



25/12期決算：営業利益は過去最高を更新、新中計を発表し飛躍的な成長を目指す

日華化学（以下、同社）の25/12期決算は、売上高が前年同期比（YoY）3.0%増の557.0億円、営業利益が同9.3%増の38.4億円となり、増収増益だった。売上高・営業利益とも過去最高を記録した。会社予想比では、売上高が予想の570億円をやや下回ったものの、営業利益は予想の36億円を上回った。米国の関税政策による海外繊維産業の停滞など、厳しい外部環境に晒されたが、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Q4（3ヶ月）では売上高がQoQ3.2%増の144.8億円、営業利益は同2.0%減の9.4億円であった。

「化学品」は、繊維化学品が春先以降、米国相互関税に伴う海外繊維加工場の稼働低下のマイナス影響を受けたが、8月以降は緩やかな回復が続いている。EHD製品（E=環境、H=健康・衛生、D=デジタル・先端材料）の25/12期売上高構成比は45.1%に0.8%pt上昇し、プロダクトミックス改善は緩やかながら進展。「化粧品」は、国内ODM事業の好調により業績を伸ばした。

26/12期会社予想は売上高585億円、営業利益42億円、経常利益40.5億円、当期純利益28億円。為替前提1ドル150円。「化学品」は繊維産業の戻りの弱さが継続する前提を置く一方、EHD製品構成比を48%に引き上げる目標を掲げるなど、注力分野を伸ばす方針。「化粧品」は、国内における主力ブランドの骨太化等により業績拡大を狙う。

同社は決算発表と同時に新中計「INNOVATION30」のKPI（30/12期の売上高700億円、営業利益56億円、EBITDA90億円、ROE8%、ROIC6%等）を公表。2月20日開催の説明会では、中計の詳細な説明を行った。達成に向けたポイントとして、「化学品」ではEHD製品の売上高構成比向上（30/12期目標55%）、「化粧品」では新工場稼働に伴う生産能力増強を背景としたシェアアップを掲げた。

26/12期会社予想ベースのPERは10.0倍、24/12期実績ベースのPBRは0.8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）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。

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(3/11)	1,757
52週高値(26/2/24)	1,840
52週安値(25/4/7)	1,188
上場来高値(26/2/24)	1,840
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)	31.1
EV(十億円)	41.0
自己資本比率(25/12、%)	47.5
ROE(25/12、%)	6.9
PER(26/12 会予、倍)	10.0
PBR(25/12 実績、倍)	0.8
配当利回り(26/12 会予、%)	4.0

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

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)
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	55,705	3.0	3,847	9.3	3,849	-3.2	2,384	-13.4	150.3	60.0
26/12 会社予想	58,500	5.0	4,200	9.2	4,050	5.2	2,800	17.4	176.5	70.0

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

目次

1. 25/12 期決算の概要と 26/12 期の見通し.....	3
2. 部門別の動向	5
1) 化学品.....	5
2) 化粧品.....	6
3. 新中計「INNOVATION30」.....	8
4. バリュエーションと株価見通し.....	10

1. 25/12 期決算の概要と 26/12 期の見通し

**25/12 期実績は YoY3.0%増
収、9.3%増益**

同社が2月13日に発表した25/12期決算は、売上高がYoY3.0%増の557.0億円、営業利益が同9.3%増の38.4億円となり、増収増益だった。セグメント別で見れば、「化学品」がYoY1.3%増収、同6.0%増益と堅調であり、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YoY6.9%増収、同7.9%増益となった。なお、経常利益はYoY1.2億円の減益となっている。マイナス要因として為替変動3.4億円、及び一過性のシンジケートローンアレンジメントフィー1.4億円（営業外）等が影響した。

**Q4 (3ヶ月) ~QoQ は増収だが
僅かな減益**

Q4 (3ヶ月) では、売上高がYoY0.9%減の144.8億円、営業利益は同6.4%減の9.4億円であった。なお、Q3対比 (QoQ) では売上高が3.2%増、営業利益は2.1%減となり、微増収の中でわずかな減益であった。セグメント別 QoQ では、「化学品」が増収増益となる一方で、「化粧品」は年末に向けて需要が伸びを欠き減収減益となった。

**26/12 期予想は売上高 585 億
円、営業利益 42 億円**

同社は26/12期通期予想を発表。売上高585億円、営業利益42億円、経常利益40.5億円、当期純利益28億円とした。売上高、営業利益とも過去最高を更新する予想となった。為替レート前提は1ドル150円。1株当たり配当予想は25/12期60円 (DOE2.8%) に対して26/12期は10円増配となる70円 (同3.0%)。マクロ経済環境は依然、不透明感があるものの、「化学品」では繊維産業の米国関税影響による2025年停滞からのリバウンドを業績上振れ要因として考慮していないこと、「化粧品」では営業リソース強化に伴う拡販効果を慎重にみていること等を鑑みれば、予想達成の可能性は十分に高いだろう。

**「化学品」は繊維市場の需要不透明
感が前提**

「化学品」における26/12期予想は、主力の繊維市場ではアパレル、自動車シート・内装材における需要の不透明感が継続するとの前提を置く。クリーニング市場でもホームクリーニングの縮小、リネンサプライでの国内宿泊者やインバウンドによる需要が横ばいになると見込む。一方、電子材料市場はAI関連の半導体需要は増加するものの、シリコンウエハ出荷面積は横ばいを想定している。

**「化学品」の重点施策~EHD 売上
高比率は 48%**

「化学品」の重点施策は、成長事業や高収益事業への取り組み強化である。EHD売上高比率上昇 (目標48%)、繊維分野のグローバル拡販強化 (南西アジア=インドやバングラデシュ)、及びD領域のグローバル展開 (東アジア) と新規ビジネス創出に注力する方針。また、収益性向上策として、戦略的な調達によるコストダウン (オレオ化学品の調達含む)、価格交渉力の強化を図る。

**「化粧品」は美容サロンの優勝劣敗が
進む一方、ODM 市場は堅調**

「化粧品」における26/12期予想は、国内美容サロンの優勝劣敗が進む事業環境が継続する一方、国内ODM事業は堅調に推移するとの前提を置く。韓国 (デミコリア) では日本同様の環境の継続を想定する。ただし、ヘアケア剤は引き続き成長する見通し。

**「化粧品」の重点施策~販売活動を
強化**

「化粧品」の重点戦略は、国内サロン事業において主力ブランドの骨太化を図ると同時に、有力サロン顧客への販売を強化する。韓国 (デミコリア) ではヘアケア剤に注力すると同時に、業務用途のみではなくサロンの販売ルートでの需要拡大に向け、販売を強化する方針。また、新工場の建設完了を迎えるため、27年の工場機能移行に備えた在庫の確保を図る。新工場稼働に伴う生産能力拡大をにらみ、現在営業リソース増強を実施しており、26/12期は今後のシェア拡大戦略における成果を生み出すための、重要な年度と位置付けられよう。

図表 1. 25/12 期決算の要約

(百万円)	24/12	25/12	前年同期比	26/12 会社予想	前年同期比
売上高	54,099	55,705	3.0%	58,500	5.0%
売上原価	34,807	35,507	2.0%	-	-
売上総利益	19,291	20,197	4.7%	-	-
(売上総利益率)	35.7%	36.3%	-	-	-
販売費及び一般管理費	15,772	16,350	3.7%	-	-
営業利益	3,519	3,847	9.3%	4,200	9.2%
(売上高営業利益率)	6.5%	6.9%	-	7.2%	-
営業外収益	602	438	-27.2%	-	-
営業外費用	145	436	200.7%	-	-
経常利益	3,976	3,849	-3.2%	4,050	5.2%
(売上高経常利益率)	7.3%	6.9%	-	6.9%	-
特別利益	4	158	3850.0%	-	-
特別損失	76	7	-90.8%	-	-
税金等調整前当期純利益	3,904	4,000	2.5%	-	-
法人税等	875	1,303	48.9%	-	-
(実効税率)	22.4%	32.6%	-	-	-
当期純利益	3,029	2,697	-11.0%	-	-
非支配株主に帰属する当期純利益	274	312	13.9%	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	2,754	2,384	-13.4%	2,800	17.4%
(売上高純利益率)	5.1%	4.3%	-	4.8%	-

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 2. 25/12 期決算の要約(セグメント別)

	24/12	25/12	前年同期比	26/12 会社予想	前年同期比
売上高	54,099	55,705	3.0%	58,500	5.0%
化学品事業	39,378	39,894	1.3%	41,800	4.8%
化粧品事業	14,271	15,259	6.9%	15,800	3.5%
その他	449	550	22.5%	900	63.3%
営業利益	3,519	3,847	9.3%	4,200	9.2%
化学品事業	3,724	3,948	6.0%	4,150	5.1%
化粧品事業	1,822	1,966	7.9%	2,050	4.2%
その他	58	90	53.9%	100	10.9%
消去等	-2,085	-2,158	-	-2,100	-
(営業利益率)	6.5%	6.9%	-	7.2%	-
化学品事業	9.5%	9.9%	-	9.9%	-
化粧品事業	12.8%	12.9%	-	13.0%	-

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 3. 25/12 期決算の要約(四半期)

(百万円)	24/12				25/12			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
売上高	12,228	13,816	13,432	14,623	13,195	13,985	14,037	14,488
売上原価	7,959	8,788	8,610	9,450	8,413	8,887	9,047	9,160
売上総利益	4,268	5,028	4,823	5,172	4,782	5,097	4,991	5,327
(売上総利益率)	34.9%	36.4%	35.9%	35.4%	36.2%	36.4%	35.6%	36.8%
販売費及び一般管理費	3,680	3,989	3,941	4,162	3,926	4,017	4,026	4,381
営業利益	588	1,038	882	1,011	856	1,079	966	946
(売上高営業利益率)	4.8%	7.5%	6.6%	6.9%	6.5%	7.7%	6.9%	6.5%
営業外収益	192	220	-30	220	70	85	104	179
営業外費用	14	17	20	94	122	217	62	35
経常利益	766	1,241	832	1,137	804	948	1,007	1,090
(売上高経常利益率)	6.3%	9.0%	6.2%	7.8%	6.1%	6.8%	7.2%	7.5%
特別利益	0	1	1	2	0	135	0	23
特別損失	0	1	3	72	1	2	0	4
税金等調整前当期純利益	766	1,241	830	1,067	803	1,081	1,006	1,110
法人税等	376	268	125	106	425	301	298	279
(実効税率)	49.1%	21.6%	15.1%	9.9%	52.9%	27.8%	29.6%	25.1%
当期純利益	390	972	705	962	378	780	708	831
非支配株主に帰属する四半期純利益	71	74	74	55	85	76	92	59
親会社株主に帰属する四半期純利益	318	899	631	906	292	705	616	771
(売上高純利益率)	2.6%	6.5%	4.7%	6.2%	2.2%	5.0%	4.4%	5.3%

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 YoY6.0%増
の 39.4 億円**

「化学品」の 25/12 期実績は、売上高が YoY1.3%増の 398.9 億円、セグメント営業利益が同 6.0%増の 39.4 億円となった。EHD 製品の売上高構成比率は 45.1% (YoY0.8%pt 上昇) となり利益率の改善に寄与した。売上高は、為替変動要因 (YoY4.0 億円マイナス) を除き、YoY9.2 億円増であった。この 9.2 億円増を地域別に分解すると、プラス側が日本 1.9 億円、中国 8.2 億円、韓国 4.1 億円、マイナス側がその他地域で 5.0 億円となる。その他地域ではインドネシア、ベトナム等の減少が響いた。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 増益となった。

**繊維化学品分野の状況 ~足下で
は回復傾向**

繊維化学品分野は、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った。需要低迷は 7 月まで継続したが、8 月以降は緩やかに反転し、足下では回復傾向がみえてきている。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 (スマートダイニ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。なお、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 製品のひとつである半導体ウエハ加工用クーラント剤（大智化学）が、Q1 が低調であった 24/12 期に対して、25/12 期は YoY 回復途上となった。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 45.1%

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、新規ビジネスが活況となり、十分に補っている。EHD 製品の売上高構成比率は 45.1%とやや伸びたものの、海外における既存製品も伸びもあって、ややアグレッシブな 25/12 期目標値 50%には届かなかった。製品ごとの伸びにはバラツキがあり、水系ウレタンなどはやや苦戦しているものの、フッ素フリー系撥水剤、金属加工用洗浄剤等は堅調に伸びている。

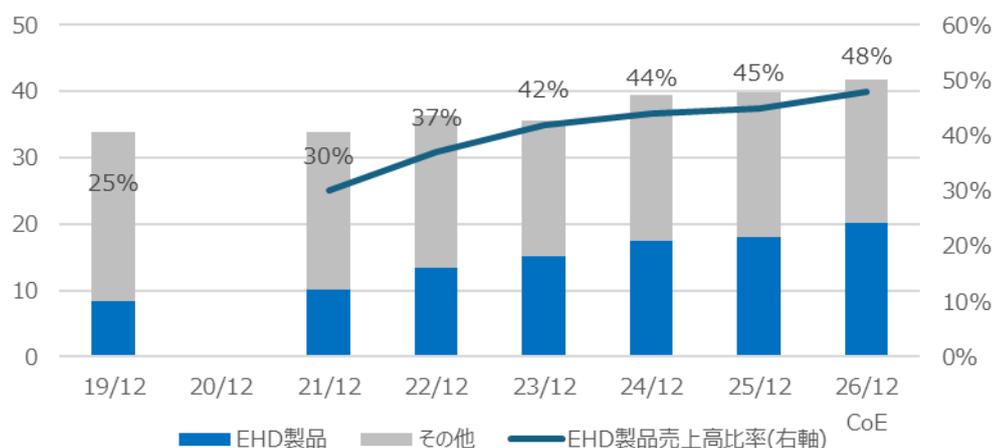
収益性向上への取り組み

収益性向上に対する取り組みとしては、一部価格改定や戦略的調達（原料代替など）によるコストダウン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いる。なお、25/12 期における EHD 製品の利益率は従来製品比で +11.9%となり、従前の約 +10% に対して拡大する傾向がみられる。EHD 製品の売上高構成比率の引き上げは、プロダクトミックスの改善を通じて収益性向上に直結することが改めて示された。

インドにラボを新設、1 月より稼働

NID (NICCA INDIA Private Ltd.) では、新設のラボ（研究施設）が 26 年 1 月に稼働を開始した。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の加速を目的とする。これにより、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。

図表 4. 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 YoY7.9%増の 19.6 億円

「化粧品」の 25/12 期実績は、売上高が YoY6.9%増の 152.5 億円、セグメント営業利益が同 7.9%増の 19.6 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、韓国経済減速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 で大きく増加した。

地域別の状況 ～国内 ODM 好調

国内サロン事業は、夏の酷暑や物価高による美容サロン来店サイクル長期化が響いたが、全体としては来店客数減の中でも健闘した。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 YoY28%増収と伸びた。

国内 ODM 事業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、全体では受注の大幅増加が継続した。

韓国（デミコリア）は国内経済停滞が影響した。ただし、ヘアケア剤の販売は YoY14%増収となり、健闘した。

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内シェア拡大への活動強化中。こうした戦略的なコスト増加もあるが、今後の増産に合わせた事業規模拡大を目指している。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。

新工場建設は順調、シンジゲートローン契約に基づき 30 億円を借り入れ

25 年 4 月に着工となった新工場「福井スマートファクトリー」の建設は 12 月に上棟式を完了するなど、予定通り順調に進捗している。27 年の本格稼働に向け、鉄骨と屋根の工事を完了し、外壁と内装工事に着工中。また、25 年 12 月にはシンジゲートローン契約（総額 140 億円）に基づき、30 億円分の借り入れを実施した。

図表 5. セグメント別推移（四半期）

(百万円)	24/12				25/12				26/12 会社予想 通期
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
売上高	12,228	13,816	13,432	14,623	13,195	13,985	14,037	14,488	58,500
化学品	9,043	10,143	9,897	10,295	9,730	9,872	9,873	10,419	41,800
化粧品	3,130	3,577	3,450	4,114	3,300	4,037	4,007	3,915	15,800
その他	53	97	85	214	163	77	157	153	900
営業利益	588	1,038	882	1,011	856	1,079	966	946	4,200
化学品	821	1,035	957	911	1,078	1,028	873	969	4,150
化粧品	239	436	478	669	262	556	612	536	2,050
その他	-4	-5	4	63	8	31	11	40	100
消去等	-467	-428	-557	-633	-493	-535	-530	-600	-2,100
営業利益率	4.8%	7.5%	6.6%	6.9%	6.5%	7.7%	6.9%	6.5%	7.2%
化学品	9.1%	10.2%	9.7%	8.8%	11.1%	10.4%	8.8%	9.3%	9.9%
化粧品	7.6%	12.2%	13.9%	16.3%	7.9%	13.8%	15.3%	13.7%	13.0%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3. 新中計「INNOVATION30」

中長期グループ成長シナリオの前半フェーズとの位置づけ

KPI は売上高 700 億円、EBITDA90 億円

(1) 事業拡大と成長投資
～ポートフォリオの転換

新中計「INNOVATION30」は、24 年 7 月発表の 2035 年までに目指す姿を示した「中長期グループ成長シナリオ」の前半フェーズと位置付けられる。なお、「中長期グループ成長シナリオ」における売上高目標は今回、750 億円から 880 億円に上方修正された。

30/12 期 KPI は売上高 700 億円、営業利益 56 億円、EBITDA90 億円、ROE8%、ROIC6%、PBR1.0 倍以上、DOE3%以上となる。基本戦略は (1) 事業拡大と成長投資、(2) 財務・資本戦略の強化、(3) サステナビリティ経営、の 3 点である。既存事業を中心に、これまでにない飛躍的な成長を目指すと同時に、成長投資により EBITDA を増大させる方針である。

事業ポートフォリオの観点からは、化粧品と化学品 EHD 領域の比率を高める計画である。2035 年の目指したい姿 (売上高 880 億年中、化粧品 280 億円、化学品 EHD390 億円) に向け、30/12 期は売上高 700 億年中、化粧品 200 億円、化学品 EHD275 億円を目標とする (図表 6)。

図表 6. 事業ポートフォリオの変化 (売上高 : 億円)

セグメント	25/12 期	30/12 期	35/12 期	
化粧品	152	200	280	
化学品	EHD	179	275	390
	非 EHD	219	225	210
	EHD 比率	45%	55%	65%
その他	7	0	0	
合計	557	700	880	

出所 : ストラテジー・アドバイザーズ作成

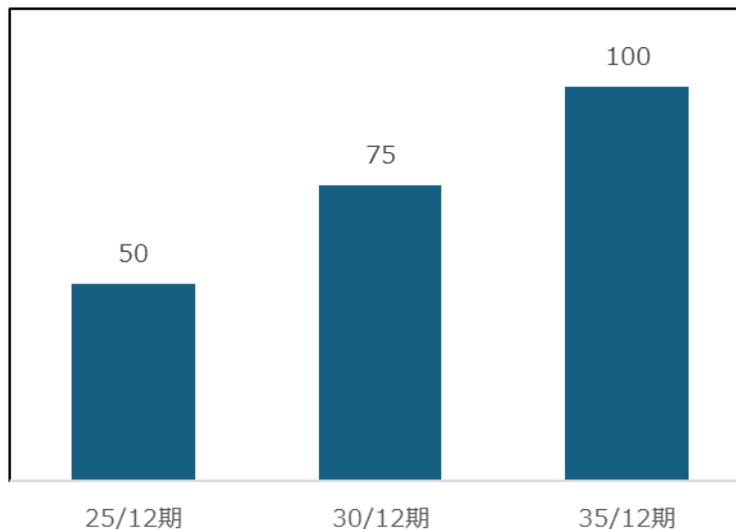
～「化粧品」
: 国内サロンでシェアアップを目指す

「化粧品」では、まず国内サロン事業において、営業員の増員、デジタルプロモーション活用、及び技術力に顧客視点の開発を加えることで、シェア拡大を目指す。同時に市場変化に合わせた価格帯のヘアケア製品に対応し、更に OEM 事業を強化することで、マルチブランド強化を目指す。海外事業では、東南アジア主要国への展開を加速する。なお、27 年稼働予定の新工場「福井スマートファクトリー」は製造キャパシティ 3 倍、自動化により生産性 1.5 倍を見込む。外注バランス最適化により原価低減が可能となるため、コスト競争力の改善が期待される。

～「化学品」
: EHD 製品に集中

「化学品」は、EHD 製品への集中戦略を実行する。繊維分野では E 領域を中心に、環境配慮型製品やリサイクル関連製品の展開を進める方針である。また、南西アジアにおける事業拡大を計画する。非繊維分野ではスペシャリティケミカル企業としての地位を高めるため、技術力と顧客基盤を活用して中長期の開発テーマ拡充を目指す。特に、半導体周辺を中心とした D 領域に注力する。また、EHD 製品の利益率は従来製品比で約 11% 高いため、売上高比率向上 (30/12 期目標 55%) はプロダクトミックス改善を通じてセグメント全体の利益率改善に繋がる。なお、D 領域の売上高は大きく伸ばす計画 (図表 7) である。トップシェアを誇るシリコンエ八用クーラント剤に加え、半導体製造プロセスの川中工程 (磨く、洗う) に向けた高付加価値製品も拡販する。

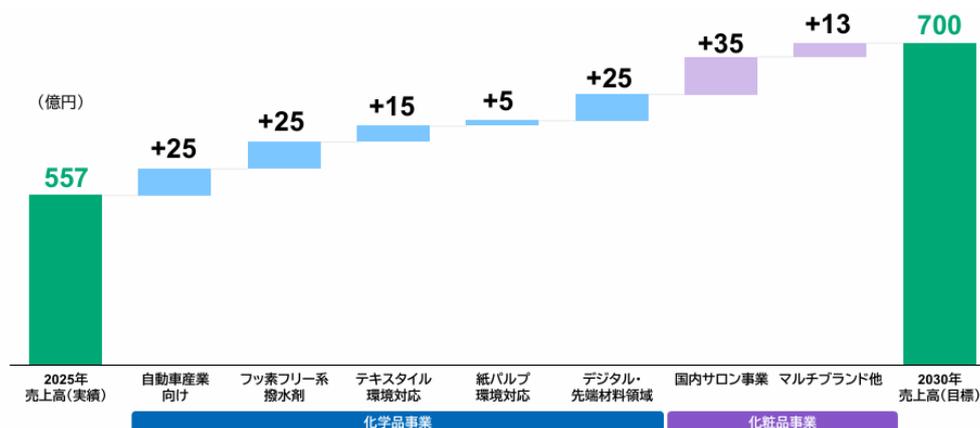
図表 7. 「D 領域」売上高 (億円)



出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

図表 8 に 5 年間で売上高 700 億円を達成するための増収分の内訳を示す。「化学品」は EHD 集中戦略、「化粧品」は国内サロン事業のシェア上昇を見込んでいる。

図表 8. 売上高 700 億円に向けた増収分内訳



出所：会社資料

(2) 財務・資本戦略の強化 ～積極的な成長投資を実施

企業価値向上の指標として PBR1 倍を掲げ、早期実現を目指して取り組みを強化する。まず、キャッシュ創出力の最大化に向けて、積極的な成長投資を実施する。5 年間の主な投資案件は化粧品新工場で約 195 億円（補助金含まず）、バングラデシュ保税倉庫で約 10 億円、新 ERP システムで約 10 億円、定常投資で約 70 億円を計画している。減価償却費の増加により、営業利益の伸び率は鈍化するものの、EBITDA 成長を目指す。なお、中計期間中において、新たな成長投資も継続して検討する。

～キャッシュアロケーション

キャッシュアロケーションについては、5 年累計営業 CF によるキャッシュイン約 250～300 億円に対して、キャッシュアウトは成長投資（化粧品新工場は借り入れによる資金調達）を主体として、株主還元（DOE3% + 累進配当）と借入金返済にバランス良く活用する方針を採る。

(3) サステナビリティ経営

テーマは経営基盤の強化、社員エンゲージメントの向上、及び環境への貢献の3点である。

経営基盤の強化では、新 ERP システム導入や AI の積極活用を通じ、競争力を高める狙いである。社員エンゲージメントの向上では、職場環境の更なる改善を進めることで、グローバルで全社員がワクワク・生き活きと働ける環境を整え、イノベーションを巻き起こせる企業風土を醸成する。環境への貢献では、カーボンニュートラル社会実現に向けた取り組みの継続に加え、同社の保有する“Smart Dyeing Process”、“ネオクロマト加工®”などの事業活動を通じた取り組みを積極的に推進する。

4. バリュエーションと株価見直し

現在の株価水準

日華化学（以下、同社）の株価は、2025年4月のトランプ政権による相互関税発動に対する不透明感から下落し、一時1,200円を割り込む期間もあった。その後は堅調な決算内容を受けて持ち直し、7月以降は反転した。それからは株式市場全体の上昇基調連動し、概ね一貫して上昇基調を続け、2026年に入り1,600円前後のレンジでの推移となっていた。2月13日の決算発表、及び20日開催の説明会における新中計の詳細説明を受けて株価は更に上昇。現在は1,800円前後で推移している。バリュエーションは徐々に切りあがってきたが、依然として低位である状況は改善されていない。ただし、今回の好決算を受け、今後の企業価値向上への期待は着実に高まっていくものと推察される。

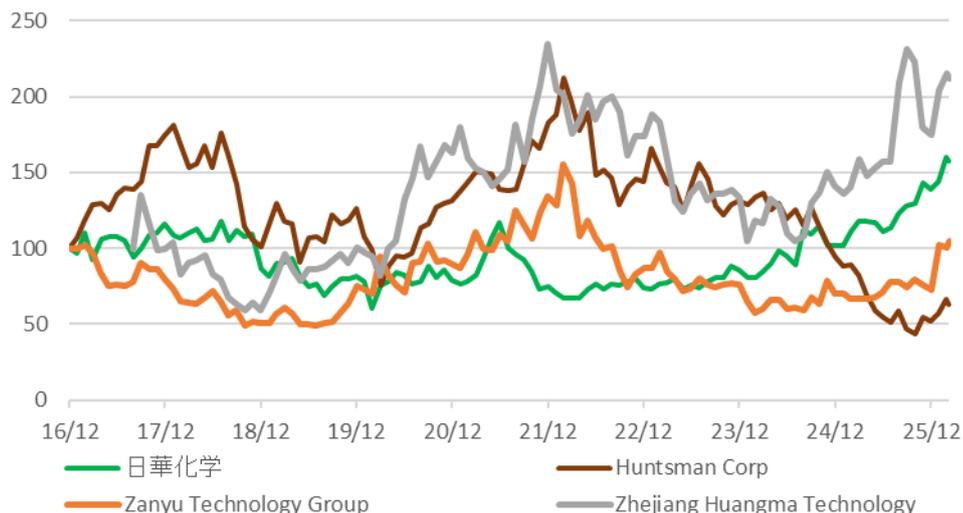
中計施策の着実な実行で、エクイティストーリー実現への確度が上昇

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」としている（[25年7月16日発行イニシャルレポート](#)参照）。今回発表された新中計「INNOVATION30」に掲げる基本戦略は、弊社の考えるエクイティストーリーに概ね合致した内容であると考えられる。よって、新中計の施策を着実に遂行することでエクイティストーリー実現への確度が高まれば、バリュエーション上昇により株価にはアップサイドの余地が生じるだろう。

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17~18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（贛宇科技集団=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製品売上高比率向上、及び化粧品事業規模拡大に伴う業績成長への期待値は十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 9. 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)

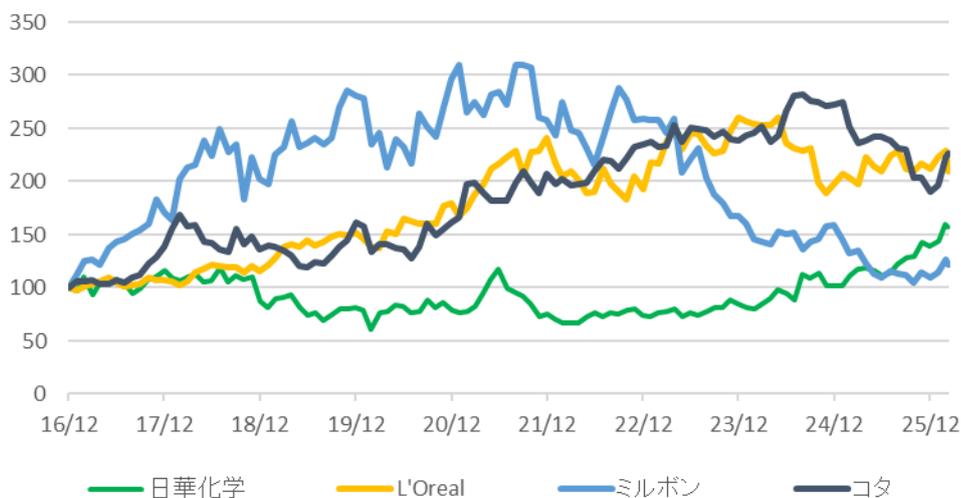


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

プロ向け化粧品企業内での比較

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 18 年までパフォーマンス優勢だったが、最近業績に伸びを欠く。株価も下落基調が続いていたが、26 年に入りやや持ち直している。コタの株価は近年、高い利益成長率を背景に好パフォーマンスを示していたが、25 年は業績の低迷を受け軟調となり、26 年に入りやや持ち直している。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 10. 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、新型コロナウイルス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 8~9 倍のレンジに留まっていたが、足下では水準が切り上がり 10 倍程度となった。

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 には改善の兆候がみられており、現在は 0.8 倍程度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 期では営業外の為替差損等による純利益の減少で 6.9% 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) 6.9% は、グローバル界面活性剤の競合企業との比較では、浙江黄馬科技 = Zhejiang Huangma Technology には劣後するものの、Huntsman や贛宇科技集団 = 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'Oreal、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 0.8 倍は Huntsman と同等であるものの、中国 2 社はともに 1.0 倍を超えているため劣勢である。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 19.9 倍、コタが 27.4 倍と同社を大きく上回る。PBR 比較でも L'Oreal の 5.5 倍を筆頭にコタ 3.3 倍、ミルボン 1.7 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、及び新中計に沿った成長戦略が重要なファクターとなる。

図表 11. 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	ROE	ROIC	EBITDA	自己資本	ネット D/E
			利益率		(投下資本)	マージン	比率	
			%	%	%	%	%	倍
日華化学	4463	25/12	6.9%	6.9	5.1	10.7	47.5	0.19
Huntsman Corp	HUN	25/12	-0.4%	-9.9	-2.7	3.1	39.2	0.54
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	25/12	20.2%	18.0	16.8	23.9	56.5	0.06
ミルボン	4919	25/12	10.7%	7.0	10.3	15.1	84.9	-0.24
コタ	4923	25/3	19.5%	11.7	11.7	23.5	75.3	-0.46
平均			11.1%	7.3	8.0	15.1	61.6	0.08

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 12. 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	時価総額	PER	PBR	EV/	配当利回り	配当性向	ROE
			(3/11)		会社予想	実績	EBITDA	会社予想	会社予想	会社予想
			円	十億円	倍	倍	倍	%	%	%
日華化学	4463	25/12	1,757	31.1	10.0	0.8	6.5	4.0	39.7	6.9
Huntsman Corp	HUN	25/12	1,905	328.0	-	0.8	12.2	-	-	-2.8
Zanyu Technology Group	002637	24/12	337	149.0	16.9	1.9	-	-	-	11.8
Zhejiang Huangma Technology	603181	24/12	396	232.9	-	3.5	-	-	-	-
L'Oreal	OR	25/12	66,558	35,527.5	26.7	5.5	17.6	-	-	20.6
ミルボン	4919	25/12	2,687	86.8	19.9	1.7	8.7	3.3	65.0	8.8
コタ	4923	25/3	1,353	44.6	27.4	3.3	17.5	1.5	40.6	11.5
平均					20.2	2.5	12.5	2.9	48.4	9.4

注：海外企業の株価は 3/10 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

図表 13. 連結損益計算書(百万円)

決算期	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12	26/12 会社予想
売上高	50,188	46,191	41,179	48,474	50,627	50,169	54,099	55,705	58,500
売上原価	33,856	30,990	27,410	32,431	34,456	33,652	34,807	35,507	
売上総利益	16,332	15,201	13,768	16,043	16,171	16,516	19,291	20,197	
売上総利益率	32.5%	32.9%	33.4%	33.1%	31.9%	32.9%	35.7%	36.3%	
販売管理費	14,030	13,805	12,352	13,589	13,543	14,476	15,772	16,350	
営業利益	2,301	1,395	1,416	2,453	2,628	2,039	3,519	3,847	4,200
売上高営業利益率	4.6%	3.0%	3.4%	5.1%	5.2%	4.1%	6.5%	6.9%	7.2%
営業外収益	376	381	535	485	614	635	602	438	
営業外費用	248	442	305	232	110	146	145	436	
経常利益	2,430	1,334	1,645	2,706	3,132	2,528	3,976	3,849	4,050
売上高経常利益率	4.8%	2.9%	4.0%	5.6%	6.2%	5.0%	7.3%	6.9%	6.9%
特別利益	3,904	357	150	816	147	5	4	158	
特別損失	183	89	25	61	11	9	76	7	
税金等調整前当期純利益	6,151	1,602	1,770	3,461	3,269	2,525	3,904	4,000	
法人税等合計	2,377	502	600	738	1,007	648	875	1,303	
(法人税率)	38.6%	31.3%	33.9%	21.3%	30.8%	25.7%	22.4%	32.6%	
当期純利益	3,774	1,099	1,170	2,723	2,262	1,876	3,029	2,697	
非支配株主に帰属する当期純利益	1,315	199	125	127	147	184	274	312	
親会社株主に帰属する当期純利益	2,458	900	1,044	2,595	2,114	1,691	2,754	2,384	2,800
売上高当期純利益率	4.9%	1.9%	2.5%	5.4%	4.2%	3.4%	5.1%	4.3%	4.8%
EPS (円)	156.7	57.3	66.4	164.8	134.1	107.1	174.2	150.3	176.5

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 14. 連結貸借対照表(百万円)

決算期	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12
流動資産	29,947	26,258	25,977	27,562	29,855	31,077	34,221	35,715
現金及び預金	9,234	6,311	7,962	7,659	7,052	8,344	10,726	11,848
売上債権	10,363	9,831	9,026	9,618	10,435	11,029	11,996	11,955
棚卸資産	8,827	8,975	8,025	9,330	11,405	10,875	10,504	11,003
貸倒引当金	-6	-4	-2	0	-1	-10	-13	-13
その他流動資産	1,529	1,145	966	955	964	839	1,008	922
固定資産	26,649	28,795	27,197	26,970	26,266	25,841	28,144	38,336
有形固定資産	23,762	25,208	23,726	23,277	22,411	21,889	24,002	33,635
無形固定資産	468	351	304	298	399	498	510	933
投資その他資産	2,418	3,234	3,166	3,394	3,455	3,452	3,631	3,767
投資有価証券	1,521	1,499	1,457	1,706	1,716	1,771	1,966	2,125
繰延税金資産	262	1,022	951	980	1,022	957	936	791
その他	635	713	758	708	717	724	729	851
資産合計	56,597	55,053	53,175	54,533	56,122	56,918	62,366	74,052
流動負債	20,986	19,184	17,361	16,702	15,987	15,776	17,143	22,983
買入債務	6,548	4,996	5,325	6,619	6,544	5,895	6,181	6,335
有利子負債	9,826	10,315	8,033	5,662	5,168	5,618	5,668	10,670
その他	4,612	3,873	4,003	4,421	4,275	4,263	5,294	5,978
固定負債	12,046	13,455	12,647	10,506	9,742	8,320	8,668	12,713
有利子負債	8,055	9,215	8,267	6,038	5,170	3,652	4,234	7,866
繰延税金負債	0	0	0	0	0	0	15	19
その他	3,991	4,240	4,380	4,468	4,572	4,668	4,419	4,828
純資産	23,565	22,414	23,166	27,323	30,392	32,822	36,553	38,354
株主資本	19,921	20,404	21,271	23,667	25,407	26,566	28,703	30,271
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	2,928	2,928	2,928	2,951	2,951	2,960	3,061
利益剰余金	15,445	16,058	16,909	19,284	21,006	22,145	24,251	25,712
その他の包括利益累計額	213	-223	-251	1,383	2,553	3,567	4,946	4,931
非支配株主持分	3,429	2,233	2,146	2,272	2,432	2,689	2,903	3,152
負債純資産合計	56,597	55,053	53,175	54,533	56,122	56,918	62,366	74,052
有利子負債	17,882	19,530	16,301	11,700	10,338	9,270	9,902	18,536
自己資本比率	35.6%	36.7%	39.5%	45.9%	49.8%	52.9%	54.0%	47.5%
D/E レシオ	0.9	1.0	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3	0.6

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 15. 連結キャッシュ・フロー計算書(百万円)

決算期	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12
営業活動によるキャッシュ・フロー								
税金等調整前当期純利益	6,151	1,602	1,770	3,461	3,269	2,525	3,904	4,000
減価償却費	1,982	2,234	2,768	2,500	2,417	2,269	2,224	2,128
売上債権の増減額	130	570	759	-115	-494	-308	-603	144
棚卸資産の増減額	-1,790	-175	905	-977	-1,732	827	637	-440
仕入債務の増減額	564	-1549	357	998	-279	-808	68	142
その他営業キャッシュ・フロー	-4,311	-1,578	-80	-1,145	-864	-419	-197	-432
合計	2,726	1,104	6,479	4,722	2,317	4,086	6,033	5,542
投資活動によるキャッシュ・フロー								
有形固定資産の取得による支出	-3,948	-3,801	-1,334	-1,443	-1,347	-1,148	-3,626	-11,907
有形固定資産の売却による収入	4,330	64	81	818	69	37	31	143
投資有価証券の取得による支出	-20	-19	-21	-17	-115	-15	-17	-20
投資有価証券の売却による収入	18	13	21	212	2	4	0	35
その他投資キャッシュ・フロー	-1,692	1,604	-296	-564	506	246	-1,525	210
合計	-1,312	-2,139	-1,549	-994	-885	-876	-5,137	-11,539
財務活動によるキャッシュ・フロー								
短期有利子負債の純増減額	-9,785	490	-2,169	-2,118	770	-200	200	5,002
長期有利子負債の純増減額	8,560	1,135	-1,053	-2,458	-2,168	-868	432	3,484
株式発行	3	151	16	21	201	20	0	0
自己株式の取得による支出	0	-131	0	0	-183	0	0	0
配当金の支払額	-690	-1,031	-325	-418	-534	-646	-849	-1,013
その他財務活動キャッシュ・フロー	-16	-843	-95	-51	-48	-46	-111	-89
合計	-1,928	-229	-3,626	-5,024	-1,962	-1,740	-328	7,384
現金及び現金同等物に係る換算差額	-267	-9	-45	479	419	245	335	133
現金及び現金同等物の増加額	-781	-1,274	1,258	-816	-110	1,714	903	1,520
現金及び現金同等物期首残高	7,987	7,206	5,931	7,190	6,373	6,263	7,977	8,881
現金及び現金同等物期末残高	7,206	5,931	7,190	6,373	6,263	7,977	8,881	10,402
フリーキャッシュ・フロー	1,414	-1,035	4,930	3,728	1,432	3,210	896	-5,997

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 16. 主要指標

決算期	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12
EPS (円)	156.7	57.3	66.4	164.8	134.1	107.1	174.2	150.3
BPS (円)	1,283.0	1,283.9	1,335.6	1,589.4	1,771.7	1,906.6	2,125.6	2,211.8
DPS (円)	18.0	16.0	10.0	22.0	30.0	32.0	52.0	60.0
配当性向	11.5%	27.9%	15.1%	13.3%	22.4%	29.9%	29.9%	39.9%
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)	2,016.1	1,991.3	1,972.3	1,948.4	1,928.4	1,905.0	1,879.1	1,794.4
自己株控除株式数 (千株)	15,693.9	15,718.7	15,737.7	15,761.6	15,781.6	15,805.0	15,830.9	15,915.6
期中平均発行済株式数(千株)	15,691.1	15,709.8	15,729.2	15,749.9	15,772.8	15,795.2	15,817.6	15,866.6
自己資本比率	35.6%	36.7%	39.5%	45.9%	49.8%	52.9%	54.0%	47.5%
有利子負債残高 (百万円)	17,882	19,530	16,301	11,700	10,338	9,270	9,902	18,536
ネット有利子負債残高(百万円)	8,648	13,219	8,339	4,041	3,286	926	-824	6,688
D/Eレシオ	0.90	0.96	0.77	0.49	0.41	0.35	0.34	0.61
ネット D/Eレシオ	0.43	0.66	0.40	0.16	0.12	0.03	-0.02	0.19
売上高営業利益率	4.6%	3.0%	3.4%	5.1%	5.2%	4.1%	6.5%	6.9%
EBITDA (百万円)	4,292	3,635	4,187	4,953	5,045	4,308	5,743	5,975
EBITDA マージン	8.6%	7.9%	10.2%	10.2%	10.0%	8.6%	10.6%	10.7%
ROE	12.6%	4.5%	5.1%	11.3%	8.0%	5.8%	8.6%	6.9%
ROIC (投下資本)	-0.2%	2.1%	2.0%	4.4%	4.1%	3.4%	6.0%	4.9%
従業員数 (人)	1,479	1,496	1,500	1,454	1,472	1,500	1,531	1,576

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があります。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、頒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