクターのみで、金融、資本財・サービス、一般消費財・サービス・セクターのマイナス寄与が、このプラス分を完全に打ち消す形となりました。

個別銘柄では、General Electric(資本財・サービス)が当期最大のマイナス寄与銘柄となりました。同社は依然、コスト上昇とサプライチェーン混乱の問題に苦慮しており、特にヘルスケアとリニューアブルエナジー部門が影響を受けています。ただしアビエーションおよびパワー部門の業績は引き続き順調に回復していることから、当期は同社のポジションを積み増しました。Cognizant Technology Solutions Corporation(ITサービス)も、急激な賃金上昇とその原因たる従業員離職による労働力不足が利益率を圧迫しかねない、との警戒感から株価が下落し、マイナスに寄与しました。しかし長期的に見れば、Cognizantは依然、世界的なIT支出拡大の趨勢から恩恵を享受できる立ち位置にあります。最後に、Fresenius Medical Care(人工透析関連機器・サービス)の株価も下落しました。Freseniusと同業のDaVitaが起こしていた裁判において、米最高裁が予想外の判決を下したことで、医療機器・サービスの購入・利用に関する保険の償還に関し、民間保険と公的保険の負担割合に影響が生じかねない、との観測が浮上したためです。

一方で当期は、ディフェンシブ性の高いヘルスケア2銘柄が大幅なプラス寄与となりました。Bristol-Myers Squibb(医薬品)とMcKesson Corporation(医薬品卸)です。まずBristol-Myersは、良好な2022年第1四半期(1-3月期)業績の発表を受けて、株価がアウトパフォームしました。またMcKessonは、多くの事業部門で概ね良好な業績を上げていることを理由に、2023年も力強い収益の伸びが期待できる、との見通しを経営陣が公表したことが支援材料となり、堅調なパフォーマンスを収めました。その他のセクターでは、ExxonMobil(総合石油)の株価が大幅に上昇しました。エネルギー価格の高騰という事業環境が追い風として作用した形です。

当期の投資行動としては、当戦略最大の金融銘柄であり、世界的なマネー・センター・バンクとして、企業の資金管理、債券・為替トレーディング、クレジットカード等で主導的な地位を築いているCitigroupのポジションを積み増しました。Citiはこの一年半の間に、非中核事業に位置づけた海外コンシューマー(消費者)事業の売却を進めるな

ど、複雑な事業構造の簡素化に努めてきました。これまでに発表された売却案に関しては、妙味あるバリュエーション水準で取引が実行されています。Citiはまた、事業再編プロセスと並行して、リスク管理と内部統制システムの刷新も進めています。弊社算出の株価ノーマル収益倍率で見ると、当ポートフォリオ内で最割安の水準にあるCitiですが、現時点で同社経営陣が掲げる戦略は、向こう数年間に株主資本利益率(ROE)を押し上げる方向に働くと弊社では見えています。そのほか当期は、株価が弱含んだ局面を捉えて、Gildan Activewear(アパレル)、Fresenius Medical Care、Capital One Financial Corporation(金融)のポジションを積み増しました。これらの購入資金をまかなうため、ExxonMobil、Baker Hughes(油田

施設サービス)およびHalliburton(油田施設サービス)のエネルギー3銘柄について、株価上昇局面を捉えてポジションを削減しました。

過去18ヵ月間、当ポートフォリオは堅調な相対パフォーマンスを実現していますが、銘柄間のバリュエーション格差は依然高い水準にあります。当戦略では引き続き、金融、一般消費財・サービス、資本財・サービスなど、強まる一方の景気後退懸念を背景に、バリュエーションがなお魅力的な水準にあるセクターの銘柄に重点を置いて、ポートフォリオを構成しています。■

### PERFORMANCE SUMMARY annualized in USD as of June 30, 2022

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 10/1/00
Pzena Large Cap Focused Value Composite - Gross	-13.1%	-10.3%	-5.6%	8.0%	6.5%	11.1%	7.3%
Pzena Large Cap Focused Value Composite - Net	-13.2%	-10.4%	-5.9%	7.7%	6.1%	10.7%	6.8%
Russell 1000 Value Index	-12.2%	-12.9%	-6.8%	6.9%	7.2%	10.5%	6.9%

See Calendar Year Returns, Portfolio Notes/Disclosures and important risk information beginning on pg. 22. Past Performance is not indicative of future results. Returns could be reduced, or losses incurred, due to currency fluctuations

### TOP 10 HOLDINGS

(See Portfolio Notes on page 23)

GENERAL ELECTRIC COMPANY	4.7%
CITIGROUP INC.	4.6%
LEAR CORPORATION	4.3%
AMDOCS LIMITED	4.3%
EDISON INTERNATIONAL	4.0%
WELLS FARGO & COMPANY	3.9%
COGNIZANT TECH SOLUTIONS	3.8%
NRG ENERGY INC.	3.7%
NEWELL BRANDS INC	3.7%
WESTINGHOUSE AIR BRAKE TECH	3.7%
Total	40.7%

### PORTFOLIO CHARACTERISTICS

	Strategy	Index
Price to Normal Earnings <sup>1</sup>	7.5x	13.7x*
Price / Earnings (1-Year Forecast)	9.6x	13x
Price / Book	1.3x	2.3x
Median Market Cap (\$B)	\$28.3	\$10.7
Weighted Average Market Cap (\$B)	\$56.8	\$129.8
Active Share	88.7%	-
Standard Deviation (5-Year)	25.2%	17.2%
Number of Stocks (model portfolio)	37	859

Source: Russell 1000® Value, Pzena analysis

\*Large Cap Universe Median; <sup>1</sup>Pzena's estimate of normal earnings.

### SECTOR WEIGHTS

	Strategy	Index
Basic Materials	2%	3%
Consumer Discretionary	17%	10%
Consumer Staples	2%	7%
Energy	7%	7%
Financials	29%	19%
Health Care	8%	16%
Industrials	13%	12%
Real Estate	0%	5%
Technology	13%	9%
Telecommunications	0%	5%
Utilities	8%	6%

Sector weights adjusted for cash - may appear higher than actual. Numbers may not add to 100% due to rounding.

## プジーナ・フォーカス・バリュー (米国)

2022年第2四半期(4-6月期)、米国株式市場では株価が二桁台の下落となりました。インフレ率の高止まりを受けて、米連邦準備制度理事会(FRB)がマネーサプライの抑制に動いた結果、景気後退への懸念が浮上したことが背景にあります。こうした中、フォーカス・バリュー戦略は、ベンチマークであるラッセル1000バリュー・インデックスをアンダーパフォームしたものの、ラッセル1000インデックスに対してはアウトパフォームしました。絶対ベースでプラスに寄与したのは生活必需品セクターのみで、資本財・サービス、金融、一般消費財・サービス・セクターのマイナス寄与が、このプラス分を完全に打ち消す形となりました。

個別銘柄では、General Electric(資本財・サービス)が当期最大のマイナス寄与銘柄となりました。同社は依然、コスト上昇とサプライチェーン混乱の問題に苦慮しており、特にヘルスケアとリニューアブルエナジー部門が影響を受けています。ただしアビエーションおよびパワー部門の業績は引き続き順調に回復していることから、当期は同社のポジションを積み増しました。Cognizant Technology Solutions Corporation(ITサービス)も、急激な賃金上昇とその原因たる従業員離職による労働力不足が利益率を圧迫しかねない、との警戒感から株価が下落し、マイナスに寄与しました。しかし長期的に見れば、Cognizantは依然、世界的なIT支出拡大の趨勢から恩恵を享受できる立ち位置にあります。最後に、Gildan Activewear(アパレル)は、2022年第1四半期(1-3月期)に売上高が二桁台の成長率を示すなど、良好な業績を発表しましたが、マクロ経済面の逆風を受けて売上の伸びが鈍化し始めているとの見方から、株価が弱含みました。

一方で当期は、ディフェンシブ性の高いヘルスケア2銘柄が大幅なプラス寄与となりました。McKesson Corporation(医薬品卸)とBristol-Myers Squibb(医薬品)です。まずMcKessonは、多くの事業部門で概ね良好な業績を上げていることを理由に、2023年も力強い収益の伸びが期待できる、との見通しを経営陣が公表したことが支援材料となり、堅調なパフォーマンスを収めました。またBristol-Myersも、良好な2022年第1四半期(1-3月期)業績の発表を受けて、株価がアウトパフォームしました。その他のセクターでは、ExxonMobil(総合石油)の株価が大幅に上昇しました。エネルギー価格の高騰という事業環境が追い風として作用した形です。

当期の投資行動としては、当戦略最大の金融銘柄であり、世界的なマネー・センター・バンクとして、企業の資金管理、債券・通貨・コモディティのトレーディング、クレジットカード等で主導的な地位を築いているCitigroupのポジションを積み増しました。Citiはこの一年半の間に、非中核事業に位置づけた海外コンシューマー(消費者)事業の売却を進めるなど、複雑な事業構造の簡素化に努めてきました。これまでに発表された売却案に関して

は、妙味あるバリュエーション水準で取引が実行されています。Citiはまた、事業再編プロセスと並行して、リスク管理と内部統制システムの刷新も進めています。弊社算出の株価ノーマル収益倍率で見ると、当ポートフォリオ内で最割安の水準にあるCitiですが、現時点で同社経営陣が掲げる戦略は、向こう数年間に株主資本利益率(ROE)を押し上げる方向に働くと思われ、弊社では見ています。そのほか当期は、株価が弱含んだ局面を捉えて、Gildan Activewear(アパレル)の組み入れを増やすと共に、Axalta Coating Systems(塗料・コーティング剤)のポジション構築を継続しました。

これらの購入資金をまかなうため、Baker HughesとHalliburton(共に油田施設サ

ービス)のエネルギー2銘柄について、株価上昇局面を捉えてポジションを削減したほか、American International Group(AIG、損害保険)とHewlett Packard Enterprises(IT機器)の組み入れも減らしました。

当ポートフォリオはグロース株対比で堅調なパフォーマンスを実現していますが、両者のバリュエーション格差は依然高い水準にあります。当戦略では引き続き、金融、一般消費財・サービス、資本財・サービスなど、強まる一方の景気後退懸念を背景に、バリュエーションがなお魅力的な水準にあるセクターの銘柄に重点を置いて、ポートフォリオを構成しています。■

### PERFORMANCE SUMMARY annualized in USD as of June 30, 2022

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/96
Pzena Focused Value Composite - Gross	-13.1%	-11.4%	-8.2%	6.7%	5.1%	10.6%	9.9%
Pzena Focused Value Composite - Net	-13.2%	-11.7%	-8.7%	6.0%	4.6%	9.9%	9.2%
Russell 1000 Value Index	-12.2%	-12.9%	-6.8%	6.9%	7.2%	10.5%	8.6%

See Calendar Year Returns, Portfolio Notes/Disclosures and important risk information beginning on pg. 22. Past Performance is not indicative of future results. Returns could be reduced, or losses incurred, due to currency fluctuations

### TOP 10 HOLDINGS

(See Portfolio Notes on page 23)

CITIGROUP INC.	4.9%
GENERAL ELECTRIC COMPANY	4.5%
LEAR CORPORATION	4.3%
METLIFE INC.	3.8%
GILDAN ACTIVEWEAR INC.	3.8%
EDISON INTERNATIONAL	3.6%
NRG ENERGY INC.	3.6%
AVNET INC.	3.6%
COGNIZANT TECH SOLUTIONS	3.6%
NEWELL BRANDS INC	3.6%
Total	39.3%

### PORTFOLIO CHARACTERISTICS

	Strategy	Index
Price to Normal Earnings <sup>1</sup>	7.3x	13.1x*
Price/Earnings(1-Year Forecast)	9.4x	13x
Price/Book	1.3x	2.3x
Median Market Cap(\$B)	\$16.1	\$10.7
Weighted Average Market Cap(\$B)	\$45.3	\$129.8
Active Share	90.4%	-
Standard Deviation(5-Year)	25.6%	17.2%
Number of Stocks(model portfolio)	39	859

Source: Russell 1000® Value, Pzena analysis  
\*Universe Median of 1000 largest U.S. companies;  
<sup>1</sup>Pzena's estimate of normal earnings.

### SECTOR WEIGHTS

	Strategy	Index
Basic Materials	2%	3%
Consumer Discretionary	19%	10%
Consumer Staples	3%	7%
Energy	6%	7%
Financials	27%	19%
Health Care	4%	16%
Industrials	17%	12%
Real Estate	0%	5%
Technology	13%	9%
Telecommunications	0%	5%
Utilities	7%	6%

Sector weights adjusted for cash - may appear higher than actual. Numbers may not add to 100% due to rounding.



## プジーナ中型株フォーカス・バリュエーション (米国)

2022年第2四半期(4-6月期)、米国株式市場では引き続きバリュエーション株がグロース株をアウトパフォームしました。しかしながら、景気後退とインフレ昂進への警戒感を背景に市場全体が下落基調をたどるなか、割安株とも言えども、市場心理の急変がもたらす影響から逃れることはできませんでした。当期、中型株フォーカス・バリュエーション戦略は、ラッセル中型株バリュエーション・インデックスとラッセル中型株インデックスをいずれもアウトパフォームしましたが、最終的にはマイナスのリターンで期末を迎えることとなりました。絶対ベースでパフォーマンスにプラスに寄与したのは、生活必需品セクターのみでした。

個別銘柄では、Cenovus Energy Inc. (ニューヨーク上場のカナダ企業/統合エネルギー)が一際大きくプラスに寄与し、これにMcKesson Corporation (医薬品卸)とReinsurance Group of America (再保険)が続きました。まず、Cenovus Energyの株価が騰勢を強めた背景には、コモディティ価格の上昇が業績への追い風となっている状況があります。なお同社については、弊社推定の適正価値(フェアバリュエーション)に到達したとの判断から、当期中にポジションをすべて解消しました。McKessonは、多くの事業部門で概ね良好な業績を上げていることを理由に、2023年も力強い収益の伸びが期待できる、との見通しを経営陣が公表したこと、また自社株買いを継続していることなどが支援材料となり、株価が上昇しました。最後にReinsurance Group of Americaは、コロナ禍での死亡率上昇による悪影響が徐々に緩和されつつある状況を受けて、株価が堅調に推移しました。また現在、同社の投資ポートフォリオに新たに組み入れられた資産の利回りが、ロールオフ(満期を迎えても再投資をしない)となった資産の利回りを上回り、先行き、投資収入の拡大が見込めることも、好材料視されました。

市場に広がる景気後退懸念を考えれば、金融、資本財・サービス、一般消費財・サービスといった景気循環株セクターの保有銘柄が最も大幅に下落したことは、驚くには当たりません。例えばドア・窓製造のJELD-WENは、売上の力強い伸びがコスト上昇に完全に打ち消される形となり、2022年第1四半期(1-3月期)業績が市場予想を下回ったことが、株価の下押し要因となりました。しかし同社は引き続き、製品価格の引き上げに努めており、年後半の値上げ幅はインフレ率を上回ると弊社では考えています。複数の保険を扱うマルチライン保険会社で、年金関連の商品も手掛けるCNO Financial Groupも、軟調となりました。市場環境悪化の影響やロシア債券の一部評価損によるRBC(リスクベースの自己資本)比率の低下が、短期的な株主還元見通しの悪化につながったためです。Fresenius Medical Care(人工透析関連機器・サービス)の株価も下落しました。Freseniusと同業のDaVitaが起こしていた裁判において、米最高裁が予想外の判決を下したことで、医療機器・サービスの購入・利用に関する医療保険の償還に関し、民間保険と公的保険の負担割合に影響が生じかねない、との

観測が浮上したためです。

当期の投資行動としては、株価が弱含んだ局面を捉え、一般消費財・サービス・セクターからGildan ActivewearとGap(共にアパレル)、Skechers(履物)の組み入れを増やし、Axalta Coating Systems(塗料・コーティング剤)とSS&C Technologies(金融サービス向けソリューション)のポジション構築を継続しました。一方、以上の購入資金をまかなうため、株価が強含んだ局面で、エネルギー関連銘柄のポジションを一部削減しました。市場は経済を巡る先行き不透明感に覆われていますが、当ポートフォリオは引き続き、景気動向に関する感応度が高く、バリュエーションが魅力的な水準にある景気循環株銘柄に投資しています。一部の保

有銘柄の一時的な株価下落が、これまでの上昇分を幾らか打ち消す形となっていますが、米国が景気後退入りする可能性を考慮したとしても、長期投資家にとって、現在のバリュエーションは魅力的な水準にあると考えます。■

### PERFORMANCE SUMMARY annualized in USD as of June 30, 2022

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 9/1/98
Pzena Mid Cap Focused Value Composite - Gross	-13.1%	-11.2%	-6.4%	11.9%	7.8%	12.3%	12.0%
Pzena Mid Cap Focused Value Composite - Net	-13.3%	-11.5%	-7.1%	11.2%	7.1%	11.6%	11.3%
Russell Midcap Value Index	-14.7%	-16.2%	-10.0%	6.7%	6.3%	10.6%	9.7%

See Calendar Year Returns, Portfolio Notes/Disclosures and important risk information beginning on pg. 22. Past Performance is not indicative of future results. Returns could be reduced, or losses incurred, due to currency fluctuations

### TOP 10 HOLDINGS

(See Portfolio Notes on page 23)

LEAR CORPORATION	4.4%
EDISON INTERNATIONAL	4.0%
AXIS CAPITAL HOLDINGS LIMITED	3.9%
EQUITABLE HOLDINGS INC.	3.6%
NEWELL BRANDS INC	3.6%
GILDAN ACTIVEWEAR INC.	3.2%
AVNET INC.	3.2%
COGNIZANT TECH SOLUTIONS	3.2%
REGIONS FINANCIAL CORP.	3.1%
AMERICAN INTERNATIONAL	3.1%
Total	35.3%

### PORTFOLIO CHARACTERISTICS

	Strategy	Index
Price to Normal Earnings <sup>1</sup>	7.5x	12.8x*
Price / Earnings (1-Year Forecast)	9.2x	12.5x
Price / Book	1.4x	1.9x
Median Market Cap (\$B)	\$7.9	\$7.9
Weighted Average Market Cap (\$B)	\$13.4	\$18.1
Active Share	94.8%	-
Standard Deviation (5-Year)	27.2%	19.7%
Number of Stocks (model portfolio)	36	706

Source: Russell Midcap® Value, Pzena analysis  
\*Mid Cap universe median; <sup>1</sup>Pzena's estimate of normal earnings.

### SECTOR WEIGHTS

	Strategy	Index
Basic Materials	5%	4%
Consumer Discretionary	17%	13%
Consumer Staples	3%	5%
Energy	6%	5%
Financials	29%	18%
Health Care	6%	7%
Industrials	16%	16%
Real Estate	0%	12%
Technology	10%	8%
Telecommunications	0%	2%
Utilities	7%	10%

Sector weights adjusted for cash - may appear higher than actual. Numbers may not add to 100% due to rounding.

## プジーナ小型株フォーカス・バリュエーション (米国)

2022年第2四半期(4-6月期)、米国株式市場は下落基調をたどりました。インフレへの警戒感と、米連邦準備制度理事会(FRB)の金融引き締めが景気後退につながることに根強い懸念が、その背景にあります。結果として、時価総額別やスタイル別で見て、幅広い銘柄が売り圧力を受ける形となり、特に小型株は前期に続いて大型株をアンダーパフォームしました。しかし小型株の中でもバリュエーションは、7期連続でグロース株を上回るパフォーマンスを収めました。

当期、小型株フォーカス・バリュエーション戦略ポートフォリオは、ラッセル2000バリュエーション・インデックスをアウトパフォームしましたが、絶対ベースで見てパフォーマンスにプラス寄与したセクターはありませんでした。個別銘柄で最も大きくプラスに寄与したのは、NexTier Oilfield Solutions(油田施設サービス)です。株価が騰勢を強めた背景には、ここ最近、エネルギー価格の高止まりが続くなかで、同社だけでなく油田施設サービス業界全体がフラッキング(水圧破碎法)採掘施設の拡充に動いていることがあります。同様にSuper Micro Computer(高品質コンピューター・サーバー)も、同社サーバーへの旺盛な需要と利益率の上昇を受けて、堅調なパフォーマンスを収めました。Universal Corp(葉タバコ)も、タバコ製品の需給環境の改善や、配当利回りが5%に達するなど同銘柄の高いディフェンシブ性がプラスに働き、株価が上昇しました。

一方、当期最大のマイナス寄与セクターとなったのは、本質的に景気動向に対する感応度の高い資本財・サービス、金融、一般消費財・サービスなどのセクターです。個別銘柄では、複数の保険を扱うマルチライン保険会社で、年金関連の商品も手掛けるCNO Financial Groupが最も大きくマイナスに寄与しました。同社の場合、市場環境悪化の影響やロシア債券の一部評価損によるRBC(リスクベースの自己資本)比率の低下が、短期的な株主還元見通しの悪化につながり、株価が下落しました。JELD-WEN(ドア・窓製造)も軟調となりました。コスト上昇が売上の伸びを打ち消す形となっている上、受注残の解消ペースの鈍化や好ましくない製品ミックスが、利益率を圧迫している状況が背景にあります。そのほか、経済を巡る先行き不透明感が金融セクターへの逆風となるなか、Webster Financial Corporation(コネティカット州に拠点を置く地方銀行)の株価が急落しました。なお同行は、ニューヨーク州を拠点とするスターリング銀行との合併を完了しましたが、これは戦略的に見て有意義なものとして弊社では考えています。

当期の投資行動としては、GMS(壁材・天井システム等の内装・外装建築製品)のポジションを新たに構築しました。GMSは、この業界でロールアップ戦略(相対的に規模の小さな企業を連続して買収する手法)によって規模を拡大して来た企業であり、そのスケールメリットを活かして、比較的割安な価格で壁材等の製品を仕入れています。現在は製品価格の上昇が追い風となっています。

が、そうした要素を考慮しない株価ノーマル収益倍率で見ても、同社の株価は割安な水準で推移しています。また当期はGap(アパレル)のポジションを積み増しました。Gapが抱える事業遂行力の問題は、サプライチェーン混乱の影響とも相まって、短期的に収益を下押し格好となっており、結果として株価バリュエーションは現在、魅力的な水準に位置しています。WSFS Bank(地方銀行)とSteelcase(オフィス用什器)についても組み入れを増やしました。これらの購入資金をまかなうため、Huntington Bancshares(地方銀行持株会社)とMurphy Oil(石油探査・生産)をすべて売却したほか、NexTier Oilfield SolutionsとOlin Corporation(化学製品)のポジションを削減しました。

銘柄間のバリュエーション格差を見る限り、小型株とバリュエーション株は引き続き非常に魅力的な水準で推移していますが、バリュエーション株のパフォーマンスが相対的にグロース株を上回っていることで、バリュエーション格差は幾分縮小しています。弊社では入念な調査を通じて、市場から過小評価されている銘柄の発掘に引き続き努めており、特に景気後退観測の影響を受けて株価が大幅に下落している銘柄に、幅広く投資機会を見出しています。■

### PERFORMANCE SUMMARY annualized in USD as of June 30, 2022

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/96
Pzena Small Cap Focused Value Composite - Gross	-12.5%	-14.5%	-10.1%	7.7%	6.1%	11.3%	12.5%
Pzena Small Cap Focused Value Composite - Net	-12.7%	-14.9%	-11.0%	6.8%	5.1%	10.2%	11.3%
Russell 2000 Value Index	-15.3%	-17.3%	-16.3%	6.2%	4.9%	9.1%	9.0%

See Calendar Year Returns, Portfolio Notes/Disclosures and important risk information beginning on pg. 22. Past Performance is not indicative of future results. Returns could be reduced, or losses incurred, due to currency fluctuations

### TOP 10 HOLDINGS

(See Portfolio Notes on page 23)

STEELCASE INC. CLASS A	3.8%
BELDEN INC.	3.7%
AXIS CAPITAL HOLDINGS LIMITED	3.7%
DANA INCORPORATED	3.4%
CELESTICA INC.	3.1%
AVNET INC.	3.0%
CNO FINANCIAL GROUP INC.	3.0%
ASSOCIATED BANC-CORP	2.9%
OLD NATIONAL BANCORP	2.9%
WEBSTER FINANCIAL CORP.	2.8%
Total	32.3%

### PORTFOLIO CHARACTERISTICS

	Strategy	Index
Price to Normal Earnings <sup>1</sup>	7.3x	13.2x*
Price/Earnings (1-Year Forecast)	9.4x	9.9x
Price/Book	1.2x	1.2x
Median Market Cap (\$B)	\$2.0	\$0.8
Weighted Average Market Cap (\$B)	\$2.6	\$2.2
Active Share	97.0%	-
Standard Deviation (5-Year)	27.2%	22.5%
Number of Stocks (model portfolio)	44	1,404

Source: Russell 2000® Value, Pzena analysis

\*Small Cap universe median; <sup>1</sup>Pzena's estimate of normal earnings.

### SECTOR WEIGHTS

	Strategy	Index
Basic Materials	5%	4%
Consumer Discretionary	12%	13%
Consumer Staples	7%	3%
Energy	7%	5%
Financials	29%	28%
Health Care	3%	11%
Industrials	25%	13%
Real Estate	1%	12%
Technology	10%	5%
Telecommunications	0%	1%
Utilities	0%	5%

Sector weights adjusted for cash - may appear higher than actual. Numbers may not add to 100% due to rounding.

## 年次リターン FIGURES IN USD

### グローバル・バリュー

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
Global Value - Gross	24.1%	-14.6%	22.9%	4.4%	20.6%
Global Value - Net	23.7%	-15.0%	22.4%	4.1%	20.1%
MSCI World Index	22.4%	-8.7%	27.7%	15.9%	21.8%
MSCI World Value Index	17.1%	-10.8%	21.7%	-1.2%	21.9%

### インターナショナル・バリュー

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
International Value - Gross	25.5%	-15.4%	18.1%	5.8%	12.9%
International Value - Net	25.1%	-15.7%	17.7%	5.4%	12.6%
MSCI EAFE Index	25.0%	-13.8%	22.0%	7.8%	11.3%
MSCI EAFE Value Index	21.4%	-14.8%	16.1%	-2.6%	10.9%

### 新興国市場フォーカス・バリュー

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
EM Focused Value - Gross	31.7%	-9.2%	13.4%	10.0%	7.5%
EM Focused Value - Net	30.8%	-9.9%	12.6%	9.2%	6.7%
MSCI Emerging Markets Index	37.3%	-14.6%	18.4%	18.3%	-2.5%
MSCI Emerging Markets Value Index	28.1%	-10.7%	11.9%	5.5%	4.0%

### 大型株バリュー(米国)

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
Large Cap Value - Gross	17.9%	-13.4%	26.0%	-1.4%	29.5%
Large Cap Value - Net	17.7%	-13.6%	25.8%	-1.5%	29.4%
Russell 1000® Value	13.7%	-8.3%	26.5%	2.8%	25.2%

### フォーカス・バリュー(米国)

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
Focused Value - Gross	17.0%	-20.1%	26.9%	-0.1%	27.2%
Focused Value - Net	16.4%	-20.4%	26.2%	-0.8%	26.5%
Russell 1000® Value	13.7%	-8.3%	26.5%	2.8%	25.2%

### 小型株フォーカス・バリュー(米国)

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
Small Cap Focused Value - Gross	4.8%	-13.1%	26.7%	1.4%	30.5%
Small Cap Focused Value - Net	3.8%	-14.0%	25.5%	0.5%	29.4%
Russell 2000® Value	7.8%	-12.9%	22.4%	4.6%	28.3%

### グローバル・フォーカス・バリュー

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
Global Focused Value - Gross	25.1%	-16.8%	23.6%	3.7%	20.2%
Global Focused Value - Net	24.4%	-17.2%	23.0%	3.2%	19.7%
MSCI ACWI Index	24.0%	-9.4%	26.6%	16.3%	18.5%
MSCI ACWI Value Index	18.3%	-10.8%	20.6%	-0.3%	19.6%

### インターナショナル・フォーカス・バリュー

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
International Focused Value - Gross	27.8%	-15.5%	18.5%	5.7%	13.2%
International Focused Value - Net	27.1%	-15.9%	17.9%	5.1%	12.6%
MSCI ACWI ex USA Index	27.2%	-14.2%	21.5%	10.7%	7.8%
MSCI ACWI ex USA Value Index	22.7%	-14.0%	15.7%	-0.8%	10.5%

### 欧州フォーカス・バリュー

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
European Focused Value - Gross	30.1%	-20.3%	17.4%	0.3%	17.2%
European Focused Value - Net	29.6%	-20.6%	16.9%	-0.2%	16.8%
MSCI Europe Index	25.5%	-14.9%	23.8%	5.4%	16.3%
MSCI Europe Value Index	23.3%	-15.9%	17.4%	-5.1%	13.2%

### 大型株フォーカス・バリュー(米国)

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
Large Cap Focused Value - Gross	18.2%	-16.2%	26.5%	-1.5%	30.2%
Large Cap Focused Value - Net	17.8%	-16.5%	26.0%	-1.8%	29.8%
Russell 1000® Value	13.7%	-8.3%	26.5%	2.8%	25.2%

### 中型株フォーカス・バリュー(米国)

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
Mid Cap Focused Value - Gross	15.8%	-20.9%	29.6%	7.8%	32.9%
Mid Cap Focused Value - Net	15.1%	-21.4%	28.8%	7.1%	32.0%
Russell Midcap® Value	13.3%	-12.3%	27.1%	5.0%	28.3%

次頁以降のポートフォリオ／パフォーマンス注記ならびに重要なリスク情報をご参照ください。

過去のパフォーマンスは、将来の運用成果等を示唆するものではありません。

為替変動の影響によって、リターンの低下や損失が発生する場合があります。



# ポートフォリオ注記

## ポートフォリオ注記

本ブリーフ・クォーター・レポートのポートフォリオ戦略、グローバル・リサーチ・レビュー、及びESGの項で取り上げた保有銘柄は、特定の戦略における弊社の投資手法に対する理解を深めることに適しているかという基準で選ばれています。それらは当四半期中に弊社が顧客口座において行った全ての証券の購入、売却、及び推奨を表すものではなく、また、それら銘柄への投資が利益を生んだ、もしくは今後利益を生むことを示唆・保証するものではありません。当レポートの銘柄ピックアップの項で取り上げた (Trip.com Group) は、2022年第2四半期中、新興国フォーカス・バリュー戦略、インターナショナル・フォーカス・バリュー戦略、及び、その他の戦略において保有されており、(Booking Holdings) はフォーカス・バリュー戦略、米国大型株フォーカス・バリュー戦略、米国大型株バリュー戦略、及び、その他の戦略において保有されていました。これらの保有銘柄は、投資成果ではなく、弊社の調査プロセスの説明における適切性から選ばれています。各戦略の組入上位銘柄は、各コンポジットに基づくものです。各銘柄の保有状況は、戦略や口座開設日、キャッシュフロー、税務戦略等から、顧客口座によって異なる可能性があります。また、当資料に記載された銘柄に関して、読者が当資料を受け取った時点でポートフォリオにおいて保有されている、もしくは、売却された銘柄が再び購入されていないことは保証されていません。当資料に記載された銘柄は、ある顧客口座のポートフォリオ全体を示すものではなく、また、口座によっては保有比率が低い可能性があります。

本資料は情報提供のみを目的としており、ブリーフ・インベストメント・マネジメント・エルエルシー(以下PIM)が運用する特定の投資戦略を説明するためのものです。いかなる証券及び投資戦略の売買の勧誘または申し出を行うものではありません。

## ディスクローチャー

過去の実績は将来の投資成果を保証するものではありません。また、PIMが運用するいかなる個別口座またはコミングル・ファンドの過去の実績は、PIMが運用するいかなる個別口座またはコミングル・ファンドの将来の投資成果を示唆するものではありません。投資収益や投資の元本価値は、時間の経緯とともに変動します。記載されたパフォーマンス情報は、あくまで過去のデータです。当資料に記載されている各戦略の投資パフォーマンス情報は、個別口座、コミングル・ファンド、またはその両方を含むコンポジットの実績値です(戦略により異なります)。

ロンドン証券取引所グループおよび関連グループ事業体(総称して「LSEグループ」)。©LSE Group 2020。FTSE RussellはLSEグループに属する特定企業の商号です。Russell®は関連するLSEグループ企業の商標であり、他のLSEグループ企業は使用許諾を得て使用している。FTSE Russellのインデックスまたはデータに関するすべての権利は、インデックスまたはデータを所有する当該LSEグループ企業に帰属します。LSEグループとその使用許諾者のいずれも、インデックスやデータに関する誤差脱漏について一切責任を負いません。本資料に記載のインデックスまたはデータに依拠すべきではありません。当該LSEグループ企業の書面による明示的同意がない限り、LSEグループのデータの再配布は禁じられています。LSEグループは、本資料の内容を推奨、奨励、保証するものではありません。

Global Industry Classification Standard (GICS)は、MSCI Inc. (“MSCI”)とS&Pグローバル (“S&P”)の一部門であるスタンダード・アンド・プアーズが開発した業種分類です。GICSに関する知的財産所有権はMSCI Inc.及びS&Pに帰属しており、Pzena Investment Management, LLC (以下“PIM”)は使用許可を得て使用しています。MSCI, S&P、及びGICSまたはGICS分類の作成・編集に携わったいかなる第三者も、その規格や分類結果(またその使用によって得られる効果)に対していかなる場合にも責任を一切負いません。また、同様に、そのような規格または分類での、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。さらには、MSCI, S&P、及びGICSまたはGICS分類の作成・編集に携わったいかなる第三者も、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任を負いません。

S&P 500®は、スタンダード&プアーズの登録商標であり、本指数に関連するすべての著作権は、本指数の著作権者であり、本指数のパフォーマンス統計の出所となっています。MSCIの情報(知的財産)は、内部使用目的のみ使用でき、複製や再配布、いかなる金融商品や指数等の作成における利用は認められません。

MSCIの情報は、お客様の社内での使用のみを目的としており、いかなる形でも複製や再配布はできません。また、いかなる金融商品や製品、指数の基礎や構成要素としても使用することはできません。

MSCIの情報は、あらゆる種類の投資判断を下す(または行うことを控える)ための投資助言や投資推奨を目的として作成されておらず、これらの目的のために用いることはできません。過去のデータおよび分析は、将来の投資成果の分析、予想、予測を示唆・保証するものではありません。当該情報は現況で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与するあらゆる第三者(集合的にMSCI関係者とする)は、当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特

定の目的に対する適性保証を明確に放棄します。前述の内容に限定することなく、MSCI関係者は、いかなる直接的、間接的、特別、偶発的、懲罰的、結果的損失(機会損失含む)に対しても、一切責任を負いません。

ベンチマークは比較目的のみに使用されます。Russell及びMSCIのインデックスに直接投資することはできません。Pzenaの運用戦略はインデックスと比較して銘柄の集中度が高く、セクターと地域別のウエイトは各々のインデックスと異なります。従って、Pzenaのコンポジットのパフォーマンスはインデックスとは乖離し、そして、時にはインデックスのパフォーマンスよりも変動が大きくなります。

ラッセル1000®バリュー・インデックスは、米国株ユニバースにおける、大型バリュー株のセグメントの運用パフォーマンスを計測します。当インデックスは、低PBRおよび期待成長率の低いラッセル1000®企業で構成されています。ラッセル1000®グロース・インデックスは、米国株ユニバースにおける、大型グロース株のセグメントの運用パフォーマンスを計測します。当インデックスは、高PBRおよび期待成長率の高いラッセル1000®企業で構成されています。ラッセル2000®バリュー・インデックスは、米国株ユニバースにおける、小型株セグメントのパフォーマンスを計測します。当インデックスは、低PBR及び期待成長率の低いラッセル2000®企業で構成されています。ラッセル中型株®バリュー・インデックスは、米国株ユニバースにおける、中型株バリューセグメントのパフォーマンスを計測します。当インデックスは、低PBR及び期待成長率の低いラッセル中型株®企業で構成されています。

MSCI ワールド・インデックスは浮動株調整後時価総額ベースのインデックスで、先進国株式市場のパフォーマンスを測定しMSCIが計算した税控除後の配当を含む株式のリターンを提供するために設計されています。MSCI All Country Worldインデックス (ACWI)は浮動株調整後時価総額ベースのインデックスで、先進国株式市場と新興国株式市場のパフォーマンスを測定しMSCIが計算した税控除後の配当を含む株式のリターンを提供するために設計されています。MSCI EAFEインデックスは浮動株調整後時価総額ベースのインデックスで、先進国株式市場(米国及びカナダを除く)のパフォーマンスを測定しMSCIが計算した税控除後の配当を含む株式のリターンを提供するために設計されています。MSCI ACWI (除く米国)インデックスは浮動株調整後時価総額ベースのインデックスで、先進国株式市場(米国を除く)と新興国株式市場のパフォーマンスを測定しMSCIが計算した税控除後の配当を含む株式のリターンを提供するために設計されています。MSCI エマージング・マーケット・インデックスは浮動株調整後時価総額ベースのインデックスで、新興国株式市場のパフォーマンスを測定しMSCIが計算した税控除後の配当を含む株式のリターンを提供するために設計されています。MSCI ヨーロッパ・インデックスは浮動株調整後時価総額ベースのインデックスで、欧州先進国株式市場のパフォーマンスを測定しMSCIが計算した税控除後の配当を含む株式のリターンを提供するために設計されています。

MSCIワールド・バリュー・インデックス、MSCI ACWIバリュー・インデックス、MSCI EAFEバリュー・インデックス、MSCI ACWI (除く米国)・バリュー・インデックス、MSCI エマージング・マーケット・バリュー・インデックス、MSCIヨーロッパ・バリュー・インデックスは夫々の親インデックスから構築されています。ここでのバリュースタイルの特徴は、株価簿価比率、株価12カ月先収益倍率、配当利回りの3つにより定義されます。

## 追加事項

本資料は、ブリーフ・インベストメント・マネジメント・エルエルシーの投資助言サービスについてお客様のご理解を深めることを唯一の目的として作成したものです。ブリーフ・インベストメント・マネジメント LLCの住所は320 Park Avenue, 8th Floor, New York, NY 10022であり、米国証券取引委員会に登録されています。上記の目的以外の使用は固く禁じられています。

本資料は、証券の売買の勧誘または申し出を行うものでも、投資アドバイザリー・サービスあるいは資産運用サービスを提供するものでもなく、そのように解釈されるべきではありません。本資料の情報は一般的な性質のものであり、法規制上、税務上、あるいは投資上の助言ではありません。投資をご検討のお客様には、有価証券投資の実行の影響または投資助言サービスについて、ご自身の専門のアドバイザーに相談されることを推奨します。

## 日本の投資家の皆様へ

本資料は、ブリーフ・インベストメント・マネジメント(以下弊社)が投資家の皆様の参考のため、関連情報を提供することのみを目的に作成されたものであり、日本におけるいかなる証券の売買の勧誘または申し出を行うものではありません。弊社は日本において、投資アドバイザリーとして登録されておらず、投資一任による資産運用業の免許も取得していません。本資料は、日本における当該投資アドバイザリー・サービスあるいは資産運用サービスの申し出、または日本における当該契約の締結の勧誘を行うものではありません。いかなる目的においても、弊社の書面による事前の同意なしに、他の当事者が本資料または本資料の内容を開示または使用することを禁じます。本資料の情報は、事前の通知なしに変更される場合があります。

承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。



320 PARK AVENUE, 8TH FLOOR | NEWYORK, NY 10022 | TEL: (347) 643-0912 | FAX: (212) 308-0010 | [WWW.PZENA.COM](http://WWW.PZENA.COM)

© Pzena Investment Management, 2022. All rights reserved.