

“界面カガク”を追求し、福井から世界へ展開  
～EHD 製品と化粧品で成長フェーズへ

日華化学（以下、同社）は 1941 年福井で創業。主に界面活性剤を手掛け、国内繊維産業とともに成長してきた。強靱な技術者スピリットを背景に基礎研究（Science＝科学）を重視し、顧客の生産現場における「困りごと」を解決する多くの薬剤（Chemical＝化学）を市場に供給。こうした“界面カガク（科学と化学）”に真摯に向き合う姿勢が結実し、同社は現在、成長フェーズへ移行中。「化学品」においては付加価値の高い EHD 製品群（E：環境／H：健康・衛生／D：デジタル・先端材料）の売上構成比が上昇してきた。「化粧品」では積極投資による事業規模の拡大期が目前に迫っている。

上期決算（1-6 月）は、売上高が前年同期比（YoY）14.1%増の 310.1 億円、営業利益が同 37.1%増の 26.5 億円となった。売上高・営業利益とも上期ベースで過去最高を記録した。「化学品」は EHD 製品が好調に推移したことに加え、主力の繊維化学品において中国の需要が伸び、全体を牽引した。注力する EHD 製品の売上高比率は 48.1%と前年同期に対して 2.9%pt 上昇し、セグメント営業利益率は 13.4%まで改善した。「化粧品」は YoY 減収減益であったが、代理店から国内サロンへの販売は堅調であった。

26/12 期会社予想は売上高が 55 億円増額の 640 億円、営業利益が 12 億円増額の 54 億円に上方修正された。為替前提 1 ドル 158 円。「化学品」では原材料等のコスト高騰とそれに伴う価格改定を反映し、更に「Zelan™」事業譲受のプラス効果を織り込んだ。

同社は本年 2 月に新中計「INNOVATION30」の数値目標（30/12 期の売上高 700 億円、営業利益 56 億円、EBITDA90 億円、ROE8%、ROIC6%等）を公表した。「化学品」では EHD 製品の売上高比率向上（目標 55%）、「化粧品」では新工場稼働に伴う能力増強を背景としたシェアアップを目指す。26/12 期はコスト高騰という喫緊の課題への対応を進める一方、各種施策についても着実に実行し、好決算に繋げている。

株価は現在 2,000 円前後まで上昇したが、26/12 期会社予想ベース PER は 8.4 倍、25/12 期実績ベース PBR は 0.9 倍と、依然低位に留まる。弊社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」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。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(9/24)           | 2,001 |
| 52週高値(26/8/6)      | 2,106 |
| 52週安値(25/10/1)     | 1,417 |
| 上場来高値(26/8/6)      | 2,106 |
| 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)          | 35.4  |
| EV (十億円)           | 45.3  |
| 自己資本比率(25/12、%)    | 47.5  |
| ROE (25/12、%)      | 6.9   |
| PER (26/12 会予、倍)   | 8.4   |
| PBR (25/12 実績、倍)   | 0.9   |
| 配当利回り (26/12 会予、%) | 3.5   |

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<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | EPS<br>(円) | DPS<br>(円) |
|-------------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|
| 25/12 H1    | 27,180       | 4.4        | 1,935         | 19.0       | 1,752         | -12.7      | 997          | -18.1      | 62.9       | 30.0       |
| 26/12 H1    | 31,008       | 14.1       | 2,653         | 37.1       | 2,708         | 54.6       | 1,946        | 95.2       | 122.3      | 35.0       |
| 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 旧会社予想 | 58,500       | 5.0        | 4,200         | 9.2        | 4,050         | 5.2        | 2,800        | 17.4       | 176.5      | 70.0       |
| 26/12 新会社予想 | 64,000       | 14.9       | 5,400         | 40.4       | 5,400         | 40.3       | 3,800        | 59.4       | 238.7      | 70.0       |

注：純利益は、親会社株主に帰属する当期純利益。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 期上期、及び Q2 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.....            | 9  |
| 5. エクイティストーリー.....                | 17 |
| 【イニシエーション・アップデート】.....            | 19 |
| 6. 概要（事業の概況・沿革・社長プロフィール）.....     | 19 |
| 1) 沿革.....                        | 21 |
| 2) 社長プロフィール.....                  | 26 |
| 7. 企業 DNA と模倣困難性.....             | 28 |
| 1) ポジショニング理論.....                 | 28 |
| 2) 企業 DNA.....                    | 28 |
| 3) 模倣困難性.....                     | 29 |
| 8. 事業モデル ～「界面カガク」を多用途に展開.....     | 30 |
| 1) コア技術は繊維産業で培われた.....            | 31 |
| 2) 生産拠点と研究開発拠点.....               | 33 |
| 9. セグメント別の業績推移.....               | 35 |
| 1) 化学品.....                       | 35 |
| 2) 化粧品.....                       | 37 |
| 10. 中期経営計画「INNOVATION30」.....     | 40 |
| 1) 「INNOVATION30」の数値目標.....       | 40 |
| 2) 「化学品」の戦略：EHD シフト推進の背景.....     | 43 |
| 3) 「化粧品」の戦略：営業力強化と新工場立ち上げ.....    | 46 |
| 11. リスク要因.....                    | 48 |
| 12. サステナビリティ経営の推進.....            | 48 |
| 1) コーポレートガバナンス体制（25/12 期末時点）..... | 48 |
| 2) 株主構成.....                      | 49 |
| 3) サステナビリティ体制.....                | 50 |
| 4) 気候変動対応.....                    | 51 |

## 1. 26/12 期上期、及び Q2 決算の概要

### 26/12 期上期実績は YoY14.1%増収、37.1%増益

同社が7月31日に発表した26/12期上期決算は、売上高がYoY14.1%増の310.1億円、営業利益が同37.1%増の26.5億円となり、ともに上期として過去最高だった。6ヶ月の平均為替レートは1ドル158.31円。セグメント別でみれば、「化学品」がYoY21.8%増収、同51.5%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YoY8.6%減収、同38.1%減益となったが、国内主力代理店における在庫調整が影響した。経常利益は営業利益の増加分に加え、期末日為替レートが円安に動いたことに伴うプラス要因もあり、YoY54.6%の増益であった。また、親会社株主に帰属する中間純利益は税金費用の減少等により、YoY95.2%の大幅増益となっている。

### Q2 (3ヶ月) ~QoQ 増収増益

Q2 (3ヶ月) では、売上高がYoY14.3%増の159.9億円、営業利益は同38.5%増の14.9億円であった。なお、Q1 対比 (QoQ) では売上高が6.5%増、営業利益は28.9%増となり、増収かつ大幅増益となった。セグメント別 QoQ では、「化学品」、「化粧品」ともに増収増益となった。「化学品」では、3月より米国グローバル化学企業であるケマーズ社から譲受したフッ素フリー系撥水剤「Zelan™」事業が Q2 ではフル寄与したことも大きい。

### 26/12 期予想は売上高 640 億円、営業利益 54 億円に上方修正

同社は好調な上期業績、及び下期見通しを踏まえ、26/12期通期会社予想を上方修正。売上高は55億円増額となる640億円、営業利益は12億円増額となる54億円、経常利益は13.5億円増額となる54億円、親会社株主に帰属する当期純利益は10億円増額となる38億円と新たに示された。為替レート前提は1ドル150円から158円（上期実績158.31円→下期前提157.69円）に見直した。1株当たり配当予想は26/12期は前年度比10円増配となる70円（DOE3.0%）を維持した。予想には、中東情勢緊迫化に伴う原材料価格高騰の影響、及びそれに伴う価格正効果に関して現時点で把握可能なものを織り込んだことに加え、26年3月に譲受したフッ素フリー系撥水剤「Zelan™」事業の貢献を考慮している（詳細は第10章を参照）。

### 「化粧品」は下期に挽回する計画

なお、「化粧品」では通期計画を達成するために、上期にやや不振であった業績を下期で挽回する必要がある。上期はYoY減収減益となったが、前年同期にODM製品が新規品獲得効果で好調であった反動、及び国内主力代理店の在庫調整等が影響していた。下期は、こうした一時的要因は概ね払拭されることに加え、新製品投入効果や営業部門強化による販売促進の効果が発現し、再びYoY増収増益ペースに戻る見込みである。

### 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5月21日竣工に向けて予定通り進捗している。建屋外壁・屋上設備の設置が完了し、8月時点ではエントランス、各フロア内装、ユーティリティ設備の工事を行っている。加えて、危険物倉庫、排水処理施設を建設中である。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、30億円の借り入れを実施済である。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、8月末時点の進捗率は100%（6ヶ月分）となった。

図表 1. 26/12 期 H1 決算の要約

| (百万円)                | 25/12         |               |               | 26/12         |              |              |               |               |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
|                      | 上期            | 下期            | 通期            | 上期            | 前年<br>同期比    | 進捗率          | 通期<br>旧予想     | 通期<br>新予想     |
| <b>売上高</b>           | <b>27,180</b> | <b>28,525</b> | <b>55,705</b> | <b>31,008</b> | <b>14.1%</b> | <b>48.5%</b> | <b>58,500</b> | <b>64,000</b> |
| 売上原価                 | 17,300        | 18,207        | 35,507        | 19,495        | 12.7%        | -            | -             | -             |
| 売上総利益                | 9,879         | 10,318        | 20,197        | 11,512        | 16.5%        | -            | -             | -             |
| (売上総利益率)             | 36.3%         | 36.2%         | 36.3%         | 37.1%         | -            | -            | -             | -             |
| 販売費及び一般管理費           | 7,943         | 8,407         | 16,350        | 8,859         | 11.5%        | -            | -             | -             |
| <b>営業利益</b>          | <b>1,935</b>  | <b>1,912</b>  | <b>3,847</b>  | <b>2,653</b>  | <b>37.1%</b> | <b>49.1%</b> | <b>4,200</b>  | <b>5,400</b>  |
| (売上高営業利益率)           | 7.1%          | 6.7%          | 6.9%          | 8.6%          | -            | -            | 7.2%          | 8.4%          |
| 営業外収益                | 155           | 283           | 438           | 201           | 29.7%        | -            | -             | -             |
| 営業外費用                | 339           | 97            | 436           | 146           | -56.9%       | -            | -             | -             |
| <b>経常利益</b>          | <b>1,752</b>  | <b>2,097</b>  | <b>3,849</b>  | <b>2,708</b>  | <b>54.6%</b> | <b>50.1%</b> | <b>4,050</b>  | <b>5,400</b>  |
| (売上高経常利益率)           | 6.4%          | 7.4%          | 6.9%          | 8.7%          | -            | -            | 6.9%          | 8.4%          |
| 特別利益                 | 135           | 23            | 158           | 18            | -86.7%       | -            | -             | -             |
| 特別損失                 | 3             | 4             | 7             | 58            | 1833.3%      | -            | -             | -             |
| <b>税金等調整前当期純利益</b>   | <b>1,884</b>  | <b>2,116</b>  | <b>4,000</b>  | <b>2,668</b>  | <b>41.6%</b> | -            | -             | -             |
| 法人税等                 | 726           | 576           | 1,303         | 534           | -26.4%       | -            | -             | -             |
| (実効税率)               | 38.5%         | 27.2%         | 32.6%         | 20.0%         | -            | -            | -             | -             |
| 当期純利益                | 1,158         | 1,539         | 2,697         | 2,133         | 84.2%        | -            | -             | -             |
| 非支配株主に帰属する純利益        | 161           | 151           | 312           | 187           | 16.1%        | -            | -             | -             |
| <b>親会社株主に帰属する純利益</b> | <b>997</b>    | <b>1,387</b>  | <b>2,384</b>  | <b>1,946</b>  | <b>95.2%</b> | <b>51.2%</b> | <b>2,800</b>  | <b>3,800</b>  |
| (売上高当期純利益率)          | 3.7%          | 4.9%          | 4.3%          | 6.3%          | -            | -            | 4.8%          | 5.9%          |

注：進捗率は通期新予想に対しての数値。 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 H1 決算の要約(セグメント別)

| (百万円)        | 25/12         |               |               | 26/12         |              |              |               |               |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
|              | 上期            | 下期            | 通期            | 上期            | 前年<br>同期比    | 進捗率          | 通期<br>旧予想     | 通期<br>新予想     |
| <b>売上高</b>   | <b>27,180</b> | <b>28,525</b> | <b>55,705</b> | <b>31,008</b> | <b>14.1%</b> | <b>48.5%</b> | <b>58,500</b> | <b>64,000</b> |
| 化学品事業        | 19,602        | 20,292        | 39,894        | 23,876        | 21.8%        | 49.5%        | 41,800        | 48,200        |
| 化粧品事業        | 7,337         | 7,922         | 15,259        | 6,706         | -8.6%        | 45.3%        | 15,800        | 14,800        |
| その他          | 240           | 310           | 550           | 425           | 77.1%        | 42.5%        | 900           | 1,000         |
| <b>営業利益</b>  | <b>1,935</b>  | <b>1,912</b>  | <b>3,847</b>  | <b>2,653</b>  | <b>37.1%</b> | <b>49.1%</b> | <b>4,200</b>  | <b>5,400</b>  |
| 化学品事業        | 2,106         | 1,842         | 3,948         | 3,191         | 51.5%        | 55.0%        | 4,150         | 5,800         |
| 化粧品事業        | 818           | 1,148         | 1,966         | 506           | -38.1%       | 29.8%        | 2,050         | 1,700         |
| その他          | 39            | 51            | 90            | 3             | -92.3%       | 6.0%         | 100           | 50            |
| 消去等          | -1,027        | -1,132        | -2,158        | -1,049        | 2.1%         | 48.8%        | -2,100        | -2,150        |
| <b>営業利益率</b> | <b>7.1%</b>   | <b>6.7%</b>   | <b>6.9%</b>   | <b>8.6%</b>   | -            | -            | <b>7.2%</b>   | <b>8.4%</b>   |
| 化学品事業        | 10.7%         | 9.1%          | 9.9%          | 13.4%         | -            | -            | 9.9%          | 12.0%         |
| 化粧品事業        | 11.1%         | 14.5%         | 12.9%         | 7.5%          | -            | -            | 13.0%         | 11.5%         |

注：進捗率は通期新予想に対しての数値。 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 H1 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     | Q2     |
| 売上高              | 12,228 | 13,816 | 13,432 | 14,623 | 13,195 | 13,985 | 14,037 | 14,488 | 15,017 | 15,991 |
| 売上原価             | 7,959  | 8,788  | 8,610  | 9,450  | 8,413  | 8,887  | 9,047  | 9,160  | 9,626  | 9,869  |
| 売上総利益            | 4,268  | 5,028  | 4,823  | 5,172  | 4,782  | 5,097  | 4,991  | 5,327  | 5,391  | 6,121  |
| (売上総利益率)         | 34.9%  | 36.4%  | 35.9%  | 35.4%  | 36.2%  | 36.4%  | 35.6%  | 36.8%  | 35.9%  | 38.3%  |
| 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  | 4,628  |
| 営業利益             | 588    | 1,038  | 882    | 1,011  | 856    | 1,079  | 966    | 946    | 1,159  | 1,494  |
| (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%   | 9.3%   |
| 営業外収益            | 192    | 220    | -30    | 220    | 70     | 85     | 104    | 179    | 87     | 114    |
| 営業外費用            | 14     | 17     | 20     | 94     | 122    | 217    | 62     | 35     | 70     | 76     |
| 経常利益             | 766    | 1,241  | 832    | 1,137  | 804    | 948    | 1,007  | 1,090  | 1,176  | 1,532  |
| (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%   | 9.6%   |
| 特別利益             | 0      | 1      | 1      | 2      | 0      | 135    | 0      | 23     | 16     | 2      |
| 特別損失             | 0      | 1      | 3      | 72     | 1      | 2      | 0      | 4      | 1      | 57     |
| 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  | 1,477  |
| 法人税等             | 376    | 268    | 125    | 106    | 425    | 301    | 298    | 279    | 162    | 372    |
| (実効税率)           | 49.1%  | 21.6%  | 15.1%  | 9.9%   | 52.9%  | 27.8%  | 29.6%  | 25.1%  | 13.6%  | 25.2%  |
| 当期純利益            | 390    | 972    | 705    | 962    | 378    | 780    | 708    | 831    | 1,029  | 1,104  |
| 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    | 78     |
| 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    | 1,027  |
| (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%   | 6.4%   |

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 YoY51.5% 増の 31.9 億円**

「化学品」の上期実績は、売上高が YoY21.8%増の 238.8 億円、セグメント営業利益が同 51.5%増の 31.9 億円となった。EHD 製品の売上高比率は 48.1% (YoY2.9%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 (YoY13.0 億円プラス) を除き、YoY29.7 億円増であった。この 29.7 億円増を地域別に分解すると、日本 1.7 億円、中国 16.2 億円、韓国 6.3 億円、その他地域で 5.5 億円 (全てプラス側) となる。中国と韓国の増加が全体を牽引した。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、事業譲受分を含めたフッ素フリー系撥水剤、環境配慮型工程薬剤、及び水系ポリウレタン樹脂などの EHD 関連製品が増加した。フッ素フリー系撥水剤は、「Zelan™」を除いた既存品も大きく伸びた。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。韓国の受託事業も好調であった。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、バングラデシュも含めたアジア地域全般で回復傾向となっている。なお、顧客は上期において、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、サプライチェーンの混乱による需要変動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ェハ加工用クーラント剤（大智化学）の需要が回復している。また、グローバル（特に中国）で新規ビジネス（半導体の川中工程向け薬剤など）が増加傾向を示している。

## 機能化学分野の状況 ～ゴム用加工助剤が伸長

機能化学品分野では、EHD 製品の一つであるゴム用加工助剤がグローバル（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。また、クリーニング用洗剤、医療機器用洗浄剤も増加した。

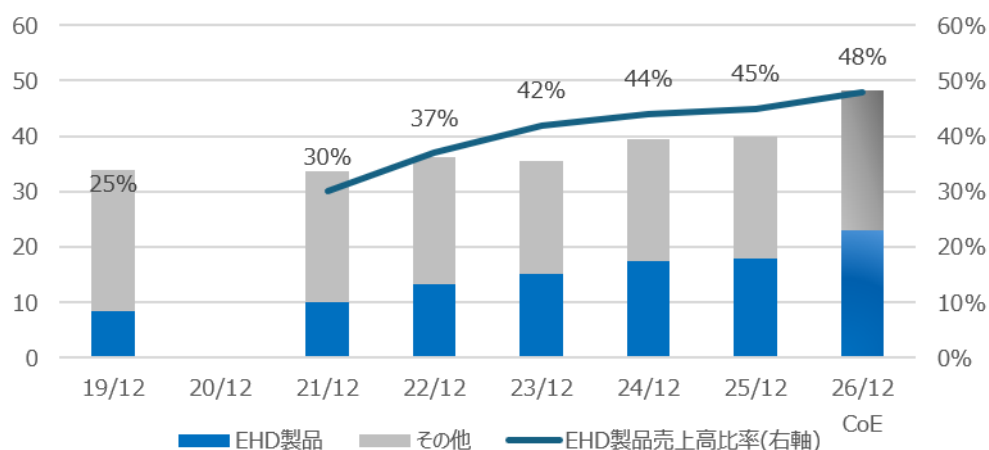
## EHD 製品は“D”領域に注力、地域別ではインド・バングラデシュが好調

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、「Zelan™」事業譲受の効果も含めて YoY22%増、「Zelan™」を除いた EHD 製品においても順調に増加した。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、繊維加工薬剤においてインドの伸びていることに加え、バングラデシュも回復しており、今後が期待される。

## 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従前より積極的に進めてきた。このことは、ホルムズ海峡封鎖に伴うナフサ価格高騰など、厳しい調達環境下で、効力を発揮している。コスト上昇に伴う価格改定は Q2 より進めており、概ね順調に進展している。上期における EHD 製品の利益率は従来製品比で+14%となり、25/12 期実績の+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米国の通商政策の影響、並びに中東情勢緊迫化に伴う原料調達を同社は挙げており、引き続き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

## セグメント営業利益は YoY38.1% 減の 5.1 億円

### 2) 化粧品

「化粧品」の上期実績は、売上高が YoY8.6%減の 67.1 億円、セグメント営業利益が同 38.1%減の 5.1 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 YoY0.3 億円。売上高は、韓国が経済減速の影響を受けた。国内 ODM 事業（山田製薬）では前々年新規取引開始先のリピート需要が YoY で減少した。国内サロン事業は、主力代理店の在庫調整による販売減があったものの、代理店からサロンへの販売自体は堅調に推移している。セグメント営

業利益は、減収影響に加え、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：主力代理店における在庫調整が響く

国内サロン事業は、主力代理店における在庫調整の影響があり販売減となった。ただし、代理店から美容サロンへの販売自体は堅調であることから、上期の販売減は一時的な現象とみられる。一方、ヘアカラー「TOIROCTION（トイロクション）」の新製品であるブリーチレスライン 32 品は滑り出しが好調であり、初回受注は計画比の 3 倍を上回る水準となっている。新オイルブランド「FeTeE（フェテ）」3 品は 9 月に発売となった。

国内 ODM 事業：新規分のリピート需要が減少

国内 ODM 事業を手掛ける山田製薬は、前年における新規分のリピート需要が減少したものの、新規案件を獲得中である。一方、既存大口顧客向けの受注は増加した。

デミコリア：韓国の国内経済停滞が影響

韓国（デミコリア）は国内経済停滞の影響が継続した。ヘアケア剤は YoY10%減収となった。なお、オイルブランド「FeTeE（フェテ）」3 品は、この秋に日本に続いて発売予定である。

施策の進捗状況

同社「化粧品」では現在、新卒も含めて営業人員を増員し、拡販活動を強化中である。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。「TOIROCTION」のブリーチレスラインは、ブリーチ施術を省き、ワンアクションで高明度・高彩度カラー表現が実現できる新たなコンセプトのヘアカラーとして、需要増加が期待される。「FeTeE（フェテ）」は、日韓双方の顧客ニーズを反映した処方・香りを実現した新しいオイルブランドとして、両国での拡販が期待される。下期にて、新規サロン開拓や既存サロン内のシェア拡大の兆候が現れるかどうか注目したい。

図表 5. セグメント別推移（四半期）

| (百万円) | 24/12  |        |        |        | 25/12  |        |        |        | 26/12  |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|       | Q1     | Q2     | Q3     | Q4     | Q1     | Q2     | Q3     | Q4     | Q1     | Q2     |
| 売上高   | 12,228 | 13,816 | 13,432 | 14,623 | 13,195 | 13,985 | 14,037 | 14,488 | 15,017 | 15,991 |
| 化学品   | 9,043  | 10,143 | 9,897  | 10,295 | 9,730  | 9,872  | 9,873  | 10,419 | 11,530 | 12,346 |
| 化粧品   | 3,130  | 3,577  | 3,450  | 4,114  | 3,300  | 4,037  | 4,007  | 3,915  | 3,287  | 3,419  |
| その他   | 53     | 97     | 85     | 214    | 163    | 77     | 157    | 153    | 199    | 226    |
| 営業利益  | 588    | 1,038  | 882    | 1,011  | 856    | 1,079  | 966    | 946    | 1,159  | 1,494  |
| 化学品   | 821    | 1,035  | 957    | 911    | 1,078  | 1,028  | 873    | 969    | 1,499  | 1,692  |
| 化粧品   | 239    | 436    | 478    | 669    | 262    | 556    | 612    | 536    | 187    | 319    |
| その他   | -4     | -5     | 4      | 63     | 8      | 31     | 11     | 40     | -20    | 23     |
| 消去等   | -467   | -428   | -557   | -633   | -493   | -535   | -530   | -600   | -506   | -543   |
| 営業利益率 | 4.8%   | 7.5%   | 6.6%   | 6.9%   | 6.5%   | 7.7%   | 6.9%   | 6.5%   | 7.7%   | 9.3%   |
| 化学品   | 9.1%   | 10.2%  | 9.7%   | 8.8%   | 11.1%  | 10.4%  | 8.8%   | 9.3%   | 13.0%  | 13.7%  |
| 化粧品   | 7.6%   | 12.2%  | 13.9%  | 16.3%  | 7.9%   | 13.8%  | 15.3%  | 13.7%  | 5.7%   | 9.3%   |

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

会社予想を上方修正

26/12 期新会社予想は売上高 640 億円、営業利益 54 億円。上期実績（売上高 310.1 億円、営業利益 26.5 億円）に対して、下期予想は売上高が上期比（以下、HoH）19.8 億円増の 329.9 億円、営業利益が同 0.9 億円増の 27.5 億円と示されたことになる。下期予想のセグメント別では、「化学品」の売上高が HoH4.5 億円増の 243.2 億円、セグメント営業

利益が同 5.8 億円減の 26.1 億円。一方、「化粧品」は売上高が HoH13.9 億円増の 80.9 億円、セグメント営業利益が同 6.9 億円増の 11.9 億円と算出される。「化粧品」では計画達成に向け、下期は HoH にて一定の業績回復が必要となる。一方、「化学品」は、中東情勢緊迫化に伴う事業環境の変動リスクはあるものの、「Zelan™」事業譲受を含む EHD 製品の売上高比率上昇などのプラス要素も大きい。以上の要素を勘案すれば、全社として通期予想は十分に達成可能な数字と推察する。

## 予想達成に向けたポイント 3 点

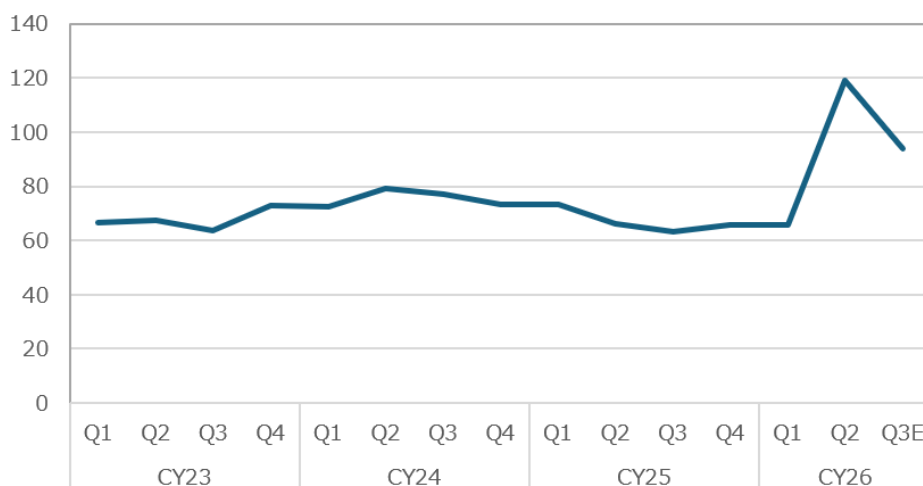
26/12 期会社予想を達成するためのポイントとして、(1) 原料調達と価格是正、(2) 「Zelan™」事業、(3) 「化粧品」の需要動向、の 3 点を挙げる。

### (1) 原料調達と価格是正

国産ナフサ価格は Q1 実績で 65,700 円/KL、Q2 実績で 118,900 円/KL、Q3 予想で 93,700 円/KL となっている（データは国内業界における基準値）。Q2 をピークに Q3 はやや下落に転じる見通しであり、価格高騰は落ち着きをみせているといえよう。同社はナフサ由来の様々な原料や資材を調達しており、原料及び資材価格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（資材含む）在庫の水準は、全体で生産に深刻な影響を与える状況にはない。なお、同社は 2 月発表の新中計「INNOVATION30」の中で、「化学品」の戦略的調達によるコストダウンを掲げている。戦略的調達とは、中国拠点等を活用した原料や化学品の調達ルートが多様化を指す。同戦略を進め安定した稼働が続けたことが上期業績にもプラスに作用しており、下期もプラス効果が継続するだろう。

原料（資材含む）価格高騰を受け、同社は 5 月中旬より「化学品」の顧客に対する価格改訂を実施しており、概ね受け入れられたとみられる。顧客における価格改訂前の先行調達の動きは、さほど顕在化しなかったとみてよからう。今後、仮に原料（資材含む）価格が更に高騰した場合、原価上昇分をタイムリーに価格に転嫁できれば、適正な限界利益を創出できると考えられる。

図表 6. 国産ナフサ価格推移（千円/KL）



注：CY26Q3E 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

### (2) 「Zelan™」事業

3 月に譲受した同社の「Zelan™」事業は、Q2（3 ヶ月）実績ベースで売上高 5 億円強（弊社推定）、営業利益率は事業移管に関連する一過性コストを含めても 10% 超（弊社推定）。下期には、一過性コストの消滅もあり、既存 EHD 製品と同水準の高い営業利益率を実現できる可能性がある。なお、上期実績の EHD 製品の売上高比率は 48.1% だが、四半期ベースでは Q1 実績 45.2%、Q2 実績 50.6% となっており、Q2 で既に 50% 超えを果たしたことになる。よって、下期も 50% 前後の構成比を維持することが十分に想定される。

## (3) 「化粧品」の需要動向

「化粧品」では 27 年 5 月の新工場「福井スマートファクトリー」竣工に伴う生産能力増強にあわせて、営業人員を増員して活動を強化中。国内 ODM 事業における新規案件の獲得、及び国内サロン事業における新規サロン顧客獲得や既存顧客内シェア拡大を進めている。下期は新製品（「トイロクシオン」のブリーチレスライン、及び「FeTeE（フェテ）」等）の販売が拡大する時期を迎えるため、この機を捉えて着実なシェア引き上げを実現したい。こうしたマクロ経済に連動しにく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ろう。

## 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、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ていたが、4 月 30 日発表の Q1 決算の好調を受けて反転した。7 月 31 日発表の上期好決算を受け株価は更に上昇し、当日はザラ場で東証上場来高値となる 2,143 円を付けた。現在は 2,000 円前後で推移している。なお、バリュエーションが低位である状況は改善されていない。

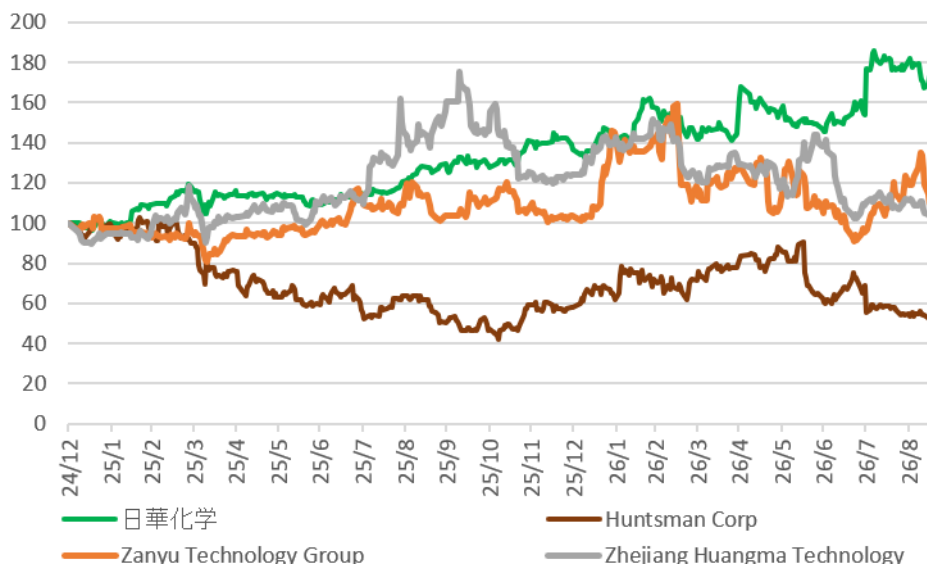
### 中計施策の着実な実行で、エクイティストーリー実現への確度が上昇

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。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 は 24/12～25/12 期は営業赤字となるなど業績不振が続き、最近のパフォーマンスは悪化している。中国 2 社（賛宇科技集団＝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ものの、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、直近の業績成長には安定感が出ており、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)

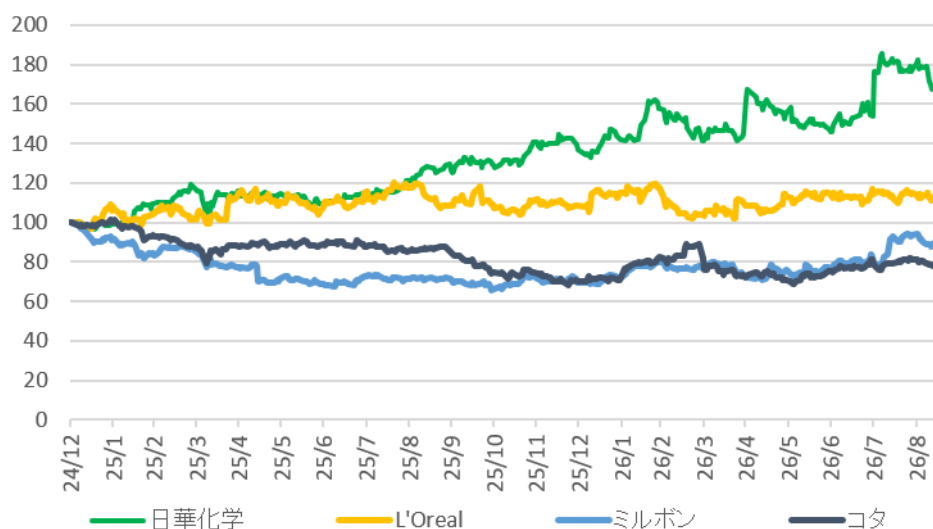


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 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、最近では業績に伸びを欠く。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を感じられない。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 期上期の好決算を受け、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)



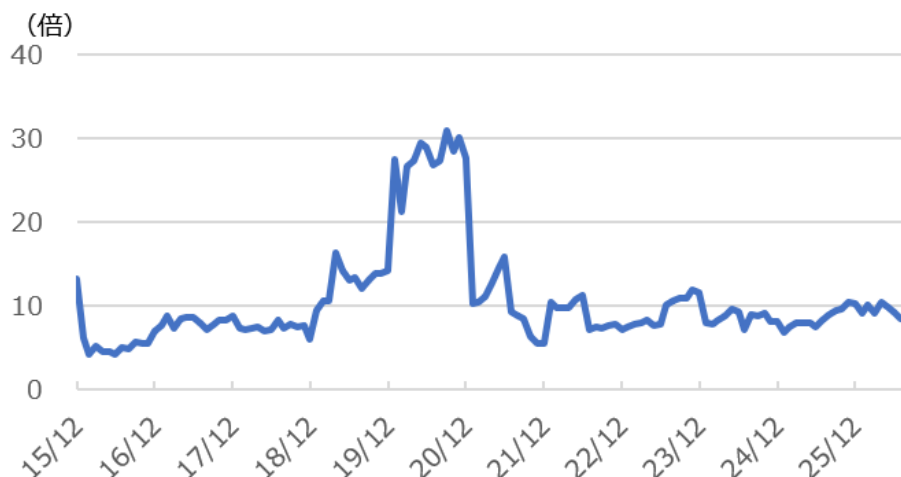
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## <バリュエーションの推移>

## PER の推移

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 倍のレンジとなっており、足下でも水準が大きく切り上がる状況とはなっていない。2026 年に入って好調な業績が続き、Q1 決算発表後の株価上昇で PER は一時的に 10 倍を超えていた。しかし上期決算発表後は、26/12 期会社予想 EPS の上方修正によって、PER は再び 10 倍を割り込んでいる。

図表 9. 日華化学の PER 推移

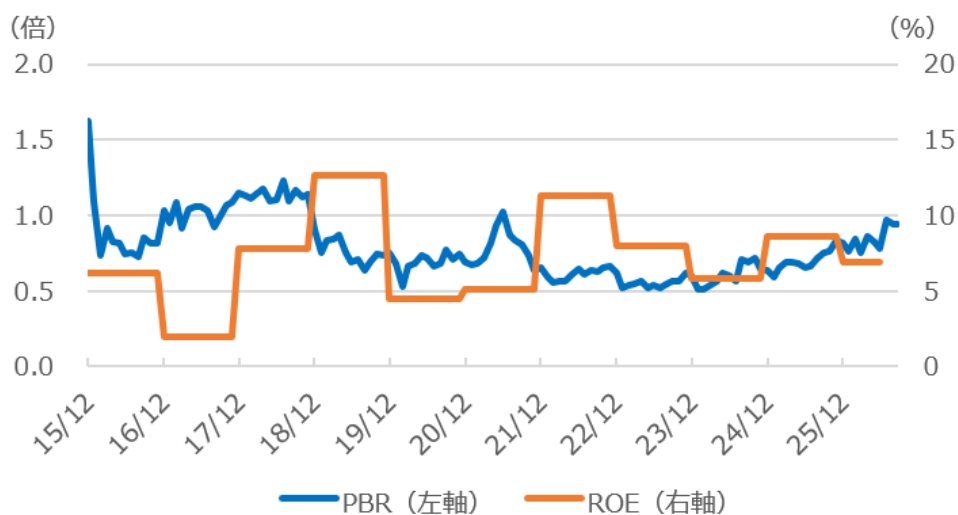


注：PER は株価÷当該年度の会社予想 EPS  
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## PBR の推移

一方、PBR は 2019 年以降、1.0 倍割れが継続している。ただし、近年は徐々に改善の兆候がみられており、現在は 0.9 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。なお、26/12 期上期は 10.7%まで上昇しており、通期でも 10%超えが期待される。PBR は今後も上昇傾向が継続しよう。

図表 10. 日華化学の ROE と PBR 推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## <競合他社との収益性、及びバリュエーション比較>

## 収益性比較

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 が相対的にやや低いため、「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 (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 0.9 倍は Huntsman より高いものの、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 22.4 倍、コタ 27.5 倍と同社を大きく上回る。PBR 比較でも L'Oreal の 5.7 倍を筆頭に、コタ 2.9 倍、ミルボン 2.1 倍となっており、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 の更なる改善、及び新中計「INNOVATION30」に沿った成長戦略の着実な実行が重要となろう。

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<br>営業利益率<br>% | ROE<br>% | ROIC<br>(投下資本)<br>% | EBITDA<br>マージン<br>% | 自己資本<br>比率<br>% | ネット D/E<br>レシオ<br>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     | -2.6                | 3.1                 | 42.2            | 0.67                |
| Zanyu Technology Group      | 002637 | 25/12 | 3.8               | 4.9      | 3.8                 | 5.0                 | 44.1            | 0.57                |
| 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                | 56.6            | 0.06                |
| ミルボン                        | 4919   | 25/12 | 10.7              | 7.0      | 8.5                 | 15.1                | 84.9            | -0.24               |
| コタ                          | 4923   | 26/3  | 20.8              | 12.3     | 11.7                | 24.0                | 76.3            | -0.50               |
| 平均                          |        |       | 11.4              | 7.5      | 7.5                 | 15.4                | 61.6            | 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 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<br>(9/24)<br>円 | 時価総額<br>十億円 | PER<br>会社予想<br>倍 | PBR<br>実績<br>倍 | EV/<br>EBITDA<br>倍 | 配当利回り<br>会社予想<br>% | 配当性向<br>会社予想<br>% | ROE<br>会社予想<br>% |
|-----------------------------|--------|-------|-------------------|-------------|------------------|----------------|--------------------|--------------------|-------------------|------------------|
| 日華化学                        | 4463   | 25/12 | 2,001             | 35.4        | 8.4              | 0.9            | 6.0                | 3.5                | 29.3              | 10.2             |
| Huntsman Corp               | HUN    | 25/12 | 1,423             | 245.6       | -                | 0.6            | 9.7                | -                  | -                 | -1.5             |
| Zanyu Technology Group      | 002637 | 25/12 | 255               | 111.1       | 12.0             | 1.3            | -                  | -                  | -                 | 11.4             |
| Zhejiang Huangma Technology | 603181 | 25/12 | 299               | 176.2       | -                | 2.3            | -                  | -                  | -                 | -                |
| L'Oreal                     | OR     | 25/12 | 68,277            | 36,445.1    | 27.9             | 5.7            | 18.1               | -                  | -                 | 20.7             |
| ミルボン                        | 4919   | 25/12 | 3,235             | 104.5       | 22.4             | 2.1            | 10.4               | 2.7                | 60.8              | 9.2              |
| コタ                          | 4923   | 26/3  | 1,221             | 39.5        | 27.5             | 2.9            | 15.6               | 1.6                | 45.1              | 11.2             |
| 平均                          |        |       |                   |             | 19.6             | 2.3            | 12.0               | 2.6                | 45.1              | 10.2             |

注：海外企業の株価は 9/23 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

＜参考比較 1：繊維産業サプライチェーン＞

小松マテーレ、セーレン、松本油脂製薬、東邦化学工業と比較

日華化学は繊維産業向け界面活性剤が祖業である。ここでは同サプライチェーンに属する国内企業 4 社、すなわち小松マテーレ（3580 東証プライム）、セーレン（3569 同）、松本油脂製薬（4365 東証スタンダード）、東邦化学工業（4409 同）との比較を行う。なお、松本油脂製薬と東邦化学工業は界面活性剤も手掛けており、広義では競合とも位置づけられる。5 社の中で ROE が最も高いのはセーレンの 10.2%、最も低いのが小松マテーレの 3.8%。日華化学の 6.9%は中央値となっている。一方 PBR は、最も高いセーレンの 1.2 倍を除く 1 倍割れ 4 社の中では、同社は 0.9 倍となりトップに躍り出た。2025 年 7 月のインシエーションレポート発行時の 0.6 倍から大きく上昇したことが要因である。EHD 製品売上高比率の上昇に伴う中長期的な ROE 改善期待が、徐々に株価に織り込まれてきたことが要因であろう。

図表 13. 繊維産業サプライチェーン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<br>(投下資本) | EBITDA<br>マージン | 自己資本<br>比率 | ネット D/E<br>レシオ |
|--------|------|-------|----------|------|----------------|----------------|------------|----------------|
|        |      |       | %        | %    | %              | %              | %          | 倍              |
| 日華化学   | 4463 | 25/12 | 6.9      | 6.9  | 5.1            | 10.7           | 47.5       | 0.19           |
| 小松マテーレ | 3580 | 26/3  | 6.0      | 3.8  | 3.8            | 10.0           | 76.5       | -0.23          |
| セーレン   | 3569 | 26/3  | 12.1     | 10.2 | 8.7            | 15.8           | 71.8       | -0.18          |
| 松本油脂製薬 | 4365 | 26/3  | 19.9     | 9.5  | 5.6            | 22.3           | 84.2       | -0.37          |
| 東邦化学工業 | 4409 | 26/3  | 3.9      | 6.8  | 3.0            | 9.1            | 33.9       | 0.97           |
| 平均     |      |       | 9.8      | 7.5  | 5.2            | 13.6           | 62.8       | 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 14. 繊維産業サプライチェーン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/<br>EBITDA | 配当利回り | 配当性向 | ROE  |
|--------|------|-------|--------|-------|------|-----|---------------|-------|------|------|
|        |      |       | (9/24) |       | 会社予想 | 実績  |               | 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 | 2,001  | 35.4  | 8.4  | 0.9 | 6.0           | 3.5   | 29.3 | 10.2 |
| 小松マテーレ | 3580 | 26/3  | 758    | 29.7  | 14.4 | 0.7 | 6.7           | 3.6   | 51.5 | 5.0  |
| セーレン   | 3569 | 26/3  | 3,290  | 212.6 | 12.3 | 1.2 | 6.3           | 2.3   | 28.4 | 9.5  |
| 松本油脂製薬 | 4365 | 26/3  | 23,500 | 106.0 | 10.0 | 0.8 | 8.2           | 1.9   | 19.2 | 7.4  |
| 東邦化学工業 | 4409 | 26/3  | 802    | 17.1  | 9.1  | 0.7 | 7.6           | 3.1   | 28.4 | 7.4  |
| 平均     |      |       |        |       | 10.9 | 0.9 | 7.0           | 2.9   | 31.4 | 7.9  |

注：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。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

＜参考比較 2：大手化粧品＞

資生堂、コーセー、ポーラ・オルビス HD、花王と比較

日華化学は一方で、化粧品メーカーの顔も併せ持つ。そこで、国内大手化粧品企業 4 社、すなわち資生堂（4911 東証プライム）、コーセー（4922 同）、ポーラ・オルビス HD（4927 同）、花王（4452 同）とも比較を行ってみる。5 社中で ROE が最も高いのは花王の 11.3% だが、2 番手以下は日華化学 6.9%、ポーラ・オルビス HD5.8%、コーセー5.4%と低水準に留まっており、資生堂は-6.6%であった。しかし、PER は 4 社とも 20 倍を超える高水準であり、日華化学の 8.4 倍は群を抜いて低い。結果的に 4 社は全て PBR1.0 倍を超えており、日華化学の 0.9 倍を引き離している。なお、前段でも述べたようにプロ向け化粧品で競合するミルボン、コタの PBR も 1.0 倍を大きく超過する。このことから、日華化学は化粧品企業としての認知度が依然として低いことがわかる。

化粧品関連銘柄として存在感を増せば低バリュエーション解消の期待も

同社は 2027 年に新工場「福井スマートファクトリー」の稼働を予定している。生産能力増強、及び繊維産業で培われた製品開発力を活かし、成長性の高い化粧品関連銘柄として存在感を示すことが出来れば、低バリュエーション解消による株価アップサイドが十分に期待される。

図表 15. 大手化粧品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<br>(投下資本) | EBITDA<br>マージン | 自己資本<br>比率 | ネット D/E<br>レシオ |
|-------------|------|-------|----------|------|----------------|----------------|------------|----------------|
|             |      |       | %        | %    | %              | %              | %          | 倍              |
| 日華化学        | 4463 | 25/12 | 6.9      | 6.9  | 5.1            | 10.7           | 47.5       | 0.19           |
| 資生堂         | 4911 | 25/12 | -3.0     | -6.6 | -4.2           | 4.4            | 47.4       | 0.34           |
| コーセー        | 4922 | 25/12 | 5.6      | 5.4  | 3.7            | 9.4            | 72.2       | -0.29          |
| ポーラ・オルビス HD | 4927 | 25/12 | 9.2      | 5.8  | 7.2            | 14.0           | 82.3       | -0.36          |
| 花王          | 4452 | 25/12 | 9.7      | 11.3 | 8.5            | 14.8           | 56.7       | -0.03          |
| 平均          |      |       | 5.7      | 4.6  | 4.0            | 10.7           | 61.2       | -0.03          |

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 16. 大手化粧品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<br>(9/24) | 時価総額    | PER<br>会社予想 | PBR<br>実績 | EV/<br>EBITDA | 配当利回り<br>会社予想 | 配当性向<br>会社予想 | ROE<br>会社予想 |
|-------------|------|-------|--------------|---------|-------------|-----------|---------------|---------------|--------------|-------------|
|             |      |       | 円            | 十億円     | 倍           | 倍         | 倍             | %             | %            | %           |
| 日華化学        | 4463 | 25/12 | 2,001        | 35.4    | 8.4         | 0.9       | 6.0           | 3.5           | 29.3         | 10.2        |
| 資生堂         | 4911 | 25/12 | 3,530        | 1,412.0 | 33.6        | 2.3       | 12.5          | 1.7           | 57.1         | 6.6         |
| コーセー        | 4922 | 25/12 | 5,701        | 345.4   | 26.7        | 1.1       | 8.8           | 2.6           | 70.4         | 4.3         |
| ポーラ・オルビス HD | 4927 | 25/12 | 1,383        | 316.9   | 34.0        | 1.9       | 10.2          | 3.8           | 127.9        | 5.6         |
| 花王          | 4452 | 25/12 | 3,485        | 1,580.8 | 23.4        | 3.0       | 5.7           | 0.0           | 0.0          | 12.1        |
| 平均          |      |       |              |         | 25.2        | 1.8       | 8.6           | 2.3           | 56.9         | 7.7         |

注：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。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

＜参考比較 3：大手総合化学＞

三菱ケミカルグループ、旭化成、三井化学、東ソー、住友化学と比較

界面活性剤は化学品であり、大分類では化学セクターに属する。よって、石油化学製品を手掛ける大手 5 社、三菱ケミカルグループ、旭化成、三井化学、東ソー、住友化学と比較してみる。5 社中で ROE が最も高いのは旭化成の 8.0%であり、日華化学の 6.9%は 2 番手である。ただし、一般的に低 ROE 業界と認識されている大手総合化学の中でも、同社は埋没してしまっている感否めない。PER では同社の 8.4 倍は最下位であり、大手 5 社は三井化学の 17.3 倍を筆頭に全て 10 倍を超えている。同グループの PBR は 1.0 倍近辺となる 0.9～1.0 倍のレンジに位置するが、日華化学もレンジの下限に近い 0.9 倍となっている。石油化学はやや成長性に欠ける業界とみられているが、日華化学もこうした業界に連動する銘柄であろうと株式市場で認識されている可能性がある。

図表 17. 大手総合化学企業との収益性比較

| 会社名        | コード  | 決算期   | 売上高営業<br>利益率 | ROE | ROIC<br>(投下資本) | EBITDA<br>マージン | 自己資本<br>比率 | ネット D/E レ<br>シオ |
|------------|------|-------|--------------|-----|----------------|----------------|------------|-----------------|
|            |      |       | %            | %   | %              | %              | %          | 倍               |
| 日華化学       | 4463 | 25/12 | 6.9          | 6.9 | 5.1            | 10.7           | 47.5       | 0.19            |
| 三菱ケミカルグループ | 4188 | 26/3  | 0.8          | 0.7 | 0.3            | 8.1            | 30.0       | 0.99            |
| 旭化成        | 3407 | 26/3  | 7.5          | 8.0 | 5.7            | 13.9           | 50.5       | 0.30            |
| 三井化学       | 4183 | 26/3  | 4.4          | 4.0 | 2.9            | 10.7           | 40.2       | 0.71            |
| 東ソー        | 4042 | 26/3  | 9.4          | 5.0 | 5.7            | 14.1           | 59.0       | 0.07            |
| 住友化学       | 4005 | 26/3  | 6.5          | 6.4 | 6.1            | 11.7           | 29.6       | 1.03            |
| 平均         |      |       | 5.9          | 5.2 | 4.3            | 11.5           | 42.8       | 0.55            |

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 18. 大手総合化学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/<br>EBITDA | 配当利回り | 配当性向 | ROE  |
|------------|------|-------|-------|---------|------|-----|---------------|-------|------|------|
|            |      |       | (9/4) |         | 会社予想 | 実績  |               | 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 | 2,001 | 35.4    | 8.4  | 0.9 | 6.0           | 3.5   | 29.3 | 10.2 |
| 三菱ケミカルグループ | 4188 | 26/3  | 1,172 | 1,689.4 | 12.5 | 0.9 | 7.1           | 2.7   | 34.2 | 7.0  |
| 旭化成        | 3407 | 26/3  | 1,607 | 2,194.1 | 13.4 | 1.0 | 6.5           | 2.7   | 36.8 | 7.6  |
| 三井化学       | 4183 | 26/3  | 2,150 | 863.6   | 17.3 | 0.9 | 8.4           | 3.5   | 60.3 | 5.2  |
| 東ソー        | 4042 | 26/3  | 2,648 | 860.7   | 13.8 | 1.0 | 6.5           | 3.8   | 52.2 | 7.0  |
| 住友化学       | 4005 | 26/3  | 588   | 975.2   | 13.9 | 1.0 | 7.5           | 2.7   | 37.7 | 6.3  |
| 平均         |      |       |       |         | 13.2 | 1.0 | 7.0           | 3.2   | 41.8 | 7.2  |

注：ROE（会社予想）は進行情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。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

＜参考比較 4：スペシャリティケミカル＞

一方、日華化学の手掛ける界面活性剤は、小規模の設備（釜）によるバッチ生産方式で多品種の製品を機動的に生産する業態である。しかも、日華化学の「化学品」は、売上高に占める EHD 製品売上高比率が 25/12 期上期実績ベースで 48.1%まで上昇、35/12 期のありたい姿を 65%に定めるなど、大きく事業構造を変革しつつある。EHD 製品は、同社がスペシャリティケミカルと位置づける半導体加工用クーラント剤を含むことに加え、繊維化学品でもフッ素フリー撥水剤や環境配慮型工程薬剤など、社会課題解決に貢献する付加価値の高い製品が多い。よって、EHD 製品群は、化学業界における広義のスペシャリティケミカル製品であるといえるかもしれない。

化学セクターにおいて、高付加価値品を製造する企業 5 社、レゾナック HD（4004 東証プライム）、東京応化（4186 同）、日産化学（4021 同）、住友ベークライト（4203 同）、東洋合成工業（4970 同）をスペシャリティケミカル銘柄として比較を行う。6 社中で ROE 最上位は日産化学 20.3%である。日華化学 6.9%は最下位レゾナック 4.3%に次ぐ低位となった。一方、PER は日華化学 8.4 倍が一番低く、他 5 社は全て 20 倍以上と高い。以上の状況から PBR は東京応化 4.4 倍を筆頭に 5 社とも 1.0 倍を大きく超えており、日華化学 0.9 倍とは大差がついている。日華化学は現状、スペシャリティケミカル銘柄と認識されていないことがわかる。

繊維産業で培った界面活性剤の技術開発力を活かし、EHD 製品において高シェアを持つニッチ市場を数多く創出できれば、収益性の高いスペシャリティケミカル銘柄としての認識が深まろう。

EHD 製品群を広義のスペシャリティケミカル製品と捉える

レゾナック HD、東京応化、日産化学、住友ベークライト、東洋合成工業と比較

EHD 製品分野で高シェアを持つニッチ市場を数多く創出したい

図表 19. スペシャリティケミカル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<br>(投下資本) | EBITDA<br>マージン | 自己資本<br>比率 | ネット D/E<br>レシオ |
|----------|------|-------|----------|------|----------------|----------------|------------|----------------|
|          |      |       | %        | %    | %              | %              | %          | 倍              |
| 日華化学     | 4463 | 25/12 | 6.9      | 6.9  | 5.1            | 10.7           | 47.5       | 0.19           |
| レゾナック HD | 4004 | 25/12 | 3.5      | 4.3  | 1.9            | 10.5           | 33.2       | 1.01           |
| 東京応化工業   | 4186 | 25/12 | 20.0     | 15.6 | 14.7           | 23.7           | 67.9       | -0.20          |
| 日産化学     | 4021 | 26/3  | 22.7     | 20.3 | 16.8           | 28.3           | 71.9       | 0.00           |
| 住友ベークライト | 4203 | 26/3  | 11.1     | 8.8  | 7.0            | 15.5           | 71.7       | -0.26          |
| 東洋合成工業   | 4970 | 26/3  | 8.7      | 10.3 | 5.2            | 20.9           | 41.0       | 0.85           |
| 平均       |      |       | 12.2     | 11.0 | 8.5            | 18.3           | 55.5       | 0.27           |

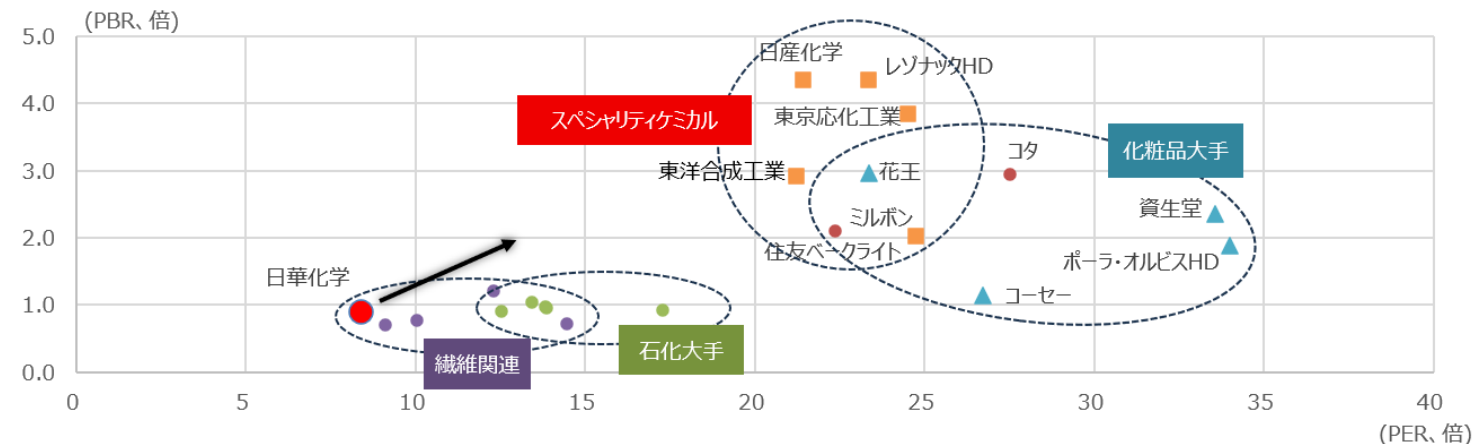
出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 20. スペシャリティケミカル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  |
|----------|------|-------|--------|---------|------|-----|--------|-------|------|------|
|          |      |       | (9/24) |         | 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 | 2,001  | 35.4    | 8.4  | 0.9 | 6.0    | 3.5   | 29.3 | 10.2 |
| レゾナック HD | 4004 | 25/12 | 14,860 | 2,747.6 | 24.5 | 3.8 | 13.8   | 0.4   | 10.7 | 14.3 |
| 東京応化工業   | 4186 | 25/12 | 8,290  | 1,059.5 | 23.3 | 4.4 | 14.6   | 1.0   | 22.5 | 17.2 |
| 日産化学     | 4021 | 26/3  | 8,291  | 1,117.6 | 21.4 | 4.4 | 13.6   | 2.6   | 54.8 | 20.5 |
| 住友ベークライト | 4203 | 26/3  | 8,030  | 708.6   | 24.7 | 2.0 | 11.9   | 1.5   | 36.9 | 7.9  |
| 東洋合成工業   | 4970 | 26/3  | 10,150 | 82.7    | 21.2 | 2.9 | 9.8    | 0.5   | 10.4 | 13.2 |
| 平均       |      |       |        |         | 20.6 | 3.1 | 11.6   | 1.6   | 27.5 | 13.9 |

注：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。  
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 21. PER/PBR の関係



出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

5. エクイティストーリー

「事業構造の大転換と財務・資本政策の抜本的転換」

化学品は EHD 製品売上高比率向上を目指す

ストラテジー・アドバイザーズが考え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」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。「INNOVATION30」にて同社は、特に D 領域に注力するとしている。また、E 領域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である。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 製品の売上高比率は 25/12 期 45.1%から、35/12 期には 65%まで引き上げる方針としている。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。

## 化粧品は生産能力を増強へ

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。

## ROE10%以上が目標／株主還元政策も強化

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、（1）事業の収益性改革（上述）、（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、ROE10%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 の改善を図る方針としている。株主還元政策も大きく変化している。一株当たり配当金は 20/12 期 10 円から 25/12 期は 60 円まで増加した。26/12 期は 70 円（DOE3.0%）まで引き上げる会社予想となっている。

## 現在は低位に留まるバリュエーションが修正される可能性がある

日華化学は東証スタンダード上場の化学品メーカーであり、福井県に本社を持つため、一般にはなじみが薄い。しかし、同社のファンダメンタルズは良好であり、資本政策も株主重視に転換している。こうしたエクイティストーリーが徐々に株式市場に認識されるに従い、現在は低位に留まるバリュエーションが修正されることが予想される。今後、同社の利益は順調な拡大が見込まれるため、PBR1 倍以上、PER10 倍を超えて大きく上昇する可能性が充分にある。IR にいっそう注力すれば、EPS（一株当たり利益）とバリュエーション両方の上昇により、中長期的に現在の株価には大きなアップサイドが期待できるだろう。

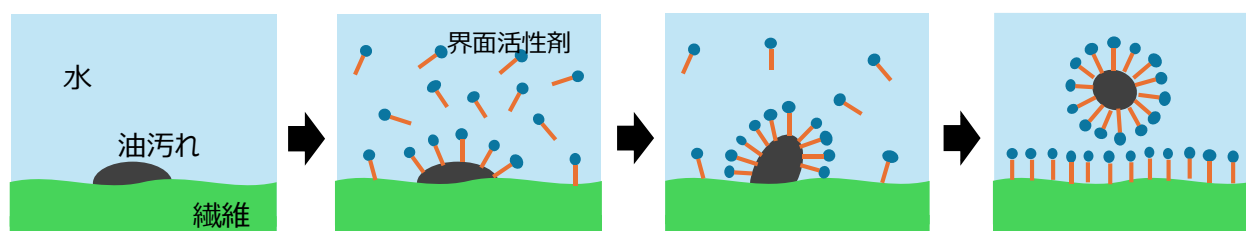
## 【イニシエーション・アップデート】

### 6. 概要（事業の概況・沿革・社長プロフィール）

#### 界面活性剤の製造・販売を手掛ける

日華化学は数ある化学品の中でも、“界面活性剤”の製造・販売を手掛けている。界面活性剤は一般消費者にはなじみの薄い製品だが、一般に広く認知されている商品として「石鹼」がある。「石鹼」は、界面活性剤が油分と水分の境界面に作用することで水と油を混ざりやすくするのを助け、皮膚や衣服に付着した汚れ（油分）を水に取り込んで洗い流しやすくする働きを持つ。こうした界面活性機能は、繊維産業の発展に欠かせないものであったことに加え、他の産業分野（製紙、クリーニング、化粧品、メディカル、エレクトロニクス等）にも有効に作用することが明らかとなった。このような多様な産業からの要請に応え、同社はそれぞれの市場向けに様々な種類の製品を開発し、展開してきた。

図表 22. 界面活性剤の機能例：汚れが落ちる仕組み

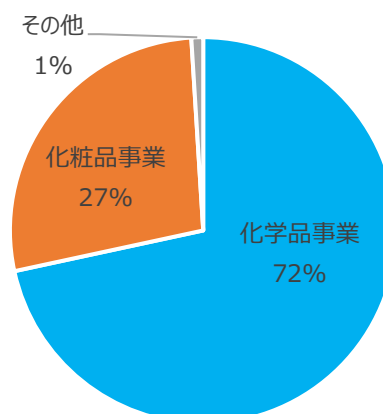


出所：各種資料をもとに、ストラテジー・アドバイザーズ作成

#### 「化学品」と「化粧品」セグメントからなる

現在、同社の事業セグメントは化学品、化粧品、その他から成る。25/12 期実績ベースの売上高構成比は化学品 72%、化粧品 27%、その他 1%となっている。祖業である化学品の構成比は過去より、常に化粧品を上回っている。なお、営業利益 38.5 億円で全社消去分を足し戻した 60.1 億円に対する構成比も、25/12 期実績では化学品 66%、化粧品 33%となり化学品が上回る。ただし、過去 8 年間（16/12 期～23/12 期）は、収益性の高い化粧品の営業利益が化学品を上回る状態が継続していた。24/12 期以降は化学品の収益性が向上し、構成比が逆転したことになる。

図表 23. セグメント別売上高構成比（25/12 期実績）

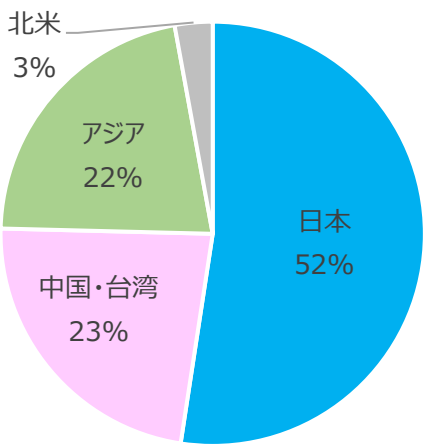


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

国内売上高比率は「化学品」でやや低く、「化粧品」で高い

所在地別売上高比率では、日本が 52%と半分を僅かに上回る。ただし、化学品は国内比率がやや低く、化粧品は高い傾向にある。化学品は、主力の繊維化学品で海外（中国・台湾や ASEAN）比率が大きい一方、クリーニング・メディカルは国内が中心となっている。なお、海外販売拠点は中国・韓国・台湾・インド・バングラデシュ・ASEAN・米国と広範なネットワークを有する。

図表 24. 所在地別売上高構成比（25/12 期実績）



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

福井の繊維産業発展に貢献

同社の信条は「製品を売るにあらずして技術を売る」としている。福井の繊維産業発展の一翼を担う中で、生産サプライチェーン上の様々な課題を、顧客に寄り添い解決してきたことが背景になる。「技術」を大切にしながら独創的な研究開発を重視する一方、顧客の現場に足を運び、実際の使用環境での製品の性能を確認しながら改善を重ね、次なる技術開発につなげる・・・こうした小さなたゆまぬ努力の姿勢が、脈々と積みあがって同社の豊富な製品バラエティに繋がっている。汎用品を大量生産する大手化学メーカーのビジネスモデルとは一線を画すことで、ニッチ分野において存在感が際立つ企業と位置付けられよう。

図表 25. 事業概要(単位：百万円)

| セグメント |      | 25/12 期<br>実績 | 26/12 期<br>計画 | 事業内容                                                                                              |
|-------|------|---------------|---------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 全社    | 売上高  | 55,705        | 64,000        | -                                                                                                 |
|       | 営業利益 | 3,847         | 5,400         |                                                                                                   |
| 化学品   | 売上高  | 39,894        | 48,200        | 内訳：繊維化学品 70%／特殊・機能化学品等 23%／クリーニング・メディカル 7%<br>EHD 製品例～フッ素フリー系撥水剤、環境配慮型工程薬剤、水系ポリウレタン樹脂、<br>クラーント剤等 |
|       | 営業利益 | 3,948         | 5,800         |                                                                                                   |
| 化粧品   | 売上高  | 15,259        | 14,800        | 品種：ヘアケア剤（シャンプー、トリートメント等）、パーマ剤、カラー剤、スタイリング剤、<br>その他<br>戦略 ～DEMI ブランド等にてプロ（美容室）向け化粧品を主力として展開        |
|       | 営業利益 | 1,966         | 1,700         |                                                                                                   |
| その他   | 売上高  | 550           | 1,000         | 設備請負工事など                                                                                          |
|       | 営業利益 | 90            | 50            |                                                                                                   |
| 消去等   | 営業利益 | -2,158        | -2,150        | -                                                                                                 |

注：各セグメントの営業利益は消去前のものを記載  
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 1) 沿革

### 創業者と中興の祖の足跡をたどる

日華化学の歴史を語ることは、創業者の江守清喜氏（1907-1986）、及び中興の祖である江守幹男氏（1929-2014）の歩んだ足跡をたどることに他ならない。以下、両名の実績について、時系列で紹介する。

#### <江守清喜氏が薬剤の製造に乗り出す>

### 江守清喜氏は薬を販売する江守商店に生まれる

創業者の清喜氏は、薬の販売を祖業とする江守商店（その後は江守商事→興和江守）を営む江守家に生まれた。1930年代後半、江守商店は染料・工業品の販売へ業容を拡大し、福井にて繁栄していた繊維産業に供給を始めた。大阪薬専（のちの大阪大学薬学部）卒の清喜氏は1938年、経営危機にあった宮下精練剤工業所の再建のため経営に参画した。宮下精練剤工業所は主に精練剤（繊維の不純物や汚れを落とすための薬剤）の製造・販売を行っており、現在の日華化学の前身である。当時の宮下精練剤工業所は主に、福井精練加工株式会社（現セーレン：3569 東証プライム）に製品を納めていた。

### 宮下精練剤工業所の救済に入る

宮下精練剤工業所は1938年の再建以降、カリ石鹼と溶剤を主体とした特殊な界面活性剤を開発し、北陸の染色加工業界で評価を高めた。また、繊維助剤として硝酸石灰（塩縮加工剤）を開発し大量受注に結び付けるなど、清喜氏の熱意と努力で再建の第一歩を踏み出した。

### 中国へ供給するアミノ酸製造を契機に日華化学工業を創業

同年1938年秋、江守商店に中国から商人の訪問があり、大量の塩酸を買い付けていった。当時、中国では醤油の原料にアミノ酸を使用しており、主原料の大豆とソーダ灰は調達できるが、塩酸が極端に不足しているためアミノ酸が製造できないことが大量注文の理由であった。清喜氏は、今後も中国大陸にて、アミノ酸の需要が継続的に拡大するとの助言を受け、宮下精練剤工業所でアミノ酸を製造し、供給することを提案。東京からアミノ酸製造に関する権威者を招聘して技術指導を受け、量産を開始した。このアミノ酸の中国への輸出事業は、収益の柱として会社再建に大きく貢献することとなった。同事業が日本と中国の“架け橋”となったことを機に、翌1939年に宮下精練剤工業所は、“合資会社日華化学工業所”に改称。2年後の1941年に会社組織変更により、日華化学工業株式会社として創立に至った。

### 戦中は軍需優先の生産を実施

当時は軍需優先の国家指導のもと、同社は軍事用アミノ酸と繊維油剤の指定工場とされていた。同年1941年に太平洋戦争が勃発し、主力の繊維助剤は原料物資の不足に苦しみ事態となった。その後戦況が悪化する中、同社は松根油の精製によるテレピン油（当時の飛行機燃料）の製造を義務付けられた。1944年には清喜氏自身も召集され、薬剤師ということもあり鯖江陸軍病院にて軍務に就いた。

### 福井大空襲でも建屋が奇跡的に無事

1945年に入り戦況が更に悪化、7月19日にB29による福井大空襲が起きた。福井市内は市街地の95%以上が焼け野原になる（出典：「福井空襲史」）という惨状の中、日華化学の社屋は奇跡的に無事であった。のちに当時を振り返った清喜氏は、「福井工専（現福井大学）は全焼である。勿論日華化学も全滅とのみ思い込んでおった。ところが在る。在るではないか。この時の私の歓喜もまた例えようもなかった。ただ落ちるのは涙のみであった。真に泣いた。嬉しくて泣いた。この刹那“我まだ在り”と喜んだのである。」と、創業30年記念誌にて懐述している。8月15日の終戦から暫くして清喜氏は軍務の任を解かれ、12月より社長に復帰して再建を目指すことになるが、この奇跡的な出来事がなければ日華化学の再建は果たされなかったのかもしれない。

### 戦後の再スタート

日華化学の再建は、輸入に依存していた油脂原料の供給が滞る中で厳しいスタートとなったが、国内産植物由来の原料から石鹼の生産に着手。繊維産業に必要な塩縮加工剤として、硝酸石灰の生産も開始した。しかしその後、同社再建への道のりは再び暗転する。

## 福井大震災で本社・工場とも全壊

終戦から程なく3年となる1948年6月28日、マグニチュード7.3の激震が福井県全体を襲った。このいわゆる「福井大震災」は、戦後の早期復興に向け建物の整備が急ピッチで進んでいた福井市内を一瞬にして瓦礫の山に帰す、日本災害史に残る悲惨な出来事であった。江守商店は全焼、日華化学も本社、工場とも全壊した。また、福井県を支える繊維産業も壊滅的なダメージを受けた。県内1,393の関連工場が全壊し、設備の54%を消失するという惨憺たる状況であった。

## 清喜氏個人も家族を失う悲劇

同日、大阪出張中だった清喜氏が地震後、急いで福井に戻ると、鯖江市の妻の実家で妻と三女が地震で圧死、家屋は全壊という悲劇が待ち受けていた。どこにもぶつけようもない深い悲しみとともに、当日に留守をしたことに対する悔恨にさいなまれる清喜氏であった。福井市に戻ると、町全体が瓦礫の山と化していることに加え、日華化学・江守商店とも全壊し、会社としても清喜氏個人としてもほぼ全てを失ったといっても過言ではなかった。

## 働く社員やその家族を思い経営者として再建に動く

しかし、清喜氏は不屈の精神で、震災から2日後には再建に向けて動き出した。そこには働く社員やその家族のことを最優先に考える経営者としての真摯かつ確固たる姿勢があった。なお、清喜氏は親の代からの熱心な日蓮宗の信者であり、強い信仰が心の支えになったのであろう。のちに社内報に「この世には神も仏もないものかという驚天動地の思いで、この凶報の前に打ちのめされたが、私にはこの悲しみを超えて更に知らねばならぬ事業経営者としての使命が残されていた。それは多数の、我が子同様の従業員が働く店や工場の安否を確かめることであった」と記している。瓦礫が山積していた工場からは、ほどなくして廃材が除去されてバラック小屋が建設され、操業再開への準備が進みつつあった。そこに新たな悲劇が追い打ちをかけることとなる。

## 震災1か月後、九頭竜川が決壊して水害が発生

震災から約1か月後の同年1948年7月25日、集中豪雨が発生し福井市内を流れる九頭竜川が決壊した。震災で堤防に亀裂が生じ、修復が終わらないところに豪雨による濁流が押し寄せたことが原因とされている。日華化学の本社が立地していた牧ノ島の周辺も被害は甚大であり、用排水路の破壊や電力供給の寸断、加えて再建に備えて準備していた資材や関連書類などは水浸しという有様だった。しかし、ここで発揮されたのは、福井市民一丸となって絶体絶命の危機に立ち向かう団結力であった。日華化学も空襲・震災・水害と続いた危機を乗り越え、同年12月に復活に向けて工場を竣工した。「福井で一番早く煙突から煙を出す」、との目標を掲げて尽力した成果である。

## 復旧後、市場環境は好転

その後、同社を取り巻く市場環境は好転した。1950年6月に朝鮮半島で勃発した戦争に伴う「特需景気」の始まりである。日華化学も特需の恩恵を享受し、工場はフル稼働状態となった。しかし、こうした好景気が直後の経営危機の発端になるとは、清喜氏も気づいていなかった。

## 油脂価格の大暴落で経営が悪化

予兆は原材料となる“油脂の高騰”にあった。日華化学は「特需景気」の長期化に備えて、油脂原料の買いだめに走った。一方、アメリカにおける世論が変化したことで1951年4月に連合軍総司令官マッカーサー元帥が解任され、これを機に一転、戦争は終結に動き出す（実際の終結は7月）。油脂の価格もこれに伴って大暴落をはじめ、日華化学は既に調達済であった高い油脂原料を使って製造せざるを得ず、操業すればするほど赤字が膨らむ事態となった。

## 苦渋の決断、従業員の半数を解雇

資金繰りは悪化を続け、メインバンクの福井銀行との融資の折衝が続いた。しかし、その後も事態は好転せず、倒産寸前まで追い込まれる。そこで社長である清喜氏は、会社存続のために従業員71名中、血縁関係など繋がりの濃い順に36名の解雇に踏み切るという苦渋の決断を下す。その後、福井銀行に加えて主要取引先である長瀬産業（8012 東証プライム）の支援を取り付け、なんとか1951年以降の再建に繋がった。なお、経営危機の前後6年間、清喜氏は副社長に一旦退き、福井銀行から出向していた久保義隆氏に社長（二代目）を依頼、1957年から再度社長（三代目）に復帰している。

## 繊維産業向け界面活性剤で業績が回復

以降、日華化学は福井の地場産業である繊維産業向けに界面活性剤を供給するという役割に徹することで業績を回復し、拡大基調に入った。なお、同社と繊維産業の発展とは、切っても切れない関係にある。ここで、福井の繊維産業について、簡単に紹介しておく。

## 福井の繊維は地場産業として根付く

明治時代より盛んであった輸出用の羽二重を中心とする織物業は、群馬にて本格的な生産が始まり、以降は北陸や東北へ普及していった。とりわけ福井は、適度な湿度が保たれ繊維産業に適しており、地場産業として根付いた。明治時代後半からは絹織物の工業生産が立ち上がり、その後の人絹織物（レーヨン等）の生産に引き継がれた。繊維産業には、繊維を紡ぎやすくする、染めやすくする、汚れを落としやすくする等の機能を持った“界面活性剤”が、必要不可欠な化学品と認識された。

## 繊維の材料が変遷する中、時代のニーズに合致した製品を供給

戦争で打撃を受けた繊維産業も戦後は復興し、人絹繊維に代わる合成繊維（ナイロン）が登場した。同社は材料が変遷する中、研究開発によって次々に多種多様な界面活性剤を生み出し、時代のニーズに合致した製品をサプライチェーンに幅広く供給してきた。こうした歴史が、顧客の生産現場における“困りごと”、すなわち課題を解決するためのノウハウの蓄積に繋がり、現在の事業の基盤となっている。

## 「わが社は製品を売るにあらずして、技術を売る」

創業者の江守清喜氏は、「わが社は製品を売るにあらずして、技術を売る」、が口癖であり、技術志向が強い人物であった。また、事業に真摯に打ち込む真面目な人格者であった。同社には「大家族的经营」という考え方が残存するが、当時より清喜社長は「社員あつての会社なんだから」と常日頃より口にしていた。また、自宅の3階を独身者専用の寮とし、社員と寝食・風呂を共にして我が子同様に扱った。経営危機の際、断腸の思いで社員半数の解雇に踏み切った際も、人様から預かった社員は会社に残した。そして今後二度と人員削減はしないと誓っている。こうしたエピソードから、社員に優しく仏のような存在であったことがわかる。

### <創業者の後を継いだ江守幹男氏>

## 中興の祖、江守幹男氏はバイタリティの塊

江守幹男氏（旧姓・中尾）は1948年に入社し、1959年に清喜氏の娘・寿恵子と結婚して江守姓となる。その後、1977年に清喜氏に代わり、創業者の娘婿として4代目社長に就任した。幹男氏は早くから清喜氏に経営者としての才を見出され、界面活性剤の繊維産業以外への横展開や海外事業の基盤整備など、数多くの功績を残した。ここでは、バイタリティの塊のような幹男氏の足跡から、日華化学の戦後の事業展開を記すこととする。

## 二度の空襲で貧困のどん底を経験

中尾幹男氏の実父は、元は福井県で織物商を営み、その後上京して浅草で羽二重問屋を復興したが、1945年3月の東京大空襲で店舗は全焼。全てを失い一家で福井の実母の実家に疎開したものの、7月の福井大空襲で再び被災した。これを境に父は病に倒れ、終戦前後は日々の食い扶持に苦労するほど貧困のどん底であった。長男である幹男氏は東京大空襲時、慶応大学に在籍していたが中退。幼い5人の兄弟を養うため、福井産の人絹織物を浅草の闇市に持ち込んで密かに売りさばくなどして、ギリギリで生計を立てていた。

## 歓喜寺にて清喜氏と面談、入社へ

幹男氏が伯母の勧めで、日華化学の創業者である清喜氏と面談したのは、1948年6月の「福井大震災」、及び7月の水害の直後、妙見山歓喜寺（現・福井県南条郡南越前町）においてであった。熱心な日蓮宗の信者であった清喜氏（後の義父）は、会社復興に道筋を付けた後の寺籠りの最中であり、そこに訪ねてきた不遇の幹男氏を入社させることに決めた。当時の幹男氏は、中尾家の再建に向け闘志がみなぎっており、のちにその仕事ぶりから清喜氏に目を掛けられることとなる。

## 営業として頭角を現し業績拡大に貢献

入社直後は経理部門に配属された幹男氏だったが、性格上デスクワークよりも営業が向いているだろうということで、営業部門に配置転換となる。アミノ酸醤油や界面活性剤の営業で実績を上げた幹男氏は1953年5月、新設された名古屋駐在所の責任者に23歳の若さで任命さ

れた。名古屋市場の開拓を若くして任された幹男氏は意気に感じ、足を使った地道な営業活動を展開し、業績拡大に大いに貢献した。

## 「サンレックス・ブルー」の失敗の経験から、その後は BtoB 事業に特化

なお、名古屋時代における失敗から得た教訓としては、一般消費者を相手にする BtoC 事業で成功するのは極めて難しいということ。日華化学は当時、洗濯機の急速な普及の中、一般家庭用洗剤に事業機会を広げようと研究開発を行い、1962 年に「サンレックス・ブルー」という商品を発売した。繊維産業で培った界面活性剤の技術・ノウハウを存分につぎ込み、品質面で大手の洗剤メーカー（花王やライオン）を凌駕するとの自信を持って投入したものの、品質より知名度が優先される BtoC 市場において消費者の心を掴むことはできずに完敗、5 年余りで撤退を余儀なくされた。現在、日華化学は「化粧品」事業やクリーニング業界向け洗剤事業を手掛けるが、当時の教訓を胸に BtoB 事業のみ行う方針を採っている。

## コンサルティング・セールスを重視

幹男氏は営業活動の際、コンサルティング・セールスという考え方を重要視してきた。繊維産業のサプライチェーンには紡ぐ、織る、染める、洗うなど様々な工程を手掛ける企業がそれぞれ存在し、異なる材料・製造環境・機械（装置）などで生産を行っている。各工場で異なる課題を持っており、日華化学は課題解決の際、現場で何が起きているのかを検証し、研究開発部門にフィードバックした上で顧客に最適な製品を開発することによって、結果として技術・ノウハウを蓄積してきた。これが「技術を売る」ことを標榜する同社の事業モデルである。創業者・清喜氏の教え、すなわち「わが社は製品を売るにあらずして、技術を売る」を忠実に体现し、会社を成長軌道に乗せた立役者が幹男氏といえるだろう。

## 海外事業の基盤整備を進める

1958 年に営業部長に就任し、1959 年に清喜氏の娘と結婚し江守姓となっていた幹男氏は、1960 年代半ばより海外事業の基盤整備に乗り出した。当時、日本では繊維産業が盛んであったが、安価な人件費を武器に韓国・台湾、更に中国といった近隣のアジア諸国にも、繊維産業が興隆する兆しが出始めた頃であった。幹男氏は繊維産業における日本のシェア低下に危機感を覚える一方、海外には大きなビジネスチャンスが眠っていると考え、積極的に拠点を立ち上げる。最初の 1965 年前後の韓国ではやや蹢いたものの、1968 年に台湾、1971 年に再び韓国、1974 年タイ、1975 年インドネシア、1977 年フィリピン、1988 年香港と、次々に合弁会社を設立した。なお、幹男氏は 1977 年、創業者に代わり社長に就任している。

## 「家族的経営」を創業者より引き継ぐ

日華化学の海外展開の特徴は、「家族的経営」の考え方を貫き、合併相手との信頼関係を構築するまで辛抱強く待つ姿勢である。合併先とのその後の良好な関係維持が海外の業容拡大に寄与した背景には、創業者・清喜氏の重視した「家族的経営」の手法を海外でも適用した幹男氏の手腕があったといえるだろう。1987 年、幹男氏が制定したモットー、「創造と雄飛」がある。「創造」は独自の研究開発を重視する姿勢、「雄飛」は海外も含めた成長への姿勢を示しており、当時の経営の方向性を的確に表している。

## 企業成長を先頭に立って牽引

以上、述べてきたように創業者の後を継いだ江守幹男氏は、類まれなる強靱なバイタリティを背景にしながら、創業者の経営手法を忠実に体现し、企業成長を先頭に立って牽引した。まさに日華化学の中興の祖と位置付けられる。

## 1993 年名証に上場、現在は東証スタンダード市場に上場

日華化学は 1993 年に名古屋証券取引所に上場。その後 2015 年東証 2 部に上場。2016 年に東証 1 部に指定。2022 年から東証プライム市場に移行したが、今後も上場基準を安定的に満たすことができるか不明であったことから、2023 年より東証スタンダード市場に移行した。

図表 26. 日華化学の沿革

| 年月       | 事項                                                                                   |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 1941年9月  | 日華化学工業株式会社を設立。(合資会社日華化学工業所を株式会社組織に変更。)                                               |
| 1958年11月 | クリーニング用粉末石鹼を開発。クリーニング分野に進出。                                                          |
| 1963年7月  | 株式会社日華化学輸送部を設立。(1990年6月、株式会社ニッカエンタープライズに商号変更。)                                       |
| 1964年4月  | 金属用洗剤を開発。金属工業分野に進出。                                                                  |
| 1965年5月  | 製紙用消泡剤を開発。紙パルプ分野に進出。                                                                 |
| 1968年5月  | 台湾に合併会社 台湾日華化学工業股份有限公司を設立。                                                           |
| 1971年5月  | 大韓民国に合併会社 三慶日華化学株式会社を設立。(1974年1月、韓国精密化学株式会社に商号変更、2002年1月、NICCA KOREA CO.,LTD.に商号変更。) |
| 1974年1月  | タイ王国に合併会社 SIAM TEXTILE CHEMICAL CO.,LTD.を設立。(2009年5月、STC NICCA CO.,LTD.に商号変更。)       |
| 1974年10月 | インドネシア共和国に合併会社 PT.INDONESIA NIKKA CHEMICALS を設立。                                     |
| 1980年4月  | 殺菌消毒剤を開発。医薬品分野に進出。                                                                   |
| 1982年8月  | デミ化粧品製造所を完成。頭髮化粧品分野に進出。                                                              |
| 1987年12月 | 紙パルプ関連事業強化のため株式会社サンファイバーを設立。                                                         |
| 1988年4月  | アメリカ合衆国に合併会社 NICCA U.S.A.,INC.を設立。                                                   |
| 1988年5月  | 中華人民共和国香港特別行政区に香港日華化学有限公司を設立。                                                        |
| 1988年6月  | 商号を日華化学株式会社に変更。                                                                      |
|          | 中華人民共和国香港特別行政区に香港日華化学有限公司出資による合併会社 UJT NIKKA CHEMICALS CO.,LTD.を設立。                  |
| 1989年4月  | 日華化学株式会社関東工場(1959年11月設立)、日華化学株式会社大阪工場(1981年5月設立)を吸収合併。                               |
| 1989年10月 | 福井県福井市に総合研究所を開設。                                                                     |
| 1993年3月  | 福井県坂井郡坂井町に日華バイオ研究所を開設。                                                               |
| 1993年4月  | 中華人民共和国に合併会社 広州日華化学有限公司を設立。                                                          |
| 1993年9月  | 名古屋証券取引所市場第二部に株式を上場。                                                                 |
| 1995年7月  | 中華人民共和国に合併会社 杭州日華化学有限公司を設立。                                                          |
| 1995年10月 | 医薬品及びヘアケア化粧品メーカーである山田製薬株式会社の全株式を取得し子会社化。                                             |
| 1996年3月  | ブラジル連邦共和国のエロキミカ染料化成有限会社に資本参加し、合併事業として開始。                                             |
| 1996年11月 | ローヌ・プーラン日華株式会社を設立。(1998年4月、ローディア日華株式会社に商号変更、2014年1月、ソルベイ日華株式会社に商号変更。)                |
| 2002年7月  | 福井県福井市にコスメラボ株式会社を設立。                                                                 |
| 2002年8月  | 中華人民共和国に日華化学技術諮詢(上海)有限公司を設立。(2009年5月、日華化学研究(上海)有限公司に商号変更。)                           |
| 2002年9月  | 中華人民共和国に合併会社 浙江日華化学有限公司を設立。(2017年5月、日華化学(中国)有限公司に商号変更。)                              |
| 2003年2月  | アメリカ合衆国に DEMI HAIRCARE SYSTEMS,INC.を設立。                                              |
|          | 株式会社ニッカエンタープライズを吸収合併。                                                                |
|          | ブラジル連邦共和国のエロキミカ染料化成有限会社の全株式を売却。                                                      |
| 2003年8月  | UJT NIKKA CHEMICALS CO.,LTD.を解散。                                                     |
| 2004年5月  | 株式会社サンファイバーを解散。                                                                      |
| 2004年6月  | ベトナム社会主義共和国に合併会社 NICCA VIETNAM CO.,LTD.を設立。                                          |
| 2005年8月  | DEMI HAIRCARE SYSTEMS,INC.を解散。                                                       |
| 2006年6月  | 杭州日華化学有限公司を解散。                                                                       |
| 2007年2月  | 当社アグリ事業を譲渡。                                                                          |
| 2010年2月  | 東京都港区にイーラル株式会社を設立。                                                                   |
| 2010年11月 | 茨城県神栖市に鹿島工場を開設。                                                                      |
| 2012年8月  | 大韓民国に DEMI KOREA CO.,LTD.を設立。                                                        |
| 2015年6月  | 関連会社の江守エンジニアリング株式会社の株式を追加取得し子会社化。                                                    |
|          | 石油化学製品メーカーである大智化学産業株式会社の全株式を取得し子会社化。                                                 |

|             |                                                                                    |
|-------------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 2015 年 12 月 | 東京証券取引所市場第二部に株式を上場。                                                                |
| 2016 年 12 月 | 東京証券取引所市場第一部及び名古屋証券取引所市場第一部に指定。                                                    |
| 2017 年 11 月 | 福井県福井市に NICCA イノベーションセンターを開設。                                                      |
| 2019 年 5 月  | ヘアケア化粧品メーカーである株式会社レオコスメチックの全株式を取得し子会社化。                                            |
| 2020 年 9 月  | インド共和国に NICCA INDIA PRIVATE LIMITED を設立。                                           |
| 2022 年 4 月  | 東京証券取引所及び名古屋証券取引所の市場区分の見直しにより、東京証券取引所の市場第一部からプライム市場、名古屋証券取引所の市場第一部からプレミアム市場にそれぞれ移行 |
| 2023 年 10 月 | バングラデシュ人民共和国に NICCA BANGLADESH CO.,LTD.を設立                                         |
| 2023 年 10 月 | 東京証券取引所のプライム市場からスタンダード市場に移行                                                        |

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2) 社長プロフィール

### 江守康昌氏は、幹男氏の次男

幹男氏の後継として 2001 年に社長に就任したのが、次男の現社長・江守康昌氏（1962 年～）である。以下、康昌氏のプロフィールを紹介しながら、主に 1990 年以降の日華化学について振り返ることとする。

### 学生時代はスポーツマン、得意科目は理数系

康昌氏は父・江守幹男氏（旧姓中尾）、母・江守寿恵子の間に次男として生まれ、福井にて育った。康昌氏は、中学時代は野球部、高校時代はハンドボール部で活躍するなど活発なスポーツマンであった。父・幹男氏は仕事に忙殺され家庭を不在にすることが多かったが、祖父・清喜氏に可愛がられて育ち、1970 年開催の大阪万博に連れて行ってもらったことなど楽しい思い出が多いとのことである。なお、得意科目が理数系だったこともあり、祖父の清喜氏には、「お前は日華化学を継ぐように」、と日頃から言われていた。

### 大学では化学を専攻、1985 年卒業後は三菱化成に入社

高校を卒業した康昌氏は上京し慶応大学理工学部に入社、3 年時から化学学科を専攻した。そこでは、界面活性剤や油脂化学を学ぶ研究室に所属。祖父の言葉が頭の片隅にあり、将来は家業を継ぐ心の準備が在学中から出来ていたようだ。1985 年に卒業し、三菱化成（現三菱ケミカル：4188 東証プライム）に入社。理工学部出身であったが、自分の力を発揮できる場所は営業であるとの思いに至った。その後、エンジニアリングプラスチック（以降、エンプラと略す）担当の営業として活躍した。

### 営業マンとしてエンプラに携わり生産現場の顧客ニーズに応える

三菱化成には、汎用的な石油化学製品を大量に販売する事業が多かったが、エンプラは顧客ニーズに合致した材料提案を伴う事業であり、当時としては最先端分野だった。顧客の製造現場では、金型による成型加工でプラスチック製品を大量生産しており、生産性（成型時のタクトタイム等）、型離れの良さ、成型後の残留応力の低減など、様々な顧客要求があった。こうした現場の要求に応える営業スタイルは、日華化学における繊維産業向け界面活性剤のビジネスモデルに通じるものがあり、康昌氏にとって良い経験となった。入社直後の 1985～86 年にかけて、音楽業界では楽曲の供給媒体がレコードから CD に一気にシフトする時代であり、CD 生産に使用するポリカーボネートの使用量が爆発的に伸びていった。こうしたエンプラ需要活況の中、東京では楽しい社会人生活の初期を過ごした、と康昌氏自身は回顧している。

### 1989 年、日華化学入社

1989 年に福井に戻り、日華化学に入社することとなる。当時、日華化学は名古屋証券取引所への上場準備を進めており、上場に併せて後継を担う必要があるため、父・幹男氏からの要請があったことが帰郷のきっかけであった。入社後は、東京での勤務経験を活かし、業務の効率化等を積極的に推進した。

### 米国プロジェクトに係るが上手く軌道に乗らず大きな教訓を得る

1990 年、NICCA USA にて工場が完成し、1995 年に康昌氏は新たなプロジェクトを任された。しかし、国内では経験のなかった大型の装置を導入するなど生産規模の拡大を図った結果、生産が上手く立ち上がらず、撤退の憂き目にあう。このことは、康昌氏にとって従来から日華

化学が海外生産拠点を設立する際の基本であった「小さく産んで大きく育てる」、すなわち最小限の設備からはじめ徐々に生産量を増やすという手堅い手法を採るべきである、という大きな教訓となった。

## 2001 年社長就任、「化学品」の安定成長、「化粧品」のブランド確立に尽力

康昌氏は 2001 年に社長に就任。「化学品」の海外売上高を伸ばすことで安定的な業績拡大を成し遂げたことに加え、1981 年にスタートした「化粧品」ではプロ（美容室）向けの“デミ”ブランドを確固たる地位に押し上げた。現在は、中計に掲げる 3 つの施策、すなわち（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、を推進している。特に（1）では「化学品」における EHD 製品への事業集中、並びに「化粧品」の生産能力増強に伴う事業拡大に注力する。

図表 27. 日華化学の歴代社長

| 代 |       | 社長在任期間        | 入社     |
|---|-------|---------------|--------|
| 1 | 江守 清喜 | 1941 年～1951 年 | —      |
| 2 | 久保 義隆 | 1951 年～1957 年 | 1951 年 |
| 3 | 江守 清喜 | 1957 年～1977 年 | —      |
| 4 | 江守 幹男 | 1977 年～2001 年 | 1948 年 |
| 5 | 江守 康昌 | 2001 年～現在     | 1989 年 |

出所：有価証券報告書よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 7. 企業 DNA と模倣困難性

### 1) ポジショニング理論

#### 集中戦略、差別化戦略を採る

マイケル・E・ポーターが唱える競争の基本戦略は、①コストリーダーシップ戦略、②差別化戦略、③集中戦略、の3つで成り立っている。このうち、日華化学の採っている戦略は、③集中戦略、そして②差別化戦略である。創立時より繊維産業全体に向けた界面活性剤の供給に集中してきた(③)。また、強靱な技術者スピリットを背景とした積極的な研究開発に加え、繊維産業サプライチェーンの様々な段階で多様な顧客の生産現場における困りごとを解決してきた技術・ノウハウを他の産業分野(クリーニング、メディカル、化粧品など)にも展開している。大手化学メーカーでは手の届かないニッチ分野にて、差別化された競争力のある製品を供給する力を持っている(②)。

#### 競合メーカーは Huntsman、明成化学工業、ミルボン、コタなど

日本を代表する総合化学メーカーには三菱ケミカルグループ(4188:東証プライム)、旭化成(3407 同)、三井化学(4183 同)、東ソー(4042 同)、住友化学(4005 同)がある。一方、繊維産業向け界面活性剤ではドイツの RUDOLF(非上場)、米国の Huntsman(HUN:NYSE)、中国の賛宇科技集団(002637:深圳証券取引所)、中国の浙江黄馬科技(603181:上海証券取引所)、明成化学工業(非上場)等が競合している。また、プロ向け化粧品分野ではフランスの L'Oreal(OR:Euronext Paris)、ミルボン(4919:東証プライム)、ナブラ、タカラベルモント、アリミノ(3社とも非上場)、コタ(4923:東証プライム)、ホーユー(非上場)等が競合企業である。

#### ニッチ分野で高シェア

日華化学は繊維業界向け界面活性剤で世界シェア7~8%(ストラテジー・アドバイザーズ推定)、クリーニング向け薬剤で国内シェア首位の30~40%(同)。また、プロ向け化粧品市場では国内シェア5%前後(同)であり、首位ミルボンに続いて形成される広い意味での2番手グループ複数社(10社超)の中に位置している。

### 2) 企業 DNA

#### 創業者・江守清喜氏は、社員を思いやり福井の産業を愛する人格者

日華化学の創業者、江守清喜氏は大阪薬専を卒業し、地元福井の繊維産業に貢献するために薬剤の製造をはじめた。しかし創業初期は、戦時の空襲、福井大地震、水害、特需景気後の油脂大暴落など、幾多の苦難が絶え間なく同社を襲った。その中で清喜氏は、「わが社は製品を売るにあらずして、技術を売る」、という信念を貫き通した。そして常に「大家族的经营」を基本とし、国内繊維産業のサプライチェーン全体に、界面活性剤を供給しながら事業の基盤を築いた。清喜氏は人格者として知られ、社員を思いやり福井の産業を愛する心を持った、誰からも慕われる人物であった。

#### 江守幹男氏は、界面活性剤の用途展開と化粧品の立ち上げにまい進

清喜氏の後継となった幹男氏は、創業者が築いた強固な事業基盤と良好な社内風土の上で、そのバイタリティを存分に発揮。繊維産業向け界面活性剤の他分野への用途展開、及び繊維産業のアジアシフトに伴う海外事業基盤の整備にまい進した。特に、「化粧品」分野に進出し、事業の柱にまで育成した功績は大きい。幹男氏は若い頃は営業マンとして新市場開拓のため猛烈に働き、その後は経営者として積極的に海外に合併会社を立ち上げた。ただし、義父である創業者・清喜氏の言葉「わが社は製品を売るにあらずして、技術を売る」、を忠実に守り、更には海外進出時においても、現地の合併企業で「大家族的经营」を実践した。

#### 企業 DNA ~「繊維産業サプライチェーンにおける顧客の様々な課題を界面活性剤の技術で解決する姿勢」

創業者の清喜氏から後継者の幹男氏に経営が引き継がれる中で形成されていった企業 DNA は、「繊維産業サプライチェーンにおける顧客の様々な課題を界面活性剤の技術で解決する姿勢」であると、ストラテジー・アドバイザーズは考える。企業 DNA に基づき事業を推進することが企業成長にとって不可欠であり、このことは日華化学にも当てはまるであろう。界面活性剤を生

業とする同社を取り巻く環境は、今後大きく変化し、顧客からの高付加価値の新たな需要が発生する可能性が高い。例えば繊維をはじめとする様々な産業において、従来からの課題である品質の向上、生産性の向上、コスト低減に加え、新たに“環境負荷の低減”という課題も加わってきている。また、現在国内が中心である「化粧品」事業の海外展開を図るうえで、髪質の違い等に伴う新たな仕様が求められるケースも想定される。その際、企業 DNA に基づき高度な研究開発を背景とした“技術”で解決する姿勢を堅持することが、新たに発生する顧客ニーズに合致した製品の開発を成功させるための条件となるだろう。

### 3) 模倣困難性

#### 模倣困難性に着目

ジェイ・B・バーニーらが提唱するリソース・バースト・ビューは、企業の経営資源やケイパビリティに注目する考え方である。これを具体的に示したものが VRIO フレームワークである。すなわち Value (経済的価値)、Rarity (希少性)、Inimitability (模倣困難性)、Organization (組織) について検討するべきとしている。ストラテジー・アドバイザーズでは、このうち模倣困難性に特に着目している。

#### 「界面活性剤メーカーとして、現場を重視して長期間に渡り脈々と積み上げた技術・ノウハウを基にした豊富な製品ラインアップと新製品開発力」

日華化学の模倣困難性は、「界面活性剤メーカーとして、現場を重視して長期間にわたり脈々と積み上げた技術・ノウハウを基にした豊富な製品ラインアップと新製品開発力」と、ストラテジー・アドバイザーズは考える。ここで現場とは、繊維産業などにおける各製造工程、更にはクリーニング工場、美容室などを指している。石油化学製品を中心に販売する大手化学メーカーは、汎用的な化学品を顧客に大量に供給するビジネスモデルとなっている。しかし、化学製品の中でも界面活性剤メーカーは、各産業の様々な顧客において、材料・周辺環境・機械設備等を考慮してカスタマイズされた極めて多品種の化学品を供給するのがビジネスモデルである。この前提条件を念頭に、日華化学の模倣困難性についての補足説明を行う。

#### 福井の繊維産業に寄り添うことで技術・ノウハウを蓄積

繊維産業向け界面活性剤を手掛ける企業は、中国等のアジアを中心に世界的にも数多い。ただし、その中でも日華化学は福井の繊維産業への貢献から始まり、その後は業容を全国の繊維産業に拡大し、顧客に寄り添い薬剤を供給してきた。よって、高度な研究開発（シーズ）に加え、生産現場での課題解決（ニーズ）に貢献する技術力には優位性がある。繊維産業に携わる長い歴史の中で着々と積み上げた多様な技術・ノウハウは、繊維加工用薬剤を現在、約 2,000 品種も保有するという事実にも現れている。また、こうした技術・ノウハウを他の産業分野に横展開する動きは、競合他社では限定的である。換言すれば、技術を横展開するための製品開発力には模倣困難性があるとみる。

#### 化粧品は、繊維産業における技術・ノウハウを毛髪に活かして品質差別化

また頭髮化粧品分野には、BtoC 事業も手掛ける大手メーカーも多い。日華化学は、品質を重視するプロ（美容室）向けに特化している。繊維産業における精練・染色・仕上げなどで長期間掛けて培った技術・ノウハウを毛髪に活かすことで品質での差別化に成功。現在、同社は 3,000 種類を超える膨大なレシピを持っており、顧客要求や毛髪の質に合わせた、きめ細かい対応を可能としている。こうした製品開発力には、模倣困難性が存在する。

#### 技術重視と大家族的経営の伝統が活きる

このような模倣困難性が確立された背景には、企業 DNA の中に示した“顧客の課題を技術で解決する姿勢”がある。加えて、「大家族の経営」により社員が獲得したノウハウを結集し、協力して新規の技術開発に繋げる伝統が活きているといえよう。

## 8. 事業モデル ～「界面カガク」を多用途に展開

### 界面活性剤とは？

日華化学が手掛ける界面活性剤とは、固体と液体、液体と気体など、性質が異なるもの同士が隣り合って存在する場合、その境界を表す“界面”において機能を発揮し、界面の性能を高める化学物質の総称である。異なるもの同士とは、例えば液体と固体、気体と液体などであるが、液体と液体（例えば水と油など）も含む。

### 例えば、水と油が溶け合ったような状態にできる

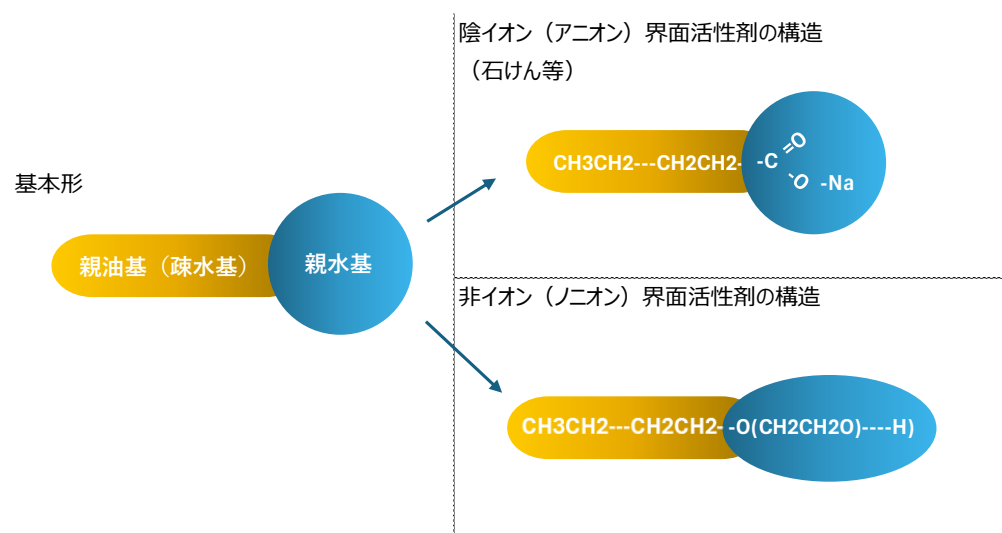
具体例として水と油を挙げる。界面活性剤は1つの分子（化学構造）の中に水に溶けやすい部分（親水性）と水に溶けにくい部分（疎水性）を併せ持つように構成されている。まず水と油を混ぜようとする、最初は互いに分離している。そこで次に界面活性剤を投入すると、界面活性剤は水と油の界面に集まり配列される。その並び方は、疎水性の部分は油の中に、親水性の部分は水の中に向いて配列される。すなわち、自然に界面活性剤は水と油の界面に規則正しく配列され、安定な状態に落ち着く。外からは、水と油があたかも溶け合ったように見えるが、これを乳化したと呼ぶ。

### 「乳化」のほかにも様々な機能

界面活性剤には、次のような機能がある。

- A) 乳化/分散：乳化は、水と油のように本来混ざらない液体同士を混ぜて均一な状態にすること。分散は、もともと固まっている（集まっている）粒子や物質を液体などの中に細かくバラバラにして、均一な状態にすること。
- B) 洗浄：界面活性剤が水と油の両方に馴染む性質を利用して、汚れ（油分など）を包み込み、水中に分散させて洗い流しやすくする働き。
- C) 湿潤/浸透：水の表面張力を下げて、液体が固体表面や繊維のすき間などに広がりやすくし、内部まで染み込みやすくする働き。
- D) 起泡/消泡：起泡は泡を作りやすくして安定させ、消泡は泡を壊して消しやすくする。
- E) その他（柔軟化、帯電防止、防錆、均一な染色、染料の固着、殺菌など）

図表 28. 界面活性剤の構造



出所：各種資料をもとに、ストラテジー・アドバイザーズ作成

## 1) コア技術は繊維産業で培われた

### 「界面カガク」メーカーを標榜

日華化学は界面活性剤の事業展開を説明する際、“我々は「界面カガク」メーカーである”と標榜している。「界面カガク」とは、科学（Science）と化学（Chemical）の両面からのアプローチで、様々なモノの境界面や表面をコントロールする技術と同社は定義づけている。

### 界面活性剤は繊維産業以外でも幅広く使われる

同社のコア技術は 80 年以上に渡って繊維産業を始めとする様々な産業の中で培われてきた。そして繊維産業はアパレル、インテリアなど更に川下の各業界へと繋がっている。衣類等の素材としてはウール、絹、木綿、麻、そして種々の合成繊維が知られている。製造工程では紡糸や紡績の工程、織物や編物の工程、布地を洗う精練工程、染色工程、及び仕上げ工程で、多くの種類の界面活性剤が使用される。また、繊維にハリを持たせたり、柔軟性を与えたり、帯電や毛玉を防止したり、撥水性を付与したりするための仕上げ剤にも界面活性剤が使用される。こうした界面活性剤の技術は、繊維以外にも製紙、クリーニング、医療・健康、その他特殊用途、化粧品など幅広く展開されている。

### <「化学品」は繊維以外にも需要が拡大>

#### 製紙業界

製紙業界では、素材であるセルロースに対して柔軟性付与、洗浄、印刷工程におけるインク定着といったニーズがあり、界面活性剤が使用されている。また、回収された古紙からインクを除去する脱墨などにも界面活性剤が使われる。

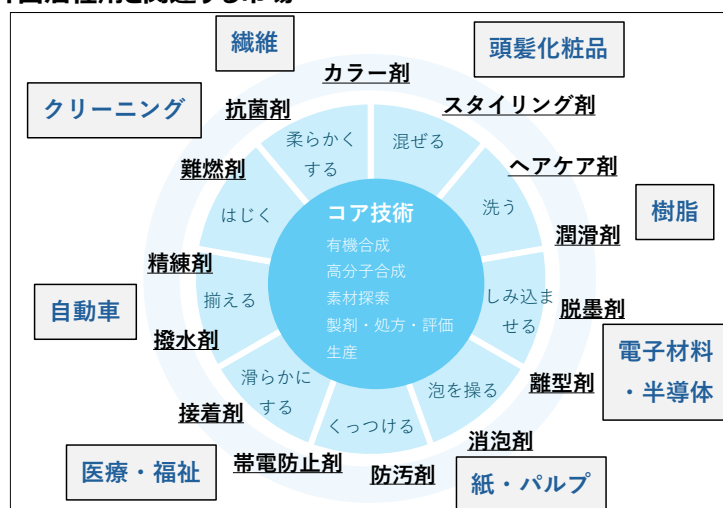
#### クリーニング業界

クリーニング業界では、クリーニング店におけるドライ洗浄向け、ウェット洗浄向けをはじめ、コインランドリーや施設（病院・ホテル等）などで、洗剤として界面活性剤が使われる。同社は業務用に特化したビジネスを展開している。業務用では、洗浄力のもとより消臭、抗菌、泡コントロール、柔軟性付与、帯電防止など、様々な要求が存在する。日華化学は高度な研究開発力に加え、現場における課題解決力に強みを持っている。

#### その他

その他では、医療機器業界で洗浄・消毒のニーズ、自動車業界でカーシートに対する難燃・耐久性のニーズ等があり、ここにも界面活性剤の活躍の場が存在している。また、界面活性剤を添加物として含有するクーラント剤は、半導体のウェハ加工時に冷却用として利用される。また、同技術を応用し、金属業界における加工時やゴム業界における加工時にも、用途が拡大している。またクーラント剤を足掛かりとして、半導体業界では製造工程（中工程）で使用される各種の界面活性剤についても、拡販が進んできた。

図表 29. 界面活性剤と関連する市場



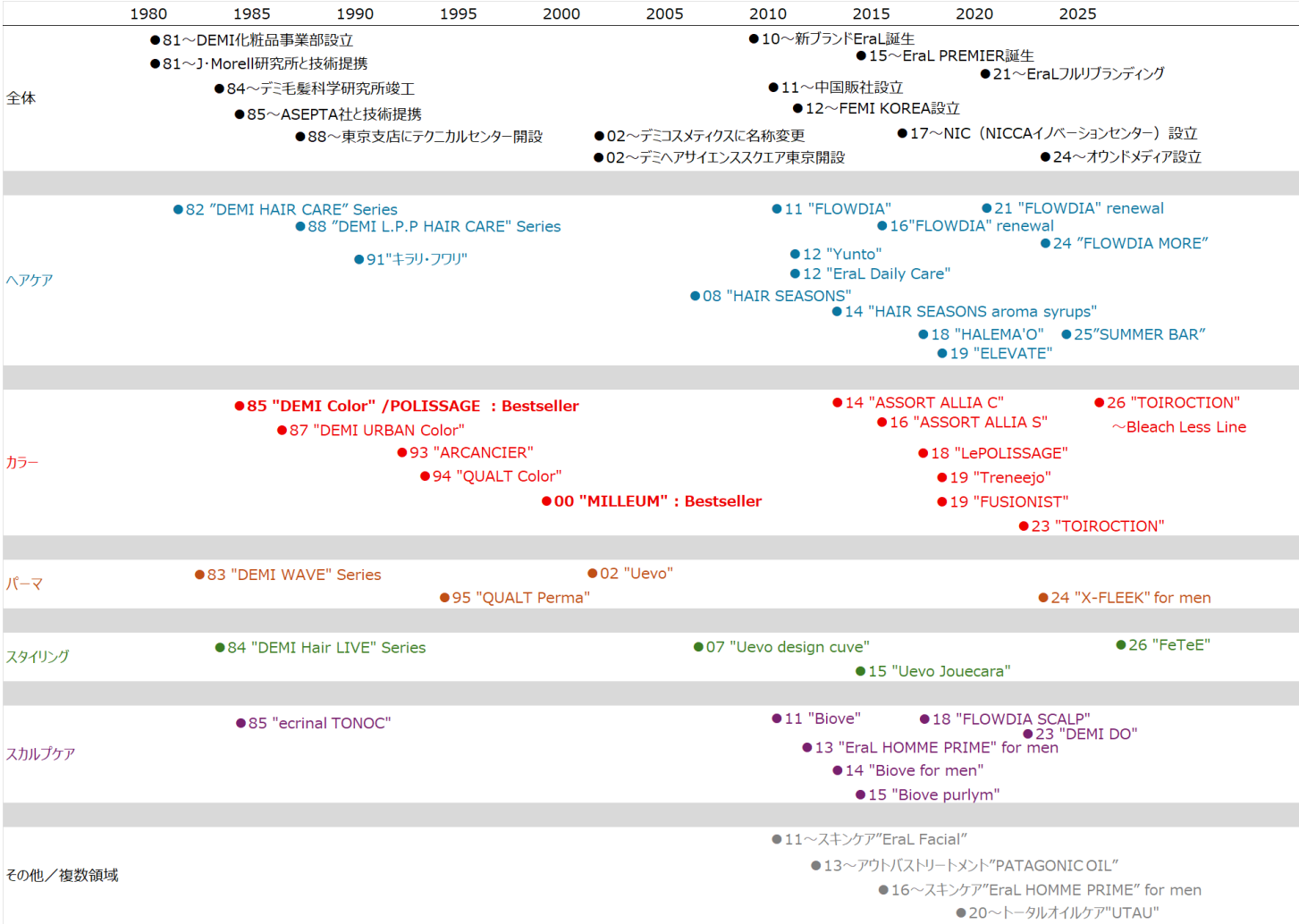
出所： 会社ホームページを元に、ストラテジー・アドバイザーズ作成

＜「化粧品」では培った技術を毛髪に適用＞

美容室向け BtoB 事業に特化

化粧品分野では、BtoC 事業も手掛ける大手メーカーも数多い。その中で日華化学は、品質を重視するプロ（美容室）向け頭髮化粧品の BtoB 事業に特化している。繊維産業における精練・染色・仕上げなどで培った技術・ノウハウを毛髪に活かすことで品質での差別化に成功。顧客要求や毛髪の質に合わせた、きめ細かい対応が高い新製品開発力により可能となっている。髪のプロフェッショナルである美容師からのフィードバックも踏まえた科学的な分析・研究により 3,000 以上のレシピを保有することが強みである。国内は自社ブランド「デミ」、「イーラル」を掲げて美容室に拡販中である。また、自社レシピを活用した ODM 製品も展開している。同社の化粧品はヘアケア剤（スカルプケア含む）、パーマ剤、カラー剤、スタイリング剤、その他に分類されるが、ヘアケアの比率が高い。ただし、収益性ではカラー剤がやや高くなっている。

図表 30. 化粧品ブランド・製品の推移



注：EraLと記載のない製品名は全て DEMI コスメティクスの製品である  
出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

ヘアケア剤・スタイリング剤は化粧品、  
カラー剤・パーマ剤は医薬部外品

ヘアケア剤（シャンプー、トリートメント）とスタイリング剤（スプレー、ワックス、ムース）は主に毛髪の表面に作用するため、“化粧品”に分類される。一方で、カラー剤とパーマ剤は“医薬部外品”に分類され、カラー剤は付加価値が高い。“医薬部外品”とは“医薬品”と“化粧品”の中間的性質を持ち、厚生労働省が効果を認めた有効成分を一定の範囲内で配合し、人体に対して緩やかな作用を有する製品を指す。カラー剤は毛髪内に染料を入れ、パーマ剤は毛髪自身を変形させ

## 自社ブランド、デミコスメティクスで 様々な商品ラインアップを展開

るため“医薬部外品”と位置付けられ、日華化学で製造される。一方、ヘアケア剤とスタイリング剤の製造は日華化学と子会社・山田製薬が行い、一部外注にも依存している。

日華化学のブランドであるデミコスメティクスには、様々な商品ラインアップ（サブブランド）がある。ヘアケア剤なら FLOWDIA（フローディア）、パーマ剤なら FLOWDIA MORE（フローディアモア）や uevo（ウェーボ）、カラー剤では TOIROCTION（トイロクション）、スタイリング剤では uevo design cube（ウェーボデザインキューブ）が代表例。なお、同社は 2010 年、デミの更に上位ブランドであるイーラルを創設した。研究開発面では 1984 年にデミ毛髪科学研究所を立ち上げ、時代の変遷とともに変化する顧客ニーズを捉え、定期的に商品ラインアップを刷新する。

## 2) 生産拠点と研究開発拠点

### 「化学品」は国内外に拠点を展開

「化学品」の生産拠点は、国内が鯖江工場、鹿島工場、大智化学（子会社）。海外拠点は中国（浙江省、広東省）、韓国、台湾、ベトナム、タイ、インドネシア、米国。生産高に占める国内比率は 3～4 割程度である（大智化学除き、ストラテジー・アドバイザーズ推定）。

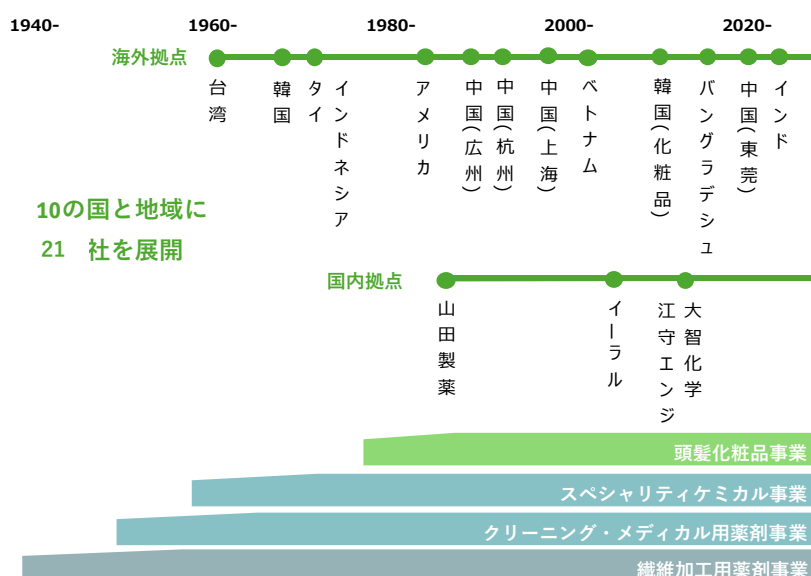
### 鯖江工場はマザー工場の位置づけ

国内では 1986 年操業開始の鯖江工場が、バッチ生産方式にて多品種の界面活性剤を生産しており、グループ内におけるマザー工場と位置づけられる。技術部が常駐し、高度なノウハウを有している。一方、鹿島工場は中間体など界面活性剤の基礎原料を中心に生産している。大智化学は半導体の基板となるシリコンウエハ加工用クーラント剤を手掛け、千葉県山武市に工場を構える。海外は現地需要向け製品の生産を主に手掛けており、生産能力の規模では中国が群を抜いて大きく、次いでインドネシア、韓国、台湾、ベトナム、タイ、米国の順（ストラテジー・アドバイザーズ推定）となっている。

### 「化粧品」は本社と山田製薬で生産

「化粧品」（頭髮化粧品）の生産拠点は本社工場と山田製薬（工場は茨城県霞ケ浦）である。生産能力が不足しており、外注での委託生産も活用する。また、イーラルも美容室チャネルで頭髮化粧品の販売を手掛けている。なお、美容室への技術教育はデミ、イーラル共にを行っている。

図表 31. 日華化学の拠点展開



出所：会社資料をもとにストラテジー・アドバイザーズ作成（2026 年 8 月末時点）

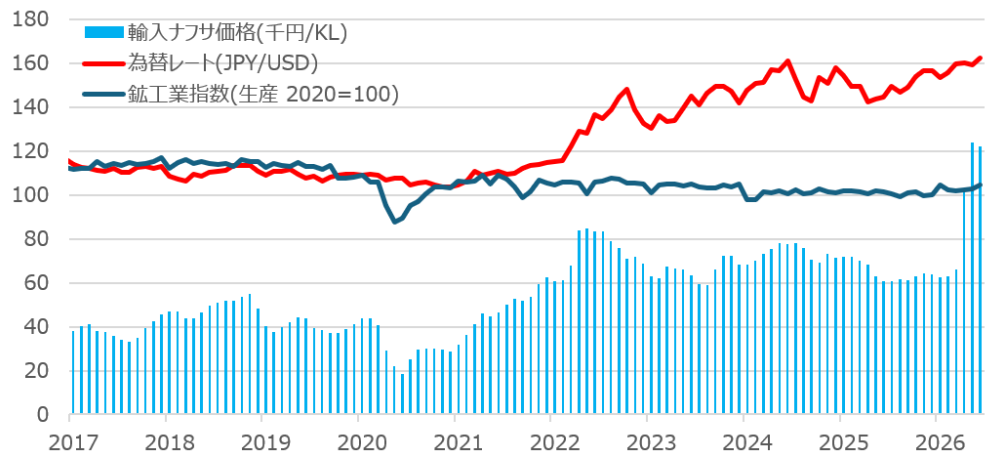
## 新工場では、まず本社工場生産分を移管、次に外注生産分を取り込む

2027 年の新工場「福井スマートファクトリー」では、DX 化を含めた生産能力向上を計画している。稼働後は、まず本社工場の生産を滞りなく移管し、加えて外注での委託生産分を取り込む（本社工場の稼働は停止）。その後、自社ブランドの新製品生産や新規 OEM 製品の獲得を通じて、稼働を上げていく方向で進める。一方、山田製薬（霞ヶ浦）では現在の少量多品種中心の生産体制を維持し、ODM 製品を主力として稼働率を大きく変動させない方針を採る。

## 小規模な釜でのバッチ生産により多品種の生産を実施

生産工程は「化学品」、「化粧品」とも概ね共通しており、小規模な釜（攪拌機付き混合層）にて多様な界面活性剤のバッチ生産を行いコンテナ、ドラム、一斗缶、あるいはプラスチック容器などに充填して出荷する。ここでは製造現場における各製品のレシピ（原料、攪拌条件、時間など）にノウハウが結集されている。釜の数は多く大きさは様々であり、多品種に対応するために、例えば一つの釜に注目すれば、「製品 A 生産」→「洗浄」→「製品 B 生産」…といったサイクルが回る。このように、短期間で生産品目の入れ替えを行うことができる体制が構築されている。なお、同社は原料としてナフサを調達しているが、原価に占める比率がさほど高いわけではない。

図表 32. ナフサ価格の推移



出所：経済産業省、ストラテジー・アドバイザーズ作成

## 鯖江工場では DX 化に取り組む

「化学品」のマザー工場と位置づけられる鯖江工場では、DX 化に向けた取り組みを推進中である。人員不足や老朽化設備の更新などのタイミングで、一部の工程に自動化のためのロボットの導入などを検討している。ただし、同社の製品は少量多品種生産が特徴であるため、自動化が生産性向上の効果を上げにくいという問題もある。今後、AI によって生産工程から抽出されるビッグデータを活用する必要があると考えられる。海外工場や化粧品新工場への展開も含めて、中長期的な視点での全社的な取り組みが求められよう。

## 研究開発は NIC に集約

研究開発拠点は本社敷地内に 2017 年に設立された NIC（Nicca Innovation Center）が中心となる。NIC は、「化学品」の界面科学研究所、「化粧品」の毛髪科学研究所を備え、イノベーションを社内外問わずオープンな空間・姿勢で活性化させることで、新しい価値創造を図っていきたいとの基本思想のもとに設計されている。建屋内には広く明るいオープンスペースが広がり、「楽しく働く場」を意識して設計された研究所である。外部から研究機関、顧客を招いて共創の場として有効に活用されている。同社は単体人員のおよそ 4 人に 1 人が研究開発に従事しており、「研究開発型」企業を標榜している。よって、若い技術者を獲得する上で、「イキイキと充実感を持って働ける職場を提供することは重要」、との会社の思いが伝わる先進的な研究所である。

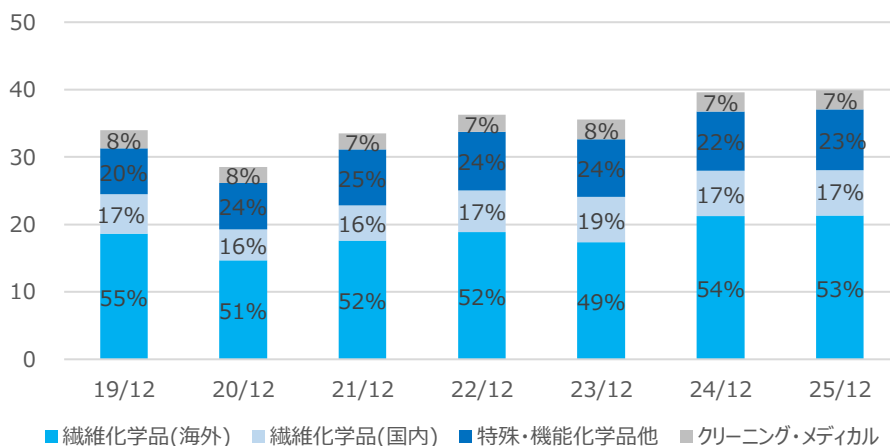
## 9. セグメント別の業績推移

### 1) 化学品

#### 3 事業によって構成

「化学品」セグメントは繊維化学品、スペシャリティケミカル（特殊・機能化学品）、クリーニング＆メディカルで構成。全社売上高に占める構成比（25/12期）は「化学品」全体で72%。

図表 33. 化学品の事業別売上高推移（十億円）：構成比はセグメント内

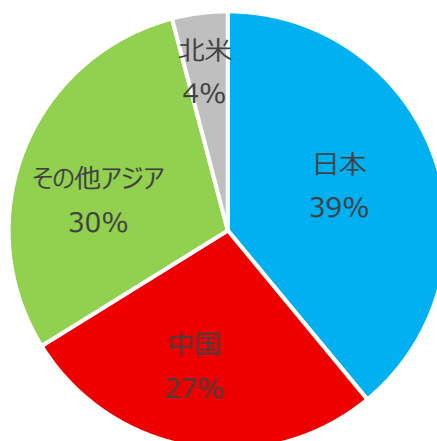


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

#### 繊維化学品

繊維化学品には、実際の繊維生産サプライチェーンで使用される中間工程用薬剤（精練剤、染色助剤など）、繊維製品に機能を付加する仕上げ工程用薬剤（撥水、難燃、抗菌など）、及び家具などに使用する合成皮革・人工皮革用薬剤（ウレタン系コーティング剤）がある。成長性の高い EHD 製品として繊維加工用薬剤に属する環境配慮型工程薬剤（スマートダイニングプロセス＝水使用量の少ない染色工程を実現、を含む）、機能加工用薬剤に属するフッ素フリー系撥水剤等があり、今後の需要拡大が期待される。なお、繊維化学品売上高における地域構成比は海外76%、国内24%である。

図表 34. 化学品の地域別売上高（25/12期実績）



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## スペシャリティケミカル

スペシャリティケミカルには、紙・パルプ用薬剤（脱墨剤、柔軟剤、顕色剤など）、金属・ゴム加工用薬剤（洗浄剤、離型剤など）、機能用中間体・モノマー（アルキレンオキサイド付加体など）、機能ポリマー（水系ポリウレタン樹脂、フッ素樹脂など）、半導体生産工程用薬剤（水系クーラント剤など）がある。成長性の高い EHD 製品として、自動車シート用の水系ポリウレタン樹脂、大智化学が手掛けるウェハ加工向け水系クーラント剤などがあり、今後の需要拡大が期待される。なお、スペシャリティケミカル売上高に占める国内比率は海外よりも高い。

## クリーニング&メディカル

クリーニング&メディカルは、ホーム&リネン用薬剤（洗浄剤、柔軟剤など）、医療機器用薬剤（洗浄剤、消毒剤など）、環境衛生用薬剤（手指消毒剤、抗菌抗ウイルス剤など）がある。EHD 製品としてリネン用薬剤等がある。クリーニング&メディカルは、国内市場を中心に事業を展開している。新型コロナウイルス感染の拡大で一時的な需要の拡大があったものの、インバウンド需要が減少。近年は主力のクリーニング薬剤が伸び悩む中、ホテル向けリネン薬剤が増加しており、インバウンド需要の動向に一部影響を受ける状況となっている。

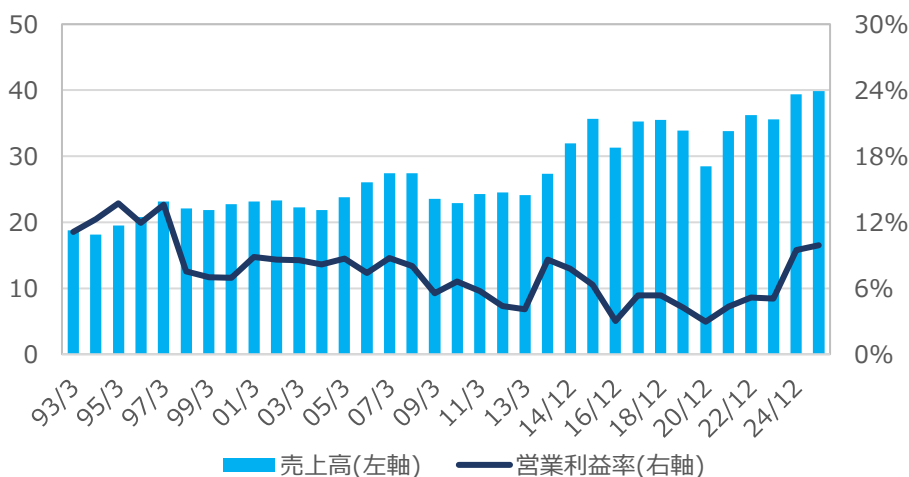
## 売上高の推移

セグメント売上高は 96/3 期に 200 億円に到達した後、13/12 期まで 200 億円台での足踏みが続いた。14/12 期に 300 億円台を突破して以降の 10 年間は、新型コロナ影響の色濃かった 20/12 期の一時的落ち込みを除けば、310～360 億円のレンジで推移していた。24/12 期は EHD 製品構成比の上昇等を背景として、売上高が YoY10.6%増の 394 億円にジャンプアップ。25/12 期も 399 億円と高水準を維持した。

## 営業利益の推移

セグメント営業利益率は 97/3 期まで 10%超。以降は概ね 7～10%のレンジが継続し、09/3 期からは 13/12～14/12 期を除き 5%前後に水準を切り下げた。16/12 期以降は 3～5% 台のレンジでの推移だったが、24/12 期は EHD 製品構成比の上昇もあり 9.5%に上昇した。25/12 期も 9.9%と更に伸び、2 桁の大台が目前に迫っている。

図表 35. 化学品の売上高・営業利益率の推移（十億円、%）



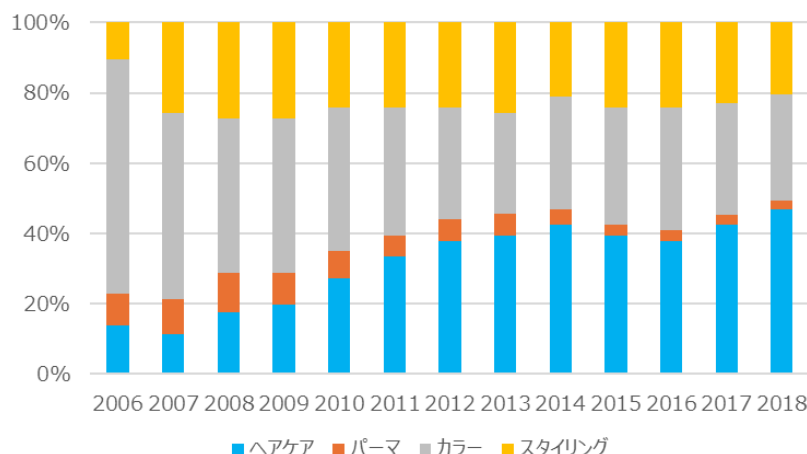
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2) 化粧品

### 4つの製品群に分けられる

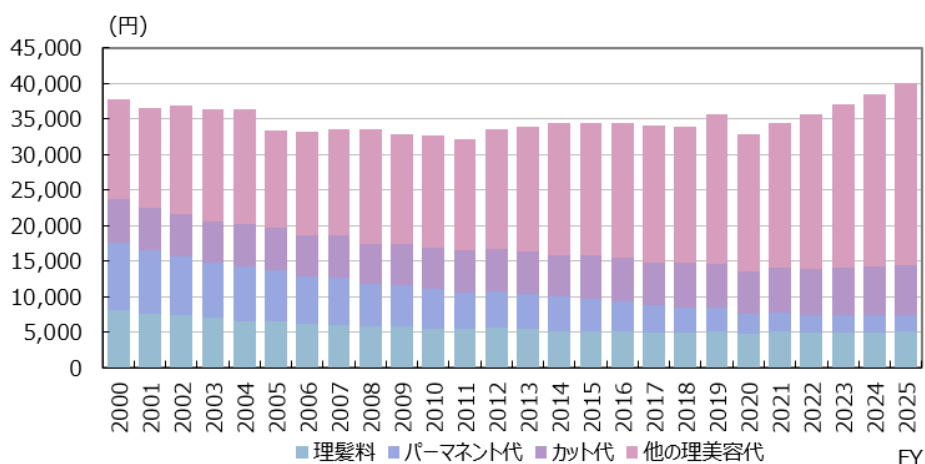
「化粧品」セグメントは、ヘアケア剤（スカルプケア含む）、パーマ剤、カラー剤、スタイリング剤の製品群に分けられるが、売上高構成比の開示は19/12期以降なくなっている。なお、国内における理美容サービスの世帯支出額推移（出所：総務省家計調査）をみると、2005年以降横ばいが継続していたが、2021年以降は増加傾向となっていることがわかる。牽引しているのは「他の理美容代」（トリートメントメニュー等のサービスメニュー含むと推定）である(図表37参照)。

図表 36. 化粧品の売上高に占める製品別構成比（～18/12期）



出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

図表 37. 理美容サービスの世帯支出額推移（二人以上の世帯）



出所：総務省『家計調査』より戦略・アドバイザーズ作成

### カラー・パーマ：医薬部外品に区分

一般的な製品区分でカラー剤とパーマ剤は「医薬部外品」に属し（8章参照）、カラー剤は収益性が高いようだ。同社は従来よりカラー剤に強みを持っていたが、ヘアケア剤への注力、及び競争環境激化により、売上高に占めるカラー剤の構成比は近年やや減少していた。23年に同社は「TOIROCTION」を発表。26年には同ブランドの新製品ラインアップも発表し、強化中である。

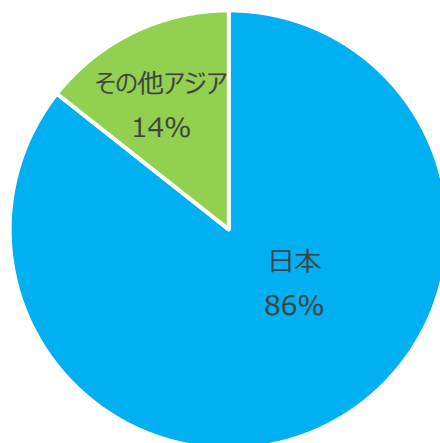
### ヘアケア・スタイリング：化粧品に区分

一方、製品区分では「化粧品」に属するヘアケア剤とスタイリング剤にも安定した需要がある。同社は2007年頃、店頭販売品に注力する戦略を採った。よって近年は売上高に占めるヘアケア剤の比率が上昇傾向にあるとみられる。

## 地域別

地域別の売上高構成比は国内 86%、海外（韓国など）14%となり、国内向けが主体となっている。ただし、海外比率は 5 年前の 20/12 期における 11%から 3 ポイント上昇しており、徐々にではあるが成長ドライバーとして存在感を増してきたといえる。

図表 38. 化粧品品の地域別売上高（25/12 期実績）



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

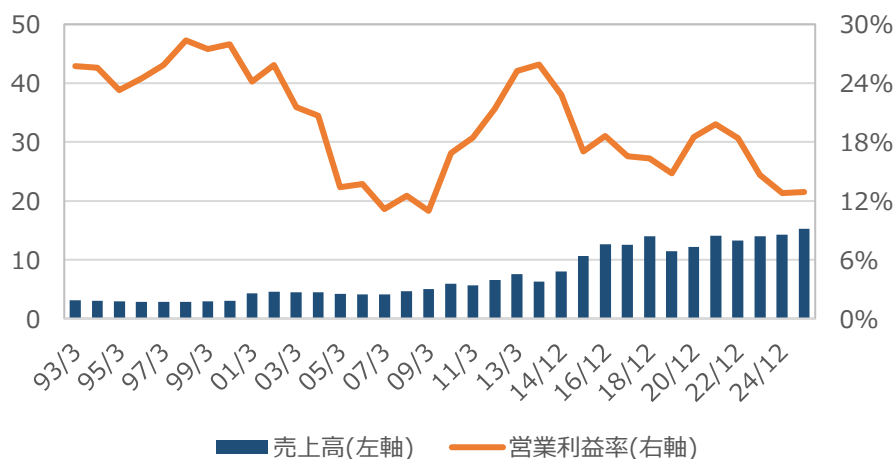
## 売上高の推移

セグメント売上高は 1990 年代の 30 億円前後から、01/3 期に 40 億円に到達した。2000 年に市場投入したカラー製品のヒットを受け、カラー剤が牽引して 09/3 期に 50 億円を突破した。市場規模の大きいヘアケア剤に注力することで 15/12 期に 100 億円を超え、その後も順調に成長。25/12 期は ODM の好調もあり、過去最高の 153 億円（YoY6.9%増）となった。

## 営業利益の推移

セグメント営業利益率は付加価値の高いカラー剤に強みを持っていたこともあり、従前から 22/12 期まで概ね 15%を超えていた。ただし、27 年新工場稼働を見据えた営業・マーケティングの戦略的コスト増、販売関連費増、原材料コスト高騰の影響を主因に、近年は利益率の水準が切り下がってきている。24/12 期は 12.8%、25/12 期は 12.9%という実績であった。

図表 39. 化粧品品の売上高・営業利益率の推移（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

# 日華化学 | 4463 (東証スタンダード)

図表 40. セグメント別推移 (年度)

| (百万円)            | 18/12         | 19/12         | 20/12         | 21/12         | 22/12         | 23/12         | 24/12         | 25/12         | 26/12<br>会社予想 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>売上高</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>55,705</b> | <b>64,000</b> |
| 化学品              | 35,502        | 33,890        | 28,496        | 33,773        | 36,268        | 35,605        | 39,378        | 39,894        | 48,200        |
| 化粧品              | 13,977        | 11,399        | 12,175        | 14,087        | 13,265        | 13,977        | 14,271        | 15,259        | 14,800        |
| その他              | 708           | 901           | 506           | 612           | 1,093         | 586           | 449           | 550           | 1,000         |
| <b>営業利益</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>3,847</b>  | <b>5,400</b>  |
| 化学品              | 1,905         | 1,441         | 842           | 1,460         | 1,861         | 1,803         | 3,724         | 3,948         | 5,800         |
| 化粧品              | 2,285         | 1,687         | 2,250         | 2,794         | 2,438         | 2,044         | 1,822         | 1,966         | 1,700         |
| その他              | 63            | 99            | 43            | 72            | 129           | 64            | 58            | 90            | 50            |
| 消去等              | -1,951        | -1,831        | -1,720        | -1,873        | -1,801        | -1,871        | -2,085        | -2,158        | -2,150        |
| <b>営業利益率 (%)</b> | <b>4.6%</b>   | <b>3.0%</b>   | <b>3.4%</b>   | <b>5.1%</b>   | <b>5.2%</b>   | <b>4.1%</b>   | <b>6.5%</b>   | <b>6.9%</b>   | <b>8.4%</b>   |
| 化学品              | 5.4%          | 4.3%          | 3.0%          | 4.3%          | 5.1%          | 5.1%          | 9.5%          | 9.9%          | 12.0%         |
| 化粧品              | 16.3%         | 14.8%         | 18.5%         | 19.8%         | 18.4%         | 14.6%         | 12.8%         | 12.9%         | 11.5%         |
| <b>設備投資</b>      | <b>4,134</b>  | <b>3,816</b>  | <b>1,461</b>  | <b>1,691</b>  | <b>1,295</b>  | <b>1,349</b>  | <b>4,172</b>  | <b>12,139</b> | -             |
| 化学品              | 3,779         | 3,364         | 914           | 1,093         | 813           | 1,128         | 838           | 1,648         | -             |
| 化粧品              | 307           | 411           | 480           | 257           | 213           | 114           | 3,247         | 10,438        | -             |
| その他・消去等          | 48            | 41            | 67            | 341           | 269           | 107           | 87            | 53            | -             |
| <b>減価償却費</b>     | <b>1,982</b>  | <b>2,234</b>  | <b>2,768</b>  | <b>2,500</b>  | <b>2,417</b>  | <b>2,269</b>  | <b>2,224</b>  | <b>2,128</b>  | -             |
| 化学品              | 1,450         | 1,702         | 2,192         | 1,916         | 1,867         | 1,706         | 1,699         | 1,657         | -             |
| 化粧品              | 432           | 441           | 487           | 500           | 449           | 454           | 408           | 362           | -             |
| その他・消去等          | 100           | 91            | 89            | 84            | 101           | 109           | 117           | 109           | -             |

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

10. 中期経営計画「INNOVATION30」

中計は「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

日華化学は 2024 年 7 月 31 日に、2035 年を最終年度とした「中長期グループ成長シナリオ」をリリースしている。2026 年 2 月に公表された現在進行中の中計「INNOVATION30」は、同「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、「成長シナリオ」にて示された 2035 年までに目指したい姿は、売上高のみ新中計発表時（2026 年 2 月）に増額され、従来の 750 億円から 880 億円に引き上げられた。営業利益率以下に修正はない。

1) 「INNOVATION30」の数値目標

KPI は売上高 700 億円、EBITDA90 億円

30/12 期の数値目標（以下、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。基本戦略は（a）事業拡大と成長投資、（b）財務・資本戦略の強化、（c）サステナビリティ経営、の 3 点である。既存事業を中心に飛躍的な成長を目指すと同時に、成長投資により EBITDA を伸ばす方針である。

図表 41. 「INNOVATION30」目標数値

|             | 25/12<br>実績 | INNOVATION30<br>2030 年目標 | 目指したい姿<br>2035 年 |
|-------------|-------------|--------------------------|------------------|
| 売上高         | 557 億円      | 700 億円                   | 880 億円           |
| 営業利益        | 38 億円       | 56 億円                    | -                |
| 営業利益率       | 6.9%        | 8.0%                     | 10.0%以上          |
| EBITDA      | 59 億円       | 90 億円                    | -                |
| EBITDA マージン | 10.7%       | 12.8%                    | -                |
| ROE         | 6.9%        | 8.0%                     | 10.0%以上          |
| ROIC        | 5.1%        | 6.0%                     | 8.0%以上           |
| PBR         | 0.74 倍      | 1.0 倍以上                  | 1.0 倍以上          |
| DOE         | 2.8%        | 3.0%以上                   | -                |

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

(a) 事業拡大と成長投資  
～ポートフォリオの転換

事業ポートフォリオの観点から、化粧品と化学品 EHD 領域の比率を高める計画である。2035 年における目指したい姿（売上高：化粧品 280 億円、化学品 EHD390 億円）の達成に向け、30/12 期売上高目標は化粧品 200 億円、化学品 EHD275 億円とする（図表 42）。

図表 42. 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。EHD 製品の利益率は従来製品比で 14% 高い (26/12 期上期実績ベース) ため、売上高比率向上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。繊維分野では E 領域を中心に、環境配慮型製品等の展開を進める方針。また、ASEAN 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、注力する半導体周辺を中心とした D 領域の売上高目標は 25/12 期実績 50 億円に対して、30/12 期 75 億円、35/12 期 100 億円としている。トップシェアを誇るシリコンウエハ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を拡販する。EHD 製品の詳細は 10 章 2 節を参照されたい。

## ～「化粧品」

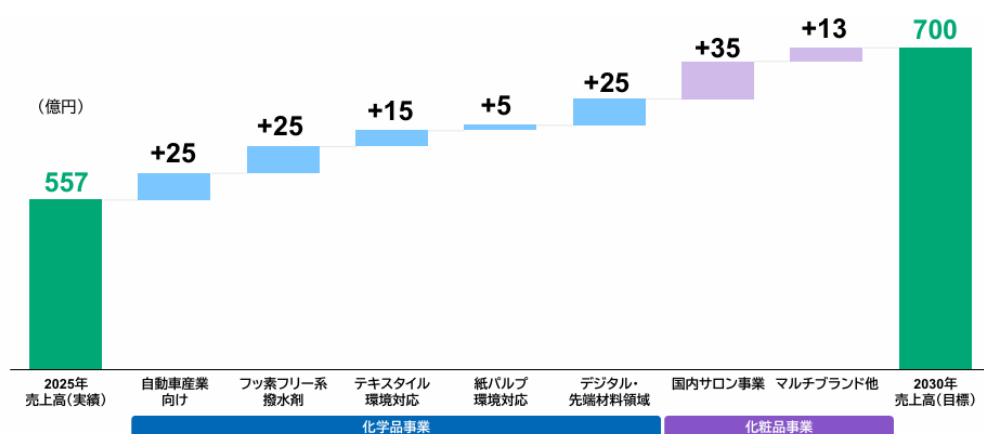
： 国内サロンでシェアアップを目指す

「化粧品」では、まず国内サロン事業におけるシェア拡大を目指す。同時にヘアケア製品のラインアップを拡充し、更に ODM 事業を強化することで、マルチブランド強化を図る。海外事業では、ASEAN 主要国への展開を加速する。新工場「福井スマートファクトリー」稼働後の生産能力増強に併せて、事業規模を拡大する方針。詳細については 10 章 3 節を参照されたい。

## ～増収分の内訳

図表 43 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。

図表 43. 売上高 700 億円に向けた増収分内訳



出所：会社資料

## (b) 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、FCF (フリーキャッシュ・フロー) 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。

## ～バランスシート

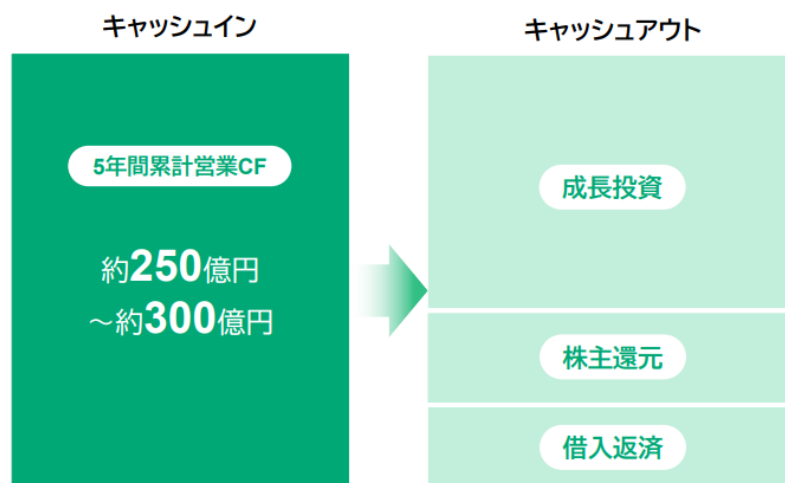
バランスシートに関しては、事業規模拡大に伴い総資産が増加傾向となるが、非効率な資産の圧縮を実施する計画とする。また自己資本比率は、経営の健全性と ROE の両方を考慮してコントロールする。「化粧品」新工場に対する設備投資 195 億円については、補助金 (上限約 50 億円) を除く部分に関して、借入金 (総額 140 億円のシンジケートローン) による調達で財務レバレッジを効かせ、WACC の抑制を図った。なお、25/12 期末の自己資本比率は 50%をやや下回る 47.5%となった。今後も 50%前後にコントロールするオペレーションとなろう。

## ～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を主体とし、株主還元と借入金返済にバランス良く配分する。

図表 44. キャピタルアロケーション

2026年～2030年(5年間)の資金使途イメージ

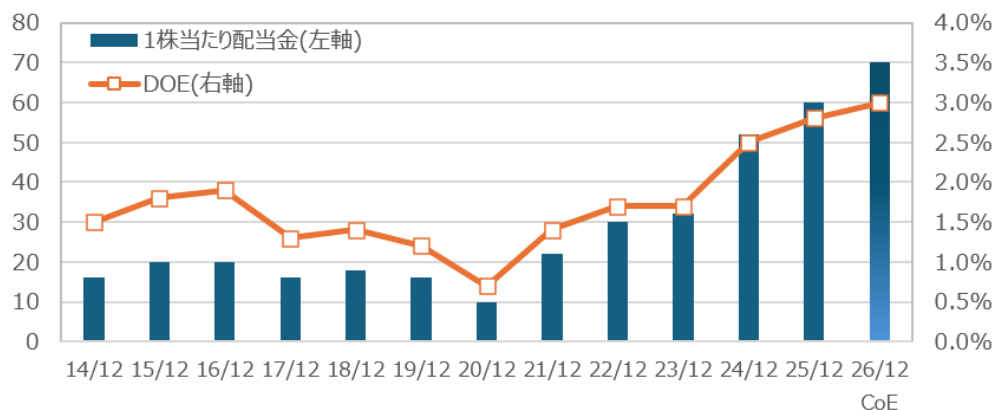


出所：会社資料

## ～株主還元

株主還元については、基本方針を安定配当＋累進配当とした。まず DOE3%に設定し、その後も DOE 向上を継続して検討する。また利益成長を通じて、より安定的な配当が可能な累進配当を導入した。これにより、今後の減配リスクは大きく後退したことになる。

図表 45. 配当の状況(円)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## (c) 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、環境への貢献の3点（8章参照）。

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・生き生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、“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推進する。

## 2) 「化学品」の戦略 : EHD シフト推進の背景

**KPI は売上高 500 億円、営業利益 40 億円**

「化学品」の 30/12 期数値目標は売上高 500 億円、EBITDA60 億円、営業利益 40 億円（EBITDA、営業利益とも全社消去を各セグメントに配布後）、営業利益率 8.0%。なお、基準となる 25/12 期実績は売上高 404 億円、EBITDA44 億円、営業利益 27 億円（同）、営業利益率 6.8%。EHD 製品への集中戦略によって達成を狙う。

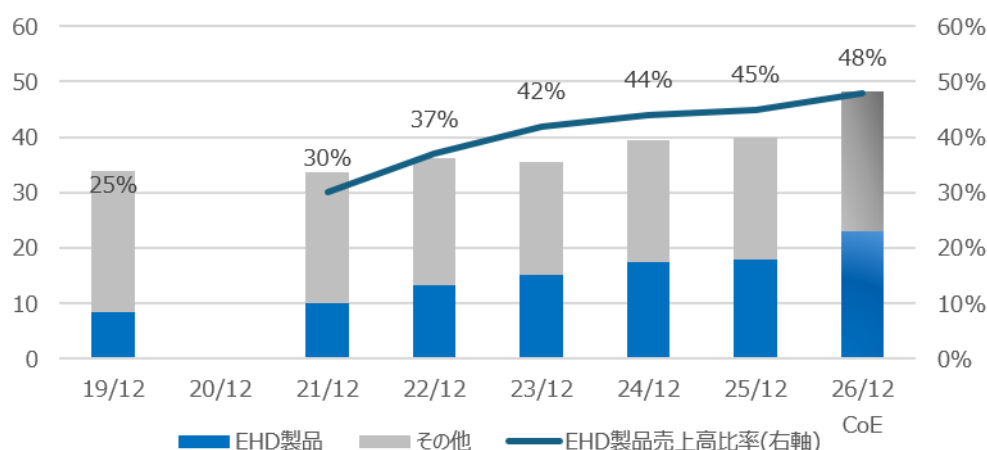
**EHD シフトを推進**

EHD シフト推進の背景となる社会課題を挙げる。E では顧客の生産工程における環境改善、例えば省エネ・節水、脱炭素、産業廃棄物削減、フッ素フリー。H ではユーザーの健康・清潔への寄与、抗菌・抗ウイルス。D（デジタル／先端材料）では次世代通信・ナノテク、等がある。

**EHD 製品の種類**

EHD 製品の代表例は、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含む）、水系ポリウレタン樹脂、クリーニングの自動化システムの提案販売、半導体加工用クーラント剤等がある。なお、製品区分ではスペシャリティケミカルに属する金属・ゴム加工用薬剤、難燃剤、抗菌剤、特殊オイル等も EHD 製品に属している。

図表 46. 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

### <フッ素フリー系撥水剤（E 領域）>

**同社は「ネオシード」シリーズを拡販中**

PFAS（有機フッ素化合物の総称）は撥水性を持つという特徴を活かして、様々な製品に使用されてきた。しかし昨今、PFAS の人体への影響が懸念されており、規制を導入する国も増加している。繊維業界でも、欧米アパレル顧客を中心としたフッ素フリー化の要請が近年急速に高まっている。同社はフッ素フリー系撥水剤（シリコン系、及びアクリル系）を 20 年前から手掛けており、トップクラスの世界シェアを有している。近年、スポーツウェア等で拡大するニーズに対応して、「ネオシード」シリーズ（シリコン系）を積極的に拡販中。フッ素フリー系撥水剤の 25/12 期売上高は順調に増加しており、EHD 製品の拡大を牽引している。

**米ケマーズ社のフッ素フリー系撥水剤事業を譲受**

2026 年 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。同年 8 月には事業の完全移管が終了している。3 月から連結対象となっており、上期業績にはプラス効果（4 ヶ月分）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ウレタン系のフッ素フリー系材料でありながら、フッ素系材料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、欧米の大手アパレル顧客に幅広く採用されている。譲受された事業は、同社がケマーズ社

から製品を仕入れて販売する業態であり、アフターサービスも日華化学が行う。のれん（無形固定資産）償却等を考慮しても、他の EHD 製品に劣らない高い収益性が見込まれる。

## 世界シェア首位に

一方、日華化学の既存のフッ素フリー系撥水剤はシリコン系とアクリル系の材料を使用しており、国内及び東アジア等に強みを持っている。同社の事業に「Zelan™」を加えることでラインアップが拡充、及び顧客層の拡大し、グループ全体でフッ素フリー撥水剤業界における世界シェア首位が実現した（同社推定ベース）。また、既に保有するシリコン系とアクリル系に加え、「Zelan™」事業が有するウレタン系の技術資産（多数の保有特許を含む）を獲得したことで、両者を融合した新技術の開発にアプローチが可能となった。今後のシナジー効果発現にも期待が掛かる。

### <環境配慮型工程薬剤 (E 領域)>

## ソリューションはスマートダイニングプロセスと呼ぶ

環境配慮型工程薬剤とは、繊維産業における染色工程等での環境負荷が低い薬剤全般を指す。また、スマートダイニングプロセスとは、こうした薬剤を使用して環境負荷を低減するソリューションを指す。例えば現在、T シャツ 1 枚の染色工程は長く、使用する水の量は約 2 トンと言われている。省エネ・節水など環境負荷の低減が重要視される昨今、工程を短縮し、水の使用量削減を実現する薬剤のニーズが急拡大中となっている。日華化学は現場における課題解決力を活かして、顧客の工程に合せた薬剤を染色方法とともに提案するため、「技術を売る」同社特有のビジネスモデルでの展開が可能な分野といえよう。アパレル企業は ESG に対する意識の高まりにより、省エネ・節水への取り組みを始めている。環境配慮型工程薬剤の 25/12 期売上高は、世界の繊維産業がやや低迷したにもかかわらず YoY で増加した。26/12 期に入っても伸びており、今後も継続的な成長が期待できる分野である。

### <水系ポリウレタン樹脂 (E 領域)>

## 環境負荷軽減でポリウレタンは溶剤系から水系へシフトの動き

ポリウレタン樹脂は靴、鞆、カーシート、ケータイ画面などの表面保護に幅広く利用されている。従来、溶剤系ポリウレタン樹脂が主流だったが、健康への配慮や環境負荷低減への要求から水系へ置き換える動きが加速している。同社は家具・インテリア、自動車などの産業向けに水系製品の提案を行ってきた。24/12 期はカーシート合皮用トップコート剤が伸長した。同社の研究開発力によって、高光度シートへの対応や高摩耗耐久性を実現した製品が評価された形となった。25/12 期は前年度好調の反動減があったものの、自動車以外も含めた用途開拓を実施。その効果もあり、26/12 期に入り再び成長軌道に乗ってきている。

### <クリーニング向け薬剤管理システム (H 領域)>

## 自動化システムの提案販売

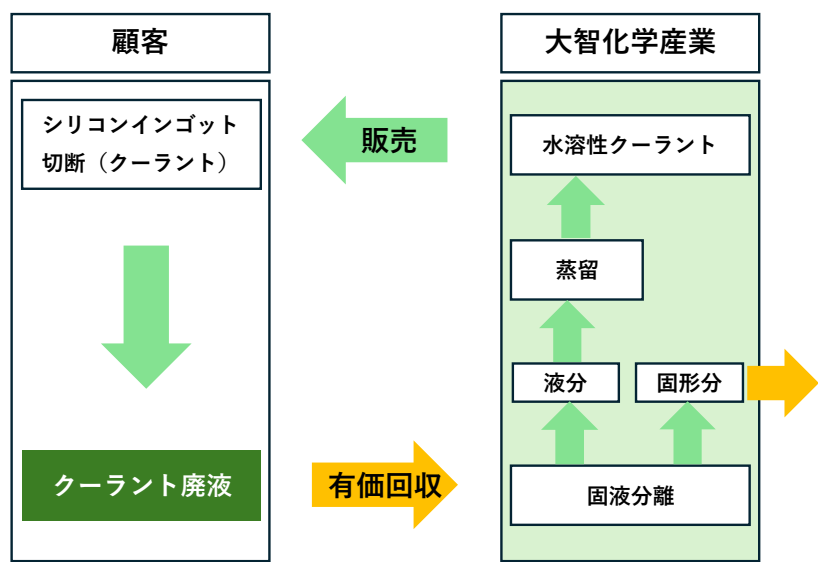
クリーニング関連では EHD 事業として、主に大型リネン工場向けに薬剤管理システムを提案している。薬剤投入に関連する工程の完全自動化、ローリー車からの直接充填による薬剤納品など、顧客における生産 DX 対応に貢献している。

### <半導体加工用クーラント剤 (D 領域)>

## 子会社・大智化学が手掛ける

半導体加工用クーラント剤は、子会社・大智化学が手掛ける製品であり、水溶性であることが特徴。世界シェア首位となっている。同社の事業モデルは、半導体シリコンウエハ加工クーラント剤の販売に加えて、廃液を有償で回収する循環型としている。回収した廃液は固体と液体に分離し、液体を蒸溜することで水溶性クーラント剤を再生する。そしてこれを再び顧客に販売する。シリコンウエハメーカーは、従来の油性クーラント剤を廃棄する際のコストと環境への影響に頭を悩ませてきた。大智化学の技術は、環境負荷低減コストを大きく削減することに加え、顧客の生産性向上にも寄与する。同社は有力シリコンウエハメーカーに供給しており、今後も高成長が期待される。

図表 47. 半導体加工用クーラント剤のビジネスモデル



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

＜その他＞

その他の EHD 製品（ネオクロマト加工など）

他にも E 領域として、染色・プリントされたポリエステル生地から、大がかりな設備や水を使用せずに染料を除去して脱色する「ネオクロマト加工®」を開発している。現在、地球環境に優しい技術として高い評価を受けており、社会実装に向けた取り組みを実施している。

D 領域（デジタル／先端材料）では、半導体製造装置用途を含む特殊樹脂原料、高周波領域での低誘電損失を特徴とする高機能フッ素系高分子材料など、中長期的に成長ポテンシャルの高い製品を同社は有している。また、シリコンウエハ加工用クーラント剤を足掛かりとして、半導体加工における川中工程に使用する各種薬剤も伸びている。

図表 48. ネオクロマト加工



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 3)「化粧品」の戦略：営業力強化と新工場立ち上げ

KPI は売上高 200 億円、  
EBITDA30 億円

「化粧品」の 30/12 期数値目標は売上高 200 億円、EBITDA30 億円、営業利益 16 億円（EBITDA、営業利益とも全社消去を各セグメントに配布後）、EBITDA 率 15.0%。27/12 期以降は減価償却費が増加し、営業利益率が一旦低下する見込みだが、EBITDA 率を着実に向上させる計画となる。なお、基準となる 25/12 期実績は売上高 152 億円、EBITDA15 億円、営業利益 11 億円（同）、EBITDA 率 9.9%。新工場稼働に併せて営業力を強化し、稼ぐ力を飛躍的に高める方針を採る。

### 事業環境の変化に対応

「化粧品」では国内の美容業界において、原材料費や人件費の高騰、来店サイクルの長期化など厳しい事業環境となっている。ただし、需要には変化が起きており、日華化学が持つ毛髪科学の知見と美容師からのフィードバックを活かして、商品企画力と開発力の強みを発揮できる時期が到来している。国内では、ヘアカラーにおいてブリーチスタイルが定番化し、繰り返し施術による髪のダメージ軽減のニーズが高まっている。また、大人世代では毛髪に対する意識の高まりから、高価格帯ヘアケア市場が成長している。こうした変化も踏まえ、同社は（a）国内サロン事業のシェア拡大、（b）マルチブランド強化、（c）海外強化、という 3 施策を推進する計画である。

#### （a）国内サロン事業のシェア拡大

同社では近年、営業スタッフを増員し、デジタルプロモーションの活用も積極化させている。業界内で定評のある技術力に、顧客視点の開発力を加えることで、有力サロン顧客への訴求力を更に高めることが狙い。こうした取り組みにより、国内サロン事業のシェア拡大を図る。

#### （b）マルチブランド強化

消費者がヘアケア製品を手にする全ての販売チャネルに対して、同社の製造した商品を流通させることを基本方針とする。具体的には、市場変化に合せた価格帯対応をすることに加えて、一般消費者向け ODM 市場での新規大型案件獲得を目指す。

#### （c）海外強化

現状、規模の小さい海外事業ではまず、韓国でのシェア拡大を進める方針。韓国市場専用投入したヘアケア製品が、好調な販売状況となっている。また、ASEAN 主要国への美容市場展開を進め、更なる海外事業規模の拡大を進める。

### 最近のブランドの動き

ブランドに関しては、2023 年 4 月の「DEMI DO」（スカルプケア）、6 月の「TOIROCTION」（カラー）、2024 年 1 月の「CARAVAN」（メンズ、スタイリング等）、3 月の「XFLEEK」（メンズ、パーマ等）、9 月の「フローディアモア」（ヘアケア等）を市場投入した。2025 年は 2 月に「SUMMER BAR」（夏向けヘアケア、UV ケア等）、7 月に「DEMI DO ASSET」（エイジング対策向けスカルプケア）を発売した。26/12 期は、既に第 2 章にも記載したように、6 月 11 日にヘアカラーの「TOIROCTION」ブランドより、新製品「ブリーチレスライン」を発売。また、9 月 4 日に新オイルブランド「FeTeE（フェテ）」を日本で発売し、韓国でも近日発売を予定している。

図表 49. 新製品の外観

TOIROCTION  
"Bleach Less Line"



FeTeE



出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

## 27 年に福井スマートファクトリーが本格稼働予定

中長期的な需要増加を見据えて、同社は化粧品新工場（福井スマートファクトリー）を 2027 年 5 月 21 日に竣工する計画である。立地は福井市稲津町（北陸道福井 IC 近く）、土地 39,772 m<sup>2</sup>、建屋約 10,000 m<sup>2</sup>、延べ床約 23,000 m<sup>2</sup>。設備投資額は約 195 億円（補助金上限額：49 億 9,991 万円）。生産キャパシティは現状の 3 倍となる見通し。自動化を取り入れた省人・省エネラインを導入し、充填・包装・原料入荷も自動化する。従来比で人的生産性 1.5 倍、在庫回転月数半減以下を実現するスマートファクトリーとする構想を描く。

## 市場シェアには伸びしろがある

「化粧品」は現在、生産キャパシティ不足という課題を抱えている。また、ヘアケア剤を始めとする多品種の商品ラインアップを維持するための生産性向上も課題であった。新工場が 2027 年に稼働すれば、同社の毛髪科学の知見と美容師からのフィードバックを融合して付加価値の高い多様な製品を、より積極的に開発・提案できるであろう。第 7 章で示したように同社のプロ向け化粧品市場国内シェアは現状 5%前後と低位に留まっており、極めて高い伸びしろがあるとみられる。

図表 50. 福井スマートファクトリー外観（建設中、2026 年 7 月 29 日現在）



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 11. リスク要因

日華化学の業績や株価の動向に与えるリスクとして、短期と中長期に分けて列挙する。

### 短期的リスク (外部要因)

短期的なリスクとして、国際紛争等に端を発する繊維産業、自動車産業、半導体産業の世界的な需要停滞、もしくは生産工場における稼働率低下が挙げられる。特に主力の繊維加工品は、需要先である繊維産業の動向に大きく左右される。また、地政学リスク解消の方向性が見えない中、原料であるナフサ等の価格変動、為替レート変動もリスクとなる。また、一般的なリスクとして、顧客（繊維、製紙、クリーニング、メディカル、半導体、美容室など）における競合激化に伴うシェア変動や価格下落、及び人件費上昇、サプライチェーンの在庫変動も挙げられる。

### 短期的リスク (内部要因)

同社内部のリスクでは、コスト上昇に対する価格是正のタイミング遅延が挙げられる。また、一般的なリスクとして新製品や新ブランドの上市タイミング遅延、品質問題や生産拠点における歩留まり・生産性低下が挙げられる。

### 中長期的リスク (外部要因)

次に中長期的なリスクとして、外部に起因するものを挙げると、アパレル業界における衣料品のコモディティ化進展による需要低迷、価格下落が考えられる。また、大手化学メーカーの参入も脅威となるが、現状で兆候はみられない。化粧品では消費者の嗜好変化によって需要が縮小すること、あるいは美容室を利用するユーザーが減少することが挙げられる。

### 中長期的リスク (内部要因)

内部要因では、「化学品」で EHD 製品の売上高比率が伸びないことである。「化粧品」ではヘアケアにおけるシェアアップが進まないことである。化粧品新工場の歩留まり・生産性が低位に留まること。海外市場開拓が遅れることである。また研究開発部門、製造部門で必要な人材が確保できないことが挙げられる。

## 12. サステナビリティ経営の推進

### 1) コーポレートガバナンス体制 (25/12 期末時点)

#### 組織形態

日華化学グループは日華化学、子会社 20 社及び関連会社 2 社により構成されている（2025 年末現在）。組織形態は、監査役設置会社である。取締役会については、取締役 9 名のうち、4 名が独立社外取締役であり（社外比率 44.4%）、4 名とも独立性の基準を満たしている。2026 年 3 月の株主総会では 10 名の取締役が選任されたが、6 月に、龍村和久代表取締役副社長が健康上の理由で辞任した。監査役 3 名中 2 名が、独立社外監査役である。女性取締役 1 名であり、女性取締役比率は 11.1%である（女性役員比率も 11.1%）。

プライム市場の上場維持基準への適合に向けた取組みを進めてきたが、株主にとって、安心して株式を保有・売買できる環境を確保し、上場廃止等のリスクを回避するため、2023 年 10 月に、日華化学はプライム市場からスタンダード市場に移行した。

#### 取締役会

東証のコーポレートガバナンス・コードは、2026 年 7 月に改訂された。日華化学が開示した 2026 年 6 月のコーポレートガバナンス報告書では、新コード適用前のため、旧コードに基づく遵守状況が記載されている。同コード(新原則 4-10、旧原則 4-8)によると、スタンダード市場上場企業の場合、独立社外取締役 2 名以上の選任を求める。日華化学は、取締役 9 名中、4 名が独立社外取締役と基準を満たしている。

コーポレートガバナンス・コードのうち、実施していない原則は、【新原則 2-2、旧補充原則 2-4④、中核人材の登用等における多様性の確保】【新原則 4-3、旧補充原則 4-1③、取締役会における後継者の計画についての監督】である。

旧補充原則 2-4④では、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等の目標、多様性の確保に向けた人材育成方針と社内環境整備方針をその実施状況の開示が求められる。後述の通り、管理職を希望する女性社員の比率を 3 分の 1 以上とする目標が掲げられているが、女性管理職比率の目標数値はない。

旧補充原則 4-1③において、取締役会は、最高経営責任者（CEO）等の後継者計画（プランニング）の監督が求められている。3 代目の江守康昌社長は、創業者江守清喜氏の孫、2 代目江守幹男氏の次男である。そして、社長の資産管理会社（江守プランニング）が 14.5%の株式を保有しており、筆頭株主でもある。今後は、CEO に求める人物像、資質等を明確化し、それを踏まえた人材の育成方法について定めるとともに、取締役会、指名報酬委員会等による後継者計画策定の要否が検討されるであろう。

図表 51. マネジメント体制とスキル(2026 年 6 月 10 日時点)

| 肩書          | 氏名     | 企業経営 | 国際性 | 財務・会計 | 営業/マーケティング | 研究開発 | 人事 | サステナビリティ | ガバナンス・内部統制 |
|-------------|--------|------|-----|-------|------------|------|----|----------|------------|
| 代表取締役社長執行役員 | 江守 康昌  | ○    | ○   |       | ○          |      |    |          |            |
| 取締役専務執行役員   | 児島 大司  | ○    | ○   |       | ○          |      |    |          | ○          |
| 取締役常務執行役員   | 李 晶日   | ○    | ○   |       | ○          |      |    |          |            |
| 取締役執行役員     | 澤崎 祥也  | ○    |     | ○     |            |      | ○  |          | ○          |
| 取締役執行役員     | 稲継 崇宏  | ○    |     |       | ○          | ○    |    | ○        |            |
| 社外取締役       | 相澤 馨   | ○    |     |       | ○          | ○    |    |          | ○          |
| 社外取締役       | 山岡 美奈子 | ○    |     |       | ○          |      | ○  | ○        |            |
| 社外取締役       | 坂本 修一  | ○    |     | ○     | ○          |      | ○  |          |            |
| 社外取締役       | 朝倉 浩一  |      | ○   |       |            | ○    |    | ○        |            |

注：敬称略 出所：会社資料

2) 株主構成

図表 52. 大株主の状況（6 月 30 日現在）

| 株主名称（敬称略）         | 所有株式数<br>（千株） | 所有株式割合<br>（%） |
|-------------------|---------------|---------------|
| 株式会社江守プランニング      | 2,370         | 14.50         |
| 日華化学共栄会           | 1,827         | 11.18         |
| 長瀬産業株式会社          | 1,407         | 8.61          |
| 日華化学社員持株会         | 694           | 4.24          |
| 日本カストディ銀行（信託口）    | 500           | 3.06          |
| 公益財団法人江守アジア留学生育英会 | 500           | 3.06          |
| 株式会社福井銀行          | 344           | 2.11          |
| 山崎正弘              | 302           | 1.85          |
| 宗教法人歓喜寺           | 268           | 1.64          |
| 江守壽恵子             | 218           | 1.34          |
| 合計                | 8,434         | 51.58         |

注：発行済株式（自己株式を除く）の総数に対する比率。  
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) サステナビリティ体制

基本方針

日華化学は、企業パーパス「Activate Your Life」を掲げ、高機能でサステナブルな製品開発で世界をリードする。フッ素を使わない撥水剤、溶剤を使わないウレタン樹脂、廃液をリサイクルする半導体加工薬剤がその例であり、世界的大手メーカーが採用している。環境、健康、持続可能性など、社会が直面する様々な課題に対し、同社の技術と挑戦する力で解決策を提供していくことが、日華化学の存在意義であるとする。

2026 年 2 月に、中期経営計画「INNOVATION30」（2026 年～2030 年）を公表した。全社基本戦略の一つとして、サステナビリティ経営を掲げ、経営基盤の強化、エンゲージメント向上、CO<sub>2</sub>削減を挙げる。「EHD（Environment:環境・Health:健康/衛生・Digital:デジタル、先端材料）」の 3 つの領域を軸足に、社会課題の解決に貢献することを目指す。

マテリアリティ

2030 年までにグループ全体の CO<sub>2</sub> 実質排出量を 2018 年度比で 30%削減する事を目指す。持続可能な開発目標(SDGs)達成に向け、持続可能な社会実現に貢献していく。マテリアリティ（重要課題）としては、次表の通り、環境（地球環境をもっときれいに）、くらし（人々のくらしと生活を快適に）、社会（社会をより豊かに）の分野でそれぞれ抽出している。

図表 53. 日華化学のマテリアリティ構成

|                                                                                                                                                                                                       |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>環境：地球環境をもっときれいに</b>                                                                                                                                                                                |
| 2030 年、グループ全体の CO <sub>2</sub> 実質排出量を 30%削減へ（2018 年比）<br>地球環境に関する社会的課題を解決する事業に注力することで持続可能な社会と循環型経済の実現に貢献<br>「ケミカルグリーンコンセプト」を掲げ、化学物質の管理強化とお客様の環境負荷低減に寄与<br>環境に配慮した容器・包装材料の使用を積極的に推進<br>省資源、省エネルギー活動の実施 |
| <b>くらし：人々のくらしと生活を快適に</b>                                                                                                                                                                              |
| 世界中の人々の健康と豊かな暮らしに貢献する事業への注力<br>スポーツアパレルへの機能加工やクリーニング用薬剤など健康で清潔なくらしに貢献する製品を提供<br>髪の手入れと美しさを追及する画期的な化粧品の開発<br>抗菌・抗ウイルス製品で感染症予防に貢献<br>デジタルデバイスや半導体など先端情報技術分野で必要とされる技術・材料領域での新規事業を創出・育成                   |
| <b>社会：社会をより豊かに</b>                                                                                                                                                                                    |
| 多様な人材が集い、高いモチベーションで持てる力を最大限発揮できるように"大家族主義"を進化させる<br>「人材」の多様性と「働き方」の多様性を尊重するダイバーシティの深耕<br>社員の「働きがい」向上に繋がる様々な取組みを実施<br>地域社会との共生と住み良いまちづくりへの貢献<br>新興国からの留学生支援や身体障害者への奨学支援を積極的に実施<br>健康経営の推進              |

出所：会社資料

サステナビリティ委員会

環境に関する重要課題の審議検討を行う組織として、サステナビリティ委員会（委員長：代表取締役社長、委員：経営会議メンバー）を設置している。当委員会では気候変動への対応を含む環境課題をはじめ持続可能な社会の実現に係る諸課題を総合的に評価し、その審議内容は定期的に取締役会へ報告の上、決議を得ることとしている。委員会の下に、サステナビリティ統括部会を設け、サステナビリティの計画立案、進捗・取り組みのモニタリングを行っている。

人的資本経営

人的資本関連として、人材育成の推進を掲げており、下表の定量目標を設けて取り組みを行っている。管理職を希望する女性社員の比率を 3 分の 1 以上とする目標が掲げられ 2025 年度に 34.0%を達成した。女性管理職比率は、12.7%である。内閣府によると、民間企業の管理職に占める女性の比率は 16.1%であり（2024 年）、同社は全国水準を下回る。今後は、女性管理職比率の目標数値が検討課題であろう。

図表 54. 日華化学の人的資本目標

| 目標                                                        | 2023 年度<br>実績 | 2024 年度<br>実績 | 2025 年度<br>実績 | 結果 |
|-----------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|----|
| 当社社員意識調査における設問項目の 1 つである「管理職を希望する」女性社員の比率を 3 分の 1 まで高めること | 31.5%         | 33.7%         | 34.0%         | 達成 |
| 出産休業・育児休業取得者に対する復職時の就労支援制度を 100%実施すること                    | 100.0%        | 100.0%        | 100.0%        | 達成 |

出所：会社資料

## 4) 気候変動対応

### GHG 排出量削減目標

環境関連では、ISO14001（環境マネジメントシステム）を機軸とした「全社員参加型の環境活動」に取り組んできました。今後は、ISO14001 の活動も続ける一方、2021 年度より SDGs の理念や方向性を経営戦略へ組み込んでいる。また、日華化学グループの環境活動や社会活動に関する取り組みをまとめた環境社会活動報告書を 2017 年度より毎年開示している。

気候変動関連では、事業経営にどのような影響を与えるのかを検討し対応を経営戦略へと反映させることを目的として、国際エネルギー機関（IEA）や気候変動に関する政府間パネル（IPCC）の公表する複数のシナリオを参考に、4℃シナリオと 1.5℃シナリオのシナリオ分析を実施している。

4℃シナリオは、産業革命期と比較して 21 世紀末頃に世界平均気温が 4℃上昇するシナリオで、経済成長を優先課題とし、気候変動政策は 2021 年時点で施行されている規制以上に強化されない。1.5℃シナリオは、産業革命期と比較して 21 世紀末頃の世界平均気温の上昇幅が 2℃未満に抑制されるシナリオで、カーボンニュートラルの実現に向けて、積極的な環境政策が推進される。

次表は、シナリオ分析に基づいた①脱炭素化社会への移行による影響と②地球温暖化に伴う物理的影響によるリスクと機会、そして、日華化学の現在の取り組み状況である。

図表 55. 気候変動関連の主なリスクと機会

| 区分                      | 要因と事象           |                                                             | 評価     |            |              | 現在の取り組み状況                                                       |
|-------------------------|-----------------|-------------------------------------------------------------|--------|------------|--------------|-----------------------------------------------------------------|
|                         |                 |                                                             | 影響種別   | 4℃<br>シナリオ | 1.5℃<br>シナリオ |                                                                 |
| 脱炭素化社会<br>への移行<br>による影響 | カーボン<br>プライシング  | 炭素税の導入をはじめとする事業運営コストの増加                                     | リスク    | 小          | 大            | ・CO2 排出量削減目標の設定<br>・再生可能エネルギー由来電力への切り替え<br>・ボイラー更新による環境負荷低減     |
|                         | エネルギー<br>コストの変化 | 再生可能エネルギー由来発電への切り替え等による購買電力価格の高騰                            | リスク    | 小          | 中            | ・太陽光発電設備の設置導入                                                   |
|                         | 低炭素技術<br>の進展    | 低炭素技術の開発及び脱炭素化を見据えた DX 化の推進に伴う関連製品の需要拡大（フッ素化学品、水系ウレタン樹脂、ほか） | 機会     | 中          | 大            | ・先端情報技術分野における技術応用及び事業推進                                         |
|                         | 顧客行動<br>変化      | サプライチェーン全体での脱炭素化ニーズ拡大による環境負荷低減ニーズの拡大                        | 機会     | 小          | 大            | ・環境系第三者認証の取得<br>・環境対応型製品開発に向けた技術投資<br>・Smart Dyeing Process の提案 |
| 地球温暖化<br>に伴う<br>物理的影響   | 異常気象の<br>発生     | 自社拠点及び物流網の被災による被害規模の拡大                                      | リスク    | 大          | 大            | ・BCP の定期的見直し<br>・拠点別防災訓練・教育の実施                                  |
|                         | 原材料価格<br>への影響   | 原油価格高騰による石油由来原材料の需要変化、パーム油などの農作物系原材料の収穫不良に伴う価格高騰            | リスク    | 大          | 中            | ・RSPO 対応パーム油の使用推進<br>・自然由来原料、天然系素材、バイオ系原料を用いた製品開発               |
|                         | 平均気温<br>の上昇     | 年間を通じた気温上昇をはじめとした適応ニーズの拡大（冬物衣服需要の低下による化学繊維需要の縮小）            | リスク／機会 | 中          | 中            | ・環境衛生、高機能加工ニーズに対応した技術・製品開発                                      |

出所：会社資料

想定したシナリオが双方ともに現実となる可能性を踏まえ、物理的被害の拡大には BCP 対策、脱炭素化への移行へ向けては「EHD」を軸足とする事業構造の転換の推進などを進める。また、カーボンニュートラル達成については、CO2 削減努力の推進や繊維加工におけるサプライチェーン全体での環境負荷低減も見据えた Smart Dyeing Process の提案など、脱炭素化を推進している。

同社は、2050年のカーボンニュートラル社会の実現に向けて継続的に活動する。気候変動関連目標として、2030年にグループ全体のCO2実質排出量（Scope 1、2）30%削減（2018年度比）を設定している。2025年度のグループ全体のCO2実質排出量は、2018年度比で38.9%削減した。

2021年に、CO2排出量削減に向け、福井県内の事業所（本社・鯖江工場）では水力電源100%の電力利用に全量を切り替え、電力由来のCO2排出量ゼロを実現している。化石燃料使用に伴うCO2排出量の削減についても、ボイラー老朽化による更新に際して従来の重油燃料ボイラーからLNGボイラーへ更新している。グループ全体においても生産工程削減の検討や省エネルギータイプ設備への変換、太陽光発電システムの設置やLED化の促進などに取り組むことで、環境負荷の低減を図っている。

2027年に本格稼働予定の化粧品新工場「福井スマートファクトリー」はCO2排出削減など環境対応工場である。2026年12月期第1四半期では、繊維化学品分野で、フッ素フリー系撥水剤、環境配慮型工程薬剤などEHD関連製品の販売が好調である。

図表 56. 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<br>会社予想 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| 売上高             | 50,188 | 46,191 | 41,179 | 48,474 | 50,627 | 50,169 | 54,099 | 55,705 | 64,000        |
| 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  | 5,400         |
| 売上高営業利益率        | 4.6%   | 3.0%   | 3.4%   | 5.1%   | 5.2%   | 4.1%   | 6.5%   | 6.9%   | 8.4%          |
| 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  | 5,400         |
| 売上高経常利益率        | 4.8%   | 2.9%   | 4.0%   | 5.6%   | 6.2%   | 5.0%   | 7.3%   | 6.9%   | 8.4%          |
| 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  | 3,800         |
| 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%   | 5.9%          |
| EPS (円)         | 156.7  | 57.3   | 66.4   | 164.8  | 134.1  | 107.1  | 174.2  | 150.3  | 238.7         |

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 57. 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         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流動資産</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> | <b>35,715</b> |
| 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           |
| <b>固定資産</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> | <b>38,336</b> |
| 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           |
| <b>資産合計</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>74,052</b> |
| <b>流動負債</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> | <b>22,983</b> |
| 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         |
| <b>固定負債</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>  | <b>12,713</b> |
| 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         |
| <b>純資産</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> | <b>38,354</b> |
| 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         |
| <b>負債純資産合計</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>74,052</b> |
| <b>有利子負債</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>18,536</b> |
| <b>自己資本比率</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>47.5%</b>  |
| <b>D/E レシオ</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>    | <b>0.6</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 58. 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          |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <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             | 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           | -1,549        | 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           |
| <b>合計</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>5,542</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          | -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            |
| <b>合計</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>-11,539</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            | -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            |
| <b>合計</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>   | <b>7,384</b>   |
| 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 59. 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、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