



問2

低水準が続くPBRを
どのように回復させるのか？

答

：マテリアル領域の石油化学チェーン関連事業を中心とする構造転換と、成長牽引事業への積極的な投資による事業ポートフォリオ変革の加速、そして、この2年間で大きく低下してしまった収益力の向上を進めていきます。

25 CFOメッセージ

CFOメッセージ

事業ポートフォリオ変革加速を通じて 収益性と資本効率を向上させ、PBR水準向上を目指す

なぜ当社のPBRは低水準なのか。

その背景にはROEが想定株主資本コストを下回り、株主・投資家の皆さまの期待に応える結果を示せていないという現状があります。PBR水準向上に向けた取り組みを実行し、収益性と資本効率の向上を結果で示していきます。

旭化成におけるCFOの役割

当社はマテリアル、住宅、ヘルスケアの3領域にわたり事業を展開しているため、個別の事業戦略やグループ全体戦略等のさまざまな経営課題に直面します。この中でも重要な経営課題についてそのすべてを社長と共有し、ともにその解決に取り組んでいくことで当社の企業価値向上を目指す、それが当社におけるCFOの役割であると考えています。

なぜPBRは低水準となっているのか

2021年度以降、PBRが1.0倍を下回り、足元では0.8倍前後の低水準となっています。その大きな要因は、ROEが想定株主資本コストの8%を下回る状況が続いていることだと考えています。これには、事業環境の大幅な悪化に伴いマテリアル領域における収益力が低下してしまったことや、2022年度、2023年度と2期連続で大幅な減損損失を計上したことにより、当期純利益が低下してしまったことが背景にあります。

マテリアル領域における収益力の低下は、急激な事業環境の変化に柔軟かつスピーディに対応できなかったことが原因だと考えています。中国経済の減速、低成長化は周辺アジア諸国にも波及し、石油化学関連製品の需給バランスが崩れ、その結果、基盤マテリアル事業を中心に収益が大幅に悪化しました。またEVを取り巻く環境も、車載電池サプライチェーンにおける中国系企業のプレゼンス拡大により当社の主要顧客の販売が伸び悩み、セパレータ事業の低迷につながりました。さらにはCOVID-19後の需要変化もあり、電子機器、半導体、自動車市場における需要が想定を下回ったことに加え、汎用用途の製品の競争が激化し、損益が悪化しました。この結果、とりわけ環境ソリューション事業、モビリティ&インダストリアル事業のROICが当社推定のWACCの6%を下回る状況となっています。中期経営計画2024～Be a Trailblazer～(現中計)の残り1年ではこれらの事業環境の変化に対応するべく戦略を見直し、短期視点での営業活動強化やコスト削減等による利益改善、中長期視点での事業ポートフォリオ変革の加速に取り組んでいきます。

代表取締役
兼 専務執行役員

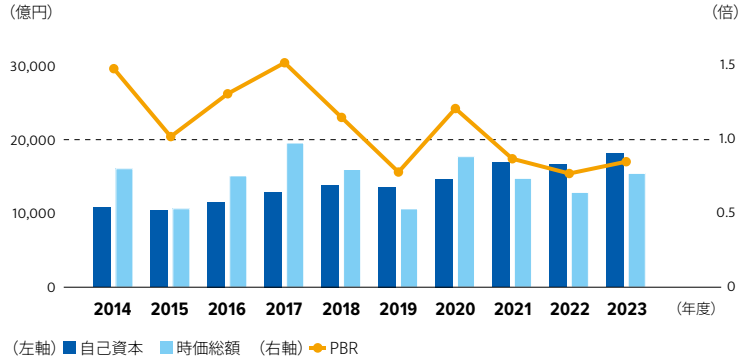
堀江 俊保

Message from the CFO

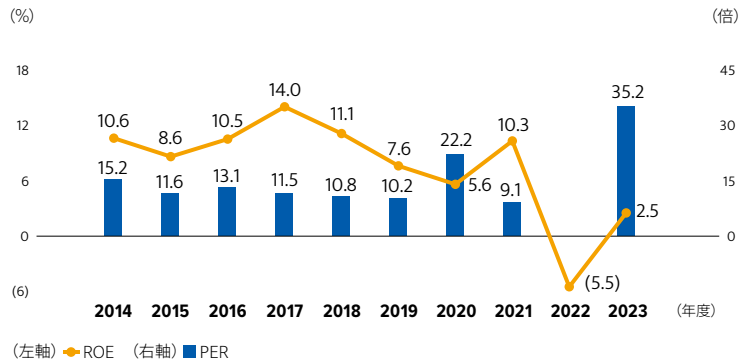
CFOメッセージ

PBR関連指標の状況

株価純資産倍率 (PBR)
(億円)



自己資本利益率 (ROE)、株価収益率 (PER)
(%)



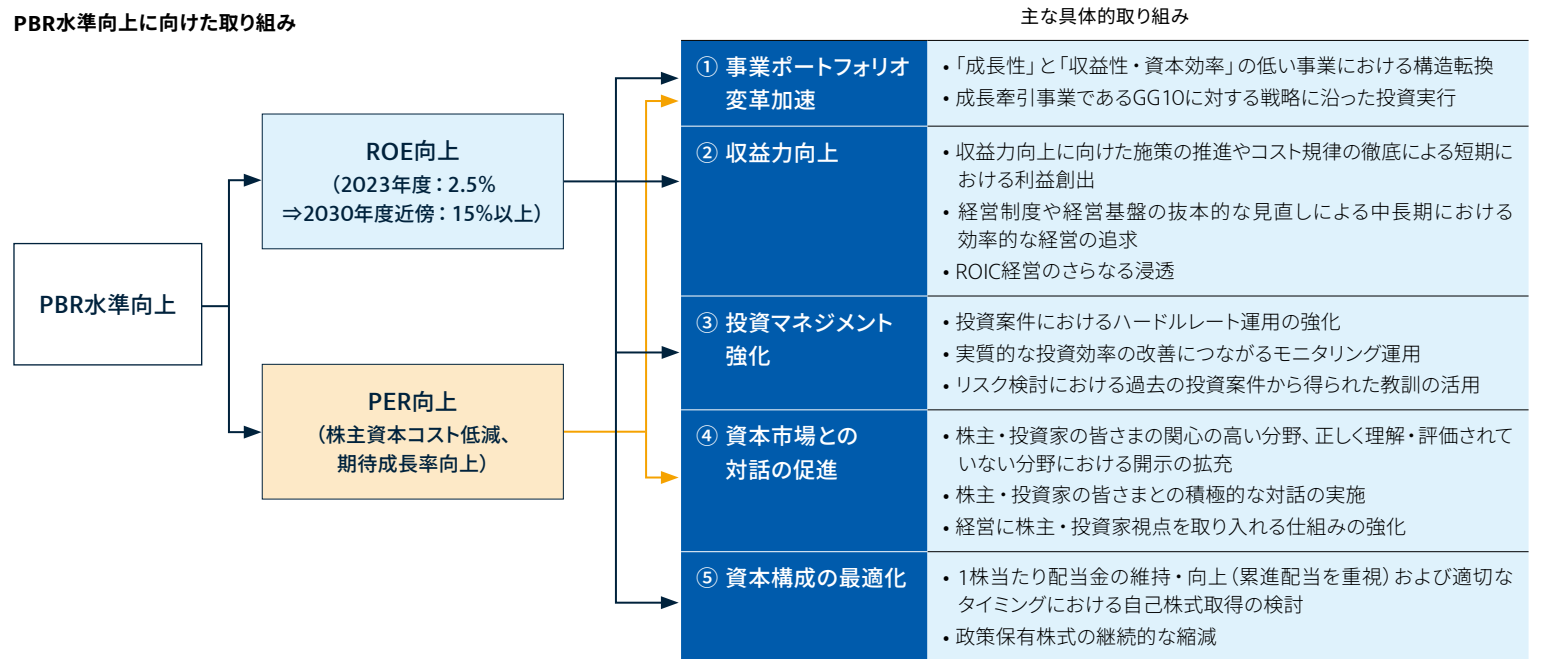
また、当社は3領域経営による安定的な財務基盤を活かして成長投資を実行し続けてきましたが、2期連続の大幅な減損損失の計上に至ったことが示しているのは、結果的に過去の投資についての見極めが甘かったということであり、投資回収の確実性に課題があったと考えています。特にマテリアル領域においては、当社が持つケミカルの技術を活かして社会に貢献することを目指し、製品の性能を軸とした差別化を行うことで成長を目指してきました。一方、中国系企業が技術面でも追い上げを見せる中、これからの投資においては、技術優位性のみならず、技術や知財などを含む無形資産を活用したビジネスモデルの構築や戦略面での工夫が必要だと考えています。2024年度においても、リチウムイオン電池 (LIB) 用湿式セパレータ「ハイポア™」のカナダにおける製膜・塗工一貫工場の建設や、Calliditasの買収など、将来の成長に向けた投資を発表していますが、それらの投資の見通しに対する蓋然性について懸念を抱いている株主・投資家の皆さまもいらっしゃると感じ

ています。そのような懸念を払拭するためにも、これらを含む近年の投資案件からのリターンを着実に刈り取ることで、収益性と資本効率の向上を結果として示さなければならぬと考えています。

併せて、現在当社は石油化学チェーン関連事業の構造転換と成長投資を同時並行で進めており、株主・投資家の皆さまにとっては特に評価が難しいタイミングであると認識しています。当社の戦略を正しく理解・評価していただくためには、株主・投資家の皆さまとの情報のギャップを十分認識し、相互理解に向けた開示や対話をより一層進めていく必要があると考えています。

上記を中心とした当社が認識している課題に対し、以下に掲げる5つのPBR水準向上に向けた取り組みを実施し、収益性と資本効率の向上を結果で示していきます。

PBR水準向上に向けた取り組み



CFOメッセージ

PBR水準向上に向けた取り組み

① 事業ポートフォリオ変革加速

当社の事業ポートフォリオ変革では、「成長性」と「収益性・資本効率」の低い事業において撤退や売却、他社連携等も踏まえた構造転換を実施することと同時に、成長牽引事業である10のGrowth Gears (GG10) に対しては財務規律を徹底しながらも将来の成長に向けた投資を実行することで、「成長性」と「収益性・資本効率」の高い筋肉質なアセットに入れ替えることを目指しています。

構造転換に関しては、現中計期間における効果創出を狙った構造転換と、中期視点での石油化学チェーン関連事業の構造転換という2つの時間軸に分けて取り組みを加速しています。前者については、2023年度では、軽量気泡コンクリート (ALC) の製造を行う岩国工場の閉鎖、旭化成パックスの事業譲渡、白血球除去フィルター「セパセル™」事業の構造転換などを決定しました。2022年度にすでに決定した案件も含めると、売上高400億円相当の事業における構造転換を実行したことになります。2024年度においても、マテリアル領域における化学品事業の譲渡等、売上高1,000億円相当の事業における構造転換について年度内の意思決定を目指して検討中です。後者については、「ベストオーナー視点での改革」「他社連携による最適化」「自社単独・他社連携による強化」の3つのアプローチを進めており、2024年度中の意思決定や方向性の明確化を目指して検討を進めています。

成長投資に関しても、「ハイポア™」の塗工能力の増強やカナダにおける製膜・塗工一貫工場の建設、感光性絶縁材料「パイメル™」の新工場建設、Calliditasの買収決定等、現中計に沿って着実に実行しています。投資検討においては、IPランドスケープを活用した知財面における優位性、人財の強み、ノウハウの活用等、無形資産を価値の源泉とする強いビジネスモデルを構築できるかどうか、という視点も重視しています。

事業環境が悪化し、全社の収益が厳しい状況にあることを踏まえると、今は成長投資を抑え、構造転換に注力した方が良いという考え方もあるかもしれませんが、しかし、3領域経営を進めることによって得られる安定的な収益を

もとに、財務基盤を維持しながら、事業ポートフォリオ変革と3領域の多様な成長機会へ同時に挑戦できるということが当社ならではの強みであり、ユニークな経営スタイルであると考えています。構造転換と成長投資の両輪を回しながら、高い資本効率と成長性、安定性のバランスの取れた旭化成らしい事業ポートフォリオの実現に向けて取り組みます。

② 収益力向上

経営資源をGG10に適切に配分し、効率的に運用できる体制を整えるため、まずは、抜本的な収益体質の強化が急務であることから、2023年度に生産性向上を推進するBT (Build up to Trailblaze) プロジェクトを立ち上げ、グループ横断で業務革新を加速しています。短期的には収益性の向上に向けた施策の推進やコスト規律の徹底を通じた利益創出に注力し、中長期的には経営制度や経営基盤の抜本的な見直しを含めた当社ならではの効率的な経営を追求していきます。2023年度は、共通固定費の効率化や間接材費用の削減、業務委託費の見直しを進め、約100億円のコスト削減を実現しました。2024年度も引き続き業務革新を進め、累計200億円の削減を目指します。

また、収益性向上にあたっては、利益さえ出していれば良いという考え方を捨て、求められている収益性や資本効率を達成できているか、資本コスト (WACC) を上回るROICの水準、すなわちスプレッドが十分に取れているか、という視点を持つことが重要であり、そのような考え方に会社全体のマインドを変えていく必要があると考えています。2021年度より、各事業のROICを含めた事業ポートフォリオ評価、評価に基づく各事業の戦略の見直しを実施し、事業に関わる現場にまでROICを十分に浸透させるためのさまざまな施策を実行してきた結果、日々の業務において生産性を向上させていくというボトムアップ型のROIC改善の取り組みは進捗しています。引き続き、資本効率や生産性の向上を追求すると同時に、事業ポートフォリオを自ら変革していく風土の定着に取り組んでいきます。まずは、石油化学チェーン関連事業など「成長性」や「収益性・資本効率」に課題のある事業の構造転換を完遂させることが優先であると考えていますが、それが完了して事業ポートフォリオ変革が

終わるわけではありません。高い資本効率と成長性、安定性を維持できるバランスの取れた旭化成らしい事業ポートフォリオの実現に向けて、より一層のROIC経営の浸透を図っていきます。

③ 投資マネジメント強化

一定額を超える投資案件については、案件ごとにハードルレートを設定したうえで意思決定を実施する運用を行っています。以前よりハードルレートの運用は実施していましたが、投資案件をより厳しく精査するために運用を強化しました。具体的には、地域別のWACCに、投資を行う事業の「ボラティリティ」と「投資効率」に関する定量指標を用いて決定するリスクプレミアム2~6%を上乗せした値をベースとしたうえで、過去の投資実績、事業ポートフォリオ上の位置付け、サステナビリティ等の案件ごとの個別要素を考慮してハードルレートを決定しています。「ハイポア™」のカナダにおける製膜・塗工一貫工場の建設の検討においてもこのハードルレートの運用を適用しており、十分にリスクを織り込んだうえで採算が取れると判断し、投資を決定しました。また、投資実行後のフォローを徹底し、事業環境が悪化した際にどのようにリカバーできるかなど、実質的な投資効率の改善につながるモニタリングを運用しています。

また、これらの取り組みに加えて重要なことは、過去の投資から得られた教訓を投資案件のリスク検討において十分に活かすことだと考えています。投資にあたってはさまざまな外部要因があり、例えば市場環境や各国・地域の政策等における変化は当社でコントロールできないものが多くあります。当社でコントロールが可能な部分については、徹底的にリスクマネジメントを行いつつ、想定外の変化についても柔軟に対応できる仕組みを考えておくことが重要です。そのため、投資案件の検討にあたっては、自信を持って100%検討し尽くしたと言えるのか、ということを常に問い続けています。

ハードルレート設定において考慮する要素の例 [P.21](#)

CFOメッセージ

④ 資本市場との対話の促進

当社の戦略や投資案件、経営基盤強化の取り組み等に関して株主・投資家の皆さまにより理解、共感していただけるように、開示の拡充を行っています。特に、関心が高い分野や正しく理解・評価されていないと感じる分野に関して積極的に開示を拡充し、丁寧な説明を行うことで、資本コストの低減につなげたいと考えています。具体的には、2023年度より決算説明会資料において、セパレータ事業の業績推移や「ハイポア™」の販売量推移の開示を始めたことや、経営説明会資料において、過去の主要なM&Aにおける利益成長推移の開示を行ったことなど、株主・投資家の皆さまとの日頃の対話の中で関心が高い分野に関しての開示の強化を行いました。また、2023年度に実施したマテリアル領域説明会では、GG10の一つであるデジタルソリューション事業に関しての説明を重点的に実施し、今まで十分にお伝えできなかった本事業の強みや今後の成長性について関心を持っていただく機会になったと感じています。加えて、現在当社は石油化学チェーン関連事業の構造転換と成長投資を同時並行で進めており、当社の戦略に沿ったさまざまな施策を実行していますが、株主・投資家の皆さまにとっては当社をどのように評価するかが難しいタイミングであると認識しています。株主・投資家の皆さまが期待する時間軸と当社が考える時間軸にはギャップがあることを十分認識したうえで、このギャップを埋められるように継続して対話をしていくことも重要であると考えています。

併せて、当社の戦略や執行の状況を株主・投資家視点で検証し、改善が必要な点を見極めて早期に取り組んでいくことが重要であると考えており、積極的に株主・投資家の皆さまとの対話の機会を設けるようにしています。対話において株主・投資家の皆さまからいただいたご意見等については、取締役会や役員研修、グループ役員および社外役員に対する説明会実施後の報告等の機会においてフィードバックを実施し、株主・投資家視点を経営に取り入れるための仕組みの強化にも取り組んでいます。

また、株主・投資家の皆さまとの対話から、業績の改善を結果で示し、今後の当社の成長に対する期待値を高めることが当社の企業価値向上には不可欠であると感じています。事業ポートフォリオ変革、特に石油化学チェーン

関連事業の構造転換について早期に方向性を示すことに加え、収益力向上の取り組みや過去の投資からの成果を結実させることにより、成長軌道への回帰を目指します。

⑤ 資本構成の最適化

資本構成最適化の視点での株主還元強化や、継続的な政策保有株式の縮減を行っています。

株主還元方針については、現中計の当初に掲げた考え方から変わっていません。下記の4つの方針の中でも特に2の方針を重視しており、累進的な配当を実行することで成長性と安定性の両立を示し、株主の皆さまに安心感を持っていただきたいと考えています。実際、2009年度以降一度も減配を実施しておらず、今後も引き続き1株当たり配当金の維持・向上を目指します。自己株式取得に関しても機を見て検討するという考え方に変わりはありません。事業ポートフォリオ変革を進める中で事業売却によりある程度のキャッシュインが見込めると考えており、そのキャッシュの使途として自己株式取得などの可能性も検討していきます。

また、株主・投資家の皆さまとの対話において、もっと財務レバレッジを引

き上げて、株主還元の強化やROE向上等に取り組むべきではないかという意見をいただくことがあります。しかし、当社は3領域の多様な成長機会に挑戦するためにM&Aを含めた成長投資をこれまで実行してきたことから、のれん残高は2023年度末時点で3,607億円となり、純資産の約20%となっています。そのようなリスク資産を管理しつつ成長を追求する当社においては、資産のリスクを十分に考慮したうえで財務レバレッジを検討する必要があると考えています。現中計においては、D/Eレシオ0.7程度、ネットD/Eレシオ0.5程度を目安としていますが、リスクを考慮すると、十分な財務健全性を維持するためにはこの水準が妥当であると考えています。

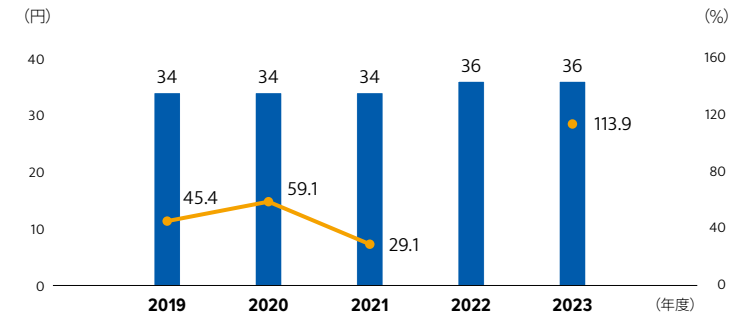
政策保有株式については、保有意義や効果のみならず、株価変動リスクや保有に伴うコスト、資本効率等を考慮し、保有量の縮減を継続的に進めています。非上場株式以外の政策保有株式について、2023年度は13銘柄、310億円の売却を行い、2023年度末における残高は純資産額に対して5%を下回る水準となっています。2024年度においてもさらに売却等を行い、保有量の縮減を進めていきます。

政策保有株式 [P.84](#)

株主還元方針

1. 中期的なフリー・キャッシュ・フローの見通しから、株主還元の水準を判断する
2. 配当による株主還元を基本とし、1株当たり配当金の維持・増加を目指す
3. 配当性向30~40%（現中計3年間累計）を目安とし、配当水準の安定的向上を図る
4. 自己株式取得は資本構成適正化に加え、投資案件や株価の状況等を総合的に勘案して検討・実施する

1株当たり年間配当金と配当性向



(左軸) ■ 1株当たり年間配当金 (右軸) ● 配当性向

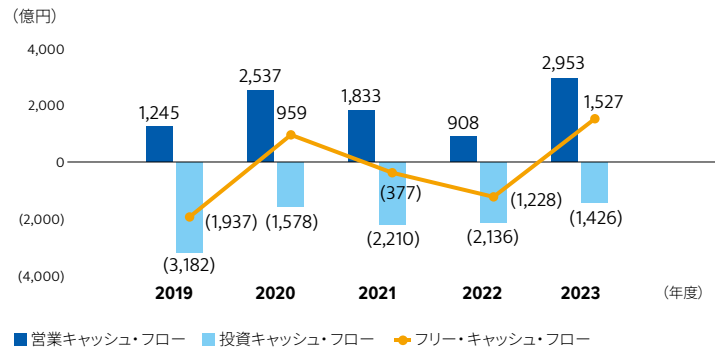
CFOメッセージ

キャピタルアロケーションの方針

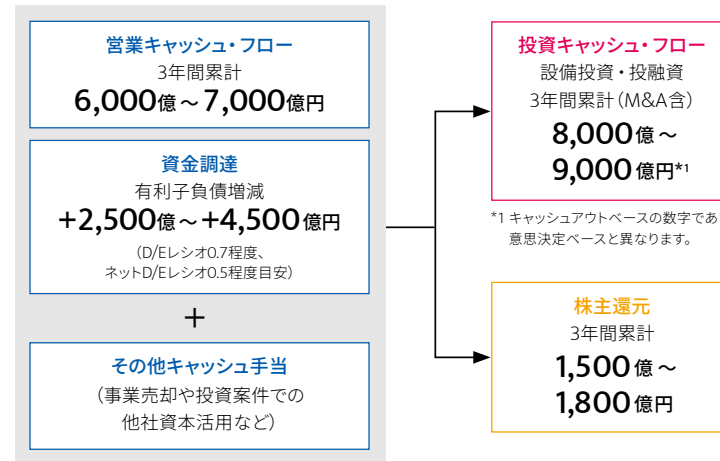
キャピタルアロケーションの方針について、営業キャッシュ・フローは現中計の3年間で6,000億～7,000億円、投資キャッシュ・フローは計画している成長投資の実行を前提として8,000億～9,000億円となる見込みで、これは2023年度に示した水準から変わっていません。一方、現中計を発表した2022年度当初の計画と比較すると収益が下回っていることを踏まえ、事業売却や投資案件での他社資本活用等を通じたキャッシュの手当ても積極的に検討しています。キャッシュインの時期は不確定な部分がありますが、2024年度中にいくつかの事業売却を決定した場合には2025年度以降にある程度のキャッシュインが見込め、そのキャッシュの用途として、先述したとおり、成長投資だけでなく、自己株式取得を含めた株主還元の強化も検討していきます。

株主・投資家の皆さまとの対話において、当社のキャピタルアロケーションは投資へ偏りすぎてはいないかというご意見をいただくことがあります。当社は現在、事業ポートフォリオ変革を最優先に取り組んでおり、構造転換と成長投資を同時に実行していますが、これらの成果は即座に表れるものではなく、どうしても一定の時間が必要となります。したがって、事業ポートフォリオ変革の進捗を踏まえながら、株主還元水準のより一層の向上を図っていきたく考えています。

キャッシュ・フローの推移



2022～2024年度の3年間の資金の源泉と用途の枠組み



株主・投資家の皆さまへ

当社が歩んできた歴史を振り返ると、「不断の生産性向上」と「大胆な事業ポートフォリオ変革」が当社のアイデンティティとなっています。足元では、当社を取り巻く事業環境の大幅な悪化に伴い石油化学チェーン関連事業を中心に構造転換は待たなしです。当社のアイデンティティを見失うことなく、今の状況を機会と捉え、これからの時代に適した新しい旭化成をつくり上げるべく事業ポートフォリオ変革を加速していきます。

次期中期経営計画に向けては、現中計で進めてきた施策が段階的に成果を生んでいくフェーズです。成長軌道へ回帰することで収益性と資本効率が向上していく姿を示し、併せて株主還元の強化も図っていきたく考えています。2030年に向けて、マテリアル、住宅、ヘルスケアの各領域がそれぞれ「世界の人びとの“いのち”と“くらし”に貢献する」姿を見せることで、株主・投資家の皆さまに旭化成の長期の成長に期待を持っていただけるように最善を尽くし、PBR水準の向上に取り組んでいきます。

主要経営指標の推移

	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度*	2023年度
売上高	21,516億円	21,061億円	24,613億円	27,265億円	27,849億円
営業利益	1,773億円	1,718億円	2,026億円	1,277億円	1,407億円
売上高営業利益率	8.2%	8.2%	8.2%	4.7%	5.1%
EBITDA	2,956億円	3,051億円	3,508億円	3,050億円	3,229億円
売上高EBITDA率	13.7%	14.5%	14.3%	11.2%	11.6%
親会社株主に帰属する当期純損益	1,039億円	798億円	1,619億円	-919億円	438億円
EPS	75円	57円	117円	-66円	32円
投下資本利益率 (ROIC)	6.6%	4.9%	6.6%	4.0%	5.9%
自己資本利益率 (ROE)	7.6%	5.6%	10.3%	-5.5%	2.5%
D/Eレシオ	0.52	0.45	0.45	0.57	0.51
ネットD/Eレシオ	0.36	0.30	0.31	0.41	0.32
自己資本比率	48.2%	50.3%	50.4%	48.1%	49.5%

*2 2022年10月31日付で買収を完了したFocus Companies LLC (以下、Focus) の取得原価の配分が2023年度第1四半期に確定したことに伴い、2022年度の業績について遡及処理後の金額等を記載しています。