日華化学 | 4463（東証スタンダード）

Company Report
2026 年 11 月 9 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
内野 晃彦

Strategy Advisors

Q3 決算：7-9 月期では「化粧品」のセグメント利益率が 10%超に回復～新商品が牽引

日華化学（以下、同社）の 26/12 期 Q3 累計決算（1-9 月）は、売上高が前年同期比（YoY）14.7%増の 472.8 億円、営業利益が同 46.2%増の 42.4 億円となり、増収増益だった。なお、売上高・営業利益とも Q3（3 ヶ月）、9 ヶ月累計の両方で過去最高を記録した。通期会社計画に対する進捗率は売上高で 73.9%、営業利益で 78.6%となった。売上高・営業利益とも、概ね会社想定線で推移している。中東情勢緊迫化等の地政学リスクが繊維産業に及ぼす影響が懸念された 7-9 月期だったが、結果として堅調な決算内容であったと総括される。なお、Q3（3 ヶ月）では売上高が YoY15.9%増の 162.7 億円、営業利益は同 64.6%増の 15.9 億円であった。

「化学品」は EHD 製品が伸長したことに加え、主力の繊維化学品において中国の需要が好調に推移し、全体を牽引した。注力する EHD 製品の売上高比率は 48.7%と前年同期に対して 3.7%pt 上昇し、セグメント営業利益率は 13.5%まで改善した。「化粧品」は YoY 減収減益であったが、Q3（3 ヶ月）、すなわち 7-9 月期の売上高は YoY1.3%増と回復基調を示し、営業利益率は 11.0%と 2 四半期ぶりに 2 桁に回帰した。国内サロン事業における新商品が好調な滑り出しをみせ、7-9 月期の好業績を牽引している。

同社は、7 月時点の 26/12 期会社予想（売上高 640 億円、営業利益 54 億円、経常利益 54 億円、純利益 38 億円）を据え置いた。為替前提 1 ドル 158 円。なお、「化学品」における「Zelan™」事業譲受のプラス効果は、既に計画に織り込まれている。

Q4 の事業環境は、「化学品」が海外を中心に好調を維持するとみられる。一方、「化粧品」は回復が継続するものの、上期不振分の挽回はやや厳しい状況である。ただし、全社でみれば通期会社予想の達成は充分可能であろう。ストラテジー・アドバイザーズ（以下、弊社）では、27/12 期業績への期待値向上の観点から、「化学品」における EHD 製品の更なる拡販、「化粧品」では新工場稼働を控え、全体的な事業規模の拡大ペースに注目する。

株価は現在 1,800 円前後で推移しており、26/12 期会社予想ベース PER は 7.6 倍、25/12 期実績ベース PBR は 0.8 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(11/9)	1,821
52週高値(26/8/6)	2,106
52週安値(25/11/18)	1,466
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)	32.2
EV (十億円)	42.1
自己資本比率(25/12、%)	47.5
ROE (25/12、%)	6.9
PER (26/12 会予、倍)	7.6
PBR (25/12 実績、倍)	0.8
配当利回り (26/12 会予、%)	3.8

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
25/12 Q1-Q3	41,217	4.4	2,901	15.7	2,759	-2.8	1,613	-12.7	101.8	-
26/12 Q1-Q3	**47,281**	**14.7**	**4,243**	**46.2**	**4,291**	**55.5**	**3,084**	**91.2**	**193.5**	**-**
22/12	50,627	4.4	2,628	7.1	3,132	15.7	2,114	-18.5	134.1	30.0
23/12	50,169	-0.9	2,039	-22.4	2,528	-19.3	1,691	-20.0	107.1	32.0
24/12	54,099	7.8	3,519	72.6	3,976	57.3	2,754	62.9	174.2	52.0
25/12	55,705	3.0	3,847	9.3	3,849	-3.2	2,384	-13.4	150.3	60.0
26/12会社予想	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 Q3 決算の概要 3
2. 部門別の動向 5
　1) 化学品 5
　2) 化粧品 6
3. 業績見通し、及び今後の注目点 7
4. バリュエーションと株価見通し 9

1. 26/12 期 Q3 決算の概要

26/12 期 Q３累計実績は YoY14.7%増収、46.2%増益

10 月 30 日に発表した 26/12 期 Q3 累計決算は、売上高が YoY14.7%増の 472.8 億円、営業利益が同 46.2%増の 42.4 億円となり、売上高、営業利益ともに Q3（3 ヶ月）、9 ヶ月累計の両方で過去最高だった。9 ヶ月の平均為替レートは 1 ドル 158.62 円。セグメント別でみれば、「化学品」が YoY22.0%増収、同 63.0%増益と全体を牽引した。EHD 製品の売上高比率上昇などが貢献した。「化粧品」は YoY5.1%減収、同 33.5%減益となったが、Q3（3 ヶ月）の売上高は回復基調となった。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、YoY55.5%の増益であった。また、親会社株主に帰属する四半期純利益は税効果会計に伴う調整額の変化により税金等費用が減少し、YoY91.2%の大幅増益となっている。

Q3（3 ヶ月）～QoQ 増収増益

Q3（3 ヶ月）では、売上高が YoY15.9%増の 162.7 億円、営業利益は同 64.6%増の 15.9 億円であった。なお、Q2 対比（QoQ）でも売上高が 1.8%増、営業利益は 6.4%増となり、増収増益となった。セグメント別 QoQ では、「化学品」は僅かながら減収減益、「化粧品」は増収増益となった。「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、Q3 ともフル寄与している。

26/12 期予想は売上高 640 億円、営業利益 54 億円を据え置き

同社は Q3 決算の業績を踏まえ、26/12 期通期予想の売上高 640 億円、営業利益 54 億円、経常利益 54 億円、親会社株主に帰属する当期純利益 38 億円を据え置いた。為替レート前提は 1 ドル 158 円（上期実績 158.31 円→下期 158 円）。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。

「Zelan™」の完全移管が完了

本年 3 月、同社はケマーズ社の非フッ素系撥水剤「Zelan™」の技術・関連ブランドの譲受に関する契約締結を発表していた。この度、8 月に予定通り事業の完全移管が完了した。同社の非フッ素系撥水剤事業は、従来保有する技術に「Zelan™」が加わることで製品ラインアップが拡充され、シェア上昇が見込まれる。

福井スマートファクトリーの建設は予定通り進捗

「化粧品」の新工場となる「福井スマートファクトリー」の建設は、2027 年 5 月 21 日竣工に向けて予定通り進捗している。現在、工場建屋内部の内装工事中であり、設備機器の新設および移設を開始している。総投資額は約 195 億円を見込んでおり、25 年 12 月にはシンジケートローン契約（総額 140 億円）に基づき、30 億円の借り入れを実施済である。なお、工場機能移行時に備え 6 ヶ月分の製品在庫を確保する計画で進めていたが、9 月末時点の進捗率は 104%（約 6.2 ヶ月）となり無事目標を達成した。

「貸借銘柄」に選定

なお、9 月 14 日付けで同社株式が東証の「貸借銘柄」に選定された。今後の株式の流動性を促進するため、株価バリュエーションのプラス材料として期待される。

図表 1. 26/12 期 Q3 累計決算の要約

(百万円)	25/12	26/12			
	Q3 累積	Q3 累積	前年同期比	進捗率	通期予想
売上高	**41,217**	**47,281**	**14.7%**	**73.9%**	**64,000**
売上原価	26,347	29,509	12.0%	-	-
売上総利益	14,870	17,772	19.5%	-	-
(売上総利益率)	36.1%	37.6%	-	-	-
販売費及び一般管理費	11,969	13,529	13.0%	-	-
営業利益	**2,901**	**4,243**	**46.2%**	**78.6%**	**5,400**
(売上高営業利益率)	7.0%	9.0%	-	-	8.4%
営業外収益	259	295	13.9%	-	-
営業外費用	401	247	-38.4%	-	-
経常利益	**2,759**	**4,291**	**55.5%**	**79.5%**	**5,400**
(売上高経常利益率)	6.7%	9.1%	-	-	8.4%
特別利益	135	69	-48.9%	-	-
特別損失	3	73	-	-	-
税金等調整前当期純利益	2,890	4,287	48.3%	-	-
法人税等	1,024	901	-12.0%	-	-
(実効税率)	35.4%	21.0%	-	-	-
当期純利益	1,866	3,385	81.4%	-	-
非支配株主に帰属する四半期純利益	253	300	18.6%	-	-
親会社株主に帰属する四半期純利益	**1,613**	**3,084**	**91.2%**	**81.2%**	**3,800**
(売上高当期純利益率)	3.9%	6.5%	-	-	5.9%

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 Q3 累計決算の要約(セグメント別)

(百万円)	25/12	26/12			
	Q3 累積	Q3 累積	前年同期比	進捗率	通期予想
売上高	**41,217**	**47,281**	**14.7%**	**73.9%**	**64,000**
化学品事業	29,475	35,953	22.0%	74.6%	48,200
化粧品事業	11,344	10,765	-5.1%	72.7%	14,800
その他	397	563	41.8%	56.3%	1,000
営業利益	**2,901**	**4,243**	**46.2%**	**78.6%**	**5,400**
化学品事業	2,979	4,857	63.0%	83.7%	5,800
化粧品事業	1,430	951	-33.5%	55.9%	1,700
その他	50	2	-96.0%	4.0%	50
消去等	-1,558	-1,567	-	-	-2,150
営業利益率	**7.0%**	**9.0%**	**-**	**-**	**8.4%**
化学品事業	10.1%	13.5%	-	-	12.0%
化粧品事業	12.6%	8.8%	-	-	11.5%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 3. 26/12 期 Q3 累計決算の要約(四半期)

(百万円)	24/12				25/12				26/12		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
売上高	**12,228**	**13,816**	**13,432**	**14,623**	**13,195**	**13,985**	**14,037**	**14,488**	**15,017**	**15,991**	**16,273**
売上原価	7,959	8,788	8,610	9,450	8,413	8,887	9,047	9,160	9,626	9,869	10,014
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	6,260
(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%	38.5%
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	4,670
営業利益	**588**	**1,038**	**882**	**1,011**	**856**	**1,079**	**966**	**946**	**1,159**	**1,494**	**1,590**
(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%	9.8%
営業外収益	192	220	-30	220	70	85	104	179	87	114	94
営業外費用	14	17	20	94	122	217	62	35	70	76	101
経常利益	**766**	**1,241**	**832**	**1,137**	**804**	**948**	**1,007**	**1,090**	**1,176**	**1,532**	**1,583**
(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%	9.7%
特別利益	0	1	1	2	0	135	0	23	16	2	51
特別損失	0	1	3	72	1	2	0	4	1	57	15
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**	**1,619**
法人税等	376	268	125	106	425	301	298	279	162	372	367
(実効税率)	49.1%	21.6%	15.1%	9.9%	52.9%	27.8%	29.6%	25.1%	13.6%	25.2%	22.7%
当期純利益	390	972	705	962	378	780	708	831	1,029	1,104	1,252
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	113
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**	**1,138**
(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%	7.0%

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 YoY63.0%増の 48.5 億円

「化学品」の Q3 累計実績は、売上高が YoY22.0%増の 359.5 億円、セグメント営業利益が同 63.0%増の 48.5 億円となった。EHD 製品の売上高比率は 48.7%（YoY3.7%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（YoY20.1 億円プラス）を除き、YoY44.6 億円増であった。この 44.6 億円増を地域別に分解すると、日本 3.8 億円、中国 24.0 億円、韓国 6.2 億円、その他地域で 10.5 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 ～フッ素フリー系撥水剤が引き続き好調

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™」事業が連結算入された効果で、売上高が YoY17 億円増の大幅増収となった。なお、「Zelan™」を除いた既存品も伸びている。地域別では、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。韓国の受託事業は伸びが継続したが、27/12 期は大幅に減少する見込みである。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。

電子材料関連分野の状況 ～クーラント剤の需要が拡大

電子材料関連分野（スペシャリティケミカル含む）の 9 ヶ月累計の売上高は YoY7 億円増となった。製品別では、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）の需要拡大が牽引している。また、地域別では中国の伸びが大きくなっている。

機能化学分野の状況 ～クリーニング用薬剤などが伸長

機能化学品分野ではクリーニング用薬剤、医療機器用洗浄剤が増加した。特にクリーニング用薬剤は、厳しい事業環境にもかかわらず、地道な拡販活動によって売上を伸ばしている。また、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。

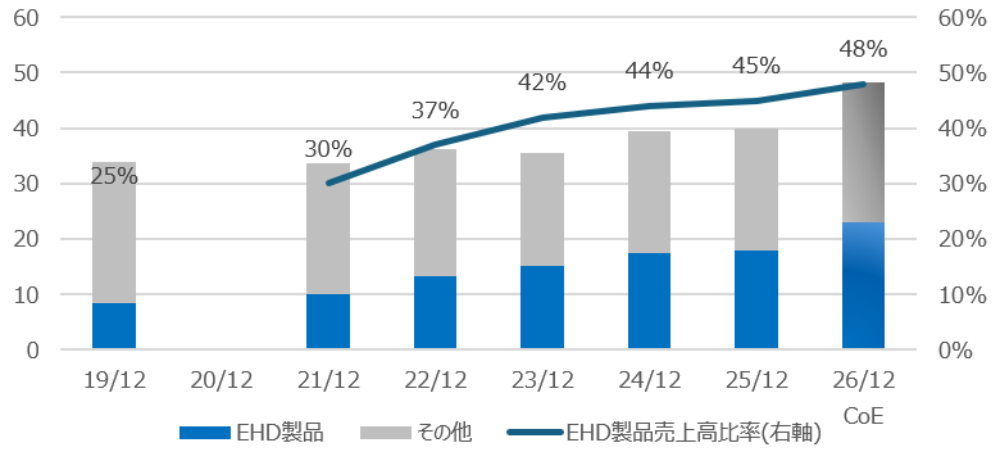
海外が好調、EHD 製品売上高比率は 48.7%に上昇

セグメント全体では、海外の好調が牽引して需要が増加している。EHD 製品の売上高伸び率は、「Zelan™」事業譲受の効果も含めて YoY23%増となった。EHD 製品売上高比率（Q3 累計）は、前年度 45.0%→今年度 48.7%へ、大きく上昇した。注力する"D"領域では、中国・台湾・韓国を中心に、電子材料関係薬剤のグローバル展開を推進中である。

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、中東情勢変化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（4-6 月）より進めており、順調に進展している。また、Q3 累計における EHD 製品の利益率は従来製品比で+13%pt となっている。よって、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。引き続き今後の取り組みを注視したい。

図表 4. EHD 製品の売上高比率の推移（十億円）



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2） 化粧品

セグメント営業利益は YoY33.5%減の 9.5 億円

「化粧品」の Q3 累計実績は、売上高が YoY5.1%減の 107.6 億円、セグメント営業利益が同 33.5%減の 9.5 億円となった。為替変動が売上高に与えたプラス影響は YoY0.6 億円。ただし、Q3（3 ヶ月）では YoY 増収となり、回復基調となっている。売上高は、韓国が経済停滞の影響を受けたものの、横ばい圏を維持した。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、一部代理店の在庫調整による販売減があった。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。ただし Q3（3 ヶ月）では、売上高の回復と新製品投入効果により、11.0%と 2 桁のセグメント利益率に回帰した。

国内サロン事業：代理店における在庫調整は、Q3 にてほぼ収束

国内サロン事業は、一部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、在庫調整に伴う販売減は一時的な現象とみられる。なお、Q3（3 ヶ月）中に在庫調整はほぼ収束したとみられる。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、6 月発売開始後の滑り出しが好調であり、現在も好調を維持している。新オイルブランド「FeTeE（フェテ）」3 品は 9 月に発売開始となり、初回受注は計画比の約 2 倍とこちらも好調な滑り出しとなっている。主力ブランドである「DEMI DO」、「フローディア」の需要は堅調に推移している。

国内 ODM 事業：既存大口顧客向けの受注は増加に転じる

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に転じており、今後の回復が見込まれる。

デミコリア：韓国の国内経済停滞が影響も Q3 ではやや回復

韓国（デミコリア）は国内経済停滞の影響が継続し、売上高は YoY 横ばい。ただし、Q3（3 ヶ月）では需要がやや回復に向かっている。ヘアケア剤は YoY3%減収となった。なお、オイルブランド「FeTeE（フェテ）」3 品は 10 月に発売が開始され、Q4 から業績貢献が始まる予定である。

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。「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。日韓とも発売が開始され、好調な滑り出しとなっている。

図表 5. セグメント別推移（四半期）

	24/12				25/12				26/12		
(百万円)	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
売上高	**12,228**	**13,816**	**13,432**	**14,623**	**13,195**	**13,985**	**14,037**	**14,488**	**15,017**	**15,991**	**16,273**
化学品	9,043	10,143	9,897	10,295	9,730	9,872	9,873	10,419	11,530	12,346	12,077
化粧品	3,130	3,577	3,450	4,114	3,300	4,037	4,007	3,915	3,287	3,419	4,059
その他	53	97	85	214	163	77	157	153	199	226	138
営業利益	**588**	**1,038**	**882**	**1,011**	**856**	**1,079**	**966**	**946**	**1,159**	**1,494**	**1,590**
化学品	821	1,035	957	911	1,078	1,028	873	969	1,499	1,692	1,666
化粧品	239	436	478	669	262	556	612	536	187	319	445
その他	-4	-5	4	63	8	31	11	40	-20	23	-1
消去等	-467	-428	-557	-633	-493	-535	-530	-600	-506	-543	-518
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%**	**9.8%**
化学品	9.1%	10.2%	9.7%	8.8%	11.1%	10.4%	8.8%	9.3%	13.0%	13.7%	13.8%
化粧品	7.6%	12.2%	13.9%	16.3%	7.9%	13.8%	15.3%	13.7%	5.7%	9.3%	11.0%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3. 業績見通し、及び今後の注目点

会社予想を据え置き

26/12 期通期予想は、売上高 640 億円、営業利益 54 億円、経常利益 54 億円、親会社に帰属する当期純利益は 38 億円を据え置いた。営業利益は Q3 累計で 42.4 億円となり、通期予想に対する進捗率は 78.6%と順調に推移している。ただし、セグメント営業利益でみれば、「化学品」が進捗率 83.7%と高く、「化粧品」は進捗率 55.9%と低い。同社は、「化粧品」における未達リスクを「化学品」の好調で補い、全社では通期予想を達成出来ると見込んでいる。「化粧品」では、Q3（3 ヶ月）業績が回復基調を示したが、Q4 においても更なる業績回復が必要となる。一方で「化学品」は、Q4 における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 製品の好調などプラス要素も大きい。以上を勘案すれば、全社ベースで会社予想を達成する可能性は充分に高いと考えられる。

予想達成に向けたポイント 3 点

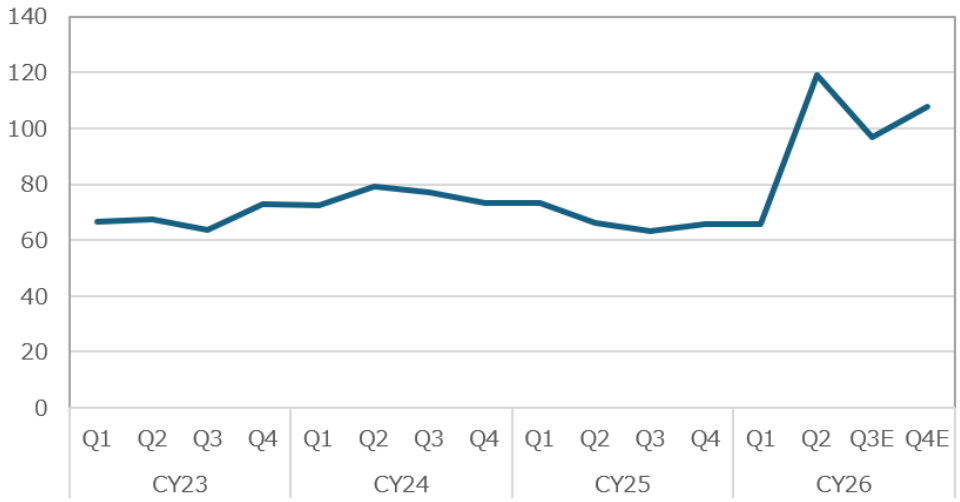
今後の業績をみる上でのポイントとして、弊社は 9 月発行レポートにて（1）原料調達と価格是正、（2）「Zelan™」事業、（3）「化粧品」の需要動向、の 3 点を挙げていた。以下、現在の状況についてコメントする。

（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 96,700 円／KL、Q4 予想で 107,900 円／KL（データは国内業界における基準値）。Q3 に対して Q4 はやや上昇する見通しであるものの、Q2 にて一旦高騰した価格は 100,000 円前後で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の多様化を指す。同戦略を進め安定した稼働を続けたことが、業績にもプラスに作用している。

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、上期中に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も、さほど顕在化していない。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、Q4E 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、Q3（3 ヶ月）実績ベースで売上高 7～8 億円、営業利益率は 10%超（ともに弊社推定）。今後も、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充分にあろう。なお、Q3 累計実績の EHD 製品の売上高比率は 48.7%だが、四半期ベースでは Q1 実績 45.4%、Q2 実績 50.7%、Q3 実績で 49.8%となっており、Q2 以降は 50%前後の水準まで引き上げられている。よって、Q4 も同様に 50%前後の構成比を維持することが想定される。

（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（「トイロクション」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ている。この機を捉えて、主力ブランドの「DEMI DO」や「フローディア」も含め、着実なシェア引き上げを実現したい。営業人員の増員などの強化策は、すぐに顕著な効果を生むものではないが、27/12 期中には持続的な事業規模拡大の兆しが現れる可能性が高まろう。

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 月以降、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 日発表の通期予想の上方修正を受けて株価は更に上昇し、当日はザラ場で東証上場来高値となる 2,143 円を付けた。その後は軟調な株式相場全般の影響を受けてやや下落し、現在は 1,800 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。

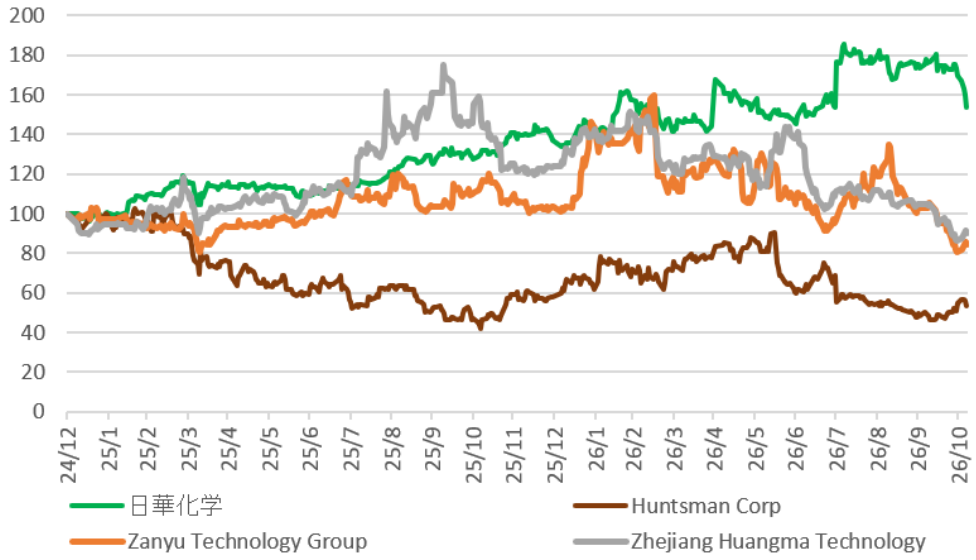
中計施策の着実な実行で、エクイティストーリー実現への確度が上昇

弊社では同社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充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)



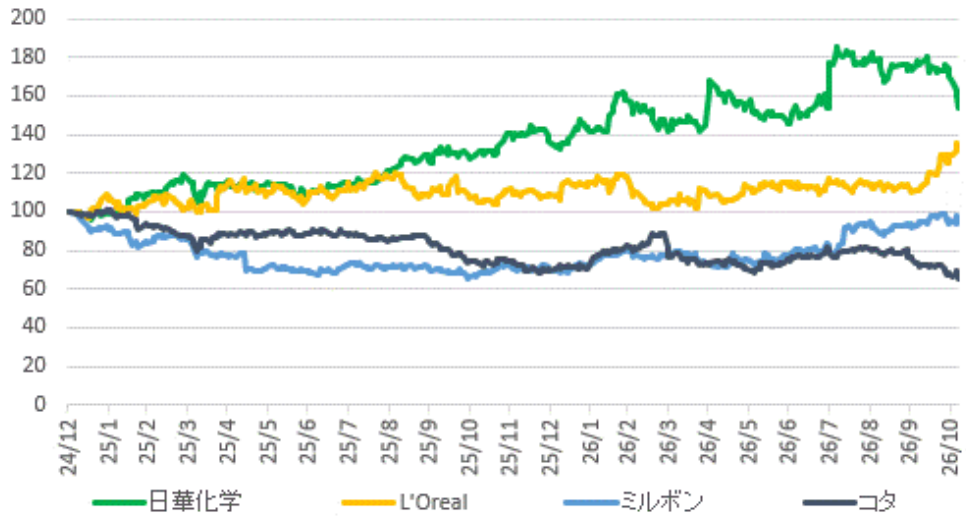
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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、最近は業績に伸びを欠く。株価も下落基調が続いていたが、26 年に入って海外事業が牽引して業績に回復感がでており、上昇に転じている。コタの株価は近年、高い利益成長率を背景に好パフォーマンスを示していたが、25 年は業績の低迷を受け軟調となり、26 年に入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

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 が上方修正されたものの株価がそれに追随せず、PER は再び 10 倍を割り込んでいる。

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 0.8 倍程度の水準となっている。ちなみに ROE は 23/12 期 5.8%→24/12 期 8.6%と改善がみられていたが、25/12 期では営業外の為替差損等による純利益の減少で 6.9%に一旦低下した。なお、26/12 期 Q3 累計(年率換算)では 11.2%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。

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 や賛宇科技集団(Zanyu Technology Group)には勝っている。一方、プロ向け化粧品の競合企業との比較では、L'Oreal、コタの後塵を拝しており、ミルボンと同等である。ただし、同社は「化学品」の ROE が相対的にやや低いため、「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 0.8 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 23.4 倍、コタ 22.7 倍と同社を大きく上回る。PBR 比較でも L'Oreal の 6.6 倍を筆頭に、コタ 2.4 倍、ミルボン 2.2 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 9. 競合企業との収益性比較

会社名	コード	決算期	売上高営業利益率	ROE	ROIC(投下資本)	EBITDAマージン	自己資本比率	ネット D/E レシオ
			%	%	%	%	%	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 10. 競合企業とのバリュエーション比較

会社名	コード	決算期	株価(11/9)	時価総額	PER会社予想	PBR実績	EV/EBITDA	配当利回り会社予想	配当性向会社予想	ROE会社予想
			円	十億円	倍	倍	倍	%	%	%
日華化学	**4463**	**25/12**	**1,821**	**32.2**	**7.6**	**0.8**	**5.6**	**3.8**	**29.3**	**10.0**
Huntsman Corp	HUN	25/12	1,491	257.4	-	0.6	9.6	-	-	-1.9
Zanyu Technology Group	002637	25/12	200	87.0	9.3	1.0	-	-	-	11.7
Zhejiang Huangma Technology	603181	25/12	250	147.0	-	1.9	-	-	-	-
L'Oreal	OR	25/12	79,628	42,504.1	32.8	6.6	21.1	-	-	20.6
ミルボン	4919	25/12	3,390	109.5	23.4	2.2	11.0	2.6	60.8	9.2
コタ	4923	26/3	1,007	32.6	22.7	2.4	12.4	2.0	45.1	11.2
平均					19.2	2.2	11.9	2.8	45.1	10.1

注：海外企業の株価は 11/6 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除して算出。EV/EBITDA の EBITDA は、会社予想営業利益に直近実績の減価償却費を足して計算。海外企業の予想は Factset コンセンサス予想
出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 11. 連結損益計算書(百万円)

決算期	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12	26/12 会社予想
売上高	**50,188**	**46,191**	**41,179**	**48,474**	**50,627**	**50,169**	**54,099**	**55,705**	**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 12. 連結貸借対照表(百万円)

決算期	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12
流動資産	**29,947**	**26,258**	**25,977**	**27,562**	**29,855**	**31,077**	**34,221**	**35,715**
現金及び預金	9,234	6,311	7,962	7,659	7,052	8,344	10,726	11,848
売上債権	10,363	9,831	9,026	9,618	10,435	11,029	11,996	11,955
棚卸資産	8,827	8,975	8,025	9,330	11,405	10,875	10,504	11,003
貸倒引当金	-6	-4	-2	0	-1	-10	-13	-13
その他流動資産	1,529	1,145	966	955	964	839	1,008	922
固定資産	**26,649**	**28,795**	**27,197**	**26,970**	**26,266**	**25,841**	**28,144**	**38,336**
有形固定資産	23,762	25,208	23,726	23,277	22,411	21,889	24,002	33,635
無形固定資産	468	351	304	298	399	498	510	933
投資その他資産	2,418	3,234	3,166	3,394	3,455	3,452	3,631	3,767
投資有価証券	1,521	1,499	1,457	1,706	1,716	1,771	1,966	2,125
繰延税金資産	262	1,022	951	980	1,022	957	936	791
その他	635	713	758	708	717	724	729	851
資産合計	**56,597**	**55,053**	**53,175**	**54,533**	**56,122**	**56,918**	**62,366**	**74,052**
流動負債	**20,986**	**19,184**	**17,361**	**16,702**	**15,987**	**15,776**	**17,143**	**22,983**
買入債務	6,548	4,996	5,325	6,619	6,544	5,895	6,181	6,335
有利子負債	9,826	10,315	8,033	5,662	5,168	5,618	5,668	10,670
その他	4,612	3,873	4,003	4,421	4,275	4,263	5,294	5,978
固定負債	**12,046**	**13,455**	**12,647**	**10,506**	**9,742**	**8,320**	**8,668**	**12,713**
有利子負債	8,055	9,215	8,267	6,038	5,170	3,652	4,234	7,866
繰延税金負債	0	0	0	0	0	0	15	19
その他	3,991	4,240	4,380	4,468	4,572	4,668	4,419	4,828
純資産	**23,565**	**22,414**	**23,166**	**27,323**	**30,392**	**32,822**	**36,553**	**38,354**
株主資本	19,921	20,404	21,271	23,667	25,407	26,566	28,703	30,271
資本金	2,898	2,898	2,898	2,898	2,898	2,898	2,898	2,898
資本剰余金	3,054	2,928	2,928	2,928	2,951	2,951	2,960	3,061
利益剰余金	15,445	16,058	16,909	19,284	21,006	22,145	24,251	25,712
その他の包括利益累計額	213	-223	-251	1,383	2,553	3,567	4,946	4,931
非支配株主持分	3,429	2,233	2,146	2,272	2,432	2,689	2,903	3,152
負債純資産合計	**56,597**	**55,053**	**53,175**	**54,533**	**56,122**	**56,918**	**62,366**	**74,052**
有利子負債	**17,882**	**19,530**	**16,301**	**11,700**	**10,338**	**9,270**	**9,902**	**18,536**
自己資本比率	**35.6%**	**36.7%**	**39.5%**	**45.9%**	**49.8%**	**52.9%**	**54.0%**	**47.5%**
D/E レシオ	**0.9**	**1.0**	**0.8**	**0.5**	**0.4**	**0.3**	**0.3**	**0.6**

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 13. 連結キャッシュ・フロー計算書(百万円)

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

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 14. 主要指標

決算期	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12
EPS (円)	156.7	57.3	66.4	164.8	134.1	107.1	174.2	150.3
BPS (円)	1,283.0	1,283.9	1,335.6	1,589.4	1,771.7	1,906.6	2,125.6	2,211.8
DPS (円)	18.0	16.0	10.0	22.0	30.0	32.0	52.0	60.0
配当性向	11.5%	27.9%	15.1%	13.3%	22.4%	29.9%	29.9%	39.9%
期末発行済株式数 (千株)	17,710.0	17,710.0	17,710.0	17,710.0	17,710.0	17,710.0	17,710.0	17,710.0
自己株式数（千株）	2,016.1	1,991.3	1,972.3	1,948.4	1,928.4	1,905.0	1,879.1	1,794.4
自己株控除株式数（千株）	15,693.9	15,718.7	15,737.7	15,761.6	15,781.6	15,805.0	15,830.9	15,915.6
期中平均発行済株式数(千株)	15,691.1	15,709.8	15,729.2	15,749.9	15,772.8	15,795.2	15,817.6	15,866.6
自己資本比率	35.6%	36.7%	39.5%	45.9%	49.8%	52.9%	54.0%	47.5%
有利子負債残高 (百万円)	17,882	19,530	16,301	11,700	10,338	9,270	9,902	18,536
ネット有利子負債残高(百万円)	8,648	13,219	8,339	4,041	3,286	926	-824	6,688
D/E レシオ	0.90	0.96	0.77	0.49	0.41	0.35	0.34	0.61
ネット D/E レシオ	0.43	0.66	0.40	0.16	0.12	0.03	-0.02	0.19
売上高営業利益率	4.6%	3.0%	3.4%	5.1%	5.2%	4.1%	6.5%	6.9%
EBITDA (百万円)	4,292	3,635	4,187	4,953	5,045	4,308	5,743	5,975
EBITDA マージン	8.6%	7.9%	10.2%	10.2%	10.0%	8.6%	10.6%	10.7%
ROE	12.6%	4.5%	5.1%	11.3%	8.0%	5.8%	8.6%	6.9%
ROIC（投下資本）	-0.2%	2.1%	2.0%	4.4%	4.1%	3.4%	6.0%	4.9%
従業員数 (人)	1,479	1,496	1,500	1,454	1,472	1,500	1,531	1,576

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ（以下、発行者）が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。
本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。
発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性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