2025 年 6 月 30 日

各位

会 社 名　日 本 製 紙 株 式 会 社
代表者名　代表取締役社長　瀬邊　明
（コード番号：3863 東証プライム）
問合せ先　経営企画部長　山口　崇
（TEL：03-6665-1002）

2025 年度更新　資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について

当社は、2024 年 6 月 28 日に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について公表し、中期経営計画 2025 で掲げる重点項目に関わる施策を実行してまいりました。また、その後も中長期的な企業価値向上を図るべく、継続的に検討を重ねております。

2025 年 6 月 27 日の取締役会において、当社の資本コストや資本収益性を示す指標について現状分析・評価を行い、PBR 改善に向けた具体的な取り組みをアップデートいたしましたので、その内容を別紙のとおりお知らせいたします。

以上

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応

2025年6月30日

日本製紙株式会社

目次

1 … 現状分析 P3

2 … 評価 P7

3 … PBR改善に向けた具体的な取り組み P11

4 … Appendix P19

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

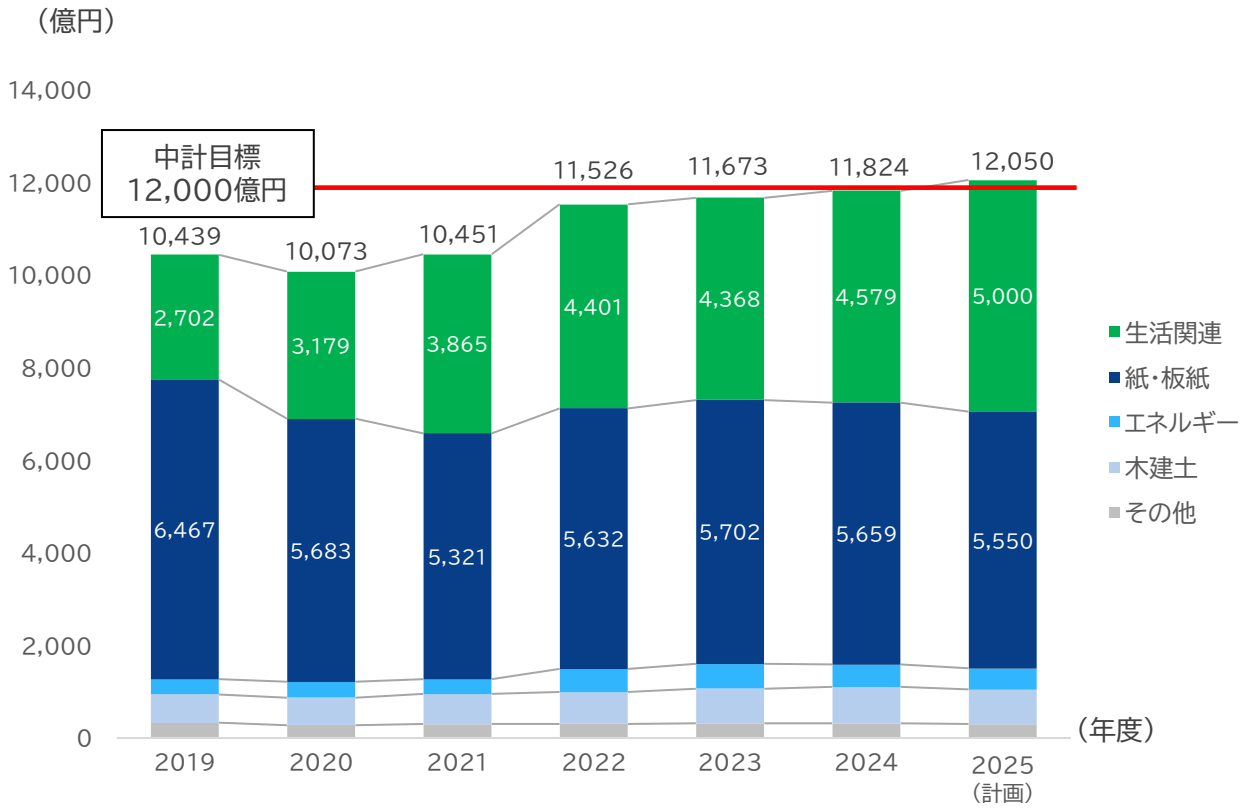
1･･･現状分析

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

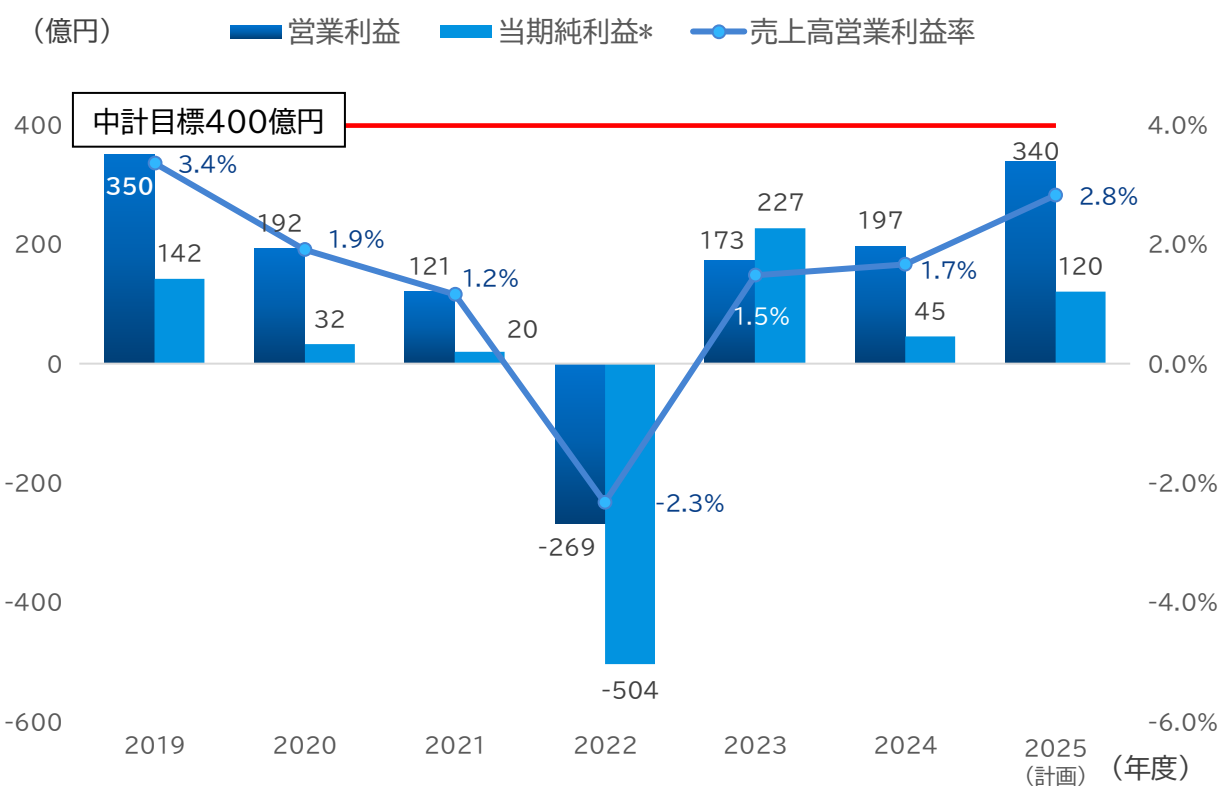
1. 現状分析（連結業績の推移）

- 2022年度は、コロナ蔓延の長期化、国際情勢の変動によるサプライチェーンの混乱、原燃料価格高騰、Opal社のグラフィック用紙事業向け原木供給停止等の大きな外部環境変化もあり赤字を計上
- 生産体制の見直し、Opal社の収益力改善、石炭使用量削減を含むコスト削減や価格修正の着実な実行により、2期連続増益
- 2025年度の営業利益は340億円を見込む⇒更なる収益改善策を実行し、中期経営計画400億円達成を目指す

連結売上高



営業利益・当期純利益*・売上高営業利益率



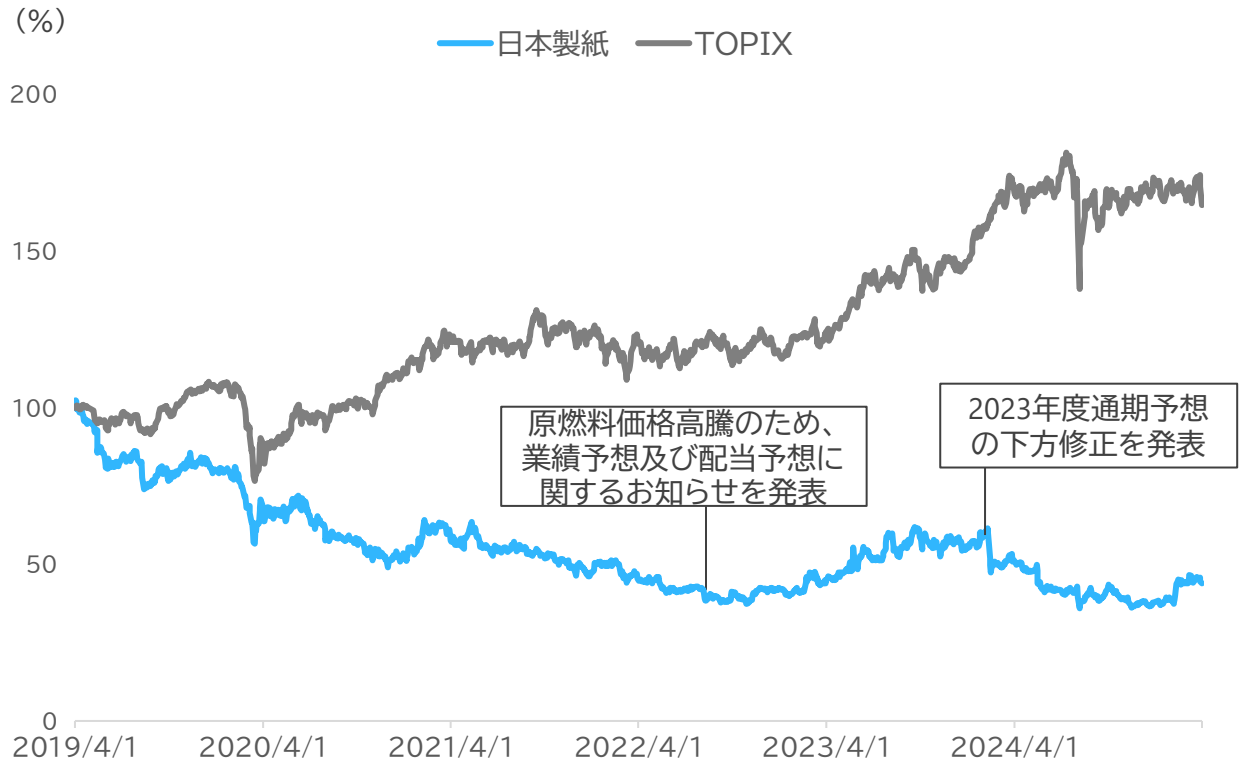
*親会社に帰属する当期純利益

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

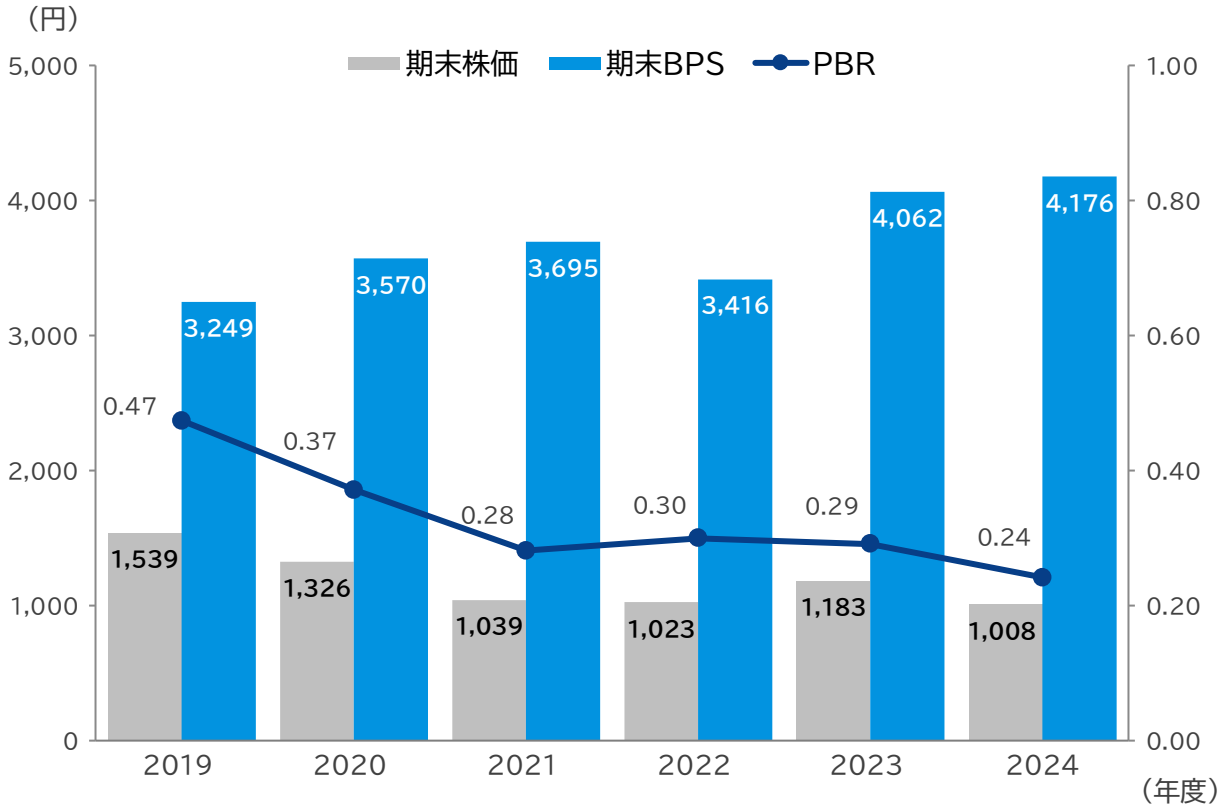
1. 現状分析（株価・PBRの推移）

- TOPIXと比較し株価水準は低位で推移
- 2030ビジョン・中期経営計画2025に取り組むも、株価が低迷しPBRは低位に留まる

日本製紙株価推移　TOPIXとの比較*



期末BPS・PBRの推移



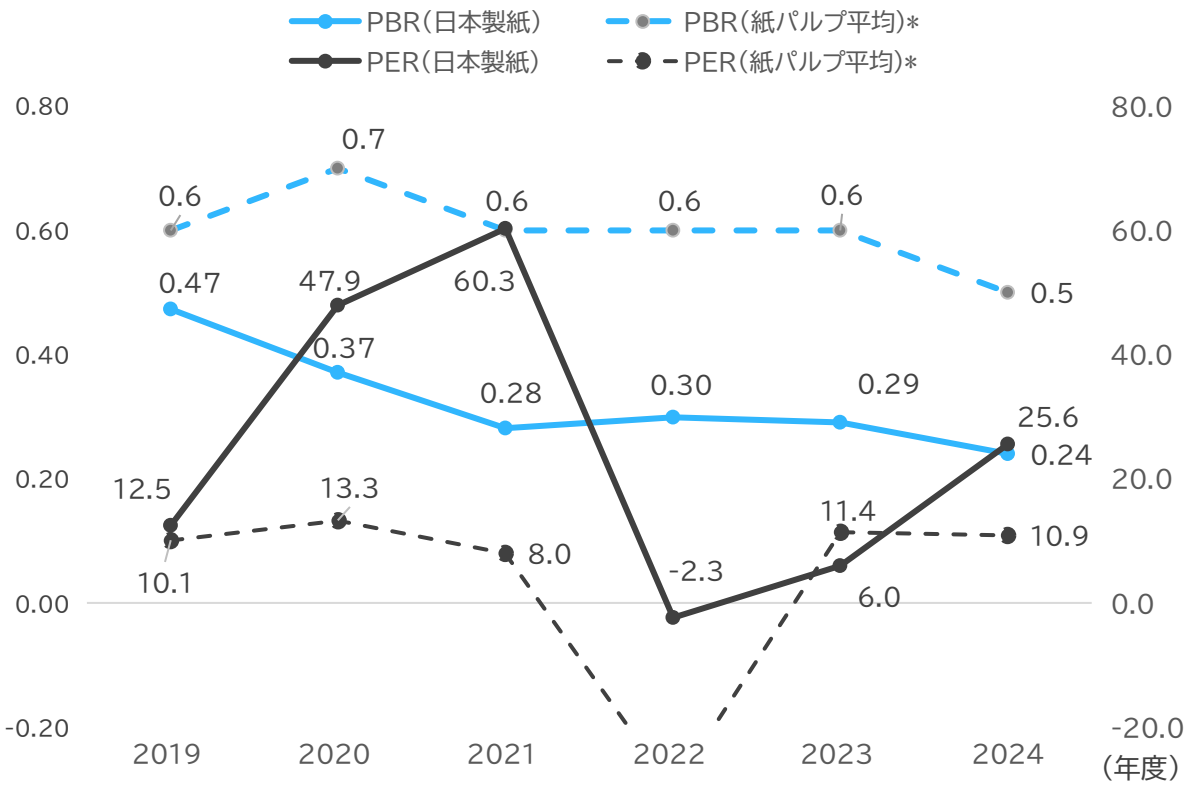
*2019年4月1日、日本製紙(3863)の株価2,301円、TOPIX 1,615.81をそれぞれ100とした指数比較
(期間2019年4月1日～2025年3月31日)

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

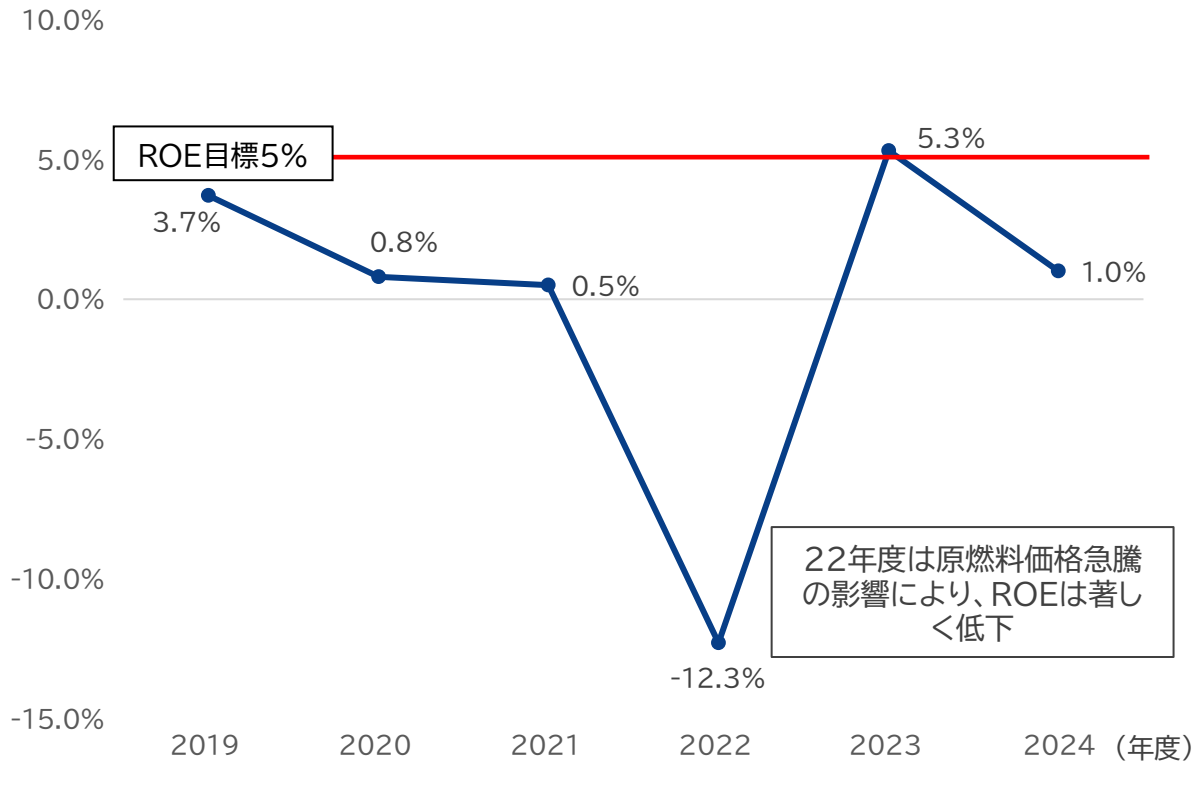
1. 現状分析(PBR・PER・ROEの推移)

- PBRは0.47～0.24と下落傾向にあり、また同業他社平均値よりも低位に留まる
- PERは▲2.3～60.3と、構造転換費用等の計上により当期純利益が増減し、バラつきが大きい
- ROEは2023年度に中期経営計画の目標値である5%を超えたが、目標を継続的に達成するには収益性の向上が課題と認識

PBR・ PERの推移



ROEの推移



*PBR(紙パルプ平均)、PER(紙パルプ平均):2019～2023:東証プライム市場開示データ4～3月加重平均、2024:直近3月～2月

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

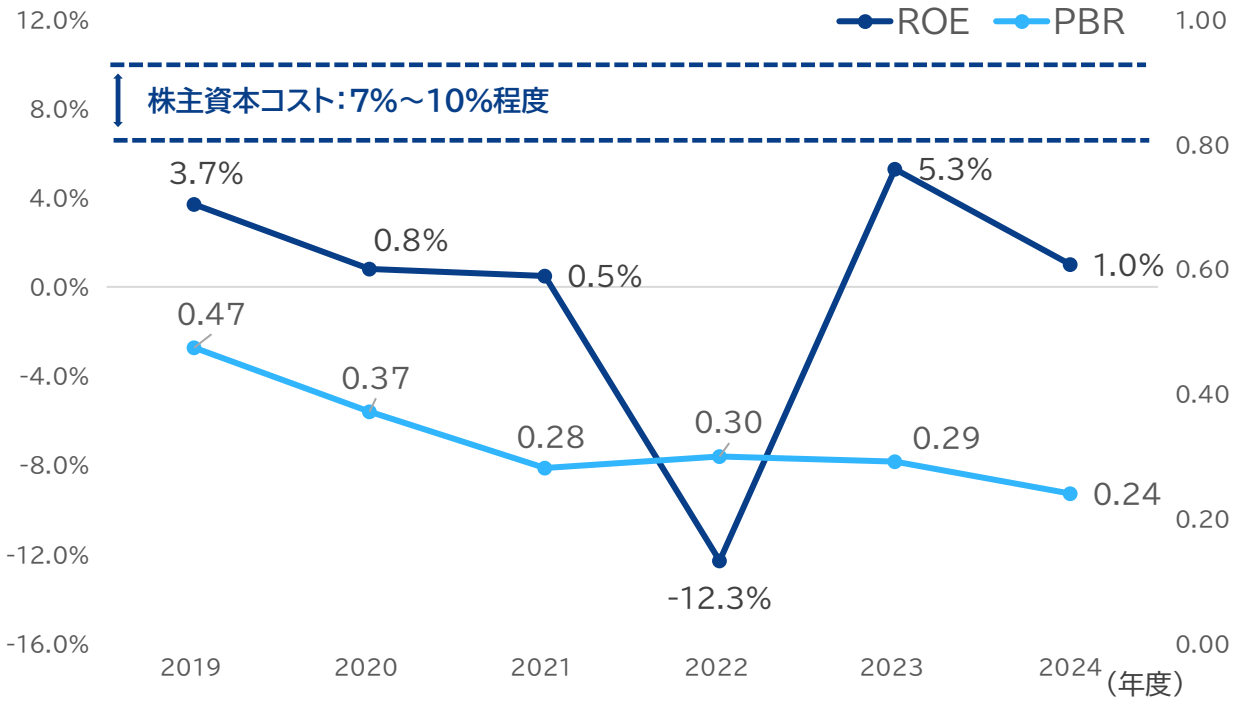
2･･･評価

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

2. 評価（ROEと株主資本コストの関係・PBR分解）

- 当社が認識すべき株主資本コストは**7%～10%程度**と再認識
- PBRの構成要素であるROEは株主資本コストを下回って推移、2023年度5. 3%に対し、2024年度は1. 0%に下落
- PBRの改善に向けて、**ROEの向上**と共に、PER構成要素である**株主資本コスト低減**、投資家の**期待値を上げる**取り組みが必要

PBR・ROEの推移



▶ 事業利益が低く、事業構造転換に伴う特別損失計上によりROEが低位で推移

PBR・ROE・PERの関係

PBRを1倍以上にするには
ROE≧（株主資本コスト ー 期待成長率）とする必要あり

$$PBR = ROE \times PER$$

$$= ROE \times \frac{1}{(株主資本コスト - 期待成長率)}$$

株主資本コスト推計：
①CAPM、②レバレッジ調整CAPM、③投資家等との対話を参考に設定

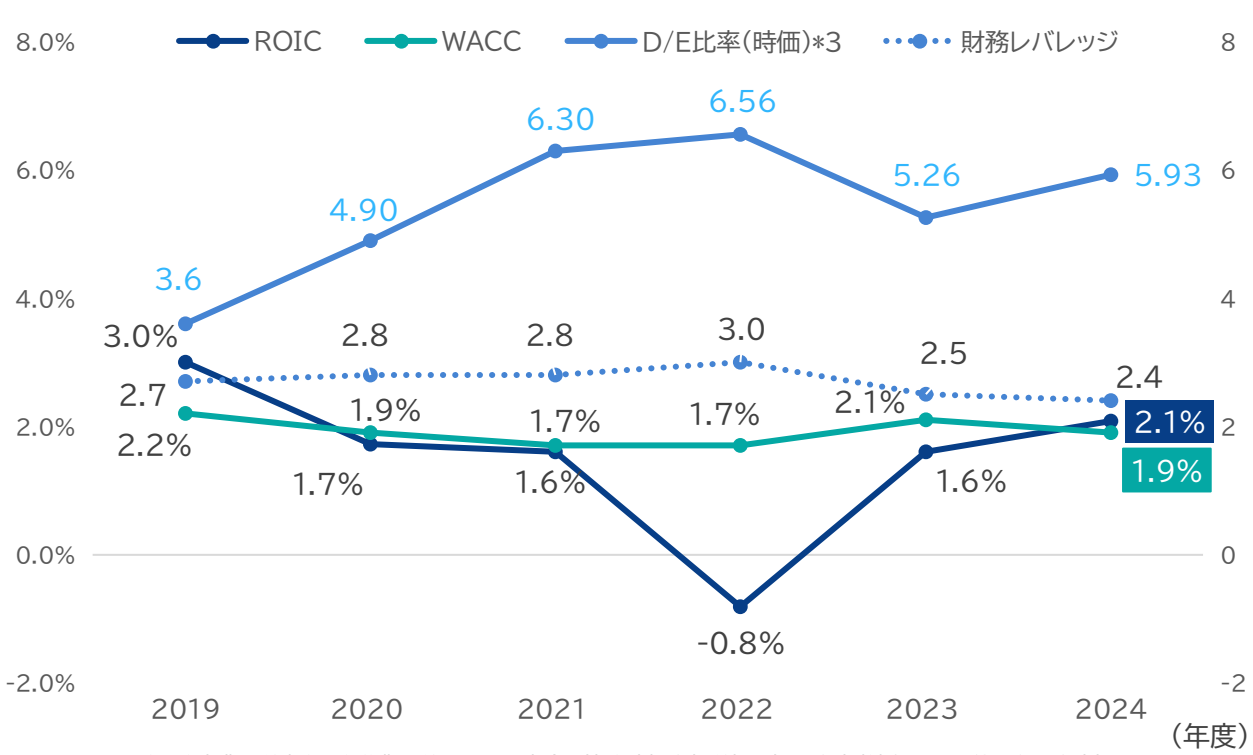
《CAPM推計①②》
リスクフリーレート（10年物国債）1.5%＋β（0.8～1.3）×リスクプレミアム7%≒7～10%

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

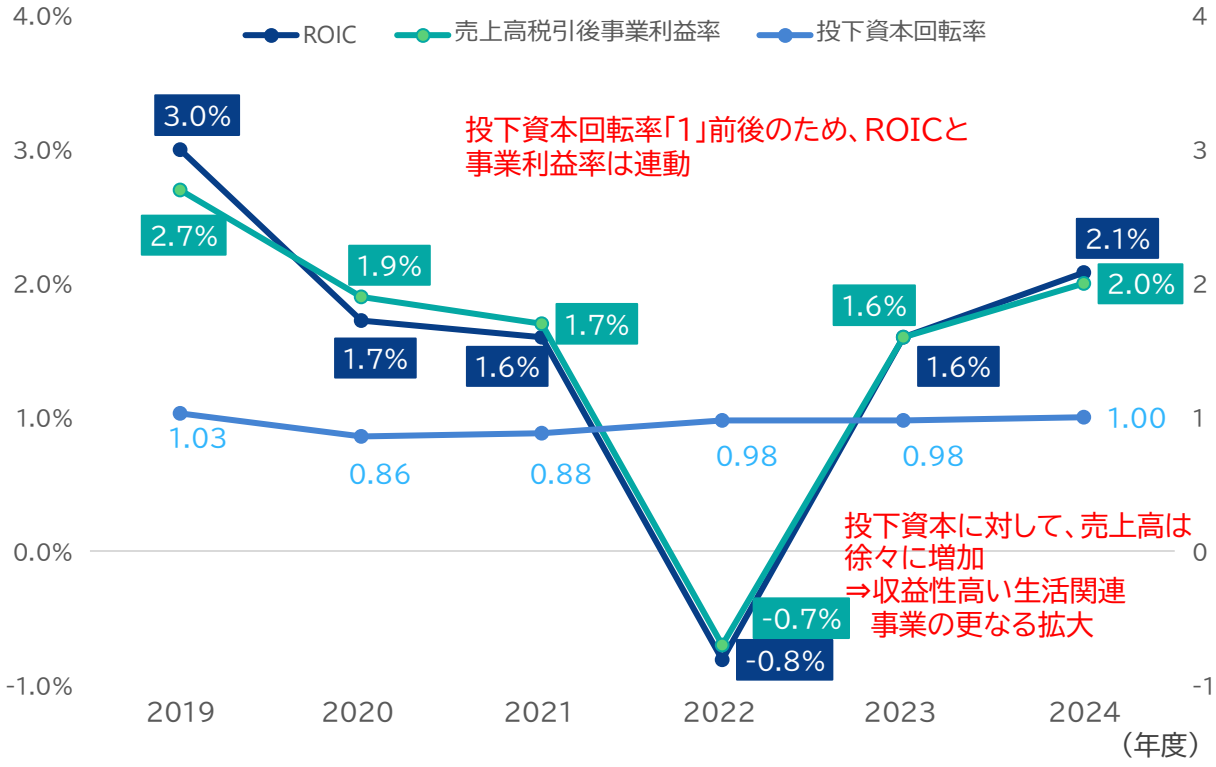
2. 評価(ROICとWACCの関係・ROIC分解)

- ROICは、WACCを下回って低位で推移、2024年度は純有利子負債を削減し財務レバレッジは良化したものの、<u>株価が前年より下落</u>したため、WACCが低下し、ROIC(2.1%)-WACC(1.9%)スプレッドがプラスに反転
- ROIC向上には、ROICを構成する投下資本回転率及び売上高税引後事業利益率の更なる向上が必要

ROIC*1・WACC*2の推移



ROICと投下資本回転率・売上高税引後事業利益率の推移



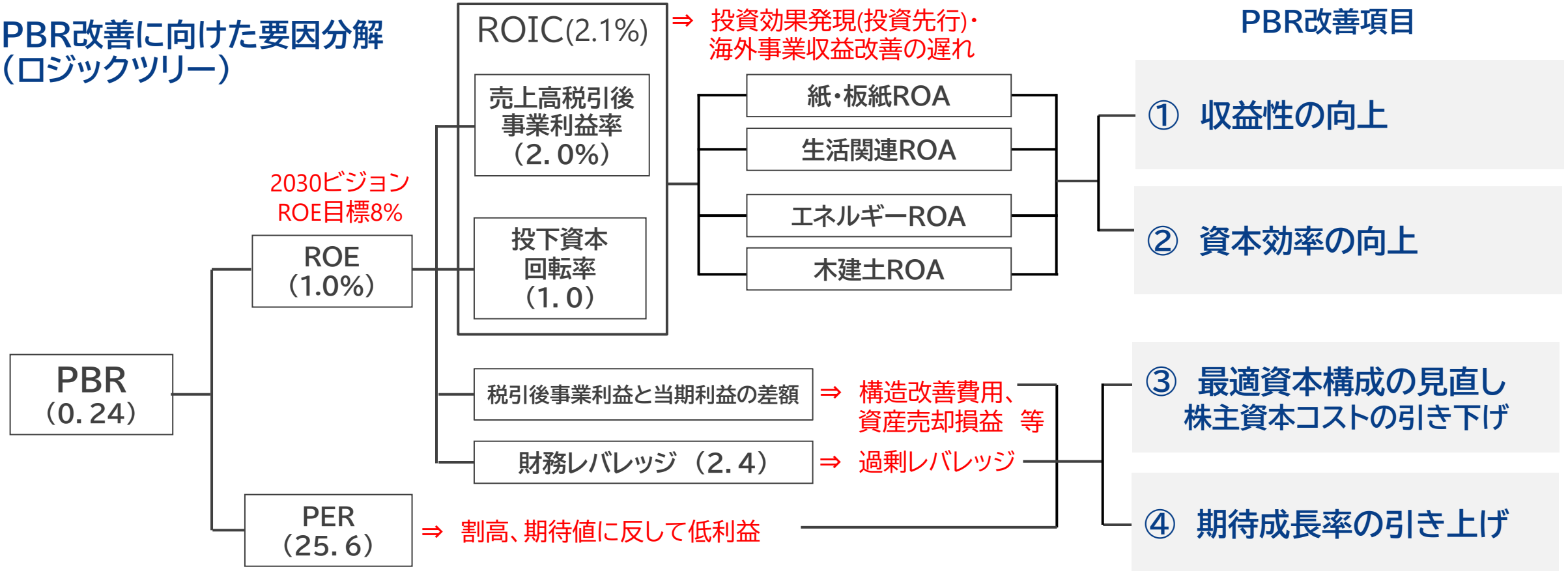
*1ROIC:税引後事業利益(税引後営業利益+受取配当金+持分法投資損益)÷投下資本(純有利子負債+自己資本)
*2WACC:他人資本コスト;各年度支払利息、株主資本コスト;7%(CAPM)・株式時価総額ベース
*3D/E比率(時価):純有利子負債÷株式時価総額

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

2. 評価(2024年度実績評価)

- 事業構造転換(グラフィック用紙事業から生活関連事業)が進み、投下資本は生活関連事業に確実にシフトさせているが、現時点においては、投資効果発現の遅れにより資本収益性(ROE・ROIC)が市場の期待する水準に達していない
- 海外事業、特にOpal社の収益改善が想定よりも遅れている
- 財務レバレッジが高く、財務安定性が十分な水準に達していない⇒高い株主資本コストと他人資本コスト負担

PBR改善に向けた要因分解(ロジックツリー)



*括弧内は当社2024年度実績(株価は期末終値)

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

3・・・PBR改善に向けた具体的な取り組み

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

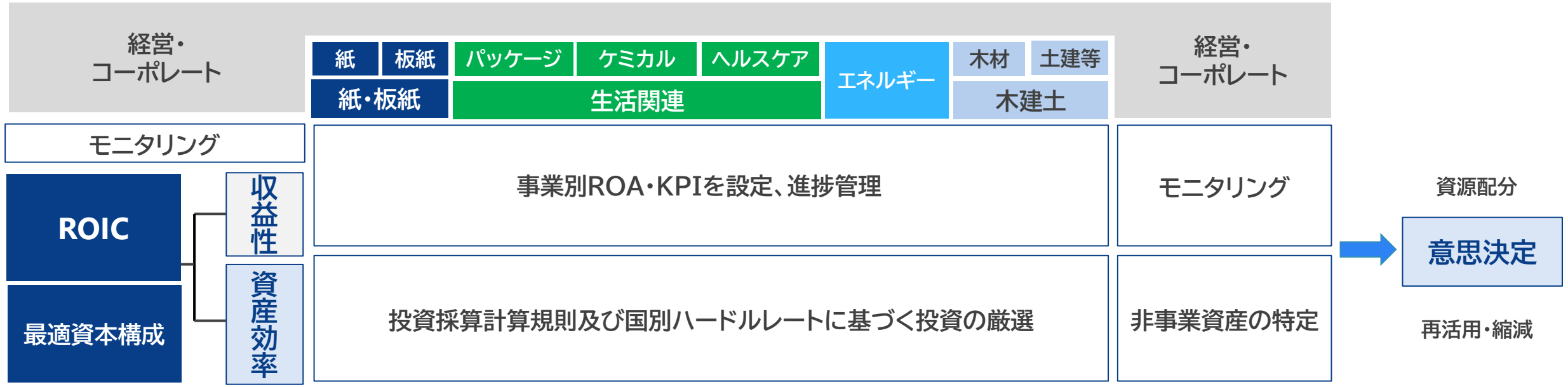
3. PBR改善に向けた具体的な取り組み(1)

PBR改善項目	取組方針	具体的な取り組み
①収益性の向上	■ 収益性向上管理体制の導入	✓ 2025年度より、会社別・事業別に重要成功要因(KSF)・KPIを設定し、取締役会に報告 ✓ 大型投資効果の早期発現に向けた管理体制の強化
	■ 安定供給のための再生産可能な適正価格の維持	✓ 物流費、人件費、原材料コスト等の上昇分を価格転嫁
②資本効率の向上	■ 資本効率管理体制の導入(P13参照)	✓ 2025年度より全社ROICと、会社別ROIC・事業別ROA管理、事業別KPI導入 ✓ **次期中期経営計画にて、目標ROEに次いで目標ROICも設定** ✓ 投資採算計算規則・ハードルレートの見直し(経営指標ROICとの連動) ✓ 適正なD/E比率・株主資本コストを織込んだ国別ハードルレートの設定
	■ 事業構造転換の推進(P14参照)	✓ 成長事業として位置付ける生活関連事業(パッケージ・家庭紙・ヘルスケア・バイオマス素材・ケミカル)へ経営資源を投入し収益を底上げ ✓ Opal社の収益改善(投資効果の確実な発現と営業力強化、コストダウンの推進) ✓ グラフィック用紙の生産体制再編成による紙・板紙事業基盤を更に強化 ✓ 国内外のビジネスパートナー(持分法適用会社含む)との更なるシナジー創出

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

3. PBR改善に向けた具体的な取り組み（資本効率管理体制の導入）

- 連結ベースの全社ROICと、日本製紙を含む会社別ROIC・事業別ROA管理、事業別KPIを2025年度予算から試験導入（次期中期経営計画から本格運用）
  ⇒事業資産（売掛債権・棚卸資産・事業用固定資産・投資有価証券・関係会社株式含）を効率運用
  ⇒政策保有株式の縮減を含む、非事業資産の再活用・縮減
- ROIC・ROAを指標とし、会社別・事業別に重要成功要因（KSF）・KPIを設定し、進捗状況を四半期毎に取締役会に報告

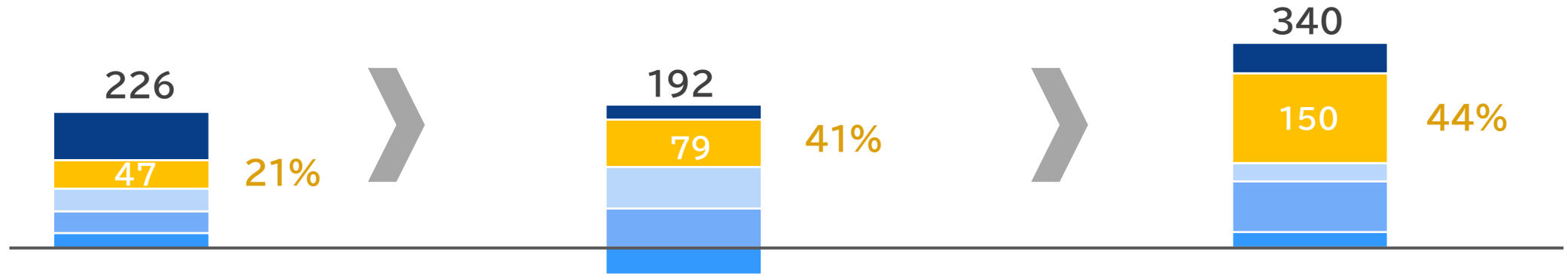


Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

3. PBR改善に向けた具体的な取り組み（事業構造転換の進捗　ー生活関連事業へのシフトー）

事業構造転換を推進し、生活関連事業は売上高・営業利益とも大きく伸長、次期中計に向けて更に拡大

億円	2015年度		2020年度		2025年度（予想）	
連結売上高	10,072		10,073		12,050	
生活関連	2, 201	22%	3, 179	32%	5, 000	41%



売上高営業利益率			
連結合計	2.2%	1.9%	2.8%
生活関連	2.2%	2.5%	3.0%

紙・板紙　生活関連　エネルギー　木材・建材・土木建設関連　その他

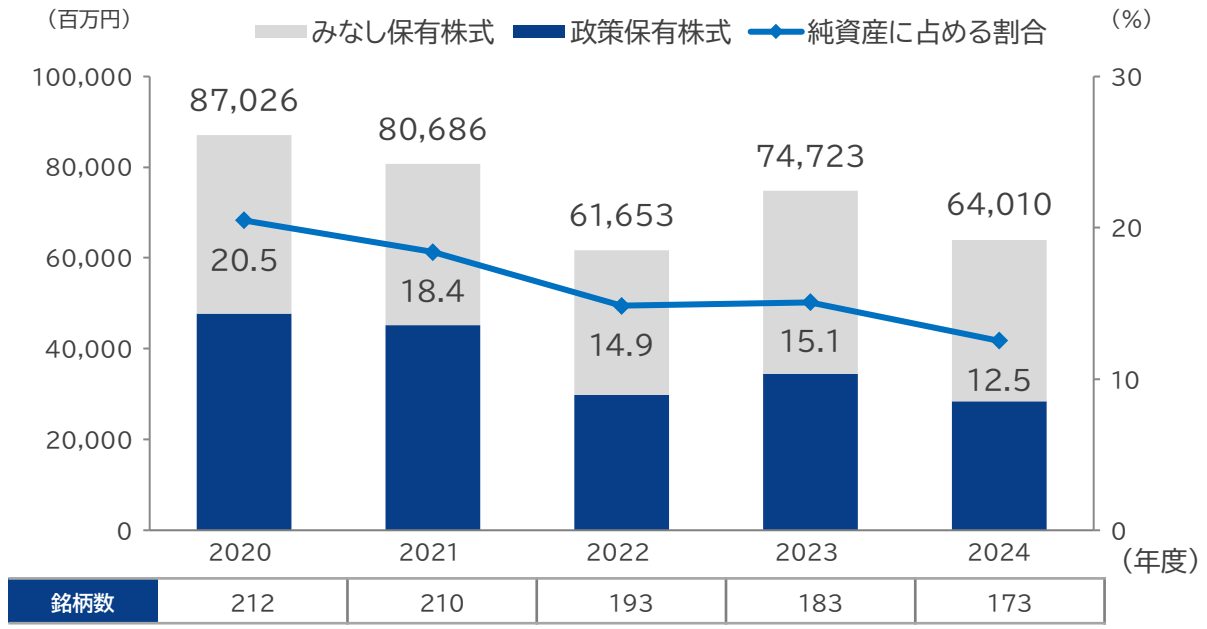
＊ 2015年度の数値は当時のセグメントを現在のセグメントに合わせて組替

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

3. PBR改善に向けた具体的な取り組み(2)

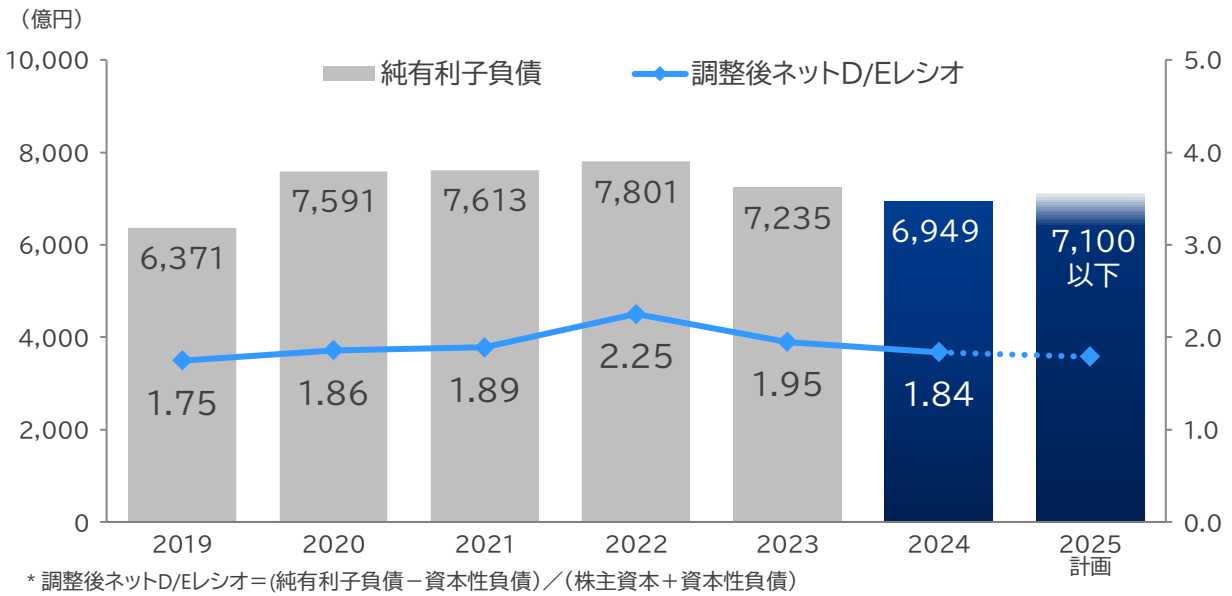
PBR改善項目	取組方針	具体的な取り組み
②資本効率の向上	■ 資産のスリム化	✓ 政策保有株式は、2025年から2027年度末までに売却金額ベースで、上場株式縮減目標150億円、残る株式についても取引先との対話を継続し縮減 ✓ 遊休固定資産の活用、売却の検討・実施
③最適資本構成の見直し 株主資本コストの引き下げ	■ 財務安定性の向上	✓ 2025年度末に純有利子負債を7,100億円以下、調整後ネットD/Eレシオ1.7倍台 ⇒次期中計でも更なる削減により、D/E比率引き下げを図る ✓ 適正な運転資金レベルに圧縮 ✓ 補助金の活用などにより資金支出を抑制

政策保有株式の状況(貸借対照表計上額)



銘柄数	212	210	193	183	173

純有利子負債・調整後ネットD/Eレシオ*の推移



* 調整後ネットD/Eレシオ=(純有利子負債−資本性負債)/(株主資本+資本性負債)
資本性負債:ハイブリッドローンで調達した負債のうち、格付機関から資本性の認定を受けた額(調達額の50%)

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

3. PBR改善に向けた具体的な取り組み(3)

PBR改善項目	取組方針	具体的な取り組み
④期待成長率の引き上げ	■ 資本市場との丁寧な対話 (アナリスト・投資家と双方向コミュニケーションの機会を設定)	(2024年度 開催実績) ✓ 決算・経営説明会(2Q、4Q) 2回 開催 ✓ 決算説明会(1Q、3Q) 2回 開催 ✓ 社外取締役スモールミーティング 2025年3月 開催 ✓ 研究開発部門が担う役割と最新の技術動向を共有することを目的に、研究所説明会開催 2025年4月開催(アナリスト・機関投資家22名、マスコミ20名参加) ✓ 個別ミーティング 135回(内、ESGに関するミーティング 4回) 実施 (対話時の主な議論) ✓ 資本配分や財務戦略の方針に関する考え方 ✓ 成長戦略

社外取締役スモールミーティング

2025年3月12日に当社本社で社外取締役と機関投資家によるスモールミーティングを開催
藤岡、八田、救仁郷の各取締役が出席し、オンラインと来場を合わせて10名の機関投資家が参加
企業価値向上に向けた社外取締役の取り組みやガバナンス体制について意見交換を実施

日本製紙グループ本社会議室で開催された社外取締役スモールミーティングの様子

研究所説明会

2025年4月22日に東京都北区王子にある研究開発本部において、研究所説明会を開催
「既存事業の収益拡大、木材成分を最大限活用し、環境負荷の低減と暮らしの向上に貢献する」との研究開発本部の基本方針を説明し、
各プレゼンテーションの後に所内で研究成果の展示物を紹介

研究所説明会での質疑応答の様子

展示物を紹介している様子

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

3. PBR改善に向けた具体的な取り組み(4)

PBR改善項目	取組方針	具体的な取り組み
	■ 積極的な情報開示	✓ 統合報告書の発行 ✓ FACTBOOKの開示 ✓ 非財務情報を含めた情報開示の充実(ESGデータブック) ✓ 外部サイトへ決算説明会資料、スクリプトを掲載
④期待成長率の引き上げ	■ 成長戦略(P18参照)の発信、対話の強化 ■ サステナビリティ経営の強化	✓ 2026年、次期長期ビジョン・中期経営計画発表 ⇒**当社グループバリューチェーンの川上・川中・川下各事業の強みを発信** • グリーン戦略の推進と森林・木材関連事業の拡大 • 環境に優しいバイオマス素材事業の拡大とリサイクル推進 • GHG削減の推進 • 人的資本経営等の推進 ✓ 気候変動、脱炭素 ・TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)に賛同 ・GXリーグへの参画 ✓ 生物多様性関連 ・「生物多様性のための30by30アライアンス」への参加 ・ネイチャーポジティブ経営推進プラットフォームへの参画 ✓ 森林分野 ・International Sustainable Forestry Coalition(ISFC)への加盟

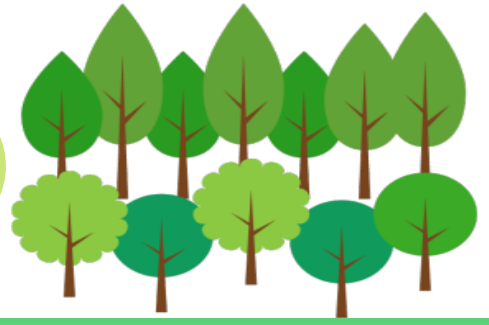
Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

3. PBR改善に向けた具体的な取り組み（次期長期ビジョン・中期経営計画で広げる活動領域・成長戦略）

■ フォアキャストとバックキャストで活動領域を拡大し、事業成長を実現する

当社グループの事業チェーン

森林資源



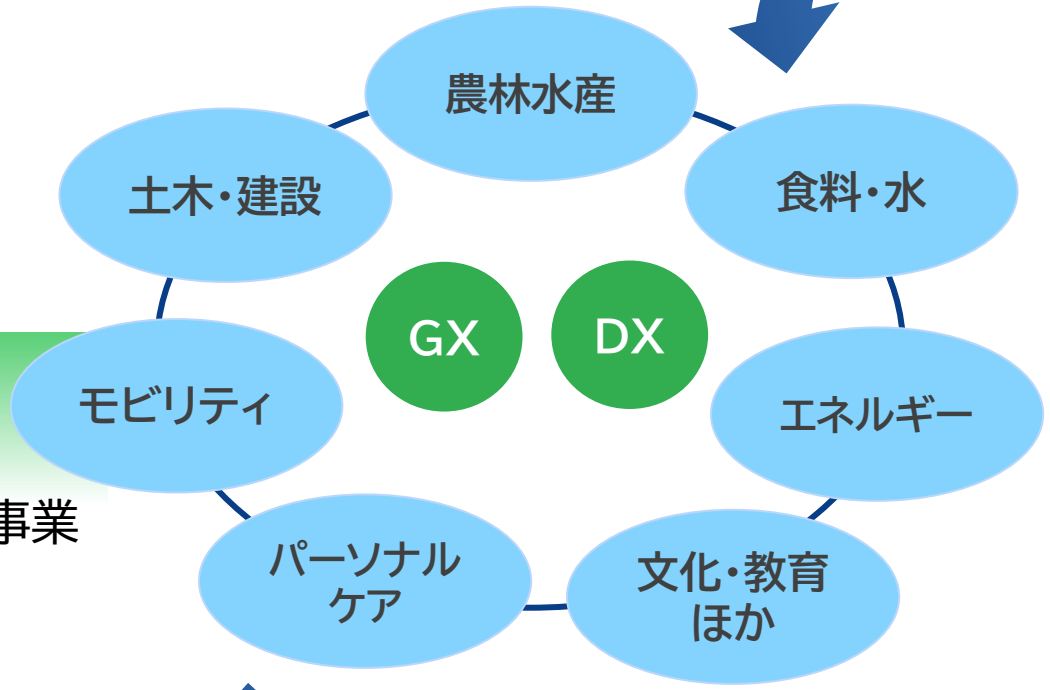
川上
川中
川下

- 森林・木材関連事業
- 紙・板紙事業
- ケミカル・バイオマス素材事業
- エネルギー事業
- パッケージ事業
- 家庭紙・ヘルスケア事業、ほか

フォアキャスト

次期長期ビジョン・中計で広げる活動領域イメージ

バックキャスト



2050年の社会課題

- 世界人口の増加
- 食料・水の確保
- CNエネルギーの確保
- サーキュラエコノミーの追求
- 気象災害の激化
- 高齢化・人手不足
- 地域コミュニティーの維持
- ほか

活動領域を広げ
世界の人々の豊かな暮らしと文化の発展に貢献する
企業グループへ

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

4･･･Appendix

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

中期経営計画2025・2030ビジョンの位置付け

木とともに未来を拓く総合バイオマス企業として持続的な成長を遂げる

中期経営計画2025

基本戦略　事業構造転換の加速

主な取り組み
1）生活関連事業の収益力強化
2）グラフィック用紙事業の競争力強化
3）GHG排出量削減の加速
4）財務体質の改善

目標

売上高	**12,000**億円以上
営業利益	早期に **400**億円
EBITDA	安定的に **1,000**億円
ネットD/Eレシオ	**1.7**倍台
ROE	**5.0**%以上

バックキャスティング

2030ビジョン

・日本製紙グループの持続的成長の実現
・木質資源を最大活用した循環型社会の構築

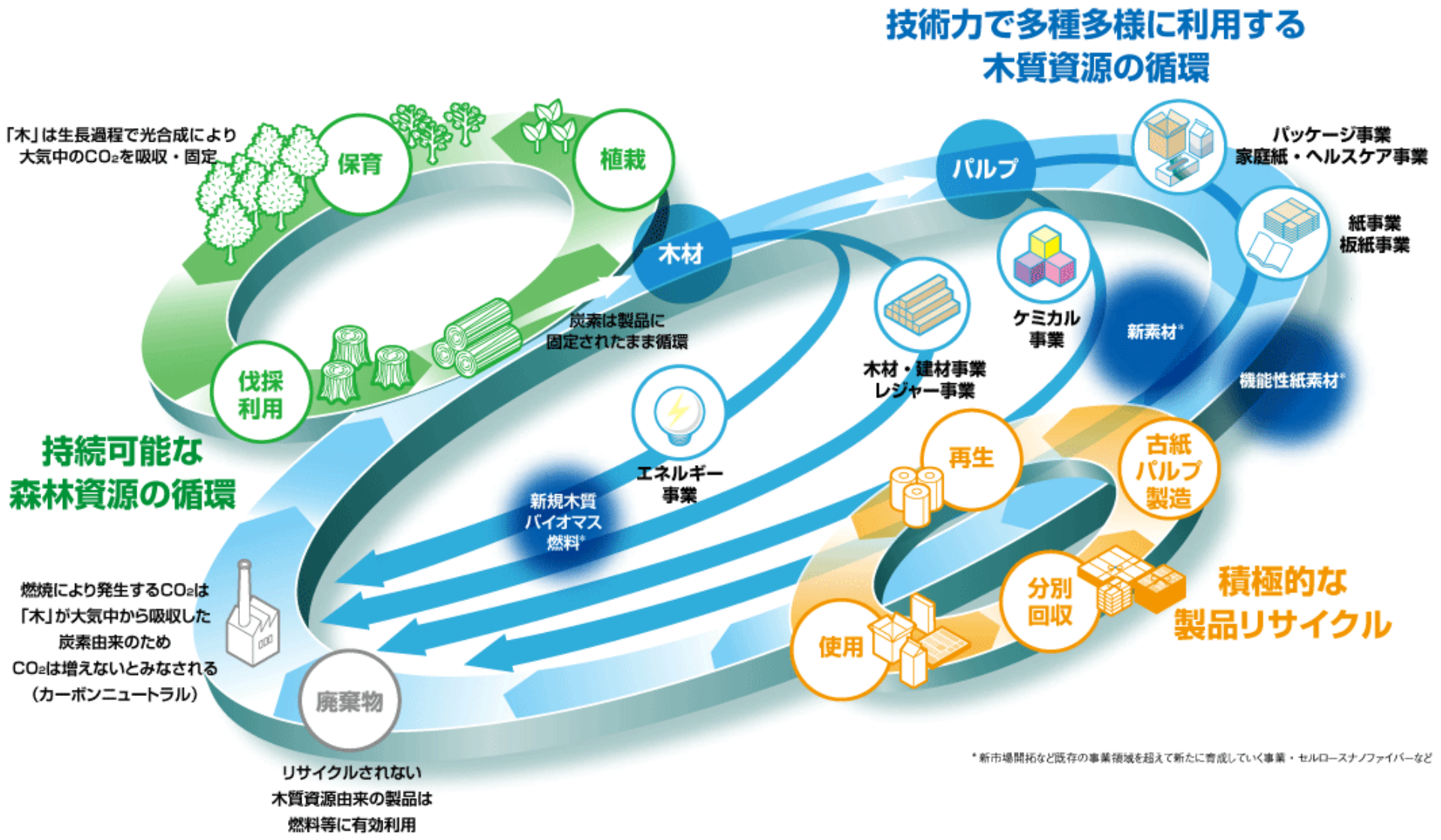
基本方針　1）成長事業への経営資源のシフト
2）GHG削減、環境課題等の社会情勢激変への対応

目標

売上高	**13,000**億円
	・うち、生活関連事業が **50**%以上（＝**6,500**億円以上）
	・新規事業 **650**億円を含む　・海外売上高比率 **30**%以上
生活関連事業の売上高営業利益率	**7**%以上
ROE	**8.0**%以上
GHG排出量	**54**%削減　（2013年度比、Scope1＋2）

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

3つの循環をベースにした成長戦略



Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

算定に使用した財務データ推移

（億円）

（年度）	2019	2020	2021	2022	2023	2024
売上高	10,439	10,073	10,451	11,526	11,673	11,824
営業利益	350	192	121	▲269	173	197
売上高営業利益率	3.4%	1.9%	1.2%	▲2.3%	1.5%	1.7%
親会社に帰属する当期純利益	142	32	20	▲504	227	45
総資産	13,635	15,473	16,393	16,665	17,312	17,033
投下資本(調達)	10,123	11,715	11,882	11,748	11,923	11,769
現預金	528	697	1,368	1,444	1,649	1,859
有利子負債	6,899	8,289	8,981	9,244	8,884	8,808
純有利子負債	6,371	7,591	7,613	7,801	7,235	6,949
株主資本	3,643	3,621	3,579	3,038	3,265	3,310
自己資本	3,752	4,124	4,269	3,947	4,688	4,820
株価(期末終値　円/株)	1,539	1,326	1,039	1,023	1,183	1,008

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

財務分析・株価評価指標推移

（年度）	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PBR	0.47	0.37	0.28	0.30	0.29	0.24
PBR(紙ﾊﾟﾙﾌﾟ平均)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE	3.7%	0.8%	0.5%	▲12.3%	5.3%	1.0%
PER	12.5	47.9	60.3	▲ 2.3	6.0	25.6
PER(紙ﾊﾟﾙﾌﾟ平均)	10.1	13.3	8.0	▲91.2	11.4	10.9
ROIC	3.0%	1.7%	1.6%	▲0.8%	1.6%	2.1%
売上高税引後事業利益率	2.7%	1.9%	1.7%	▲0.7%	1.6%	2.0%
売上高当期純利益率	1.4%	0.3%	0.2%	▲4.4%	2.0%	0.4%
投下資本回転率	1.03	0.86	0.88	0.98	0.98	1.00
財務レバレッジ	2.7	2.8	2.8	3.0	2.5	2.4
D/E比率①	1.70	1.65	1.60	1.77	1.39	1.30
D/E比率②	1.75	1.86	1.89	2.25	1.95	1.84

【計算式】
PBR＝時価総額(期末終値)÷自己資本(株主資本+その他包括利益累計額)、PBR(紙ﾊﾟﾙﾌﾟ平均):2020～2023:東証プライム市場開示データ4～3月加重平均、2024:直近3月～2月
ROE＝親会社株主に帰属する当期純利益(損失)÷自己資本期首期末平均
PER＝株価(期末終値)÷1株当たりの親会社株主に帰属する当期純利益(損失)、PER(紙ﾊﾟﾙﾌﾟ平均):2020～2023:東証プライム市場開示データ4～3月加重平均、2024:直近3月～2月
ROIC＝税引後事業利益(税引後営業利益+受取配当金+持分法による投資利益)÷投下資本(自己資本+純有利子負債)、法人税率30.6%
売上高税引後事業利益率＝税引後事業利益÷売上高
売上高当期純利益率＝親会社株主に帰属する当期純利益(損失)÷売上高
投下資本回転率＝売上高÷投下資本(自己資本+純有利子負債)
財務レバレッジ＝投下資本(自己資本+純有利子負債) ÷自己資本
D/E比率①=(純有利子負債-資本性負債)/(自己資本+資本性負債)
D/E比率②=(純有利子負債-資本性負債)/(株主資本+資本性負債)

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved

日本製紙グループは世界の人々の
豊かな暮らしと文化の発展に貢献します

＜注意事項＞

当資料に記載されている見通しに関する内容については、種々の前提に基づいたものであり、記載された将来の計画数値、施策の実現を確約したり、保証するものではありません。

日本製紙株式会社

Copyright © NIPPON PAPER INDUSTRIES CO., LTD. All rights reserved