

北越製紙の自主経営と株主価値向上について ～王子製紙による経営統合案についての所見～

2006年8月9日

北越製紙株式会社

本資料に関する留意事項

- ▶ この資料は、本説明会参加者への情報提供の目的で作成されたものであり、北越製紙株式会社の株式を含む証券やその他金融商品の売買や引き受けを勧誘する目的で使用されたり、あるいはかかる取引の勧誘とみなされるべきものでもありません。また、この資料はいかなる投資家に対しても投資助言を行うものではありません。
- ▶ この資料に掲載された情報や意見は、公開情報を含め、北越製紙が信頼できると判断した情報源から入手しておりますが、北越製紙はその正確性、完全性、適切性を保証するものではなく、また本資料中に掲載した資料を使用した場合に生じた損害・損失について、北越製紙は一切の責任を負いかねます。北越製紙はこの資料の中の情報と一致しなかったり、異なる意見を示す他の資料を発行している場合もあります。
- ▶ この資料に記載された情報、意見および業績予想は、北越製紙がこの資料を作成した時点の判断を反映しており、変更される場合もあります。過去の実績は将来の業績を示唆または保証するものとみなされるべきではなく、また北越製紙は、将来の業績に関する表明または保証は、明示的、暗示的にかかわらず一切行いません。

本資料の要約と結論

2006年8月1日、王子製紙は弊社に対する株式の公開買付けを開始する旨を公表致しました。弊社取締役会は、既に2006年8月2日付のプレスリリースの通り、弊社の株主価値を毀損する可能性が高い本公開買付けに対して反対の意向を表明しています

▶ 本資料の要約

- 弊社は創業以来約100年間、自主独立の経営体制の下、効率経営と地域との共生を通じた中長期的な株主価値の向上を目標に経営にあたってきました
- さらに、2006年5月18日に発表させて頂いた弊社新潟工場における塗工紙生産設備の増設(N9計画)を通じて、弊社は今後新たな成長ステージを切り拓く決意を新たにしています
- 今回王子製紙により一方的に公表された経営統合案は、弊社がこれまでよりどころとしてきた企業理念と価値創造モデルの否定につながり、成長を阻害するものと判断しています
- さらに、王子製紙の提案する買付価格は、弊社の成長計画を意図的に反映させず、弊社の中長期的な株主価値を有利な条件のもと自社に取り込もうとする意図に基づき算定されたものです

弊社株主及び投資家の皆様におかれましては、弊社の企業価値向上のためのこれまでの取り組み及び将来性に関してご理解を賜りますと共に、弊社に対するこれまでと変わらぬご支援をお願い申し上げます

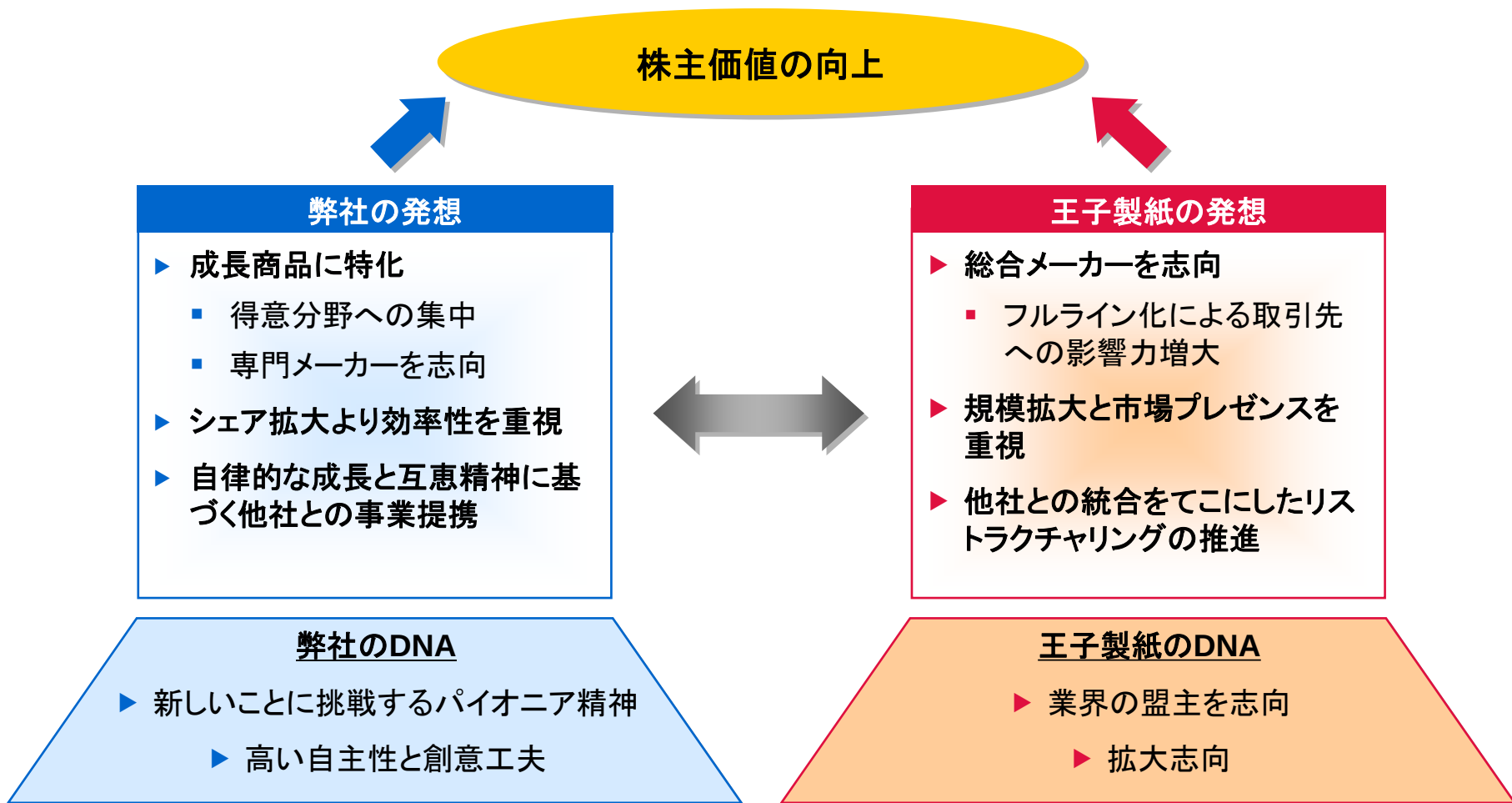
弊社の価値創造モデル～効率経営による株主価値最大化



弊社は成長商品に特化した効率経営により、株主価値の最大化を図ってきた企業

弊社と王子製紙のDNA

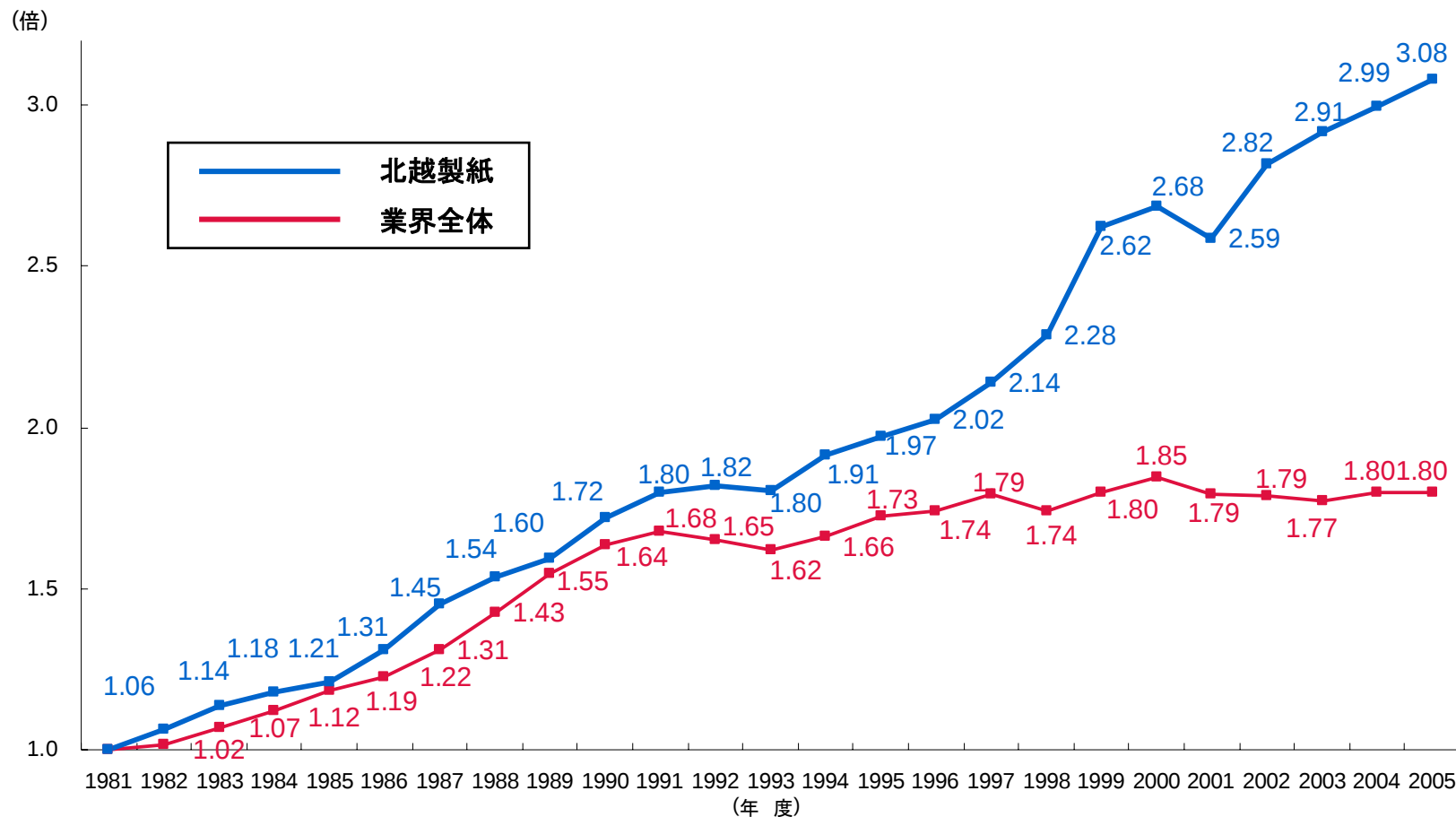
弊社と王子製紙は株主価値向上のための発想が全く異なる



王子製紙の一方的な提案は、弊社のDNAの崩壊につながる危険をはらんだ内容

持続的成長の実績

弊社および業界全体の紙・板紙販売数量の推移



出所: 日本製紙連合会
注: 数値は1981年を1.0とした指数表示

弊社はこれまで効率経営を推進し、他社を凌駕する成長を実現

本資料の概要

- 1 弊社の現状について
- 2 中長期的な経営計画について
- 3 王子製紙による提案の問題点
- 4 弊社バリュエーションの視点

1. 弊社の現状について

独自成長の歴史

明治40年5月	長岡市に北越製紙(株)を設立
明治41年10月	長岡工場で板紙の製造を開始
大正3年7月	新潟市に北越板紙(株)を設立
大正6年2月	北越板紙を合併、新潟工場と称す
大正9年12月	市川工場を建設、上質紙の製造を開始
昭和24年5月	東京証券取引所に株式を上場
昭和39年6月	新潟工場が新潟地震により被災 ― 激しい労使間の対立(経営陣:人員整理 vs 組合:ストライキ)
昭和45年3月	労使共同宣言 ― 長く続いた対立の時代に終止符 ― 生産性運動の実践
昭和46年10月	勝田工場を新設
昭和61年7月	新潟工場に上・中質塗工紙抄紙機(6号機)を新設 ― 本格的な拡大発展のスタート
平成2年9月	新潟工場に上・中質塗工紙抄紙機(7号機)を新設
平成10年7月	新潟工場に上質塗工紙抄紙機(8号機)を新設、ECFパルプを生産開始
平成12年4月	市川工場と勝田工場を組織統合し、関東工場と称す
平成15年8月	旧日本加工製紙(株)の茨城工場勝田を取得
平成16年10月	新潟県中越地震により長岡工場が被災 ― 昼夜を問わない復旧作業により、約1週間で操業再開

効率経営の源泉

弊社の特徴と強み	概要
1. 製品の選択と集中	▶ 主力製品：印刷情報用紙、白板紙、特殊紙の3部門 ▶ 印刷情報用紙の中でも、最も成長性の高いコート紙が約2/3を占める
2. 業界トップの生産性	▶ 国内3ヶ所の工場および4つの製造部門による集中生産を実施 ▶ 新潟工場は、印刷情報用紙製造工場としては国内第1位の生産規模と効率を誇る
3. 独自の技術	▶ 常に新しい技術に挑戦するパイオニア精神 ▶ 数々の業界初の試みを実現させ、業界をリード
4. 他社を凌駕する収益力	▶ 国内大手紙・パルプメーカーの中で最も高い収益力 ▶ 紙・パルプ業界において、2004年度まで13期連続で経常利益率国内トップを記録（連結）
5. 理想的な生産・物流拠点	▶ 国内の紙・板紙のうち、約60%を消費する関東圏に近い新潟に生産拠点を有する ▶ 顧客のニーズに合わせた機動的な生産体制
6. 高い財務安定性	▶ D/Eレシオは0.65倍 ▶ 国内の同業他社と比較して、圧倒的に高い財務安定性
7. 高マージンを実現する営業販売体制	▶ 多様化するユーザー・ニーズへの迅速な対応 ▶ きめ細かいサービスにより高マージンを実現

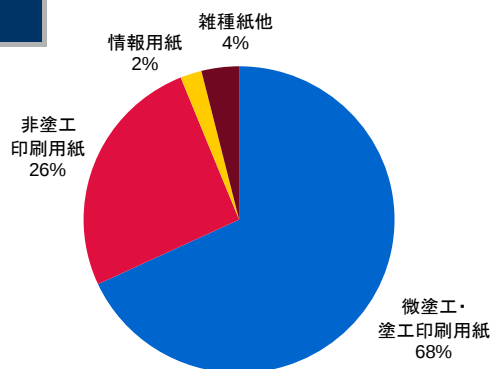
1. 製品の選択と集中

最も成長が著しいコート紙に経営資源を集中投下

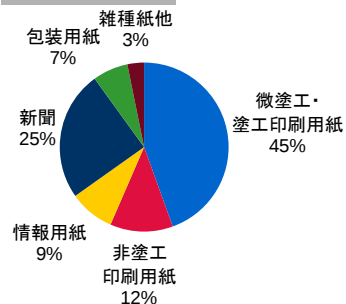
- ▶ 王子製紙、日本製紙の2大製紙メーカーと比較して、注力製品を絞り込む弊社の経営戦略は特徴的
- ▶ 特に、成長率が高いコート紙へ経営資源を集中し、品質・価格競争力にも市場からの高い評価

コート紙への経営資源の集中

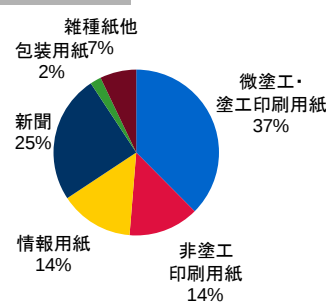
弊社



王子製紙



日本製紙

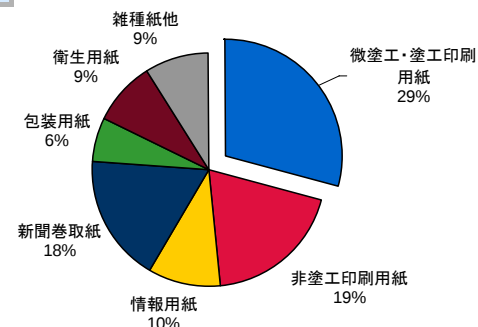


出所：日本製紙連合会
 注1：2005年(暦年)洋紙生産実績
 注2：コート紙＝微塗工・塗工印刷用紙

成長著しいコート紙

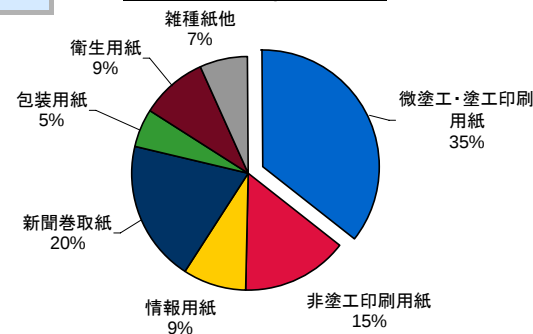
1995年

市場規模：17,470(千t)



2005年

市場規模：18,900(千t)

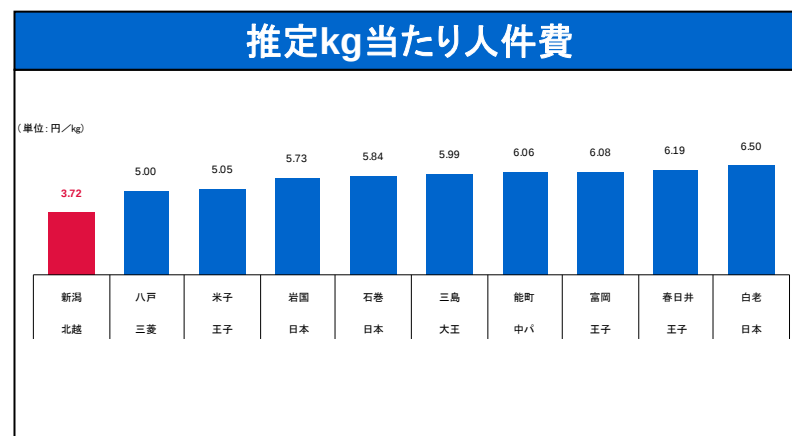
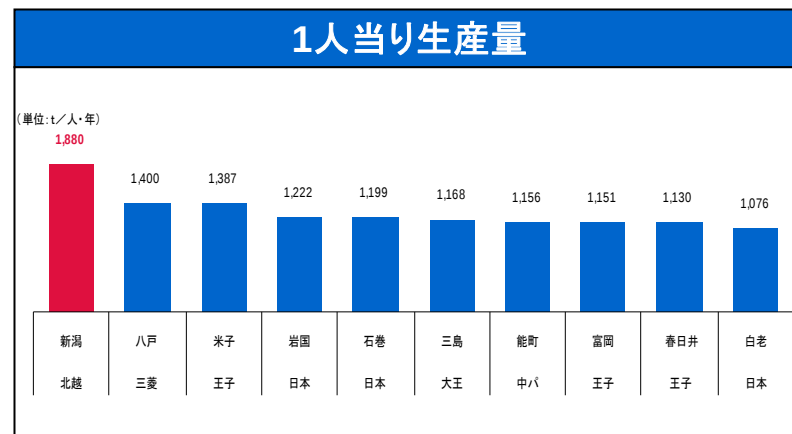
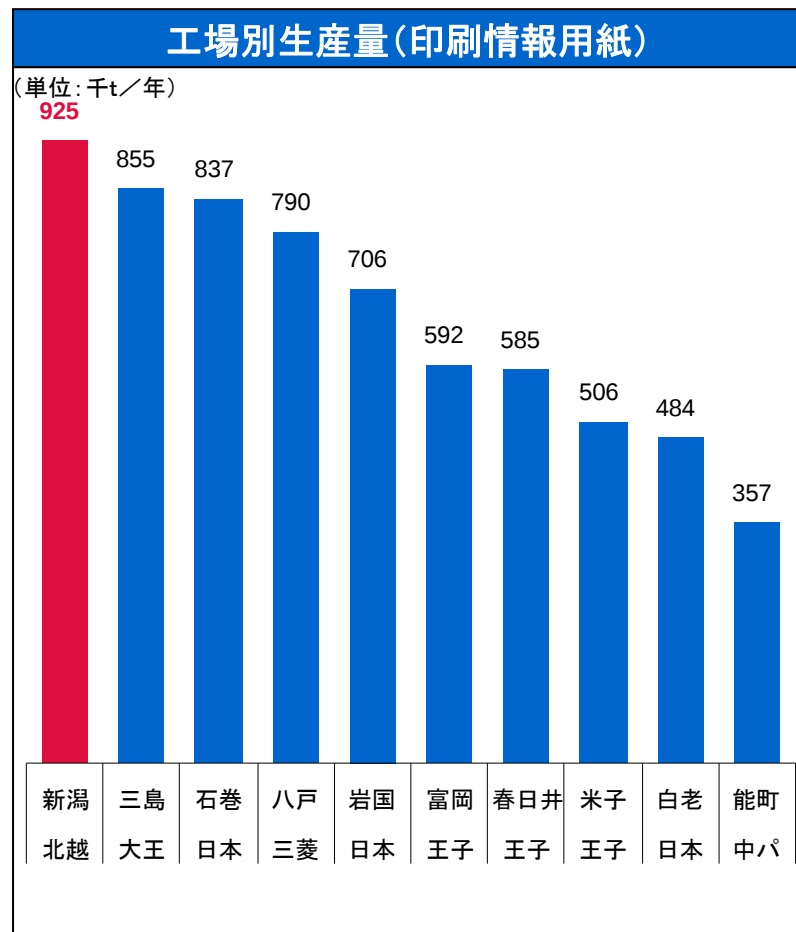


出所：日本製紙連合会
 注：コート紙＝微塗工・塗工印刷用紙

製品の「選択と集中」を通じて、効率経営を確立

2. 業界トップの生産性

競合他社を上回る生産性を誇る弊社新潟工場



出所: 日本製紙連合会、公開情報より弊社作成
 注1: 2005年(暦年)実績
 注2: 1人当たり人件費7,000千円/年として計算

3. 独自の技術

新しいことに挑戦する弊社のパイオニア精神が生み出した主な独自技術

▶ 両表面の白板紙

- 構造上裏表が生じる板紙に関し、世界初の両表面の白板紙を新潟4号機で生産開始（1968年）

▶ オンマシンコート

- 従来オフコーターで行われていたA3グレードのコート紙の生産に関し、世界初のオンマシンコーティングを新潟6号機で導入（1986年）
- オフコート品と同等の品質を有するA2グレードのコート紙の生産開始。同製品は、省スペース・省力化を通じて弊社のコスト競争力を支える（1990年）

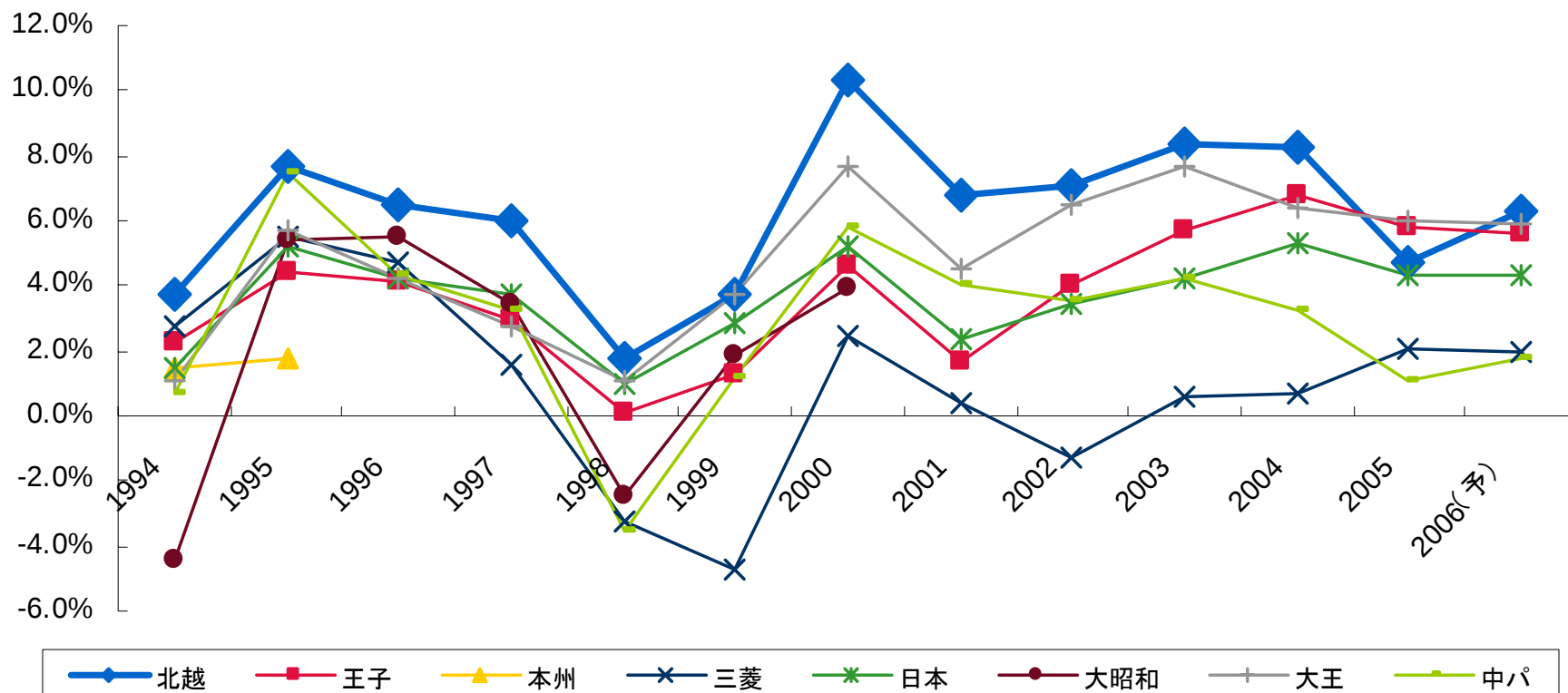
▶ ECF

- 国内で初めてクラフトパルプ漂白の全量ECF化を実施（2000年）
- 環境負荷の大幅な低減を実現

弊社が独自に開発した数々の先進的な技術は、弊社の競争力の源泉

4. 他社を凌駕する収益力

紙・パルプ製造各社の経常利益率(連結ベース)の推移



出所 公開情報

注1) 大王、中パは1999年度より連結公表

注2) 王子の1993-1995年は新王子

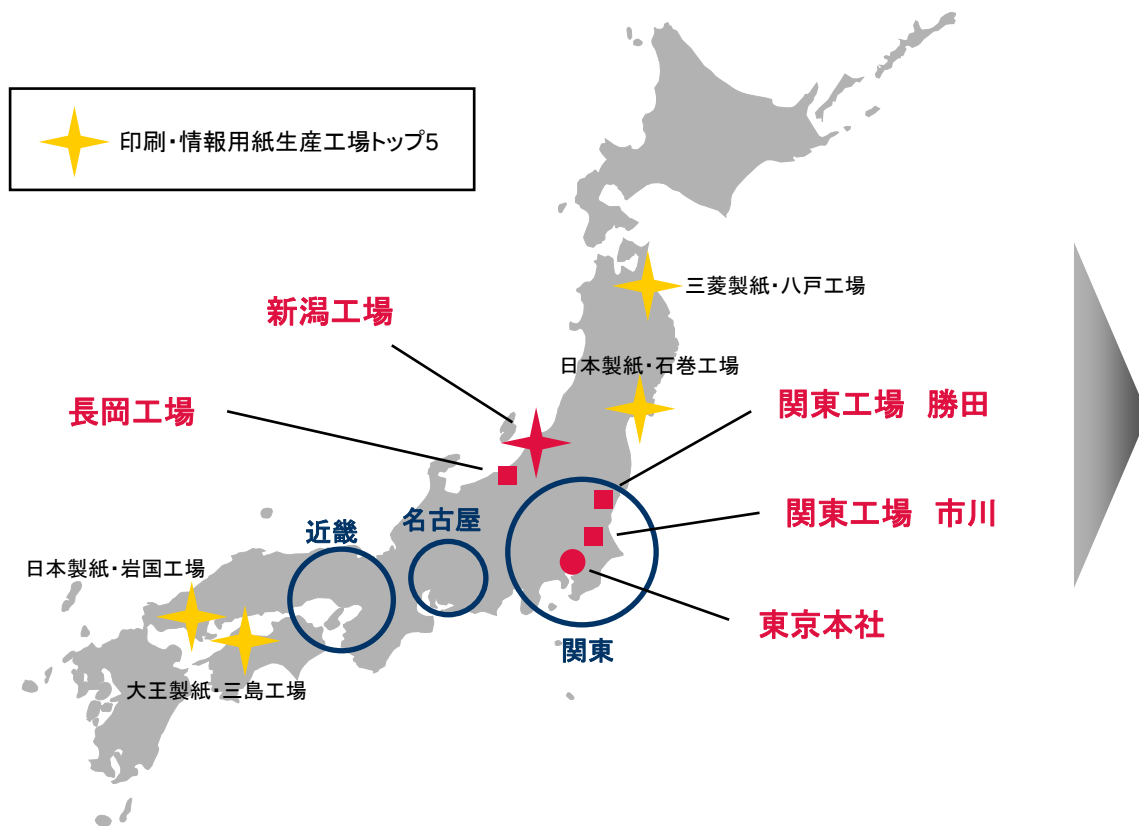
注3) 日本の1992年は十条製紙、1993-2000年は日本製紙、2001-2002は日本ユニパック

得意な製品に集中し、効率的な経営を実践する弊社は2004年度まで13期連続で業界トップの利益率

5. 理想的な生産・物流拠点

消費地に近い生産拠点により、顧客のニーズに合わせた生産・物流体制を構築

- ▶ 紙・板紙の地域別需要 : 関東60%、近畿21%、名古屋9%
- ▶ 古紙地域別発生比率 : 関東45%、近畿15%、名古屋9%



理想的な生産拠点

- ▶ 顧客ニーズに合わせた機動的な生産
- ▶ きめ細かな顧客サポート
- ▶ 物流におけるコストメリット

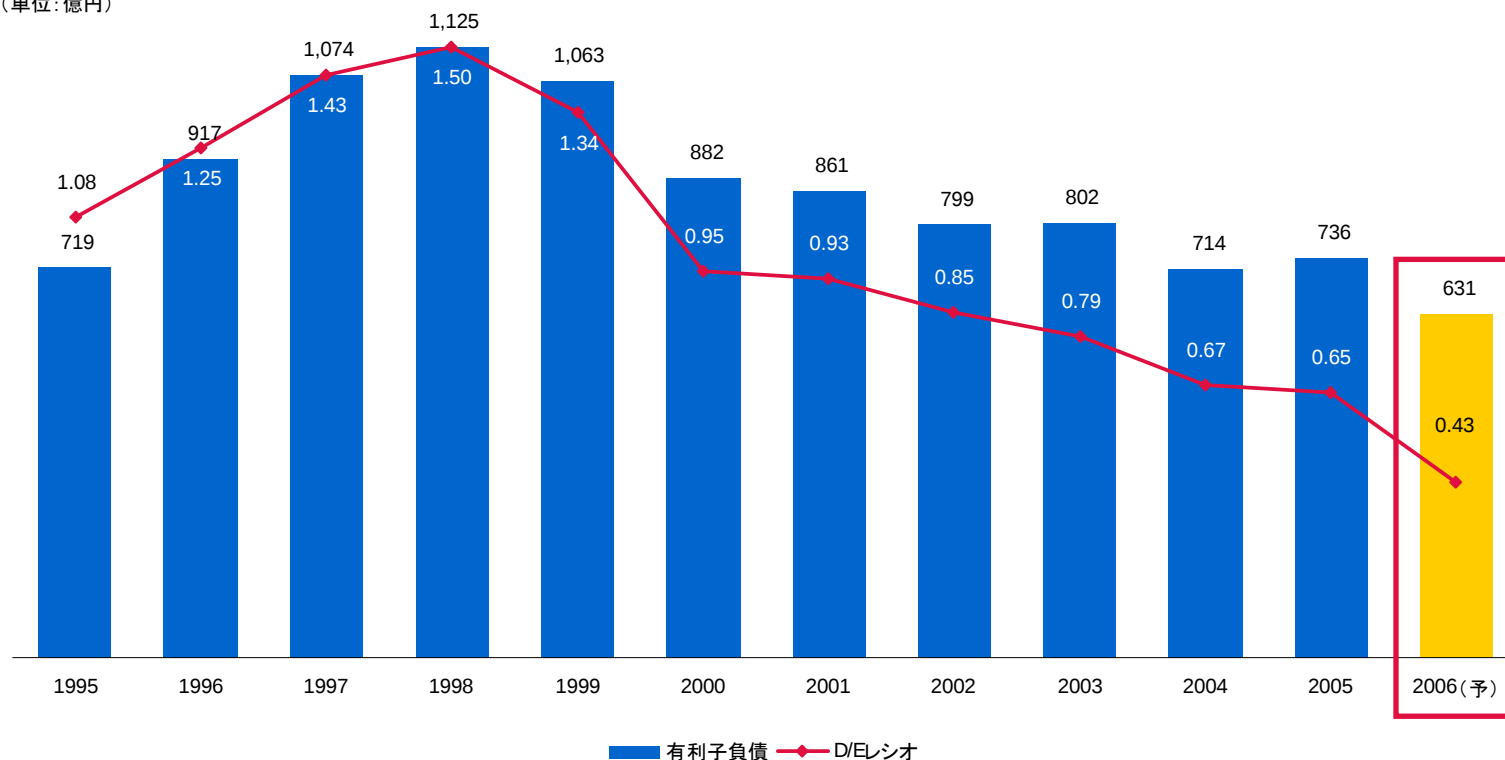
消費地へのアクセスを活かした理想的な生産・物流体制を確立

6. 高い財務安定性

同業他社比較で群を抜く財務安定性

- ▶ ゼロ金利解除下での財務安定性の確保は重要な課題
- ▶ 有利子負債の金額は98年の1,125億円をピークに736億円まで減少
- ▶ 結果として、現在の弊社のD/Eレシオは0.65倍と国内同業他社⁽¹⁾平均の1.69倍を大きく下回る

(単位: 億円)



弊社が中期経営計画で目標として設定しているD/Eレシオ0.6は達成圏内

(1) 国内同業他社: 王子製紙、日本製紙、大王製紙、三菱製紙、中越パルプ工業、レンゴー、紀州製紙、三島製紙

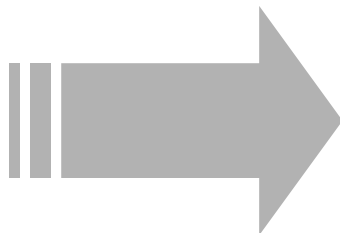
7. 高マージンを実現する営業販売体制

弊社の強みを活かした顧客重視の営業販売

- ▶ 多様化するユーザー・ニーズへの対応

ユーザー要請

- ▶ 品質条件
 - 軽量化
 - 高不透明度
 - 高印刷適性
 - 安定性
- ▶ 納入条件
 - 必要量を
 - 適正価格で
 - 適時迅速に



弊社の強み

- ▶ 同一工場に4基のオンコーターマシン(6-8号機+N9)
 - 同一原材料による品質の安定
 - 余力を持った供給体制
 - 柔軟な抄造サイクル
 - オンコーターマシンによるクイックレスポンス
 - 市場に近いことによるクイックデリバリー

顧客ニーズに迅速に対応し、きめ細かいサービスを提供することで高マージンを実現

2. 中長期的な経営計画について

J-100計画(2007年度経営目標)の概要

(単位: 億円)

項目	実績			予測	
	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度
売上高	1,476	1,512	1,537	1,580	1,685
経常利益	125	125	72	100	170
経常利益率	8.4%	8.3%	4.7%	6.3%	10.1%
ROA(経常利益ベース)	5.5%	5.7%	3.1%	4.5%	7%<
D/Eレシオ	0.8	0.7	0.6	0.6	<0.6
EBITDAマージン	17.9%	17.1%	13.4%	18.4%	18%<

注: 2006-2007年度のD/Eレシオ・ROA見通しは、三菱商事への第三者割当増資による影響を除く

2007年度経営目標へのアプローチ(対2005年度実績)

- ▶ 売上高 : +148億円
 - 紙製造関連 : 100億円
 - 紙加工関連 : 33億円
 - その他 : 15億円
- ▶ 経常利益 : +98億円
 - 原価低減+バイオマス発電 : 36億円
 - 生産販売数量増 : 26億円
 - 固定費の削減 : 25億円
 - 価格条件他 : 11億円

弊社は2007年度を最終年度とするJ-100計画に取り組み中

J-100計画(2007年度経営目標)達成へ向けて

J-100計画達成のためのキーポイント	
新潟工場	▶ 洋紙改造効果(3万t/年の増産) ▶ バイオマス発電によるコスト削減 ▶ 塗工紙の薬品コストの削減
長岡工場	▶ 工場再構築(研磨原紙の増産) ▶ IT関連素材の拡販 ▶ 購入燃料をガスに転換することによるコスト削減
関東工場	▶ 市川工務部での白板紙改造効果(4千t/年) ▶ 勝田工務部でのバイオマス発電による効果 － 売電事業のフル寄与(2006年8月開始予定、2007年度よりフル寄与) － 紙生産工程でのエネルギーコスト削減 ▶ キャストコート紙の拡販 ▶ 板紙部門の生産体制再構築
グループ会社	▶ 北越パッケージ － 加工紙設備の更新による販売増加 － 特殊コーター、神奈川工場稼働率向上 ▶ 丸大紙業取扱い量増加

上記施策を実施することにより、J-100計画は達成される見通し

N9が切り拓く新たな成長ステージ

2007年度に終了するJ-100計画の達成後、弊社は2008年度に稼動が予定されているN9を通じた新たな成長ステージに入る

- ▶ N9は、弊社が過去20年間で積み重ねてきたオンコーター抄紙機の開発実績（新潟6号機、7号機、及び8号機）の延長線上に位置づけられるもので、弊社がこれまで蓄積してきたノウハウを活かし、新たな飛躍を果たすための原動力
- ▶ N9の設備コンセプト

より高品質

- ▶ 全ての作業をOn-Lineで（原紙→塗工→カレンダー）

より速く、広く

- ▶ Wire幅10メートル
- ▶ 生産能力350千トン

より省資源、活資源

- ▶ バイオマスエネルギーの活用

- ▶ N9のインパクト（弊社の事業計画：2007年度－2011年度）

（単位：億円）

項目	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度
売上高	1,685	1,755	1,865	1,965	2,015
経常利益	170	154	158	186	205
EBITDA	290	299	318	348	363
N9稼動	—	稼動開始（30%）	本格稼動（60%）	本格稼動（85%）	フル稼働

注：上記計画は現時点での予測であり、弊社は2008年3月頃にN9を含めた「J-100計画」の次のステージの中期経営計画を正式に発表する予定

N9計画の概要

2006年5月18日、弊社は新潟工場における塗工紙生産設備の増設を発表

- ▶ 長期的な視点に立ち、品質とコストにおける国際競争力の一層の強化を図る
- ▶ 新潟工場における4基目のオンマシンコーター
- ▶ 弊社製品に対する大きな需要を頂いた結果、不足が生じていた生産能力の増強が必要と判断
- ▶ 国内市場に及ぼす影響を考慮し、以下の方針を設定
 - 国内外企業に向けたOEM(相手先ブランドによる製造)
 - 国内外の企業の垣根を超えたスクラップ&ビルド
 - 新規の海外ユーザーの開拓

新設備の概要

- | | |
|-----------|--|
| 1. 設置場所 | : 弊社新潟工場(新潟県新潟市) |
| 2. 運転開始時期 | : 2008年末(平成20年末) |
| 3. 生産品種 | : 軽量コート紙 |
| 4. 設備内容 | : 抄紙・塗工の型式オンマシンコーター
ーワイヤー幅10 m
ー年産能力350 千トン
関連設備
ーパルプ工程増強
ー仕上関連設備 |
| 5. 投資金額 | : 550億円 |

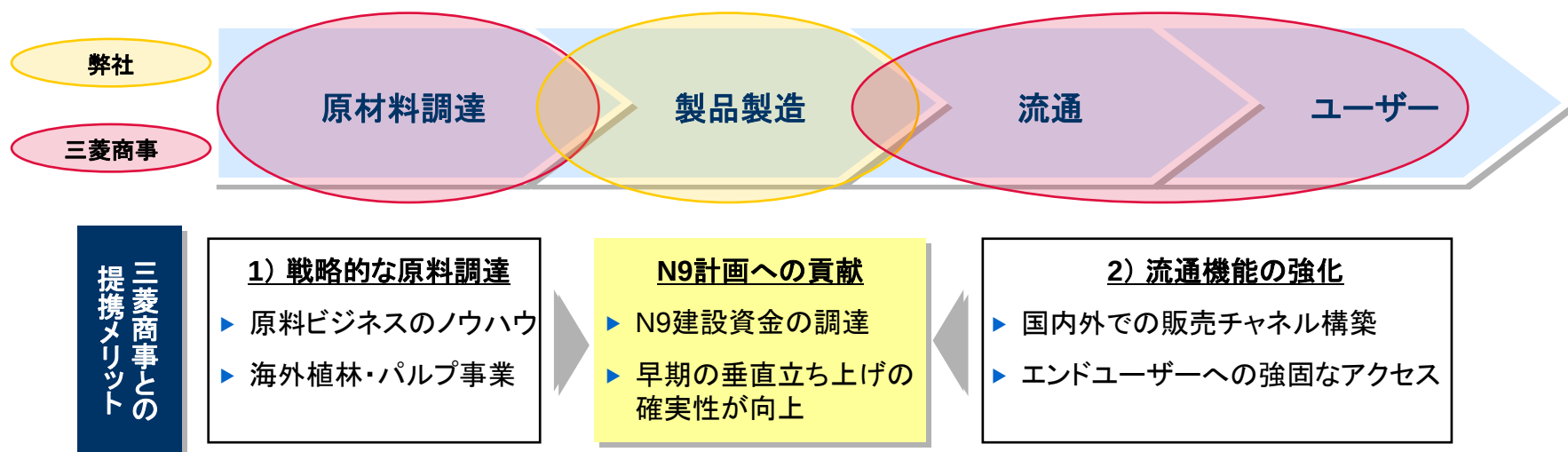
N9計画に関する資金調達と三菱商事との業務提携

▶ 資金調達

- N9計画総資金需要550億円中、約300億円のエクイティ調達
 - 財務体質の健全性の維持
 - 今後の借入金利上昇への抵抗力の保持

▶ 業務提携

- 総合商社である三菱商事との提携により、紙・パルプのバリューチェーン全体における補完効果を実現
- 事業会社としての三菱商事の資金力、投資ノウハウを活用し、グローバルにバリューチェーンを強化



三菱商事への増資および業務提携は、N9計画を柱とする弊社の新たな成長ステージをより確実化

1) 原料の戦略的調達

グローバルなネットワークと長期的視野に立った安定的な原料調達により、N9計画による急成長を担保

▶ チップ・植林事業

- 三菱商事が南米・豪州等で培った植林およびチップ製造業に関するノウハウ・資金力を活用
- 両社合同の新規プロジェクトを通じ、安定した原料供給体制を確立
 - チップ共同傭船
 - 三菱商事の既存事業への参画
 - 植林の多角的活用

▶ パルプ事業

- 三菱商事が有するパルプ製造・販売に関わるノウハウを活用し競争力のあるパルプ資源を調達
- グローバルなパルプ市況情報の獲得・活用

▶ 副原料事業

- 三菱商事が海外での採掘事業に直接投資する、コート紙の重要原料カオリンクレーを安定的に確保
- グラスファイバー等副原料素材についても、総合商社のグローバルなソーシング機能により、柔軟な調達が可能

製紙メーカーの課題である安定的・戦略的な原料調達の実現が可能

2) 流通機能の強化

安定成長に移行した国内市場での商権構造の強化と成長市場である海外への本格参入

▶ 中国・東南アジア市場

- 三菱商事が長年にわたって構築した販売網、中国で展開するITサポート、物流サービス事業等を活用した拡販

▶ 北米市場

- 世界最大市場である北米への本格参入には在庫、加工、代金回収といった流通機能が必要
- 既に同市場におけるマーケティングを開始している三菱商事の知見と流通ノウハウを活用

▶ 国内市場

- 紙専門流通業者が持たないエンドユーザー起点の開発提案力による新規顧客開拓

▶ OEMの推進

- OEM生産を含む海外アライアンス構築に三菱商事の信用力と総合力を活用
- OEMの推進によりN9の早期立ち上げと得意分野への集中戦略をさらに強化

メーカーにとって国際競争力向上の生命線となる流通機能の強化が可能

3. 王子製紙による提案の問題点

本提案の背景

本提案の背景は、健全な競争を阻害する行為

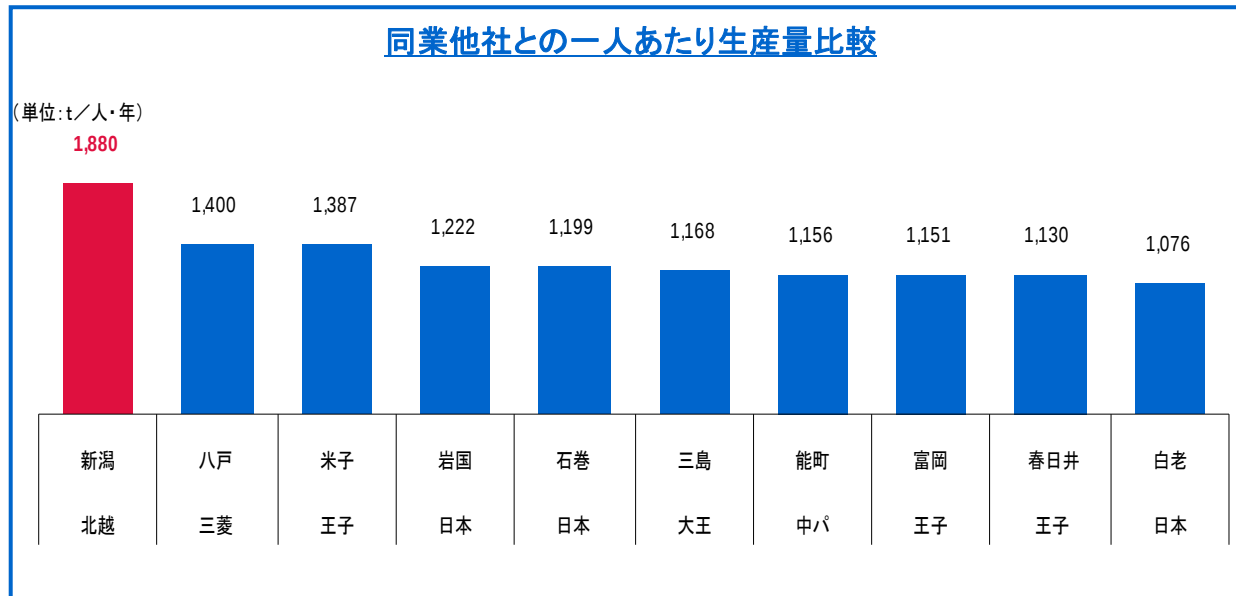
- ▶ 弊社と王子製紙は、国際競争力の向上に関して数年来議論を実施
- ▶ その中で、弊社が建設を計画している最新鋭のN9に関し、王子製紙は製品の需給悪化が好ましくないとして、弊社に対して建設中止を継続的に要求
- ▶ 王子製紙の弊社に対するこの要求は終始強圧的なものであり、健全な競争を阻害するもの
- ▶ N9建設正式発表後、王子製紙は、弊社の当該工場と首都圏へのアクセスを取り込む方針に転換し、7月23日に一方的に経営統合案、8月2日に公開買付けを開始

王子製紙による提案の背景は、自社の意に沿わずにN9建設を決定した弊社に対する不当な圧力

王子製紙の提案における問題点①

▶ 事業の効率化や資源確保は業界再編なしでも可能

- 紙・パルプ製造企業が競争力を維持するために必要なことは、個別の工場単位でみた競争力を維持・向上させること
- 弊社は既に単独で事業効率化を実現しており、王子製紙との経営統合を必要としない
- 資源確保についても、弊社は三菱商事を含む様々な企業との連携により対応可能
- 非効率な設備を抱える王子製紙との経営統合は弊社にとってマイナス



出所: 日本製紙連合会、公開情報より弊社作成
注: 2005年(暦年)実績

王子製紙の提案における問題点②

▶ スクラップ&ビルドについては王子製紙独自の問題

- 王子製紙は、弊社のN9建設と王子製紙の小型老朽設備のスクラップを組み合わせるのではなく、自ら中国南通新工場を含めたスクラップ&ビルドを行い、競争力底上げを図る企業努力が必要
- 王子製紙は自らの工場のスクラップに関する具体的施策と、それが自社の株主、顧客、従業員、地域社会に与える影響を公表すべき
- 王子製紙のリストラの受け皿の役割を担うことは、弊社の製造・販売政策における自由度を奪い、弊社のステークホルダーにとって価値向上の阻害要因となる

王子製紙の提案における問題点③

▶ 経営統合なしでも提携効果は実現可能

- 弊社は独立した企業間の互惠精神に基づく提携によって、十分な効果を実現した実績を有する(三菱製紙との包括業務提携/ 2000年7月～2005年7月)
- 「まず事業統合ありき」という王子製紙の手法とは一線を画しており、経営統合は弊社にとって提携効果を得るための唯一の選択肢ではない
- 実際、日本製紙のように弊社の自主独立の経営体制を尊重したうえで提携を模索したいという企業も存在し、弊社はそのような提携関係は前向きに検討する方針

三菱製紙との包括業務提携の概要

以下の分野における提携効果を実現

- ▶ 原材料調達コストの削減
- ▶ 製造・販売コスト削減
- ▶ 生産・販売数量の増加

⇒ 両社合計で55億円/年のメリットを達成

王子製紙の提案における問題点④

▶ 新潟工場のみに焦点をあてた提案

- 経営統合案における事業運営方針及び従業員政策の中で王子製紙は、長岡工場および関東工場（市川工務部、勝田工務部）について一切言及していない
- さらに、王子製紙は今回の経営統合の目的として、同社の生産体制が手薄な東北から北陸地域における拠点を取得することを明言
- 一方で、両工場は弊社にとって重要な生産拠点であり、利益の源泉
 - 関東工場は白板紙の重要な生産拠点
 - 長岡工場は利益率の高い高付加価値製品の生産拠点
- 経営統合後、中長期的には、新潟工場以外の弊社生産拠点がリストラの対象とならない保証はなく、弊社の多様なステークホルダーの価値を毀損するおそれ

王子製紙の提案は新潟工場の分割要求に過ぎず、弊社全体の価値の毀損につながる

王子製紙の提案における問題点⑤

▶ ユーザーに対する製品の安定供給に関するリスク

- 紙・パルプ製品を複数のメーカーより調達する方針を採用するユーザーにとっては、王子製紙と弊社の経営統合により、調達先の選択肢が狭まる結果となる
- 多くのユーザーにとって、紙・パルプ製品の安定的な調達は極めて重要な死活問題
- 仮に経営統合が実現した場合には、複数のメーカーからの調達を行っているユーザーが当社から離反する可能性
- シェアの問題について、公正取引委員会から弊社に対して接触があり、弊社は必要な資料を提出するなどして任意調査に協力している

「(ティッシュペーパーの箱などに使う)白板紙の価格を上げられ、印刷会社や消費者に悪影響が出る。独占禁止法違反だ。」

—2006年8月5日付、新潟日報掲載の大王製紙 井川副社長インタビューより—

「王子製紙・北越製紙の市場占有率は(中略)独占禁止法に抵触するのではないかとと思われる。(中略)印刷業界にとって大変不利益となる経営統合には、日本印刷産業連合会として絶対反対を表明するものであります。」

—2006年8月8日付、社団法人日本印刷産業連合会のプレスリリースより—

王子製紙の提案では、ユーザー視点から見たデメリットが全く考慮されていない

王子製紙の提案における問題点⑥

▶ 地域社会へのメリットに関する具体的提案の欠如

- 従業員政策に関して、王子製紙は雇用の安定と地域への貢献を挙げているが、これは元来弊社が単独でも行っていること
- また、主に雇用と経済待遇の議論に留まり、地域との共生といった弊社の強みを支えている企業文化的な側面に対する認識が不明

弊社の地域社会への貢献

▶ 地元企業としての貢献

- 納税を通じた地域への貢献
- 長岡の戦後復興に貢献
- 科学博物館と積雪科学館の創設、北越製紙明星学園
- 新潟東港の利用促進（環日本海のインダストリアルハブポートとして）
 - ー 原料チップ他の資材取扱い港から、製品出荷拠点への拡大

▶ 災害復興支援

- 2004年7月13日水害におけるボランティア活動支援
- 2004年10月23日新潟県中越地震における災害復興支援

▶ 文化講演会

- 地元地域への文化貢献と出版事業に対する後援

王子製紙の提案における問題点⑦

▶ 王子製紙の中国事業に関する記述の不在

- 経営統合案においては、王子製紙が実質的に日本市場と一体化されつつあると主張する東アジア市場に関する事業計画については一切述べられていない
- とりわけ、王子製紙は中国において巨額の投資を予定しており、連結経営上大きなインパクトを持つ当該事業の帰趨に関する記載が一切ないことは極めて不自然

弊社から見た王子製紙の中国事業に関するリスク

▶ 設備投資(公開情報より)

- 19億米ドル
 - ー 計画の遅れにより、それ以上の金額となるリスクも存在
- 抄紙機2基(40万t X 2基)、パルプ1系列(70万t級)

▶ 想定されるリスク

- 不確定な販路と代金回収リスク
- 既にAPP中国、チェンミン等の地元企業が高いシェアを占める地域に後発で参入することによるリスク
- 中国国内の物流網の整備状況が不明
- 十分な原材料調達が可能か
- 環境保全について現地で要求されるレベルが不明
- 地域住民の理解
- 高額の投資であり、財務体質が悪化するリスク

弊社が、王子製紙の中国事業に関するリスクにさらされるおそれ

経営統合案の抱える大きなリスク

弊社としては、王子製紙の傘下に入ることに関する主なリスクとして、以下の要因を想定
(全て2009年度予測ベースの税前利益で試算)

- ▶ 弊社に関する詳細な情報を持たない王子製紙が、デューディリジェンスなしに主張する統合メリットは、極めて表面的な情報に基づいている
- ▶ 弊社による試算では、統合によるデメリットは合計でマイナス134～179億円と想定される

王子製紙の経営統合案

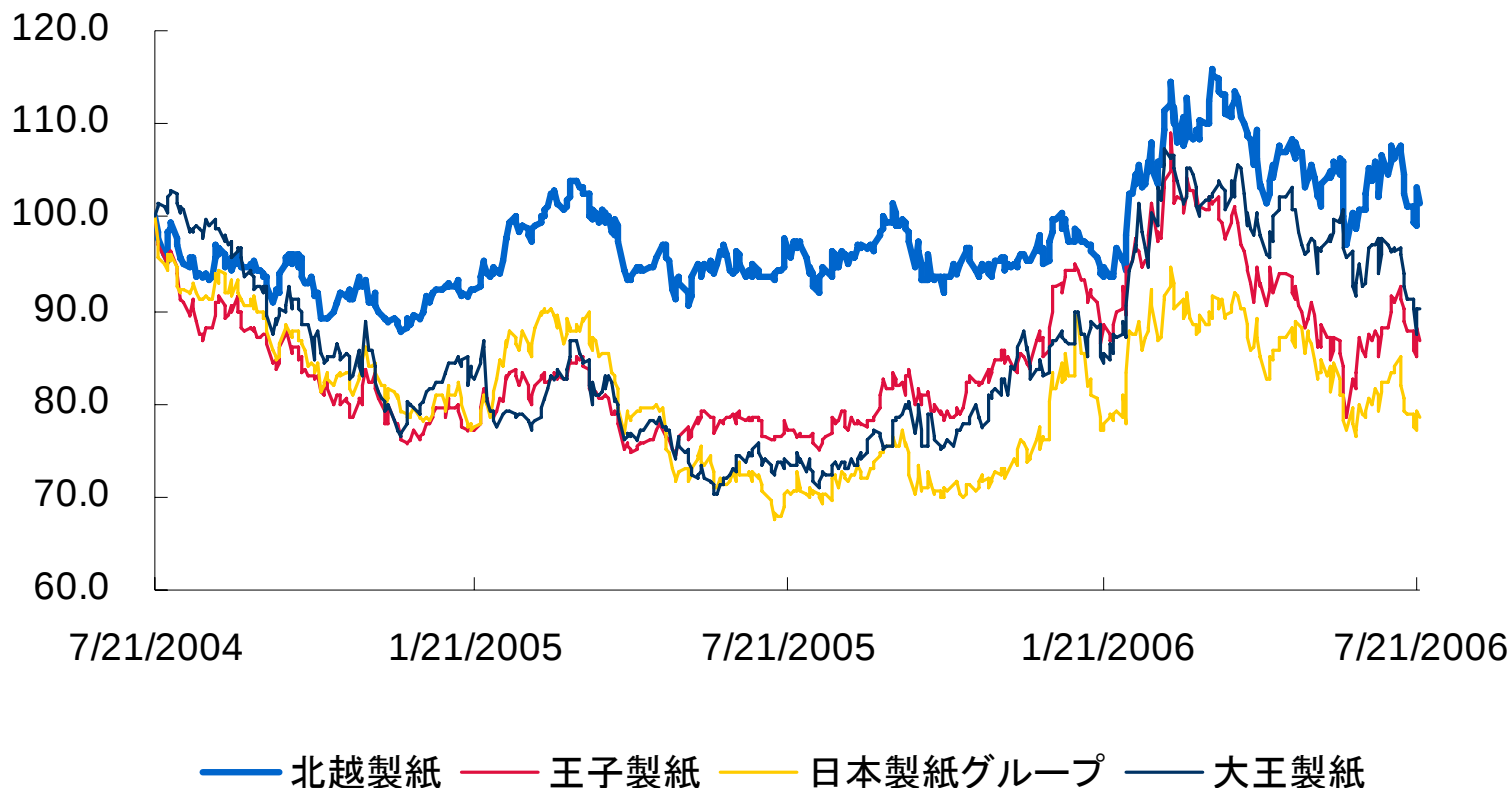
▶ 弊社と王子製紙の間でスクラップ&ビルドを実施することによる減産	: 推定 ▲60～▲105億円
▶ 独占禁止法に抵触することによる事業売却/生産調整等	: ▲17億円
▶ 生産性の低下(従業員の士気低下等)	: ▲32億円
▶ ユーザーからのシェア調整リスク	: ▲15億円
▶ 物流コスト削減策による顧客喪失リスク	: ▲10億円
統合によるデメリット小計	: ▲134～▲179億円

王子製紙の経営統合提案は、内容的に多くの問題点があるだけでなく、
経済的にも合理性を欠くもの

4. 弊社バリュエーションの視点

過去2年間の弊社の株価パフォーマンス

中長期的な株主価値の向上を目標とする弊社の経営方針は、投資家の皆様のご理解を頂いてきたと自負



出所: Factset

注1) 2004年7月21日を100とする指数表示

紙・パルプ製造業界の上位3社(王子製紙、日本製紙グループ、大王製紙)との過去2年間の株価パフォーマンスの比較においても、弊社は他の3社をアウトパフォーム

王子製紙による弊社評価の問題点

王子製紙のバリュエーションに関する議論

- ▶ 王子製紙は、弊社の2006年度および2007年度の予測EBITDAおよび予測純利益(I/B/E/S予測)に基づくバリュエーション(マルチプル法)により、買付価格を正当化しようとしている

弊社の反論

- ▶ 王子製紙はN9を無視
 - 王子製紙による弊社のバリュエーションは、弊社の新しい成長ステージの原動力であるN9(2008年度より稼動開始)を意図的に無視
- ▶ 短期的視野
 - 王子製紙の提案する公開買付価格は、弊社の中長期的な企業価値が全く反映されておらず、短期的な視野に立ったもの

弊社の事業計画(2006－2010年度)

(単位: 億円)

項目	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
売上高	1,580	1,685	1,755	1,865	1,965
EBITDA	213	290	299	318	348
純利益	52	95	86	88	105

王子製紙が意図的に無視した
N9を含む弊社の計画数値

王子製紙が提案する公開買付価格800円は、弊社の中長期的な企業価値を正に反映していない

弊社の株式価値に関する考え方

弊社が目指す将来の姿

- ▶ 弊社は、2008年度に稼働開始が予定されているN9による増産を成長の柱と位置づける
- ▶ N9の垂直立ち上げの意義が認識されることで、弊社の市場評価はさらに大きくなると考えられる
- ▶ 積極的な設備投資を実施する弊社の株式価値は、N9計画を織り込んだEBITDAマルチプルで評価することが合理的

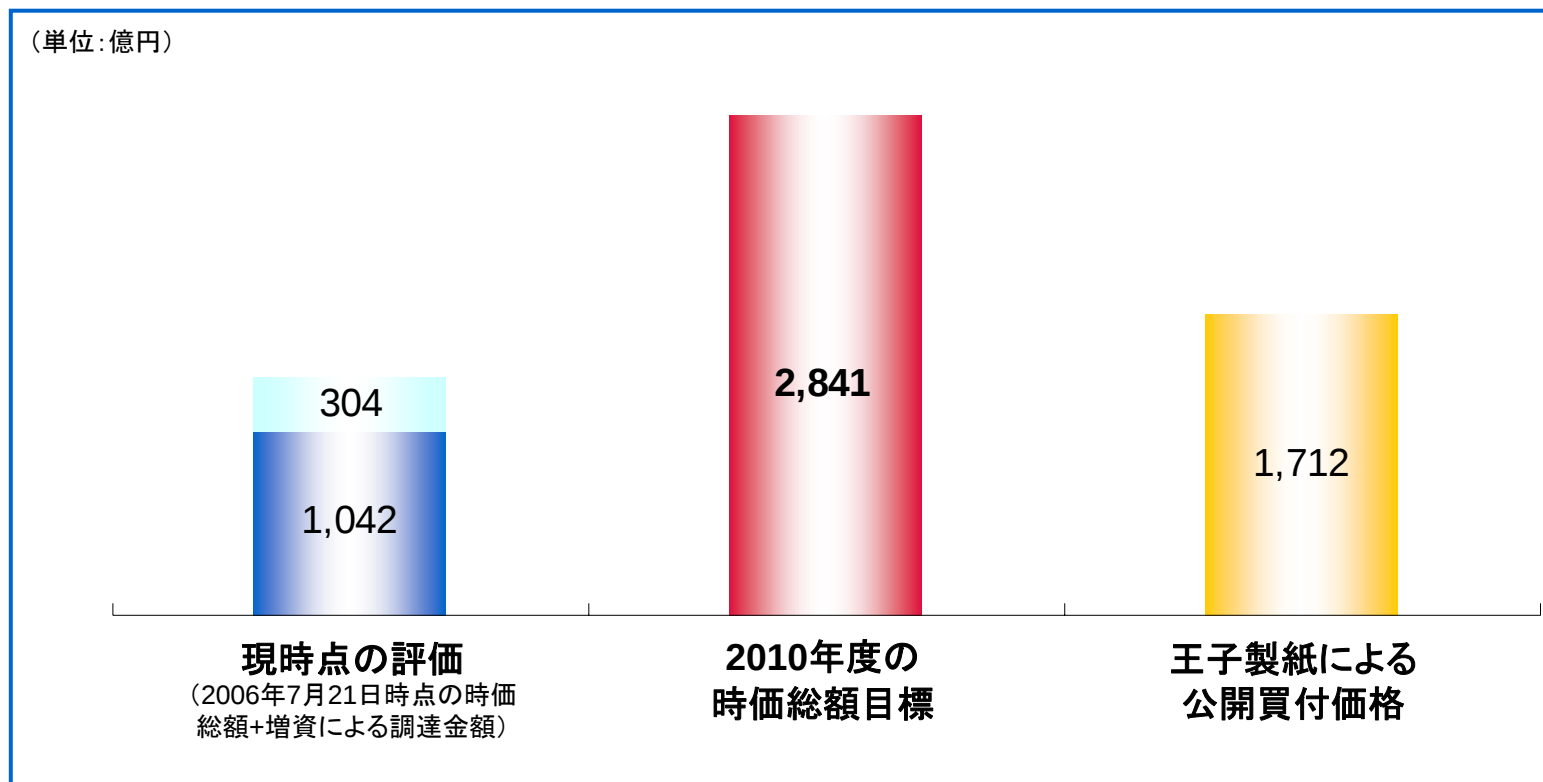
弊社の事業計画(2007－2010年度)				
(単位: 億円)				
項目	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
売上高	1,685	1,755	1,865	1,965
EBITDA	290	299	318	348
純利益	95	86	88	105
N9稼働	—	稼働開始(30%)	本格稼働(60%)	本格稼働(85%)

注: 上記計画は現時点での予測であり、弊社は2008年3月頃にN9を含めた「J-100計画」の次のステージの中期経営計画を正式に発表する予定

弊社は中長期的な株主価値向上を経営目標としている

大きく拡大する弊社の株式時価総額

EBITDAマルチプルに基づく弊社の株式時価総額



注1) (2010年度予測EBITDA) × (競合他社のEBITDAマルチプル平均値(2006-07年度): 10.0倍) - (2010年3月期の純負債: 2006年3月期と同水準を想定) により算出

注2) 純負債 = 有利子負債 + 少数株主持分 - 現預金

注3) 競合他社として、王子製紙、日本製紙、大王製紙、三菱製紙、中越パルプ工業、レンゴー、紀州製紙、三島製紙を選定

買収プレミアムは、弊社単独での成長にて見込まれる2,800億円を基準とするべき

新たな成長ステージに入った北越製紙

時価総額2,800億円+ α

弊社の強み

製品の選択と集中

他社を凌駕する収益力

業界トップの生産性

理想的な製造・物流拠点

独自の技術

高い財務安定性

従業員の高いモチベーション / 自主独立の経営体制

ご参考: 類似企業とのマルチプル比較

(単位: 百万円)

企業名	時価総額	企業総価値	企業総価値 / EBITDA	
			2006年度(予)	2007年度(予)
北越製紙	104,173	168,030	7.9x	7.6x
対象企業				
王子製紙	682,269	1,425,395	9.1x	8.3x
日本製紙グループ本社	492,935	1,193,466	10.2x	9.3x
大王製紙	134,599	494,441	9.1x	8.6x
三菱製紙	66,521	236,335	11.3x	10.3x
中越パルプ工業	29,514	97,571	9.1x	8.7x
レンゴー	40,831	214,690	NM	NM
紀州製紙	15,856	26,477	NA	9.0x
三島製紙	6,558	20,748	11.1x	9.1x
平均値			10.0x	9.0x
中央値			9.6x	9.0x
最高値			11.3x	10.3x
最低値			9.1x	8.3x

出所: Factset、東洋経済

注1: 株価は2006年7月21日時点

注2: 北越製紙の発行済み株式数は第三者割当増資実施前の164.05百万株