

# 旭化成株式会社 経営説明会 要旨

## 中期経営計画 2027 ~Trailblaze Together~の発表について

開催日時：2025年4月10日（木）16:00~17:30

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

IR室長 大坪（司会）

工藤 本日は、2025年度から始まる新中期経営計画（以下、新中計）についてご説明する。

前中期経営計画（以下、前中計）は、さまざまな環境変化が重なった結果、営業利益をはじめとする計数目標は2022年4月に発表した計画（以下、当初計画）を下回る見通しである。一方で、中期的な成長に向けた先行投資や構造転換への取り組みについては、着実に実行してきた。新中計においては、これらの成果を結実させ、成長軌道への回帰を目指す。新中計のスローガンは「Trailblaze Together」である。「Trailblaze」の言葉が意味する新しい道を切り開く精神を引き継ぎ、新たに「Together」という言葉を加えた。これは、旭化成グループ全体が1つのチームとして力を結集するだけでなく、顧客・同業他社・投資家の皆さま等、さまざまなステークホルダーと共に未来を切り拓いていくという意味を込めている。

### <1. 前中期経営計画の振り返り>

#### P3 経営指標（営業利益関連・ROIC・ROE）

前中計は、事業環境が当初計画時点の想定から乖離したことで、「マテリアル」の主要事業の収益が低迷し、初年度の2022年度は営業利益が前期を下回る状態でスタートした。また、営業利益の低迷に伴い関連する事業において減損が発生し、ROEも大きく落ち込んだ。

一方、最終年度の2024年度は、「マテリアル」が一定水準まで回復したことに加え、「住宅」「ヘルスケア」が堅調に成長し、営業利益は大きく回復する見通しである。

#### P4 経営指標

前中計は、営業利益の低迷に伴い当期純利益やROEも当初計画を下回る見通しだ。一方、財務健全性は概ね高い水準を維持している。前中計期間では「ヘルスケア」を中心に積極的な投資を進めたが、収益性、資本効率、財務健全性の指標を意識した上で投資判断を行っている。

#### P5 領域別業績

前中計の各領域の営業利益についてご説明する。

「ヘルスケア」は、当初計画800億円に対し、583億円の見通しである。Calliditas Therapeutics AB（以下、Calliditas）買収に伴うマイナス影響等もあり目標未達となるが、着実に成長軌道に回帰している。

「住宅」は、当初計画950億円に対し、915億円の見通しであり、ほぼ目標どおりである。国内事業の強化や、海外への積極的な投資が、着実に結果に結びついている。

「マテリアル」は、主要事業であるセパレータおよびアクリロニトリル（以下、AN）の営業利益が低迷し、当初計画1,300億円に対し、823億円となる見通しである。ANについては、戦略を大きく見直し、現在進めている石油化学チェーン関連事業の構造転換によって、体質を強化していく。一方、電子材料事業やイオン交換膜法食塩電解事業については、着実に利益が伸長している。

#### P6 <参考>領域別指標の推移

「ヘルスケア」の2024年度のEBITDAは1,380億円であり、当初計画の1,400億円に近い水準だ。

「ヘルスケア」はM&Aを中心とした成長戦略を進めており、買収時ののれん、無形固定資産の償却費を除いた利益水準としては、当初計画に近い形で進展している。

#### P7 事業ポートフォリオ変革の取り組み

前中計で注力した「成長投資」と「構造転換」の両輪による事業ポートフォリオの変革は、概ね計

画に沿って進捗している。

成長投資については、成長牽引事業（GG10）に対する3年間の累計投資額は約7,000億円となり、戦略に基づいた拡大投資を進めることができた。

構造転換については、「中計期間での効果創出を狙った取り組み」を進めた結果、意思決定済みの事業の売上高の合計は800億円以上となった。「中期視点での石油化学チェーン関連事業の構造転換」では、国内において三菱ケミカル(株)（以下、三菱ケミカル）、および三井化学(株)（以下、三井化学）とのエチレン製造設備の最適化の検討に着手し、鋭意検討を進めている。また、海外においては、PTT Asahi Chemical Company Limited（以下、PTTAC）におけるAN事業等の撤退を決定した。各事業の検討の方向性については概ね明確になっており、引き続き具体的な取り組みを進めていく。

## P8 <参考> 営業利益推移

参考情報として、汎用的化学品を中心とした旧基盤マテリアル事業を除いた営業利益の推移を示す。過去最高益を達成した2018年度をはじめ、2021年度より以前は、旧基盤マテリアル事業の収益が全体を押し上げる構図であったが、2024年度においては、旧基盤マテリアル事業を除く営業利益が過去最高を更新する見込みだ。市況に左右されやすい汎用的事業を除いた、付加価値の高い事業群の営業利益が着実に成長している。

## <2. 旭化成が目指す姿>

### P10 2030年に目指す姿

旭化成が普遍的に目指すものは、これまでと変わらず、「持続可能な社会への貢献」と「持続的な企業価値向上」という2つのサステナビリティの好循環である。その実現に向けて、3つの領域がそれぞれの役割・あり方に基づき、さまざまな社会課題の解決に向けて事業を展開している。多様な事業が社会課題に正面から対峙し、価値を提供することで、“持続的にイノベーティブな製品・サービス・ビジネスモデルを創出”できると考える。この中でも、“持続的”がキーワードである。その結果として、財務的な観点では年率で2桁を上回る利益成長、および高い資本効率を実現し、持続的な企業価値向上へとつなげていく。

### P11 Diversity × Specialty

旭化成の特長、他の企業にはないユニークなコンセプトである「Diversity × Specialty」について紹介する。

Diversityに関して、当社は3つの領域で多様な事業を展開することにより、「成長機会の豊富さ」と「安定的な収益創出力」を有している。これは企業経営において大きなアドバンテージである。

Specialtyに関して、専門メーカーとは異なる事業アプローチによって独自のポジションを構築することで、高付加価値・高収益を実現している点が特長である。

この「Diversity × Specialty」というコンセプトは、現在3つの領域において具現化されているが、ある意味でこれは一時的な姿とも言える。新しいものが生み出されれば将来的には領域が増える可能性もあり、今後も社会のニーズの変化によって事業の形は柔軟に変わっていくことになる。今この時点では、現在の3領域経営が最も持続的な成長と安定性を両立させることのできる経営のかたちだと考えている。

### P12 旭化成のエコシステムと3領域の勝ち筋

当社がこれまでの歴史の中で構築してきた経営基盤は、我々の経営の中核をなすものである。それを各領域が柔軟に相互活用しながら、旭化成らしい勝ち筋で価値を提供するという姿は、旭化成特有のエコシステムであるとも言える。

勝ち筋としては、例えば「ヘルスケア」においては、特定の疾患領域にフォーカスした上で、これまでに培ったM&Aノウハウや人財を最大限に活用することが重要である。「住宅」では、国内では都市部にフォーカスし、強みである人財とブランド力を活かして、厳しい環境下でも収益力の強化を図っている。更に、国内で培ったノウハウを海外に展開することで、生産性向上を実現する独自のビジネスモデルによる事業拡大を進めている。「マテリアル」においては、長年培った技術やノウハウが強みとなる分野にフォーカスしつつ、今後は自社単独に固執せず、他社との連携を大胆に推進する。

## P13 <参考>事業ポートフォリオ変革と成長の歴史

参考情報として、これまでの旭化成の事業ポートフォリオ変遷をこのページにまとめている。社会の変化に応じて事業内容を柔軟に変化させることは旭化成のDNAであり、今後もそのスタンスは変わらない。

## <3. 中期経営計画 2027 ~Trailblaze Together~>

### 3-1 基本方針・目標

#### P15 中期経営計画の目標・基本方針

新中計における基本方針は、大きく3点に集約される。1点目が「投資成果の創出による利益成長」、2点目が「構造転換や生産性向上を通じた資本効率の改善」、3点目が経営基盤のさらなる強化・活用による「Diversity × Specialtyの進化」である。

計数目標としては、新中計の最終年度である2027年度に営業利益2,700億円、のれん償却前営業利益で3,060億円を目指す。資本効率の指標については、2027年度においてROIC6%、ROE9%の達成を目標とする。

2030年に向けては、営業利益の成長を継続させつつ、ROEおよびROICのさらなる向上を図り、より高水準での高成長・高資本効率企業を実現していく。

#### P16 Diversity × Specialtyの進化

3つの領域における営業利益構成の推移を示す。4年前の2021年度時点では、「マテリアル」が突出して大きな利益を上げており、「ヘルスケア」や「住宅」を保有しつつも、「マテリアル」が中心の総合化学メーカーという構成であった。その後、「マテリアル」は環境変化への対応として構造転換に注力する一方、「住宅」および「ヘルスケア」はこれまでの投資が結実し、順調に成長してきた。その結果、2024年度には「住宅」が最も大きな利益を生み出す領域となった。

2030年に向けては、3つの領域がほぼ同水準の利益を上げる構成を目指していく。今後は、「マテリアル」中心の事業構成から、多様な産業において高付加価値事業が高水準の利益を創出する姿へと移行していく。

#### P17 各事業の概要・計数計画

新中計では、事業ポートフォリオの方向性や各事業の戦略をより明確に伝えるため、全社の事業を10の区分に整理してご説明する。

ここでは、それぞれの事業区分の概要および計数情報をまとめている。「マテリアル」に関しては、組織再編に伴い事業区分を再編している。各区分に含まれる主要事業は、以下のとおりだ。

- ・ エレクトロニクス：従来「デジタルソリューション」と開示していた区分であり、電子材料および電子部品事業を指す。
- ・ カーインテリア：自動車内装材を手がけるSage Automotive Interiors, Inc.（以下、Sage）と、「Dinamica」（人工皮革）による事業で構成される。
- ・ エナジー&インフラ：セパレータ事業、イオン交換膜事業、水素関連事業が中心である。
- ・ コンフォートライフ：従来と同様、繊維関連および消費財関連が主要事業となる。
- ・ ケミカル：石油化学関連に加え、エンジニアリングプラスチック等川下の製品も含む区分となる。

なお、これらの新たな事業区分と従来の事業区分との対応関係については、説明会資料50ページを参照願いたい。

#### P18 事業ポートフォリオ（各事業の位置づけ）

前述の10事業区分について、事業ポートフォリオ上の位置づけを以下のとおり整理している。

まず、グループ全体の利益成長を牽引すべく、積極的にリソースを投入する事業を「重点成長」事業と位置付ける。医薬事業、クリティカルケア事業、海外住宅事業、エレクトロニクス事業の4事業がこれに該当する。

次に、中期的な成長を目指す「戦略的育成」事業としては、ライフサイエンス事業、国内住宅にお

ける不動産・開発関連事業、エネルギー&インフラ事業の3つを挙げている。

これらの「重点成長」および「戦略的育成」事業の拡大を推進する一方で、収益改善・事業モデル転換事業として位置づけているケミカル事業は、当面は構造転換に注力する。

このような事業の位置づけに応じて、よりメリハリのある資源配分を実現し、持続的な成長と資本効率の向上を図っていく。

### P19 事業別営業利益変化

2027年度の営業利益の目標2,700億円に向けては、医薬事業、クリティカルケア事業、海外住宅事業が主な成長ドライバーとなる。特に、医薬事業および海外住宅事業については、M&Aを中心とした先行投資を確実に利益に結びつけることが極めて重要である。「マテリアル」については、エレクトロニクス事業の着実な利益成長およびエネルギー&インフラ事業におけるセパレータ事業の収益改善を見込んでいる。

一方で、「マテリアル」のその他事業においては減益を想定しており、ケミカル事業に関しては関連製品の市況安定化による影響を織り込んでいる。グループ全体でのクッションも織り込んだ上で、営業利益2,700億円という目標を設定している。米国の関税影響については後ほどご説明する。

### P20 長期投資計画

新中計の3年間においては、意思決定ベースの投資額として総額1兆円を見込んでいる。このうち、拡大関連投資は6,700億円を見込んでおり、「ヘルスケア」では引き続きM&Aを軸とした成長投資を進める。また、「住宅」においても、中期的な成長に向け、国内および海外での投資を検討する方針だ。

右側に示すグラフでは、3領域の拡大関連投資額の推移を表示している。新中計では、「ヘルスケア」および「住宅」への成長投資を拡大する一方で、「マテリアル」については厳選した事業にフォーカスした投資を行い、メリハリをつけたリソースアロケーションとしていく。

ここで、投資方針に関する考え方について補足しておきたい。前中計期間、またそれ以前において、「マテリアル」のキャッシュ・フローが厳しい状況が継続していた。そのため「住宅」で創出したキャッシュを「マテリアル」あるいは「ヘルスケア」の設備投資やM&Aへと配分する投資戦略をとってきた。

しかし、今後も3領域経営を継続するからには、各領域それぞれが自立した経営に向けてキャッシュ・フロー管理を強化する必要がある。「住宅」は、確実な成長が見込まれる海外住宅事業を中心に、稼いだキャッシュを投資していく。「ヘルスケア」においても、医薬事業においてM&Aの計画はあるが、2030年に向けて自立した経営を目指す。「マテリアル」は、依然としてキャッシュ・フローに課題を抱えるため、投資の厳選を行っていく。例えば、水素関連事業等の時間軸の長い投資を行う際には、補助金を活用する予定である。また、「ハイポア」(LIB用湿式セパレータ)のカナダでの投資については、日本政策投資銀行等の他社資本やカナダ政府等からの補助金を活用している。このように、3領域それぞれの自立したキャッシュ・フローの確保を基本原則とする。

### P21 M&Aの進捗状況

拡大投資に関連し、これまで実行した主要なM&A案件の利益成長の推移を補足する。ここでは、各案件における利益の変化を、ある時点の起点に示している。

医薬事業、海外住宅事業、カーインテリア事業等においては、一時的に環境要因による遅れが見られた時期もあったが、概ね期待どおり推移している。なお、Calliditasの急成長が目立つが、M&A時点で想定した計画より、前倒しで売上が伸びている状況だ。一方で、Respicardia, Inc(以下、Respicardia)やBionova Scientific, LLC(以下、Bionova)のように、プロダクトやサービスがアーリーステージにある案件については、事業環境の変化による影響を大きく受けている。

これらのM&A案件で培った知見・ノウハウは極めて重要な無形資産であり、今後のM&A案件において最大限に活用し、投資の成功確率を高めていく。

### P22 構造転換(マテリアル領域)

新中計における構造転換の対象は、主に「マテリアル」であり、売上高の約20%に相当する事業の構造転換を目指す。そのうち半分はケミカル事業における改革を想定する。なお、構造転換に際しこ

れまで石油化学チェーン関連事業と表現してきた事業が、ケミカル事業と同一と位置付けている。

ケミカル事業の構造転換は、「ベストオーナー視点での改革」「他社連携による最適化・強化」「自社での構造転換」の3つのアプローチで推進する。交渉や連携の相手次第の部分もあるが、中計期間内での実行を目指し、着実に取り組んでいく。

#### P23 <参考>汎用的化学品（旧基盤マテリアル）の投下資本推移

構造転換の関連情報として、これまで基盤マテリアル事業として示してきた、汎用的化学品を中心とした投下資本の推移を参考として示す。PTTACの事業撤退や国内事業における減損損失の計上の影響により、投下資本は既に減少傾向にあり、2024年度末時点では全社の5%程度に留まっている。今後も構造転換の進展に伴い、段階的な投下資本の縮小を見込んでいる。

#### P24 キャピタルアロケーション（2025～27年度の3年間）

新中計期間のキャピタルアロケーションとして、キャッシュアウトについては成長投資と株主還元のバランスを重視する。キャッシュインについては資金調達手段として有利子負債だけでなく、事業売却や他社資本の活用を積極的に進める計画だ。財務健全性の観点では、D/E レシオを 0.7、有利子負債/EBITDA を 3.0 目安とし、資本のバランスをマネジメントする。

#### P25 株主還元方針

株主還元については、累進配当を基本方針とし、還元水準の継続的な向上を目指す。この方針に基づき、今回より DOE（自己資本配当率）を新たな指標とし、DOE の水準として 3% を目安に中長期的な累進配当の実現を図る。自己株式取得については従来方針と変わらず、資本構成の最適化や投資案件、キャッシュ・フローの状況、株価推移等を踏まえて機動的に検討・実施する。

なお、2024年11月に発表した300億円の自己株式取得は、血液浄化事業や診断薬事業の譲渡の決定や業績の回復、株価水準の低迷が背景にあった。今後もさまざまな要素を総合的に勘案し、自己株式取得を含めた株主還元に努めていく。

#### P26 経営指標

各種経営指標をまとめている。必要に応じて適宜参照されたい。

### 3-2 領域別事業戦略

#### P28 ヘルスケア領域

「ヘルスケア」においては、医薬事業を中心にこれまでの成長投資を確実に結実させることが最優先課題である。中長期的な視点での投資も引き続き推進する方針であり、医薬事業では、追加の M&A やライセンスインを想定している。

ライフサイエンス事業は、血液浄化事業の譲渡により営業利益は横ばいを見込むが、「プラノバ」（ウイルス除去フィルター）は引き続き安定した成長が期待できる。

クリティカルケア事業は、成長軌道へと回帰しており、新中計においてはオーガニックな成長を通じた事業拡大を図る。

#### P29 医薬事業

医薬事業の戦略の特徴は、免疫、移植、腎臓疾患、重症感染症等、ニッチな疾患領域に特化している点である。これにより、メガファーマ企業との直接的な競合が少ないこと、臨床試験規模が比較的小さいこと、大きな営業部隊を必要としないことから、過度なリスクをとらない事業運営が可能である。また、医薬事業はグローバルな経営体制が構築できており、旭化成グループの中で最もグローバルな事業展開が進んでいる事業の1つである。医薬の最大市場である米国を中心に事業拡大を進めており、今後もパイプライン強化のため追加の M&A やライセンスインを進める計画だ。

経営体制としては、日本の旭化成ファーマと米国の医薬事業を統合した、1つのグローバル医薬事業体制「One AK Pharma」への移行を開始しており、2025年度末までに統合を完了したいと考えている。

強みとする疾患領域にフォーカスし、統一されたグローバル戦略のもとで最適ナリソース配分を行い、2030年度には売上高3,000億円以上の達成を目指す。

### P30 クリティカルケア事業

クリティカルケア事業は、重篤な心肺関連疾患領域を主たるターゲットとし、「既存事業のオーガニック成長」、「過去投資案件の成果結実」、「新たな事業機会の獲得」を引き続き推進する。

主力製品である（着用型自動除細動器）「LifeVest」をはじめとする、CMS（Cardiac Management Solutions）の分野では、心臓医との関係強化や当該製品の臨床的価値の訴求を通じ、さらなる市場浸透を図る。また、Itamar Medical（以下、Itamar）は睡眠時無呼吸症候群の在宅診断領域においてグローバルで売上が成長しており、LifeVest チームとの連携による心疾患との合併症患者層へアクセスを拡大する等、潜在市場の開拓を通じた売上拡大と利益貢献を図る。

病院や公共向けの除細動器をはじめとする ACT（Acute Care Technology）の分野では、多様な製品ラインナップを活かし、堅調な成長の継続を目指す。

### P31 住宅領域

国内住宅事業については、建築請負事業の高付加価値化を推進することに加え、不動産・開発関連事業において中長期的な成長機会の探索を進める。そのための先行投資も前向きに検討したい。

海外住宅事業については、引き続き独自のビジネスモデルによる展開を進める。利益成長を追求するだけでなく、生産性向上の取り組み等も併せて行うことで ROIC も改善する見通しだ。

### P32 国内住宅事業

建築請負事業の高付加価値化・大型化を引き続き進める。平均単価について、2027 年度には 2022 年度対比で 4 割以上上昇させることを目指す。

また、不動産・開発関連事業を将来の成長分野とすべく、先行的投資を通じた拡大機会の探索を進める。具体的には都心エリアに特化した土地仕入れの強化、および土地を活用したビジネス拡大を図る。そのためには、自社だけでなく他社のケイパビリティの活用も視野に入れている。

### P33 海外住宅事業

北米と豪州で展開する海外住宅事業は、新中計においても高い成長率で拡大を継続する見通しだ。2030 年度には現在の 1.5 倍以上である売上高 5,000 億円を目指す。

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のビジネスモデル（Synergos モデル）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、高品質な住まいの供給を実現している。持続的な成長を追求すべく、Synergos モデルの強化や、さらなるエリア拡大に向けた M&A を検討する。具体的には、2026 年度を目途にテキサス州への進出を検討している。

豪州事業においては、ビルダーの買収が順調に進み、5 つの州に展開するまでに成長している。引き続き、生産性・収益性の向上に向けた業務プロセスの高度化、拡販による各エリアでのシェアアップによる利益拡大を目指す。

### P34 マテリアル領域

「マテリアル」では、従来のような大きな生産設備を自社で保有する戦略からのシフトを進める。

エレクトロニクス事業は、顧客との密な関係性を活かし拡大する「カスタマーオリエンテッド型」の事業として拡大を図る。カーインテリア事業や、エナジー&インフラ事業のイオン交換膜法食塩電解事業については、モノ売りではなく付加価値で顧客に遡及する「ソリューション型」の事業として拡大を図る。

また、これまで以上に、他社との連携や外部リソースの活用を通じた事業価値の最大化への取り組みが極めて重要であると考える。

### P35 エレクトロニクス事業 <電子材料（カスタマーオリエンテッド型）>

当社の電子材料事業は、顧客との密なコミュニケーションを通じて先端半導体パッケージ市場に最適な材料を提案し、市場をリードしている。特に、半導体保護膜/層間絶縁膜である「パイメル」（感光性絶縁材料）は、AI サーバー向け最先端半導体に採用されており、積極的な拡大施策を進めている。革新的なパッケージ開発への貢献が評価され、2024 年には TSMC Excellent Award を受賞した。旺盛な需要に対し、新中計でも設備増強を計画しており、2024 年度から 2030 年度に向けて売上高の倍

増を目指す。

#### **P36 エナジー&インフラ事業 <イオン交換膜法食塩電解事業（ソリューション型）>**

当社のイオン交換膜法食塩電解事業の歴史は古く、50年に及び構築した事業基盤をベースに、ソリューションを提供している。具体的には、M&Aで獲得した Recherche 2000 Inc. のモニタリングシステムと、当社のオペレーションノウハウを組み合わせた管理プラットフォームが特長だ。当社製品は世界で30か国、150工場以上で採用されており、高い市場シェアを獲得している。

そして今後は、食塩電解事業で構築した事業基盤を活かし、アルカリ水電解水素製造のビジネスへ展開する。経産省のGXサプライチェーン構築支援事業にも採択され、グリーン水素製造用とイオン交換膜法食塩電解プロセス用が併産できる生産設備を、2028年度に稼働させる予定である。食塩電解事業と水素関連事業は一体となって推進中であり、将来「マテリアル」の中核的な事業となるよう期待している。

#### **P37 エナジー&インフラ事業 <セパレータ（ハイポア）>**

2024年4月に発表した、「ハイポア」事業のカナダにおける第一期投資については、予定通り工事が進捗している。一方で、米国における政策動向等の影響もあり、第二期以降の投資についてはEV市場の事業環境を注視し、柔軟に対応を進めていく。販売計画については、米国の政策動向の影響により、見通しを精査中である。さまざまな外部環境の変化はあるが、中長期的にはEV市場は着実に拡大すると考えており、他社との連携を積極的に活用しながら事業展開を進めていく。

#### **P38 ケミカル事業**

新中計期間におけるアクションとして、構造転換は勿論だが、中長期視点でのグリーン技術開発や各種取り組みも進めていく。

三菱ケミカル、三井化学とのエチレン製造設備のグリーン化・生産体制最適化は、検討を鋭意進めており、2030年頃を目安にクラッカーを一基に統合する方向で議論を進めている。引き続き具体的な検討を進め、然るべきタイミングで正式にご案内させていただきたい。

中長期的には、グリーン素材・ソリューションの提供による価値創造に加え、収益性・資本効率の高い事業構造を確立することを目指している。その事例として、バイオエタノールからのバイオ化学製品製造技術に関する事業を取り上げる。この技術は、グローバルでエチレンクラッカーのグリーン化に貢献できるキーテクノロジーだと考えている。今後実証を進めた上で、ライセンス型事業として世界に展開することを目指す。

#### **P39 マテリアル領域の2030年度利益イメージ**

「マテリアル」は、成長分野において戦略に沿った事業展開が実行することで、2030年に向けて大きく利益成長が期待できる。「マテリアル」の2027年度の営業利益は、2024年度に対しては微増であるが、成長分野については着実に拡大する見通しである。北米の「ハイポア」事業は、2027年度にカナダの工場が稼働を開始し、2028年度以降に生産量が拡大することで、2030年には大きく利益貢献すると予想している。併せて、水素関連事業も収益貢献をするステージに入り、2030年にはエレクトロニクス事業、カーインテリア事業、エナジー&インフラ事業の成長3分野の利益が1,000億円を超える水準にまで成長できると考えている。

#### **P40 マテリアル領域・持株機能の体質強化**

「マテリアル」は、前中計で損益が低迷したことを受け、体質強化の取り組みを開始している。その一環として、2025年4月から、従来3つの事業本部で各々運営してきた組織を廃し、「マテリアル」として一体運営する体制へと変更した。リソースの最適配分に加え、トップダウンでの構造転換の推進や、効率化・合理化の取り組みを加速させていきたい。また、領域組織と本社組織を横断で効率化を推進することや、積極的な生成AI活用も含め継続的なDXを推し進め、早期の効果創出を狙っていく。これらの取り組みを通じ、新中計期間において累計約300億円のキャッシュ創出を目指す。

#### **P41 領域別計数計画**

領域別の計数計画は、営業利益とROICについてのれん償却前の値も記載している。「ヘルスケア」

は、M&Aによるのれんの影響が大きいですが、のれん償却前の ROIC は 2027 年に 10%、のれん償却前の営業利益は 2027 年度に 1,230 億円を目標としている。のれん償却前の営業利益は「住宅」と並ぶ水準である。

### 3-3 経営基盤強化

#### P43 グリーントランスフォーメーション（GHG 削減の取り組み）

当社の GHG 排出量削減目標については、従来から掲げる 2030 年に 2013 年度対比で 30%以上を削減する目標は、達成できる見通しだ。新中計では、2035 年に 2013 年度対比で 40%以上を削減する、新たな目標を設定した。エネルギーの低炭素化や、製品・事業ポートフォリオの転換を通じ、着実に GHG 排出量を減少させていく。

また、社会全体の GHG 排出削減については、「環境貢献製品」の売上拡大を進める。新中計では、GHG 削減貢献量に関しても、2035 年に 2020 年対比で 2.5 倍以上とする新たな目標を設定した。

#### P44 グリーントランスフォーメーション（住宅領域における取り組み）

GX の主な取り組みとして「住宅」の事例を紹介する。旭化成ホームズは、太陽光発電の固定価格買取制度（FIT 制度）の買取期間が満了した、卒 FIT の余剰電力をお客様から買い取り自社で活用することを推進している。この取り組みを通じ、国内ハウスメーカーで初となる「RE100」の達成を実現した。更に、国際的な表彰制度である「RE100 enterprising leader」を国内企業で初めて受賞している。その他にも、GX 率先実行宣言の開示等、先進的な取り組みを鋭意進めている。お客様と共に、住宅業界における環境貢献のリーディングカンパニーを目指していきたい。

#### P45 人財戦略

ここまでの事業戦略の実行は、全て人財にかかっている。旭化成は、「人は財産、すべては「人」から」という考え方をベースに、「終身成長」と「共創力」の2つを人財戦略の柱とし、さまざまな施策を推進中だ。その取り組みを加速させるため、挑戦的風土の強化を狙った、「新しい人事制度への移行」を進めている。Fair+Open のコンセプトの下、新しい挑戦や大きな成果に応じ、従業員が報酬を得られる体系を整備する。これらの取り組みが、「従業員の活力と働きがい向上」と「旭化成グループの持続的成長」の好循環につながると考えている。

「成長行動」「多様な人財活躍」「従業員の活力」のそれぞれについて KPI を設定しており、目標達成に向けて取り組む。

#### P46 無形資産の活用

旭化成の経営基盤において、極めて重要な役割を果たす無形資産を図示している。本日のご説明で触れた部分も多いが、例えばデジタル基盤の視点では、通常の業務の中で従業員が DX を自然に進めるデジタルノーマル期に入っている。デジタルプロフェッショナル人財のスキルの最大限の活用、また積極的な業務への AI の取り入れにより、業務の高度化や生産性向上を図る。

これらの無形資産を活用し、特に「マテリアル」において「ソリューション型事業」や「ライセンス型事業」の展開を推進する。中でも「ライセンス型事業」は新たな収益源として期待を寄せており、新中計の3年間で10件の新規のライセンス契約締結、2030年までの累積の利益貢献として100億円以上を目指す。

#### P47 企業価値向上に向けて

企業価値の向上に向けた取り組みについて、主に5つの取り組みを推進する。中でも特に「事業ポートフォリオ変革加速」と「収益力向上」が重要であり、成果創出を通じて PBR 水準の向上を図る。PBR の構成要素である ROE については、現状株主資本コストを下回っていると認識している。新中計の最終年度である 2027 年度には 9% を目標とするが、足元においても ROE 改善策を進め、まずは PBR が 1 倍を早急に超えるように最善を尽くす。

#### P48 Trailblaze Together

最後に、改めて新中計のスローガンである Trailblaze Together について触れる。このスローガンは、冒頭に申し上げたとおり、旭化成全体が1つのチームとして力を結集するだけでなく、顧客や同



業他社、投資家等さまざまなステークホルダーと一緒に未来を切り拓く、という意味が込められている。また旭化成自体が「マテリアル」を中心とした総合化学メーカーから、多様な産業における高付加価値・高収益事業で構成される企業へシフトする変革期にある。だからこそ、各事業が経営基盤を相互に共有・柔軟に活用し、一体となって持続的な企業価値向上を目指すことが何よりも重要だと考えている。

#### 補足説明 米国関税影響について

米国における関税政策の当社事業への影響について、補足する。当社の米国における売上高はグループ全体の約 20%程度に相当する。そのうち約 96%は買収した企業を中心とした現地法人が米国国内で販売を行っているため、米国国外からの輸出は残りの 4%と極めて些細である。しかし、96%の米国における事業も原材料を米国国外から輸入しているため、関税によるコスト増の影響を受ける見込みである。この関税負担分について、米国子会社は全額を価格転嫁したいと意気込むが、現実的には難しい部分もあると見ている。

2027 年度の営業利益目標について、各事業からの積み上げベースでは 3,000 億円前後のポテンシャルが見えていた。しかし、ここに関税影響をはじめとした外部環境のリスクを織り込み、2,700 億円と設定した。なお、関税影響による景気後退もリスクの 1 つとして認識しているが、この影響を定量的に見積もることは困難であるため、この目標値には含んでいない。

なお、関税影響は当社に限らないため、当社の米国事業が競合と比べ劣位に置かれることはない想定している。今後については、政府・関係者間の交渉を踏まえた米国の関税政策の動向のみならず、他国の対抗措置も含め、包括的に状況を注視し、必要に応じたリスクマネジメントを検討、実施していく。

#### 【質疑応答】

##### 全般

Q: リスクへの対応について伺いたい。前中計においても、COVID-19 による影響やさまざまな地政学的リスクの高まり等があった。しかし、前中計は、「住宅」が創出するキャッシュ等を使いながら計画をしっかりと進めた 3 年間だったと思う。一方、新中計の 3 年間は、3 領域それぞれが自立する経営を目指して舵取りをしていくと理解した。足元でも、米国関税影響等により外部環境が大きく変化する中で、3 領域の財務シナジーをうまく活かさない状態でどのように不確実性に対応していく考えなのか。新中計の 3 年間も、更に先の成長に向けて掲げた戦略を実行しきるのか。もしくは、不確実性の高まりに応じてリスクへの対応もある程度重視していくのか。

工藤: 前中計は、投資も含めてやるべきことをやろうと実行してきた 3 年間だった。ところが、結果としては、収益もキャッシュ・フローも中計の目標を大きく下回ってしまった。その背景としては「マテリアル」の業績悪化の影響が最も大きいですが、その一番の要因は設備等のアセットが重かったことだと考えている。アセットが重いと、さまざまな施策を実行しても成果が出づらくなってしまふ。したがって、石油化学チェーン関連事業について、どのようにアセットを整理し、軽くしていくかを現在も検討しているところだ。

また、新たな設備投資においても、アセットライトやスピードの観点を重視している。例えば、ある事業で、需給がひっ迫した状況が続いており、利益率も相当高いとする。事業の責任者は能力増強を実施したいと言ってくる。従来であれば、当社はここで能力増強を行い、販売量を増やして利益を伸ばそうと考えていた。しかし、現在は能力増強を行う計画にしていない。その理由は、景気循環やさまざまなリスクを踏まえると、2-3 年もかけて工場を作っていられないからだ。むしろ、よりアセットライトでスピード感を持って実行できる案件に投資をすべきではないかと考えている。建設期間や建設費用を踏まえて投資を考えると、今まで以上にアセットを重くする、あるいは販売量で稼ぐような事業への投資は非常に難しいだろう。今後の投資については、持続的な成長が期待できる「ソリューション型」や「マーケットオリエンテッド型」のビジネスモデルがうまくいっている事業かどうかを見極めた上で、実行していくべきだと考えている。

Q: 2030 年の全社目標は、営業利益 3,800 億円、ROIC8.0%以上、ROE12.0%以上とされている。2022

年に発表した前中計においては、2030 年度近傍の目標として営業利益 4,000 億円、ROIC10%以上、ROE15%以上とされており、目標をやや下げられているようだ。その背景を伺いたい。

**工藤：** 営業利益については、大きく目標を変えたとは考えていないが、前中計発表時とは投資に対する考え方が変わってきている。投資をすることで販売量を増やして、利益を伸ばすという案件については投資を見送っている。ビジネスモデル、事業戦略、補助金の活用等の観点を踏まえて実行すべき投資を厳選した結果、営業利益目標が 3,800 億円になったとご理解いただきたい。

ROIC については、今回の目標である 8%から、従来目標である 10%に近づけるために努力できることはまだあると考えている。全社の事業ポートフォリオをどう変えていくかについて、引き続き検討していく。

ROE については、分母と分子それぞれの方向性を含めて、もう少し詳細を考えていく必要がある。

これらの指標については、今回の目標を最低限として達成を目指していく。

**堀江：** 補足すると、前中計の為替前提は 110 円／ドルであった一方、新中計の為替前提は 140 円／ドルである。その結果、為替換算調整勘定が増加し、ROE の分母である自己資本はやや増加してしまっている。

### キャピタルアロケーションについて

**Q：** 投資キャッシュ・フローの計画の考え方について伺いたい。

**工藤：** 新中計では、「ヘルスケア」への投資を優先的に考えており、全社として有利子負債は増えると思われる。「住宅」で稼ぐキャッシュについては、海外住宅事業や国内の不動産・開発事業等、「住宅」の中で使うことも考えている。したがって、「マテリアル」が補助金や他社資本等の活用も含めて自走できるようになることがポイントだ。キャッシュがどこから入りどこに使うのか、この考え方が前中計と新中計で大きく変化している。

**Q：** 1.2 兆円のキャッシュインのうち、約 25%の 3,000 億円程度は多様な資金調達によるとされている。以前に伺った際には、そのうちの半分以上は事業売却によるキャッシュインを見込んでいるとのことだったが、石化関連の事業環境の悪化に伴い事業売却によるキャッシュインは縮小しているのか。

**工藤：** 多様な資金調達のうち、事業売却によるキャッシュインについては、2024 年度に決定した案件に加え、新中計期間中に実行を見込む案件もあり、合計すると 1,000 億円を超える規模になると考えている。ただし、この金額は案件次第であり、不確実性もあるため、不足する部分は有利子負債により調達する想定だ。

**Q：** キャッシュインとキャッシュアウトは、いずれも 1.2 兆円で同額だ。1.2 兆円のキャッシュアウトのうち、約 20%の 2,400 億円程度を株主還元とされているが、仮に営業キャッシュ・フローが想定を下回った場合、株主還元と成長に向けた投資に対するキャッシュアウトのバランスをどのように考えるのか。

**工藤：** 株主還元については、累進配当を特に重視して、継続的な還元水準の向上にしっかりと取り組んでいく決意だ。よほどのリセッションが起こらない限り、累進的な配当を実行していく。その考えに基づき、株主還元方針に DOE を取り入れたとご理解いただきたい。

したがって、仮に営業キャッシュ・フローが想定よりも減少した場合には、まずは投資キャッシュ・フローをどこまで抑えられるかを考える。その次に、想定している自己株式取得をどうするかを考えることになるだろう。

**Q：** 2024 年度に実施した自己株式取得についてどのように評価しているか。

**工藤：** 当社は数年前に 100 億円の自己株式取得を実施した以来であったが、日本全体において自己株式取得を実施する企業が増えている中で、2024 年度の 300 億円の自己株式取得が相対的に大きいものだったとは考えていない。自己株式取得を実施する際には、今後も資本構成や投資案件、キャッシュ・フロー、株価の状況等、総合的に勘案した上で、金額規模については、株式市場へのインパクトという観点も踏まえ、株価の水準を見ながら考えていく必要がある。

## 米国関税影響について

Q: 新中計の営業利益目標 2,700 億円は、各事業の営業利益目標を積み上げて算出した 3,000 億円という目標に、関税影響を織り込んで設定したということか。

工藤: 相互関税が発動される以前において各事業の目標を積み上げた営業利益は、2,700 億円を超えていた。ただし、前中計の結果が目標に対し下振れたこともあり、市場へのコミットメントを意識した上で、目標は 2,700 億円とした。そのバッファ分があることや織り込んでいない増益対策等を踏まえ、関税影響を織り込んだ場合でも目標は 2,700 億円としている。

Q: 日本から輸出する LIB 用セパレータは、中国の競合メーカーに対して関税が課されることにより相対的にコスト競争力が強化される可能性があると思うが、どのように考えているか。LIB 用セパレータはグローバルで中国の生産能力が相当大きいと、かなり有利になる可能性もあるのではないかと。

工藤: コスト競争力は出るかもしれないが、現在進めている塗工能力増強の稼働時期の関係等もあり、楽観的には見えていない。

Q: 海外住宅事業の北米事業について、米国市場の建材の 5 割程度が中国、メキシコ、カナダから輸入されていると思うが、関税影響はどの程度リスクとして織り込んでいるのか。

工藤: 影響額は非開示だが、競合他社と比較して劣位にはないと考える。また、関税影響については、価格転嫁も含めて顧客であるビルダーと交渉し対応していく考えだ。

## ヘルスケア領域について

Q: 新中計は、「ヘルスケア」の業績が大きく伸びる目標だ。医薬事業は、Calliditas が好調だが、今後出てくる競合薬の影響も想定される。クリティカルケア事業は、この数年間ドルベースの業績の伸びが弱いことに加え、部材を米国外から調達するため関税影響を受けると思う。「ヘルスケア」の各事業について、さまざまなリスクが想定される中、高い目標を設定した背景を伺いたい。

工藤: 医薬事業について、Calliditas は買収時の想定よりも売上高の伸びが早い。ピーク売上高は 2030 年度以降に 5 億米ドル超と想定していたが、2-3 年前倒しで到達する可能性がある。もちろん、さまざまな市場の動向を注視していく必要はあるが、新中計期間については着実に伸長すると予想する。

ライフサイエンス事業は、CDMO 事業については厳しい目で見ているが、「プラノバ」は今後も順調に伸びると予想する。

クリティカルケア事業について、除細動器は新商品の上市によりシェアを更に獲得できると予想している。「LifeVest」は米国のみならず欧州に成長の余地があり、Itamar と Respicardia も今後は成長が期待できるだろう。輸入関税の影響は注視する必要があるが、価格転嫁も含めて対応を検討していく。

「ヘルスケア」の目標が達成できるかどうかはクリティカルケア事業次第だが、現段階で大きな不安材料はない。

Q: 説明会資料 21 ページに掲載している主要 M&A 案件の利益成長について伺いたい。Veloxis Pharmaceuticals, Inc. (以下、Veloxis) の利益は 2024 年度に前期比で大きく伸びた一方、2027 年度に向けてはそれほど伸びない計画となっている。これは、2024 年度の利益には「Envarsus XR」(免疫抑制剤)に関する価格交渉の過程における一過性の収入が含まれているためで、売上高は引き続きドルベースで 2 割程度の伸び率が期待できるのか。

工藤: 2024 年度の利益に一過性の収入が含まれていることに加え、2027 年度の計画に新薬の研究開発費やライセンスインの費用を織り込んでいるため、Veloxis の利益成長の伸び率が低く見えている。ただし、それらの影響を除くと、Veloxis の業績は順調に推移する計画だ。

Q: 「ヘルスケア」の M&A について、前中計の 3 年間は必ずしも想定どおりの成果が得られたわけではない。これまでの M&A 案件によって知見・ノウハウが培われてきたと伺ったが、成功事例だけではなく、失敗により得た知見・ノウハウもあると考える。それを今後どのように活かしていく考えか。

工藤: 前中計での想定と状況が大きく乖離した M&A としては Bionova と Respicardia があるが、これ

らはアーリーステージの会社の M&A だ。Bionova については、顧客である医薬のスタートアップが資金調達環境の変化に影響を受けており、受注が低迷している。Respicardia については、埋め込み型の新規医療デバイスを手掛ける事業であるため、市場をこれから開拓するビジネスだ。アーリーステージの会社の M&A は非常に難しいと実感している。

これまでの M&A の経験を踏まえ、経営陣がそのビジネスに愛着を持ち、買収後も引き続き経営を担ってくれる会社かどうか、アーリーステージの M&A 案件に対してどのように買収価格を設定するか、等の観点により M&A 案件を評価する知見、目利き力は蓄積されてきていると考えている。Calliditas の買収も大型の M&A 案件であったが、この買収にあたっては Veloxis の人財が活躍した。彼らが、Calliditas の持つ製剤の優位性や従業員の質の見極めにおいて目利き力を発揮してくれた。目利き力を活かして、その事業の価値を見極めて買収することが重要であると考えている。

Q: 説明会資料 23 ページにあるように、「ヘルスケア」の投下資本が大きいように見える。これまでの M&A 案件に関して、ハードルレートは超えているとのことだが、買収によるシナジーの説明について明確には伺えていない。Veloxis や Calliditas の成長の背景にはどのようなシナジーがあったのか。「ヘルスケア」には、訴訟のリスクや、競合薬の上市に伴う市場環境の大幅な変化というリスクがある。したがって、ROIC の改善にはシナジーをもっと出していかねばならないように思うが、どのように考えるか。

工藤: 医薬事業の買収は間違いなくシナジーがある。Calliditas の買収は、当社が注力する腎疾患領域におけるものであり、研究開発あるいは営業において共通の人財が活躍できる。Calliditas には優秀な人財が多く、その影響もあり医薬事業における経営の効率化が進んでいる。今後の買収やライセンスインもこの疾患領域に近い分野で検討し、シナジーを狙っていく。

「ヘルスケア」の ROIC を 2030 年に向けて改善していくことは大きな課題と認識している。成長に向けた M&A も実施しているため、ROIC の改善には少し時間を要するかもしれない。しかし、Calliditas や Veloxis の成長を見ると、新中計の ROIC 目標は上振れする可能性もあると考えている。引き続き、過去の投資の刈り取りを着実にできるよう状況を厳しくモニタリングし、必要な対策を打っていきたい。

Q: 「ヘルスケア」について、Calliditas の買収を最後にしばらく大型の M&A 案件は想定していないと伺ったように思うが、考えに変化があるのか。

工藤: M&A に関しては、常にショートリスト、ロングリストを見ながら検討しているが、現段階において既に交渉を開始している案件があるという状況ではない。新中計期間中に新たな M&A 案件が出てくるかどうかというところだが、キャピタルアロケーションにおいては、そのような案件が出てくる前提で投資キャッシュ・フローを計画している。

また、M&A 案件とは別に、ライセンスインの案件における 300 億円のキャッシュアウトも見込んでいる。疾患領域を絞りながらパイプラインを拡充していくことは、医薬事業の将来の成長のために必須だと考えている。

Q: 説明会資料 41 ページに掲載している「ヘルスケア」ののれん償却前営業利益について、営業利益を差し引いてのれん償却費を計算すると、2024 年度は 255 億円、2027 年度は 280 億円となり、30 億円程度の増加となっている。この増加分には、新中計期間における医薬事業の新規 M&A 案件によるのれん償却費が含まれているのか。

堀江: 2027 年度の計数計画について、医薬事業における新規 M&A 案件は織り込んでいる。しかし、医薬事業の M&A では、一般的に PPA (Purchase Price Allocation) において無形固定資産に配分される金額が大きいため、のれん償却費はそれほど増加しない前提となっている。

## 住宅領域について

Q: 海外住宅事業は、新中計期間で約 200 億円の増益を計画している。売上高は 2030 年度に 5,000 億円を目指すとするが、既存事業による成長と、追加の M&A による成長の内訳を伺いたい。米国の住宅市場は、金利の高止まりや関税影響による住宅コストの上昇、移民問題による労働力の不足等の制約も考えられる。住宅着工をどのように予想しているのか。また、ODC Construction, LLC (以下、ODC) の買収によるシナジーは発揮できているか。

工藤： 2027年度の営業利益は、ほぼ既存事業の成長による確度の高い計画であると考えている。2030年度の売上高目標については、追加のM&Aの増収効果も含んだ数字となっている。

アリゾナ州で成功した Synergos モデルをネバダ州にも展開し、更にフロリダ州において ODC を買収した。今後は、この Synergos モデルをフロリダ州でも確立することを目指している。また、テキサス州への進出についても検討しており、2026年度頃での M&A を想定している。金利を含めて事業環境の不確実性は高いが、住宅の需給バランスがひっ迫している状況は基本的に変わらない。特に当社が進出した3つの州、そしてテキサス州については、需給バランスがタイトに推移すると見ている。労働者の確保が最大のリスクだが、状況を注視しながら進めていく。

Q： 海外住宅事業は、新中計期間で約200億円の増益を計画している。大半が既存事業の成長によるものであるならば、成長率はとても高い。増益は数量要因によるものなのか、コスト要因もあるのか。

工藤： 8割程度が数量要因、2割程度が収益性の向上によるものと考えていただきたい。収益性の向上は工期短縮や作業効率の向上によるものだが、当社が当初想定していた改善スピードには届いていないため、対応を強化しているところだ。

#### マテリアル領域について

Q： 説明会資料 17 ページに掲載している新中計期間における「マテリアル」の利益成長について伺いたい。エネルギー&インフラ事業はかなりの増益を見込んでいる。セパレータ事業の増益を見込んでいると思うが、EV市場の直近の見通しを踏まえると、本当にここまで伸びるのか懐疑的である。既に獲得できている案件や塗工能力増強の状況を踏まえて、この程度の増益が可能なのか。

工藤： エネルギー&インフラ事業は増益幅が大きいように見えるが、2024年度の利益規模が非常に小さく、2027年度においてもそれほど大きな目標は設定していない。「ハイポア」事業の業績は楽観視しておらず、2025年度は厳しい状況が続くと見ている。ただし、2026-2027年度には、獲得できている案件の出荷やコストダウン等により、足元の厳しい状況からは業績が回復することを見込んでいる。この増益は、イオン交換膜食塩電解事業の安定的な成長に加え、「ハイポア」事業の足元の厳しい状況からの回復によるものとご理解いただきたい。

Q： 新中計で、ケミカル事業が大きな減益を見込む理由について伺いたい。石化市況の前提を相当保守的に織り込んでいるということか。

工藤： 2024年度の営業利益は、特に上期において為替とナフサの影響を受けたことによりかなり押し上げられている。加えて、新中計期間における一部事業の構造転換の可能性もあり、2027年度の計画はこの減益幅となっている。ケミカル事業は事業環境の不透明さもあり、利益計画を慎重に精査しているところだ。

Q： 説明会資料 22 ページに記載しているベストオーナー視点での改革について、複数事業においてプロセスが不成立に終わったとあるが、比較的大きな案件について交渉が白紙になってしまったのか。

工藤： 複数の比較的大きな案件について交渉を進めていたが、前中計期間では意思決定には至らなかった。これらの案件については、検討を継続し、新中計期間中での改革実行を目指す。

Q： 説明会資料 23 ページについて、2023年度に石油化学関連事業の設備の減損を実施したこと等から設備の簿価はほとんど残っていないため、汎用的化学品の投下資本が全社の3%程度となるのは妥当だと思う。石油化学チェーン関連事業の構造転換については、概ね方向性は決まったと理解してよいのか。

工藤： ご理解のとおりで、概ね方向性については定まっている。

#### 【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。