

## 業種別格付方法

### 【紙パルプ】

#### 1. 事業基盤

紙パルプ製品は、輸送コストの制約から内需依存度が高い。国内市場では印刷・情報用紙を中心とする洋紙分野で需要の減少傾向が続くなど、事業環境は厳しい。こうした中、大手製紙メーカーでは成長力が高い海外市場に活路を見出すとともに、紙パルプ以外の事業にも注力して成長を目指す動きが続いている。国内市場における生産体制の見直しによる効率化、海外市場での事業拡大などの成長戦略の進捗動向が、今後の各社の事業基盤や、収益・財務面での格差につながるとみている。

##### (1) 産業の特性

###### ① 市場概要

紙パルプ製品は洋紙と板紙に大別され、双方とも内需依存度が高い。洋紙のうち主力の印刷・情報用紙の内需は、薄物化や広告費削減のほか、出版不況、電子媒体へのシフトなどを背景に減少傾向にある。一方、板紙のうち主力の段ボール原紙は、加工食品や青果物の梱包など物流関連が主用途であるため経費削減の対象になりにくく、また拡大が続く電子商取引向けの需要が増加している。段ボール原紙でも薄物化が進みつつあるが、輸入比率が相対的に低いうえ、他に有力な代替品もないことから内需は比較的堅調に推移している。

国内の紙流通市場は、製紙メーカー、代理店（一次卸）、卸商（二次卸）という階層構造になっている。新聞など一部の大口需要家向けでは製紙メーカーによる直販が主流の場合もあるが、全体としてみれば代理店から卸商を経由して需要家、あるいは代理店から需要家という販売ルートが主流である。

###### ② 競合状況

洋紙・板紙は典型的な装置産業で、規模拡大のメリットが大きい。洋紙・板紙の生産における上位3社のシェアはそれぞれ5割を越えており、寡占率は比較的高い。印刷・情報用紙では過去に行った大型設備投資や内需の縮小傾向に伴い供給過剰が続いており、設備の稼働率維持のため価格競争に陥りやすい。また円高局面では安価な輸入紙が流入しやすくなり、競争が激化する場合もある。大手製紙メーカーを中心に生産能力削減と販売戦略の見直しを進めているが、それを上回る需要減退が起きた場合、過当競争に陥るリスクに留意する必要がある。一方、板紙の主力製品である段ボール原紙は洋紙と比べて付加価値が低く、物流コストが制約となって生産地からカバーできる販売エリアがある程度限られる。このため、国内では工場立地によりある程度棲み分けが可能のほか、輸入品との競合も限定的である。また、段ボール原紙メーカーの再編や、上位の段ボール原紙メーカーによる下流の段ボール事業を含めた垂直統合の進

展もあり、過去の過当競争体質から脱却している。

流通市場においても競争激化を受けて、複数の大手製紙メーカーの製品を取扱い、幅広い品揃えに強みを持つ大手代理店が3社に集約された。また、大手製紙メーカーが直系代理店を強化する動きがみられるほか、総合商社系の代理店も一定の勢力を保っている。

### ③ コスト構造（収益構造）

紙パルプは市況産業で、製造原価に占める原燃料コストの割合が比較的高い。このため、市況および原燃料価格変動の影響を受けやすい収益構造になっている。また、円高進行は原燃料の大部分を輸入することから短期的に利益面でプラスの効果を持つが、印刷・情報用紙を中心に輸入紙の流入増加を招き、市況に低下圧力が働く懸念がある。さらに、印刷用紙等の輸出にとっても採算悪化要因となる。洋紙では供給過剰を背景に価格競争が生じやすいこともあり、利益の安定性を確保するには、原燃料価格上昇時に適正な価格転嫁を実現できるかが大きな課題である。

板紙の原料は古紙の割合が高く、古紙価格変動の影響を受けやすい。もともと、主力の段ボール原紙では輸入品との競合が限定的であるうえ、垂直統合の進展もみられることから、上位の段ボール原紙メーカーが主導する形で価格転嫁が進みやすい構造になっている。

代理店の主な収益源は卸売マージンであるため、赤字に陥るリスクが小さく、利益の安定性は比較的高い。和紙問屋を前身とするなど創業年次が古い大手代理店では、好立地の自社所有物件を活用した不動産賃貸事業も手掛けており、こうした紙卸売以外の収益源の貢献も格付評価に織り込んでいる。

## (2) 市場地位、競争力のポイント

### ① 市場地位

紙パルプ事業では、工場単位でスケールメリットが働きやすいほか、市場シェアがマーケットに対する影響力を左右することから、市場地位が競争力に与える影響は比較的大きいと考えられる。

大手紙代理店においても、販売および物流ネットワークの充実度、大手製紙メーカーに対する価格交渉力などの観点から市場地位は重要である。

### ② 業界再編

大手製紙メーカー間の企業再編は一段落しているが、引き続き事業分野別のアライアンスの動きがみられる。経営統合や事業アライアンスにより、コスト削減や効率化を含むシナジー効果の発現が期待できるほか、単独では困難であった生産能力の削減余地が生まれるなどのメリットがある。こうしたシナジーの実現により、競争力の強化につなげられるか注目している。

同様に大手代理店間の再編も一巡しているが、国内では経営が厳しさを増している卸商の再編が今後さらに進む可能性があり、大手代理店にどの程度の影響が及ぶかに注意を払っていく。

### ③ 工場の競争力

洋紙では厳しい競争が続く中、主力工場を中心にコスト競争力の向上を図ることが課題である。製紙工場の競争力については、工場立地や設備稼働率、エネルギー構成などの要素も勘案して評価している。印刷用紙を中心とする内需減少下で、中期的に工場競争力の維持・向上を図るためには、生産能力削減や輸出拡大等により設備稼働率を一定以上のレベルに保つ必要があり、こうした取組みの違いが今後のコスト競争力格差に繋がる可能性が高い。

板紙も中期的に大きな内需の伸びが期待できない中、設備統廃合等によりコスト競争力向上を図ることが課題である。また、設備の老朽化対策としてマシンを新設する選択肢もあるが、生産能力の増加につながる場合が多いことから、マシン新設時には国内需給および市況への影響に注意を払う必要がある。

### ④ 成長戦略

大手製紙メーカーにおいて、紙パルプ事業では需要増加が見込めない国内市場において経営統合や生産体制見直しによる効率化を進める一方、成長力が高い海外市場に活路を見出すとともに、紙パルプ以外の事業にも注力して成長を目指す動きが一般的になっている。

格付の判断上、国内の紙パルプ事業を中心として一定の収益・キャッシュフローを維持しつつ、海外展開や新規事業によりいかに収益の底上げを図っていけるかが大きな注目点である。なお、海外事業展開を行なう際には、対象事業分野や投資金額の多寡のほか、現地生産を主体とするか M&A を主体とするか等により事業リスクも異なることから、こうした点も考慮に入れて判断している。

## 2. 財務基盤

### (1) 事業規模

事業規模に係わる指標として、売上高、生産・販売量、市場シェアのほか、スケールメリットにつながる工場規模にも着目している。

(重視する指標)

- 売上高
- 生産・販売量
- 市場シェア

### (2) 収益力

市況および原燃料価格変動の影響を受けやすい収益構造であるため、原燃料価格の動向や価格転嫁の進捗のほか、事業ポートフォリオの違いなども考慮して収益力を判断している。また、大手代理店では製紙メーカーとの力関係や価格転嫁の進捗なども考慮しつつ、マージン水準のトレンドに着目している。

(重視する指標)

- 営業利益

- 経常利益
- 売上高営業利益率
- 売上高経常利益率

### (3) キャッシュフロー創出力

装置型産業で減価償却負担が相対的に大きいことから、営業キャッシュフローや EBITDA 等によりキャッシュフロー創出力を判断することの重要性が高い。また、EBITDA とネット有利子負債との対比等により、債務支払能力についても評価している。

(重視する指標)

- 営業キャッシュフロー
- EBITDA
- ネット有利子負債/EBITDA 倍率

### (4) 安全性

利益が原燃料価格や市況の変動に大きく左右されるほか、設備廃棄などに伴う減損等により自己資本を毀損するリスクもある。こうしたリスクへの対応力を増すためには、一定の自己資本の厚みを持つことが必要である。

また、成長に向けた海外投資拡大に伴い、事業リスクも高まる傾向にあることから、財務体質の健全化も併せて図っていく必要がある。

(重視する指標)

- 自己資本
- 自己資本比率
- デット・エクイティ・レシオ

以上

#### ■ 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行っております。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、改変等する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。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リリースに添付しています。

#### ■ 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