

証券投資の視点

リート・セミナー(8)

日本リート投資法人

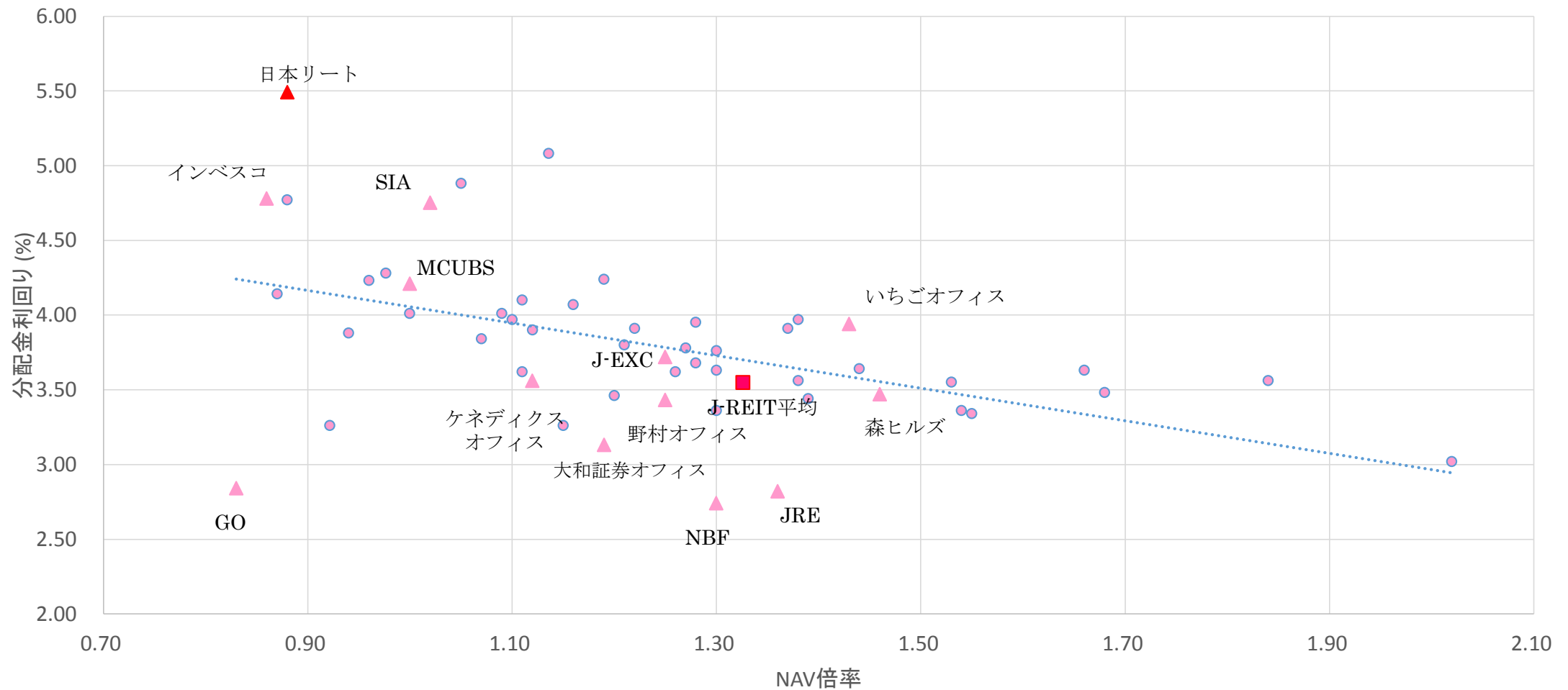
2015年9月

株式会社ジー・シー・エス
代表取締役 中湖 康太
<http://www.gcs.global>

第1回個別銘柄研究で日本リート投資法人を取り上げた理由

- バリュエーションマップ (次項参照: 分配金利回りとNAV倍率の視点から相対評価を行ったもの)から最も割安な銘柄の1つと判断されるためである
- GCSでは、証券価格の相対評価において、割安には割安な、割高には割高な合理的な理由がある、と考える
- その上で、その要因について検証を行う
- 当該リートの特徴、強み、課題、懸念要因を検討する
- 以上を踏まえ相対評価を行う

バリュエーションマップ (分配金利回りとNAV倍率)

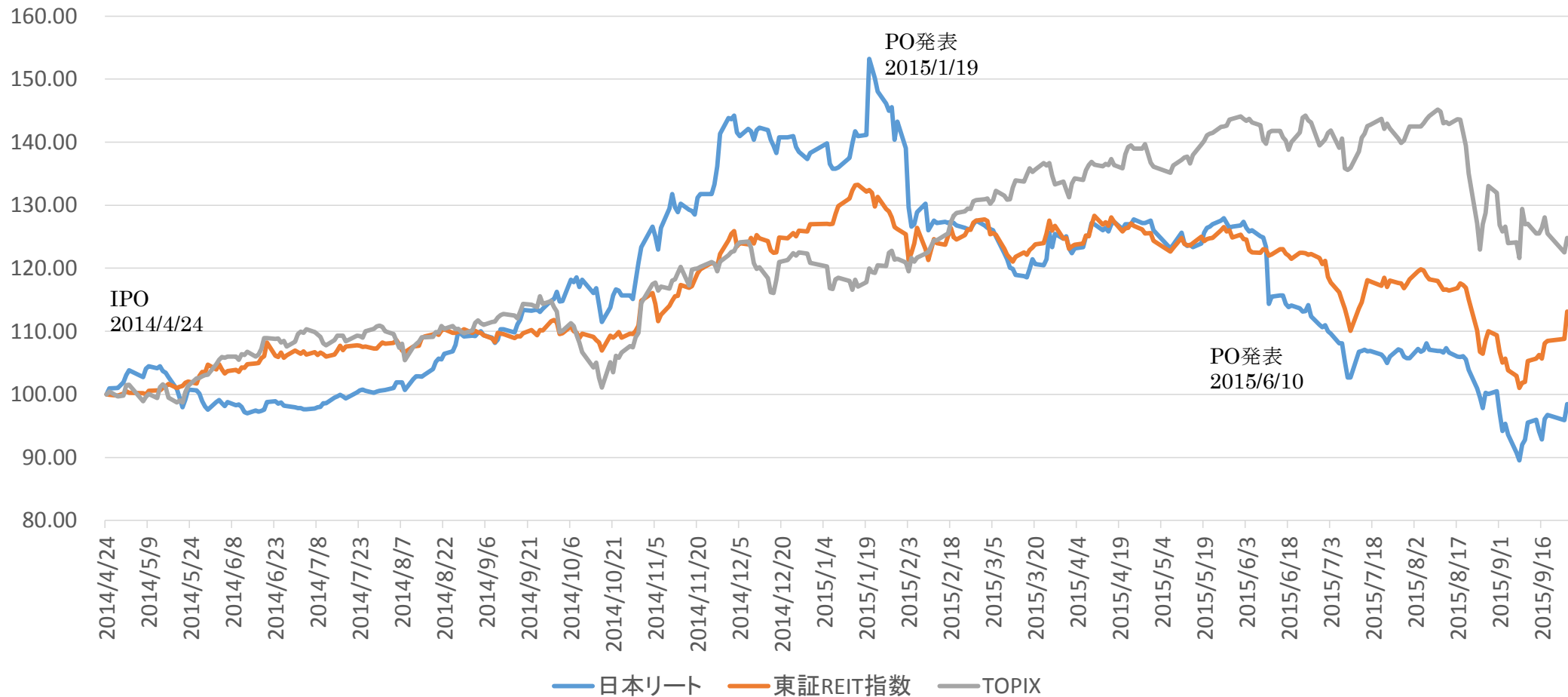


出所 : <http://www.japan-reit.com> (2015/9/25 現在)を基にGCS作成。但し、証券コード
3453, 3455, 3459, 3460 のNAV倍率は、各投資法人公表データに基づきGCS推定

日本リート投資法人の投資口価格のパフォーマンス

- 次項に日本リート投資法人の上場来(2014/4/24)の投資口価格の推移を、東証REIT指数、TOPIXとの比較において、相対パフォーマンスを示したものである
- 相対パフォーマンスの観点から次の3点が指摘される
 - 1) 上場後、東証REIT指数を上回った後、ややアンダーパフォーマンスする期間が続いたが、2014年10月頃から大幅にアウトパフォーマンスを示した
 - 2) ところが、2015年1月19日の第1回公募増資(PO)の発表後、大幅に下落。その後東証REIT指数並のパフォーマンスを示した
 - 3) 2015年6月10日に第2回公募増資(PO)が発表されると、さらに大幅に下落。IPO時を基点にすると、東証REIT指数を約15%アンダーパフォーマンスしている状況である

日本リート、東証REIT指数、TOPIXの相対パフォーマンス (2014/4/24 = 100 として指数化)



出所: 市場データを基にGCS作成 2015/9/25 時点

観察と推定

- 上記の相対パフォーマンスから市場が日本リート投資法人の公募増資(PO)による物件取得、資産規模の拡大に重大な懸念を示したことが推定される
- この背景には、主として以下の4つの要因があると推定される
 - 1) 相対的高い成長性が期待される東京都心部を中心とした不動産売買市場には加熱感が高まる中で、同投資法人が高値づかみをしているのではないかと懸念
 - 2) 取得物件が質、競争力、成長性等の観点から妥当なものであるかどうか、という懸念
 - 3) 同投資法人が、ポートフォリオの規模拡大ありきの運用をしているのではないかと、今後も行おうのではないかと懸念
 - 4) 上記の背景として、投資主価値重視、スポンサー等利害関係者との利益相反チェック機能が働いているかどうかということに対する懸念

検討・検証の方針

- 以上の観察・推定を基に、下記のプロセスで検討・検証を行うことにする
 - 1) 不動産市場の動向を把握するため、不動産鑑定評価に用いられてるキャップレートの動向をチェックする[ベンチマークとして、本セミナー(7)で示した、最も長いトラックレコードを持つ、日本ビルファンド投資法人が開示している鑑定評価キャップレート(直接還元法による還元利回り)を参照することにする]
 - 2) 同投資法人のIPO、第1回PO、第2回POでの取得物件、ポートフォリオを検証する
 - 3) 他のオフィス主体型リートのポートフォリオとの比較を行う
 - 4) 同投資法人の運用方針(特に今後の)について検証する。特に、投資主価値重視、スポンサー等利害関係者との利益相反のチェック機能が十分働いているかどうか検討する

不動産売買市場動向の推定①

前回ピーク(2008年6月期)に比べ0.5%ポイント低下しており、過熱感が強い
このような市況下でのファイナンス、物件取得は懸念が大きいと推定される

	2008/6	2008/12	2009/6	2009/12	2010/6	2010/12	2011/6	2011/12	2012/6	2012/12	2013/6	2013/12	2014/6	2014/12	2015/6
NBF日比谷ビル	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%
西新宿三井ビルディング	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%
芝NBFタワー	4.4%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%
NBFプラチナタワー (港区白金)	4.4%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%
ゲートシティ大崎	4.2%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%
虎ノ門琴平タワー	4.1%	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%	3.9%	3.8%	3.8%	3.7%
中目黒GTタワー	4.6%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%
NBF銀座通りビル	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%
GSKビル (渋谷区千駄ヶ谷)	4.6%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%	4.5%	4.4%	4.3%
NBF虎ノ門ビル	4.3%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.2%	4.2%	4.1%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%
興和西新宿ビルB棟	4.4%	4.6%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%	4.5%	4.2%	4.1%	4.1%	3.9%	3.8%
NBF Alliance (港区南青山)	4.2%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%
渋谷ガーデンフロント	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%
NBF渋谷イースト	4.5%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%
NBF芝公園ビル	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.9%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%
NBF高輪ビル	4.9%	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.3%	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%
NBF赤坂山王スクウェア	4.3%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%
住友電設ビル	4.8%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%
NBF東銀座スクウェア	4.6%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%	4.1%
NBF小川町ビルディング	4.7%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.6%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%
NBF池袋タワー	5.0%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%
NBF池袋シティビル	4.9%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%
中野坂上サンブライトツイン	4.4%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%
NBF豊洲キャナルフロント	4.8%	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%
NBF豊洲ガーデンフロント	4.8%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.9%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%
東京都心部(単純平均)	4.5%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%

注: 最も長いトラックレコードを持つ、日本ビルファンド投資法人の継続鑑定評価キャプレートベンチマークとしてによりその動向を推定

出所: 日本ビルファンド投資法人 有価証券報告書、決算説明会資料を基にGCS推定、作成 (注) 名称等の変更があった場合は直近の名称を記載

不動産売買市場動向の推定②

前回ピーク(2008年6月期)に比べ0.2%ポイント低下

東京都心部程ではないが、過熱感が生じてきていると推定される

	2008/6	2008/12	2009/6	2009/12	2010/6	2010/12	2011/6	2011/12	2012/6	2012/12	2013/6	2013/12	2014/6	2014/12	2015/6
新川崎三井ビルディング	5.2%	5.4%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.7%	5.7%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%	5.2%
横浜STビル	4.8%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%
パレール三井ビルディング(川崎市)	5.3%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%	5.4%	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%
NBF厚木ビル	5.9%	6.0%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%
つくば三井ビルディング	6.0%	6.2%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%
NBF宇都宮ビル	6.1%	6.2%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%
シーノ大宮ノースウイング	5.2%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.4%	5.4%	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%	4.9%
NBF浦和ビル	5.6%	5.7%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%	5.2%
新浦安タワー	5.0%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%
NBF松戸ビル	5.6%	5.8%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%
札幌エルプラザ	5.3%	5.5%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%	5.2%
NBF札幌南二条ビル	5.8%	6.0%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%
NBF仙台北町ビル	5.6%	5.9%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.0%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%	5.5%
NBFユニックビル(福島県福島市)	6.3%	6.5%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.7%	6.6%	6.5%	6.4%	6.3%
NBF新潟テレコムビル	6.1%	6.4%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.5%	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%
NBF名古屋広小路ビル	4.8%	5.0%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%
アクア堂島NBFタワー	4.5%	4.6%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%
信濃橋三井ビルディング(大阪市)	5.3%	5.5%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%	5.2%
サンマリオンNBFタワー(大阪市)	5.1%	5.3%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%	5.3%	5.1%
堺筋本町センタービル	5.0%	5.1%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.2%	5.1%	4.9%	4.8%	4.7%
アクア堂島東館	4.9%	5.0%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.1%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%
NBF広島立町ビル	6.0%	6.1%	6.2%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%
広島袋町ビルディング	5.7%	5.9%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%
NBF熊本ビル	5.9%	6.4%	6.6%	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%
東京周辺都市・地方都市部(単純平均)	5.5%	5.6%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.7%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%

注: 最も長いトラックレコードを持つ、日本ビルファンド投資法人の継続鑑定評価キャブレートをベンチマークとしてによりその動向を推定

出所: 日本ビルファンド投資法人 有価証券報告書、決算説明会資料を基にGCS推定、作成 (注) 名称等の変更があった場合は直近の名称を記載

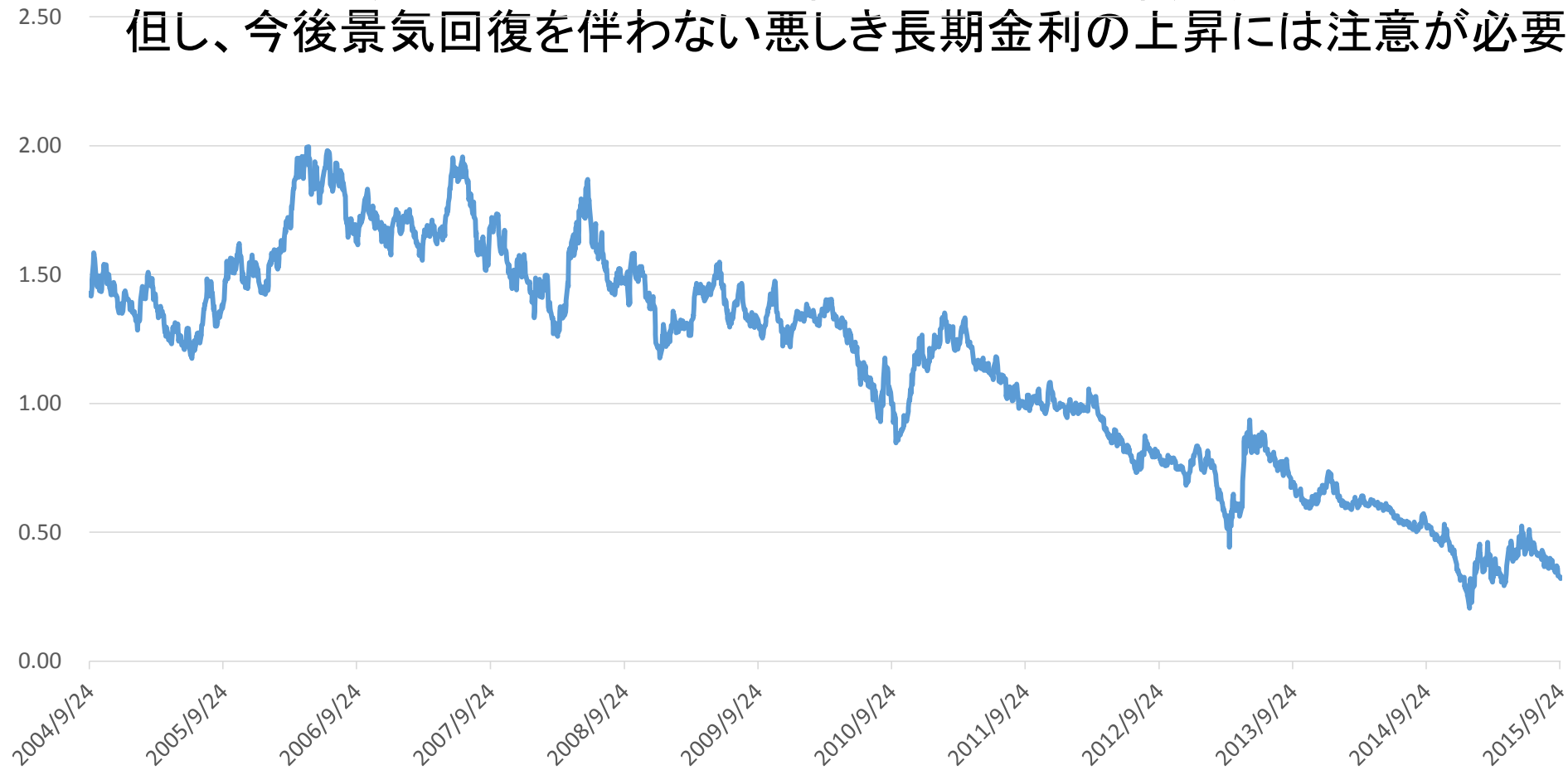
日本リート投資法人の継続鑑定評価キャップレート IPO時取得20物件のCRは平均0.2%ポイント減少

用途	物件 番号	物件名称	取得価格	第6期末	第6期末	鑑定評価額			直接還元法		
			(百万円)	帳簿価格	含み損益	2014/6末	第5	第6	2014/6末	2014/12	2015/6
				(a)	(b-a)						
				(百万円)	(百万円)	IPO時	期末	期末(b)	IPO時	期末	期末
オフィスビル	A1	FORECAST西新宿	2,260	2,235	394	2,520	2,570	2,630	4.7	4.6	4.5
	A2	(仮称) FORECAST日本橋EAST	2,130	2,121	188	2,240	2,260	2,310	4.9	4.8	4.7
	A3	FORECAST四谷	1,430	1,423	265	1,610	1,650	1,690	4.7	4.6	4.4
	A4	FORECAST新宿AVENUE	6,500	6,459	450	6,700	6,870	6,910	4.3	4.2	4.1
	A5	FORECAST市ヶ谷	4,800	4,801	488	5,090	5,270	5,290	4.3	4.2	4.1
	A6	FORECAST三田	1,800	1,794	225	1,890	1,930	2,020	4.5	4.4	4.3
	A7	FORECAST新宿SOUTH	13,990	14,478	1,221	14,400	15,100	15,700	4.3	4.2	4.1
	A8	FORECAST桜橋	5,760	5,976	▲ 66	5,820	5,830	5,910	4.7	4.7	4.6
	A9	グリーンオーク茅場町	2,860	2,967	32	2,890	2,940	3,000	4.7	4.6	4.5
	A10	グリーンオーク九段	2,780	2,884	85	2,870	2,940	2,970	4.4	4.3	4.2
	A11	グリーンオーク高輪台	2,260	2,314	5	2,280	2,300	2,320	4.8	4.7	4.6
	A12	グリーンオーク御徒町	3,330	3,472	▲ 522	3,210	3,130	2,950	4.9	4.9	4.8
	A13	東池袋センタービル	2,520	2,621	▲ 31	2,610	2,610	2,590	5.2	5.1	5.1
	A14	セントラル代官山	3,510	3,666	▲ 176	3,510	3,500	3,490	4.2	4.2	4.1
住宅	B1	タワーコート北品川	11,880	11,424	1,175	12,200	12,400	12,600	4.8	4.7	4.6
	B2	スカイヒルズN11	1,570	1,633	6	1,590	1,610	1,640	6.0	5.9	5.8
	B3	マイアトリア名駅	1,280	1,327	72	1,300	1,320	1,400	5.4	5.3	5.1
	B4	マイアトリア栄	1,110	1,149	30	1,110	1,140	1,180	5.5	5.4	5.2
	B5	マックヴィラージュ平安	785	814	26	805	811	841	5.8	5.7	5.5
	B6	シーム・ドエル筒井	695	736	15	712	725	752	5.5	5.4	5.2
	B7	シエル薬院	640	667	12	647	658	680	5.3	5.2	5.0
		継続鑑定評価物件合計・CR単純平均	73,890	74,961	4,689	76,004	77,564	78,873	4.9	4.8	4.7

出所：日本リート投資法人 開示資料を基にGCS推定作成

10年国債利回りの推移

鑑定キャップレートが前回ピークより0.2-0.5%ポイント高くなっていることは懸念
一方、リスクフリーレートは2007-08年当時より80-100bp低下していることから
現状の鑑定キャップレートは許容上限レベルと推定することも可能
但し、今後景気回復を伴わない悪しき長期金利の上昇には注意が必要



出所: 財務省データを基にGCS作成 2015/9/25 時点

日本リート投資法人のファイナンスと物件取得

- IPO時取得： 20物件704億円 (取得価格ベース)
 - 鑑定評価額の合計： 753億円
 - 鑑定NOI利回り： 5.0%
 - 稼働率： 96.3%; PML値： 3.6%
 - 平均築年数： 17.9年
- 第1回PO(2015年1月)取得資産： 33物件856億円 (取得価格ベース)
 - 鑑定評価額の合計： 883億円
 - 鑑定NOI利回り： 5.1%
 - 稼働率： 97.0%; PML値： NA
 - 平均築年数： 26.0年
- 第2回PO(2015年6月)取得資産： 12物件485億円 (取得価格ベース)
 - 鑑定評価額の合計： 490億円
 - 鑑定NOI利回り： 4.8%
 - 稼働率： 95.1%; PML値：
 - 平均築年数： 23.1年

出所： 2015年6月 期決算説明会資料

日本リートのPO物件取得は、1口当り分配金(DPU)、1口当りNAV、財務体質の観点から投資主価値へ寄与しているか？

- 2014年6月期(IPOによる物件取得後の決算):
 - 1口当りNAV: 248,482円 ・ 含み損益: 5億円
 - 巡航DPU: 6,300円
 - LTV 47.8%; 長期比率 76.0%; 平均残存期間 2.35年; 固定比率21.8%
- 2014年12月期
 - 1口当りNAV: 265,668円 ・ 含み損益: 23億円
 - 巡航DPU: 6,300円
 - LTV 49.2%; 長期比率 79.6%; 平均残存期間 1.95年; 固定比率20.2%
- 2015年6月期 (第1回POによる物件取得後)
 - 1口当りNAV: 303,236円 ・ 含み損益: 47億円
 - 巡航DPU: 6,500円
 - LTV 45.6%; 長期比率 100.0%; 平均残存期間 2.57年; 固定比率35.1%
- 2015年7月末現在 (第2回POによる物件取得後)
 - 1口当りNAV: 297,467円
 - 巡航DPU: 6,900円
 - LTV 46.9%; 長期比率 100.0%; 平均残存期間 2.90年; 固定比率49.9%

出所: 2015年6月期決算説明会資料

評価①

- 1) 1口当り分配金(DPU): 第1, 2回POとも、巡航DPUは増加している点は評価できる
- 2) 1口当りNAV: 第1回POでは増加した。しかし、第2回POでは、投資口価格の下落によりディスカウント増資となり1口NAVが下落し、投資主価値を損なう結果となった
- 3) 財務体質: 第1回POではLTVが49.2%から45.6%へ改善した。しかし、第2回POでは、PO発表後の投資口価格下落により有利子負債が当初想定より増加したため46.9%へ悪化した
- 4) 投資口価格: IPO後、2014年の後半にパフォーマンスが良好であったが、第1,2回POとも、ファイナンスによる物件取得発表後、投資口価格が大幅に下落、パフォーマンスが悪化した。加熱する不動産売買市場でのファンナンス・物件取得に対する懸念が顕在化したといえよう

評価②

5) ポートフォリオのクオリティー、競争力等:

- ① 後述するように、日本リートのポートフォリオは都心6区(都心5区+品川区)が、66.7%と高いこと、駅徒歩1-5分好立地物件が86%を占めることは、競争力を有すると評価できよう
- ② 賃料が相対的に安定している既存中規模オフィス物件が中心であること。大規模・中規模オフィスの競争力については評価の分かれるところであろう。(この点から類似リートとしてはケネディクス・オフィスがある)
- ③ マネジメントによれば、賃料上昇のポテンシャルが高いレントギャップ水準に着目して物件選別取得していることである。決算説明会によれば、面積ベースで2014年に0.6%、2015年7月までに1.9%の賃料増額の成果をあげたとしている。今後稼働率を維持向上させながら、どこまでレントギャップを埋められるか注視する必要がある
- ④ 平均築年が高い物件取得に対する懸念: IPO時には東京6区中心で20件の平均築年17.9年(鑑定NOI利回り5.0%)と中規模オフィスとして相対的に築浅の取得であった。しかし、2015年の第1回POでは、33物件の平均築年26.0年(鑑定NOI利回り5.1%)、第2回POも平均築年23.1年(鑑定NOI利回りは4.8%)と、築古物件の取得となり、ポートフォリオの平均築年は22.5年となり悪化した。中規模オフィス主体の類似リートとしてはケネディクス・オフィスがあり、平均築年はやはり22年代とあるところを見ると、競争力のある駅近中規模オフィスはバブル期に大量に供給され、その後新規供給が限定的であったことが推定される。両投資法人の物件の築年分布については後述するように近似している。今後、既存物件に対する設備設備、物件入替によりポートフォリオの競争力をいかに維持向上させることができるが課題である。これをサポートするスポンサーの方針、財務的体力も留意点となろう

オフィス主体型REITの比較

日本リートは利回り、NAV倍率の単純比較で割安; 都心中規模オフィス主体より小規模リートがより高い評価; 何が懸念か?

	地域分散 (2015/8/31時点)																
	投資口	分配金	1口NAV	NAV	時価総額	資産規模	物件	1物件	築年数	NOI	鑑定LTV	東京5区	東京23区	東京23区外	関東	中部・近畿	その他
	価格(円)	利回り	(円)	倍率	(百万円)	(億円)	数	投資額	(年)	(%)	直近決算期						
MCUBS MidCity	316,000	4.21	316,636	1.00	84,064	2,144	17	126	22.75	4.19	49.92%	8.2	3.6		25.4	61.7	1.1
森ヒルズリート	142,500	3.47	97,298	1.46	223,731	2,821	10	282	16.88	3.92	43.09%	90.4	9.6				
S I A不動産	463,500	4.75	455,506	1.02	34,809	743	19	39	22.32	5.09	53.14%	13.1	20.6	43.9	5.9	14.4	2.1
日本リート	257,100	5.49	291,110	0.88	100,721	2,046	65	31	22.82	5.02	44.66%	54.7	27.4		7.5	9.4	1.1
インベスコ・オフィス・ジェイリート	94,300	4.78	109,703	0.86	51,130	1,049	8	131	17.38	5.21	41.54%	39.0	19.4		27.7	13.9	
日本ビルファンド	575,000	2.74	441,395	1.30	811,900	10,803	74	146	17.54	4.04	41.54%	51.7	26.4	0.9	8.7	8.7	3.6
ジャパンリアルエステイト	560,000	2.82	412,986	1.36	733,214	9,085	69	132	16.69	4.10	42.62%	68.5	7.2	0.6	7.1	11.8	4.8
グローバル・ワン不動産	366,500	2.84	442,427	0.83	71,028	1,613	9	179	12.98	3.41	47.50%	60.4	9.5		25.2	4.9	
野村不動産オフィスファンド	543,000	3.43	433,459	1.25	202,296	4,144	53	78	25.65	3.98	52.70%	48.4	20.0	2.1	5.8	16.1	7.6
ケネディクス・オフィス	578,000	3.56	514,230	1.12	234,024	3,820	98	39	22.46	4.60	43.84%	55.3	13.7	2.2	11.7	14.4	2.7
いちごオフィスリート	84,700	3.94	59,310	1.43	119,963	1,659	76	22	21.87	5.80	41.55%	52.0	18.6	2.1	9.8	9.4	8.0
大和証券オフィス	610,000	3.13	511,812	1.19	295,240	4,413	52	85	20.10	3.73	44.43%	87.6	7.5		0.5	4.4	
ジャパンエクセレント	133,200	3.72	106,732	1.25	168,425	2,899	31	94	19.74	4.67	53.38%	43.3	11.5	2.2	31.9	7.5	3.6
平均		3.24		1.26					19.94		46.15%						

出所: JAPAN-REIT.COMデータ基にGCS作 鑑定LTVは直近決算資料を基にGCS推定

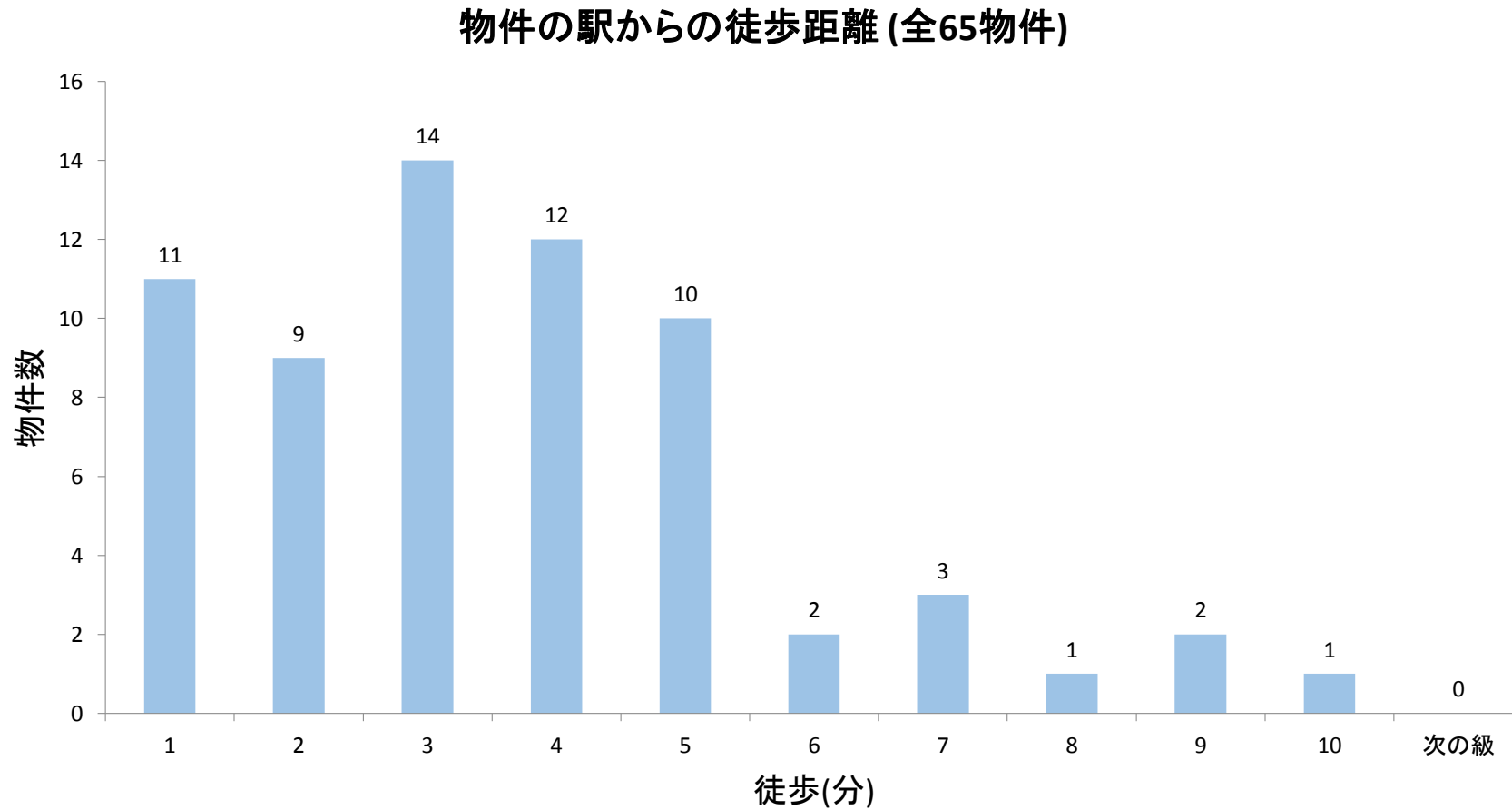
相対比較による日本リートについての考察①

- 単純数値比較で割安: バリュエーションの点では、分配金利回りは5.49%とリート中最も高く、NAV倍率は0.88倍と鑑定NAVに対して12%のディスカウントで、オフィス主体型リート中第3番目、Jリート全体でも4番目の低さであり、単純な数値比較においては割安感が強い
- 規模が問題か?: 取得価格ベースの資産規模2046億円、時価総額1007億円は中規模下位に属するといえる。規模の不足が割安に繋がっているかという問いに対しては、より小規模のSIA、いちごオフィスのNAV倍率が1.02倍、1.34倍とより高く、分配金利回りも4.75%、3.94%とより低い。また、同規模のMCUBS MidCityは1.00倍、4.75%であることから、規模が割安の主たる要因ではないと推定される
- 都心6区の比率が高い: 都心6区(都心5区+品川区)比率が66.7%と高いことが特徴である。地域分散はケネディクス・オフィス(KDO)に類似しているが、東京23区比率82.1%とKDOの69%より高い

相対比較による日本リートについての考察②

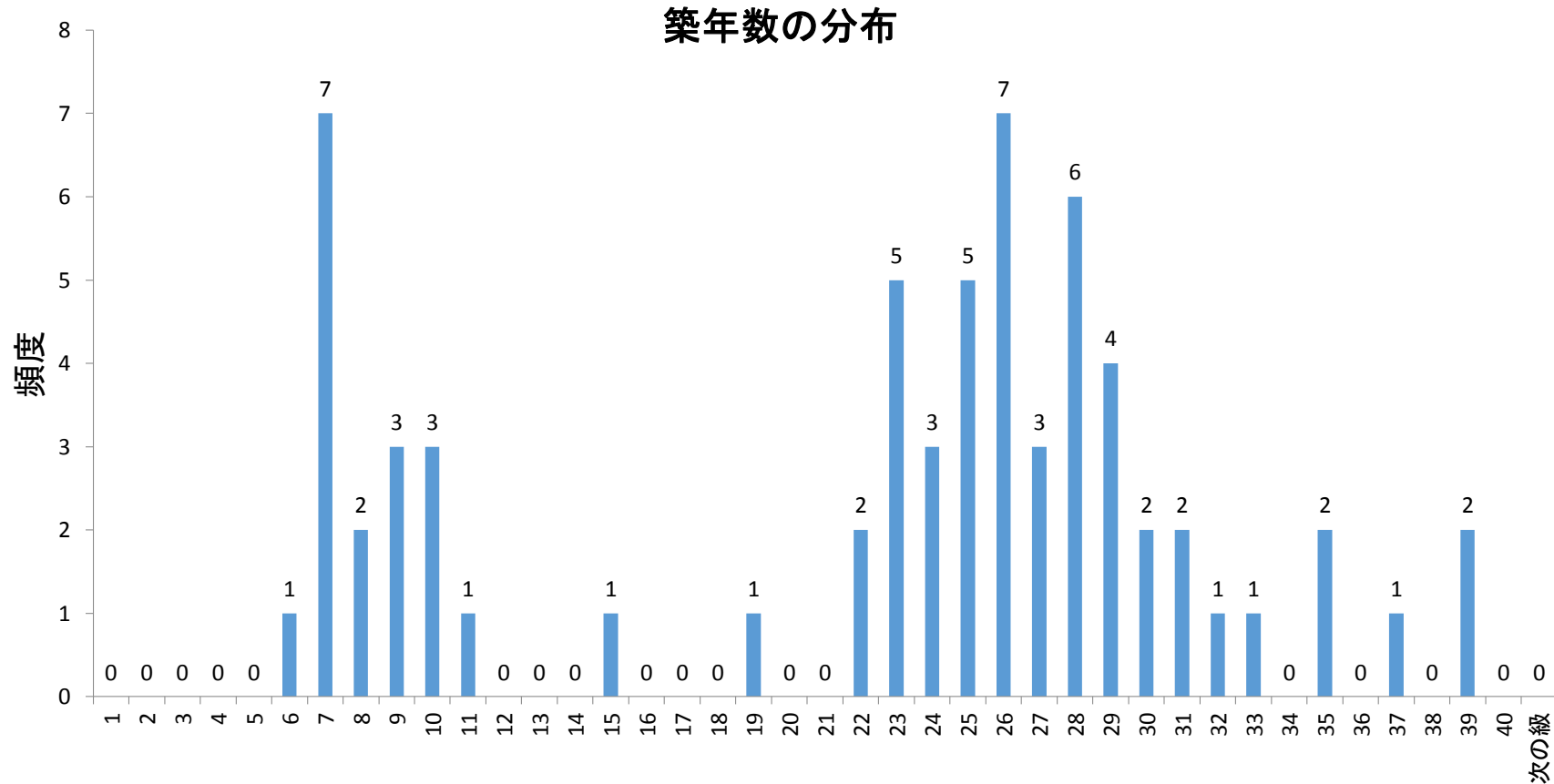
- 中規模オフィスビル主体: 1物件当りの平均取得価格は31億円で、中規模オフィス主体のケネディクス・オフィス(同39億円)に類似している。ケネディクス・オフィスのNAV倍率は1.12倍、分配金利回りは3.56%となっており、日本リートは単純数値比較で割安感が強い
- 平均築年数が問題か?: オフィス主体型リートは、バブル崩壊後供給が少なかったこともあり、平均築年数は19.94年と他のタイプに比べて高くなっている。日本リートは22.82年は平均より高いが、比較対象となる、ケネディクス・オフィス(中規模オフィス主体)22.46年、とほぼ同等である。資産規模がほぼ同じMCUBS MidCity(NAV倍率は1.00、利回り4.21%)は22.75年となっている。野村不動産オフィス(NAV倍率1.25倍、利回り3.43%)は25.65年である
- 財務体質は平均的: 日本リートの鑑定LTVは44.66%であり、オフィス主体型リート平均46.15%よりやや低くなっている。相対的に流動性の高い駅近オフィスを中心とするオフィス主体型リートとしてはLTV水準は競争的なレベルであり、借入金の返済期限も分散されており大きな懸念にはならないと推定される

日本リートのポートフォリオの強み: 駅近物件
全65物件中、駅徒歩1分が11物件、駅徒歩5分内56物件と86%強を占める
ポートフォリオの平均駅徒歩距離は3.7分



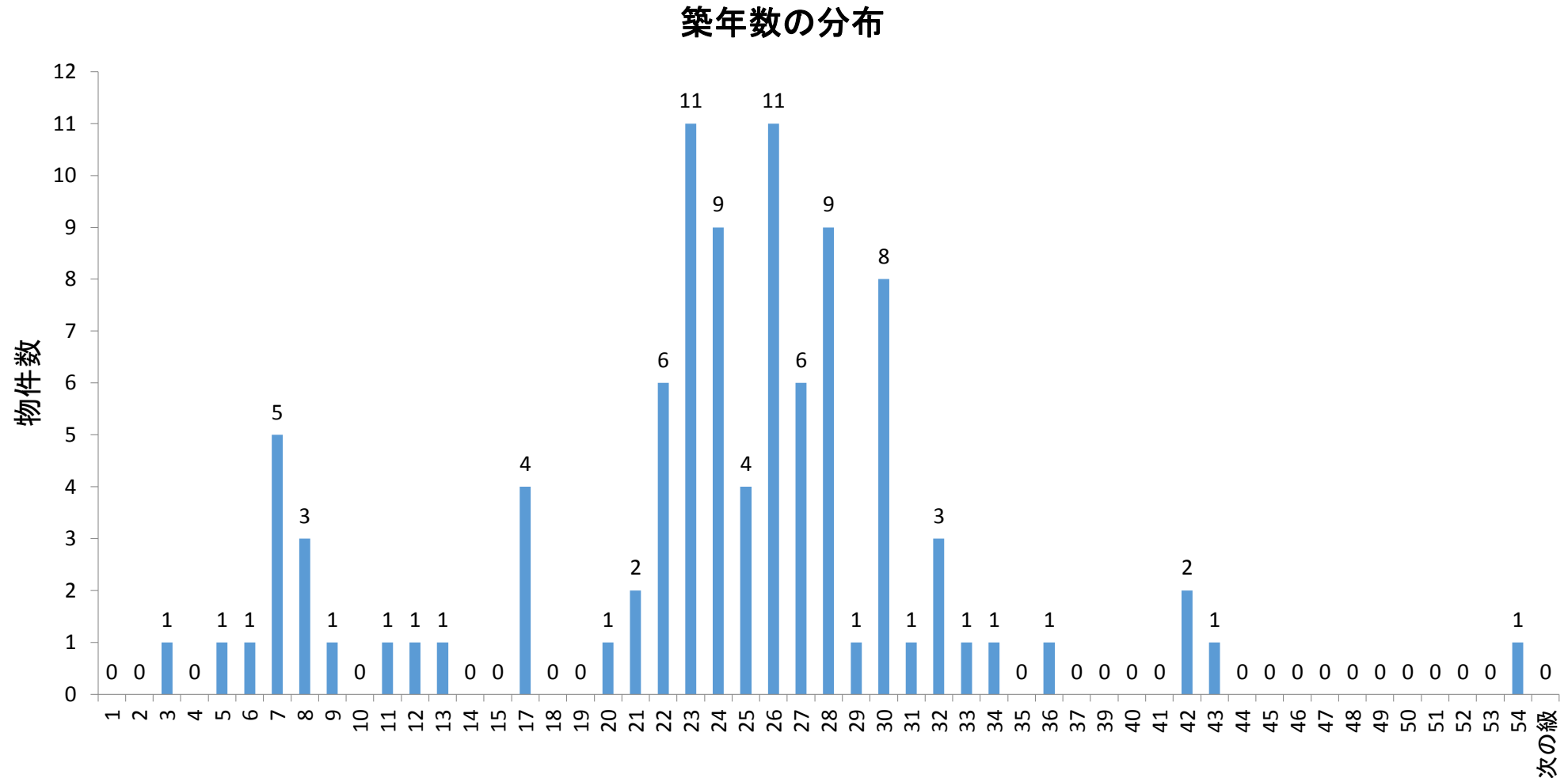
出所: 日本リート投資法人開示資料を基にGCS作成

ポートフォリオの懸念：平均築年数22.82年
 駅近中規模ビル新規供給がバブル崩壊後限定的であったことが要因の1つと推定される
 戦略的修繕・更新投資による競争力維持、投資主価値を重視した物件入替が課題
 築22-29年の物件が多くなっており、最古物件は築39年



出所：日本リート投資法人開示資料を基にGCS作成

類似オフィスリートとの比較: ケネディクス・オフィス投資法人のポートフォリオ
 平均築年数22.46年; やはり駅近中規模ビルの新規供給が少ないのが主因と推定される
 全98物件中築22-30年が65物件と多く、最古物件は築54年



出所: ケネディクス・オフィス投資法人開示資料を基にGCS作成

日本リート投資法人がバリュエーションで相対的に割安な理由の推定

- 以上より、日本リーートの相対的低評価は、主として、加熱する不動産売買市場でのファイナンス・物件取得に対する市場の懸念、つまり規模拡大ありきの運用をするのではないかと懸念であり、ひいては同投資法人及び運用会社の投資主価値向上に対するコミットメント、利益相反機能が働いているかどうかへの懸念であると推定される
- 投資主価値重視の方針が貫かれているかどうか、利益相反チェック機能が十分働いていることは極めて重要である。というのも、証券価値は、投資主価値(株主価値)重視の運用が行われなければ破壊されることはいとも容易だからである
- 以下、2015年6月期決算発表後に明らかにされた同投資法人及び運用会社の運用方針について検証を行う

日本リート投資法人の今後の運用方針の検証①

- 上記の市場の懸念をマネジメントも感じたのであろうか、第6期(2015年6月期)資産運用報告書で、「投資主との利害一致の徹底的な追求」ということを上げた。これを第1にあげたことは評価される。問題はこれが有言実行されるかである。
- 決算説明会では、不動産取得市場が今後一層加熱感が高まることを予想、2000億円レベルの資産規模はポートフォリオ分散、流動性向上の観点から重要と判断し物件取得を急いだことが説明され、今後は内部成長重視の運用を行うことが適切と判断しているとした。資産規模は今後3-5年で3000億円規模を目指すが、物件取得の目線は変えないとの説明がなされた。これが、DPU水準の向上、1口NAVの増加、財務体質の維持・向上を伴う、つまり投資主価値の向上に繋がる外部成長を意味するとすれば前向きに評価される。
- しかし、キャップレートが前回ピークを相当程度上回る現状、当面内部成長を重視することが適切な運用であると推定される

日本リート投資法人の今後の運用方針の検証②

・ 内部成長戦略:

- ① 解約通知を受けた区画の早期リースアップ、賃料改定期での賃料増加、既存物件への戦略的バリューアップ投資
- ② 稼働率の実績と今後の見通し: 2014年12期の稼働率94.1%から2015年6月期に96.3%に引き上げた。今後もボトムラインとして96.0%を維持するとの方針である。2015年12月期予想96.8%、2016年6月期予想96.0%。巡航DPU(1口分配金)を6900円としており、このレベルのDPUを維持するために必要な稼働率と推定される
- ③ ポートフォリオの収益性向上: レントギャップ(マーケット賃料との差)を埋める賃料改定を行う
- ④ 物件価値の維持・向上に資するエンジニアリング・マネジメント: 物件の競争力、資産価値の永続的維持・向上のため、計画的・戦略的バリューアップ投資を行う

(内部成長戦略の評価)

- ・ キャップレートが前回ピークを上回る現況化、内部成長に軸足を置くことが適切であり、上記内容は評価されよう

・ 外部成長戦略:

- ① 取得IPO時の中長期目標である資産規模2000億円を早期に達成した。引き続き利回り目線を変えない、規律をもった外部成長を実施する
- ② ブリッジファンドの活用による機動的かつタイムリーな物件取得
- ③ 資産規模3000億円に向けた着実な積み上げ(3-5年目処)

(外部成長戦略の評価)

- ・ 上述したように、市場のPOを伴う物件取得に対する懸念は強い。「利回り目線を変えない、規律をもった外部成長」ということは評価される。但し、ディスカウント増資になれば投資主価値を損なうことになる。マネジメントは株式市場の懸念にも十分な配慮が必要である。物件入替への視点も必要であると推定される

日本リート投資法人の今後の運用方針の検証④

- ・ 財務戦略:

- ・ 2015年6月期の取り組み

- ① 公募増資を通じたLTVの改善
 - ② 金利スワップ等を活用した固定比率の向上
 - ③ 平均残存年数の長期化
 - ④ グローバル投資家を含む投資家層の多様化(第2回PO時のグローバルオファーリング)

- ・ 今後の方針

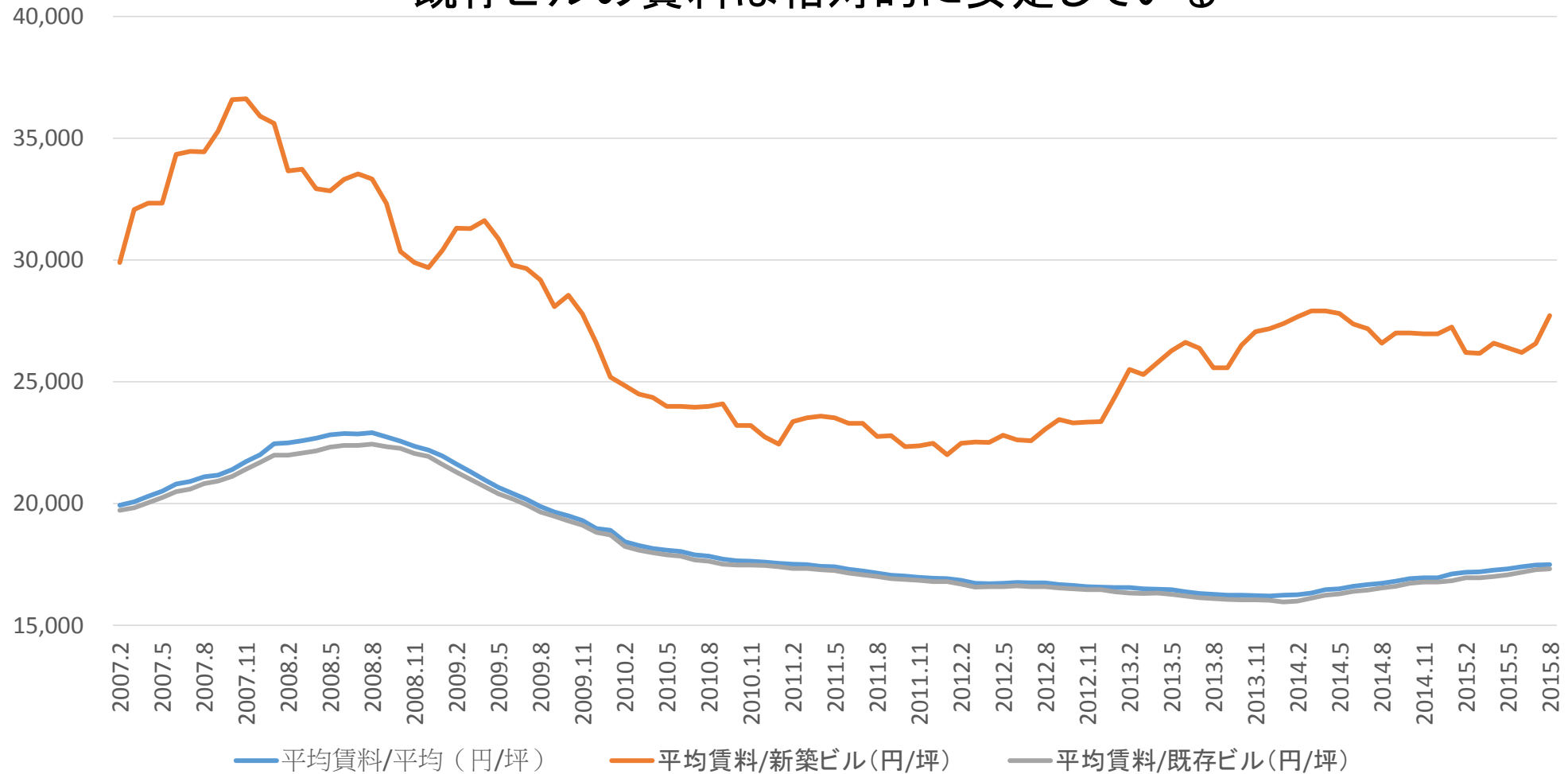
- ① メインバンク(三菱東京UFJ銀行)を中心としたレンダーサポート体制の維持
 - ② 固定比率の更なる向上
 - ③ 平均残存年数の更なる向上
 - ④ 格付けの向上

(財務戦略の評価)

- ・ これまで変動比率が高いことが懸念の1つであったが、固定比率は49.9%まで高まっている
- ・ LTVもIPO時の51.0%から2015年7月末時点で46.9%レベルに下がっている。財務レバレッジは低ければよいというものもない。投資主価値向上の観点からは、適度に財務レバレッジを効かせて(45%前後が妥当と推定)、DPU、NAVを向上させることが適切と推定される
- ・ 借入金返済期限は、今後5年間にわたり、每期(半年)100億円前後となっておりメインバンク、レンダー構成を踏まえると財務的な懸念は小さいと推定される

オフィス市況①

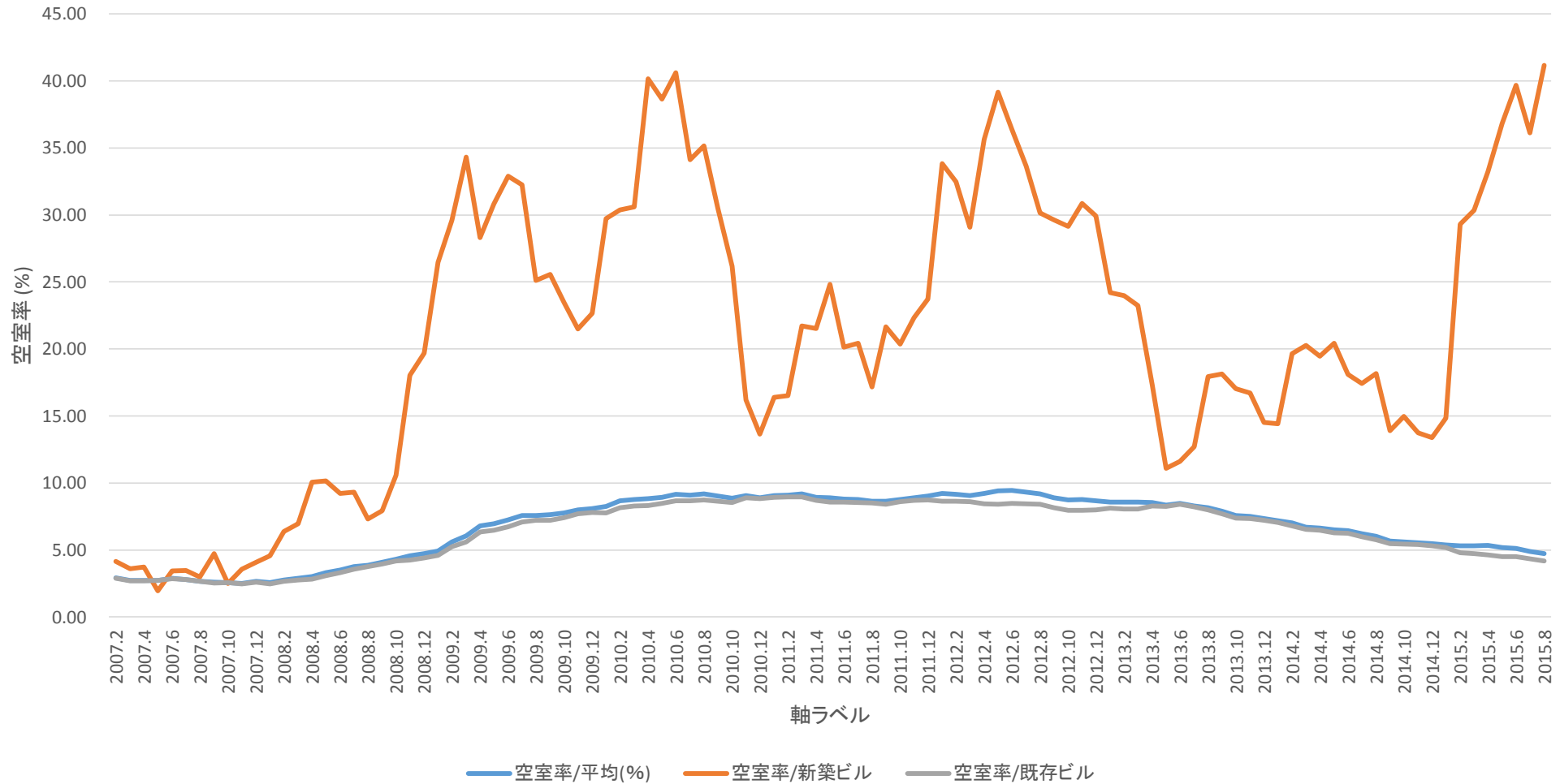
東京ビジネス地区の平均賃料は改善トレンドが続く
しかし、2008年半ばのピークよりなお23%程度低い水準
既存ビルの賃料は相対的に安定している



出所: 三鬼商事

オフィス市況②

東京ビジネス地区の既存ビルの空室率の改善トレンドは続く 前回ピーク(2007年11月)に比べ1.7%ポイント高い程度まで改善



出所: 三鬼商事

J-REIT 平均築年数ランキング (1) 物流、HC、住居型の築年は相対的に浅い

証券コード	名	分配金利回り	NAV倍率	時価総額(百万円)	資産規模(億円)	棟数	平均築年数	NOI利回り	含み損益率
3309	積水ハウス・リート	3.84%	1.07	100,362	1,529	4	4.8	4.39%	5.25%
3283	日本プロロジスリート	3.56%	1.38	381,630	4,051	29	6.17	5.54%	10.65%
3263	大和ハウスリート	3.91%	1.22	157,815	1,960	40	6.22	6.17%	16.53%
3308	日本ヘルスケア	4.10%	1.11	11,716	149	16	7.14		19.69%
3459	サムティ・レジデンシャル	4.14%	0.87	13,655	305	28	7.17		
3282	コンフォリア・レジデンシャル	3.90%	1.12	103,242	1,465	95	8.91	5.42%	13.35%
8973	積水ハウス・SIレジデンシャル	4.01%	1.09	107,614	1,910	110	8.97	5.05%	5.43%
3269	アドバンス・レジデンス	3.64%	1.44	323,700	4,241	249	9.68	5.46%	13.96%
8984	大和ハウス・レジデンシャル	3.63%	1.66	184,542	2,554	141	9.86	5.49%	9.35%
3226	日本アコモデーションファンド	3.80%	1.21	195,262	2,949	116	9.94	5.27%	9.07%
8964	フロンティア不動産	3.95%	1.28	235,848	2,829	32	9.95	5.23%	14.81%
3278	ケネディクス・レジデンシャル	4.07%	1.16	105,076	1,460	103	10.21	5.56%	8.27%
8967	日本ロジスティクスファンド	3.62%	1.11	193,664	2,038	38	10.55	5.60%	28.63%
3287	星野リゾート・リート	3.36%	1.30	54,708	426	39	10.8	8.51%	17.87%
3453	ケネディクス商業リート	5.08%	1.14	62,789	918	19	10.96		
3292	イオンリート	3.97%	1.10	143,797	1,944	23	11.22	6.87%	8.88%
3240	野村不動産レジデンシャル	3.44%	1.39	107,897	1,622	146	11.24	5.09%	2.60%
8954	オリックス不動産	3.46%	1.20	368,991	5,255	96	11.88	4.99%	9.00%
8986	日本賃貸住宅	4.24%	1.19	131,369	2,114	199	12.32	5.66%	6.17%
3281	G L P	3.97%	1.38	301,022	3,460	54	12.89	5.52%	10.70%
3455	ヘルスケア & メディカル	4.28%	0.98	12,954	237	16	12.89		
8958	グローバル・ワン不動産	2.84%	0.83	71,028	1,613	9	12.98	3.41%	6.88%
3279	アクティビア・プロパティーズ	3.36%	1.54	279,072	2,881	30	13.17	4.02%	10.88%
8979	スターツプロシード	4.77%	0.88	29,334	571	96	14.01	5.93%	5.51%
8953	日本リテールファンド	3.63%	1.30	587,960	8,539	91	14.35	5.09%	6.39%
3285	野村不動産マスターファンド	3.91%	1.37	255,284	2,665	57	14.92	5.88%	9.85%

出所：<http://www.japan-reit.com> (2015/9/25 現在)を基にGCS作成。但し、証券コード 3453, 3455, 3459, 3460 のNAV倍率は、各投資法人公表データに基づきGCS推定

J-REIT 平均築年数ランキング (2) オフィス主体型の築年は相対的に古い

証券コード	名	分配金利回り	NAV倍率	時価総額(百万円)	資産規模(億円)	棟数	平均築年数	NOI利回り	含み損益率
8968	福岡リート	3.76%	1.30	137,299	1,797	26	14.95	5.87%	9.07%
3460	ジャパン・シニアリビング	3.26%	0.92	13,187	280	14	15.39		
8966	平和不動産リート	3.88%	0.94	84,177	1,550	95	15.61	4.93%	4.05%
8977	阪急リート	4.01%	1.00	76,062	1,393	23	15.79	4.60%	3.60%
8961	森トラスト総合リート	3.56%	1.84	287,100	3,281	15	16.18	4.22%	0.56%
8952	ジャパンリアルエステイト	2.82%	1.36	733,214	9,085	69	16.69	4.10%	9.97%
8963	インヴィンシブル	3.02%	2.02	219,406	1,738	111	16.75	6.46%	15.44%
3234	森ヒルズリート	3.47%	1.46	223,731	2,821	10	16.88	3.92%	0.85%
3295	ヒューリックリート	3.62%	1.26	121,992	1,562	31	17.33	5.37%	6.82%
3298	インベスコ・オフィス・ジェイリート	4.78%	0.86	51,130	1,049	8	17.38	5.21%	7.03%
8951	日本ビルファンド	2.74%	1.30	811,900	10,803	74	17.54	4.04%	10.47%
8985	ジャパン・ホテル・リート	3.48%	1.68	239,276	2,131	38	18.23	6.74%	20.42%
8956	プレミア	3.68%	1.28	156,196	2,332	56	18.86	4.54%	0.78%
8987	ジャパンエクセレント	3.72%	1.25	168,425	2,899	31	19.74	4.67%	0.19%
3249	産業ファンド	3.55%	1.53	183,686	2,038	42	19.79	6.07%	14.41%
8957	東急リアル・エステート	3.26%	1.15	147,324	2,221	29	19.94	4.12%	8.55%
8976	大和証券オフィス	3.13%	1.19	295,240	4,413	52	20.1	3.73%	1.06%
8955	日本プライムリアルティ	3.34%	1.55	341,343	4,095	62	20.47	4.53%	2.38%
8982	トップリート	4.23%	0.96	80,784	1,905	20	20.56	4.10%	-3.90%
3451	トーセイ・リート	4.88%	1.05	11,222	174	12	20.84	6.81%	6.67%
8960	ユナイテッド・アーバン	3.78%	1.27	422,676	5,408	113	21.22	5.62%	10.52%
8975	いちごオフィスリート	3.94%	1.43	119,963	1,659	76	21.87	5.80%	3.82%
3290	S I A 不動産	4.75%	1.02	34,809	743	19	22.32	5.09%	2.12%
8972	ケネディクス・オフィス	3.56%	1.12	234,024	3,820	98	22.46	4.60%	0.53%
3227	MCUBS MidCity	4.21%	1.00	84,064	2,144	17	22.75	4.19%	-19.36%
3296	日本リート	5.49%	0.88	100,721	2,046	65	22.82	5.02%	2.95%
8959	野村不動産オフィスファンド	3.43%	1.25	202,296	4,144	55	25.65	3.98%	-12.28%

出所： <http://www.japan-reit.com> (2015/9/25 現在)を基にGCS作成。但し、証券コード 3453, 3455, 3459, 3460 のNAV倍率は、各投資法人公表データに基づきGCS推定

J-REIT 分配金利回りランキング (1) 日本リートは最も高い

コード 証券	投資法人	価格(円) 投資口	利回り 分配金	(円) 1口NAV	倍率 NAV	(百万円) 時価総額	(口) 出来高	(月) 決算期	タイプ
3296	日本リート投資法人	257,100	5.49	291,110	0.88	100,721	2,723	6/12	1
3453	ケネディクス商業リート投資法人	240,800	5.08	212,015	1.14	62,789	2,878	3/9	3
3451	トーセイ・リート投資法人	116,900	4.88	111,411	1.05	11,222	393	4/10	7
3298	インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人	94,300	4.78	109,703	0.86	51,130	2,641	4/10	1
8979	スターツプロシード投資法人	168,800	4.77	191,603	0.88	29,334	886	4/10	2
3290	S I A 不動産投資法人	463,500	4.75	455,506	1.02	34,809	1,126	2/8	1
3455	ヘルスケア&メディカル投資法人	107,500	4.28	110,075	0.98	12,954	356	1/7	9
8986	日本賃貸住宅投資法人	80,100	4.24	67,210	1.19	131,369	8,546	3/9	2
8982	トップリート投資法人	459,000	4.23	477,359	0.96	80,784	964	4/10	7
3227	MCUBS MidCity投資法人	316,000	4.21	316,636	1.00	84,064	1,440	6/12	1
3459	サムティ・レジデンシャル投資法人	83,600	4.14	96,075	0.87	13,655	404	1/7	2
3308	日本ヘルスケア投資法人	192,700	4.10	174,211	1.11	11,716	102	4/10	9
3278	ケネディクス・レジデンシャル投資法人	301,000	4.07	259,246	1.16	105,076	1,223	1/7	2
8973	積水ハウス・SI レジデンシャル投資法人	105,700	4.01	97,193	1.09	107,614	5,284	3/9	2
8977	阪急リート投資法人	127,300	4.01	127,893	1.00	76,062	1,187	5/11	7
3281	G L P 投資法人	116,300	3.97	84,203	1.38	301,022	15,712	2/8	5
3292	イオンリート投資法人	131,900	3.97	119,470	1.10	143,797	3,431	1/7	3
8964	フロンティア不動産投資法人	475,500	3.95	372,913	1.28	235,848	1,140	6/12	3
8975	いちごオフィスリート投資法人	84,700	3.94	59,310	1.43	119,963	3,794	4/10	1
3263	大和ハウスリート投資法人	450,000	3.91	368,321	1.22	157,815	794	2/8	5
3285	野村不動産マスターファンド投資法人	153,300	3.91	111,856	1.37	255,284	112,475	2/8	7
3282	コンフォリア・レジデンシャル投資法人	217,900	3.90	193,875	1.12	103,242	2,504	1/7	2
8966	平和不動産リート投資法人	88,500	3.88	94,501	0.94	84,177	2,204	5/11	7
3309	積水ハウス・リート投資法人	126,400	3.84	118,056	1.07	100,362	3,852	4/10	8
3226	日本アコモデーションファンド投資法人	403,000	3.80	332,211	1.21	195,262	1,294	2/8	2
8960	ユナイテッド・アーバン投資法人	154,300	3.78	121,728	1.27	422,676	20,047	5/11	7

1 オフィス 2 住居 3 商業施設 4 ホテル 5 物流 7 総合 8 複合 9 ヘルスケア

出所：<http://www.japan-reit.com> (2015/9/25 現在)を基にGCS作成。但し、証券コード 3453, 3455, 3459, 3460 のNAV倍率は、各投資法人公表データに基づきGCS推定

J-REIT 分配金利回りランキング (2) 平均利回り3.53%、平均NAV倍率1.33

コード 証券	投資法人	価格(円) 投資口	利回り 分配金	(円) 1口NAV	倍率 NAV	(百万円) 時価総額	(口) 出来高	(月) 決算期	タイプ
8968	福岡リート投資法人	183,800	3.76	141,353	1.30	137,299	3,187	2/8	7
8987	ジャパンエクセレント投資法人	133,200	3.72	106,732	1.25	168,425	2,792	6/12	1
8956	プレミア投資法人	593,000	3.68	463,563	1.28	156,196	1,115	4/10	7
3269	アドバンス・レジデンス投資法人	249,000	3.64	172,453	1.44	323,700	5,706	1/7	2
8953	日本リートールファンド投資法人	230,600	3.63	177,505	1.30	587,960	11,769	2/8	3
8984	大和ハウス・レジデンシャル投資法人	246,800	3.63	148,910	1.66	184,542	2,294	2/8	2
3295	ヒューリックリート投資法人	156,200	3.62	123,955	1.26	121,992	3,423	2/8	7
8967	日本ロジスティクスファンド投資法人	220,700	3.62	199,389	1.11	193,664	4,720	1/7	5
3283	日本プロロジスリート投資法人	220,500	3.56	160,179	1.38	381,630	5,703	5/11	5
8961	森トラスト総合リート投資法人	217,500	3.56	118,047	1.84	287,100	4,326	3/9	7
8972	ケネディクス・オフィス投資法人	578,000	3.56	514,230	1.12	234,024	2,527	4/10	1
3249	産業ファンド投資法人	521,000	3.55	340,583	1.53	183,686	872	6/12	8
8985	ジャパン・ホテル・リート投資法人	76,100	3.48	45,178	1.68	239,276	15,218	1/12	4
3234	森ヒルズリート投資法人	142,500	3.47	97,298	1.46	223,731	5,583	1/7	1
8954	オリックス不動産投資法人	159,000	3.46	132,405	1.20	368,991	10,404	2/8	7
3240	野村不動産レジデンシャル投資法人	671,000	3.44	481,242	1.39	107,897	3,190	5/11	2
8959	野村不動産オフィスファンド投資法人	543,000	3.43	433,459	1.25	202,296	10,514	4/10	1
3279	アクティビア・プロパティーズ投資法人	1,007,000	3.36	655,296	1.54	279,072	652	5/11	7
3287	星野リゾート・リート投資法人	1,101,000	3.36	848,022	1.30	54,708	216	4/10	4
8955	日本プライムリアルティ投資法人	391,000	3.34	251,697	1.55	341,343	2,313	6/12	7
3460	ジャパン・シニアリビング投資法人	155,600	3.26	168,802	0.92	13,187	177	2/8	9
8957	東急リアル・エステート投資法人	150,700	3.26	131,430	1.15	147,324	6,325	1/7	7
8976	大和証券オフィス投資法人	610,000	3.13	511,812	1.19	295,240	1,073	5/11	1
8963	インヴィンシブル投資法人	68,700	3.02	33,935	2.02	219,406	12,204	6/12	7
8958	グローバル・ワン不動産投資法人	366,500	2.84	442,427	0.83	71,028	2,274	3/9	1
8952	ジャパンリアルエステイト投資法人	560,000	2.82	412,986	1.36	733,214	5,388	3/9	1
8951	日本ビルファンド投資法人	575,000	2.74	441,395	1.30	811,900	9,143	6/12	1
	平均		3.55		1.33				

出所：<http://www.japan-reit.com> (2015/9/25 現在)を基にGCS作成。但し、証券コード 3453, 3455, 3459, 3460 のNAV倍率は、各投資法人公表データに基づきGCS推定

1 オフィス 2 住居 3 商業施設 4 ホテル 5 物流 7 総合 8 複合 9 ヘルスケア

注意事項

- 本資料は経済及び証券分析による調査研究を目的とするものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。
- 本資料は、当社及びその作成者が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、GCS及び資料等の作成者は、資料等の記載内容が、真実かつ正確であること、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことについて、保証又は承認するものではありません。GCSの資料等に含まれる情報や意見（以下情報等）は、いかなる目的で利用される場合におきましても、その利用者の判断と責任において使用されるべきものであり、資料等に含まれる情報等の使用による結果について、GCS及びその作成者は何ら責任を負うものではありません。資料等の内容、情報等はすべて作成時点のものであり、その後の経済状況等の変化により変わる可能性があります。今後予告なく変更されることがあります。