

## Company Report

2025年11月11日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ  
内野 晃彦



## Q3 決算：業績は上振れ基調が継続、25/12期会社予想の達成確度は高まる

日華化学（以下、同社）の25/12期 Q3 累計決算（1-9月）は、売上高が前年同期比（YoY）4.4%増の412.2億円、営業利益が同15.7%増の29.0億円となり、増収増益だった。なお、売上高・営業利益ともQ3（3ヶ月）、9ヶ月累計の両方で過去最高を記録した。通期会社予想に対する進捗率は売上高で72.3%、営業利益で80.6%。売上高は概ね会社想定線であったが、営業利益は想定を上回って推移している。米国の関税政策が色濃く発現し、厳しい決算内容が予想された7-9月期ではあったが、結果としては堅調な決算内容であったと総括される。なおQ3（3ヶ月）では売上高がYoY4.5%増の140.4億円、営業利益は同9.5%増の9.7億円であった。

「化学品」は、4月まで好調だった繊維化学品が5月以降は米国関税の影響で海外繊維加工場が減速傾向を示し、7月まで不振が継続した。ただし、8月以降は緩やかに回復の兆しが見えてきている。環境、健康・衛生、デジタル・先端材料向けのEHD製品の売上高構成比は9ヶ月累計で45.0%に上昇し、プロダクトミックス改善は緩やかに進展した。「化粧品」では4-6月同様、国内デミコスメティクスと韓国デミコリアの低迷を、国内ODM事業の好調で補った形であった。

同社は、7月時点の25/12期通期会社予想（売上高570億円、営業利益36億円、経常利益34億円、当期純利益24億円）を維持した。為替前提1ドル147円。

Q4の事業環境は、「化学品」では繊維化学品が回復基調となり、「化粧品」は国内デミコスメティクスが需要期を迎えることから、QoQで好転する方向だろう。よって、会社予想達成の確度は充分に高いとみられる。ストラテジー・アドバイザーズ（以下、弊社）では、26/12期業績への期待値向上の観点から、「化学品」におけるEHD製品の更なる拡販、「化粧品」では国内デミコスメティクス、及び韓国デミコリアの回復ペースに注目している。

25/12期会社予想ベースのPERは9.9倍、24/12期実績ベースのPBRは0.7倍とやや上昇したものの、依然として低位に留まる。弊社の考えるエクイティストーリー、すなわち「事業構造の大転換と財務・資本政策の抜本的転換」（25年7月16日発行イニシャルレポート「[日華化学\(4463\)：福井の繊維産業で培った「界面力ガク」の技術・ノウハウを世界で展開し、成長企業に変貌中](#)」参照）が実現すれば、化学品はEHD製品を有するスペシャリティケミカル関連企業として認知度を高め、化粧品はシェア上昇によって化粧品銘柄としての地位が向上すると考える。結果として、株価には上昇余地が生まれるだろう。

### 日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
24/12 Q1-Q3	39,476	5.4	2,508	88.6	2,839	56.3	1,848	81.6	116.9	-
25/12 Q1-Q3	41,217	4.4	2,901	15.7	2,759	-2.8	1,613	-12.7	101.8	-
21/12	48,474	17.7	2,453	73.2	2,706	64.5	2,595	148.6	164.8	22.0
22/12	50,627	4.4	2,628	7.1	3,132	15.7	2,114	-18.5	134.1	30.0
23/12	50,169	-0.9	2,039	-22.4	2,528	-19.3	1,691	-20.0	107.1	32.0
24/12	54,099	7.8	3,519	72.6	3,976	57.3	2,754	62.9	174.2	52.0
25/12 会社予想	57,000	5.4	3,600	2.3	3,400	-14.5	2,400	-12.9	151.5	60.0

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 株価・出来高（過去1年間）



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

### 主要指標

株価(11/10)	1,495
52週高値(25/10/15)	1,512
52週安値(25/1/16)	1,093
上場来高値(15/12/28)	1,539
上場来安値(20/3/13)	586
発行済株式数(百万株)	17.7
時価総額(十億円)	26.5
EV(十億円)	28.6
自己資本比率(24/12, %)	54.0
ROE(24/12, %)	8.6
PER(25/12会予, 倍)	9.9
PBR(24/12実績, 倍)	0.7
配当利回り(25/12会予, %)	4.0

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

# 日華化学 | 4463 (東証スタンダード)

## 目次

1. 25/12期 Q3 決算の概要 .....	3
2. 部門別の動向 .....	5
1) 化学品 .....	5
2) 化粧品 .....	6
3. 業績見通し、及び今後の注目点 .....	7
4. バリュエーションと株価見通し.....	8

## 1. 25/12期 Q3 決算の概要

### Q3 累計実績 ~YoY 増収増益

同社が 10月 31日に発表した 25/12期 Q3 累計決算は、売上高が YoY4.4%増の 412.2 億円、営業利益が同 15.7%増の 29.0 億円となり、増収増益だった。通期予想に対する進捗率は売上高で 72.3%、営業利益で 80.6%。売上高は概ね会社想定線であったが、営業利益は想定を上回って推移している。なお、セグメント別でみれば、「化学品」が YoY1.3%増収、同 5.9%増益と好調であり、EHD 製品の売上高構成比率上昇などが貢献した。「化粧品」も ODM 事業の好調が牽引して YoY11.7%増収、同 24.0%増益となった。営業利益は、「化粧品」の好調を背景に会社想定を上回るペースで推移した。なお、営業外損失として上期中にシングルローンアレンジメントフィー1.4 億円（一過性）を計上している。

### Q3 (3ヶ月) ~YoY 増収増益、 QoQ は微増収減益

Q3 (3ヶ月) では、売上高が YoY4.5%増の 140.4 億円、営業利益は同 9.5%増の 9.7 億円であった。なお、Q2 対比 (QoQ) では売上高が 0.4%増、営業利益は 10.5%減となり、売上横ばいの中で若干の減益となった。セグメント別 QoQ では、「化学品」が売上横ばい・減益となった一方で、「化粧品」は売上横ばい・増益としたものの、補えなかった。

### 通期会社予想を据え置き

同社は決算を踏まえ、25/12 期通期予想の売上高 570 億円、営業利益 36 億円、経常利益 34 億円、当期純利益 24 億円を据え置いた。為替レートは 1 ドル 147 円（上期実績 149.00 円→下期前提 145 円）という厳しい前提を維持した。営業利益が Q3 累計で会社想定を上回って推移したこと加え、Q4 (3ヶ月) の事業環境にも大きな減速の要素がみられないことから、同社は保守的なスタンスを保持して上方修正を見送ったものとみられる。

### バングラデシュにて保税倉庫建設を再開

8月 8日、同社はバングラデシュにて計画を延期していた保税倉庫建設プロジェクトを再開すると既に発表している。政情不安定により不透明になっていた外資参入インセンティブが、今回問題無いことが確認できたことが背景である。現地の繊維加工薬剤市場への参入に向けて重要なステップと位置づけている。

バングラデシュの繊維加工薬剤市場は、今後も同国の成長戦略の中核である繊維産業の発展に伴い、特に合成繊維織物への加工需要の増加が見込まれている。同社は、強みとする高付加価値製品の開発・販売に注力することで、競合他社との差別化を図り、特に、現地在庫の活用によるリードタイムの短縮や、100%輸入に依存している原材料の代替提供を通じて、顧客満足度の向上と市場シェアの拡大を目指す。

2025 年 10 月 14 日に起工式を実施し、建設を開始した。2026 年 7 月竣工、2027 年 1 月営業開始を予定している。

### インドにラボを新設へ

インド拠点である NID (NICCA INDIA Private Ltd.) では、ラボ（研究施設）を新設することを決定した。稼働予定は 2026 年 1 月となる。顧客の現場における使用環境・条件に合わせて、ニーズに合致した製品開発を加速させることを目的としている。これにより、成長ポテンシャルの高いインド市場での更なる成長を目指す。なお、インドは 24/12 期に黒字化を果たしており、25/12 期は更なる成長を同社は見込む。

図表 1. 25/12 期 Q3 累計決算の要約

(百万円)	24/12 Q3 累積	25/12 Q3 累積	前年同期比	進歩率	25/12 通期予想
<b>売上高</b>	<b>39,476</b>	<b>41,217</b>	<b>4.4%</b>	<b>72.3%</b>	<b>57,000</b>
売上原価	25,357	26,347	3.9%	-	-
売上総利益	14,119	14,870	5.3%	-	-
(売上総利益率)	35.8%	36.1%	-	-	-
販売費及び一般管理費	11,610	11,969	3.1%	-	-
<b>営業利益</b>	<b>2,508</b>	<b>2,901</b>	<b>15.7%</b>	<b>80.6%</b>	<b>3,600</b>
(売上高営業利益率)	6.4%	7.0%	-	-	6.3%
営業外収益	382	259	-32.2%	-	-
営業外費用	51	401	686.3%	-	-
<b>経常利益</b>	<b>2,839</b>	<b>2,759</b>	<b>-2.8%</b>	<b>81.1%</b>	<b>3,400</b>
(売上高経常利益率)	7.2%	6.7%	-	-	6.0%
特別利益	2	135	6650.0%	-	-
特別損失	4	3	-25.0%	-	-
<b>税金等調整前当期純利益</b>	<b>2,837</b>	<b>2,890</b>	<b>1.9%</b>	-	-
法人税等	769	1,024	33.2%	-	-
(実効税率)	27.1%	35.4%	30.7%	-	-
当期純利益	2,067	1,866	-9.7%	-	-
非支配株主に帰属する四半期純利益	219	253	15.5%	-	-
<b>親会社株主に帰属する四半期純利益</b>	<b>1,848</b>	<b>1,613</b>	<b>-12.7%</b>	<b>67.2%</b>	<b>2,400</b>
(売上高純利益率)	4.7%	3.9%	-	-	4.2%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

# 日華化学 | 4463 (東証スタンダード)

図表 2. 25/12 期 Q3 決算の要約

(百万円)	23/12			24/12				25/12			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
売上高	11,520	12,786	13,147	12,716	12,228	13,816	13,432	14,623	13,195	13,985	14,037
売上原価	7,922	8,805	8,693	8,232	7,959	8,788	8,610	9,450	8,413	8,887	9,047
売上総利益	3,598	3,981	4,454	4,483	4,268	5,028	4,823	5,172	4,782	5,097	4,991
(売上総利益率)	31.2%	31.1%	33.9%	35.3%	34.9%	36.4%	35.9%	35.4%	36.2%	36.4%	35.6%
販売費及び一般管理費	3,418	3,728	3,557	3,773	3,680	3,989	3,941	4,162	3,926	4,017	4,026
営業利益	179	253	897	710	588	1,038	882	1,011	856	1,079	966
(売上高営業利益率)	1.6%	2.0%	6.8%	5.6%	4.8%	7.5%	6.6%	6.9%	6.5%	7.7%	6.9%
営業外収益	138	223	161	113	192	220	-30	220	70	85	104
営業外費用	36	-9	8	111	14	17	20	94	122	217	62
経常利益	281	485	1,050	712	766	1,241	832	1,137	804	948	1,007
(売上高経常利益率)	2.4%	3.8%	8.0%	5.6%	6.3%	9.0%	6.2%	7.8%	6.1%	6.8%	7.2%
特別利益	1	2	1	1	0	1	1	2	0	135	0
特別損失	0	1	2	6	0	1	3	72	1	2	0
税金等調整前当期純利益	281	487	1,049	708	766	1,241	830	1,067	803	1,081	1,006
法人税等	225	192	260	-29	376	268	125	106	425	301	298
(実効税率)	80.1%	39.4%	24.8%	-4.2%	49.1%	21.6%	15.1%	10.0%	52.9%	27.8%	29.6%
当期純利益	56	294	789	737	390	972	705	962	378	780	708
非支配株主に帰属する四半期純利益	29	36	56	63	71	74	74	55	85	76	92
親会社株主に帰属する四半期純利益	27	258	733	673	318	899	631	906	292	705	616
(売上高純利益率)	0.2%	2.0%	5.6%	5.3%	2.6%	6.5%	4.7%	6.2%	2.2%	5.0%	4.4%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2. 部門別の動向

### 1) 化学品

#### セグメント営業利益は YoY5.9%増の 29.8 億円

「化学品」の Q3 累計実績（1-9 月）は、売上高が YoY1.3% 増の 294.8 億円、セグメント営業利益が同 5.9% 増の 29.8 億円となった。EHD 製品の売上高構成比率は 45.0%

（YoY0.9 ポイント上昇）となり利益率改善に寄与した。売上高は、為替変動要因（YoY4.9 億円マイナス）を除き、YoY8.8 億円増であった。この 8.8 億円増を地域別に分解すると、プラス側が日本 0.6 億円、中国 5.8 億円、韓国 6.4 億円、マイナス側がその他地域で 3.4 億円となる。その他地域ではインドネシア、ベトナム、米国の減少が響いた。セグメント営業利益は増収効果等により、為替変動に伴うマイナス要因を跳ね返し、YoY 増益となつた。

#### 繊維化学品分野の状況

繊維化学品分野は、中国を中心に海外大手繊維顧客の工場が 4 月まで高稼働を続けたが、5 月以降は米国関税政策の影響で繊維業界全体が減速となつた。そのような中、フッ素フリー系撥水剤、環境配慮型工程薬剤（スマートダイイングプロセスを含む）などを中心に EHD 製品の販売が堅調に推移した。需要低迷は 7 月まで継続したが、8 月以降は緩やかではあるものの回復に兆しがみられる。一方、インドビジネスは高成長が続いている。

## 電子材料関連分野の状況

電子材料関連分野（スペシャリティケミカル含む）は、EHD 製品の一つである半導体ウェハ加工用クーラント剤（大智化学）の YoY 回復傾向が継続中である。加えて、グローバルに新規ビジネスが増加傾向を示している。

## 機能化学分野の状況

機能化学分野では、金属加工用洗浄剤が伸長している。自動車を始めとして幅広い産業における波及が期待される分野と弊社では推定している。

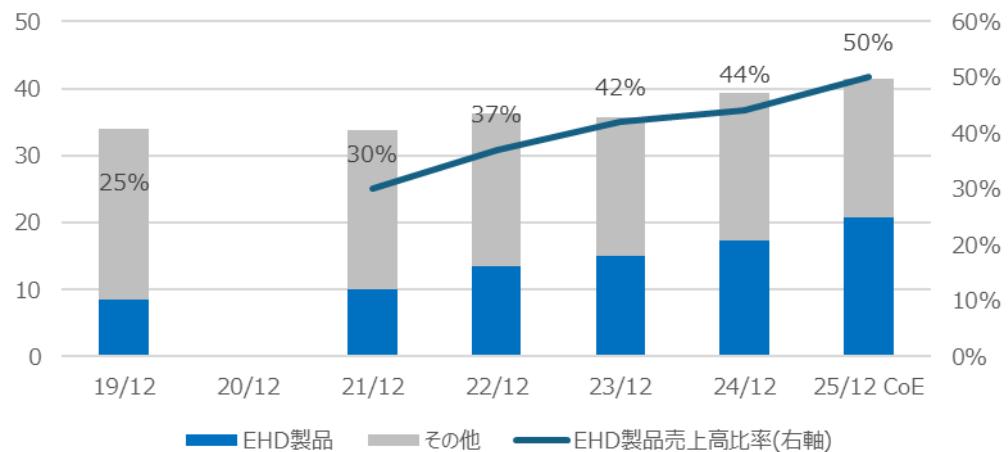
## EHD 製品の売上高構成比は 45.0%

セグメント全体では、米国関税政策の影響でグローバル繊維産業が低迷する中、繊維以外の新規ビジネスが活況となり、充分に補っている。EHD 製品の売上高構成比率は伸びているものの同社想定には届いておらず、25/12 期目標値 50% の達成は厳しい状況である。足下の伸びにはバラツキがあり、フッ素フリー系撥水剤、環境配慮型工程薬剤（スマートダイギングプロセスを含む）が堅調に伸びている一方、抗菌剤などはやや苦戦している。

## 収益性向上への取り組み

収益性向上に対する取り組みとしては、一部価格改定や原料代替などを積極的に進めている。ただし、人件費は事業拡大に伴い増加傾向となっており、Q3（3ヶ月）における営業利益率の QoQ 低下要因となった。

図表 3. EHD 製品の売上高構成比（十億円）



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2) 化粧品

### セグメント営業利益は YoY24.0% 増の 14.3 億円

「化粧品」の Q3 累計実績（1-9月）は、売上高が YoY11.7% 増の 113.4 億円、セグメント営業利益が同 24.0% 増の 14.3 億円となった。なお、為替変動が売上高に与えたマイナス影響は YoY1.1 億円であった。売上高は、韓国経済の影響でデミコリアが減収となったが、国内 ODM 事業（山田製薬）の伸長が大きく、全体では好調に推移した。一方、セグメント営業利益は増収に伴うプラス効果が人件費増加によるマイナス影響を上回り、YoY で大きく增加了。

## 地域別の状況

国内のデミコスメティクスは、Q3（3ヶ月）の酷暑による国内美容サロン来店客数減少も響き、全体としては回復には至っていない。一方、注力商品「FLOWDIA MORE」の販売は好調。また、新ブランド「SUMMER BAR」も、前商品を基準として YoY30% 増収と伸びた。スカルプケア新製品「DEMI DO ASSET」は現在拡販中。

国内 ODM を手掛ける山田製薬は、一部大口製品の減少があったものの、新規 ODM 顧客（EC 専業ヘアケア剤等）が伸長したため全体では Q3（3ヶ月）も好調が継続した。

# 日華化学 | 4463 (東証スタンダード)

韓国（デミコリア）は業界全体の需要低迷がQ3（3ヶ月）も継続している。ただし、ヘアケア製品の販売はQ3累計でYoY10%増収となり好調だった。

## 施策の進捗状況

同社は現在、営業人員を増員し、新規サロン獲得や既存サロン顧客内シェア拡大への活動強化中。こうした戦略的コスト増加は会社計画通りに推移している。また、オウンドメディア「DEMI LABO」を起点としたユーザー認知度も着実に向上中である。

## 新工場の建設は順調

本年4月に着工となった新工場の建設は、予定通り順調に進捗している。12月には上棟式を行い、2027年の本格稼働を目指す計画に変更は無い。また、名称は「福井スマートファクトリー」に決定した。

図表4. セグメント別推移（四半期）

(百万円)	23/12			24/12			25/12				
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
売上高	11,520	12,786	13,147	12,716	12,228	13,816	13,432	14,623	13,195	13,985	14,037
化学品	8,310	8,850	9,195	9,250	9,043	10,143	9,897	10,295	9,730	9,872	9,873
化粧品	3,076	3,747	3,874	3,280	3,130	3,577	3,450	4,114	3,300	4,037	4,007
その他	133	189	78	186	53	97	85	214	163	77	157
営業利益	179	253	897	710	588	1,038	882	1,011	856	1,079	966
化学品	237	207	610	749	821	1,035	957	911	1,078	1,028	873
化粧品	386	464	723	471	239	436	478	669	262	556	612
その他	16	42	-8	14	-4	-5	4	63	8	31	11
消去等	-460	-460	-428	-523	-467	-428	-557	-633	-493	-535	-530
営業利益率	1.6%	2.0%	6.8%	5.6%	4.8%	7.5%	6.6%	6.9%	6.5%	7.7%	6.9
化学品	2.9%	2.3%	6.6%	8.1%	9.1%	10.2%	9.7%	8.8%	11.1%	10.4%	8.8%
化粧品	12.5%	12.4%	18.7%	14.4%	7.6%	12.2%	13.9%	16.3%	7.9%	13.8%	15.3%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 3. 業績見通し、及び今後の注目点

### 25/12期会社予想達成の確度は充分に高いとみる

25/12期通期予想は、売上高570億円、営業利益36億円、経常利益34億円、当期純利益24億円を据え置いた。為替レートは1ドル147円（上期実績149.00円→下期前提145円）という厳しい前提を維持した。営業利益がQ3累計で会社想定を上回って推移したことに加え、Q4（3ヶ月）の事業環境に大きな減速の要素がみられないことから、同社は保守的なスタンスを保持して上方修正を見送ったものとみられる。なおQ4の事業環境は、「化学品」では繊維化粧品が回復基調となり、「化粧品」は国内デミコスメティクスが需要期を迎えることから、QoQで好転する方向だろう。よって、会社予想達成の確度は充分に高いとみられる。以下、26/12期以降の成長シナリオを考える上で、各セグメントにてチェックすべきポイントを記す。

### 「化学品」の注目ポイント

「化学品」は、EHD製品の売上高構成比が上昇カーブを描き始めるかどうかに注目する。EHD製品の利益率は従来製品と比較して約10%高く、構成比上昇によるプロダクトミックス改善は収益性向上の最大のドライバーとなると考えられる。EHD製品は着実に成長を続ける可能性が高いものの、事業規模が相対的に小さいものが多いため、短期では顧客における需要動向に左右されやすい。好調なフッ素フリー系撥水剤や環境配慮型工程薬剤（スマートダイイングプロセス含む）に加え、今後の成長が期待される半導体ウェハ加工用クーラント剤や水系ポリウレタン樹脂の需要動向が注目される。

# 日華化学 | 4463 (東証スタンダード)

## 「化粧品」の注目ポイント

「化粧品」は、国内デミコスメティクスと韓国デミコリアの拡大、及び国内 ODM（山田製薬）好調の継続性に注目する。現在、新工場「福井スマートファクトリー」稼働後の製造キャパシティ拡大（現行比 3 倍）を見据え、営業人員を増員して新規サロン獲得や既存サロン内顧客シェアアップに向けた活動を強化中である。こうした成果が発現し、地域別・チャネル別ともに厚みを持った增收トレンドが定着するかどうかがポイントとなろう。26/12 期は、新工場稼働開始直前の重要な一年になると考えられる。

## 4. バリュエーションと株価見通し

### 現在の株価水準

日華化学（以下、同社）の株価は、2025 年の年明けより上昇基調となっている。4 月以降、トランプ政権との相互関税交渉に対する不透明感から株価は下落し、一時 1,200 円を割り込む期間もあったが、5 月 1 日の Q1 決算発表で堅調な業績推移が確認されたこともあり、その後は 1,300 円前後まで持ち直した。更に株式市場全体の上昇基調とも連動し、Q2 決算発表を挟んで株価は上昇を続け、10 月 16 日ザラ場で本年の最高値 1,515 円を付けた。現在は 1,400～1,500 円のレンジで推移している。ただし、バリュエーションが低位である状況は今も改善されていない。25/12 期会社予想達成への確度は高まってきているが、エクイティストーリーの実現性に関しては充分に株価上昇に反映されていないとみられる。

### エクイティストーリー実現に向け、2 つの大きなチャレンジを実行中

以下、2025 年 7 月 16 日発行イニシャルレポート「[日華化学\(4463\): 福井の繊維産業で培った「界面カガク」の技術・ノウハウを世界で展開し、成長企業に変貌中](#)」参照に記載したストラテジー・アドバイザーズが考える同社のエクイティストーリーについて、再掲する。エクイティストーリーは、a) 実現可能で緻密な経営戦略、b) ワクワクする夢、で構成される。またエクイティストーリーは、企業 DNA を基に培われた模倣困難性を最大限に活用することが条件となる。現在、日華化学は 2 つの大きなチャレンジを実行中であり、a) と b) を同時に満たすことが期待される。弊社では日華化学のエクイティストーリーを「事業構造の大転換と財務・資本政策の抜本的転換」とする。

#### 第一に、「事業構造の大転換」

第一に、「事業構造の大転換」について説明する。

化学品では EHD 製品に集中し、成長力のある高付加価値事業への転換を図る方針である。EHD 製品とは環境（Environment）／健康・衛生（Health）／デジタル・先端材料（Digital）向け製品の総称（日華化学の定義）を指す。特に、環境（Environment）ではフッ素フリー系撥水剤、環境対応工程薬剤、水系ポリウレタン樹脂など付加価値の高い製品の需要が伸びている状況。新分野において高い技術ポテンシャルを有する日華化学には、追い風が吹いているといえよう。化学品売上高に占める EHD 製品の比率は 24/12 期 44% から、30/12 期には 75% に引き上げる方針。今後需要の急拡大が見込まれるニッチ市場にて、高付加価値 EHD 製品を投入し高いシェアを獲得できれば、広義のスペシャリティケミカル関連銘柄としての認知度が拡大しよう。

化粧品（ヘアケア剤、カラー剤等）では生産能力拡大により、主戦場である国内で未だ低位に留まる現在のシェアを引き上げる方針である。また、さらに海外市場を開拓し業容の拡大を目指す。プロ（美容室）向け製品の差別化自体は出来ていることから、能力増強に伴うボトルネック解消により積極的な販促活動が可能となれば、必然的に成長性が高まると期待される。

#### 第二に、「財務・資本政策の抜本的な転換」

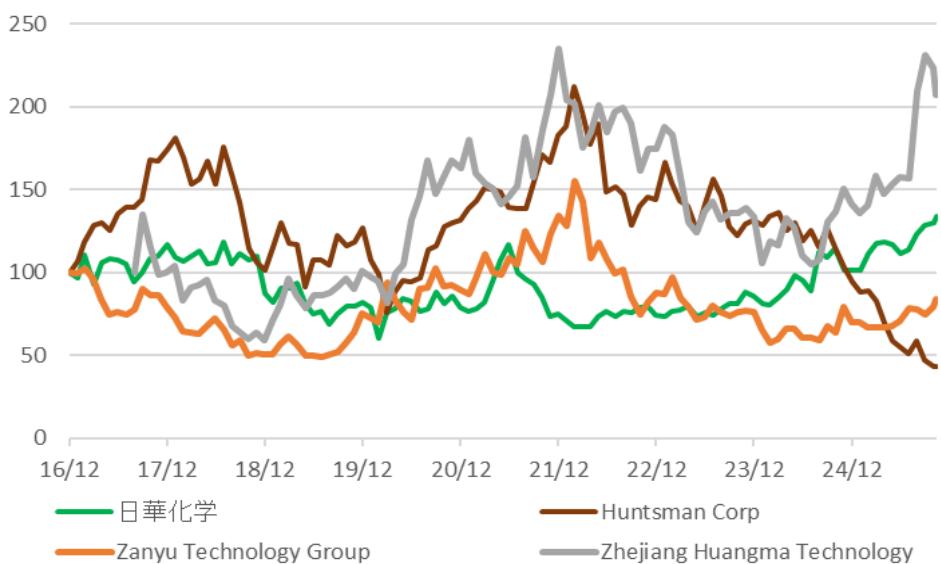
第二に、財務・資本政策の抜本的な転換である。日華化学の株価バリュエーションは PER、PBR ともに低い。低 PBR 改善に向けた取り組みの基本方針として、前章で示した通り、（1）事業の収益性改革、（2）財務/資本政策の見直し、（3）SR/IR 強化、を挙げている。財務・資本戦略としては、ROE 10% 以上を目標とする。そして WACC（現在 6%：同社推定）を重視し、財務レバレッジを活用しながら ROIC の改善を図る方針。株主還元政策も大きく変化してい

る。一株当たり配当は 20/12 期 10 円から 24/12 期は 52 円まで増加した。25/12 期は 60 円（配当性向 39.6%）まで引き上げる会社予想である。

## グローバル界面活性剤企業内での比較

同社の株価推移をグローバル界面活性剤企業と比較する。競合する米国 Huntsman のパフォーマンスは 2017~2018 年に掛けて業績好調につき良好だったが、24/12 期には営業赤字に転落するなど最近の業績不振を受けて急速に悪化している。中国 2 社（贊宇科技集団=Zanyu Technology Group、浙江黄馬科技=Zhejiang Huangma Technology）のパフォーマンスはボラティリティが高いが、直近のパフォーマンスでは Zhejiang が優位となっている。同社は国内に比較対象となる競合が少なく相対評価が難しいが、少なくとも EHD 製品比率向上に伴う収益性改善への期待値は充分に織り込まれていないと考えられる。一方で、24/12 期以降の業績成長には安定感が出ており、直近では相対的に堅調なパフォーマンスを示し始めたといえよう。

図表 5. 日華化学とグローバル界面活性剤企業の株価比較(2016 年 12 月末=100)

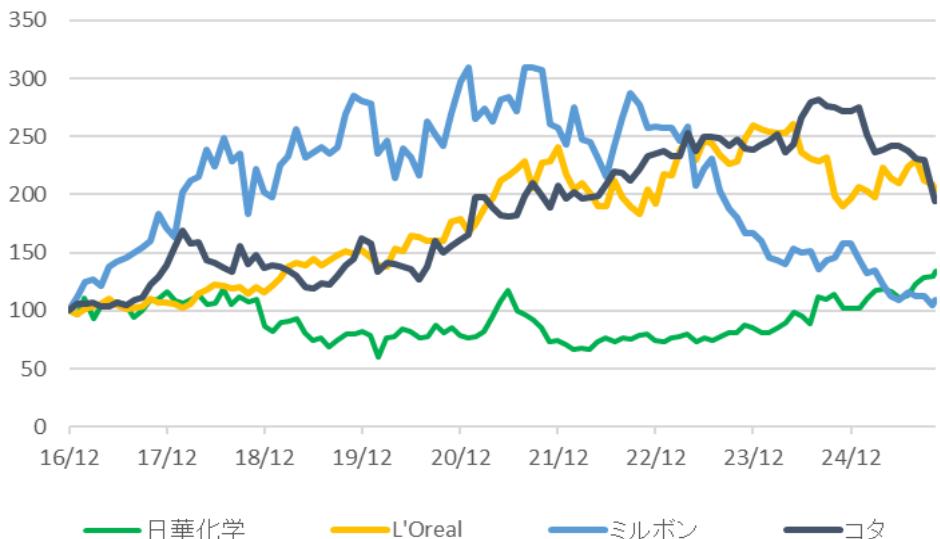


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## プロ向け化粧品企業内の比較

次に、同社の株価推移をプロ向け化粧品企業と比較する。仏 L’Oreal はプロ向けのみならず総合的に化粧品を扱う大手企業であり、業績の安定成長を受けて好パフォーマンスを示している。国内首位のミルボンは、高シェアで安定した企業体質を有していることから、国内市場全体が堅調に推移した 2018 年までパフォーマンス優勢だったが、最近は業績に伸びを欠く。25/12 期 Q2 決算発表時には業績予想の下方修正を実施し、株価は下落基調が続いている。コタは最近の 10 年間における利益成長率が高く、好パフォーマンスを示していたが、26/3 期 Q1 決算の不振を受けて株価は軟調となっている。一方で同社は、化粧品企業としての認知度の低さが依然として解消される状況には至っていない。ただし、24/12 期以降の業績成長には安定感が出ており、市場環境の厳しい中で堅調な業績を示している同社の相対パフォーマンスは近年、良好となっている。

図表 6. 日華化学とプロ向け化粧品企業の株価比較(2016 年 12 月末=100)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 日華化学の PER

同社の PER は、新型コロナ感染拡大にて会社予想 EPS が低水準となった 20/12 期を除き、概ね 7~12 倍のレンジで推移している。2025 年以降は 8.0~9.0 倍のレンジに留まっていたが、足下では水準を切り上げ、徐々に 10 倍に接近してきた。

## 日華化学の PBR

一方 PBR は 2019 年以降、1.0 倍割れが継続している。ただし、現状 PBR には若干改善の兆候がみられており、現在は 0.7 倍前後の水準となっている。ちなみに ROE は 23/12 期 5.8%→24/12 期 8.6% と改善がみられていたが、25/12 期 3Q 累計では営業外の為替差損による純利益の減少で 6.4% に一旦低下した。

## 収益性比較

次に競合他社と同社の収益性、及びバリュエーションを比較する。同社の ROE (24/12 期実績ベース) 8.6% は、グローバル界面活性剤の競合企業との比較では、浙江黃馬科技 =Zhejiang Huangma Technology には劣後するものの、Huntsman や贊宇科技集團 =Zanyu Technology Group には勝っている。一方、プロ向け化粧品の競合企業との比較では、L'Oréal、ミルボン、コタの後塵を拝している。ただし、同社は「化学品」の ROE が相対的に低いため、「化粧品」に限れば国内の競合他社に大きく劣後している状況ではないと想定される。

## 株価バリュエーション比較

株価バリュエーションでは、グローバル界面活性剤の競合企業との PBR 比較において、同社の 0.7 倍は Huntsman を上回るもの、中国 2 社はともに 1.0 倍を超えていたため劣勢である。また、プロ向け化粧品の競合企業との PER 比較では、ミルボンが 26.1 倍、コタが 23.5 倍と同社を大きく上回る。PBR 比較でも L'Oréal の 6.2 倍を筆頭にコタ 2.9 倍、ミルボン 1.6 倍と、こちらも同社が大きく劣後している。低バリュエーション状態からの脱却に向けて、今後は ROE 改善、及び中長期的な成長戦略が重要なファクターとなる。

# 日華化学 | 4463 (東証スタンダード)

図表 7. 競合企業との収益性比較

会社名	コード	決算期	売上高営業 利益率	ROE	ROIC (投下資本)	EBITDA マージン	自己資本 比率	ネットD/E レシオ
			%	%	%	%	%	
日華化学	4463	24/12	6.5%	8.6	6.0	10.6	54.0	-0.02
Huntsman Corp	HUN	24/12	1.2%	-6.1	-0.4	5.5	41.6	0.64
Zanyu Technology Group	002637	24/12	3.1%	3.6	3.2	5.1	47.5	0.55
Zhejiang Huangma Technology	603181	24/12	17.7%	13.6	11.7	24.4	80.3	-0.04
L'Oreal	OR	24/12	20.0%	20.6	16.8	24.2	58.8	0.13
ミルボン	4919	24/12	13.3%	10.6	10.3	17.8	82.9	-0.28
コタ	4923	25/3	19.5%	11.7	11.7	23.5	75.3	-0.46
平均			11.6%	9.0	8.5	15.9	62.9	0.07

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 8. 競合企業とのバリュエーション比較

会社名	コード	決算期	株価 (11/10)	時価総額	PER	PBR	EV/ EBITDA	配当利回り	配当性向	ROE
					会社予想	実績	倍	会社予想	会社予想	会社予想
日華化学	4463	24/12	1,495	26.5	9.9	0.7	4.9	4.0	39.6	7.2
Huntsman Corp	HUN	24/12	1,259	216.8	-	0.5	13.3	-	-	-4.6
Zanyu Technology Group	002637	24/12	254	112.6	18.7	1.4	-	-	-	8.7
Zhejiang Huangma Technology	603181	24/12	365	215.1	-	3.2	-	-	-	-
L'Oreal	OR	24/12	63,039	33,682.5	27.8	6.2	18.3	-	-	22.5
ミルボン	4919	24/12	2,408	79.7	26.1	1.6	8.7	3.7	95.6	6.3
コタ	4923	25/3	1,161	38.2	23.5	2.9	14.7	1.7	40.6	12.7
平均					21.2	2.3	12.0	3.1	58.6	8.8

注：海外企業の株価は 11/7 終値。ROE（会社予想）は進行期の会社予想純利益を直近四半期決算期末の自己資本で乗じて算出。EV/EBITDA の EBITDA は、会社予想営業利益に直近実績の減価償却費を足して計算。海外企業の予想は Factset コンセンサス予想

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

# 日華化学 | 4463 (東証スタンダード)

图表 9. 連結損益計算書(百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12 CoE
売上高	<b>48,493</b>	<b>50,188</b>	<b>46,191</b>	<b>41,179</b>	<b>48,474</b>	<b>50,627</b>	<b>50,169</b>	<b>54,099</b>	<b>57,000</b>
売上原価	32,870	33,856	30,990	27,410	32,431	34,456	33,652	34,807	
売上総利益	15,622	16,332	15,201	13,768	16,043	16,171	16,516	19,291	
売上総利益率	32.2%	32.5%	32.9%	33.4%	33.1%	31.9%	32.9%	35.7%	
販売管理費	13,506	14,030	13,805	12,352	13,589	13,543	14,476	15,772	
<b>営業利益</b>	<b>2,116</b>	<b>2,301</b>	<b>1,395</b>	<b>1,416</b>	<b>2,453</b>	<b>2,628</b>	<b>2,039</b>	<b>3,519</b>	<b>3,600</b>
売上高営業利益率	4.4%	4.6%	3.0%	3.4%	5.1%	5.2%	4.1%	6.5%	6.3%
営業外収益	394	376	381	535	485	614	635	602	
営業外費用	338	248	442	305	232	110	146	145	
<b>経常利益</b>	<b>2,171</b>	<b>2,430</b>	<b>1,334</b>	<b>1,645</b>	<b>2,706</b>	<b>3,132</b>	<b>2,528</b>	<b>3,976</b>	<b>3,400</b>
売上高経常利益率	4.5%	4.8%	2.9%	4.0%	5.6%	6.2%	5.0%	7.3%	6.0%
特別利益	184	3,904	357	150	816	147	5	4	
特別損失	69	183	89	25	61	11	9	76	
<b>税金等調整前当期純利益</b>	<b>2,287</b>	<b>6,151</b>	<b>1,602</b>	<b>1,770</b>	<b>3,461</b>	<b>3,269</b>	<b>2,525</b>	<b>3,904</b>	
法人税等合計	695	2,377	502	600	738	1,007	648	875	
(法人税率)	30.4%	38.6%	31.3%	33.9%	21.3%	30.8%	25.7%	22.4%	
当期純利益	1,592	3,774	1,099	1,170	2,723	2,262	1,876	3,029	
非支配株主に帰属する当期純利益	203	1,315	199	125	127	147	184	274	
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>1,388</b>	<b>2,458</b>	<b>900</b>	<b>1,044</b>	<b>2,595</b>	<b>2,114</b>	<b>1,691</b>	<b>2,754</b>	<b>2,400</b>
売上高当期純利益率	2.9%	4.9%	1.9%	2.5%	5.4%	4.2%	3.4%	5.1%	4.2%
<b>EPS (円)</b>	<b>88.5</b>	<b>156.7</b>	<b>57.3</b>	<b>66.4</b>	<b>164.8</b>	<b>134.1</b>	<b>107.1</b>	<b>174.2</b>	<b>151.5</b>

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

# 日華化学 | 4463 (東証スタンダード)

図表 10. 連結貸借対照表(百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
<b>流動資産</b>	<b>28,333</b>	<b>29,947</b>	<b>26,258</b>	<b>25,977</b>	<b>27,562</b>	<b>29,855</b>	<b>31,077</b>	<b>34,221</b>
現金及び預金	7,987	9,234	6,311	7,962	7,659	7,052	8,344	10,726
売上債権	10,774	10,363	9,831	9,026	9,618	10,435	11,029	11,996
棚卸資産	7,235	8,827	8,975	8,025	9,330	11,405	10,875	10,504
貸倒引当金	-13	-6	-4	-2	0	-1	-10	-13
その他流動資産	2,350	1,529	1,145	966	955	964	839	1,008
<b>固定資産</b>	<b>26,761</b>	<b>26,649</b>	<b>28,795</b>	<b>27,197</b>	<b>26,970</b>	<b>26,266</b>	<b>25,841</b>	<b>28,144</b>
有形固定資産	22,758	23,762	25,208	23,726	23,277	22,411	21,889	24,002
無形固定資産	546	468	351	304	298	399	498	510
投資その他資産	3,456	2,418	3,234	3,166	3,394	3,455	3,452	3,631
投資有価証券	1,855	1,521	1,499	1,457	1,706	1,716	1,771	1,966
繰延税金資産	976	262	1,022	951	980	1,022	957	936
その他	625	635	713	758	708	717	724	729
<b>資産合計</b>	<b>55,094</b>	<b>56,597</b>	<b>55,053</b>	<b>53,175</b>	<b>54,533</b>	<b>56,122</b>	<b>56,918</b>	<b>62,366</b>
<b>流動負債</b>	<b>28,102</b>	<b>20,986</b>	<b>19,184</b>	<b>17,361</b>	<b>16,702</b>	<b>15,987</b>	<b>15,776</b>	<b>17,143</b>
買入債務	6,110	6,548	4,996	5,325	6,619	6,544	5,895	6,181
有利子負債	17,680	9,826	10,315	8,033	5,662	5,168	5,618	5,668
その他	4,312	4,612	3,873	4,003	4,421	4,275	4,263	5,294
<b>固定負債</b>	<b>5,377</b>	<b>12,046</b>	<b>13,455</b>	<b>12,647</b>	<b>10,506</b>	<b>9,742</b>	<b>8,320</b>	<b>8,668</b>
有利子負債	1,495	8,055	9,215	8,267	6,038	5,170	3,652	4,234
繰延税金負債	0	0	0	0	0	0	0	15
その他	3,882	3,991	4,240	4,380	4,468	4,572	4,668	4,419
<b>純資産</b>	<b>21,614</b>	<b>23,565</b>	<b>22,414</b>	<b>23,166</b>	<b>27,323</b>	<b>30,392</b>	<b>32,822</b>	<b>36,553</b>
株主資本	17,711	19,921	20,404	21,271	23,667	25,407	26,566	28,703
資本金	2,898	2,898	2,898	2,898	2,898	2,898	2,898	2,898
資本剰余金	3,054	3,054	2,928	2,928	2,928	2,951	2,951	2,960
利益剰余金	13,237	15,445	16,058	16,909	19,284	21,006	22,145	24,251
その他の包括利益累計額	1,211	213	-223	-251	1,383	2,553	3,567	4,946
非支配株主持分	2,691	3,429	2,233	2,146	2,272	2,432	2,689	2,903
<b>負債純資産合計</b>	<b>55,094</b>	<b>56,597</b>	<b>55,053</b>	<b>53,175</b>	<b>54,533</b>	<b>56,122</b>	<b>56,918</b>	<b>62,366</b>
<b>有利子負債</b>	<b>19,175</b>	<b>17,882</b>	<b>19,530</b>	<b>16,301</b>	<b>11,700</b>	<b>10,338</b>	<b>9,270</b>	<b>9,902</b>
<b>自己資本比率</b>	<b>34.3%</b>	<b>35.6%</b>	<b>36.7%</b>	<b>39.5%</b>	<b>45.9%</b>	<b>49.8%</b>	<b>52.9%</b>	<b>54.0%</b>
<b>D/E レシオ</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 11. 連結キャッシュ・フロー計算書(百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>								
税金等調整前当期純利益	2,287	6,151	1,602	1,770	3,461	3,269	2,525	3,904
減価償却費	1,860	1,982	2,234	2,768	2,500	2,417	2,269	2,224
売上債権の増減額	411	130	570	759	-115	-494	-308	-603
棚卸資産の増減額	691	-1,790	-175	905	-977	-1,732	827	637
仕入債務の増減額	758	564	-1,549	357	998	-279	-808	68
その他営業キャッシュ・フロー	-1,028	-4,311	-1,578	-80	-1,145	-864	-419	-197
<b>合計</b>	<b>4,979</b>	<b>2,726</b>	<b>1,104</b>	<b>6,479</b>	<b>4,722</b>	<b>2,317</b>	<b>4,086</b>	<b>6,033</b>
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>								
有形固定資産の取得による支出	-4,554	-3,948	-3,801	-1,334	-1,443	-1,347	-1,148	-3,626
有形固定資産の売却による収入	287	4,330	64	81	818	69	37	31
投資有価証券の取得による支出	-174	-20	-19	-21	-17	-115	-15	-17
投資有価証券の売却による収入	137	18	13	21	212	2	4	0
その他投資キャッシュ・フロー	119	-1,692	1,604	-296	-564	506	246	-1,525
<b>合計</b>	<b>-4,185</b>	<b>-1,312</b>	<b>-2,139</b>	<b>-1,549</b>	<b>-994</b>	<b>-885</b>	<b>-876</b>	<b>-5,137</b>
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>								
短期有利子負債の純増減額	2,198	-9,785	490	-2,169	-2,118	770	-200	200
長期有利子負債の純増減額	-590	8,560	1,135	-1,053	-2,458	-2,168	-868	432
株式発行	0	3	151	16	21	201	20	0
自己株式の取得による支出	-1	0	-131	0	0	-183	0	0
配当金の支払額	-484	-690	-1,031	-325	-418	-534	-646	-849
その他財務活動キャッシュ・フロー	-18	-16	-843	-95	-51	-48	-46	-111
<b>合計</b>	<b>1,105</b>	<b>-1,928</b>	<b>-229</b>	<b>-3,626</b>	<b>-5,024</b>	<b>-1,962</b>	<b>-1,740</b>	<b>-328</b>
現金及び現金同等物に係る換算差額	253	-267	-9	-45	479	419	245	335
現金及び現金同等物の増加額	2,152	-781	-1,274	1,258	-816	-110	1,714	903
現金及び現金同等物期首残高	5,834	7,987	7,206	5,931	7,190	6,373	6,263	7,977
現金及び現金同等物期末残高	7,987	7,206	5,931	7,190	6,373	6,263	7,977	8,881
フリー・キャッシュ・フロー	794	1,414	-1,035	4,930	3,728	1,432	3,210	896

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

# 日華化学 | 4463 (東証スタンダード)

図表 12. 主要指標

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
EPS (円)	88.5	156.7	57.3	66.4	164.8	134.1	107.1	174.2
BPS (円)	1,206.1	1,283.0	1,283.9	1,335.6	1,589.4	1,771.7	1,906.6	2,125.6
DPS (円)	16.0	18.0	16.0	10.0	22.0	30.0	32.0	52.0
配当性向	18.1%	11.5%	27.9%	15.1%	13.3%	22.4%	29.9%	29.9%
期末発行済株式数 (千株)	17,710.0	17,710.0	17,710.0	17,710.0	17,710.0	17,710.0	17,710.0	17,710.0
自己株式数 (千株)	2,020.1	2,016.1	1,991.3	1,972.3	1,948.4	1,928.4	1,905.0	1,879.1
自己株控除株式数 (千株)	15,689.9	15,693.9	15,718.7	15,737.7	15,761.6	15,781.6	15,805.0	15,830.9
期中平均発行済株式数 (千株)	15,690.7	15,691.1	15,709.8	15,729.2	15,749.9	15,772.8	15,795.2	15,817.6
自己資本比率	34.3%	35.6%	36.7%	39.5%	45.9%	49.8%	52.9%	54.0%
有利子負債残高 (百万円)	19,175	17,882	19,530	16,301	11,700	10,338	9,270	9,902
ネット有利子負債残高 (百万円)	11,188	8,648	13,219	8,339	4,041	3,286	926	-824
D/E レシオ	1.08	0.90	0.96	0.77	0.49	0.41	0.35	0.34
ネット D/E レシオ	0.59	0.43	0.66	0.40	0.16	0.12	0.03	-0.02
売上高営業利益率	4.4%	4.6%	3.0%	3.4%	5.1%	5.2%	4.1%	6.5%
EBITDA (百万円)	4,056	4,292	3,635	4,187	4,953	5,046	4,308	5,743
EBITDA マージン	8.2%	8.5%	7.9%	10.2%	10.2%	10.0%	8.6%	10.6%
ROE	7.8%	12.6%	4.5%	5.1%	11.3%	8.0%	5.8%	8.6%
ROIC (投下資本)	3.7%	-0.2%	2.1%	2.0%	4.4%	4.1%	3.4%	6.0%
従業員数 (人)	1,472	1,479	1,496	1,500	1,454	1,472	1,500	1,531

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、颁布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号