

旭化成株式会社 経営説明会 要旨

開催日時：2024年5月20日（月）15:00～16:30

会社側参加者：

代表取締役社長兼社長執行役員 工藤

代表取締役兼専務執行役員 堀江

I R室長 大坪（司会）

工藤 2022年4月に中期経営計画（以下、中計）を発表してから2年が経過したが、経営環境は中計策定時の前提から大きく変化した。特にその影響を受けた「マテリアル」において業績が低迷し、全社経営指標は中計目標を下回る見通しだ。そのような状況を踏まえ、「マテリアル」においては戦略を大きく見直し、事業ポートフォリオ変革を加速している。一方で、中期視点では、当社が持続的成長を目指す方針は変わっておらず、構造転換と併せて成長戦略も進めていく。特に「ヘルスケア」「住宅」においては、中計策定時の成長戦略に沿って拡大が進んでおり、そのような施策の実行状況について説明させていただく。

P2 目次

本日は、財務目標を中心とした中計全体の進捗状況、構造転換の取り組み、成長戦略の状況について説明し、最後に2025年度からの次期中期経営計画（以下、次期中計）も見据えた中期的な方向性について説明する。

<1. 中期経営計画の進捗概況>

P3 経営指標の推移

2023年度の営業利益は、「マテリアル」が低調に推移したことで1,407億円となった。2024年度は一定の回復を見込むが、営業利益は2023年4月に目標として設定した2,000億円を下回り、1,800億円の予想だ。

ROICについては、2023年度は米国の子会社再編に伴う税効果により一時的に改善し5.9%となったが、2024年度は4.5%となる見込みだ。ROEについては、2023年度は減損影響もあり2.5%と低水準だったが、2024年度は5.5%に回復する見通しだ。当初目標を下回る結果となり、経営として責任を感じている。

P4 領域別の中計進捗状況

「ヘルスケア」はCOVID-19影響により一時的に業績が停滞したが、現在は成長軌道に回帰している。2024年度は、ZOLL Medical、Veloxis Pharmaceuticals（以下、Veloxis）の更なる拡販に加え、中期

的成長に向けた投資機会の探索も継続し、引き続き高成長を追求する。

「住宅」では、2022 年度に続き、2023 年度も過去最高利益を更新し、2024 年度は中計目標に近い営業利益を達成する見込みである。中期的な戦略は変わらず、国内住宅の高付加価値へのシフト、海外事業の更なる成長展開を図り、キャッシュ創出力を強化する。

一方「マテリアル」については、事業環境の変化があり、中計目標に対して未達となる見通しだ。中期的な戦略を大きく見直し、事業ポートフォリオ変革を最優先として、対象となる事業を広げた上で実行を加速している。2024 年度は石油化学チェーン関連事業の構造転換を前倒しで実行し、拡販、コスト削減等による収益改善に取り組む。

P5 マテリアル領域の環境変化と対応の状況

「マテリアル」の業績低迷の背景には3つの要因があると考えている。

1 つ目は石化市場環境の悪化だ。中国市場を中心としたアジアにおける需要減速の一方で、エチレン等の生産能力が増強され、需給バランスが崩れた。これは不可逆的な変化であると認識しており、これを受けて石油化学チェーン関連事業の構造転換を前倒しで検討している。

2 つ目は EV を取り巻く環境変化だ。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、当社事業の低迷に繋がった。当社が戦うべき市場の見極めを行った上で、資本提携を含めた顧客との関係性強化を図り、北米市場をメインターゲットとして挽回を図る。

3 つ目は COVID-19 後の需要変化だ。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、汎用品の競争が激化し、損益が悪化した。市況は徐々に好転しているが、先端品の生産能力増強や顧客接点を軸としたプラットフォーム型ビジネスの強化等の取り組みにより、事業の競争力強化を図る。

戦うべき市場・地域への集中、顧客との戦略的取り組みにより、事業ポートフォリオ変革を中計の残り1年で加速させる。

P6 事業別 ROIC の現状と今後の方向性

「ヘルスケア」の ROIC は、M&A を軸とした成長戦略の影響でまだ十分な水準ではない。しかし、過去の拡大投資からの成果は着実に結実しており、今後資本効率の改善に寄与する見込みだ。

「住宅」は、多くの設備投資を必要とせず、サービス、人財、ブランド等の無形資産の価値を強みとしているため、20%を超える高い ROIC を実現している。海外展開においても、買収した会社の事業基盤を活かすことで、高い資本効率を維持しながら着実な利益成長を狙っていく。

一方「マテリアル」は、事業環境の悪化に伴い、モビリティ&インダストリアル事業、環境ソリューション事業において ROIC が WACC (6%) を下回る厳しい状況だ。これらの事業については、継続的な体質強化に加え、構造転換を推進し、資本効率の改善を急ぐ。全社の ROIC を、WACC を超える水準に

早急に到達させるため、施策の実行を加速させていく。

P7 PBR 関連指標の状況

左側のグラフはPBRの推移を示している。PBRは、2021年度以降1倍を下回る状況が続いているが、直近では上昇基調にある。自己資本は、当期純利益は低い水準にあるものの、円安による為替換算調整勘定の増加が影響し、この数年増加している。

右側のグラフは、PBRを分解したROEとPERの推移を示している。収益悪化と減損により、ROEが想定株主資本コスト（8%）を下回る状況が続いている。

以上の状況を踏まえ、記載している5つの取り組みを推進する。特に「ポートフォリオ変革加速」「収益力向上」に注力することで、PBR水準の向上を図り、早急に1倍を超えるように尽力する。

P8 キャピタルアロケーション

営業キャッシュフロー、投資キャッシュフローは、2023年4月に示した内容から変えていない。中計として予定している成長投資を実行した場合の水準だ。一方、収益が中計目標を下回る状況を鑑みて、事業売却や投資案件での他社資本活用等によるキャッシュの手当ても検討している。キャッシュインの時期は不確定な部分があるが、中計期間では数百億円程度になると見込んでいる。

財務健全性の観点では、有利子負債を上限まで調達した場合でもD/Eレシオは0.7程度、ネットD/Eレシオは0.5程度の見込みで、中計当初の想定範囲内で維持できる見通しだ。

P9 株主還元方針

株主還元方針は、中計当初の考え方から大きな変化はない。特に累進配当の方針を重視しており、収益が目標を下回る状況だが、2023年度の1株当たり年間配当金は36円を維持し、2024年度以降も配当金の維持・向上を予定している。自己株式取得についての考え方は従来と変わっておらず、2024年度における事業売却等の構造転換や成長投資の状況を見て判断していく。

「マテリアル」を中心に収益が厳しい状況にあるが、ポートフォリオ変革の断行と成長投資の両立を図ることで成長回帰を実現し、株主還元を向上させていきたい。

<2. 構造転換の状況>

P11 事業ポートフォリオの全体像と方向性

事業ポートフォリオ評価においては、「成長性」と「収益性・資本効率」の2軸に基づき、4つの象限に事業を分類して、それぞれの分類に応じたアクションを進めている。特に収益改善・構造転換分野の事業の改革が急務であり、①利益体質の強化に加え、培ってきたノウハウや顧客基盤を最大活用することによる資本効率の向上、②成長期待事業に人財、資金、技術・事業基盤をシフトさせることによるグループとしての生産性の向上、という2つの観点で検討を進めている。足元の収益状況が厳しいことを踏まえ、まずは②の可能性を優先して検討しており、撤退や売却で得られたリソースを成長事業にシフトさせることを目指す。特に、人財の流動化を促すことが重要であると考えている。

P12 構造転換の進捗状況

構造転換については、全体として取り組みを加速して進めている。

「A 中計期間での効果創出を狙った構造転換」については、売上高で合計 1,000 億円以上の事業の構造転換を目指しており、既に約 400 億円の事業が実行済みである。これに加え、1,000 億円相当の事業が検討中であり、目標は十分達成できると見込んでいる。

「B 中期視点での石油化学チェーン関連事業の構造転換」については、売上高で合計 6,000 億円規模の事業を対象としている。水島のナフサクラッカーを起点とした事業は、西日本におけるパートナー候補と検討を開始しており、2024 年度中には改革の方向性を決定するために議論を進めている。その他のナフサクラッカーとの繋がりが薄い事業については、ベストオーナー視点での検討を加速しており、2024 年度中の意思決定を目指している。

P13 石油化学チェーン関連事業の構造転換

「B 中期視点での石油化学チェーン関連事業の構造転換」については、3 つのアプローチで検討を推進している。

「1. ベストオーナー視点での改革」については、売上高約 6,000 億円の 3 分の 1 程度を検討対象としており、既に具体的なプロセスが複数の案件で進行中だ。2024 年度中の意思決定を目指し検討を進めている。

「2. 他社連携による最適化」には、ナフサクラッカーおよびその誘導品が含まれている。生産能力の適正化だけではなく、当社のグリーン化関連技術の活用という観点も重視して、最適なあり方を追求していく。

「3. 自社単独・他社連携による強化」に含まれる事業は、まだ事業の価値向上の余地があり、それを他社と組むことも視野に実現させるという観点でアクションを進めている。

これらの施策を実行することで「マテリアル」における ROIC の向上を図り、グループ全体の資本効率の向上に繋げていく。

P14 長期投資マネジメント

中計期間における意思決定ベースの累計投資額について、中計当初は 1 兆円超を予定しており、成長牽引事業である「10 の Growth Gears」（以下、GG10）がその内の約 6,000 億円と見立てていた。現時点では、「ハイポア」（リチウムイオン電池用湿式セパレータ）の北米展開により GG10 の投資規模は約 7,000 億円に増加する見通しだ。一方、GG10 以外の事業については、事業ポートフォリオの位置づけを踏まえて投資の必要性を厳しく精査し、圧縮を進めている。

意思決定ベースの投資総額は、円安の影響もあり、中計当初の計画と比べ微増となる見込みだ。他社資本や補助金の活用、案件ごとのハードルレートの厳格な運用等により、財務規律を更に強化して投資判断を行う。

P15 業務革新を通じた生産性向上

2023年7月にグループ横断での生産性向上を推進する「BTプロジェクト」を立ち上げた。このプロジェクトでは、コストダウンや規律徹底等の短期視点のアクションと、今後の持続的成長に向けたあるべき経営制度・基盤の検討という中長期視点のアクションを同時に進めている。

短期的施策による効果として、2023年度には約100億円のコスト削減が実現し、2024年度についても既にある程度の金額まで見通しが立っている。引き続きコスト削減策を検討して効果の上乗せを図り、累計で200億円規模の削減を目指す。

中長期的には、3領域経営の効率的な運営という重要なテーマに踏み込むことも見据え、プロジェクトの活動を進めている。

<3. 成長戦略の状況>

P17 GG10の進捗状況

GG10に対して、よりメリハリを付けたリソース配分を意識した成長施策を進めている。

「ヘルスケア」「住宅」の事業については、利益が着実に成長し、拡大投資も戦略に沿って実行できている。「マテリアル」は環境ソリューション事業において投資額が増加する一方、足元の利益が低迷している。EV市場にやや不透明感が出ているが、中期的な成長期待は高く、当面は拡販により設備の稼働率を高めることで利益回復を目指す。

GG10に関して累計投資額と営業利益に関する目標を掲げているが、営業利益はセパレータ事業の落ち込みにより中計当初の計画から遅れている。

P18 GG10の成長戦略：クリティカルケア

「ヘルスケア」のクリティカルケア事業では、重篤な心肺関連疾患領域をターゲットとして、既存事業のオーガニック成長、過去投資案件の成果の結実、M&A等による新たな事業機会の追求を通じた成長を目指している。

患者サービスカテゴリーでは、主力製品である「LifeVest」（着用型自動除細動器）の売上が堅調に拡大している。市場先駆者として、心臓医との関係強化と当該製品の臨床的価値訴求により、更なる市場浸透を図る。Respicardiaにおいては、足元では治療対象となる中枢性睡眠時無呼吸症（CSA）患者の特定に苦戦するものの、当該治療の差別性、成長ポテンシャルに変化はなく、引き続き症例数の拡大を目指す。Itamar Medical（以下、Itamar）は、睡眠時無呼吸症在宅診断領域のリーダーとして、グローバルで売上が成長中だ。今後は「LifeVest」チームと連携した心疾患との合併症患者へのアクセスと潜在市場開拓により、売上拡大と利益貢献を目指していく。

医療インフラカテゴリーでは、部材調達難等のサプライチェーンにおける問題が緩和し、利益が改善傾向だ。病院、救急、公共安全向けの除細動器を中心とした多様な製品ラインナップにより堅調な成長を目指す。

2030 年度にはクリティカルケア事業全体で 2023 年度対比 2 倍の売上高を目指すという目標を掲げており、最も成長を期待する分野として今後も注力する。

P20 GG10 の成長戦略：北米・豪州住宅

「住宅」の北米事業では、建築工程の中核となる業種を統合した工業化建築を推進している。長い工事期間に課題がある米国の建築業界に新たな価値を生み出し、高品質な住まいを提供している。更なる成長を追求すべく、M&A 等の投資を通じた新たなエリアへの拡大も検討中だ。

豪州事業では、ビルダーの買収が順調に進み、5 つの州で展開するまでに拡大、成長した。引き続き、効率的・効果的プロセス導入による生産性の向上やサプライヤーとの関係性強化を通じ、成長を狙う。

国内で培ったノウハウを活かすことで、それぞれの競争優位性をより強固にしていく。

P21 GG10 の成長戦略：環境配慮型住宅・建材

国内の建築請負事業では、建築資材の高騰、人口減少、ライフバランスの多様化等、事業環境が大きく変化する中、大型化、高付加価値化を推進し、平均単価上昇と収益性向上を実現している。その戦略シフトを支えるのが人財の力であり、サービスの質の高さだ。オリコン顧客満足度調査（ハウスメーカー 注文住宅 鉄骨造部門）では 9 年連続の 1 位を獲得することができた。

また、旭化成ホームズグループでは、環境貢献のリーディングカンパニーを目指している。ZEH 比率は戸建・集合住宅ともに順調に拡大し、事業活動で消費するエネルギーを 100%再生可能エネルギーで調達することを目指す国際的イニシアチブである「RE100」の目標は 2023 年度に達成予定だ。今後も持続可能な社会の実現に貢献するため GHG 削減の推進に積極的に取り組む。

P22 GG10 の成長戦略：蓄エネルギー（セパレータ）

「ハイポア」は、中長期的に成長が期待できる北米・日本の EV 市場をターゲットに、市場拡大に定める十分な生産規模を追求する。生産規模拡大に向けて、まず早期の塗工膜需要に応えるため、2023 年 10 月に既存の米国、日本、韓国の拠点における塗工設備の増強を決定した。増強後は EV 約 170 万台相当の供給能力を備えることになる。更に、2024 年 4 月に投資総額約 1,800 億円となるカナダでの製膜・塗工一貫工場建設を決定した。本件は、本田技研工業株式会社、株式会社日本政策投資銀行から出資を受けることに加え、カナダ連邦政府、オンタリオ州政府から補助金・税恩典等を受ける予定だ。投資リスクをコントロールしながら生産規模拡大を追求する。カナダ拠点稼働開始 5 年後の 2031 年には、「ハイポア」事業全体で売上高 1,600 億円、営業利益率 20%以上を目標としている。

P23 GG10 の成長戦略：デジタルソリューション

当社は電子部品事業と電子材料事業の双方を有しており、先進・独自のコア技術により、EV、環境・省エネ、情報通信の分野において最先端の製品に使用されている。特に将来の成長が期待できる半導体市場において高いポジションにある先端電子材料を紹介する。

1 つ目は半導体保護膜である「パィメル」（感光性絶縁材料）だ。最先端半導体に使用されており、

耐熱・耐薬品性、電気・機械特性に優れた競争力の高い感光性絶縁材料である。高い成長が期待されるため、2024年に富士に新しい工場を稼働させ、生産能力を倍増させる予定だ。これにより2030年には売上高も倍増する見込みである。

2つ目はプリント配線基板の補強材、絶縁材として使用されるガラスクロスだ。近年、AI需要が拡大し、低損失で高速通信を実現する低誘電ガラスクロスの需要が急増している。当社は需要が拡大している最先端AIサーバー向け等で高いシェアを得ている。更なる高速通信を可能とする次世代（800 GbE スイッチルータ、AIサーバー向け）においても性能品質で市場をリードしている。

デジタルソリューション事業は最先端・次世代向け市場を見据え、2030年までに1,000億円の拡大投資を計画し、成長の加速を図る。

P24 無形資産活用を通じた新たな収益モデルの創出

素材・製品の付加価値をベースとして、顧客の価値向上となるプラットフォームを提供するというコンセプトを「P-PaaS (Product-based Platform as a Service)」と表現し、その可能性を追求している。「ライセンス供与」と「新しいビジネスモデル創出」という2つの視点で取り組み、それぞれで具体的な収益創出事例が複数出てきている。この取り組みを更に加速させるため、テクノロジーバリュー事業開発 (TBC) という新たな仕組みを開始し、推進組織も設置した。この仕組みを活用し、当社に蓄積されている膨大な無形資産を価値化し、スピードとアセットライトを両立する収益創出を進めていく。

P25 地域視点での成長戦略

グローバル展開においては、各地域固有の状況に加え、世界経済デカップリングや地政学的リスク等の変化も踏まえて各地域の位置づけを明確にしている。その中でも米国は成長という観点では最も重視しており、過去10年持続的な拡大を続けている。特に「ヘルスケア」では、領域担当役員がRichard Packerの1名となり、マネジメントが米国中心となったことで、戦略的な意思決定・実行がより迅速に行えている。その他にも「ハイポア」における北米進出や「住宅」におけるM&Aを通じたエリアの拡大等も推進しており、今後もグループの成長を牽引する地域だと捉えている。

<4. 中期的な方向性>

P27 事業ポートフォリオ全体像

当社の成長の中心である重点成長分野の事業では、2024年度に約600億円の営業利益を創出する見込みだ。この分野の4事業を計画通りに成長させることが重要である。併せて、収益改善・構造転換分野の事業の改革加速も重要だ。本中計は、この2つのアクションの実行を徹底し、次の成長に向けた基盤固めをいかにやり遂げるかに尽きると考えている。

P28 今後の見通し

中計の最終年度となる2024年度の営業利益は1,800億円の見込みだが、十分な水準ではない。一方、

本中計の3年間で次の成長のための手を打つことはできたと考えている。

営業利益の構成を見ると、過去最高利益2,096億円を記録した2018年度、それに次ぐ水準の2021年度は、基盤マテリアル事業が300～500億円程度の利益を上げていたが、2024年度はゼロに近い水準だ。加えて、セパレータ事業の利益が想定を大きく下回り、この2事業がグループ全体にも大きな影響を与えた。ただし、成長の柱として位置づけた「ヘルスケア」は着実に成長し、利益の構成比も高まっており、高付加価値事業の比率が高いポートフォリオにシフトしている。

2025年度に向けてはこれまでの施策が段階的に成果を生むと確信しており、過去最高利益の更新を目指す。更に、中計当初に掲げた2,700億円の営業利益目標も2026-2027年度には達成可能だと考えている。次期中計においては、本中計で着手した改革の成果をいかに結実させるかが最大のポイントだ。

P29 中期的な経営の方向性

当社は「マテリアル」「住宅」「ヘルスケア」の3領域経営を推進しており、各領域がグループにおいて固有の役割を担っている。このような3領域経営は創業当初から意図してきたわけではない。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”が普遍的な行動指針として根付いており、当社のアイデンティティとなっている。このアイデンティティに基づく事業活動の結果として、現在の3領域経営が形づくられたのである。

3領域経営を進めることで、安定的事業の収益を基に、財務的健全性を維持しながら、“事業ポートフォリオ変革”と“3領域の多様な成長機会”へ挑戦していくことができおり、これは当社ならではのユニークな経営スタイルだと考えている。この両立が「持続可能な社会への貢献」と「持続的な企業価値向上」の好循環を生み出しており、当社の経営の目指す姿である。

補足説明 2024年3月期決算説明会について

決算説明会での説明について、補足させていただく。

1. セパレータ事業について

米国IRA（Inflation Reduction Act、インフレ抑制法）について、中国製基材膜に米国で塗工したセパレータを使用したEVも税優遇の対象となることで、当社のセパレータ事業の北米展開にとって望ましくない影響が出るのではないか、との質問をいただいた。しかし、当社はこのリスクを想定した上で十分なリスクマネジメントを行い、投資を決定している。

当社は北米EV向けセパレータ市場において30%のシェア獲得を目標としているが、これは70%の基材膜は他のメーカーのものが使用されるという前提であり、その全てを北米で生産する可能性は低いだろうと考えている。したがって、投資決定に当たっては中国や韓国の競合メーカーに対してコスト競争力で上回れるかという点を詳細に分析しており、その上で勝算があると判断している。また、今

後のセパレータの製造には車種ごとの要件に対応する力が必要であり、そのためには当社のケミカルにおける技術を活かせる塗工の技術が重要となると考えている。

近年のセパレータ事業における業績低迷は、塗工膜の生産能力が十分に備わっていないことが一因だ。民生向けが好調であった 2021 年度には、「ハイポア」は過去最高利益を達成し、稼働率も高かった。車載向けでは塗工膜の生産能力が十分でなかったため、基材膜を購入していただける顧客に販売していたが、欧州 EV 市場における成長が鈍化し、販売量が減少した。その後、民生向けの需要が減速したことに加え、塗工膜の生産能力が十分でないことにより車載向けの拡大も難しく、売上高が減少したという状況だ。

車載向けでは、塗工膜の生産能力とその技術を持っていることが重要だ。今回の北米での投資は、基材膜のコスト競争力、塗工の技術、安定稼働のための垂直連携、投資リスク軽減のための補助金・税恩典や他社資本の活用等を踏まえ、採算を十分に考慮した上で決断した。EV 市場の成長に対するリスクを懸念する意見もあるが、少なくとも第 1 期投資分の販売については自信がある。第 1 期の工場を計画通りに立ち上げることが最大の課題だと申し上げたのは、マーケティングへの自信の裏返しだと理解いただきたい。

2. 当社のビジネスモデルについて

「住宅」は、50 年前に総合化学メーカーにおける一事業として制約条件の多い中で開始した事業だ。その中で、効率性を追求し、都市型住宅、人財投入、ブランド価値向上の 3 点に集中して事業の強化を図った。その結果、アセットライトによる効率的な運営と高付加価値化を実現し、優秀な人財が築いた顧客からの信頼を基盤とする賃貸管理事業やリフォーム事業等のストックビジネスの拡大にも繋がっている。これは当社ならではのビジネスモデルである。

このビジネスモデルは医薬事業にも繋がっている。以前に医薬事業について継続するべきかどうかを検討する時期もあったが、当社は Veloxis の買収を決定し、ニッチな疾患領域をターゲットとしたグローバルでの事業拡大に戦略をシフトした。また国内では、当社の MR が高い評価を得ている。ニッチな疾患領域、グローバルな事業展開、グローバル経営体制という戦略の下、効率的なライセンス導入・導出と新たな事業基盤やパイプライン強化のための M&A を活用して、医薬事業の成長の加速を図る。

3. 減損について

当社は、2022 年度に Polypore International、2023 年度には石油化学関連事業を中心に多額の減損損失を計上した。2023 年度の減損損失には、「ベンベルグ」（キュプラ繊維）や「ロイカ」（ポリウレタン繊維）等、安定的な収益を計上しているが個別の事情により減損を行った事業もある。石化関連事業の事業環境は厳しく収益が低迷しているが、「マテリアル」の事業全体が悪化しているわけではないと理解いただきたい。

【質疑応答】

質問者 1 説明会資料 27 ページで事業ポートフォリオ全体像を示しているが、過去最高利益を目指すとした 2025 年度の営業利益目標 2,100 億円や、2026-2027 年度の目標 2,700 億円を達成するに当たり、重点成長分野、戦略的育成分野、収益基盤拡大分野、収益改善・構造転換分野それぞれで、どのような営業利益を目指しているのか。背景も併せて説明してほしい。

工藤 営業利益目標の詳細は、2025 年度から始まる次期中計で示したいと考えている。

戦略的育成分野については、2030 年以降に本格的に業績に貢献してくると考えており、補助金等も活用しながら投資をしている段階だ。水素関連事業については、当社の技術課題も明確になってきており、顧客からの引き合いも頂いている。CO₂ケミストリー事業については、知財を活用した新たなビジネスモデルの創出も含めて検討を進めている。

重点成長分野については、2024 年度の営業利益予想は約 600 億円という規模だが、次期中計において営業利益 1,000 億円の水準を目指したい。

収益基盤拡大分野については順調に成長しており、重点成長分野等の事業における M&A を含めた投資を支えるために、安定的なキャッシュ創出に期待している。「住宅」の 2024 年度の営業利益予想は 905 億円だが、次期中計では 1,000 億円を超える水準を目指す。自動車内装材事業では、のれん等償却後の営業利益で 100 億円を超える水準を目指せる見込みだ。

質問者 1 「ヘルスケア」はクリティカルケア事業を中心に成長しているが、Itamar や Respicardia 等近年買収した会社の業績貢献が今後 3-5 年で期待できそうか。

工藤 Itamar は順調に拡大しているが、Respicardia は買収当初の想定よりも遅れている。既存事業と同じく心血管疾患に関連する事業であり、医療機関との連携も同様に必要なので、マーケティング活動の強化も含めて対応しているところであり、今後の成長を期待している。

また、グローバルスペシャリティファーマ事業については、現在の医薬事業の売上高が約 1,300 億円だが、今後継続的に成長していくためには 3,000 億円程度の売上規模が必要だと考えている。一般的に 1 つのパイプラインに必要な研究開発費が 200 億円程度と言われているため、売上高の 20% に当たる約 600 億円を研究開発費に投じ、3 つのパイプラインの研究開発を継続的に進めていくという想定だ。現在も Veloxis を中心に順調に成長しているが、今後は更なる M&A も含めて事業を拡大していく必要があると考えている。

質問者 2 株価評価についての考えを伺いたい。成長性の高い「ヘルスケア」、資本効率の良い「住宅」、高付加価値化が進んでいる「マテリアル」、それぞれの事業を評価すると PBR は 1 倍を超えるはずだと思う。しかし、現在の評価がそうならないのは、コングロマリット・ディスカウントが生

じているからだと考えるが、どのように解消していく考えなのか。

工藤 当社にとって根源的な課題だと認識している。現在の株価評価については、石化関連事業の減速を主要因とした収益性の低下という短期的な要因が影響を与えている部分もあると思うが、コングロマリット・ディスカウントの解消のためには、3領域ごとの特性や戦略を明確に打ち出すことに加え、いくつかの新規事業の立ち上げが必要であると考えている。私は安定性と成長性を両立するために3領域経営が必要であると考えているが、そのことを株式市場に理解してもらうためには、3領域経営だからこそ不透明な経営環境においても新たに成長していく分野を見極め、事業化していく力があることを結果で示すことが必要だと思う。

そのための横軸連携において必要となるのが、DX（デジタルトランスフォーメーション）やGX（グリーントランスフォーメーション）だ。先ほど説明したTBC等の無形資産を活用した新たな事業開発においても、人財や考え方等で3領域経営の強みが発揮される部分があるので、次期中計も含めて説明していきたい。

今後も普遍的に3領域経営を続けなければならないとは考えていない。前提条件を設けず、その時代に合わせて旭化成として変革していきたいと考えている。

質問者3 説明会資料12～13ページで説明された「マテリアル」の石油化学チェーン関連事業の構造転換について伺いたい。以前は好調だったアクリロニトリル（以下、AN）事業における業績悪化や、ナフサクラッカー関連の西日本における連携の動きなど、事業環境に変化が起きている。そのような中、今後どのような構造転換が可能になるのか、より詳細に説明してほしい。

工藤 まずAN事業について説明する。2023年度に連結決算におけるPTT旭ケミカルの減損損失による持分法投資損失417億円を計上したが、これは同拠点でのAN製造にコスト競争力がないという前提だ。PTT旭ケミカルを現在の形で継続していくことは難しく、今後の方向性については検討していく。また水島については、ANの生産工程で副生される製品の供給に関して、経済安全保障の観点からの課題がある。水島のナフサクラッカーに関連した事業の方向性を議論する中で、AN事業の方向性についても検討していく必要がある。

その他の水島の事業については、石油化学チェーン全体として生産能力の持ち方を考えるのではなく、当社の事業に競争力があるかどうかという視点で検討しており、他社連携も含めて方向性を検討している。2024年度中には方向性を明確にするつもりだ。

質問者3 PBRが1倍を下回っている背景として、先ほど指摘のあったコングロマリット・ディスカウントの他に、業績のボラティリティの大きさも要因としてあると思う。2024年度中に構造転換が進んだ場合、グループ全体の業績のボラティリティも低下すると考えてよいか。

工藤 構造転換においては、将来の収益性に加え、収益のボラティリティやベストオーナーの視点で

も事業を評価していく。収益のボラティリティが大きい事業を減らし、安定的に成長できる会社にするのが我々の責任だ。

質問者 4 説明会資料 17 ページの GG10 の進捗状況において、デジタルソリューション事業で 2022-2024 年度に 1,000 億円程度の投資を決定したと記載がある。一方 23 ページには、デジタルソリューション事業で 2030 年までに 1,000 億円の拡大投資を計画と記載があるが、この金額に重複はないのか。併せて、「パイメル」の富士工場における生産能力増強以外に具体的な投資案件があれば教えてほしい。

また、デジタルソリューション事業を成長の牽引役として更に伸ばすために、M&A 等も検討しているのか。

加えて、2021 年度から 2024 年度にかけては利益が伸びていないように見えるが、2030 年にかけてガラスクロスの上高が 3 倍、「パイメル」の上高が 2 倍となった場合の利益貢献はどの程度と見込んでいるか。

工藤 2022-2024 年度の投資額 1,000 億円には、「パイメル」の富士工場における生産能力増強の他、半導体工場火災の跡地における設備投資計画等も含まれており、2030 年までの 1,000 億円の拡大投資との重複はない。2030 年までの投資案件についてはまだ検討段階だ。

デジタルソリューション事業の中でも製品によって状況は異なり、「パイメル」は順調に拡大しており過去最高利益を更新している状況だが、電子部品事業は成長を期待していた製品において半導体市場の市況悪化の影響を受けた。これも足元では回復基調にある。低誘電ガラスクロスについては競合が少ないという特徴があり、その中で当社は次世代関連市場におけるシェアが高いという状況だ。ガラスクロスの製造には各工程で様々な技術が必要となるため、当社独自の技術向上に加え、他社との連携についても検討を始めている。

デジタルソリューション事業は、国内の企業の多くが成長領域として注力している分野であるため、今後の成長のためには M&A も含めて様々な対応を検討する必要があると考えている。次期中計の 3 年間において、当社だけでなく業界全体において大きな変化があると予想しており、それに備えていると理解いただきたい。

質問者 4 説明会資料 23 ページで示している通り、御社のガラスクロスは特に次世代向けや AI サーバー向けで高いシェアを持っているが、今後 3-5 年は御社の技術の優位性が維持できると考えているか。投資計画等も含めて今後のシェアの見通しを伺いたい。

工藤 当社は原料となるヤーン（ガラス繊維）は外部から調達している。また、当社のガラスクロスを作る工程における投資は外部委託やライセンスを活用することでそれほど大きくならないと考えている。ヤーン調達の強化のためには投資が必要になる可能性があるが、それほど大きな規模の投資に

はならないと見込んでいる。

現世代（400 GbE スイッチルータ、AI サーバー向け）の市場規模は、現在は 300～400 億円程度だと考えているが、この市場の成長を見極めながら投資を検討していく。

質問者 5 株主還元の方針について、2022 年 4 月の中計発表時の説明では、1,500 億円程度は配当で実施し、残りの 300 億円については機を見て自己株式取得等も検討するとのことだった。今回の説明では、自己株式取得よりも増配の優先度が高いという考えのようだが、どのような変化があったのか。

併せて、次期中計における株主還元の方針について現時点での考えを伺いたい。

工藤 株主還元については、累進的な配当を重視する考えだ。ただし、自己株式取得を否定するものではない。

説明会資料 8 ページのキャピタルアロケーションに「その他キャッシュ手当」と記載しているが、これには事業売却によるキャッシュインも含まれる。事業売却について 2024 年度中に契約締結できた場合には、2025 年度までにある程度のキャッシュインが見込めると考えている。そのキャッシュの用途としては、成長投資だけでなく、自己株式取得の可能性もあるだろう。

次期中計に向けても、累進的な配当を重視しながら、機を見て自己株式取得を検討するという考えに変わりはない。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、株主の皆様へ安心感を持っていただきたいと考えている。

質問者 6 「マテリアル」では、石化関連事業の割合が縮小し、ガラスクロス等多額の設備投資を必要としない成長事業が増えてきている。「住宅」では、建築請負部門だけでなく、賃貸管理事業やリフォーム事業等のストックビジネスが堅調に成長している。「ヘルスケア」でも、医薬品や医療機器等の製造の他、医療サービス分野も手掛けている。「世界の人びとの“いのち”と“くらし”に貢献します」というグループミッションの下、これまでも大胆な事業ポートフォリオ変革を行ってきたことを考えると、今後の御社は総合化学メーカーという位置づけから、ソリューション・サービス提供会社等の異なる位置づけに変わっていくのではないかと予想している。そのような非連続的な変化はどの程度の時間軸で起きると考えるか。

工藤 当社がどのようなビジネスモデルを目指しているかという視点で説明すると、当社は既にソリューション・サービス型のビジネスモデルへの転換を進めている。

例えば、イオン交換膜事業では、2020 年 2 月に買収した Recherche 2000 Inc. とともに、顧客の運転データのモニタリングをベースに最適運転をサポートするデータドリブン型サービスを提供している。水素関連事業においても、アルカリ水電解装置の開発・製造に加え、オペレーションやメンテナンスも含めたソリューション・サービス型のビジネスの展開も視野に入れている。

2022年4月の中計発表時に、スピード、アセットライト、高付加価値を追求すると説明した通り、そのような戦略で中計を実行してきた。次期中計以降において当社が変革していく姿を示していきたいと考えている。

質問者 6 セパレータ事業についても、ソリューション・サービス型のビジネスに移っていく可能性があるか。

工藤 当社も電池の研究は継続して行っており、ソリューション・サービス型のビジネスへの展開についても検討している。時間軸の長い話になるかもしれないが、追求していきたい。

質問者 7 説明会資料 28 ページに 2025 年度の営業利益のイメージを開示しているが、「ヘルスケア」は 2024 年度比で約 220 億円の増益となる 800 億円の営業利益を見込んでおり、高い成長を想定されている。クリティカルケア事業、医薬・医療事業それぞれで、どの程度の増益を見込んでいるのか。説明会資料 34 ページを見ると、Veloxis、Itamar、Bionova Scientific（以下、Bionova）、Respicardia の利益成長が大部分を占めるのではないかと予想するが、それ以外の事業についても解説してほしい。

工藤 バイオ医薬品 CDMO である Bionova は事業環境の回復に懸念があるが、Veloxis、Itamar、クリティカルケア事業の既存事業については、堅調に成長すること見込んでいる。加えて、2025 年度に向けて成長を期待しているのは「プラノバ」（ウイルス除去フィルター）だ。「プラノバ」は、COVID-19 の影響による需要の高まりや調達に対する懸念から一部の顧客が在庫を積み増した結果、足元では業界全体で在庫調整が行われており、業績が伸び悩んでいる。この状況が 2023 年度もしくは 2024 年度上期で底を打ち、2025 年度に向けては回復が期待できると考えている。営業利益 800 億円は高い目標だが、達成可能だと考えている。

質問者 7 説明会資料 19 ページに 2024 年度から日本と米国の医薬事業を統合した「One AK Pharma 体制」へ移行すると記載があるが、この戦略について補足してほしい。

工藤 現在の医薬事業は旭化成ファーマと Veloxis の 2 つの軸があり、連携しながら事業を運営しているが、研究開発の方向性の検討、M&A の見極め、人財育成等を考えると、グローバルで 1 つの体制とすることが合理的であり、今後の成長に繋がると考えた。今後は、旭化成ファーマの社長である青木が One AK Pharma の責任者となり、グローバルスペシャリティファーマの成長戦略を着実に実行していく。

質問者 7 近年買収した Itamar、Respicardia、Bionova はスタートアップ企業だが、今後もそのような会社への投資に注力するのか。もしくは、既を買収した会社を成長させることを優先するのか。

工藤 まずは、買収した 3 社の成長を見極めた上で、今後のスタートアップ企業の買収については検討したい。

大坪 以上で本日の説明会を終了させていただく。ご参加ありがとうございました。

【予想・見通しに関する注意事項】

当資料に記載されている予想・見通しは、種々の前提に基づくものであり、将来の計画数値、施策の実現を確約したり、保証したりするものではありません。