



Q1 決算：売上高、営業利益とも四半期ベースで過去最高を更新、「化学品」の収益が向上

日華化学（以下、同社）の26/12期Q1決算（1-3月）は、売上高が前年同期比（YoY）13.8%増の150.1億円、営業利益が同35.4%増の11.5億円となり、増収増益だった。売上高・営業利益とも四半期ベース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25.7%、営業利益で27.6%となり、想定を上回って推移している。ホルムズ海峡封鎖に伴う中東情勢の緊迫化の影響は3月末時点で現れておらず、Q1はひとまず順調な滑り出しであったと総括されよう。

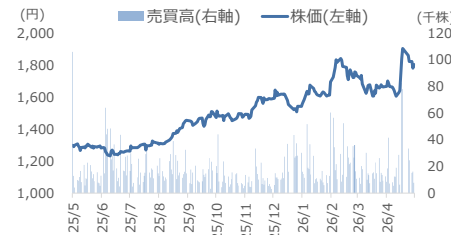
「化学品」は、繊維化学品にて昨年8月以降の回復が継続している。注力するEHD製品（E=環境、H=健康・衛生、D=デジタル、先端材料）のQ1売上高比率は45.4%と前年度Q1に対して0.2%pt上昇し、プロダクトミックスの改善も進展。営業利益率は13.0%まで上昇した。「化粧品」は、国内ODM事業が堅調に推移した。

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EHD製品売上高比率を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である。「化粧品」は、国内における主カブランドの骨太化等により業績拡大を狙う。今後は、ナフサ価格上昇に伴う原料価格高騰に対して、タイムリーな価格是正の実施が計画達成に向けたポイントとなる。

同社は2月14日に新中計「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）を公表し、2月20日に中計の内容について詳細な説明を行った。「化学品」ではEHD製品の売上高比率向上（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が課題である。原料価格高騰への対応が喫緊の課題となる一方、中計達成に向けた各種施策についても歩みを止めず、着実に前へ進めることが期待される。

26/12期会社予想ベースのPERは10.2倍、25/12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地位が向上すると考える。結果として、株価には更なる上昇余地が生まれよう。

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(5/13)	1,803
52週高値(26/5/1)	1,903
52週安値(25/6/23)	1,232
上場来高値(26/5/1)	1,903
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)	31.9
EV(十億円)	41.8
自己資本比率(25/12、%)	47.5
ROE(25/12、%)	6.9
PER(26/12 会予、倍)	10.2
PBR(25/12 実績、倍)	0.8
配当利回り(26/12 会予、%)	3.9

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)
25/12 Q1	13,195	7.9	856	45.6	804	5.0	292	-8.0	18.5	-
26/12 Q1	15,017	13.8	1,159	35.4	1,176	46.2	919	214.0	57.8	-
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. 26/12 期 Q1 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. 26/12 期 Q1 決算の概要

**26/12 期 Q1 実績は
YoY13.8%増収、35.4%増益**

同社が4月30日に発表した26/12期Q1決算は、売上高がYoY13.8%増の150.1億円、営業利益が同35.4%増の11.5億円となり、増収増益だった。3ヶ月の平均為替レートは1ドル156.49円。セグメント別で見れば、「化学品」がYoY18.5%増収、同39.0%増益と全体を牽引した。EHD製品の売上高比率上昇などが貢献した。「化粧品」はYoY0.4%減収、同28.5%減益となったが、ODM事業が堅調に推移した。経常利益は営業利益の増加分に加え、期末日レートが円安に動いたことに伴うプラス要因もあり、YoY46.2%の増益であった。また、親会社に帰属する四半期純利益は税金費用の減少等により、YoY214.0%の大幅増益となっている。

Q1 (3ヶ月) ~QoQ 増収増益

Q4対比(QoQ)では売上高が3.7%増、営業利益は22.5%増となり、増収増益であった。セグメント別QoQでは、「化学品」が需要の回復に伴い大きな増収増益となった。「化粧品」は例年Q4がハイシーズンとなるため、季節性もあり減収減益であった。

**26/12 期予想は売上高 585 億円、
営業利益 42 億円を維持**

同社の26/12期通期予想は、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。売上高、営業利益とも過去最高を更新する予想となっている。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%)。予想に対する進捗率は、売上高で25.7%、営業利益で27.6%となり、Q1業績は想定を上回って推移しているといえよう。

**米ケマーズ社のフッ素フリー系撥水剤
事業を譲受**

3月、同社は米国グローバル化学企業であるケマーズ社のフッ素フリー系撥水剤「Zelan™」事業の譲受に関する契約を締結した。26年8月には事業の完全移管を行う予定である。3月から連結対象となっており、Q1業績には僅かながらプラス効果が発現している。「Zelan™」は2015年に開発され、植物由来原料を一部用いるフッ素フリー系でありながら、フッ素系撥水剤と同等レベルの耐久性能と高い撥水性能を実現している。現在、ケマーズ社の「Zelan™」事業の中のTeflon EcoElite™は、アウトドア衣料やスポーツウェアを中心に欧米で広く採用されている。日華化学の既存のフッ素フリー系撥水剤は国内及び東アジア等に強みを持っており、「Zelan™」を加えることで製品ラインアップが拡充され、顧客層の拡大によって更なるシェア向上が期待される。

**福井スマートファクトリーの建設は予
定通り進捗**

「化粧品」の新工場となる「福井スマートファクトリー」の建設は、2027年の本格稼働に向けて予定通り進捗している。外壁・外壁建具・屋根の各工事が既に完了し、現在は天井内設備、電気工事、プラント配管工事を行っている。総投資額は約195億円を見込んでおり、25年12月にはシンジケートローン契約(総額140億円)に基づき、30億円の借入れを実施している。なお、工場機能移行時に備え8月末までに6ヶ月分の製品在庫を確保する計画で進めており、現在の進捗率は85%(約5ヶ月分:戦略・アドバイザーズ推定)となっている。

図表 1. 26/12 期 Q1 決算の要約

(百万円)	25/12 Q1	26/12 Q1	前年同期比	進捗率	26/12 会社予想
売上高	13,195	15,017	13.8%	25.7%	58,500
売上原価	8,413	9,626	14.4%	-	-
売上総利益	4,782	5,391	12.7%	-	-
(売上総利益率)	36.2%	35.9%	-	-	-
販売費及び一般管理費	3,926	4,231	7.8%	-	-
営業利益	856	1,159	35.4%	27.6%	4,200
(売上高営業利益率)	6.5%	7.7%	-	-	7.2%
営業外収益	70	87	24.3%	-	-
営業外費用	122	70	-42.6%	-	-
経常利益	804	1,176	46.2%	29.0%	4,050
(売上高経常利益率)	6.1%	7.8%	-	-	6.9%
特別利益	0	16	-	-	-
特別損失	1	1	0.0%	-	-
税金等調整前当期純利益	803	1,191	48.3%	-	-
法人税等	425	162	-61.9%	-	-
(実効税率)	52.9%	13.6%	-	-	-
当期純利益	378	1,029	172.2%	-	-
非支配株主に帰属する当期純利益	85	109	28.2%	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	292	919	214.0%	32.8%	2,800
(売上高純利益率)	2.2%	6.1%	-	-	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. 26/12 期 Q1 決算の要約(セグメント別)

	25/12 Q1	26/12 Q1	前年同期比	進捗率	26/12 会社予想
売上高	13,195	15,017	13.8%	25.7%	58,500
化学品事業	9,730	11,530	18.5%	27.6%	41,800
化粧品事業	3,300	3,287	-0.4%	20.8%	15,800
その他	163	199	22.2%	22.1%	900
営業利益	856	1,159	35.4%	27.6%	4,200
化学品事業	1,078	1,499	39.0%	36.1%	4,150
化粧品事業	262	187	-28.5%	9.1%	2,050
その他	8	-20	-	-	100
消去等	-493	-506	-	-	-2,100
(営業利益率)	6.5%	7.7%	-	-	7.2%
化学品事業	11.1%	13.0%	-	-	9.9%
化粧品事業	7.9%	5.7%	-	-	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

図表 3. 26/12 期 Q1 決算の要約(四半期)

(百万円)	24/12				25/12				26/12
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
売上高	12,228	13,816	13,432	14,623	13,195	13,985	14,037	14,488	15,017
売上原価	7,959	8,788	8,610	9,450	8,413	8,887	9,047	9,160	9,626
売上総利益	4,268	5,028	4,823	5,172	4,782	5,097	4,991	5,327	5,391
(売上総利益率)	34.9%	36.4%	35.9%	35.4%	36.2%	36.4%	35.6%	36.8%	35.9%
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	4,231
営業利益	588	1,038	882	1,011	856	1,079	966	946	1,159
(売上高営業利益率)	4.8%	7.5%	6.6%	6.9%	6.5%	7.7%	6.9%	6.5%	7.7%
営業外収益	192	220	-30	220	70	85	104	179	87
営業外費用	14	17	20	94	122	217	62	35	70
経常利益	766	1,241	832	1,137	804	948	1,007	1,090	1,176
(売上高経常利益率)	6.3%	9.0%	6.2%	7.8%	6.1%	6.8%	7.2%	7.5%	7.8%
特別利益	0	1	1	2	0	135	0	23	16
特別損失	0	1	3	72	1	2	0	4	1
税金等調整前当期純利益	766	1,241	830	1,067	803	1,081	1,006	1,110	1,191
法人税等	376	268	125	106	425	301	298	279	162
(実効税率)	49.1%	21.6%	15.1%	9.9%	52.9%	27.8%	29.6%	25.1%	13.6%
当期純利益	390	972	705	962	378	780	708	831	1,029
非支配株主に帰属する四半期純利益	71	74	74	55	85	76	92	59	109
親会社株主に帰属する四半期純利益	318	899	631	906	292	705	616	771	919
(売上高純利益率)	2.6%	6.5%	4.7%	6.2%	2.2%	5.0%	4.4%	5.3%	6.1%

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 YoY39.0% 増の 14.9 億円

「化学品」の Q1 実績は、売上高が YoY18.5%増の 115.3 億円、セグメント営業利益が同 39.0%増の 14.9 億円となった。EHD 製品の売上高比率は 45.4% (YoY0.2%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 (YoY3.8 億円プラス) を除き、YoY14.0 億円増であった。この 14.0 億円増を地域別に分解すると、全てプラス側となり日本 0.1 億円、中国 7.1 億円、韓国 5.7 億円、その他地域で 0.9 億円となる。その他地域ではインド、バングラデシュの増加が貢献した。セグメント営業利益は増収効果等に加え、為替変動に伴うプラス要因も発生し、YoY 増益となった。

繊維化学品分野の状況 ~EHD 関連製品が増加

繊維化学品分野は、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) などの EHD 関連製品が引き続き増加した。また、中国の大手繊維加工顧客の加工場が好調な稼働を続けた。一方でその他アジアでは、インドビジネスが成長していることに加え、バングラデシュ・インドネシア等も含めて全般に回復傾向となっている。なお、顧客は Q1 の段階で、ホルムズ海峡封鎖に伴う同社製品の先行手配は掛けておらず、一時的なプラス要因は発生していないとみられる。

電子材料関連分野の状況 ~グローバルに新規ビジネスが増加

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エハ加工用クーラント剤（大智化学）の需要が回復途上となっている。また、グローバル（特に中国）で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 ~金属加工用洗浄剤が伸長

機能化学分野では、金属加工用洗浄剤がグローバル（特に中国）で伸長している。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。

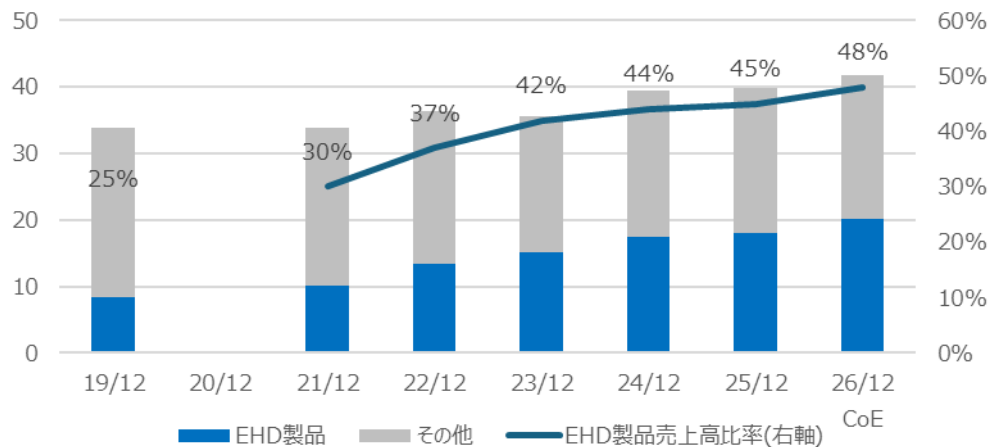
EHD 製品は“D”領域に注力、地域別ではバングラデシュが好調

セグメント全体では、前年度に米国関税政策の影響でグローバル繊維産業が低迷した状況からは、需要の回復傾向がみられる。EHD 製品の売上高伸び率は YoY11%と好調であった。注力する“D”領域では、中国・台湾・韓国を中心にグローバル展開を推進中である。新規ビジネスの獲得に関しては電子材料分野における半導体の川中工程（磨く、洗う）、新規エリアの取り組みに関してはインドの繊維加工薬剤が伸びており、今後の期待される。

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、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、Q1 における EHD 製品の利益率は従来製品比で+15%となり、25/12 期実績の約+11.9%に対して拡大する傾向がみられる。EHD 製品の売上高比率の引き上げは、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。一方、今後のリスクとして、ホルムズ海峡封鎖に伴う原料調達、並びに市場環境の変化を同社は挙げており、今後の動向を注視したい。

図表 4. EHD 製品の売上高比率の推移（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 YoY0.7 億円減の 1.8 億円

「化粧品」の Q1 実績は、売上高が YoY0.4%減の 32.8 億円、セグメント営業利益が同 0.7 億円減の 1.8 億円となった。なお、為替変動が売上高に与えたプラス影響は YoY0.1 億円であった。売上高は、デモコリアが韓国経済減速の影響を受けたが、国内 ODM 事業（山田製薬）が伸長し、全体では概ね YoY 横ばいで推移した。一方、セグメント営業利益は今後の事業拡大を見据えた人件費増加によるマイナス影響等により、YoY で減益となった。

国内サロン事業：美容サロン来店客数減少が響く

国内サロン事業は、物価高等による美容サロン来店客数減少の継続が響いたが、全体としては健闘した。一方、注力商品「FLOWDIA MORE」の販売は堅調だった。また、ヘアカラー「トイロクシオン」のプリーチレスライン 32 品は 6 月発売開始に向け予定通り準備を進めている。

国内 ODM 事業：堅調に推移

国内 ODM 事業を手掛ける山田製薬は、新規顧客向けの一部期ズレに伴うマイナスがあったものの、既存大口顧客向けの売上げがあり、全体では増収となった。

デミコリア：韓国オリジナルヘアケア剤が健闘

韓国（デミコリア）は国内経済停滞の影響が継続した。なお、ヘアケア剤は YoY6%減収となったが、そのうち韓国オリジナルヘアケア剤は海外輸出を開始したこともあり同 29%増と健闘した。

施策の進捗状況

同社は現在、新卒も含めて営業人員を増員し、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である。戦略的コスト増加を通じて、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。また、4月には Web にて「DEMI EDUCATION BASE」を立ち上げ、美容サロンの新人スタッフの育成支援の充実を図った。

図表 5. セグメント別推移（四半期）

(百万円)	24/12				25/12				26/12	26/12 会社予想 通期
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	
売上高	12,228	13,816	13,432	14,623	13,195	13,985	14,037	14,488	15,017	58,500
化学品	9,043	10,143	9,897	10,295	9,730	9,872	9,873	10,419	11,530	41,800
化粧品	3,130	3,577	3,450	4,114	3,300	4,037	4,007	3,915	3,287	15,800
その他	53	97	85	214	163	77	157	153	199	900
営業利益	588	1,038	882	1,011	856	1,079	966	946	1,159	4,200
化学品	821	1,035	957	911	1,078	1,028	873	969	1,499	4,150
化粧品	239	436	478	669	262	556	612	536	187	2,050
その他	-4	-5	4	63	8	31	11	40	-20	100
消去等	-467	-428	-557	-633	-493	-535	-530	-600	-506	-2,100
営業利益率	4.8%	7.5%	6.6%	6.9%	6.5%	7.7%	6.9%	6.5%	7.7%	7.2%
化学品	9.1%	10.2%	9.7%	8.8%	11.1%	10.4%	8.8%	9.3%	13.0%	9.9%
化粧品	7.6%	12.2%	13.9%	16.3%	7.9%	13.8%	15.3%	13.7%	5.7%	13.0%

出所：会社資料より戦略ジャーナル・アドバイザーズ作成

3. 業績見通し、及び今後の注目点

会社予想を維持、Q2 以降の事業環境には不透明感も

26/12 期会社予想（売上高 585 億円、営業利益 42 億円、経常利益 40.5 億円、親会社に帰属する当期純利益 28 億円）に対して、Q1 実績は想定をやや上回って推移している。26/12 期の年間配当予想は 70 円（DOE3.0%）を維持した。一方、ホルムズ海峡封鎖など中東情勢の緊迫化に伴い、Q2（4-6 月）以降の事業環境には不透明感が増している。ただし仮にマイナス要素が発生しても、ケマーズ社の「Zelan™」事業譲受が会社予想に織り込まれていないプラス要素として、それを相殺する方向に働くと考えられる。

予想達成に向けた着眼点 4 点

会社予想達成の可否を考える上での着眼点として（1）原料調達、（2）価格是正、（3）サプライチェーン、（4）需要動向、の 4 点を挙げる。

（1）原料調達

国産ナフサ価格は Q1 予想ベースで 66,000 円/KL、Q2 予想ベースで 112,800 円/KL となっている（データは国内業界における基準値）。同社はナフサ由来の様々な原料を調達しており、原料価格高騰のペースは必ずしも国産ナフサ価格と連動するわけではない。同社の原料在庫は 3~4 ヶ月を保有しており、現時点で Q2 までは手配済である。現在、顧客からは製品の供給継続が最優先との要求を受けている。なお、同社は 2 月発表の新中計「INNOVATION30」の

中で戦略的調達によるコストダウンを掲げている。ここでは中国拠点を活用した原料調達を進めてきたことが、相対的にプラス作用すると考えられる。

(2) 価格是正

原料価格高騰を受け、同社は5月中旬より顧客に対する価格是正を実施する予定である。顧客における価格是正前の先行調達の動きはQ1段階ではみられていないが、4～5月に顕在化することは充分考えられる。原料高騰に伴う原価上昇分を価格に転嫁できれば、会社予想に沿った限界利益を創出できるだろう。現在、顧客は前述のように製品の供給継続を最優先としており、価格是正が適切に実施できる可能性は充分にあるとみられる。

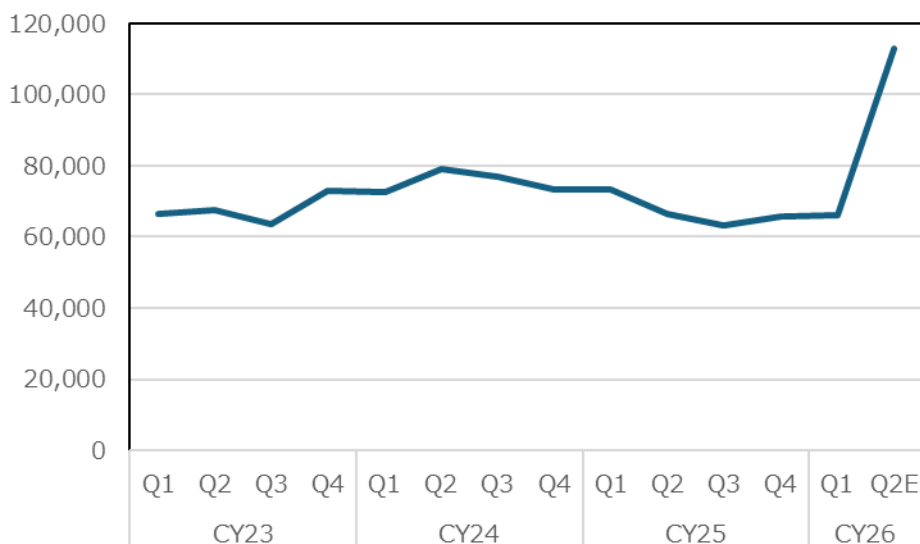
(3) サプライチェーン

同社の製品は繊維産業のみならず、半導体をはじめとする電子産業や、自動車、紙パルプ、クリーニング、医療など様々な産業で使用されている。各産業分野にて、顧客が保有するサプライチェーンが寸断され、生産活動が停滞する可能性がある。よって、同社のサプライチェーンのみならず、同社顧客のサプライチェーンの状況も今後は注視する必要がある。

(4) 需要動向

更に中東情勢の緊迫化はスタグフレーション（景気悪化の中の物価上昇）を招き、グローバルに需要自体の低迷を招くかもしれない。同社は新中計「INNOVATION30」の中で、「化学品」ではEHD集中戦略（特に「D」領域）やグローバル展開、「化粧品」では新工場稼働に伴うシェア拡大の方針を掲げている。こうしたマクロ経済に連動しない成長戦略を着実に進めることが、需要変動への対策の王道となる。

図表 6. 国産ナフサ価格推移 (円/トン)



注：CY26Q1とQ2Eは業界予測標準値。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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。その後は堅調な業績推移を受けて、概ね一貫して上昇を続けた。2026年に入っても上昇基調が継続し、2月発表の新中計の詳細説明を受けて株価は更に上昇し、2月24日にはザラ場で1,865円の当時年初来高値を付けた。その後は中東情勢悪化に伴うマクロ経済の不透明感が台頭し、株価は下落基調となったが、4月30日発表のQ1決算の好調を受けて反転。5月1日にはザラ場で東証上場来高値となる1,921円を付けた。現在は1,800～1,900円のレンジで推移している。バリュエーシ

ンは徐々に切り上がってきたが、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 Q1 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。

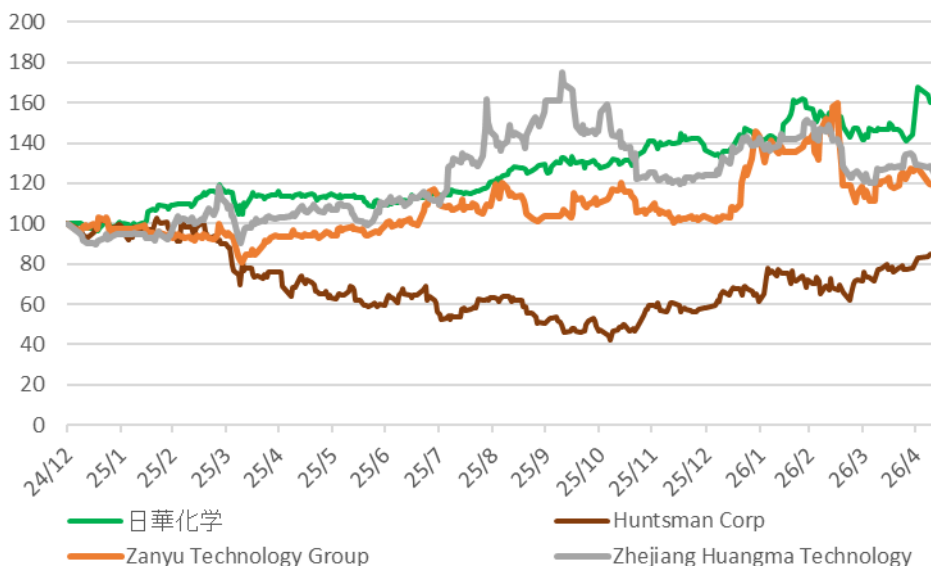
中計施策の着実な実行で、エクイティストーリー実現への確度が上昇

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日発行インシャルレポート参照）。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更なる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、24/12~25/12 期は営業赤字とな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 2 社で類似した動きとなっている。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、及び化粧品の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 7. 日華化学とグローバル界面活性剤企業の株価比較(2024 年 12 月末=100)

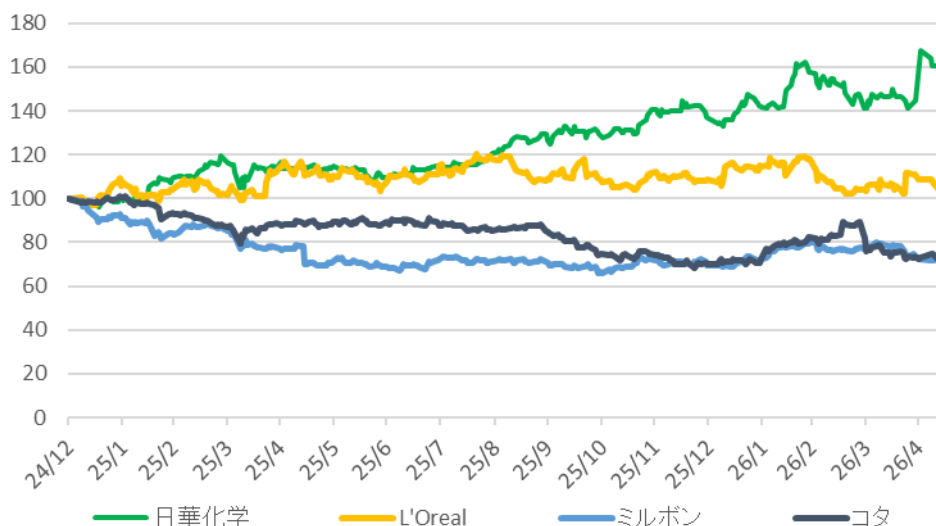


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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、安定した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ものの、最近業績に伸びを欠く。株価も下落基調が続いており、26 年に入っても回復の兆しが感じられない。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 年に入っても低調な状態が続いている。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。26/12 期 Q1 好決算を受け、相対パフォーマンスの好調は顕在化してきた。

図表 8. 日華化学とプロ向け化粧品企業の株価比較(2024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 8~9 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 10~11 倍程度となっている。

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 (25/12 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、コタの後塵を拝しており、ミルボンと同等である。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 (25/12 期実績ベース)。

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 よりやや低く、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 18.5 倍、コタが 23.4 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 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 9. 競合企業との収益性比較

会社名	コード	決算期	売上高	ROE	ROIC	EBITDA	自己資本	ネット D/E
			営業利益率	%	(投下資本)	マージン	比率	レシオ
			%	%	%	%	%	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	0.58
Zanyu Technology Group	002637	25/12	3.8%	4.9	3.8	5.0	43.9	0.58
Zhejiang Huangma Technology	603181	25/12	17.8%	13.3	11.6	26.0	79.8	-0.02
L'Oreal	OR	25/12	20.2%	18.0	14.3	23.9	56.5	0.06
ミルボン	4919	25/12	10.7%	7.0	8.5	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			11.2%	7.4	7.5	15.3	61.0	0.10

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 10. 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
			(5/13)		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	1,803	31.9	10.2	0.8	6.6	3.9	39.7	6.9
Huntsman Corp	HUN	25/12	2,264	390.8	-	0.8	11.2	-	-	-1.3
Zanyu Technology Group	002637	25/12	298	129.8	14.2	1.6	-	-	-	11.3
Zhejiang Huangma Technology	603181	25/12	333	196.1	-	2.5	-	-	-	-
L'Oreal	OR	25/12	66,466	35,478.5	26.3	5.5	17.3	-	-	20.9
ミルボン	4919	25/12	2,508	81.0	18.5	1.6	8.0	3.5	65.0	8.8
コタ	4923	25/3	1,155	38.0	23.4	2.9	14.6	1.7	40.6	11.5
平均					18.5	2.2	11.5	3.0	48.4	9.7

注：海外企業の株価は 5/12 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 11. 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 12. 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 13. 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 14. 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