

## 福井の繊維産業で培った「界面カガク」の技術・ノウハウを世界で展開し、成長企業に変貌中

日華化学は化学メーカーに分類され、中でも界面活性剤という特殊な分野の製品を製造・販売している。1941年福井にて創立後、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とした積極的な基礎研究（Science=科学）に加え、サプライチェーンにおける多様な顧客の生産現場での“困りごと”解決に向け、多品種の薬剤（Chemical=化学）を市場に供給。その長年に渡る「界面カガク（科学と化学）」の技術・ノウハウの蓄積が海外繊維顧客の獲得、更には非繊維分野への展開に繋がった。化粧品では、繊維の表面へ機能を付加する技術を毛髪に適用し、主力事業として確立するに至った。

日華化学の企業 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」、そして模倣困難性は「界面活性剤メーカーとして、現場を重視して長期間に渡り積み上げた技術・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」と考える。なお、創業者の“わが社は製品を売るにあらずして、技術を売る”との基本思想と、“家族的経営”が現在も受け継がれ、模倣困難性を支えていることを付記する。

“中長期グループ成長シナリオ”実現に向け、「化学品」では付加価値の高い EHD 製品群（E：環境／H：健康・衛生／D：デジタル・先端材料）の売上構成比の引き上げ、「化粧品」では積極投資による事業規模の拡大を、同社は目指す。24/12 期決算では、「化学品」の収益性が改善の方向性を示し始めたことは、今後に向けた好材料となる。

同社の手掛ける界面活性剤は、成長市場と認識されていないが、同社の「化学品」における EHD 製品は、環境保全などの社会課題（企業の ESG 含む）解決に貢献するニッチで高付加価値分野であり、同社は今後、成長性がありバリュエーションが高いスペシャリティケミカル銘柄と認識される可能性がある。「化粧品」は、27 年稼働開始予定の新工場での増産により、繊維産業で培った技術・ノウハウを毛髪に展開する強みを活かしてシェアを拡大し、バリュエーションが高い化粧品銘柄としての確固たる地位を築く機会が近づいている。

25/12 期会社計画ベースの PER は 7.9 倍、24/12 期実績ベースの PBR は 0.6 倍と低位に留まる。ストラテジー・アドバイザーズの考えるエクイティストーリー、すなわち「事業構造の大転換と財務・資本政策の抜本的転換」が実現すれば、化学品は EHD 製品を有するスペシャリティケミカル関連企業として認知度を高め、化粧品はシェア上昇によって化粧品銘柄としての地位が向上するだろう。結果として、株価にはアップサイドが期待される。

### 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(7/15)	1,294
52週高値(25/3/27)	1,355
52週安値(24/7/30)	980
上場来高値(15/12/28)	1,539
上場来安値(20/3/13)	586
発行済株式数(百万株)	17.7
時価総額(十億円)	22.9
EV (十億円)	25.0
自己資本比率(24/12、%)	54.0
ROE (24/12、%)	8.6
PER (25/12 会予、倍)	7.9
PBR (24/12 実績、倍)	0.6
配当利回り (25/12 会予、%)	4.6

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

### 日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
21/12	48,474	17.7	2,453	73.2	2,706	64.5	2,595	148.6	164.8	22.0
22/12	50,627	4.4	2,628	7.1	3,132	15.7	2,114	-18.5	134.1	30.0
23/12	50,169	-0.9	2,039	-22.4	2,528	-19.3	1,691	-20.0	107.1	32.0
24/12	54,099	7.8	3,519	72.6	3,976	57.3	2,754	62.9	174.2	52.0
25/12 会社予想	57,000	5.4	3,600	2.3	3,700	-6.9	2,600	-5.6	164.4	60.0

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 目次

エグゼクティブサマリー .....	3
1. 会社概要 .....	4
2. 沿革.....	6
1) 江守清喜氏が薬剤の製造に乗り出す .....	6
2) 創業者の後を継いだ江守幹男氏.....	8
3. 社長プロフィール.....	11
4. 企業 DNA と模倣困難性.....	13
1) ポジショニング理論.....	13
2) 企業 DNA.....	13
3) 模倣困難性 .....	14
4) エクイティストーリー .....	15
5) 今後の課題.....	16
5. 事業モデル ～「界面カガク」を多用途に展開 .....	18
1) コア技術は繊維産業で培われた .....	19
2) 「化学品」では繊維以外にも需要が拡大.....	19
3) 「化粧品」では培った技術を毛髪に適用 .....	19
4) 生産拠点と研究開発拠点.....	20
6. セグメント別の業績推移.....	22
1) 化学品.....	22
2) 化粧品.....	23
7. 財務戦略 .....	26
8. 業績の動向と今後の見通し.....	28
1) 短期的な業績動向 .....	28
2) 中期経営計画.....	31
3) 戦略（1）：事業構造の大転換.....	32
4) 戦略（2）：メリハリのある投資 .....	36
5) 戦略（3）：生産性改革.....	36
9. バリュエーションと株価見通し.....	36
10. リスク要因 .....	45
11. サステナビリティ経営の推進 .....	46
1) コーポレートガバナンス体制（24/12 期末時点） .....	46
2) サステナビリティ体制.....	47
3) 気候変動対応.....	48

## エグゼクティブサマリー

### 「技術を売る」をモットーに

日華化学は界面活性剤を祖業としており、国内繊維業界サプライチェーンの発展に貢献してきた。幾多の苦難を乗り越える中で、創業者・江守清喜氏は「我が社は製品を売るにあらずして技術を売る」をモットーとした。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、顧客の生産現場における“困りごと”を技術で解決するビジネスモデルを築いた。こうした現場の要求を都度、開発にフィードバックしてきた結果、同社には技術・ノウハウが蓄積され、現在の事業の基盤となっている。中興の祖、江守幹男氏は界面活性剤の非繊維分野（化粧品等）への展開を進める一方、海外拠点を積極的に設立した。そして現社長、江守康昌氏にバトンが繋がっている。創業以来、「家族的経営」を貫いているのも特徴の一つである。

### 事業セグメントは 2 つ

同社は現在、「化学品」と「化粧品」の 2 つの事業セグメントを有している。「化学品」の内訳は、同社が高いシェアを有する繊維化学品、成長性の高い特殊・機能化学品（スペシャリティケミカル）、国内 BtoB 事業で高シェアを持つクリーニング・メディカルである。「化粧品」は界面活性剤技術のノウハウを繊維から毛髪に応用、プロ（美容室）向け製品を主力としている。

### 企業 DNA と模倣困難性

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。また、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」、と考える。

### 化学品は EHD 製品の拡販、化粧品は積極投資で事業規模を拡大へ

日華化学は“中長期グループ成長シナリオ”の実現に向け、「化学品」では EHD 製品の売上構成比の引き上げ、「化粧品」では積極投資による事業規模の拡大を目指す。24/12 期決算では、「化学品」の収益性が改善の方向性を示し始めたことは、今後に向けた好材料。

### バリュエーション拡大へ好機到来

界面活性剤業界は成長市場と認識されていないが、「化学品」の EHD 製品は、環境保全などの社会課題解決に貢献するニッチで高付加価値分野であり、同社は今後、成長性がありバリュエーションが高いスペシャリティケミカル銘柄と認識される可能性がある。「化粧品」は、27 年稼働開始予定の新工場での増産により、繊維産業で培った技術・ノウハウを毛髪に展開する強みを活かしてシェアを拡大し、バリュエーションが高い化粧品銘柄として確固たる地位を築く機会が近づいている。総じて、バリュエーション拡大への好機が到来しているといえよう。

### エクイティストーリー実現により株価にはアップサイドの可能性

25/12 期会社計画ベースの PER は 7.9 倍、24/12 期実績ベースの PBR は 0.6 倍と低位に留まる。ストラテジー・アドバイザーズの考えるエクイティストーリーは「事業構造の大転換と財務・資本政策の抜本的転換」。エクイティストーリーの実現性が高まれば、株価にはアップサイドの可能性が広がるであろう。

図表 1. FLOWDIA MORE ブランド



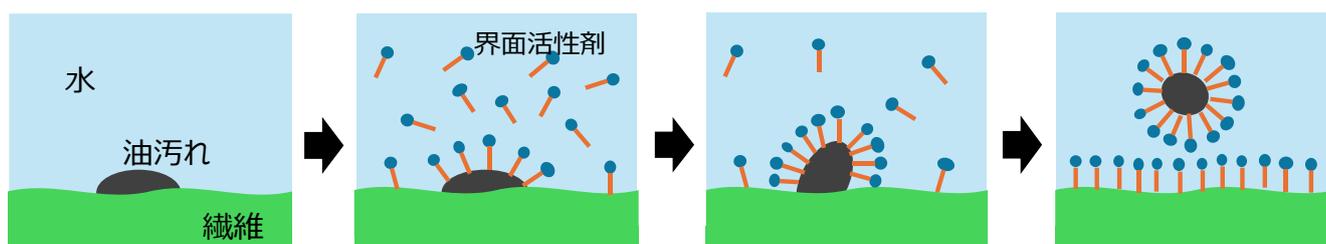
出所：DEMI ホームページより

## 1. 会社概要

### 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 2. 界面活性剤の機能例：汚れが落ちる仕組み

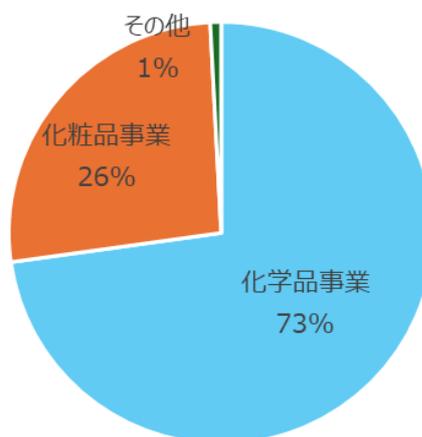


出所：各種資料をもとに、ストラテジー・アドバイザーズ作成

### 「化学品」と「化粧品」セグメントからなる

現在、同社の事業は化学品、化粧品、その他の3セグメントから成る。24/12期実績ベースの売上高構成比は化学品73%、化粧品26%、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35.2億円に全社消去分を足し戻した56.0億円に対する構成比も、24/12期実績では化学品67%、化粧品33%となり化学品が上回っている。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 3. セグメント別売上高構成比（24/12期実績）

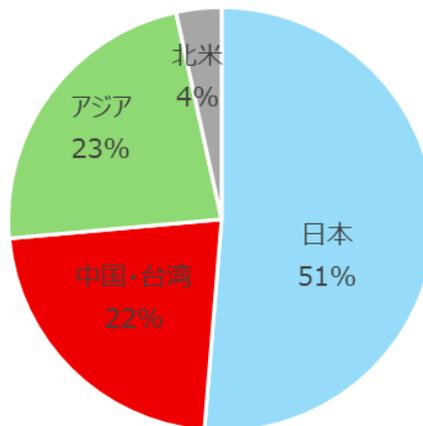


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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 51%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・ASEAN・米国と広範なネットワークを有する。

図表 4. 所在地別売上高構成比 (24/12 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」。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 5. 事業概要(単位：百万円)

セグメント	24/12 期 実績	25/12 期 計画	事業内容
全社	売上高 54,099 営業利益 3,519	57,000 3,600	-
化学品	売上高 39,378 営業利益 3,724	41,500 3,770	内訳：繊維化学品 70% / 特殊・機能化学品等 22% / クリーニング・メディカル 7% EHD 製品例～フッ素フリー系撥水剤、スマートダイニングプロセス関連、水系ポリウレタン等
化粧品	売上高 14,271 営業利益 1,822	14,700 1,840	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、その他 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
その他	売上高 449 営業利益 58	800 60	設備請負工事など
消去等	営業利益 -2,085	-2,070	-

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

## 2. 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。

### 1) 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む事態となった。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「大家族的経営」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きた。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。

## 2) 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イの塊

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、バイタリテイ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勞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・ノウハウを存分に積み込み、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、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」を忠実に体現し、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蹶いたものの、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現し、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 6. 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	台湾に合弁会社 台湾日華化学工業股份有限公司を設立。
1971年5月	大韓民国に合弁会社 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	タイ王国に合弁会社 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弁会社 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弁会社 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弁会社 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弁会社 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弁会社 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、日華化学研発(上海)有限公司に商号変更。)
2002年9月	中華人民共和国に合弁会社 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弁会社 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。

2011年3月	中華人民共和国に DEMI(BEIJING)INTERNATIONAL TRADING CO.,LTD.を設立。
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ヲ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

## 3. 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が、次男の現社長・江守康昌氏（1962-）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ぐ必要があるため、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5つの施策、すなわち（1）事業構造の大転換、（2）メリハリのある投資、（3）生産性改革、（4）サステナブル経営、（5）大家族主義の進化、を推進している。特に（1）では「化学品」におけるEHD（環境・健康衛生・先端材料）製品への事業集中、並びに「化粧品」の生産能力拡大に注力する。

図表 7. 日華化学の歴代社長

代	社長	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

## 4. 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)、中国の贛宇科技集団(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「家族的経営」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「家族的経営」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。

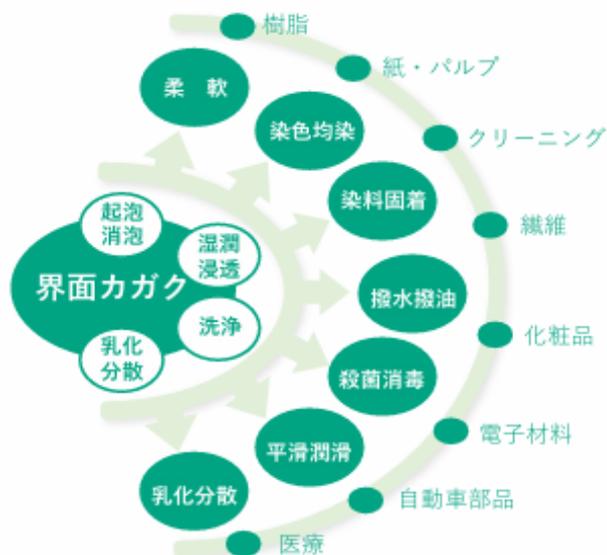
#### 化粧品は、繊維産業における技術・ノウハウを毛髪に活かして品質差別化

また頭髪化粧品分野には、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、「大家族的経営」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。

図表 8. 界面活性剤と関連する市場



出所：会社資料

## 4) 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」

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。

### 化学品は EHD 製品比率向上を目指す

第一に、「事業構造の大転換」について説明する。化学品では EHD 製品に集中し、成長力のある高付加価値事業への転換を図る方針である。EHD 製品とは環境（Environment）／健康・衛生（Health）／デジタル・先端材料（Digital）向け製品の総称（日華化学の定義）を指す。特に、環境（Environment）ではフッ素フリー系撥水剤、環境対応工程薬剤、水系ポリウレタンなど付加価値の高い製品の需要が伸びている状況。新分野において高い技術ポテンシャルを有する日華化学には、追い風が吹いているといえよう。化学品売上高に占める EHD 製品の比率は 24/12 期 44%から、30/12 期には 75%に引き上げる方針。今後需要の急拡大が見込まれるニッチ市場にて、高付加価値 EHD 製品を投入し高いシェアを獲得できれば、広義のスペシャリティケミカル関連銘柄としての認知度が拡大しよう。

### 化粧品はボトルネックとなる生産能力を増強へ

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。株主還元政策も大きく変化し

ている。一株当たり配当は 20/12 期 10 円から 24/12 期は 52 円まで増加した。25/12 期は 60 円 (配当性向 37%) まで引き上げる会社予想である。

**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**

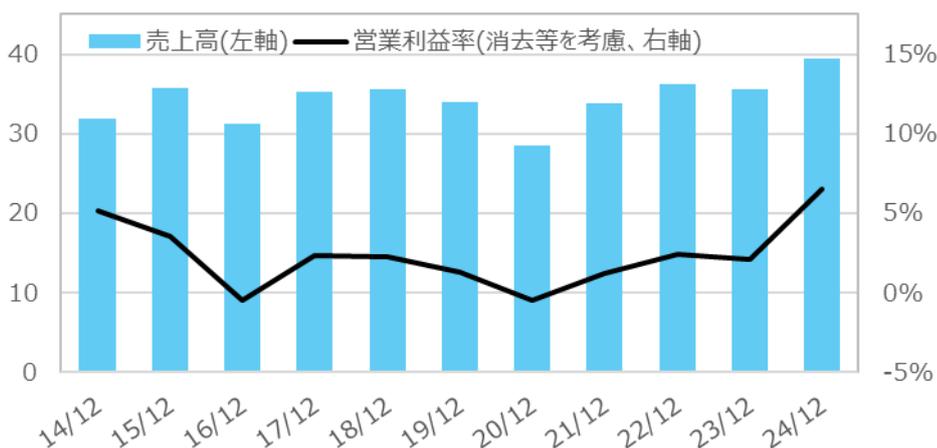
日華化学は東証スタンダード上場の化学品メーカーであり、福井県に本社を持つため、一般にはなじみが薄い。しかし、同社のファンダメンタルズは良好であり、資本政策も株主重視に転換している。こうしたエクイティストーリーが徐々に株式市場に認識されるに従い、現在は低位に留まるバリュエーションが修正されることが予想される。今後、同社の利益は順調な拡大が見込まれるため、PBR1 倍以上、PER10 倍以上に上昇する可能性が充分にある。IR にいっそう注力すれば、EPS (一株当たり利益) とバリュエーション両方の上昇により、中長期的に現在の株価には大きなアップサイドが期待できるだろう。

## 5) 今後の課題

**化学品：新たに出現するニッチ市場で高シェア獲得がポイント**

「化学品」では、高付加価値 EHD 製品を、同社独自技術で切り開いていく必要がある。30/12 期「化学品」売上高前提 450 億円のうち 75% を EHD 製品で占有する目標なので、売上高 337 億円に相当する。これは 25/12 期売上高計画 210 億円の 1.6 倍 (CAGR+10%) であり高成長を継続することが必要となる。今後、新たに出現するニッチ市場で高シェアを獲得することが目標達成の条件となる。また、顧客における社会課題解決に貢献する付加価値のある高シェア製品となるため、適切な価格設定による粗利増加が期待される。また、過去から現在まで蓄積されてきた技術・ノウハウを活かして販管費の増加を抑制し、営業利益率を更に高めたい。

図表 9. 「化学品」の業績推移 (消去を各セグメントに配賦後、十億円)



出所：会社説明資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

**化粧品：2027 年完成の新工場効果で現在低位に留まるシェアを向上**

「化粧品」は、現在は国内美容室向けが中心のビジネスである。日本国内の人口減少に歯止めが掛からないことから、来店者数自体の増加は見込みにくい厳しい事業環境にある。一方、カラー需要は継続的に伸びていることに加え、ヘアケアに対する意識が更に高まっているというプラス要因もある。また、同社の国内シェアは 5% 前後と低位であり、生産キャパシティ拡大によってシェア約 20% の首位ミルボンを追走し事業を拡大できる可能性が高い。2027 年完成の新工場の生産能力と、繊維で培った界面活性剤の技術・ノウハウを毛髪に適用する品質の優位性で、国内シェアを引き上げることが重要であろう。また、海外市場 (韓国、ASEAN) の継続的な開拓も必要となる。

足下で営業利益率が低下傾向であるが、販管費率の増加が主要因である。2027 年の新工場稼働を控えてシェア拡大の布石を打つ必要があることから、先行して営業部隊の増員を図っ

ていることが背景。新工場稼働に伴い減価償却費が増加するため、27/12 期の営業利益は YoY 減益が想定されるものの、28/12 期以降は再び増益基調となろう。

**図表 10. 「化粧品」の業績推移 (消去を各セグメントに配賦後、十億円)**



出所：会社説明資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 5. 事業モデル ～「界面カク」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

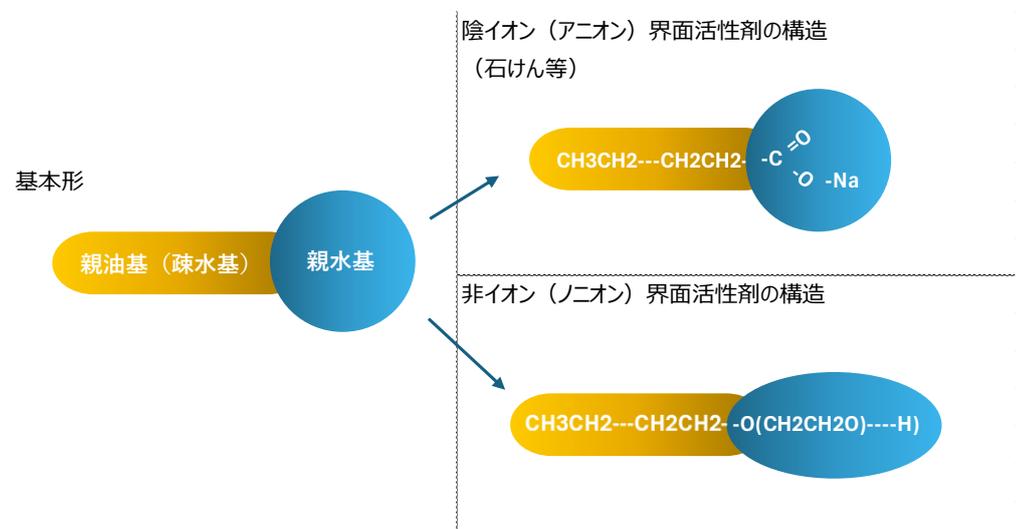
具体例として水と油を挙げる。界面活性剤は1つの分子（化学構造）の中に水に溶けやすい部分（親水性）と水に溶けにくい部分（疎水性）を併せ持つように構成されている。まず水と油を混ぜようとする、最初は互いに分離している。そこで次に界面活性剤を投入すると、界面活性剤は水と油の界面に集まり配列される。その並び方は、疎水性の部分は油の中に、親水性の部分は水の中に向いて配列される。すなわち、自然に界面活性剤は水と油の界面に規則正しく配列され、安定な状態に落ち着く。外からは、水と油があたかも溶け合ったように見えるが、これを乳化したと呼ぶ。

### 「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 11. 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、インテリアなど各業界に繋がっている。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。

## 2) 「化学品」で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、洗浄力はもとより消臭、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。

## 3) 「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) 向け頭髪化粧品の 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。

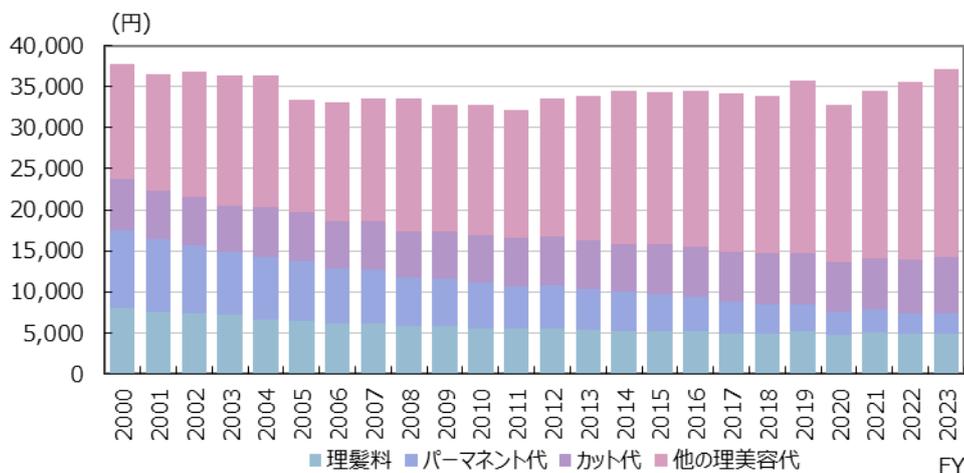
### ヘアケア剤・スタイリング剤は化粧品、カラー剤・パーマ剤は医薬部外品

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られ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。

## 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

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）などが代表例。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。なお、国内需要動向をみるための参考データを以下に示す。

図表 12. 理美容サービスの世帯支出額推移（二人以上の世帯）



出所：Speeda、ストラテジー・アドバイザーズ作成

## 4) 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、生産能力の規模の順に中国、韓国、台湾・インドネシア（台湾とインドネシアは同等）となっている。

### 「化粧品」は本社と山田製薬で生産

「化粧品」（頭髪化粧品）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髪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、イーラル共に行っている。

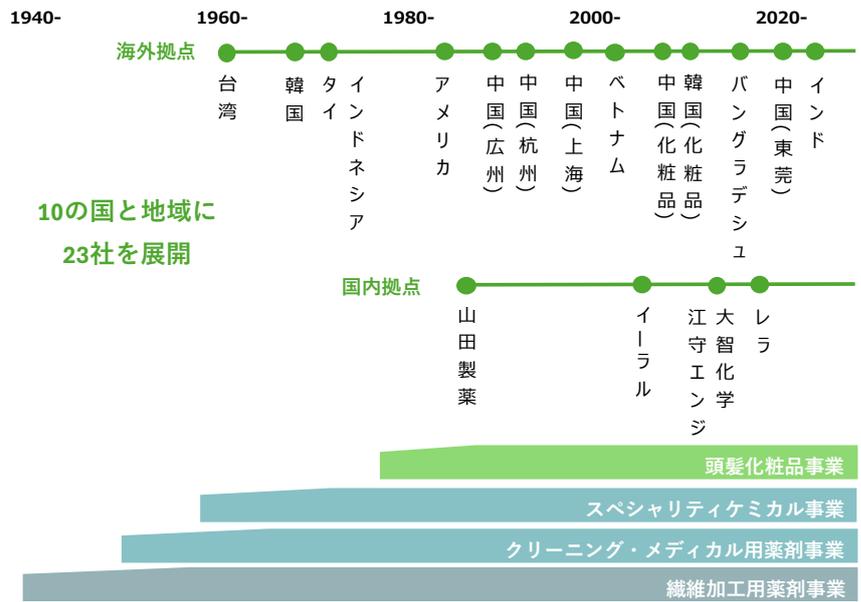
### 小規模な釜でのバッチ生産により多 品種の生産を実施

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、あるいは容器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。

## 研究開発は NIC に集約

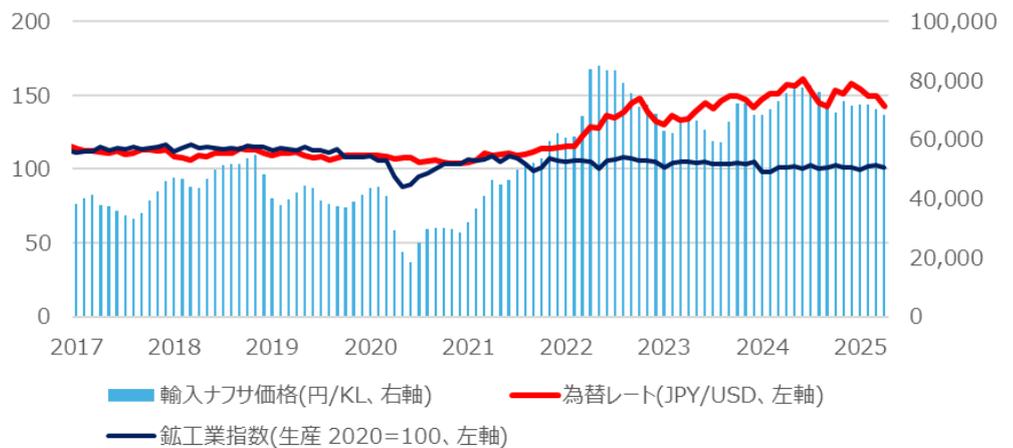
研究開発拠点は本社敷地内に 2017 年に設立された NIC (Nicca Innovation Center) が中心となる。NIC は、「化学品」の界面科学研究所、「化粧品」の毛髪科学研究所を備え、イノベーションを社内外問わずオープンな空間・姿勢で活性化させることで、新しい価値創造を図っていきたいとの基本思想のもとに設計されている。建屋内には広く明るいオープンスペースが広がり、「楽しく働く場」を意識して設計された研究所である。外部から研究機関、顧客を招いて共創の場として有効に活用されている。また、若い技術者を獲得する上で、イキイキと充実感を持って働ける職場を提供することは重要である、との会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

図表 13. 日華化学の拠点展開



出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

図表 14. ナフサ価格の推移



出所：Speeda より戦略・アドバイザーズ作成

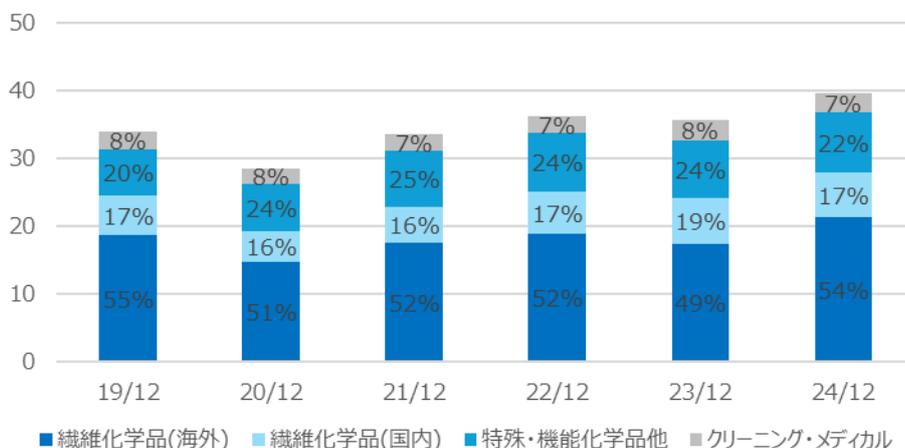
## 6. セグメント別の業績推移

### 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（24/12期）は「化学品」全体で73%。

図表 15. 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

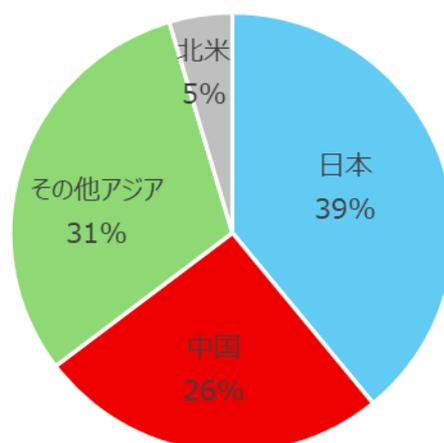


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

#### 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）関連の薬剤、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 63%、国内 37%である。

図表 16. 化学品の地域別売上高（24/12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、インバウンド需要は回復してきたが、24/12期は逆にホテル代高騰に伴う国内客減少等でリネン薬剤の増加が留まってきた。加えて、主力のクリーニング薬剤が年々減少している分を、コインランドリー向け薬剤でカバーしてきたが、その伸びが鈍化した。

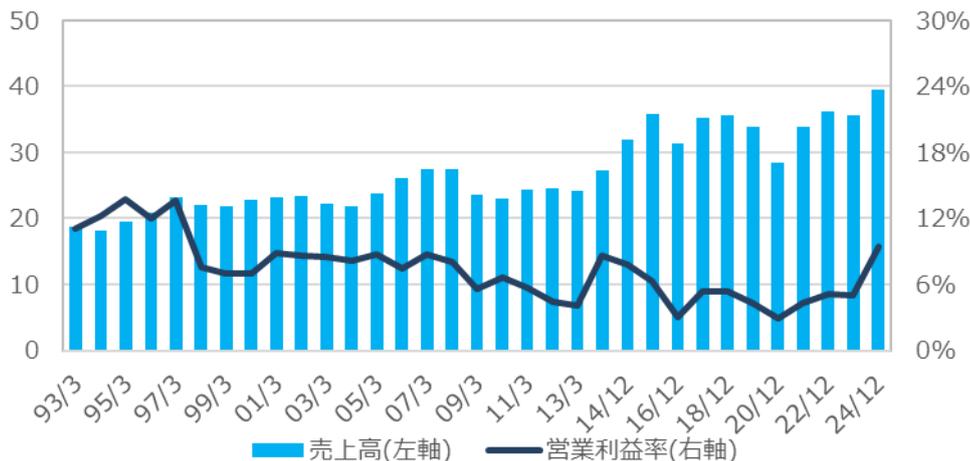
## 売上高の推移

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、並びにコスト上昇に伴う価格適正化を背景として、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%のレンジが続き、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。

図表 17. 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

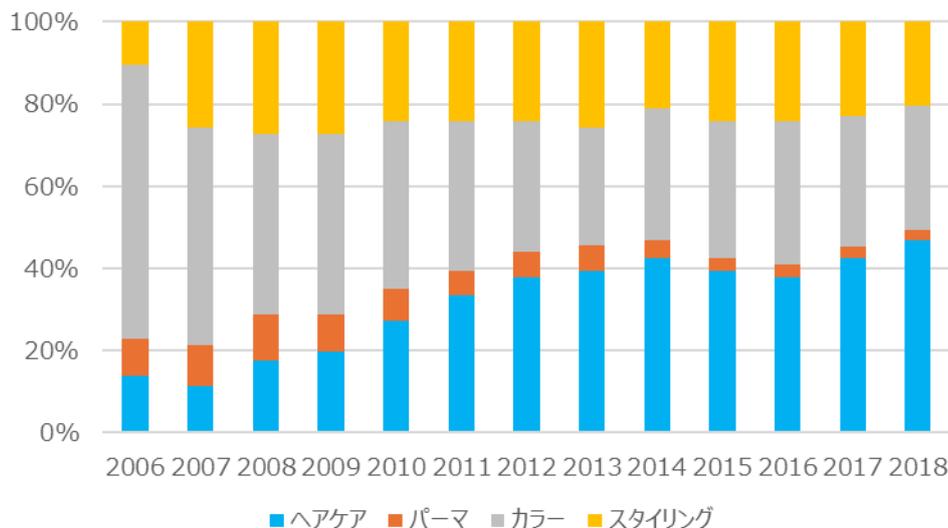
## 2) 化粧品

### 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、売上高構成比などの開示は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を含むと推定)である(図表 12 参照)。

**図表 18. 化粧品の売上高に占める製品別構成比 (～18/12 期)**



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## カラー・パーマ：医薬部外品に区分

5章で述べたように、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、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、競争環境が激しくなっており、売上高に占めるカラー剤の構成比はやや減少傾向とみられる。

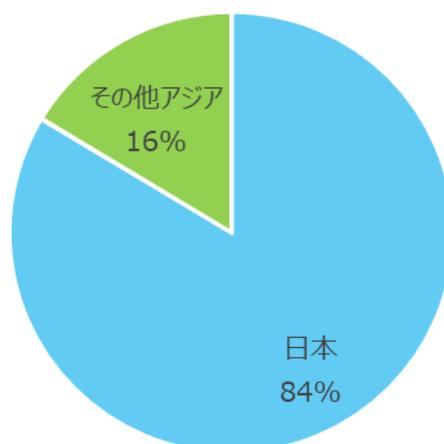
## ヘアケア・スタイリング：化粧品に区分

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84%、海外(韓国など)16%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19/12期における11%から5ポイント上昇しており、徐々に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 19. 化粧品の地域別売上高 (24/12 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、カラー剤が全体を牽引して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期には100億円を超え、その後も順調に成長。24/12期はODMや韓国の好調もあり、過去最高の143億円（YoY2.1%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、23/12期における広告宣伝費増、24/12期における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、在庫変動の影響を主因に利益率の水準が切り下がってきている。23/12期は14.6%、24/12期は12.8%という実績であった。

図表 20. 化粧品の上高・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

## 7. 財務戦略

### 低 PBR の主要因は低い ROE にあるとの自己分析

日華化学は 2024 年 7 月 31 日に、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」、をリリースした。説明資料の中で同社は、現状の株価が低 PBR となっている主要因として、「ROE を安定的、かつ十分に高めきれていないことにある」、との認識を示した上で、中長期に目指す財務的な目標を明確にし、実現に向けた対応策を掲げている。

### 2035 年までに目指したい姿

同社が中長期（2035 年まで）に目指したい姿は以下の 5 項目。

- ・売上高 750 億円 / 営業利益率 10%以上
- ・ROE：10%以上（株主資本コスト(=約 8%：同社推定)を安定的に上回る水準)
- ・ROIC：8%以上（WACC(=約 6%：同社推定)を安定的に上回る水準)
- ・配当方針：累進配当 + DOE3%以上（2-3 年以内に 3%目指し、その後も高めることを継続検討）
- ・PBR：1 倍以上（早期達成を目指す）

株価における低 PBR 改善に向けた取り組みは以下。

- (a) 事業の収益性改善
- (b) 財務・資本政策の見直し（SR・IR 強化を含む）

このうち (a) の項目は中計における事業の施策と重なるため、説明は第 8 章に譲ることとし、以下で (b) 財務・資本政策の見直し、に言及する。

### FCF 創出力を高める

日華化学は 2027 年の「化粧品」新工場稼働に伴って、その後の一定期間は減価償却費の負担が大きくなる。ただし、「化学品」の収益改善も合せ、FCF（フリーキャッシュフロー）創出力を安定的に高める方針を採る。

### 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には、借入金にて財務レバレッジを効かせ、WACC を抑制する方針を採る。なお、24/12 期末の自己資本比率は 54.0%に上昇しており、今後は 50%前後にコントロールするオペレーションとなろう。

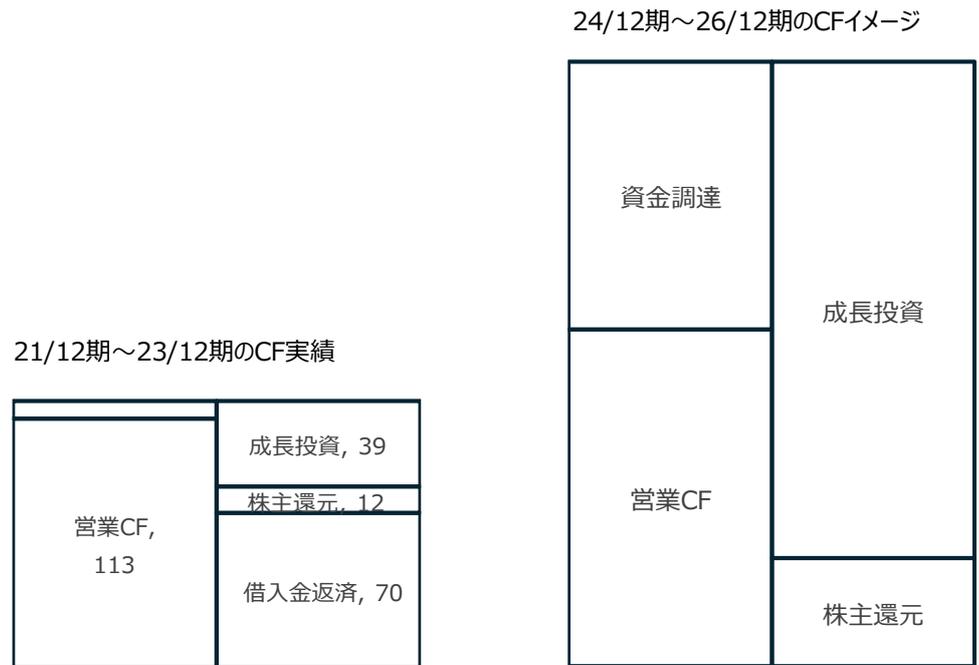
### キャピタルアロケーション

キャピタルアロケーションについては、24/12～26/12 期の 3 年間は、直近 3 年間（21/12～23/12 期）と比較して、成長に向けた大型設備投資の実施に伴いキャッシュアウトの額が 2 倍以上となる。キャッシュイン側は、事業の収益改善を進め営業 CF を高めることに加え、借入金による資金調達を実施する計画である。

### 株主還元

株主還元については、従前は基本方針として安定配当を掲げ、配当性向 30%を目安としていた。これに対し、基本方針を安定配当 + 累進配当に変更、目標値には 2-3 年以内の DOE3%を設定した。また DOE については、その後も高めることを継続検討すると宣言している。これにより、今後の減配リスクは大きく後退したといえよう。

図表 21. キャピタルアロケーション(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

図表 22. 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

## 8. 業績の動向と今後の見通し

### 1) 短期的な業績動向

#### 24/12 期実績 ~YoY 大幅増益

24/12 期実績 (25 年 2 月発表) は売上高が YoY7.8%増収の 541 億円、営業利益は同 72.6%増の 35.2 億円であり、大幅増益の好決算であった (1 ドル 151.47 円)。  
YoY7.8%円安となり営業利益には 5.0 億円のプラス効果が含まれる。なお、セグメント別で見れば、「化学品」が YoY10.6%増収、同 2.07 倍の増益と極めて好調に推移した一方、「化粧品」は同 2.1%増収に留まり、同 10.9%減益とやや低調であった。全体では、「化粧品」の減益を「化学品」の大幅増益で十分に補ったと総括される。

#### 「化学品」は EHD 製品の売上高比率が上昇

「化学品」は、EHD 製品の売上高比率が 23/12 期実績 42%から 24/12 期では 44%に増加したことで利益率が向上した。EHD 製品ではフッ素フリー系撥水剤、スマートダイニングプロセス関連の薬剤の需要増が牽引した。分野別では、主力の繊維化学品が中国・ベトナムを中心に好調だったことに加え、スペシャリティケミカルでは半導体ウェハ加工用クーラント剤の需要が増加した。クリーニング・メディカルはインバウンド需要に伴うリネン用薬剤の増加などで堅調に推移した。また、売上高に占める海外比率が高いため、円安も業績にプラス寄与した。

#### 「化粧品」は戦略的コストが増加

「化粧品」は、国内のデミコスメイクスでは新製品・注力製品が増加する一方で、既存品が美容室来店客低迷で減少。国内 ODM を手掛ける山田製薬は、一部大口製品の減少があったものの、新規 ODM 顧客が伸長したため、全体では好調であった。韓国 (デミコリア) はカラー製品のシェア上昇、及びヘアケア製品の好調で伸びた。ただし、営業・マーケティングに掛かる戦略的コスト増加 (新工場稼働を見据えた営業人員採用による人件費増が主因)、販売関連費用の増加、在庫変動の影響もあり、全体では YoY 減益となった。

#### 25/12 期会社予想

25/12 期会社予想 (25 年 2 月発表) は売上高が YoY5.4%増収の 570 億円、営業利益は同 2.3%増の 36 億円と示された (1 ドル 150 円前提)。セグメント別では、「化学品」が YoY5.4%増収、同 1.2%増益、「化粧品」は同 3.0%増収、同 1.0%増益。全社の営業利益は YoY0.8 億円増益となる予想だが、内訳はプラス要因として増収効果 12.1 億円、マイナス要因として販売関連コスト 4.6 億円、戦略コスト 5.3 億円 (うち人件費 4.3 億円、新 ERP 等 1.0 億円)、その他 1.4 億円を見込む。増収によるプラス効果の大部分を、中長期成長に向けた戦略コスト計上に伴うマイナス影響が打ち消す構図になるとの同社見通し。

図表 23. セグメント別推移 (年度)

(百万円)	16/12	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12 CoE
<b>売上高</b>	<b>44,223</b>	<b>48,493</b>	<b>50,188</b>	<b>46,191</b>	<b>41,179</b>	<b>48,474</b>	<b>50,627</b>	<b>50,169</b>	<b>54,099</b>	<b>57,000</b>
化学品	31,290	35,220	35,502	33,890	28,496	33,773	36,268	35,605	39,378	41,500
化粧品	12,654	12,494	13,977	11,399	12,175	14,087	13,265	13,977	14,271	14,700
その他	278	778	708	901	506	612	1,093	586	449	800
<b>営業利益</b>	<b>1,458</b>	<b>2,116</b>	<b>2,301</b>	<b>1,395</b>	<b>1,416</b>	<b>2,453</b>	<b>2,628</b>	<b>2,039</b>	<b>3,519</b>	<b>3,600</b>
化学品	940	1,887	1,905	1,441	842	1,460	1,861	1,803	3,724	3,770
化粧品	2,354	2,064	2,285	1,687	2,250	2,794	2,438	2,044	1,822	1,840
その他	15	69	63	99	43	72	129	64	58	60
消去等	-1,851	-1,905	-1,951	-1,831	-1,720	-1,873	-1,801	-1,871	-2,085	-2,070
<b>営業利益率 (%)</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.4%</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>6.3%</b>
化学品	3.0%	5.4%	5.4%	4.3%	3.0%	4.3%	5.1%	5.1%	9.5%	9.1%
化粧品	18.6%	16.5%	16.3%	14.8%	18.5%	19.8%	18.4%	14.6%	12.8%	12.5%
<b>設備投資</b>	<b>3,726</b>	<b>4,734</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>	-
化学品	1,410	2,336	3,779	3,364	914	1,093	813	1,128	838	-
化粧品	2,171	1,276	307	411	480	257	213	114	3,247	-
その他・消去等	145	1,122	48	41	67	341	269	107	87	-
<b>減価償却費</b>	<b>1,634</b>	<b>1,860</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>	-
化学品	1,340	1,401	1,450	1,702	2,192	1,916	1,867	1,706	1,699	-
化粧品	235	375	432	441	487	500	449	454	408	-
その他・消去等	59	84	100	91	89	84	101	109	117	-

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

図表 24. 25/12 期予想と中計計画の違い

	2024 年 12 月期 実績			2025 年 12 月期予想(直近)			中期経営計画(2023 年 2 月発表) 2025 年 12 月期		
	全社	化学品	化粧品	全社	化学品	化粧品	全社	化学品	化粧品
売上高	540 億円	398 億円	142 億円	570 億円	423 億円	147 億円	570 億円	400 億円	170 億円
CAGR	3.4%	3.2%	3.7%	4.0%	3.6%	3.7%	4.0%	2.3%	8.6%
営業利益	35 億円	25 億円	10 億円	36 億円	-	-	40 億円	20 億円	20 億円
営業利益率	6.5%	6.3%	6.9%	6.3%	-	-	7.0%	5.0%	11.8%
ROE	8.7%	-	-	8.0%	-	-	8.0%	-	-
ROIC	5.8%	5.7%	5.9%	7.0%	-	-	7.0%	5.0%	12.0%
PBR	0.5 倍	-	-	-	-	-	-	-	-
(実績・想定条件)									
為替・ナフサ	151 円/USD (2024 年 12 月末) 73,200 円/KL (2024 年 4Q)			150 円/USD・73,200 円/KL			132 円/USD・72,500 円/KL		

注：「化学品セグメント」にその他セグメントを含めて表記、「消去及び全社セグメント」を化学品・化粧品の各セグメントに配賦して表記。2024 年 12 月期の CAGR は 2022 年からの 2 年間の数値

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

## 25/12期 Q1 決算の内容

5月1日に発表された25/12期Q1決算は、売上高がYoY7.9%増の132.0億円、営業利益が同45.6%増の8.6億円の実績であった(1ドル152.92円)。2月時会社予想に対する進捗率は売上高で23.1%、営業利益で23.8%となり、四分の1である25%に若干未達となった。ただし、例年Q1はスロースタートであることを考慮すれば、会社予想に対してQ1実績は概ね順調な滑り出しといえるだろう。

## 「化学品」のQ1実績

「化学品」のQ1実績は、売上高がYoY7.6%増の97.3億円、セグメント利益が同31.3%増の10.8億円の実績となった。EHD製品の売上高構成比率は45.2%(前Q1比0.9ポイント上昇)となり利益率改善に寄与した。フッ素フリー系撥水剤の増加が継続していることに加え、YoYでは半導体ウェハ加工用クーラント剤が回復した。分野別では、繊維化学品が中国における主要顧客の工場稼働率上昇で伸びたことに加え、インドの貢献も始まっている。

## 「化粧品」のQ1実績

「化粧品」のQ1実績は、売上高がYoY5.4%増の33.0億円、セグメント利益が同9.6%増の2.6億円の実績となった。国内ではデミコスメティクスにおける新製品・注力製品の販売は堅調だが、既存品がやや停滞している。山田製薬の国内ODMは一部大口製品の受注減速があったものの、それを充分補う比較的新しい既存顧客の受注が大口化してきており、全体では好調に推移した。韓国(デミコリア)ではカラー及びヘアケア製品の販売が伸びた。営業利益は、デミコリアにおけるカラー剤の韓国生産比率増で粗利率が改善しプラス貢献した一方で、営業人員増強に伴う人件費増加がマイナス寄与した。

図表 25. セグメント別推移(四半期)

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

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 26. 業績推移 (四半期)

(百万円)	23/12				24/12				25/12
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
売上高	11,520	12,786	13,147	12,716	12,228	13,816	13,432	14,623	13,195
売上原価	7,922	8,805	8,693	8,232	7,959	8,788	8,610	9,450	8,413
売上総利益	3,598	3,981	4,454	4,483	4,268	5,028	4,823	5,172	4,782
(売上総利益率)	31.2%	31.1%	33.9%	35.3%	34.9%	36.4%	35.9%	35.4%	36.2%
販売費及び一般管理費	3,418	3,728	3,557	3,773	3,680	3,989	3,941	4,162	3,926
営業利益	179	253	897	710	588	1,038	882	1,011	856
(売上高営業利益率)	1.6%	2.0%	6.8%	5.6%	4.8%	7.5%	6.6%	6.9%	6.5%
営業外収益	138	223	161	113	192	220	-30	220	70
営業外費用	36	-9	8	111	14	17	20	94	122
経常利益	281	485	1,050	712	766	1,241	832	1,137	804
(売上高経常利益率)	2.4%	3.8%	8.0%	5.6%	6.3%	9.0%	6.2%	7.8%	6.1%
特別利益	1	2	1	1	0	1	1	2	0
特別損失	0	1	2	6	0	1	3	72	1
税金等調整前当期純利益	281	487	1,049	708	766	1,241	830	1,067	803
法人税等	225	192	260	-30	376	268	125	107	425
(実効税率)	80.1%	39.4%	24.8%	-4.2%	49.1%	21.6%	15.1%	10.0%	52.9%
当期純利益	56	294	789	737	390	972	705	962	378
非支配株主に帰属する当期純利益	29	36	56	63	71	74	74	55	85
親会社株主に帰属する当期純利益	27	258	733	673	318	899	631	906	292
(売上高当期純利益率)	0.2%	2.0%	5.6%	5.3%	2.6%	6.5%	4.7%	6.2%	2.2%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2) 中期経営計画

### 25/12 期の数値目標は売上高 570 億円、営業利益 40 億円

23 年 2 月に発表した中期経営計画は 23/12 期～25/3 期の 3 カ年計画である。もともと同社は 21 年 2 月に「INNOVATION25」と題する 5 カ年中計 (21/12 期～25/12 期) を発表し、3 年後の 23/12 期における経営数値目標 (売上高 500 億円、営業利益 25 億円、EBITDA50 億円、ROE5%超など) を掲げていた。しかし、同目標を 1 年前倒しで 22/12 期に達成したこと、及び事業環境が変化してきていること等を鑑み、新たに 25/12 期における経営数値を上方修正したことになる。数値目標は、25/12 期売上高 570 億円、営業利益 40 億円、ROE8%、ROIC7% (1 ドル 132 円、ナフサ価格 72,500 円/kl 前提)。

### 中長期成長ビジョン

中長期成長ビジョンは、「世界中のお客様から最も信頼されるイノベーション・カンパニー」としており、2030 年のありたい姿として売上高 700 億円、営業利益率 10%を掲げた中で、25/12 期目標数字はマイルストーンとなる。中計の 3 カ年は、26/12 期以降の持続的成長に向けて新しい成長スパイラル、すなわち“事業構造転換”、“収益性改善”、“成長分野への積極投資”のサイクルを確立する期間と位置づけている。

### 5 大戦略

23 年 2 月発表における 5 大戦略は、(1) 事業構造の大転換、(2) メリハリのある投資、(3) 生産性改革、(4) サステナブル経営の推進、(5) 大家族主義の進化、であった。ここでは、新たな成長スパイラルの各要素に関連する (1) ～ (3) について説明する。

図表 27. 中長期の見通し (35/12 期)

	中期経営計画(2023年2月発表)			中長期的な事業構造イメージ			目指す姿
	2025年12月期			2030年12月期			2035年12月期
	全社	化学品	化粧品	全社	化学品	化粧品	全社
売上高	570億円	400億円	170億円	700億円	450億円	250億円	750億円
構成比	-	70%	30%	-	64%	36%	-
営業利益	40億円	20億円	20億円	70億円	35億円	35億円	-
構成比	-	50%	50%	-	50%	50%	-
営業利益率	7.0%	5.0%	11.8%	10.0%	8.0%	14.0%	10.0%以上
ROE	8.0%	-	-	-	-	-	10.0%以上
ROIC	7.0%	5.0%	12.0%	-	-	-	8.0%以上
PBR	-	-	-	-	-	-	1倍以上

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 3) 戦略 (1) : 事業構造の大転換

#### 2つを柱に事業構造を転換

日華化学は“化学品の EHD シフト”と“化粧品の事業拡大”の 2 つを柱に、事業構造の大転換を図り、全社の収益性の底上げを図る方針。

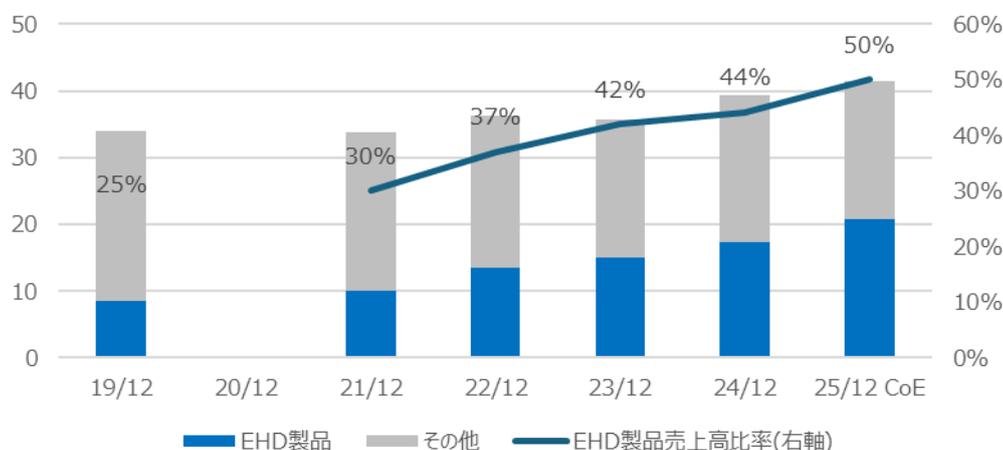
#### EHD シフトを推進

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。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。

#### 「化学品」は EHD 製品の粗利率が高い

「化学品」では EHD 製品売上高比率の向上余地が大きい。EHD 製品の粗利益率は 35%前後であり、従来製品の 25%前後に対して、10%程度の差がある。よって、EHD 製品の売上高構成比引き上げは、プロダクトミックスの改善を通じて利益率の上昇に繋がる。EHD 製品売上高比率は 24/12 期実績 44%に対して、25/12 期計画は 50%、30/12 期目標は 75%。EHD 製品の代表例は、フッ素フリー系撥水剤、スマートダイニングプロセス関連、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、半導体加工用クレンジング剤等がある。

図表 28. 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

図表 29. EHD 製品と従来製品の粗利率比較



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 (繊維化学用品)

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」シリーズを積極的に拡販中。フッ素フリー系撥水剤の 24/12 期売上高実績は、YoY6 億円増加し、EHD 製品の拡大を牽引している。

## スマートダイイングプロセス関連 (繊維化学用品)

スマートダイイングプロセスとは、染色工程での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。スマートダイイングプロセス関連の 24/12 期売上高実績は、YoY3 億円増加。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 (繊維化学用品)

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 期は前年度に新規採用された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。顧客のグローバル展開による継続的な増加が期待される。

## 自動化システムの提案販売 (クリーニング・メディカル)

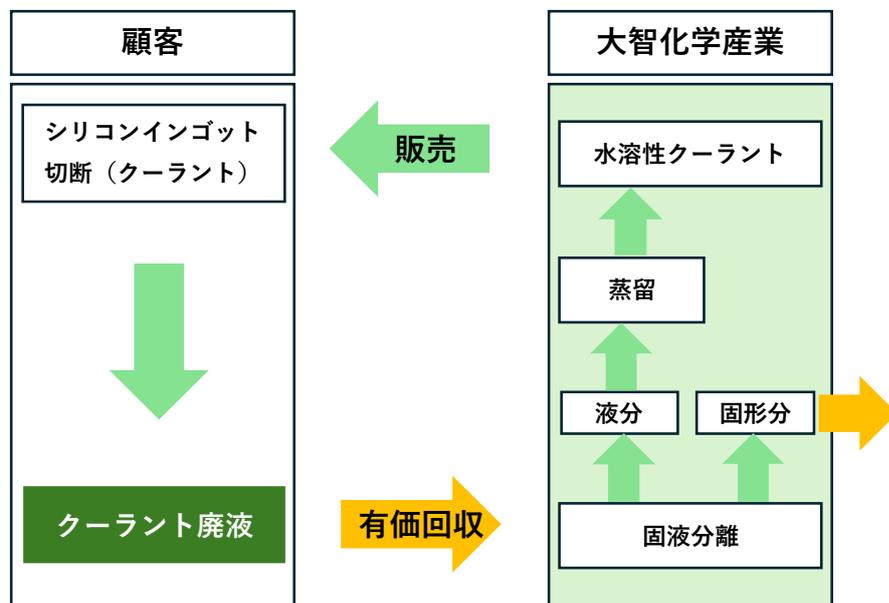
クリーニング関連では EHD 事業として、主に大型リネン工場向けに薬剤管理システムを提案している。薬剤投入に関連する工程の完全自動化、ローリー車からの直接充填による薬剤納品など、顧客における生産 DX 対応に貢献している。

## 半導体加工用クーラント剤 (スペシャリティケミカル)

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。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。同社は有カ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 30. 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

## その他の EHD 製品

他にも、D 領域（デジタル／先端材料）では特殊樹脂原料、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 EHD 製品を同社は有している。また、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、地球環境に優しい技術として高い評価を受けている。更に、アミノ酸由来の人工核酸モノマーの工業生産プロセス確立も、今後の核酸医薬研究に貢献する技術となろう。

## 「化粧品」は事業環境の変化に対応

「化粧品」では、国内の事業環境に大きな変化が起きており、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。直近の変化とは、消費者のヘアケア意識の高まりによって高価格帯ヘアケア市場が成長していること、並びに商品企画力とマーケティング力の高い新興ブランドが台頭してきたこと、である。こうした変化への対応策として同社は、(a) 大型ブランドの新規ローンチやリニューアル、(b) マーケティング・プロモーションの本格展開、(c) ODM 事業の拡大、を推進する計画である。

## ヘアケア剤を強化

同社は従来からカラー剤に強みを持っているが、市場規模が大きく需要も底堅く推移しているヘアケア剤を同時に強化する方針を採っている。国内業務用ヘアケア市場は 1,126 億円（23 年）で過去 12 年 CAGR は 6%（同社推定）と安定して成長しており、自社ブランド製品、ODM 製品ともシェア拡大を狙う。また、現状では規模の小さい海外においては韓国でのシェア拡大、並びに ASEAN への美容市場展開を進め、事業規模の拡大を進める。

## ブランドの動き

ブランドに関しては、23 年 4 月の「DEMI DO」（スカルプケア等）、6 月の「トイロクシオン」（カラー）、24 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。25 年は 2 月に「SUMMER BAR」（サマーシーズン向けヘアケア、UV ケア等）の発売を開始した。

図表 31. 化粧品ブランド・製品の推移

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2020	2025
全体		●81~DEMI化粧品事業部設立 ●81~J・Morell研究所と技術提携	●84~デミ毛髪科学研究所竣工 ●85~ASEPTA社と技術提携	●88~東京支店にテクニカルセンター開設			●10~新ブランドEraL誕生 ●11~中国販社設立 ●12~FEMI KOREA設立	●15~EraL PREMIER誕生	●21~EraLフルリブランディング	
ヘアケア		●82 "DEMI HAIR CARE" Series ●88 "DEMI L.P.P HAIR CARE" Series	●91 "キラリ・フフリ"				●11 "FLOWDIA" ●12 "Yunto" ●12 "EraL Daily Care"	●16 "FLOWDIA" renewal	●21 "FLOWDIA" renewal ●24 "FLOWDIA MORE"	
カラー			●85 "DEMI Color" / POLISSAGE : Bestseller ●87 "DEMI URBAN Color"	●93 "ARCANCIER" ●94 "QUALT Color"		●00 "MILLEUM" : Bestseller		●14 "ASSORT ALLIA C" ●16 "ASSORT ALLIA S"	●18 "LePOLISSAGE" ●19 "Treenejo" ●19 "FUSIONIST"	●23 "TOIROCTION"
パーマ		●83 "DEMI WAVE" Series		●95 "QUALT Perma"		●02 "Uevo"				●24 "X-FLEEK" for men
スタイリング		●84 "DEMI Hair LIVE" Series				●07 "Uevo design cuve"		●15 "Uevo Jouecara"		
スカルブケア			●85 "ecrinal TONOC"				●11 "Biove" ●13 "EraL HOMME PRIME" for men ●14 "Biove for men" ●15 "Biove purlym"	●18 "FLOWDIA SCALP" ●23 "DEMI DO"		
その他/複数領域							●11~スキンケア"EraL Facial" ●13~アウトバストリートメント"PATAGONIC OIL" ●16~スキンケア"EraL HOMME PRIME" for men ●20~トータルオイルケア"UTAU"			

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：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 27年に福井スマートファクトリー（仮称）が本格稼働予定

中計期間外の話となるが、中長期的な「化粧品」の需要増加を見据えて、日華化学は化粧品新工場（仮称：福井スマートファクトリー）を2027年に本格稼働させる計画である。立地は福井市稲津町（北陸道福井IC近く）、土地39,772㎡、建屋約10,000㎡、延べ床約23,000㎡。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。4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。

## 3年間累計の設備投資は100億円を計画

### 4) 戦略(2) : メリハリのある投資

中計期間(23/12期~25/12期)累計の設備投資額は100億円、減価償却費は80億円、EBITDAは180億円を予定している。EHDシフトと効率化投資に集中し、メリハリのある投資を実施する方針。事業ごとの投資効率を管理する指標としてROICを導入した。「化学品」ではEHD関連製品の増産投資や研究開発投資に加え、生産性向上のためのDX投資を実施する。「化粧品」は、長期的な成長を見据えた製造機能拡充や、マーケティング強化に向けた人的投資などを実施する。

## 財務レバレッジを意識

7章に記載した通り、足下で財務体質が急速に改善してきている。中計期間内の投資は営業CFの範囲内で行い、財務レバレッジを意識した上で健全なバランスシートの維持を目指す。

## DXを積極的に推進

### 5) 戦略(3) : 生産性改革

積極的なDX推進により効率向上、及び1人当たり売上高や営業利益の引き上げを図る。併せて、様々なデータを分析し活用することで、新たな付加価値創出に繋げる方針。具体的には、製造現場におけるデジタル化や自動化設備の導入、研究基幹システムの刷新による研究開発の高度化や人材育成、営業管理システムの導入などが例として挙げられる。

## 営業利益は24/12期に最高益更新

## 9. バリュエーションと株価見通し

日華化学の営業利益は2000年以降、リーマンショック後の09/3期4.5億円、東日本大震災が発生した11/3期9.7億円を除いて、10~20億円のレンジで推移していた。2013年に決算期を12月に変更し、9ヶ月の変則決算となった13/12期に当時の最高益である29.4億円を記録した。その後、20/12期まで20億円を境に一進一退を繰り返していた。特に19/12期は14.0億円、20/12期は14.2億円と業績が低迷した。21/12期以降は20億円超えが定着。24/12期の営業利益は35.2億円となり、11年振りに最高益を更新した。

## 現在の株価水準

同社は東証2部に2015年12月25日上場。翌営業日のザラ場で最高値1,542円を付けたが、翌月の16年1月より大きく下落し1,000円を割り込んだ。その後株価はやや持ち直し、17年以降は1,100~1,300円のレンジで推移。しかし19年と20年は業績低迷を受け、株価は概ね1,000円を下回る状態が継続した。21年に入ると業績回復への期待から一時的に株価は上昇、6月にはザラ場で1,450円という20年以降の最高値を付けた。ただしその後は、バリュエーション(PBR)の低下により株価は再び1,000円割れとなった。24年以降は業績成長とともに株価は上昇し1,000円を回復したが、バリュエーションが低位である状況は今も改善されていない。24/12期の好決算と25/12期の会社増益予想を受け、現在の株価はやや水準を切り上げ1,200~1,300円のレンジで推移している。

## TOPIX比較

日華化学の株価推移のTOPIXとの比較を示す。同社のファンダメンタルズは、世界の繊維市場、国内の美容室向け化粧品市場と概ね連動性が高い。ただし、PBRバリュエーションが19~20年の2年間で低下したことが、TOPIXとのパフォーマンスの違いに反映されている。それ以降は再び連動性が高まったとみられる。

図表 32. 日華化学の株価と TOPIX の推移(2016 年 12 月末=100)

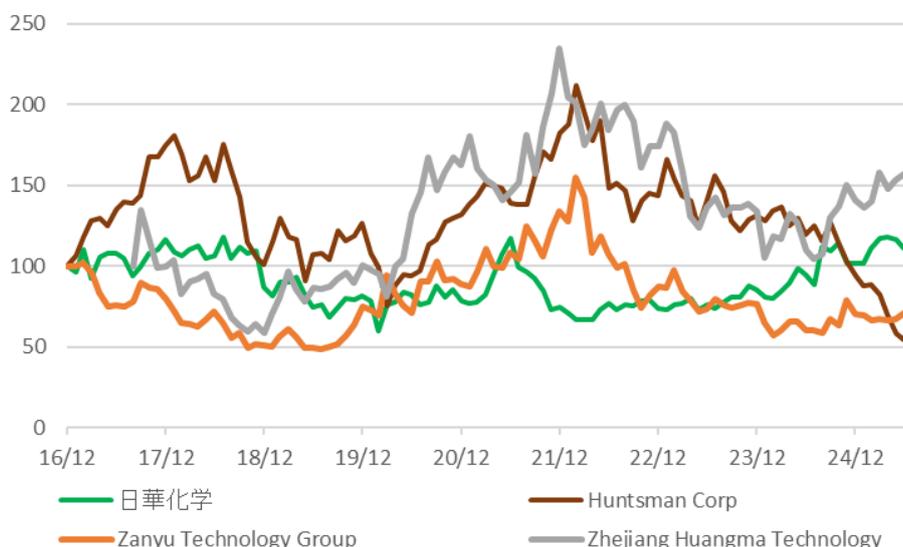


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## グローバル界面活性剤企業内での比較

まず、日華化学の株価推移をグローバル界面活性剤企業と比較する。競合する米国 Huntsman のパフォーマンスは 17~18 年に掛けて業績好調につき好調だったが、24/12 期には営業赤字に転落するなど最近の業績不振を受けて急速に悪化している。中国 2 社（贛宇科技集団=Zanyu Technology Group、浙江黄馬科技=Zhejiang Huangma Technology）のパフォーマンスはボラティリティが高いが、Zhejiang がやや優位に立つ。ともに 22 年始めより相対的にはパフォーマンスがやや低迷してきている。日華化学は国内に比較対象となる競合が少なく相対評価が難しいが、少なくとも EHD 製品比率向上に伴う収益性改善への期待値は織り込まれていないとみられる。

図表 33. 日華化学とグローバル界面活性剤企業の株価比較(2016 年 12 月末=100)



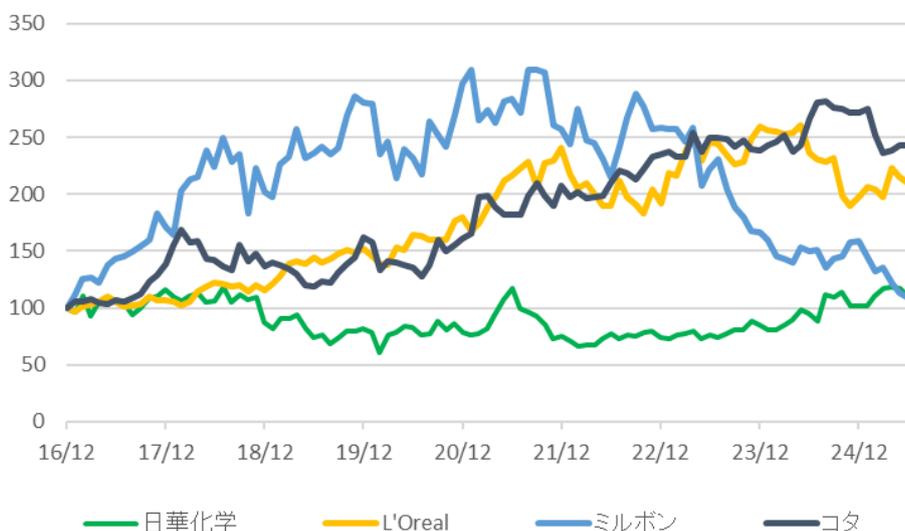
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## プロ向け化粧品企業内での比較

次に、日華化学の株価推移をプロ向け化粧品企業と比較する。仏 L'Oreal はプロ向けのみならず総合的に化粧品を扱う大手企業であり、業績の安定成長を受けて好パフォーマンスを示してい

る。国内首位のミルボン、高シェアで安定した企業体質を有していることから、国内市場全体が堅調に推移した 18 年までパフォーマンス優勢だったが、20 年以降は業績に伸びを欠き、近年は失速気味となっている。コタは日華化学の「化粧品」セグメントよりも規模の小さい会社であるが、最近の 10 年間における利益成長率は高く、安定した好パフォーマンスを示している。日華化学は「化粧品」セグメントの営業利益率が新工場稼働を控えて低下傾向となっていることもあり、化粧品企業としての認知度の低さが解消される状況には至っていない。

**図表 34. 日華化学とプロ向け化粧品企業の株価比較(2016 年 12 月末=100)**



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 日華化学の PER

日華化学の 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。ただし、24 年以降は 10 倍以下の水準が継続しており、足下では 7.5~8.0 倍付近に低迷している。

## 日華化学の PBR

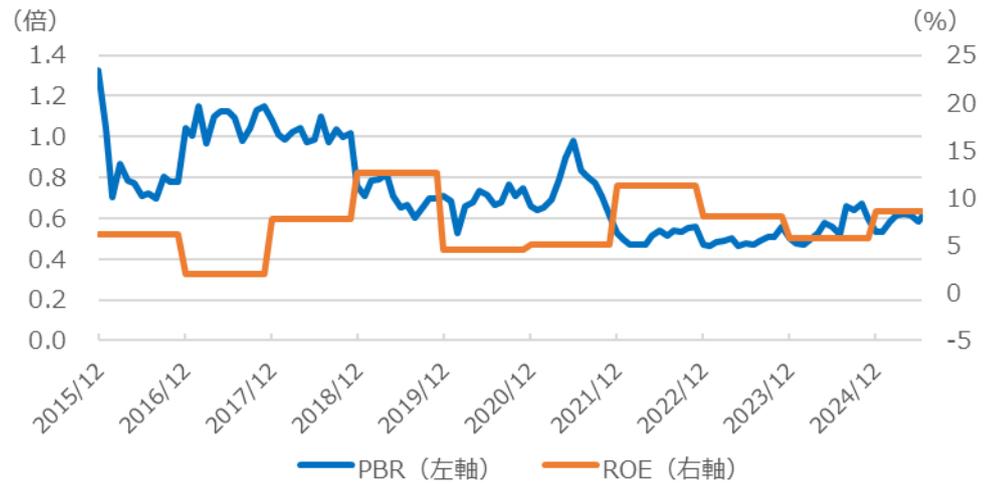
一方 PBR は 19 年以降、1.0 倍割れが継続している。ROE は 21/12 期 11.3%→22/12 期 8.0%→23/12 期 5.8%と低下傾向にあったが、24/12 期は「化学品」の収益改善により 8.6%に上昇した。しかし、現状 PBR 向上には繋がっていない。

**図表 35. 日華化学の PER 推移**



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 36. 日華化学の ROE と PBR 推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

## 収益性比較

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

## 株価バリュエーション比較

株価バリュエーションでは、グローバル界面活性剤の競合企業との PBR 比較において、日華化学の 0.6 倍は Huntsman と同等、中国 2 社はともに 1.0 倍を超えているため劣勢である。また、プロ向け化粧品の競合企業との PER 比較では、ミルボンが 15.4 倍、コタが 29.3 倍と日華化学を大きく上回る。PBR 比較でも L’Oreal の 6.3 倍を筆頭にコタ 3.6 倍、ミルボン 1.6 倍と、こちらも日華化学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、今後は中長期的な ROE 改善が注目ポイントとなる。

図表 37. 競合企業との収益性比較

会社名	コード	決算期	売上高営業 利益率	ROE	ROIC (投下資本)	EBITDA マージン	自己資本 比率	ネットD/Eレ シオ
			%	%	%	%	%	
日華化学	4463	24/12	6.5%	8.6	6.0	10.6	54.0	-0.02
Huntsman Corp	4365	24/12	1.2%	-6.1	-0.4	5.5	41.6	0.64
Zanyu Technology Group	4409	24/12	3.1%	3.6	3.2	5.1	47.5	0.55
Zhejiang Huangma Technology	3580	24/12	17.7%	13.6	11.7	24.4	80.3	-0.04
L'Oreal	OR	24/12	20.0%	20.6	16.8	24.2	58.8	0.13
ミルボン	4919	24/12	13.3%	10.6	10.3	17.8	82.9	-0.28
コタ	4923	25/3	19.5%	11.7	11.7	23.5	75.3	-0.46
平均			11.6%	9.0	8.5	15.9	62.9	0.07

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 38. 競合企業とのバリュエーション比較

会社名	コード	決算期	株価	時価総額	PER	PBR	EV/ EBITDA	配当利回り	配当性向	ROE
			(7/15)		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	24/12	1,294	22.9	7.9	0.6	4.3	4.6	37	7.7
Huntsman Corp	HUN	24/12	1,676	288.6	NM	0.6	NM	NM	NM	NA
Zanyu Technology Group	002637	24/12	212	93.7	NM	1.1	NM	NM	NM	NA
Zhejiang Huangma Technology	603181	24/12	267	157.4	NM	2.3	NM	NM	NM	NA
L'Oreal	OR	24/12	64,300	34,356.3	NM	6.3	NM	NM	NM	NA
ミルボン	4919	24/12	2,461	81.5	15.4	1.6	7.3	3.6	55	10.7
コタ	4923	25/3	1,446	47.6	29.3	3.6	18.6	1.4	41	12.2
平均					17.5	2.3	10.1	3.2	44	10.2

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 1 : 繊維産業サプライチェーン>

### 小松マテール、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ル(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10.4%、最も低いのが東邦化学工業の7.7%。日華化学の8.6%は平均的数値である。しかし、PERは日華化学以外の企業が10倍を超えている一方、日華化学が7.9倍となっている。結果として、PBRはセーレンの1.0が最も高く、最も低いのが日華化学の0.6倍となっている。EHD製品比率の上昇に伴う中長期的なROE改善期待が、株価に織り込まれていない可能性がある。

図表 39. 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	ROE	ROIC	EBITDA	自己資本	ネットD/Eレ
			利益率		(投下資本)	マージン	比率	
			%	%	%	%	%	
日華化学	4463	24/12	6.5%	8.6	6.0	10.6	54.0	-0.02
小松マテール	3580	25/3	5.5%	7.6	3.4	8.9	74.6	-0.24
セーレン	3569	25/3	11.2%	10.4	8.4	15.0	72.0	-0.23
松本油脂製薬	4365	25/3	21.5%	8.9	8.3	24.0	83.4	-0.40
東邦化学工業	4409	25/3	3.4%	7.7	2.8	8.7	30.9	1.08
平均			9.6%	8.6	5.8	13.4	63.0	0.04

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 40. 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/	配当利回り	配当性向	ROE
			(7/15)		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	24/12	1,294	22.9	7.9	0.6	4.3	4.6	37	7.7
小松マテール	3580	25/3	730	31.5	13.8	0.7	6.3	3.6	49	5.3
セーレン	3569	25/3	2,380	153.8	10.4	1.0	5.0	3.2	33	9.3
松本油脂製薬	4365	25/3	19,220	86.7	NM	0.7	NM	NM	NM	NA
東邦化学工業	4409	25/3	820	17.5	15.0	0.8	8.4	2.7	40	5.5
平均					11.8	0.8	6.0	3.5	40	7.0

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 番目が日華化学の 8.6%、残りの 3 社は 5%以下に留まっている。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 0.6 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

よって、27 年の新工場稼働と、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増せば、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 41. 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 (投下資本)	EBITDA マージン	自己資本 比率	ネット D/Eレ シオ
			%	%	%	%	%	
日華化学	4463	24/12	6.5%	8.6	6.0	10.6	54.0	-0.02
資生堂	4911	24/12	0.8%	-1.7	-0.0	8.4	47.5	0.38
コーセー	4922	24/12	5.4%	2.8	2.6	8.8	71.1	-0.38
ポーラ・オルビス HD	4927	24/12	8.1%	5.6	5.0	13.0	82.3	-0.26
花王	4452	24/12	9.0%	10.5	8.0	14.4	57.1	-0.06
平均			6.0%	5.2	4.3	11.0	62.4	-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 42. 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 (7/15)	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	24/12	1,294	22.9	7.9	0.6	4.3	4.6	37	7.7
資生堂	4911	24/12	2,465	986.0	164.1	1.6	14.1	1.6	266	0.9
コーセー	4922	24/12	5,758	348.9	23.8	1.2	8.6	2.4	58	5.1
ポーラ・オルビス HD	4927	24/12	1,262	289.2	32.8	1.7	10.8	4.1	135	5.2
花王	4452	24/12	6,644	3,095.4	26.6	2.9	12.4	2.3	62	10.9
平均					51.0	1.6	10.1	3.0	112	6.0

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。まず、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 が最も高い旭化成の 7.4% であり、日華化学の 8.6% は 5 社全て上回っている。ただし、群を抜いてトップというわけでもない。しかし、PER (会社予想ベース) は最下位の三菱ケミカルグループとほぼ同等の 7.9 倍であり、残りの 4 社は 10 倍を超えている。同グループの PBR は 1.0 倍を下回る 0.6~0.9 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 0.6 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 43. 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 利益率	ROE	ROIC (投下資本)	EBITDA マージン	自己資本 比率	ネット D/E レシオ
			%	%	%	%	%	
日華化学	4463	24/12	6.5%	8.6	6.0	10.6	54.0	-0.02
三菱ケミカルグループ	4188	25/3	4.5%	2.6	3.3	10.7	29.5	1.06
旭化成	3407	25/3	7.0%	7.4	5.3	13.1	46.3	0.43
三井化学	4183	25/3	4.3%	3.8	2.8	9.8	39.4	0.73
東ソー	4042	25/3	9.3%	7.2	6.5	13.8	62.3	0.05
住友化学	4005	25/3	7.4%	4.1	6.7	12.5	26.2	1.19
平均			6.5%	5.6	5.1	11.8	42.9	0.57

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 44. 大手石油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 (7/15)	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	24/12	1,294	22.9	7.9	0.6	4.3	4.6	37	7.7
三菱ケミカルグループ	4188	25/3	774	1,165.6	7.6	0.6	7.5	4.1	31	8.3
旭化成	3407	25/3	1,011	1,380.8	11.1	0.7	5.6	4.0	44	6.7
三井化学	4183	25/3	3,431	689.1	11.7	0.8	7.2	4.4	51	6.5
東ソー	4042	25/3	2,221	722.0	11.4	0.9	5.4	4.5	51	7.5
住友化学	4005	25/3	362	600.4	14.8	0.7	7.8	3.3	49	4.4
平均					10.8	0.7	6.3	4.2	44	6.9

注：ROE (会社予想) は進期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 4 : スペシャルティケミカル>

### EHD 製品群を広義のスペシャルティケミカル製品と捉える

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 製品比率が 44%まで上昇、30/12 期目標を 75%に定めるなど、大きく事業構造を変革しつつある。8 章で述べたように、EHD 製品は、同社がスペシャルティケミカルと位置づける半導体加工用クラーント剤を含むことに加え、繊維化学品でもスマートダイニングプロセス関連やフッ素フリー撥水剤など、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ルティケミカル製品であるといえるかもしれない。

### 住友ベークライト、デクセリアルズ、小林製薬、東洋合成工業と比較

化学セクターにおいて、多品種の高付加価値品を製造する企業 4 社、住友ベークライト（4203 東証プライム）、デクセリアルズ（4980 同）、小林製薬（4967 同）、東洋合成工業（4970 同）を仮にスペシャルティケミカル銘柄と見立てて比較を行う。5 社中で最も ROE が高いのはデクセリアルズの 30.6%。日華化学は 2 番手の東洋合成工業の 14.1%に次ぐ 8.6%であった。一方、PER（会社予想ベース）は日華化学の 7.9 倍が一番低く、デクセリアルズがやや低いものの、他の 3 社は全て 30 倍以上と極めて高い。こうした状況から PBR はデクセリアルズの 3.7 倍を筆頭に 4 社とも 1.0 倍を超えており、日華化学の 0.6 倍とは大きな差がついている。以上から、日華化学は現状、当然ながらスペシャルティケミカル銘柄と認識されていない。

### スペシャルティケミカル銘柄としての認知度向上が株価アップサイドとなるか

繊維産業で培った界面活性剤の技術開発力を活かし、EHD 製品分野において高い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ルティケミカル銘柄としての認知が深まり、低バリュエーション解消による株価アップサイドが顕在化する可能性があるだろう。

図表 45. スペシャル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 (投下資本)	EBITDA マージン	自己資本 比率	ネット D/Eレ シオ
			%	%	%	%	%	
日華化学	4463	25/3	6.5%	8.6	6.0	10.6	54.0	-0.02
住友ベークライト	4203	25/3	8.1%	6.5	4.6	12.7	69.6	-0.23
デクセリアルズ	4980	25/3	36.0%	30.6	22.9	42.1	63.2	-0.14
小林製薬	4967	24/12	15.0%	4.8	10.0	19.9	80.4	-0.23
東洋合成工業	4970	25/3	10.6%	14.1	7.2	20.2	37.7	1.01
平均			15.3%	12.9	10.1	21.1	61.0	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

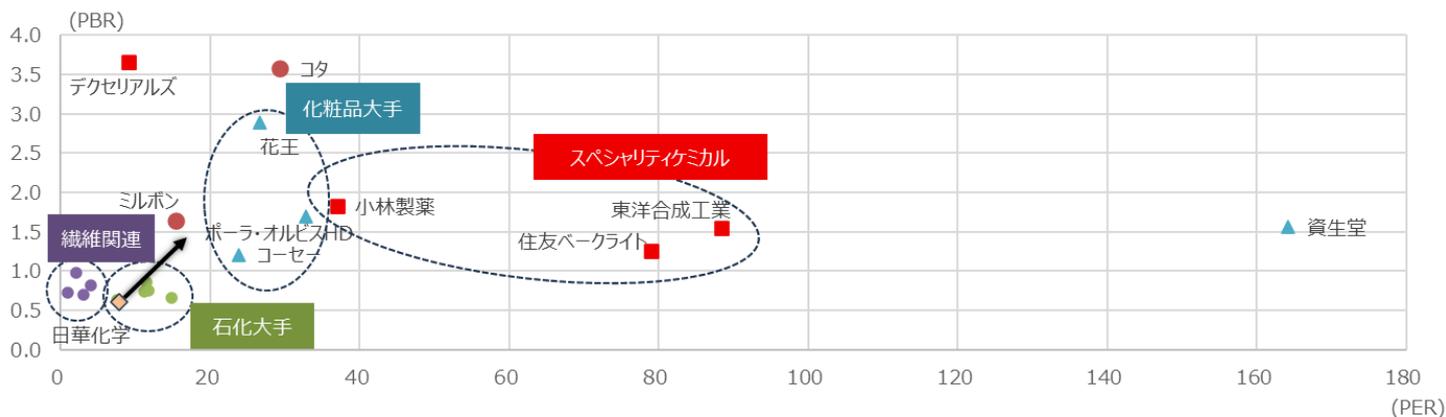
図表 46. スペシャルティケミカル企業とのバリュエーション比較

会社名	コード	決算期	株価 (7/15)	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	24/12	1,294	22.9	7.9	0.6	4.3	4.6	37	7.7
住友ベークライト	4203	25/3	4,187	392.6	79.0	1.3	92.5	1.0	75	0.7
デクセリアルズ	4980	25/3	2,088	368.3	9.1	3.7	14.7	6.7	61	14.0
小林製薬	4967	24/12	5,220	407.4	37.0	1.8	NM	1.0	NM	NA
東洋合成工業	4970	25/3	4,835	39.4	88.4	1.5	13.4	3.2	282	4.6
平均					44.3	1.8	31.3	3.3	114	6.8

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 47. 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

## 10. 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、米トランプ大統領の相互関税発動に伴う繊維産業、自動車産業、半導体産業における世界的な需要停滞、もしくは生産工場における稼働率の低下が挙げられる。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、及び価格下落もリスクとなる。人件費上昇、サプライチェーンの在庫変動もリスク要因となる。

### 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 製品比率が伸びずに、粗利率引き上げで苦戦すること。「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。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。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。

## 11. 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 (24/12 期末時点)

#### 組織形態

日華化学・グループは、日華化学、子会社 21 社及び関連会社 2 社により構成されている (2024 年末現在)。組織形態は、監査役会設置会社である。取締役会については、取締役 10 名のうち、4 名が独立社外取締役である (社外取締役比率 40.0%)、4 名とも独立性の基準を満たしている。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 10.0%、女性役員比率は、7.7%である。

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

コーポレートガバナンス・コード(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 10 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、【補充原則 2-4①、中核人材の登用等における多様性の確保】【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。

補充原則 2-4①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。

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 14.6%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 48. マネジメント体制とスキル

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	ESG	ガバナンス
代表取締役社長	江守康昌	○	○		○				
代表取締役副社長	龍村和久	○	○		○		○		
取締役	児島大司	○	○		○				○
取締役	澤崎祥也	○		○			○		○
取締役	李晶日	○	○		○				
取締役	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) サステナビリティ体制

### 基本方針

日華化学は、2025 年を最終年度とする中期経営計画「INNOVATION25」において、「環境/Environment」「健康・衛生/Health」「先端材料/Digital」の3つの領域（EHD 事業）に軸足を置いた事業構造に大きく転換し、社会課題の解決に貢献することを目指す。中期経営計画の5大戦略の一つとして、「サステナブル経営の推進」を掲げる。

2030 年までにグループ全体の CO2 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）の分野でそれぞれ抽出している。

### マテリアリティ

図表 49. 日華化学のマテリアリティ構成

#### 環境：地球環境をもっときれいに

2030 年、グループ全体の CO2 実質排出量を 30%削減へ（2018 年比）  
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  
「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  
環境に配慮した容器・包装材料の使用を積極的に推進  
省資源、省エネルギー活動の実施

#### くらし：人々のくらしと生活を快適に

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  
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  
髪と肌の健康と美しさを追及する画期的な化粧品の開発  
抗菌・抗ウイルス製品で感染症予防に貢献  
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

#### 社会：社会をより豊かに

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  
「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  
社員の「働きがい」向上に繋がる様々な取組みを実施  
地域社会との共生と住み良いまちづくりへの貢献  
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  
健康経営の推進

出所：会社資料

## サステナビリティ委員会

日華化学では、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り締役会へ報告の上、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、サステナビリティに関する計画立案、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、中期経営計画「INNOVATION25」において、人財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2024年度に33.7%を達成した。女性管理職比率は、13.4%である。内閣府によると、日本における管理職に占める女性の比率は14.6%であり（2023年）、概ね、平均並みの水準を満たしている。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 50. 日華化学の人的資本目標

目標	2023年度 実績	2024年度 実績	結果
a. 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%	2024年に達成
b. 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%	達成

出所：会社資料

## 3) 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 51. 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℃シナリオ	1.5℃シナリオ	
脱炭素化社会への移行による影響	カーボンプライシング	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	<ul style="list-style-type: none"> <li>CO2 排出量削減目標の設定</li> <li>再生可能エネルギー由来電力への切り替え</li> <li>ボイラー更新による環境負荷低減</li> </ul>
	エネルギーコストの変化	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	<ul style="list-style-type: none"> <li>太陽光発電設備の設置導入</li> </ul>
	低炭素技術の進展	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	<ul style="list-style-type: none"> <li>先端情報技術分野における技術応用及び事業推進</li> </ul>
	顧客行動変化	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	<ul style="list-style-type: none"> <li>環境系第三者認証の取得</li> <li>環境対応型製品開発に向けた技術投資</li> <li>Smart Dyeing Process の提案</li> </ul>
地球温暖化に伴う物理的影響	異常気象の発生	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	<ul style="list-style-type: none"> <li>BCP の定期的見直し</li> <li>拠点別防災訓練・教育の実施</li> </ul>
	原材料価格への影響	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	<ul style="list-style-type: none"> <li>RSPO 対応パーム油の使用推進</li> <li>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</li> </ul>
	平均気温の上昇	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	<ul style="list-style-type: none"> <li>環境衛生、高機能加工ニーズに対応した技術・製品開発</li> </ul>

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。

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。CO2 排出量削減に向け、福井県内の事業所 (本社・鯖江工場) では再エネ 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。

図表 52. 連結損益計算書(百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12 CoE
<b>売上高</b>	<b>48,493</b>	<b>50,188</b>	<b>46,191</b>	<b>41,179</b>	<b>48,474</b>	<b>50,627</b>	<b>50,169</b>	<b>54,099</b>	<b>57,000</b>
売上原価	32,870	33,856	30,990	27,410	32,431	34,456	33,652	34,807	
売上総利益	15,622	16,332	15,201	13,768	16,043	16,171	16,516	19,291	
売上総利益率	32.2%	32.5%	32.9%	33.4%	33.1%	31.9%	32.9%	35.7%	
販売管理費	13,506	14,030	13,805	12,352	13,589	13,543	14,476	15,772	
<b>営業利益</b>	<b>2,116</b>	<b>2,301</b>	<b>1,395</b>	<b>1,416</b>	<b>2,453</b>	<b>2,628</b>	<b>2,039</b>	<b>3,519</b>	<b>3,600</b>
売上高営業利益率	4.4%	4.6%	3.0%	3.4%	5.1%	5.2%	4.1%	6.5%	6.3%
営業外収益	394	376	381	535	485	614	635	602	
営業外費用	338	248	442	305	232	110	146	145	
<b>経常利益</b>	<b>2,171</b>	<b>2,430</b>	<b>1,334</b>	<b>1,645</b>	<b>2,706</b>	<b>3,132</b>	<b>2,528</b>	<b>3,976</b>	<b>3,700</b>
売上高経常利益率	4.5%	4.8%	2.9%	4.0%	5.6%	6.2%	5.0%	7.3%	6.5%
特別利益	184	3,904	357	150	816	147	5	4	
特別損失	69	183	89	25	61	11	9	76	
<b>税金等調整前当期純利益</b>	<b>2,287</b>	<b>6,151</b>	<b>1,602</b>	<b>1,770</b>	<b>3,461</b>	<b>3,269</b>	<b>2,525</b>	<b>3,904</b>	
法人税等合計	695	2,377	502	600	738	1,007	648	875	
(法人税率)	30.4%	38.6%	31.3%	33.9%	21.3%	30.8%	25.7%	22.4%	
当期純利益	1,592	3,774	1,099	1,170	2,723	2,262	1,876	3,029	
非支配株主に帰属する当期純利益	203	1,315	199	125	127	147	184	274	
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>1,388</b>	<b>2,458</b>	<b>900</b>	<b>1,044</b>	<b>2,595</b>	<b>2,114</b>	<b>1,691</b>	<b>2,754</b>	<b>2,600</b>
売上高当期純利益率	2.9%	4.9%	1.9%	2.5%	5.4%	4.2%	3.4%	5.1%	4.6%
EPS (円)	<b>88.5</b>	<b>156.7</b>	<b>57.3</b>	<b>66.4</b>	<b>164.8</b>	<b>134.1</b>	<b>107.1</b>	<b>174.2</b>	

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 53. 連結貸借対照表(百万円)

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

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 54. 連結キャッシュ・フロー表(百万円)

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

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 55. 主要指標

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
EPS (円)	88.5	156.7	57.3	66.4	164.8	134.1	107.1	1.1
BPS (円)	1,206.1	1,283.0	1,283.9	1,335.6	1,589.4	1,771.7	1,906.6	2,125.6
DPS (円)	16.0	18.0	16.0	10.0	22.0	30.0	32.0	52.0
配当性向	18.1%	11.5%	27.9%	15.1%	13.3%	22.4%	29.9%	29.9%
期末発行済株式数 (千株)	17,710.0	17,710.0	17,710.0	17,710.0	17,710.0	17,710.0	17,710.0	17,710.0
自己株式数 (千株)	2,020.1	2,016.1	1,991.3	1,972.3	1,948.4	1,928.4	1,905.0	1,879.1
自己株控除株式数 (千株)	15,689.9	15,693.9	15,718.7	15,737.7	15,761.6	15,781.6	15,805.0	15,830.9
期中平均発行済株式数 (千株)	15,690.7	15,691.1	15,709.8	15,729.2	15,749.9	15,772.8	15,795.2	15,817.6
自己資本比率	34.3%	35.6%	36.7%	39.5%	45.9%	49.8%	52.9%	54.0%
有利子負債残高 (百万円)	19,175	17,882	19,530	16,301	11,700	10,338	9,270	9,902
ネット有利子負債残高(百万円)	11,188	8,648	13,219	8,339	4,041	3,286	926	-824
D/E レシオ	1.08	0.90	0.96	0.77	0.49	0.41	0.35	0.34
ネット D/E レシオ	0.59	0.43	0.66	0.40	0.16	0.12	0.03	-0.02
売上高営業利益率	4.4%	4.6%	3.0%	3.4%	5.1%	5.2%	4.1%	6.5%
EBITDA (百万円)	4,056	4,292	3,635	4,187	4,953	5,046	4,308	5,743
EBITDA マージン	8.2%	8.5%	7.9%	10.2%	10.2%	10.0%	8.6%	10.6%
ROE	7.8%	12.6%	4.5%	5.1%	11.3%	8.0%	5.8%	8.6%
ROIC (投下資本)	3.7%	-0.2%	2.1%	2.0%	4.4%	4.1%	3.4%	6.0%
従業員数 (人)	1,472	1,479	1,496	1,500	1,454	1,472	1,500	1,531

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ディスクレイマー

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Strategy Advisors

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