

## Q2 決算：厳しい事業環境の中、会社予想に対して順調に推移し、上期営業利益は過去最高

日華化学（以下、同社）の25/12期上期決算（1-6月）は、売上高が前年同期比（YoY）4.4%増の271.8億円、営業利益が同19.0%増の19.4億円となり、増収増益だった。なお、売上高・営業利益とも上期では過去最高を記録した。通期会社予想に対する進捗率は売上高で47.7%、営業利益で53.8%。売上高は概ね会社想定線であったが、営業利益は想定を上回って推移している。米国の相互関税発動に伴い繊維業界全体の稼働が停滞する中で、健闘した決算内容と考えられる。なおQ2（3ヶ月）では売上高がYoY1.2%増の139.9億円、営業利益は同3.9%増の10.8億円であった。

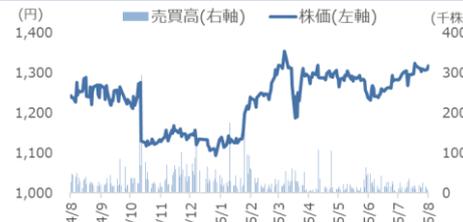
上期は、「化学品」において主力の繊維化学品が4月まで好調だったものの、5月以降は米国関税の影響で海外繊維加工工場が減速傾向を示している。EHD製品の売上比率は45.0%へ着実に上昇し、プロダクトミックス改善が進展した。「化粧品」では国内デミコスメティクスの需要回復ペースがやや緩慢であったが、国内ODM事業の好調で補った形となった。

同社は決算を踏まえ、25/12期通期会社予想の売上高570億円と営業利益36億円を維持したが、為替前提を1ドル150円から147円と厳しい方向に見直したことから、実態ベースでは小幅上方修正となる。一方、経常利益は為替差損の発生を織り込み、期初予想に対して3億円下方修正、当期純利益も同2億円下方修正した。

下期は、「化学品」における繊維化学品の需要回復の動向、並びにEHD製品の更なる拡販に注目したい。「化粧品」では上期に発売した国内新製品の拡販、及びデミコリアの回復ペースが焦点となる。ただし、足下の事業環境は安定しており、ファンダメンタルズが急激に悪化するリスクは小さいことから、会社予想達成の可能性は十分に高いとみられる。

25/12期会社予想ベースのPERは8.7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」（25年7月16日発行レポートを参照）が実現すれば、化学品はEHD製品を有するスペシャリティケミカル関連企業として認知度を高め、化粧品はシェア上昇によって化粧品銘柄としての地位が向上するだろう。結果として、株価には上昇余地が生まれると期待する。

### 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(8/21)	1,318
52週高値(25/3/27)	1,355
52週安値(25/1/16)	1,093
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)	23.3
EV(十億円)	25.4
自己資本比率(24/12、%)	54.0
ROE(24/12、%)	8.6
PER(25/12 会予、倍)	8.7
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)
25/12 H1	27,180	4.4	1,935	19.0	1,752	-12.7	997	-18.1	62.9	30.0
24/12 H1	26,044	7.1	1,626	275.8	2,007	161.8	1,217	327.0	77.0	25.0
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	3,400	-14.5	2,400	-12.9	151.5	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

1. 25/12 期上期、及び Q2 決算の概要.....	3
2. 部門別の動向.....	5
1) 化学品.....	5
2) 化粧品.....	6
3. 業績見通し、及び中長期成長シナリオの進捗状況 .....	8
4. バリュエーションと株価見通し .....	9

## 1. 25/12 期上期、及び Q2 決算の概要

### 上期実績 ~YoY 増収増益

日華化学（以下、同社）の7月31日に発表された25/12期上期決算は、売上高が前年同期比（YoY）4.4%増の271.8億円、営業利益が同19.0%増の19.4億円となり、増収増益であった。通期会社予想に対する進捗率は売上高で47.7%、営業利益で53.8%。売上高は概ね会社想定線であったが、営業利益は想定をやや上回って推移している。なお、セグメント別で見れば、「化学品」がYoY2.2%増収、同13.5%増益となり、EHD製品の好調などを背景に営業利益率の上昇が貢献した。「化粧品」もODM事業の好調が牽引してYoY9.4%増収、同21.2%増益となった。全体では「化学品」、「化粧品」とも売上高が概ね期初会社予想通りであったが、営業利益は両セグメントとも若干上振れて着地したと総括される。なお、営業外損失としてシンジケートローンアレンジメントフィー1.4億円（一過性）を計上した。

### Q2（3ヶ月） ~YoY、QoQとも増収増益

Q2（3ヶ月）では、売上高がYoY1.2%増の139.9億円、営業利益は同3.9%増の10.8億円であった。なお、Q1対比（QoQ）では売上高が6.0%増、営業利益は26.1%増となり、増収増益となった。セグメント別QoQでは、「化学品」が微増収・微減益と大きな動きがなかった一方で、「化粧品」が売上高、営業利益とも大きく伸ばし全体を牽引した形。

### 通期予想の売上高・営業利益は修正せず、為替レート前提を変更

同社は決算を踏まえ、25/12期通期会社予想の売上高570億円と営業利益36億円を維持したが、為替レート前提を1ドル150円から147円（上期実績149.00円→下期前提145円）と厳しい方向に見直したことから、実態ベースでは小幅上方修正と認識される。換言すれば、上期にて営業利益が会社予想をやや上回ったことにより、下期の為替レート前提を実勢に合わせて円高方向に見直してバランスを取ったと推察される。一方、経常利益は為替差損の増加を織り込み、期初予想に対して3億円下方修正、当期純利益も同2億円下方修正した。

### Bangladeshにて保税倉庫建設を再開

8月8日、同社は Bangladeshにて計画を延期していた保税倉庫建設プロジェクトを再開すると発表した。政情不安定により不透明になっていた外資参入インセンティブが、今回問題無いたことが確認できたことが背景。現地の繊維加工薬剤市場への参入に向けて重要なステップと位置づける。25年10月に建設を開始し、26年7月竣工、27年1月営業開始を予定している。

図表 1. 25/12 期 H1 決算の要約

(百万円)	23/12			24/12			25/12		
	上期	下期	通期	上期	下期	通期	上期	通期旧予想	通期新予想
売上高	24,306	25,863	50,169	26,044	28,055	54,099	27,180	57,000	57,000
売上原価	16,727	16,925	33,652	16,747	18,060	34,807	17,300		
売上総利益	7,579	8,937	16,516	9,296	9,995	19,291	9,879		
(売上総利益率)	31.2%	34.6%	32.9%	35.7%	35.6%	35.7%	36.3%		
販売費及び一般管理費	7,146	7,330	14,476	7,669	8,103	15,772	7,943		
<b>営業利益</b>	<b>432</b>	<b>1,607</b>	<b>2,039</b>	<b>1,626</b>	<b>1,893</b>	<b>3,519</b>	<b>1,935</b>	<b>3,600</b>	<b>3,600</b>
(売上高営業利益率)	1.8%	6.2%	4.1%	6.2%	6.7%	6.5%	7.1%	6.3%	6.3%
営業外収益	361	274	635	412	190	602	155		
営業外費用	27	119	146	31	114	145	339		
<b>経常利益</b>	<b>766</b>	<b>1,762</b>	<b>2,528</b>	<b>2,007</b>	<b>1,969</b>	<b>3,976</b>	<b>1,752</b>	<b>3,700</b>	<b>3,400</b>
(売上高経常利益率)	3.2%	6.8%	5.0%	7.7%	7.0%	7.3%	6.4%	6.5%	6.0%
特別利益	3	2	5	1	3	4	135		
特別損失	1	8	9	1	75	76	3		
<b>税金等調整前当期純利益</b>	<b>768</b>	<b>1,757</b>	<b>2,525</b>	<b>2,007</b>	<b>1,897</b>	<b>3,904</b>	<b>1,884</b>		
法人税等	417	231	648	644	231	875	726		
(実効税率)	54.3%	13.1%	25.7%	32.1%	12.2%	22.4%	38.5%		
当期純利益	350	1,526	1,876	1,362	1,667	3,029	1,158		
非支配株主に帰属する当期純利益	65	119	184	145	129	274	161		
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>285</b>	<b>1,406</b>	<b>1,691</b>	<b>1,217</b>	<b>1,537</b>	<b>2,754</b>	<b>997</b>	<b>2,600</b>	<b>2,400</b>
(売上高当期純利益率)	1.2%	5.4%	3.4%	4.7%	5.5%	5.1%	3.7%	4.6%	4.2%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 2. 25/12 期 Q2 決算の要約

(百万円)	23/12				24/12				25/12	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
売上高	11,520	12,786	13,147	12,716	12,228	13,816	13,432	14,623	13,195	13,985
売上原価	7,922	8,805	8,693	8,232	7,959	8,788	8,610	9,450	8,413	8,887
売上総利益	3,598	3,981	4,454	4,483	4,268	5,028	4,823	5,172	4,782	5,097
(売上総利益率)	31.2%	31.1%	33.9%	35.3%	34.9%	36.4%	35.9%	35.4%	36.2%	36.4%
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	4,017
営業利益	179	253	897	710	588	1,038	882	1,011	856	1,079
(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%	7.7%
営業外収益	138	223	161	113	192	220	-30	220	70	85
営業外費用	36	-9	8	111	14	17	20	94	122	217
経常利益	281	485	1,050	712	766	1,241	832	1,137	804	948
(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%	6.8%
特別利益	1	2	1	1	0	1	1	2	0	135
特別損失	0	1	2	6	0	1	3	72	1	2
税金等調整前当期純利益	281	487	1,049	708	766	1,241	830	1,067	803	1,081
法人税等	225	192	260	-29	376	268	125	106	425	0
(実効税率)	80.1%	39.4%	24.8%	-4.2%	49.1%	21.6%	15.1%	10.0%	52.9%	0.0%
当期純利益	56	294	789	737	390	972	705	962	378	780
非支配株主に帰属する当期純利益	29	36	56	63	71	74	74	55	85	-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	-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%	-2.1%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2. 部門別の動向

### 1) 化学品

#### セグメント営業利益は利益率改善により想定を上回る 21.1 億円

「化学品」の上期実績は、売上高が YoY2.2%増の 196.0 億円、セグメント営業利益が同 13.5%増の 21.1 億円の実績となった。EHD 製品の売上高構成比率は 45.0%（前年同期比 0.4 ポイント上昇）となり利益率改善に寄与した。なお、為替変動が売上高に与えたマイナス影響は YoY4.6 億円であった。上期の会社想定に対して売上高は概ねインラインだが、セグメント営業利益は収益性の高い中国関連事業の好調などにより想定を上回って推移した。

#### 繊維化学品分野の状況

主力の繊維化学品分野は、EHD 製品の販売がフッ素フリー系撥水剤、環境配慮型工程薬剤（スマートダイニングプロセスを含む）などを中心に堅調に推移した。中国を中心に海外大手繊維顧客の工場が 4 月まで高稼働を続けたこと等が背景にある。ただし、5 月以降は米国の相互関税政策の影響で繊維業界全体がやや減速傾向となっている。一方、インドビジネスは小規模であるものの高成長が続いている。

#### 電子材料分野の状況

電子材料関連分野（スペシャリティケミカル含む）は、EHD 製品の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 YoY 回復傾向が継続中。加えて、日本以外（台湾、韓国など）の新規ビジネスが増加傾向を示している。

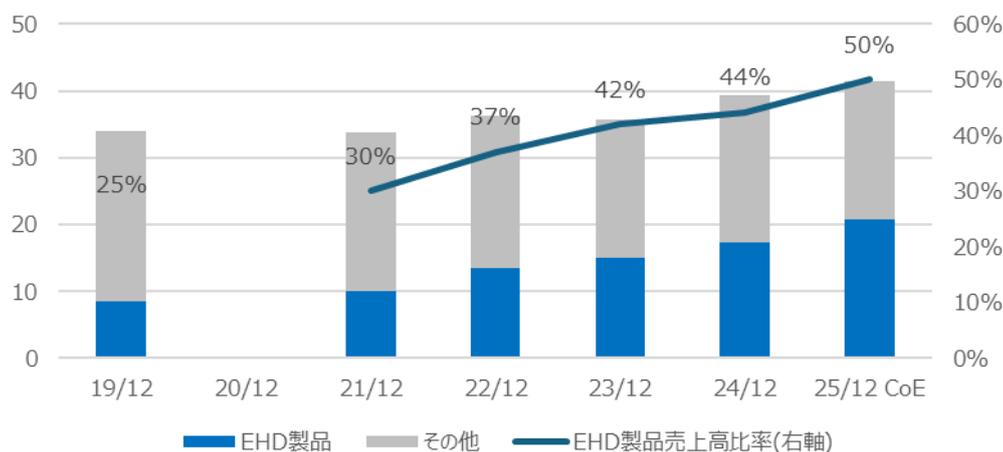
## 中国では繊維以外の新規ビジネスが活況

中国では4月まで続いた繊維産業の好調が5月以降低迷したが、繊維以外の新規ビジネスが活況となり、補っている。例として自動車部品用洗浄剤、ゴムの離型剤、金属切削用クーラント剤、半導体関連の洗浄剤等が挙げられる。下期も更に貢献度が高まろう。

## 収益性向上への取り組み

収益性向上に対する取り組みとしては、一部価格改定や原料代替などを積極的に進めている。また、人件費は事業拡大に伴い増加傾向であるものの、会社計画通りにコントロールされている。

図表 3. 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

## セグメント営業利益はインラインの8.2億円

「化粧品」の上期実績は、売上高がYoY9.4%増の73.4億円、セグメント営業利益が同21.2%増の8.2億円の実績となった。なお、為替変動が売上高に与えたマイナス影響はYoY0.9億円。上期の会社想定に対して、売上高は国内ODM事業（山田製薬）の好調が他のマイナス要因を補い概ねインラインで推移した。一方、セグメント営業利益はODM事業の売上増加に加え、国内デミコスメティクスの新製品効果等により想定を上回って着地した。

## 地域別の状況

国内のデミコスメティクスでは注力商品「FLOWDIA MORE」の販売が好調。また、夏限定の新ブランド「SUMMER BAR」を2~4月に、及びスカルプケア新製品「DEMI DO ASSET」を7月に発売した。既存品は国内美容サロン需要が底打ちしたものの本格回復には至っていない。

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（EC専業ヘアケア剤）が伸ばしたため全体では好調であり、セグメント全体を牽引した。

韓国（デミコリア）は業界全体の需要低迷に見舞われているものの、ヘアケア製品の販売はYoY22%増収となり好調だった。

## 施策の進捗状況

同社は現在、営業人員を増員し、新規サロン獲得や既存サロン顧客内シェア拡大への活動強化中。こうした戦略的コスト増加は会社計画通りに推移している。また、オウンドメディア「DEMI LABO」を起点としたユーザー認知度も着実に向上中である。デミコスメティクスでは、メカブ抽出物、ヒジキ抽出物、納豆抽出物の混合物に頭皮のかゆみ成分を抑制する効果があることを6月に発見。こうした成分を配合したスカルプヘア製品の開発を今後は目指す。

図表 4. セグメント推移 (半期)

(百万円)	23/12		24/12		25/12
	上期	下期	上期	下期	上期
<b>売上高</b>	<b>24,306</b>	<b>25,863</b>	<b>26,044</b>	<b>28,055</b>	<b>27,180</b>
化学品	17,160	18,445	19,186	20,192	19,602
化粧品	6,823	7,154	6,707	7,564	7,337
その他	322	264	150	299	240
<b>営業利益</b>	<b>432</b>	<b>1,607</b>	<b>1,626</b>	<b>1,893</b>	<b>1,935</b>
化学品	444	1,359	1,856	1,868	2,106
化粧品	850	1,194	675	1,147	818
その他	58	6	-9	67	39
消去等	-920	-951	-895	-1,190	-1,028
<b>営業利益率 (%)</b>	<b>1.8%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.1%</b>
化学品	2.6%	7.4%	9.7%	9.3%	10.7%
化粧品	12.5%	16.7%	10.1%	15.2%	11.1%

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 5. 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	Q2
<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>	<b>13,985</b>
化学品	8,310	8,850	9,195	9,250	9,043	10,143	9,897	10,295	9,730	9,872
化粧品	3,076	3,747	3,874	3,280	3,130	3,577	3,450	4,114	3,300	4,037
その他	133	189	78	186	53	97	85	214	163	77
<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>	<b>1,079</b>
化学品	237	207	610	749	821	1,035	957	911	1,078	1,028
化粧品	386	464	723	471	239	436	478	669	262	556
その他	16	42	-8	14	-4	-5	4	63	8	31
消去等	-460	-460	-428	-523	-467	-428	-557	-633	-493	-535
<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>	<b>7.7%</b>
化学品	2.9%	2.3%	6.6%	8.1%	9.1%	10.2%	9.7%	8.8%	11.1%	10.4%
化粧品	12.5%	12.4%	18.7%	14.4%	7.6%	12.2%	13.9%	16.3%	7.9%	13.8%

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、及び中長期成長シナリオの進捗状況

### 25/12 期会社予想は経常利益以下を小幅下方修正

25/12 期通期会社予想は、売上高 570 億円と営業利益 36 億円が据え置かれ、経常利益以下が小幅下方修正された。予想達成には下期で売上高が HoH26.4 億円増の 198.2 億円、営業利益が同 2.7 億円減の 16.6 億円を超えることが必要となる。足下の事業環境を鑑みれば、十分に達成可能な数字と推察される。

### 「化学品」の下期見通し

「化学品」は、繊維化学品分野における 5 月以降の顧客工場稼働の低迷が続いているものの、現状は更に需要が底割れを起こす兆候はない。よって、米国の相互関税政策の影響に対する過度な懸念が後退し、需要が回復する時期が焦点となる。なお、7 月以降回復の兆候がみられると決算説明会でコメントされたことは安心材料となろう。EHD 製品は着実に成長を続ける可能性が高く、好調なフッ素フリー系撥水剤や環境配慮型工程薬剤（スマートダイニングプロセス含む）に加え、水系ポリウレタン樹脂の貢献にも注目する。

### 「化粧品」の下期見通し

「化粧品」は、国内デミコスメティクスにおける新製品投入効果が下期はフル寄与すると見込まれる。既存品についても緩やかな回復が期待されよう。国内 ODM（山田製薬）は上期に需要前倒し分が若干あるため、下期に一時的な減速感が出る可能性もある。ただし、需要拡大のトレンドに大きな変化はないとみられる。韓国（デモリア）の上期は不安定な政治情勢もあり業界全体の需要が低迷したが、下期は緩やかな回復傾向を示す可能性が高い。

### 「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」、をアップデート

決算発表同日、同社は「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（アップデート）」をリリースした。これは、24 年 7 月策定の「2035 年中長期グループシナリオ」を説明するためのプレスリリースのアップデート版の位置づけである。内容は「2035 年までに目指したい姿（図表 6）」、及び「低 PBR 改善に向けた取り組みの基本方針」、で構成される。更に後者の基本方針に以下の 3 施策、すなわち（1）事業の収益性改革、（2）財務／資本政策の見直し、（3）SR／IR 強化、が挙げられている。以下、現時点における施策ごとの進捗状況を列挙する。なお、次期中期経営計画は 26 年 2 月に公表予定。

図表 6. 中長期の目指す姿 (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

## (1) 事業の収益性改革 ~目玉は「化粧品」の新工場

「化学品」ではEHD製品への集中戦略を推進しているが、25/12期上期のEHD製品売上高比率は45%と目標(30/12期75%)に向かって順調に拡大している。「化粧品」では新工場(仮称:福井スマートファクトリー)を、27年本格稼働に向け25年4月に着工した。立地は福井市稲津町(北陸道福井ICより0.5km)、土地39,772㎡、延べ床約23,000㎡。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。

## (2) 財務/資本政策 ~新工場の資金調達をベースに見直し

財務レバレッジを効かせた成長投資を実施するにあたって、化粧品新工場の設備投資額である約195億円(補助金上限額:49億9,991万円)のうち140億円のシンジケートローンを組成し5月に発表した。また、不要資産の圧縮の一環として、Q2(4-6月)にてNICCA USAでの土地売却を実施した(特別利益として売却益1.3億円)。

## (3) SR/IR強化

株主還元方針は、安定配当+累進配当が基本。2~3年以内にDOE3%目標を導入し、その後も継続的に高める検討をする。25/12期の会社予想においても同方針のもと、1株当たり年間配当金60円を堅持している。また、個人投資家向け説明会開催を積極化することに加え、機関投資家との対話強化を図っている。

## 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2月14日の通期決算発表以降から上昇基調となり、3月28日ザラ場で今年の最高値1,394円を付けた。4月以降はトランプ政権との相互関税交渉に対する不透明感から株価は下落し、一時1,200円を割り込む期間もあった。しかし5月1日のQ1決算発表で堅調な業績推移が確認されたこともあり、その後は1,300円前後での推移となった。6月後半から7月前半に掛けて株価は1,250円前後の水準までやや弱含むこともあったが、徐々に持ち直しQ2決算発表後も1,300円前後の水準を維持している。ただし、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。25/12期会社予想に対して業績が良好な進捗を示しているとの認識は深まっているものの、エクイティストーリーの実現性に関しては十分に株価上昇に反映されていないとみられる。

### エクイティストーリー実現に向け、2つの大きなチャレンジを実行中

以下、[25年7月16日発行レポート](#)に記載したストラテジー・アドバイザーズが考える同社のエクイティストーリーについて、再掲する。エクイティストーリーは、a) 実現可能で緻密な経営戦略、b) ワクワクする夢、で構成される。またエクイティストーリーは、企業DNAを基に培われた模倣困難性を最大限に活用することが条件となる。現在、日華化学は2つの大きなチャレンジを実行中であり、a) と b) を同時に満たすことが期待される。弊社では日華化学のエクイティストーリーを「事業構造の大転換と財務・資本政策の抜本的転換」とする。

### 第一に、「事業構造の大転換」

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、水系ポリウレタン樹脂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(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。

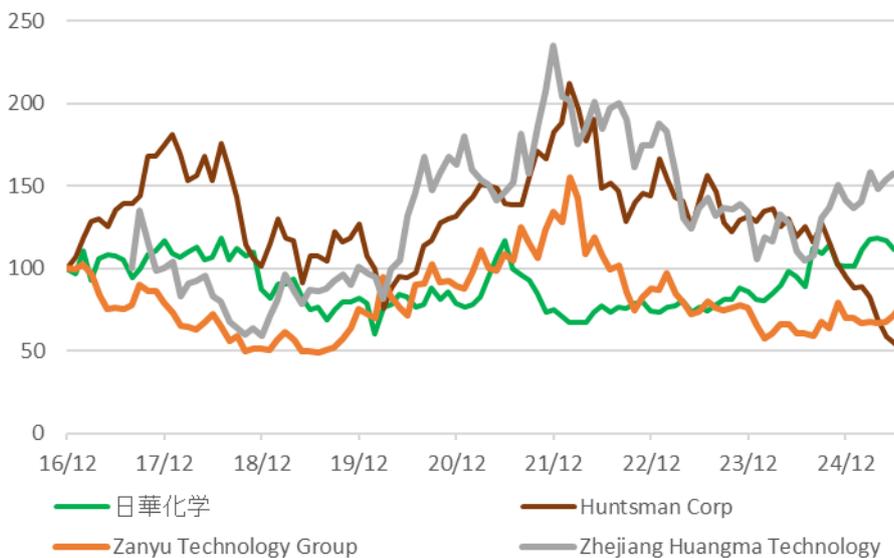
## 第二に、「財務・資本政策の抜本的な転換」

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、前章で示した通り、(1) 事業の収益性改革、(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 39.6%）まで引き上げる会社予想である。

## グローバル界面活性剤企業内での比較

同社の株価推移をグローバル界面活性剤企業と比較する。競合する米国 Huntsman のパフォーマンスは 17~18 年に掛けて業績好調につき好調だったが、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（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、Zhejiang がやや優位に立つ。ともに 22 年始めよりパフォーマンスがやや低迷してきている。同社は国内に比較対象となる競合が少なく相対評価が難しいが、少なくとも EHD 製品比率向上に伴う収益性改善への期待値は十分に織り込まれていないと考えられる。一方で、24/12 期以降の業績成長には安定感が出ており、直近では相対的に堅調なパフォーマンスを示しているといえよう。

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(2016 年 12 月末=100)



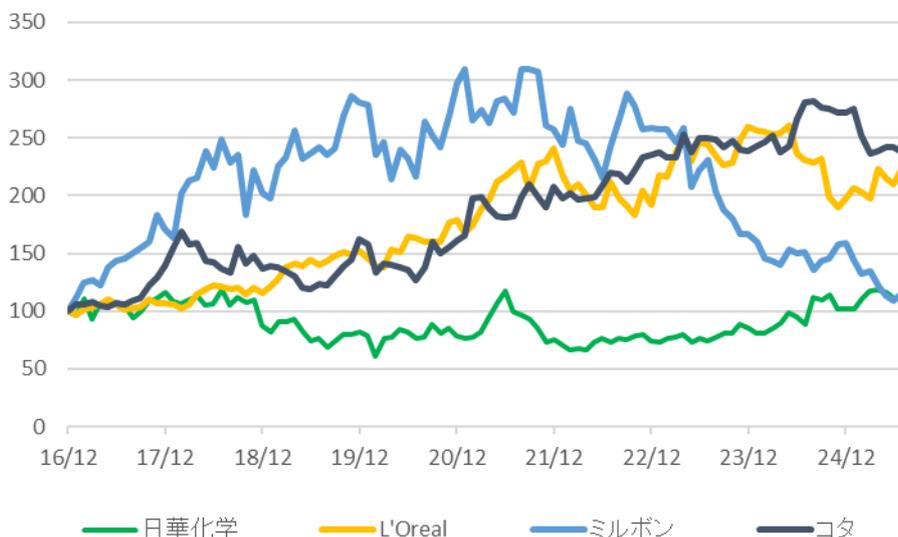
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## プロ向け化粧品企業内での比較

次に、同社の株価推移をプロ向け化粧品企業と比較する。仏 L'Oreal はプロ向けのみならず総合的に化粧品を扱う大手企業であり、業績の安定成長を受けて好パフォーマンスを示している。国内首位のミルボン、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。コタは同社の「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。同社は「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。ただし、24/12 期以降の業績成長には安定感が出ており、直近の相対パフォーマンスには持ち直しの傾向がみられる。

図表 8. 日華化学とプロ向け化粧品企業の株価比較(2016 年 12 月末=100)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 日華化学の PER

同社の PER は、新型コロナ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、足下でも 8.5~9.0 倍付近のレンジに留まる。

## 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。現状 PBR には若干改善の兆候がみられるものの、本格的な上昇には繋がっていない。ちなみに ROE は 21/12 期 11.3%→22/12 期 8.0%→23/12 期 5.8%→24/12 期 8.6%と改善がみられていたが、25/12 期上期は営業外の為替差損による純利益の減少で 6.0%に一旦低下した。

## 収益性比較

次に競合他社と同社の収益性、及びバリュエーションを比較する。同社の ROE (24/12 期実績ベース) 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、同社は「化学品」の ROE が相対的に低いため、「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。

## 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 0.6 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 15.8 倍、コタが 28.1 倍と同社を大きく上回る。PBR 比較でも L'Oreal の 6.8 倍を筆頭にコタ 3.4 倍、ミルボン 1.7 倍と、こちらも同社が大きく劣後している。低バリュエーション状態からの脱却に向けて、今後は中長期的な ROE 改善が注目ポイントとなる。

図表 9. 競合企業との収益性比較

会社名	コード	決算期	売上高営業	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
			利益率					
<b>日華化学</b>	<b>4463</b>	<b>24/12</b>	<b>6.5%</b>	<b>8.6</b>	<b>6.0</b>	<b>10.6</b>	<b>54.0</b>	<b>-0.02</b>
Huntsman Corp	HUN	24/12	1.2%	-6.1	-0.4	5.5	41.6	0.64
Zanyu Technology Group	002637	24/12	3.1%	3.6	3.2	5.1	47.5	0.55
Zhejiang Huangma Technology	603181	24/12	17.7%	13.6	11.7	24.4	80.3	-0.04
L'Oreal	OR	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 10. 競合企業とのバリュエーション比較

会社名	コード	決算期	株価	時価総額	PER	PBR	EV/	配当利回り	配当性向	ROE
			(8/21)		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	%	%	%
<b>日華化学</b>	<b>4463</b>	<b>24/12</b>	<b>1,318</b>	<b>23.3</b>	<b>8.7</b>	<b>0.6</b>	<b>4.4</b>	<b>4.6</b>	<b>40</b>	<b>7.1</b>
Huntsman Corp	HUN	24/12	1,529	263.2	NM	0.6	NM	NM	NM	NA
Zanyu Technology Group	002637	24/12	227	100.4	NM	1.2	NM	NM	NM	NA
Zhejiang Huangma Technology	603181	24/12	314	185.1	NM	2.7	NM	NM	NM	NA
L'Oreal	OR	24/12	69,912	37,354.7	NM	6.8	NM	NM	NM	NA
ミルボン	4919	24/12	2,528	83.7	15.8	1.7	7.5	3.5	55	10.7
コタ	4923	25/3	1,385	45.6	28.1	3.4	17.7	1.4	41	12.2
平均					17.5	2.4	9.9	3.2	45	10.0

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。

注：海外企業の株価は 8/20 終値

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	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>3,400</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%	6.0%
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>2,400</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%	4.2%
<b>EPS (円)</b>	<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>	<b>151.5</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 12. 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 13. 連結キャッシュ・フロー計算書(百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
<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	-1549	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 14. 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	174.2
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に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

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

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

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

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

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

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

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



Strategy Advisors

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