

## 製紙大手各社の24/3期決算の注目点

製紙大手各社（王子ホールディングス（王子HD）、日本製紙、大王製紙、北越コーポレーション、三菱製紙の5社）の24/3期決算および25/3期業績予想を踏まえ、株式会社日本格付研究所（JCR）の現況に関する認識と格付上の注目点を整理した。

### 1. 業界動向

国内のグラフィック用紙（新聞用紙と印刷・情報用紙）の需要は長らく減少基調が続いており、新型コロナウイルスの発生によってその減少スピードは一段と加速した。今後もデジタル化の進展などを背景に減少トレンドが続く見通しである。一方グラフィック用紙の価格は、原燃料高に対する価格転嫁や将来の脱炭素化に向けた投資負担の増加などを背景に値上げが実現している。ただ、需要減が続く中で価格上昇は紙離れをさらに加速させる可能性があり、需要面へのマイナス影響を注視していく必要がある。

板紙の内需はグラフィック用紙に比べると底堅く推移してきたが、足元では国内の物価高による影響や中国の需要不振に伴う輸出減などを受けて弱含み推移となっている。ただ、板紙のうち主力の段ボール原紙については、物流関連が主用途で他に有力な代替品がないことやEC市場の拡大に伴い通販・宅配向けが堅調であることなどから、今後も底堅く推移すると考えられる。板紙の価格についても、グラフィック用紙と同様の理由で価格改定が実現している。ただ、一部の会社においてグラフィック用紙から段ボール原紙への転抄が進んだこともあり、需給バランスの悪化が市況下落につながるリスクに留意する必要がある。

### 2. 決算動向

製紙大手5社の24/3期営業利益の合計額は1,249億円と、23/3期の548億円から大幅に増加した。これは21年後半から生じた世界的なエネルギー価格の高騰に対して、遅れていた製品価格への転嫁が進展したことが大きい。石炭を中心とするエネルギー価格はコロナ前と比べ高水準にあるものの、一時に比べるとピークアウトしており、グラフィック用紙や段ボール原紙など国内事業を中心に収益力が大幅に改善した。個社別にみると、23/3期に営業赤字を計上した日本製紙および大王製紙は、ともに紙・板紙事業の採算改善を主因として黒字に浮上した。また、三菱製紙は国内グラフィック用紙の価格改定に加え、構造改革によるコストダウン効果が発現し大幅増益を確保した。一方、海外事業は低調な製品需要やパルプをはじめとする販売市況の軟化を背景に全般的に厳しかった模様。パルプ市況下落の影響を受けた王子HDおよび北越コーポレーションの2社は減益となった。

財務面について、24/3期末の自己資本比率（5社合計）は36.9%（前期末33.9%）と改善した。利益蓄積が進んだことに加え、円安進行に伴う為替換算調整勘定（その他の包括利益累計額）の増加が大きく寄与した。海外事業における設備投資やM&Aなど成長投資を着実に実行する一方で、政策保有株や遊休資産の売却を進めた会社もあり、財務健全性に配慮した姿勢がみられた。

### 3. 業績予想における格付上の注目点

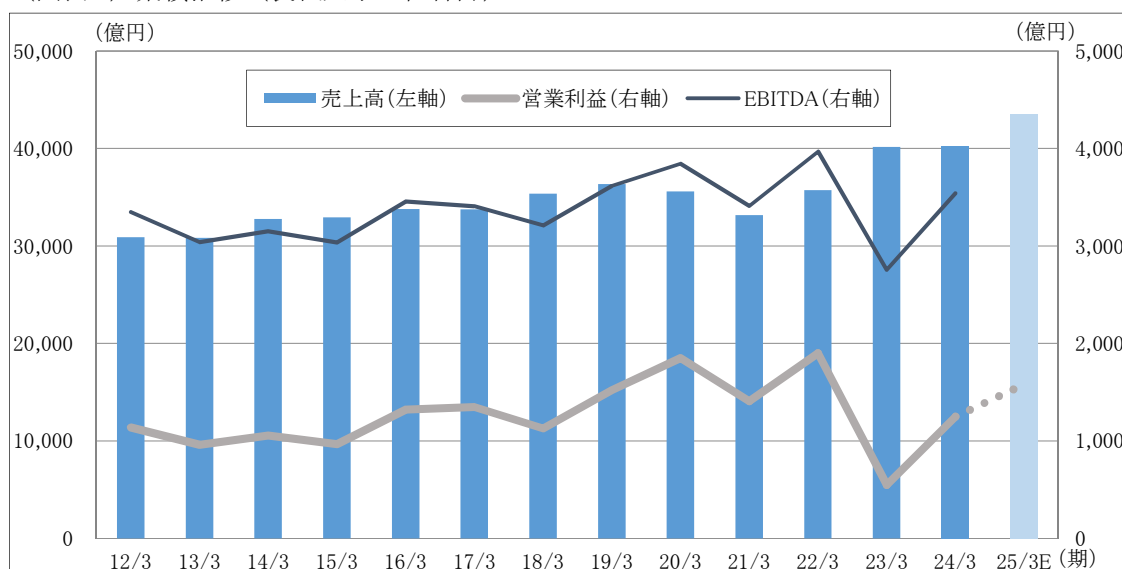
製紙大手5社の25/3期営業利益計画の合計額は1,580億円（前期比26.5%増）と、5社すべてで増益計画となっている。主な増益要因は海外事業の収益力改善である。個社別にみると、24/3期に減益となった王子HDおよび北越コーポレーションの2社では市況上昇に伴うパルプ事業の増益が業績のプラス材料となる見込み。また、日本製紙の海外生活関連事業（Opal社）や大王製紙の中国事業においても構造改革の進展により損益改

善が進む見通しである。ただ、依然として中国をはじめ経済環境は不透明であり、製品需要や市況の動向に留意する必要がある。一方、国内事業ではグラフィック用紙の販売数量減、物流費や人件費などのコストアップなどが利益面でマイナスに作用する。販売価格の維持は大前提であり、必要に応じて追加値上げによる価格転嫁を図っていく必要があるだろう。加えて、設備停機や原価低減など継続的な固定費削減の取り組みを通じて一定の収益力を維持することができるか注目していく。

財務面については、成長投資と財務改善のバランス感に着目している。パッケージ製品（段ボール原紙/段ボール製品含む）や家庭紙、機能商品（工業向け特殊紙、バッテリーセパレータなど）など各社注力する製品群は異なるが、ターゲットとなる市場は海外であり、持続的な利益成長に向けて海外事業の基盤強化は必要不可欠である。一方、23/3期の業績悪化局面では最終赤字の計上に伴い自己資本を毀損するケースがみられ、財務改善が課題となっている会社もある。必要な成長投資を厳選しつつ、資産売却などを通じて財務基盤の強化を進めることができるか注目している。

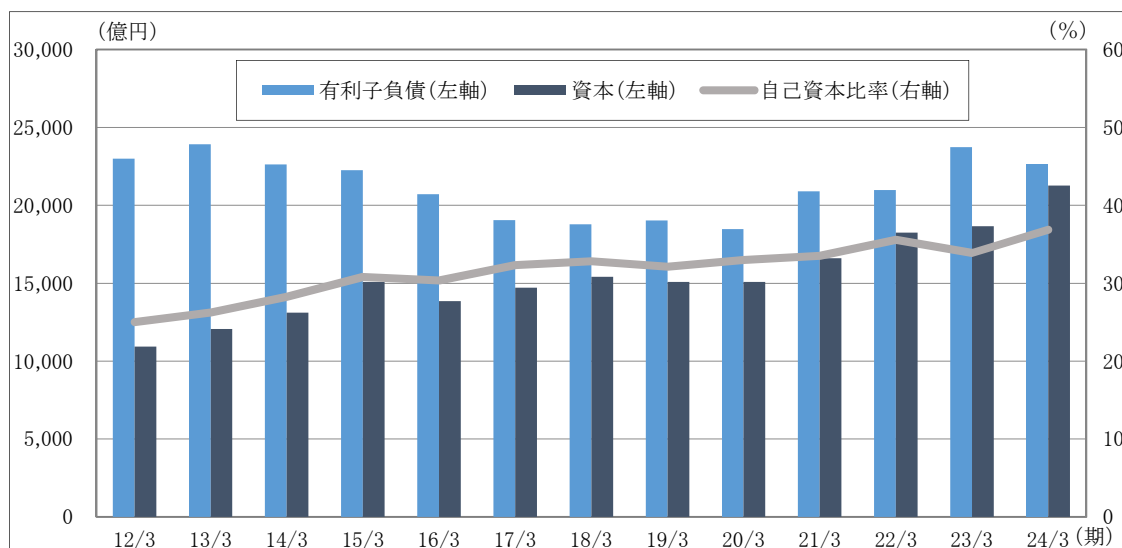
(担当) 本西 明久・村松 直樹

(図表 1) 業績推移 (製紙大手 5 社合計)



(出所) 各社決算資料より JCR 作成

(図表 2) 財務指標推移 (製紙大手 5 社合計)



(出所) 各社決算資料より JCR 作成

(図表 3) 製紙大手 5 社の連結業績の推移

(単位：億円)

|                          |         | 売上高    | 前期比   | 営業利益  | 前期比    | 経常利益  | 前期比    | 親会社株主に<br>帰属する<br>当期純利益 | 前期比     |
|--------------------------|---------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|-------------------------|---------|
| 王子 HD<br>(3861)          | 23/3 期  | 17,066 | 16.1% | 848   | ▲29.4% | 950   | ▲29.7% | 565                     | ▲35.5%  |
|                          | 24/3 期  | 16,963 | ▲0.6% | 726   | ▲14.4% | 860   | ▲9.5%  | 508                     | ▲10.0%  |
|                          | 25/3 期予 | 19,500 | 15.0% | 950   | 30.9%  | 1,000 | 16.3%  | 750                     | 47.6%   |
| 日本製紙<br>(3863)           | 23/3 期  | 11,526 | 10.3% | ▲269  | —      | ▲245  | —      | ▲504                    | —       |
|                          | 24/3 期  | 11,673 | 1.3%  | 173   | —      | 146   | —      | 227                     | —       |
|                          | 25/3 期予 | 12,000 | 2.8%  | 230   | 33.2%  | 190   | 30.6%  | 30                      | ▲86.8%  |
| 北越コーポ<br>レーション<br>(3865) | 23/3 期  | 3,012  | 15.1% | 173   | ▲15.5% | 115   | ▲61.1% | 83                      | ▲60.7%  |
|                          | 24/3 期  | 2,971  | ▲1.4% | 153   | ▲11.7% | 178   | 54.9%  | 84                      | 0.9%    |
|                          | 25/3 期予 | 3,100  | 4.4%  | 170   | 11.4%  | 190   | 6.9%   | 140                     | 66.7%   |
| 大王製紙<br>(3880)           | 23/3 期  | 6,462  | 5.5%  | ▲214  | —      | ▲241  | —      | ▲347                    | —       |
|                          | 24/3 期  | 6,717  | 3.9%  | 144   | —      | 96    | —      | 45                      | —       |
|                          | 25/3 期予 | 7,000  | 4.2%  | 150   | 4.4%   | 70    | ▲27.3% | 10                      | ▲77.8%  |
| 三菱製紙<br>(3864)           | 23/3 期  | 2,095  | 15.2% | 10    | —      | 31    | 57.3%  | ▲6                      | —       |
|                          | 24/3 期  | 1,935  | ▲7.7% | 54    | 458.9% | 71    | 129.8% | 42                      | —       |
|                          | 25/3 期予 | 1,970  | 1.8%  | 80    | 47.9%  | 80    | 12.7%  | 80                      | 91.8%   |
| 5 社合計                    | 23/3 期  | 40,162 | 12.5% | 548   | ▲71.2% | 610   | ▲72.1% | ▲209                    | ▲115.4% |
|                          | 24/3 期  | 40,258 | 0.2%  | 1,249 | 128.0% | 1,350 | 121.4% | 906                     | ▲534.2% |
|                          | 25/3 期予 | 43,570 | 8.2%  | 1,580 | 26.5%  | 1,530 | 13.3%  | 1,010                   | 11.4%   |

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

(図表 4) 製紙大手 5 社の財務推移

(単位：億円、%、倍)

|                          |        | 自己資本   | 有利子負債  | 自己資本比率 | D/E レシオ | EBITDA | 有利子負債<br>/EBITDA |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|------------------|
| 王子 HD<br>(3861)          | 22/3 期 | 8,512  | 6,505  | 41.4   | 0.8     | 1,910  | 3.4              |
|                          | 23/3 期 | 9,370  | 7,883  | 40.8   | 0.8     | 1,639  | 4.8              |
|                          | 24/3 期 | 10,664 | 7,367  | 43.7   | 0.7     | 1,613  | 4.6              |
| 日本製紙<br>(3863)           | 22/3 期 | 4,269  | 8,780  | 26.0   | 2.1     | 815    | 10.8             |
|                          | 23/3 期 | 3,947  | 9,022  | 23.7   | 2.3     | 428    | 21.1             |
|                          | 24/3 期 | 4,688  | 8,643  | 27.1   | 1.8     | 848    | 10.2             |
| 北越コーポ<br>レーション<br>(3865) | 22/3 期 | 2,163  | 972    | 57.4   | 0.4     | 346    | 2.8              |
|                          | 23/3 期 | 2,252  | 1,020  | 58.0   | 0.5     | 308    | 3.3              |
|                          | 24/3 期 | 2,516  | 1,026  | 60.5   | 0.4     | 299    | 3.4              |
| 大王製紙<br>(3880)           | 22/3 期 | 2,591  | 3,786  | 30.8   | 1.5     | 809    | 4.7              |
|                          | 23/3 期 | 2,351  | 4,817  | 25.5   | 2.0     | 280    | 17.2             |
|                          | 24/3 期 | 2,474  | 4,748  | 26.3   | 1.9     | 646    | 7.3              |
| 三菱製紙<br>(3864)           | 22/3 期 | 696    | 924    | 32.2   | 1.3     | 88     | 10.5             |
|                          | 23/3 期 | 720    | 991    | 31.7   | 1.4     | 99     | 10.0             |
|                          | 24/3 期 | 909    | 843    | 38.6   | 0.9     | 136    | 6.2              |
| 5 社合計                    | 22/3 期 | 18,231 | 20,967 | 35.6   | 1.2     | 3,968  | 5.3              |
|                          | 23/3 期 | 18,640 | 23,733 | 33.9   | 1.3     | 2,755  | 8.6              |
|                          | 24/3 期 | 21,252 | 22,627 | 36.9   | 1.1     | 3,543  | 6.4              |

(注) 日本製紙の自己資本および有利子負債は劣後ローンの資本性評価前

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

## 【参考】

### 発行体：王子ホールディングス株式会社

長期発行体格付：AA-p 見通し：安定的

### 発行体：日本製紙株式会社

長期発行体格付：A- 見通し：安定的

### 発行体：北越コーポレーション株式会社

長期発行体格付：A 見通し：安定的

### 発行体：大王製紙株式会社

長期発行体格付：A- 見通し：安定的

### 発行体：三菱製紙株式会社

長期発行体格付：BBB- 見通し：安定的

## ■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す。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ことを問わず、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、一切表明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ことを問わず、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もありません。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おります。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、改変等を行うことは禁じられています。

## ■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。

## ■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