



2025年2月13日

各 位

会 社 名 特種東海製紙株式会社  
代表者名 代表取締役社長 社長執行役員 松田 裕司  
(コード番号：3708、東証プライム市場)  
問合せ先 執行役員 経営管理本部長 望月 浩生  
(TEL. 03 - 5219 - 1816)

### 2025年更新版 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5月15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」を公表し、第6次中期経営計画に定める各種施策を着実に実行するとともに、PBR改善に向けた検討を重ねてまいりました。この度、2025年2月13日開催の取締役会において、現状分析・評価、及び対応策と取組み状況について昨年公表の内容からアップデートをいたしましたので、別紙のとおりお知らせいたします。

以上

2025年更新版

# 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

---

特種東海製紙株式会社（東証プライム 3708）

2025年2月13日

- 当社の指標とすべき株主資本コストはCAPM※算定値4.6%ではなく**9.0%**程度と認識
- 資本収益性(=ROE)は株主資本コストを下回って推移しておりPBRも1.0倍を劣後

### ■ 株主資本コストの推計

算定式と前提

$$PBR = 1 + \frac{ROE - r}{r - g}$$

- ・ r = 株主資本コスト
- ・ g = 期待成長率
- ・ 過去10年平均ROE = 5.16%、期待成長率±1%と仮定

- 残余利益モデルを用いて株主資本コストを推計した結果、市場株価より推計した株主資本コストは9.0%程度
- 株主・投資家との対話で寄せられた要望も9.0%以上と推計値と近似

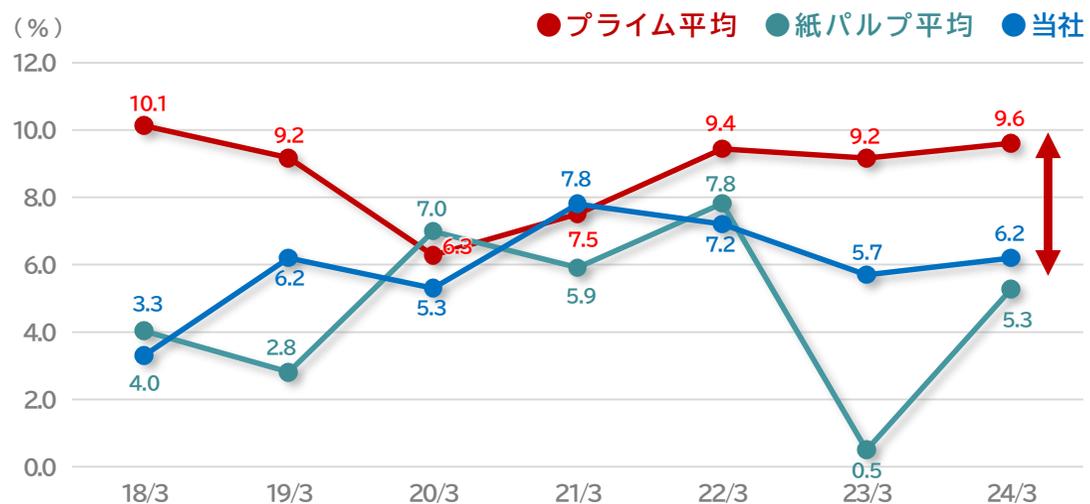
### ■ PBR・ROEの推移



- ROEは推計株主資本コストを3~4%程度下回って推移
- PBRは0.5~0.6倍を推移しており改善の必要性を再認識

● PBR = ROE × PERを前提とし資本収益性・市場評価ともに低水準と再認識

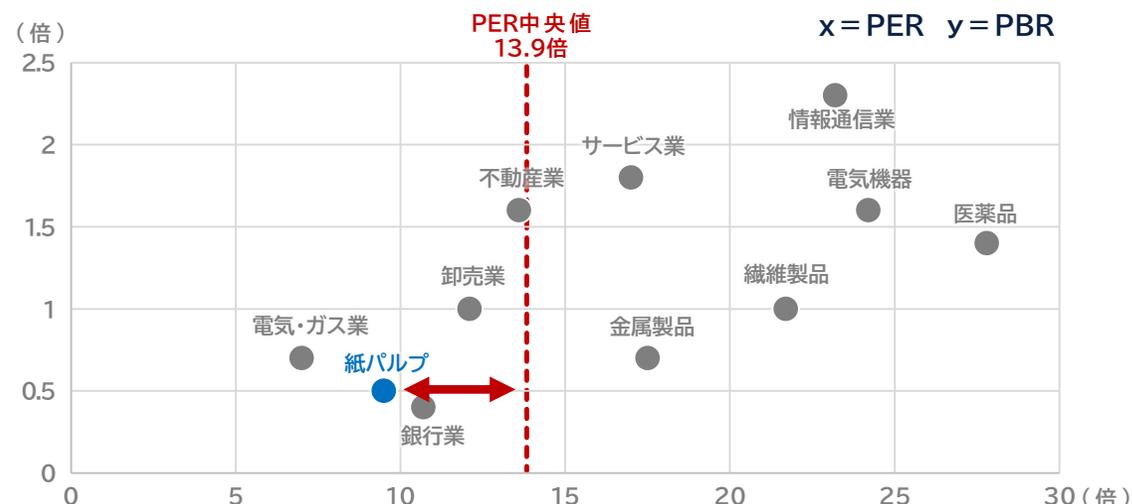
■ ROEの業界比較



- 当社を含む紙パルプ業界平均は5～6%程度で推移しておりプライム市場の平均値とは現状3～4%程度の開きがある状態

推計株主資本コスト以上の資本収益性をあげるには製紙に捉われず  
**よりROEの高い事業領域へ進出が不可欠**

■ 業界別株価バリュエーション (2024年10月末時点)



- 東証33業種のPER中央値が13.9倍に対し紙パルプ業界は9.5倍(当社10.3倍)、業種別に比較しても市場評価が低い傾向

ディスカウント要因が多いセクターと見なされている可能性があるため  
**成長性の訴求と将来リスクの低減が必要**

- 分析・評価を踏まえて長期目標を上方修正  
『長期でROE8.0%』から『2030年度にROE8.0%、2034年度にROE9.0%以上』へ
- 長期目標からのバックキャストिंगで実効性のある次期第7次中期経営計画を策定中（2026年5月開示予定）

## 資本収益性の改善へ

### リターンの改善

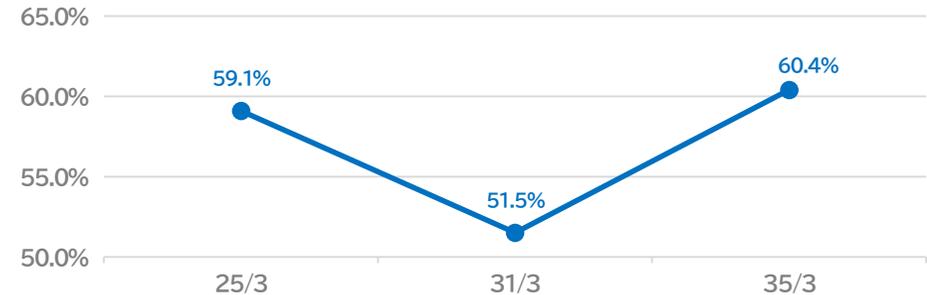
- 業界平均ROE12.5%の環境関連の事業拡大 & 融合を進め、環境課題解決型のビジネスモデルへ
- 製紙関連は工場のDX化など生産効率化を図りつつ高収益商品に注力する



### エクイティの最適化

- 信用格付BBBポジティブ※2の維持向上を意識して、自己資本比率を適正水準でコントロール※3
- 成長投資のためD/Eレシオ(グロス)を現在の0.3倍から最大0.6倍程度までレバレッジをかけるも財務安定性は確保

■ 自己資本比率の想定



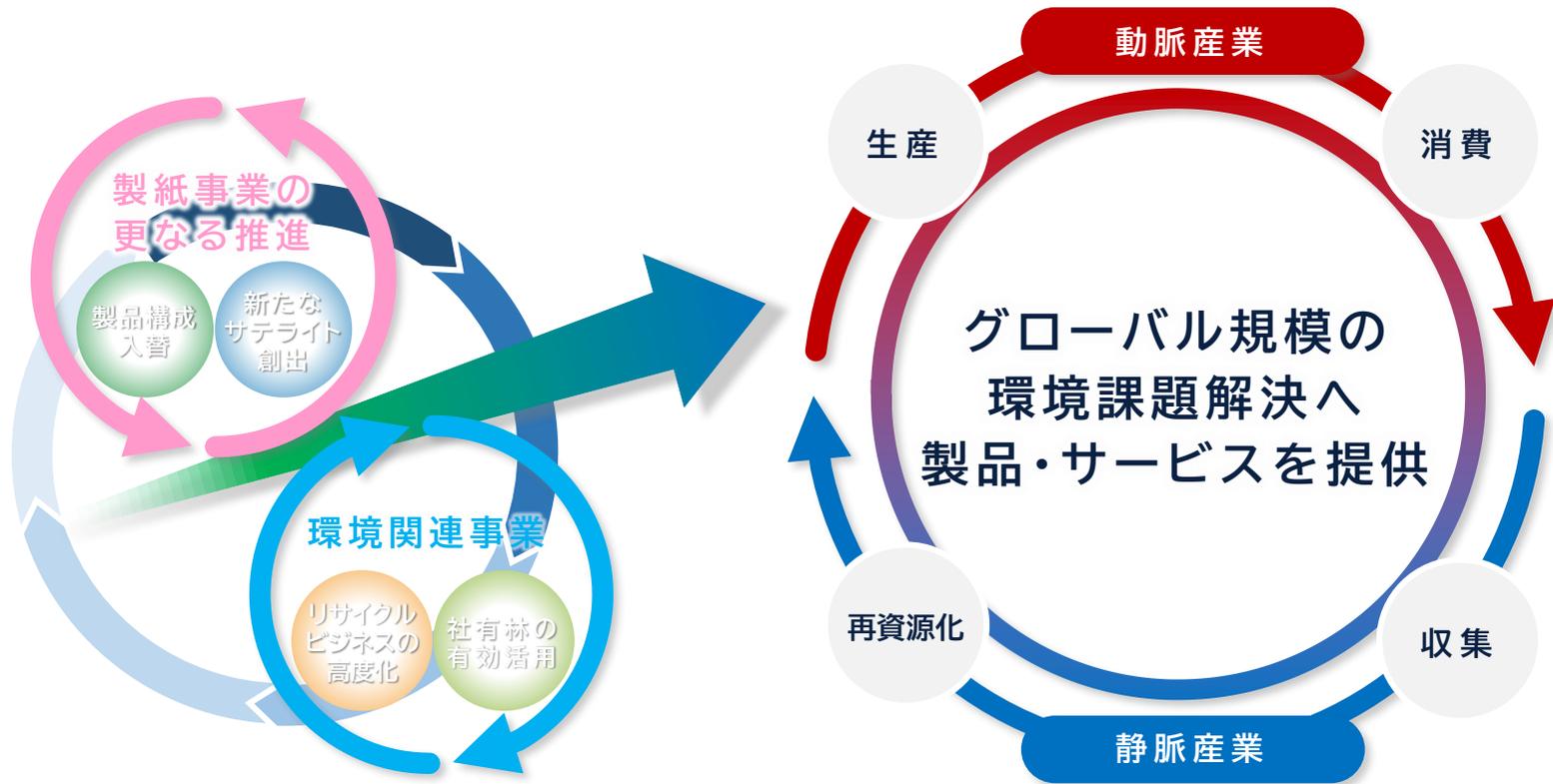
※1 経常利益の合計値にはその他営業外要因を含む

※2 JCR(株式会社日本格付研究所)

※3 2024年12月現在自己資本比率58%

- 製紙・環境両輪における経営資源を融合、環境課題解決型ビジネスモデルへ移行し収益改善へ
- 更なる成長のためM&A・アライアンスを積極的に実施

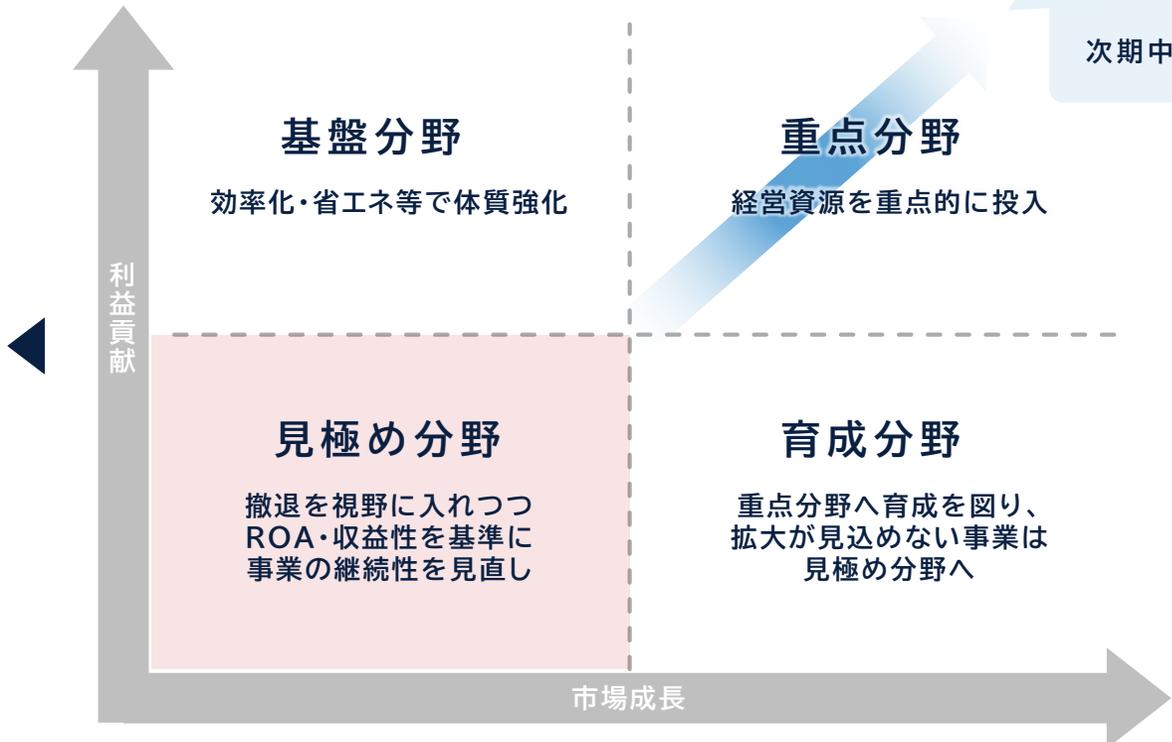
環境課題を起点とする顧客ニーズの取り込みを図る



- 当中期経営計画で掲げる資本効率を意識した事業ポートフォリオ管理を引き続き推進
- 次期中期経営計画からはROICを管理指標として投資へのリターン管理を強化する方針

### これまでの取組み

- 岐阜工場の閉鎖・解体
  - 特殊紙の生産を三島工場に集約(2024年3月)
  - 三島工場の稼働率向上および固定費負担を軽減
- 特殊印刷用紙の品揃え削減
  - 低採算・販売の伸びが見込めない銘柄を選別し廃番
  - 市場縮小の中でも収益力のある製品構成へ



### 事業・投資判断

当中計 : 各事業はROA, 投資判断はROIで管理

次期中計 : 管理指標をROICに変更予定

- 収益力の強化にあたっては経営戦略と連動した人材戦略見直しの必要性を認識
- 環境関連事業への人的資本の重点配分

■ 収益力改善に必要な人材戦略の整理

必要なテーマ	人材課題
事業ポートフォリオの転換	① 経営人材の育成
	② 専門人材の確保・育成
	③ DE&Iの推進
	④ 最適人事配置
生産性・効率性の向上	⑤ DX人材の確保・育成
事業規模拡大に伴う組織風土の醸成	⑥ エンゲージメントレベルの向上
資本市場目線での企業活動	⑦ 成長に向けた従業員への意識づけ



主要施策	対応する課題
タレントマネジメントシステムの構築	①②③④⑤
専門人材・多様な人材の積極採用、リスクリング	①②③⑤
経営人材の選抜教育	①
社内公募、社内副業の制度化、キャリア形成支援運用強化	②③④⑤⑥⑦
処遇制度の更なる充実(継続的な賃上げ、適正配分)	②⑤⑥
経営理念・会社方針の浸透	⑥⑦
社内コミュニケーションの促進	⑥⑦
時間と場所に捉われない働き方の推進	③⑥
株式報酬制度の導入	⑥⑦

- 財務体質の健全性と成長戦略のバランスを取りながらレバレッジコントロールを行い成長投資を増加させることでROE9.0%以上を目指す

■ 今後10年間※のキャピタルアロケーションの方向性

(単位:億円)



次期中計策定作業と並行して、下記前提をもとにより実効性の高い長期計画へブラッシュアップを進める

- 現状のキャッシュ創出能力は製紙 > 環境
- 既存の製紙で得られるキャッシュを成長分野へ充当
- 10年間で環境関連の稼ぐ力を強化
- 成長投資と並行して株主還元も積極化

- セクターに捉われない成長ストーリーを訴求するとともに対話を通じた株主資本コストの低減を図る
- また、「投資しにくさ」を解消するため売買代金を意識したIR活動を展開していく

## ■ 成長性の訴求・リスクの開示

- セクターに捉われない成長ストーリーを訴求し、業界ではなく個社への評価改善を促す
- リスク・対応策／機会の非開示は将来CFのディスカウント要因との認識から開示対応を強化する

施策のイメージ



## ■ 出来高の改善

- 1日当たりの売買代金の低さ※が資金流入・株価上昇のネックになっていると認識
- まずは売買代金1億円以上を目指し出来高を意識した認知度の向上を図っていく

施策のイメージ

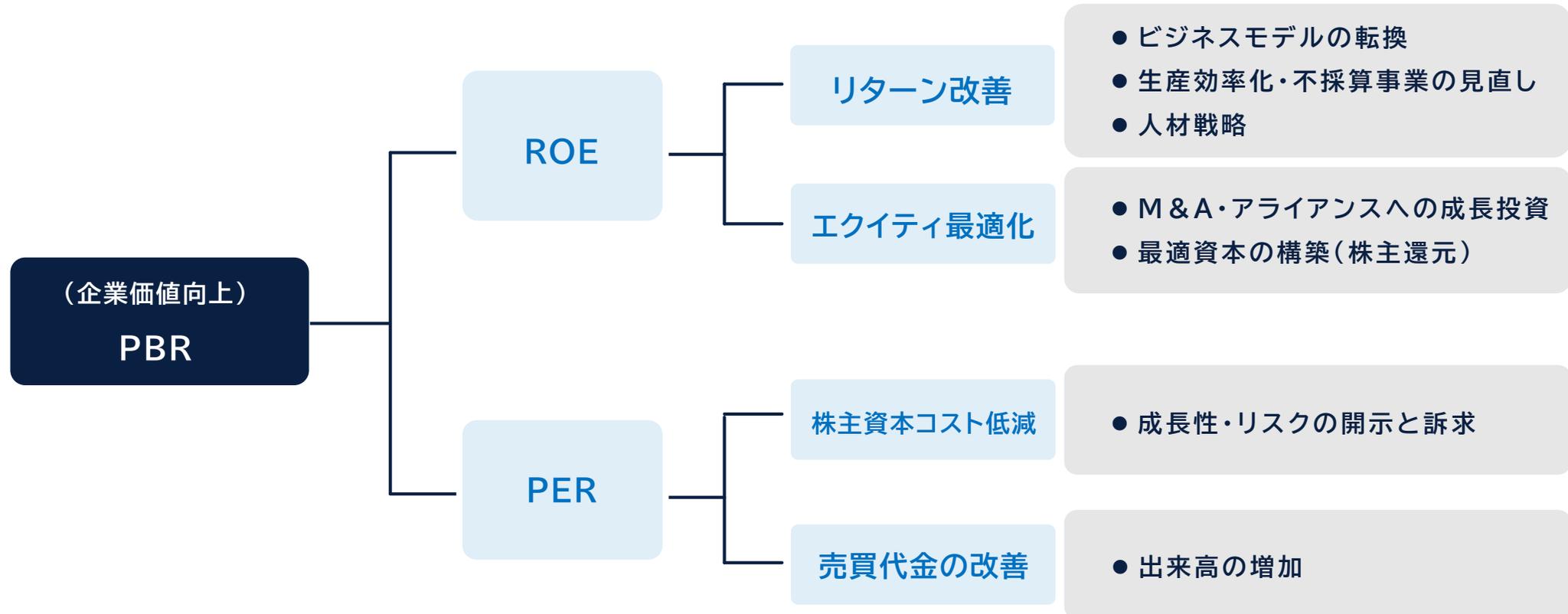


※ 2024年平均約7千万円

- 環境課題解決型ビジネスモデルへの転換、自己資本の最適化により資本収益性を改善
- 資本市場との対話を通じた株主資本コストの低減、売買代金の改善により市場評価を獲得



企業価値の向上を目指す





お問い合わせ先

〒100-0005

東京都千代田区丸の内一丁目8番2号  
鉄鋼ビルディング11F

Tel 03-5219-1816

※ 本資料に掲載しております当社の計画および施策などは発表日時点において把握できる情報から得られた当社の経営判断に基づいております。  
様々なリスクおよび不確定要因により、実際の業績と異なる可能性がございますことを予めご承知おきくださいますようお願い申し上げます。