

RatingEye is a membership service of Japan Credit Rating Agency, Ltd. ("JCR"), an expert in credit risk analysis, and provides credit information through its website.

1

Members of RatingEye ("Members") have comprehensive access to JCR's rating information. The main contents of RatingEye are the "**Issuer Report**" which details the credit analysis information about issuers and the "**Report relating to Rating**" which compiles various sorts of information related to rating such as industry analysis and rating list.

2

JCR also comprehensively covers extensive categories through the "**Rating Outlook**" report which explicates the features of a particular industry and rating aspects in each report and the "**Financial Results Highlights**" which explores the financial result trends of companies and industries as well as describes our rating perspective.

3

Members **can view any volume** of JCR's daily updated "News Release" from our vast amount of back issues.

4

One of the distinctive features of RatingEye is its **nimble and stress-free operation**, in addition to its compatibility with a wide range of Operating Systems and browsers for both PCs and mobile devices. Its structure is simple which enables users to operate comfortably and intuitively. The handy search functions make it easy for users to quickly find, display, view, print out, and store the reports related to an issuer they seek not only by keywords, the name of issuer and security code but also by category and industry, etc.

# MAIN CONTENTS

## Issuer Report

“Issuer Report” provides in-depth insight and analysis on the credit worthiness of an individual issuer, elaborating the issuer’s business environment, business risks, what the financial statements imply, as well as the current and future rating viewpoints, rating judgments and outlook, in addition to the information covered by our regular News Release. It also presents such data as rating trends since JCR first assigned the rating of the issuer, key financial indicators and individual bonds.

**JCR ISSUER REPORT** July 7, 2017

9201 Japan Airlines Co., Ltd.	Long-term Rating	A
Chief Analyst Senior Analyst	Outlook	Stable
Masayoshi Mizukawa Tadashi Ono	Short-term Rating	-

\*Long-term Rating refers to Long-term Issuer Rating in principle.

**1. Company Overview**  
Japan Airlines Co., Ltd. ("JAL") is one of Japan's two major airline companies. The JAL Group's annual number of passengers totals 40.96 million for the domestic and international flights combined (based on the actual figures for FY2016 ended March 2017). Its business base is stable for the domestic flight service, which is under the oligopolistic control of JAL and All Nippon Airways Co., Ltd. ("ANA"). JAL is also improving the convenience of international flights by taking advantage of being a member of the "oneworld" global airline alliance and expanding its business to include hotel operations, in addition to air transportation. Such businesses were streamlined due to business deterioration and during the course of corporate reorganization proceedings, and JAL's business portfolio now centers on air transportation. Net sales for FY2016 were accounted for 81% by air transportation—32% international flights, 39% domestic flights and 10% others—and 19% other operations.

**2. Business Environment and Risks**

## Industry Analysis \*1

“Industry Analysis” is a comprehensive report that describes information of an industry as a whole, which is not thoroughly covered by our regular News Release and the Issuer Report. Industry Analysis reports the industrial structure, features, changes in external environment, market positions of issuers and changes thereto, aspects incorporated in the ratings and the rating methodology and so on in an easy to understand manner. JCR updates the report on a regular basis, aiming to always provide fresh information. Meanwhile, referring to back issues will help you analytically compare the trends of industrial environment.

**JCR** 2017年6月30日

**業界動向**

**石油元売**  
二大グループへの再編が進む中、石油事業を中心とする収益回復の進捗に注目

チーフアナリスト千種 裕之・チーフアナリスト吉川 聖徳

資源価格の大幅騰貴を受けた成長戦略の見直し、電力および都市ガスの小売全面自由化を契機とするエネルギー開競争激化など、当業界を取り巻く事業環境は厳しさを増している。こうした中、業界最大手のJXグループと東燃ゼネラルグループが経営統合してJXTGグループが誕生。出光興産が昭和シェル石油を特許法適用会社化するなど、二大グループへの業界再編が進んでいる。当業界は経営統合シナジーを含めた石油事業の収益回復が大きな課題となっている。以下では、最近の状況変化を概観した上で、今後注目すべき格付の視点について整理する。

**1. 業界動向**

(1) 原油価格の動向  
トバイ原油価格は16年1月をボトムとして緩やかな回復に転じ、16年9月のOPEC減産合意後は50

必要だが、産油国の財政状態悪化もあり、14年半以降の原油価格急落時ほど需給ギャップが拡大することは考えにくい。また、現時点では顕在化していないが、中東地域における地政学リスクもくすぶっ

## Rating Outlook \*1

“Rating Outlook” covers more than 100 business sectors in extensive industries and business types, including niche industries which are barely found elsewhere. It presents industrial attributes, trends, our rating viewpoint, and direction in a well-organized, one-page report. A latest version of Rating Outlook will provide a prompt view of the current status and outlook of extensive industries of entities which JCR covers.

**JCR** 2017年7月31日

**格付展望**

**パインケミカル**

**業界の特徴**  
ロジンを生原料とするパインケミカル業界は、原料ソースがニッチであること、生産規模が限定的なことなどから、新規参入による影響は考えにくい。このため、国内では上位メーカーへの寡占度が高く、市場シェアも安定している。ロジンの用途は幅広い領域に及び、製紙用薬品（サイズ剤、紙力増強剤）、印刷インキや粘・接着剤の原料用樹脂、合成ゴム用の乳化剤が主なものとなっている。

**業界動向**  
国内では主要ユーザーの生産は伸び悩んでおり、事業拡大の余地は乏しくなっている。ただ、ユーザーとの強固な関係や代替製品のリスクが小さいことを背景に、安定した取引状況を維持出来ると考えられる。

主原料であるロジン価格は、09年以前の価格帯

**格付の視点**  
顧客基盤の強さが収益の安定性につながっており、その背景となる技術力や、主要ユーザーとの取引状況に注目している。国内ではオーストリアの割合が高く、主要産地の有力メーカーにおいてメインサプライヤーとして位置づけられていることが多い。このため、ユーザーとの関係の変化や代替技術の動向などには、留意する必要がある。

収益面では、海外展開や製品戦略がポイントとなる。海外展開では、アジアでの需要拡大を取り込むための各種施策の進捗に注目していく。一方、欧米では日本同様需要拡大は見込みにくく、比較的競合も激しい。このため日本以上にコストコントロールの重要性は高いといえる。

製品戦略では、既存製品の需要減少を補うべく、技術力を生かした差別化製品の開発・拡販が進んでいる。こうした戦略製品では、需要取り込みに向け

## Financial Results Highlights

“Financial Results Highlights”, primarily issued following the issuer’s release of annual financial results, offers our analysis of the financial results of a major industry and the companies therein and discusses the key points to be paid attention and the outlook from a credit analyst’s point of view. Its coverage area is gradually expanding.

\*1; These services are currently available in Japanese only

## Global Report \*1

“Global Report” mainly focuses on the emerging markets and is updated by analysts at the International Department of JCR. The report provides political information which is seldom taken up by general newspapers, etc. and other unpublished information, in addition to key economic indicators. It also clearly describes positive factors and negative factors in rating viewpoint and political and economic trends, and makes it easy to view the transitions and future prospects.

**国際レポート**  
2017年6月12日

**湾岸諸国のカタール断交とその経済的インパクト**  
チーフアナリスト 堀田 暁・アナリスト 山本 さくら

17年6月5日、サウジアラビアをはじめとする湾岸4ヵ国は、テロ組織を支援しているとして、カタールに対して国交断絶を表明した。本稿では、今回の動きの背景を整理し、国交断絶がもたらす政治・経済面へのインパクトについて考察する。カタールは世界の液化天然ガス（LNG）輸出の3割を担っているが、現在のところ天然ガス価格は大きく上昇しておらず、原油価格も下落傾向を続けている。中東地域の地政学リスクを浮き彫りにした今回の動きが、エネルギー価格にどのような影響を与えるかを検討する。

**1 湾岸諸国のカタール断交**  
17年6月5日、サウジアラビア、アラブ首長国連邦（UAE）、バーレーン、エジプトの4ヵ国は、カタールがテロ組織を支援しているとして、同国との国交断絶を表明した。これに、イエメン、リビア、モルディブ、モーリタニア、コソボが続く。断交を決めたのは9ヵ国となった（6月9日現在）。すでに、航空機の飛行や船舶の航行停止、外交官の退去、各

**2 湾岸諸国内の動向**  
カタールと周辺アラブ諸国との不和は、新しい試みではない。2011年にチュニジアに端を発したアラブの春の波が中東諸国に及び、エジプト、リビアで権威政権が打倒された際、サウジアラビアは、カタールが反政府勢力を支援したとして非難を表明した。14年3月には、サウジアラビア、UAE、バーレーンの3ヵ国は、カタールが、王政を否定するムスリム

## [KAISETSU] Structured Finance \*1

The market of Structured Finance (SF) products is growing year by year and its structure is becoming more complicated. In this report, our SF product specialists explain (KAISETSU) plainly the structure of SF products - a topic that generally tends to be shunned, the rating methodology, and the market trend. Its coverage area has been expanding in tandem with the market expansion and new products introduced in the market.

**ストラクチャード・ファイナンス**  
2017年3月31日

**2016年のストラクチャード・ファイナンス市場の動向**  
シニアアナリスト 齋木 利保

**1 概要**  
(1) 日本における証券化商品の残高  
16年の日本の証券化商品残高（日本銀行資金循環統計）は、前年比で減少している（前年比 97.6%）が、JCRが16年に新規に格付したSF案件数は、前年比で若干増加しており、商品別では、オートローン債権、およびABCPの格付件数が増加している。証券化商品残高の時系列推移によると、15年12月末で33.3兆円だった同残高は、最新の公表データとなる16年12月末では32.5兆円におよび減少した。商品区分別の残高増減をみると、資産担保証券型債券のうち、機構MBSは増加したもののそれ以外の債券については減少している。一方、信託受益権については、資産担保型信託受益権は減少し

また、日本証券業協会および全国銀行協会が実施している「証券化商品市場の残高調査のとりまとめ」は、報告者の任意のもので、ABLは2割トランched債券や信託受益権が発行されたもののみであるが、より細かな商品別となっている。16年9月末時点の残高は全体では17.6兆円（前年同月比103.0%（うち機構MBSを除いて前年同月比106.1%））となっている。商品別では、15年9月から増加している商品はRMB（同106.5%）、CDO（同117.0%）、ショッピング・クレジット債権（同122.9%）であり、一方減少している商品はCMBS（同0.4%）、リース（同96.8%）、消費者ローン（同64.9%）、変動金・商業手形（同48.4%）となっており、特にCMBSは残高が15億円と大きく減少している。

## Others \*1

JCR, as a part of our globalization strategy, endeavors to expand the coverage area in terms of overseas issuers to cover noteworthy industries and entities, in addition to sovereign issuers from the G7 to emerging countries. JCR also provides Members with its exclusive value-added information such as “Q&A” which answers to questions related to special fields from Members and “Rating List” which lists issuers and individual bonds under our coverage, all of which are requisite tools for credit analysis professionals.

**Q & A 私募 REIT について**  
2017年8月3日

**Q** 最近、地域金融機関を含む機関投資家の間で私募 REIT 投資が注目されていると聞きましたが、どのような商品なのでしょう。

**A** 08年9月のリーマンショックや、翌月のニューヨーク・レジデンス投資法人の破綻によって、上場しているJ-REIT（以下、J-REIT）の投資口価格は大きく下がりました。こうした経緯から、長期スタンスで安定した不動産からの収益を得ることを望む投資家には、よりフィットする商品をとのニーズに応える形で10年11月から私募 REIT の運用が開始されました。JCR では、12年9月13日に初めて「三井不動産プライムリート投資法人」への格付を付与するとともに、「オープン・エンド型投資法人の格付」というレポートを公表しています。当時は運用を開始

**Q** 「オープン・エンド型」というのはどのような意味ですか。また、何と何と異なる仕組みがありますか。

**A** 「オープン・エンド型」とは、投資信託の分組の一つで、換金の方法として投資家からの私取し請求に応じてにより、上場していないことにより欠けている資金の流動性を付与するものです。それ以外の基本的なスキームはほとんどJ-REITと同様で、不動産を所有する者としての投資家と、運用を受託する資産運用会社とその株主であるスポンサーが重要な関係者と位置付けられます。投資家のニーズに応じた運用商品の提供という観点から、多くのJ-REITを運用するスポンサーが私募 REIT についてもスポンサーとなっています。また、運用会社についても両方のREITを運用している場合もあり、この場合スポン

## News Release

Members can access all the News Release (original Japanese PDF file) issued by JCR in and after January 1998. The stress-free search and display functions give Members instant access to the News Release from the first number to the latest one.

\*1; These services are currently available in Japanese only

## ADDITIONAL SERVICES

### *Analyst Contact*

Members may access assistance from JCR's credit analysts by phone or in person to clarify questions related to the contents of the News Release, Issuer Report and other reports JCR issued and rating methodologies, etc. Receiving information about analysis aspects, remarkable factors and outlook, etc. directly from the relevant analyst, combined with written information, would deepen Member's understanding.

### *RatingEye Seminar <sup>\*1</sup>*

JCR frequently holds RatingEye Seminars, exclusive to Members. Members are all welcome to join the seminars for free. In the RatingEye seminars, analysts discuss a wide variety of topics that meet the needs of Members such as a particular industry, etc., giving insights into trends, surrounding environment, opinion, outlook and others.

## SYSTEM REQUIREMENTS

### *Operating System*

Windows, Mac OS, Android, iOS and other major Operating Systems

### *Web Browser*

Internet Explorer, Firefox, Chrome, Safari and other major browsers

### *Other Software, etc.*

Adobe Reader and Microsoft Excel are required for files to display.

\* Website and files may not be displayed properly, in case the version of the user's software is old.

\*1; These services are currently available in Japanese only

## SERVICE FEES, ETC.

RatingEye is a fee-based service that is provided exclusively for RatingEye members through our website. To use RatingEye, you need to agree to the RatingEye Terms of Use (the “Terms”) and [sign up for membership](#).

JCR will issue a User ID and Password to the Member once the registration process completes.

In compliance with the Terms, **no person other than those in the department/division stated in the Application Form as a Member of RatingEye shall use the service**. Simultaneous access by more than one personnel of a department/division requires the corresponding number of IDs.

### *Service Fees, etc.*

#### [Fees]

550,000 yen (594,000 yen tax included) per annum

Additional ID in a department (division) : 275,000 yen (297,000 yen tax included) per annum per additional ID

#### [Expiration]

The initial membership term shall be one year from the date specified by JCR.

The membership is automatically renewed for successive one-year terms thereafter unless the respective Member provides written notice to JCR of its intent to terminate use of RatingEye no later than one month before the expiration date.

\* In the event of cancellation or termination of the RatingEye before its expiration date, no refunds of fees will be made.

#### [Payment method]

Payments shall be made via bank transfer to the bank account designated by JCR based on JCR’s invoice.

## CONTACT INFORMATION

For more information and application, please contact:

Information Services Department  
Japan Credit Rating Agency, Ltd.

Jiji Press Building 5-15-8 Ginza, Chuo-ku, Tokyo 104-0061 Japan

Phone: +81-3-3544-7013

Email: [ratingeye1@jcra.com](mailto:ratingeye1@jcra.com)