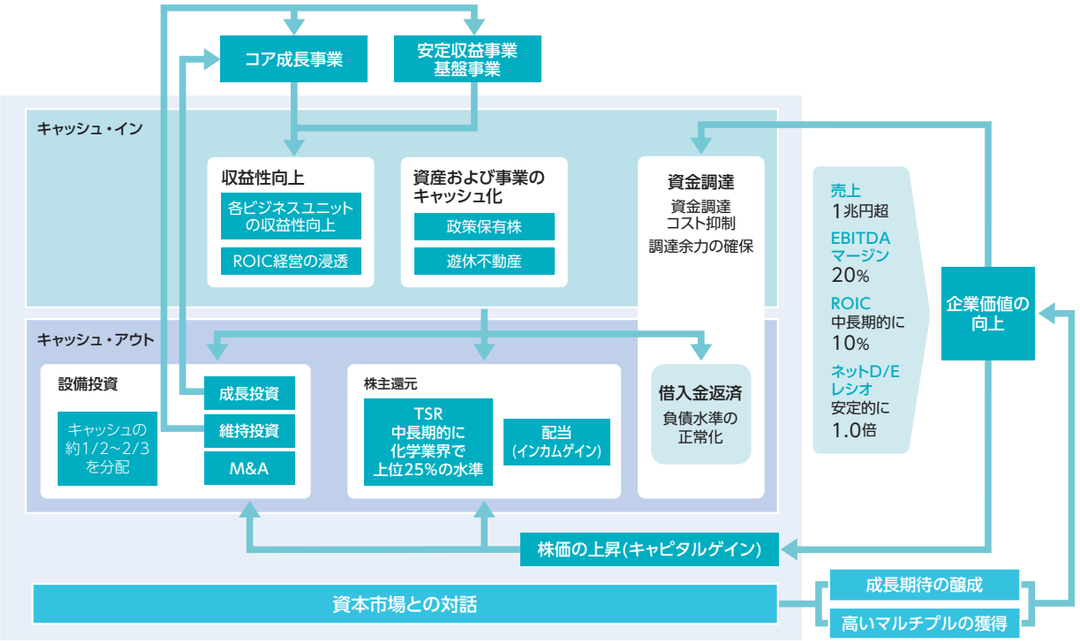
財務・資本戦略

ウェブサイトの「IR情報」もあわせてご覧ください。

当社は、お金の使い方の大方針である財務・資本戦略を、成長戦略の実現を支えるバックボーンと考えています。日立化成買収により一時的に悪化した財務体質は、買収後の4年間で、かなりの程度まで正常化することができました。現在は、半導体サイクルと次の成長アクションを見据え、攻めに向かうことのできる体質への準備を進めています。

財務・資本戦略全体像



1. 成長投資最優先の資金配分

企業はその成長ステージに応じて適切なお金の使い方・優先順位がありますが、当社は依然成長期にあり、成長投資を何より最優先としています。次いで、財務体質を改善し将来に備えるための有利子負債削減、株主還元の一環である配当金の支払いという順番でお金を回していくことを基本方針としています。

当社は、半導体材料分野における成長の仕込みとして、半導体サイクルの底にあっても、営業キャッシュフローの5割から7割程度を設備投資に充ててきました。半導体市場は、絶え間ない技術革新の中で、旺盛な需要を取り込もうとする企業活動の副作用として好不況のサイクルがあります。市況の悪いときに必要な投資を行った企業だけが、次の好況時にその恩恵に与ることができるのです。不況下の投資にあたっては、需要が再び立ち上がるタイミングを見極め、お客さまの在庫水準・フォーキャストに目を配りながら、AI半導体のような市場の急拡大にも対応できるよう調整を行ってきました。当社は投資判断にあたっては資本効率を重視しており、設備投資額の半分は当社が成長ドライバーと位置付ける半導体・電子材料への投資です。

過去4年間を振り返ると、上記の通り営業キャッシュフローの合計額が約5,000億円、設備投資の合計額が約3,300億円と、営業キャッシュフローの約3分の2を設備投資に充当しました。一方、設備投資以外の投資キャッシュフローについては、ノンコア事業の売却、遊休資産や政策保有株式の売却が約2,000億円のキャッシュインにつながり、合計で約3,600億円のフリーキャッシュフローをもたらしました。このことが、配当を行いつつ約3,000億円の有利子負債・優先株削減を実現する原資となりました。

波のある半導体市場において、事業環境と投資額が噛み合わない局面も往々にしてやってきます。しかし複数年を均したベースで考えたとき、今後当社は年間で「営業キャッシュフロー2,000億円、投資キャッシュフロー△1,000億円、フリーキャッシュフロー1,000億円」を最低限安定的に計上できる姿に、いずれ到達できると考えています。この水準になれば、成長投資にしっかりとお金を使いつつ借入削減も早いペースで進めることができ、株主還元を含む当社の戦略上の選択肢も広がります。

キャッシュフロー計算書 サマリー

(単位:億円)

	2021年	2022年	2023年	2024年	4年計
営業キャッシュフロー	1,153	994	1,187	1,637	4,970
投資キャッシュフロー	286	-547	-552	-523	-1,335
設備投資支出	-677	-879	-856	-883	-3,295
その他投資キャッシュフロー	963	332	304	360	1,959
フリーキャッシュフロー	1,439	447	636	1,113	3,635
設備投資支出/営業キャッシュフロー	59%	88%	72%	54%	66%

※2021~2022年は日本基準ベース、2023~2024年はIFRSベース。

2. ノンコア事業売却と非事業用資産のキャッシュ化

キャッシュのインフローの主役は営業キャッシュフローですが、資本効率の観点から、ノンコア事業をベストオーナーへ売却したり、非事業用資産を売却したりすることでキャッシュを獲得し、よりリターンの見込める投資の原資とすることは当然のことです。

当社は2021年からの4年間で、11のノンコア事業を売却し、約1,200億円の収入を確保しました。また非事業用資産のうち遊休資産については、神奈川県横浜市の工場跡地、東京都港区の旧本社土地・建物、台湾の旧ハードディスク拠点の建物などの売却を進め、600億円を超えるキャッシュインを実現しています。また政策保有株式についても売却を進め、2023年末までに大部分の売却を完了させました。2025年3月末時点で、上場株式は残り1銘柄を残すのみです。

現時点までの4年間で、非事業用資産については概ね整理がつき、足元はかなりクリーンな姿になりました。事業については、引き続き「採算性・資本効率」「戦略適合性」「ベストオーナー」からなる三つのクライテリアに照らして点検を行っていきます。

投資キャッシュフローのうち、主要なインフロー

(単位:億円)

	2021年	2022年	2023年	2024年	4年計
事業売却収入	841	0	317	7	1,166
固定資産売却収入	22	210	55	324	611
投資有価証券売却収入	93	220	33	6	352
主要な投資インフロー計	956	430	405	337	2,129

※2021~2022年は日本基準ベース、2023~2024年はIFRSベース。

3. 借入削減とキャピタルストラクチャーの改善

当社の財務体質は大型買収で一時的に悪化し、当社株式への投資を考えていただいている投資家の皆さまから見た際のウィークポイントとなっていましたが、借入金の返済を通じて、現在はかなりの程度正常化したと考えています。単に有利子負債の残高が減っただけでなく、より低い金融コストの借入金への借り換え、固定金利化による金利上昇リスクの手当てなど、質的な改善も大幅に進みました。また、グローバルな投資家の皆さまから当社の財務健全性を評価いただけるよう、当社は会計基準をグローバル・スタンダードであるIFRS(国際財務報告基準)に変更しています。

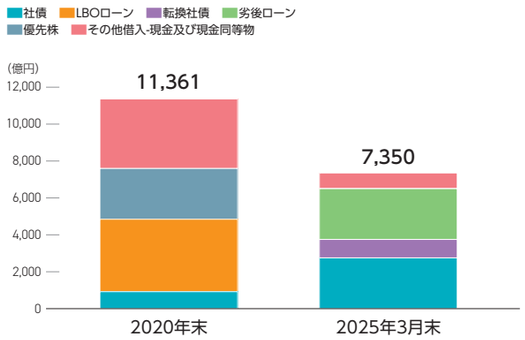
財務体質の主要な改善成果(2020年末と2025年3月末の対比)

- ネットD/Eレシオ 1.8倍 → 0.8倍 ※2025年4月の劣後ローン返済に伴い、約1.1倍に上昇
- ネット有利子負債+優先株計 11,361億円 → 7,350億円

※2020年末は日本基準ベース、2025年3月末はIFRSベース。

財務・資本戦略

ネット有利子負債+優先株計



※2025年4月の劣後ローン返済に伴い、劣後ローン残高は2,750億円から1,375億円に減少

成長を主要戦略とする当社は、ある程度財務レバレッジを効かせつつ、半導体サイクルの波を乗りこなすために「必要なときに、必要な額を資本市場から調達できる」バランスシートを保持したいと考えています。ネットD/Eレシオ 1倍以下の水準を安定して達成するだけでなく、今後は劣後ローンの一定の資本性を加味せずとも 1倍以下を達成できるだけの財務体質の改善を目指します。また借入とキャッシュのバランスを見るという観点から、ネットDebt/EBITDA倍率を重視しモニタリングしていきます。当社のネットDebt/EBITDA倍率は、現在はやや高めの4倍弱ではありますが、向こう数年内に3倍、2倍台への到達も可能な水準と考えています。ネットDebt/EBITDA倍率が3倍を切る水準が視野に入れば、次なる戦略投資・業界再編へのアクションを実践できるステージに進めるものと考えています。

4. TSR重視の株主還元

当社は、成長を通じて株主に還元するという考えのもと、キャピタルゲインを含めた株主総利回り(TSR)を重視しています。2024年の1年間TSRは145%で、配当込みTOPIXの121%を大きくアウトパフォームしました。インカムゲインについては、最終利益が赤字であった2023年も1株65円の配当を継続し、トラックレコードを意識した安定的な配当を行っています。既存株主の利益への影響にも注意を払っており、当面の間、希薄化を伴う資本調達は行わない方針です。

当社は今後も、安定配当は意識しつつも「企業価値向上を通じ株価で報いる」という考えに変わりはありません。当社が現在検討を進めているクラサスケミカル(石油化学事業)のパーシャル・スピンオフの実現により、当社株式のコングロマリット・ディスカウント解消への道筋を付けるだけでなく、クラサスケミカル株式の現物配当による株主還元を予定しています。中長期的に成長投資からの回収が進み、財務体質の改善が進めば、自社株式取得といった株主還元も選択肢に入りうるものと考えています。

P45／対談:パーシャル・スピンオフという選択

5. バリュエーション

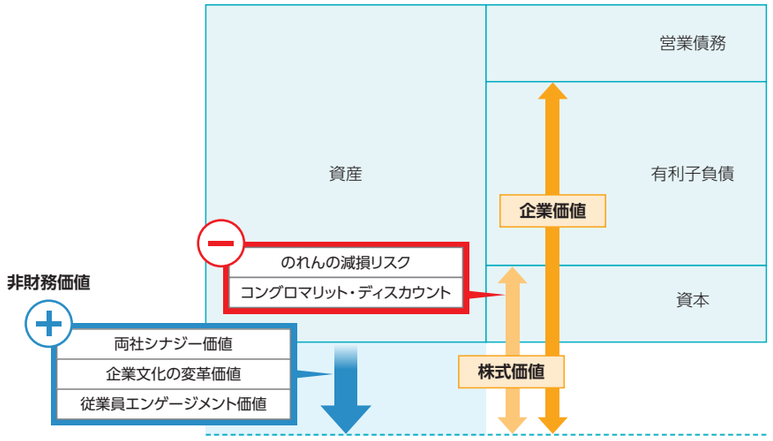
当社は自社株価の市場におけるバリュエーションを、財務・資本戦略を含む当社パフォーマンスに対する市場からの評価と捉えて、真正面から向き合っています。現在も、当社株価は、当社が考えるフェアバリューからは大きくディスカウントされた状態です。ここのギャップを埋めていくには、「実行力、実現可能性を実態として上げていく」ことと、「正しく、説得力をもって伝える」ことの両方が必要です。資金の出し手の皆さまがご納得の上で当社株式に投資していただけるよう、CEO髙橋やCFO染宮が自らIRの最前線に立ち、当社の成長戦略、エクイティストーリーを語り、その確からしさを投資家の皆さまと議論することで、まさに財務・資本戦略の一翼を担っています。

大型買収後に進めてきた事業ポートフォリオの改革では、既に15の事業をベストオーナーに売却し、この分野における実行力は市場からも一定の評価がされているものと考えています。当社の成長戦略の中核である半導体材料での事業成長も、ダウンサイクル下での投資継続、その後のAI半導体向けをはじめ先端用途での成長を通じて、その正しさ、確からしさを一定程度お示しすることができたと自負しています。これらの実績を踏まえて、成長ストーリーを「伝える」側として、総合化学メーカーから半導体材料をコアとした機能性材料メーカーへの転換を引き続き訴求していきます。2025年には、IFRSの適用により、グローバルな投資家の皆さまへの訴求力向上と、のれん償却費による利益の押し下げ解消を実現しました。さらに、サステナビリティへの関心の高い投資家を取り込むべく、SX銘柄への選定も進めることができました。

企業価値評価におけるPBR1倍割れの解消はスタートラインに過ぎず、ここからが本番と考えています。引き続き大きいコングロマリット・ディスカウントを解消し、市場にさらなる成長性を織り込んでいただくためのアクションを進めています。ディスカウント解消の本丸はやはり、事業ポートフォリオ改革の総本山ともいえる、石油化学事業のパーシャル・スピンオフでしょう。当社はこのスピンオフ上場を成功させるため、クラサスケミカルを競争力のある、投資先としても魅力的な事業体として自立させるため全力を尽くします。

成長性では、半導体材料の先端分野でのプレゼンスを高めることに加えて、こうしたレゾナック成長事業の利益を目減りさせてしまう、非経常項目、特に減損を極力減らしていくことが重要です。これらの蓋然性、実現可能性を高めるには、当社マネジメントによる強力なリーダーシップに加えて、高いエンゲージメントなどを原動力とした、会社としての「実行力」が問われていると理解しています。これらの非財務価値は直接財務諸表に表れることはありませんが、当社の成長戦略実現の蓋然性を高める観念上の資産として、当社の企業価値向上に貢献するものと考えています。

非財務価値と企業価値向上の概念図



6. 株価10,000円に向けて

当社の足元の業績目標は、「売上1兆円×EBITDAマージン20% = EBITDA 2,000億円」です。これにEV/EBITDA倍率15倍が掛け合わされると、企業価値は3兆円。仮にネットDebtを保守的に1兆円と仮定しても時価総額は2兆円で、転換社債の転換による発行株式数増加を考慮して発行済株式数を2億株とすると、株価は10,000円となります。

売上1兆円、EBITDAマージン20%の目標達成は、半導体材料事業が堅調を維持し、かつ黒鉛電極事業の構造改革や石油化学事業のスピンオフを実現できれば、十分にチャンスがあります。EV/EBITDA倍率については、当社の足元のマルチプルとは大きな開きがありますが、当社がベンチマークするDuPontをはじめとしてグローバルな半導体材料プレーヤーは15倍前後を獲得しており、「コングロマリット・ディスカウントの解消」と「成長期待が高い半導体銘柄としての認知・評価」が進めば、こちらも実現が可能なものと考えています。

視点を変えて、株価10,000円をEPSの観点から考えたとき、仮にPERが足元の20倍を維持できれば、必要なEPSは500円です。EPSをその水準まで伸ばすには、「売上1兆円×EBITDAマージン20%」の達成に加えて、成長分野の売上をもう一段伸ばし、同時に各種構造改革をやり切ることで、非経常項目による利益押し下げを縮小することが不可欠です。

いずれのアプローチも、超えるべきハードルは低くありませんが、成長事業への集中とその成長により、「利益率向上と高マルチプル獲得による企業価値向上」を目指します。株価10,000円が実現できれば、キャピタルゲインを通じた株主還元はもちろん、当社株式を将来大きなアクションを行う際の切り札として使う道が開けるとも考えています。

▶株主・投資家とのコミュニケーションについてはこちら P33／ステークホルダーとの共創