

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

## 日本製紙株式会社（証券コード: 3863）

### 【据置】

長期発行体格付	A-
格付の見通し	安定的
債券格付	A-
劣後ローン格付	B B B
発行登録債予備格付	A-

### ■格付事由

- (1) 洋紙、板紙、家庭紙、特殊紙など幅広い事業を手掛ける大手製紙メーカー。国内生産シェアは洋紙でトップ、板紙で第3位。生活関連事業（パッケージ、家庭紙・ヘルスケア、ケミカル、新素材）やエネルギー事業など成長分野への経営資源シフトにより、総合バイオマス企業を目指している。豪 Orora から買収した板紙パッケージ部門と連結子会社である Australian Paper を統合した Opal では、オセアニア地域においてパッケージ事業の一貫体制を構築している。
- (2) 各分野で濃淡があるものの、連結業績は回復傾向にある。Opal の事業環境は依然として厳しく、一段の収益力強化策が求められる。一方、家庭紙やケミカルなど国内の生活関連事業では、拡販や製品価格への転嫁などによって稼ぐ力が向上している。また、紙・板紙事業では需要減やコストインフレに対して継続的な原価改善や値上げの取り組みにより、一定の収益力を維持できている。有利子負債の圧縮により、財務基盤の復元が進んでいる。以上より、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 26/3期の営業利益は300億円（前期比52.2%増）と大幅増益が計画されている。海外の生活関連事業の損益改善が主因で、前期に大規模メンテナンス影響があった北米液体用紙容器原紙事業の回復、メアリーべル工場の原価改善によるOpalの赤字幅縮小などが寄与する見通し。紙・板紙事業は内需減少や物流・人件費などのコスト上昇を受けて減益計画だが、足元公表している製品値上げが実現すれば、来期は増益に転じると予想される。引き続き、格付上の注目点はOpalである。豪州経済の低迷や輸出原紙市況の悪化などの市場環境要因はあるものの、段ボール原紙の販売構成や固定費負担の重さなども課題と認識している。不採算事業の見直しや一段の固定費削減など、構造改革の更なる進展とその効果を確認していく。
- (4) 26/3期第2四半期末の調整後ネットDERは1.89倍（前期末1.84倍）。純有利子負債は22年9月末の8,029億円をピークに減少に転じており、25年9月末時点では7,108億円と26/3期末目標7,100億円の達成が視野に入っている。一方、八代工場における家庭紙生産設備の導入や石巻工場における高効率黒液回収ボイラーの導入など、27/3期以降は再び財務負荷が高まる見通しである。生活関連事業の強化や脱炭素化対応など今後の投資負担に耐えうる財務基盤の確立が重要であるとJCRは考えている。キャッシュフロー水準とその安定性を更に高め、投資と財務健全性の両立を図れるか注目していく。

（担当）本西 明久・村松 直樹

### ■格付対象

発行体：日本製紙株式会社

### 【据置】

対象	格付	見通し			
長期発行体格付	A-	安定的			
対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第14回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2017年7月24日	2027年7月23日	0.490%	A-

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第15回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	150億円	2021年9月10日	2031年9月10日	0.350%	A-
第16回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	300億円	2023年5月2日	2026年5月1日	0.390%	A-

対象	借入額	実行日	弁済期日	利率	格付
劣後ローン	600億円	2025年6月30日	2060年6月30日	(注)	BBB

(注) 実行日から2030年6月30日までの利息期間においては基準金利に当初スプレッドを加算した利率。2030年6月30日（同日を含む）以降に開始する利息期間については基準金利に当初スプレッドおよび1.0%を加算した利率

対象	発行予定額	発行予定期間	予備格付
発行登録債	1,000億円	2025年8月2日から2年間	A-

## 格付提供方針等に基づくその他開示事項

### 1. 信用格付を付与した年月日：2026年1月9日

### 2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：水川 雅義 主任格付アナリスト：本西 明久

### 3. 評価の前提・等級基準：

評価の前提および等級基準は、JCRのホームページ（<https://www.jcr.co.jp/>）の「格付関連情報」に「信用格付の種類と記号の定義」（2014年1月6日）として掲載している。

### 4. 信用格付の付与にかかる方法の概要：

本件信用格付の付与にかかる方法の概要は、JCRのホームページ（<https://www.jcr.co.jp/>）の「格付関連情報」に、「コーポレート等の信用格付方法」（2024年10月1日）、「紙パルプ」（2025年6月2日）、「ハイブリッド証券の格付について」（2012年9月10日）として掲載している。

### 5. 格付関係者：

（発行体・債務者等） 日本製紙株式会社

### 6. 本件信用格付の前提・意義・限界：

本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。

なお、本件劣後ローンにつき、約定により許容される利息の支払停止が生じた場合、当該支払停止は「債務不履行」に当たらないが、JCRでは債務不履行の場合と同じ「D」記号を付与することとしている。

本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関するJCRの現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。また、本件信用格付は、デフォルト率や損失の程度を予想するものではない。本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。

本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCRが格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。

### 7. 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：

- ・格付関係者が提供した監査済財務諸表
- ・格付関係者が提供した業績、経営方針などに関する資料および説明

### 8. 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：

JCRは、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、独立監査人による監査、発行体もしくは中立的な機関による対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。

### 9. 格付関係者による関与：

本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。

### 10. JCRに対して直近1年以内に講じられた監督上の措置：なし

## ■留意事項

本文書に記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したもので、ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切明確保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他の責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCRの格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものではありません。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っています。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等をすることは禁じられています。

予備格付：予備格付とは、格付対象の重要な発行条件が確定していない段階で予備的な評価として付与する格付です。発行条件が確定した場合には当

該条件を確認し改めて格付を付与しますが、発行条件の内容等によっては、当該格付の水準は予備格付の水準と異なることがあります。

### ■NRSRO 登録状況

JCRは、米国証券取引委員会の定めるNRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の5つの信用格付クラスのうち、以下の4クラスに登録しています。(1)金融機関・ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示はJCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースシリーズに添付しています。

### ■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL: 03-3544-7013 FAX: 03-3544-7026

**株式会社 日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル