

【Update Report】

| Company |

日華化学株式会社

NICCA CHEMICAL CO., LTD.

| Code |

4463：東証スタンダード
TSE STD

CP&X Investment Research
主席シニアアナリスト

Senior Analyst

黒澤 真

Makoto Kurosawa

| Date of Issue |

8/23/2024

Ver：20240823-2

CP&X

CP&X Investment Research

【Update Report】

新たな成長ステージに向けて始動

【目標株価】

目標株価：1,650 円→1,835 円

【レーティング】

Strong Buy を継続

【業績予想】

2024/12 期（CP&X 予想）

売上高：53,650 百万円、EBITDA：5,600 百万円、
営業利益：3,250 百万円、経常利益：3,750 百万円、当期純利益：2,230 百万円
(8/8/2024 現在)

【データ】

株価（8/9）：1,210 円

時価総額：21,429 百万円

PER（24/12 期 CP&X）：8.57 倍 PER（25/12 期 CP&X）：7.77 倍

PBR（24/12 期 CP&X）：0.60 倍

配当（24/12 会社）：50.0 円

配当利回り：4.13%

今 2Q は営業利益 10 億円台となり増配を決定

同社は北陸の繊維産業の繊維加工化学製品（界面活性剤）を基盤に発展してきた化学会社である。界面活性剤はものを染める（染色）、洗う（洗濯、脱色）、混ぜる（乳化）、弾く（撥水）、滑る（潤滑）など要求される特性に応じて、その表面を改質することで達成される界面カガクであり、その用途は繊維、製紙向けから、化粧品、電子材料、自動車部品、医療と幅広く、産業の発展に応じて新しい製品を生み出す力を持っている。

営業利益のセグメント別貢献度（全社費用控除前）は 22/12 期まで化学品が 42%、化粧品が 57%と化粧品優位の状況にあったが、今 24/12 期中間期では化学品が 73.6%、化粧品が 26.7%と化学品の収益が回復となり、中期経営計画において化学品事業の製品ポートフォリオの入れ替えによる収益性の向上と化粧品事業での規模拡大に向けた積極投資戦略による施策の成果が出始めている。

中計では 25/12 期に売上高 570 億円（22/12 期比 12.6%増）、営業利益 40 億円（同 52.2%増）を目標に掲げており、その達成を射程圏に捉えている。また今般、2035 年までの成長シナリオを公表し、売上高 750 億円、営業利益 75 億円、ROE10%超を目標に掲げている。化学品事業は規模よりも技術と新機能を生産することで収益性の向上を図る構えであり、利益率が既存製品より 9 割程度高い EHD（環境/健康・衛生/先端材料）製品の開発と市場投入に注力した効果が出始めている。化粧品事業では年率 5%の安定的な売上拡大を前提に、技術的な優位性を持つヘアケア製品を中心に国内外で規模の拡大を図る。子会社を活用した受託開発製造（ODM）事業の拡大にも重点を置いており、27 年稼働の予定で新工場を建設し、海外市場の深耕と当面の利益成長を犠牲にしてでも拡大のための先行投資を進める計画だ。

足もとの業績は前中間期までの低迷から順調に推移している。24/12 中間期は売上高 26,044 百万円、前年同期比 7.1%増、営業利益 1,626 百万円、同 275.8%増となったが、特に 2Q の営業利益は 1,038 百万円、同 310.2%の大幅増益と 2Q としては史上最高水準に達している。この好決算を受け、同社は 24/12 通期の業績見通しを営業利益で 25 億円から 32 億円、前年比 56.9%増に上方修正し、配当見通しも中間期で 17.0 円から 25.0 円に、通期でも 34.0 円から 50.0 円に引き上げている。

CP&X でも業績予想の見直しを行ない従来予想から上方修正をし、今 24/12 期の営業利益は会社計画を上回る 3,250 百万円、前年比 59.4%増となり、来 25/12 期の営業利益を 3,910 百万円、同 20.3%増、26/12 期の営業利益を 4,610 百万円、同 17.9%増と予想する。同社は株主還元の方針を「中期的に配当性向 30%を目安」から「2～3 年以内に DOE（株主資本配当率）3.0%を目安」に変更しており、CP&X の業績予想では毎年増配が可能となり、26/12 期には 60.0 円までの増配余力があると見込んでいる。

株価は好決算を受け上昇基調にあるが、東証スタンダード市場や類似企業のバリュエーションに比べ割安な水準にある。目標株価を 1,650 円から 1,835 円に引き上げ、Strong Buy レーティングを継続する。

【注目点】

注目点 1) 24/12 期中間期は上振れ着地に

24/12 期中間期は売上高 26,044 百万円、前年同期比 7.1%増となり、営業利益は前年同期で収益が低迷していた化学品事業の改善から同 3.7 倍増の大幅な増益となった。業績は前下期から改善傾向にあったが、1Q の営業利益が 588 百万円であったのに対し、2Q は 1,038 百万円の高水準と収益性が大幅に改善した。同社の中間期の業績計画は公表されていなかったが、期初の通期計画に対する営業利益の進捗率が 65%に達していることから会社の想定を上回る好決算となったことは明白である。

好決算の牽引役は化学品事業であり、化粧品事業の低迷を相殺する格好となった。化学品事業の中間期のセグメント利益は前年同期比 4.1 倍強の 1,856 百万円となり、売上高セグメント利益率が 9.7%と前年同期比では 7.1 割の大幅な改善となり、前下半期比でも 2.3 割向上している。主力の繊維化学品で中国を始めとしたサプライチェーンの在庫調整が進展し、国内工場での中間体生産の稼働率が高まったこと、環境対応工程薬剤やフッ素フリー撥水剤など収益性の高い EHD 製品の販売増加が寄与している。半面、化粧品事業が韓国では好調も国内需要の回復が鈍く 1.7%減収となり、新製品投入や製品の切り替えに伴う販売関連費用負担もありセグメント利益が 675 百万円、前年同期比 20.6%減となった。

注目点 2) 業績見通しを上方修正

同社は 2Q までの好業績を受け、24/12 通期の売上高は 535 億円を据え置くも、営業利益は 25 億円から 32 億円、前年比 56.9%増に上方修正をしている。同社は化学品事業のセグメント利益を 22.5 億円から 32 億円（前年比 77.5%増）に上方修正したが、CP&X では下半期の主力製品の需給に大きな変化はなく、収益性の高い EHD 製品は好調を継続するとの前提に立つと、会社計画の下期の化学品事業セグメント利益を上期比 5 億円強の減益とするのは慎重な計画であるとみなさざるを得ない。なお、化粧品事業のセグメント利益に関して同社は下期に 12.2 億円と上期比 5.5 億円改善し、利益率も 16.8%と 23/12 下期並みへの回復を見込んでいる。

CP&X では今 24/12 期の営業利益をこれまでの 28.3 億円から 32.5 億円、前年比 59.3%増に、来 25/12 期の営業利益を 31.5 億円から 39.1 億円、同 20.3%増に上方修正する。25/12 期の営業利益は中期経営計画の目標値 40 億円が射程圏に入り、新設する化粧品工場の稼働でコスト負担が生じる直前の 26/12 期には営業利益 46.1 億円まで拡大し、大型投資に耐えうる収益基盤が出来上がるであろう。

注目点 3) 化学品事業の収益性の改善

化学品事業は界面活性化学をベースにした繊維化学品を主体としており、染色加工、布・織物へ塗布することで防汚、撥水機能を付加することなど繊維加工のトータルソリューションを提供する。最終的には欧米など先進国でのアパレル、スポーツ衣料、自動車シート、ソファ、カーテンなど幅広い分野で消費され、そのニーズも多様である。繊維加工の主戦場は依然として中国であるが、コスト対応からベトナム、インド、バングラデッシュへと移っている。同社もこの流れに対応し、これらの国々に拠点を設けている。繊維産業はサプライチェーンが長く、コロナ禍での需要低迷と相まって在庫調整が長引いてきたが、24 年に入りほぼ正常化してきた。これに連動する形で同社の繊維化学品用中間体を生産する本体の工場の稼働率が上昇し収益性が回復している。また規模は小さいがクリーニング薬剤のリネンサプライ向けがインバウンド効果で需要が 2 桁増となったことも収益改善に寄与してきている。

繊維化学品やクリーニング薬剤の成長性は限定的であることから、採算の悪い製品の価格是正や統廃合を進める一方、内外の企業・研究機関との協業による特殊化学品や先端材料の開発、M&Aにより2015年に大智化学産業の半導体シリコンウエハ製造時のワイヤーソー用クーラントや水晶振動子向けの研削剤、切削剤に参入するなど事業ポートフォリオの高付加価値化に取り組んできた。同社はこれらの高付加価値化製品をEHD（環境/健康・衛生/先端材料）製品として拡販に力を注いでおり、直近ではカーシートでの採用が増えている合成皮革トップコート剤のグローバル展開にも注力する。

以上の様な状況が奏功し、化学品事業のセグメント利益率はアフターコロナ下で23/12期1Qには2.9%まで低下したが、23/12期3Qから改善基調となり、今24/12期中間期には9.7%に向上している。CP&Xでは今後8%前後に収斂し、安定していくと予想する。

注目点 4) 化粧品事業の収益悪化は一過性、事業拡大に向けて順調

同社の化粧品事業は美容室向けが主体であり、繊維加工技術をベースとしたヘアケア・ヘアカラー製品を強みとする。コロナ禍で美容室への来店数が減速し、23年から製品の切り替えや新ブランドの立ち上げに伴う広告宣伝に注力したこともあり収益が一時的に低下している。24/12中間期は子会社である山田製薬のODM製品の減少もあり、セグメント利益は675百万円と前年同期比20.6%減となった。セグメント利益率は22/12期の18.3%からは低下しているが10%台にある。四半期ごとのセグメント利益率は1Qの7.6%に対して2Qは12.2%まで盛り返しており、賃上げやボーナス増加に伴い美容室への来店数も回復していることが寄与しよう。CP&Xでは国内の化粧品売上も回復基調となるのに伴い新製品や新ブランドの効果も発現して利益率も徐々に回復し、来25/12期から26/12期にかけての利益率は13%から15%への改善を予想する。来25/12期、26/12期は化学品事業と化粧品事業の両輪が揃って増益となり、収益拡大が加速することになるだろう。

同社の化粧品事業は国内主体であり、海外は韓国で行う程度のため売上規模は化学品事業の3分の1強に留まっている。同社は国内市場の成熟化、海外での拡販を見据えて化粧品工場の新設を進めており、27年の稼働を予定する。195億円の大規模投資となるが生産性を既存工場よりも50%高めることが可能な最新の生産ラインとなり、生産能力も3倍になるだけに海外への拡販戦略の具体化も今後2~3年で公表されることが期待される。

注目点 5) DOE3%を目指した累進配当の方針を採用

中長期グループ成長シナリオ ~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~を公表。2035年に売上高750億円、営業利益率10%（つまり営業利益75億円）、ROE10%超の実現を掲げる。化学品事業は規模を1.3倍にとどめ収益性を重視して営業利益40億円を目指す。化粧品事業は規模を2倍に拡大し、営業利益35億円を目標とする。これに合わせ株主還元策をより強固なものに変更した。これまでは配当性向30%を目安に安定配当の方針であったが、2~3年以内にDOE3%を目指し、その後も高めることを継続検討しつつ累積配当の方針に変更している。

今24/12期から株主還元策を強化し、年間配当を期初の34円から50円へと増配の方針を打ち出しているが、DOEは2.5%弱にとどまるため、来期以降も増益基調となると連続増配の可能性も高まった格好だ。

【カタリスト&リスクファクター】

カタリスト 1) EHD（環境/健康・衛生/先端材料）製品が立ち上がる

化学品事業の新製品は全て EHD（環境/健康・衛生/先端材料）関連製品としており、利益率が既存製品に比べ 9 割程度高い EHD 製品の拡大は化学品事業の収益性向上となるため、既に収益性の高い化粧品事業との格差の解消によるバランスの取れた収益構造と利益成長性の実現に繋がる。中期経営計画では化学品事業の EHD 製品売上高比率を 50% に、中長期グループ成長シナリオでは 2030 年に 75% に高める計画だ。

24/12 期中間期は EHD 製品売上比率が 44.7% と前年同期比 3 割向上したとのことであり、売上高はかなり高い伸びになったと推察され、プロダクトミックスの良化による利益率改善に貢献し始めている。水系ウレタン、抗菌・消臭剤、特殊潤滑油、半導体シリコンウエハ加工用薬剤などが好調であり、新規のフッ素フリー撥水剤の投入や自動車カーシート向け合皮用トップコート剤のグローバル展開も順調に進展している。繊維染色や半導体シリコンの切り出しでは大量の水を使用するが、同社は環境に優しい製品への切り替えを拡張の武器にしており、繊維用薬剤ではスマートダイイングプロセスによる環境対応工程薬剤への切り替えが進んでおり、半導体インゴットの裁断時のクーラント剤でも循環システムの導入に注力する。これらが EHD 製品の販売に貢献し始めている。

また同社はリネンサプライ用薬剤の大手であり、円安による訪日来客数の増加により宿泊施設での需要が増し、我々の想定以上の収益貢献をし始めている模様だ。

カタリスト 2) AI 需要による半導体関連製品の回復期待が高まる

同社の子会社である大智化学産業は水晶振動子や半導体の製造工程で使用するワイヤーソー用クーラントの世界トップ企業であり研削剤、切削剤、研磨剤などを供給している。これらは半導体シリコンを切り出し、ウエハを製造する工程では不可欠の薬剤となる。大智化学産業はクーラントの廃液を有価回収し、自社設備でリサイクルして再び製品化する循環システムを持つことも強みとしている。半導体シリコンウエハ業界ではデバイスメーカーのウエハ在庫調整が続いているが、大智化学産業は増収基調を維持している。

同社はまた、真空ポンプ向けの潤滑油を製造販売しており、その一部は半導体製造装置にも使用されている。半導体製造ではパーティクル（微細なゴミ）のないクリーンな環境を得るため真空ポンプが多く使用されている。製膜工程では真空蒸着装置が使用され、微細な回路製造を必要とする先端半導体になるほどパーティクル管理が厳しくなっている。

半導体市場では生成 AI の急速な立ち上がりで AI 半導体や AI データセンター関連での需要が急増しており、半導体シリコンウエハの需要は 25 年から本格回復が見込まれ、韓国大手の半導体メーカーの同部門収益も 24 年 1-3 月期で営業黒字化を達成し、AI 関連半導体の不足感はあるものの設備投資を加速し始めていることが同社の半導体関連製品にも波及することが十分期待できる。

カタリスト 3) 化粧品でのメンズに続き“フローディアモア”の投入効果

収益性の高い化粧品事業では23年4月12日に総合ブランドである「デミ」を初めて冠したスカルプケアブランドとして、毛髪科学技術を駆使して個人の頭皮と髪のパフォーマンスを最大限に引き上げることが出来る「DEMI DO (デミドゥ)」を発売。また23年6月8日にはヘアカラー基幹ブランドの「アソートアリアC」を新たに「TOIROCTION」(トイロクション)としてフルリニューアル発売した。小型キャップの採用によりプラスチック使用量を55%削減し、環境に配慮した製品としても訴求する。

今24/12下期にはデミの主力「フローディア」の最上位ラインである新ブランド「フローディアモア」を8月から投入し始める。毛髪強度を守り、クセ・うねりにしっかり作用するストレートシリーズ、ダメージ要因を限定せずマルチに補修するトリートメントシリーズなど全15アイテムを予定している。サロンでの前評価は高く発売を前倒したほどであり、賃金、ボーナスの上昇による美容室の来店数の回復と相まって化粧品事業の収益回復に寄与しよう。

<類似企業の相対比較>

(単位:円、倍、%)

会社	市場	証券コード	株価 (8/9)	PER	PBR	配当 利回り	ROE	進行期営業 増減予想
松本油脂製薬	スタンダード	4365	16,500	6.8	0.65	2.12	7.1	非開示
東邦化学	スタンダード	4409	565	12.6	0.60	3.18	4.9	68.6
小松マテーレ	プライム	3580	571	12.8	0.70	3.57	5.6	-19.2
ミルボン	プライム	4919	3,124	21.8	2.23	2.81	10.1	19.5
コタ	プライム	4923	1,568	31.5	4.17	1.27	12.5	2.6
日華化学	スタンダード	4463	1,210	8.7	0.58	4.13	6.7	22.6

株価は8月9日終値を使用するが、松本油脂製薬は8月8日終値

カタリスト 5) 株価の相対的な割安

化学品事業においては円安やモダレートな原燃料高が業績にプラスになる傾向がある。今24/12期の会社計画の前提は1ドル152円であり、現状の1ドル150円割れの水準が続くと若干のネガティブ要因となるも影響は限定的である。原燃料高は価格転嫁の進展にはプラスに作用し、海運市況高などの付帯コストを含めた価格是正の好機ともなる。

この様な外部環境下でも業績は順調であり、株価も業績の上方修正、増配から上昇基調にあるが、相対的な割安感は解消されていない。類似企業である松本油脂工業(4365)、東邦化学(4409)、小松マテーレ(3580)、ミルボン(4919)、コタ(4923)のうちROEを化学系3社と比較しても大差はないが、PERは1桁台の低位にあり、PBRは最下位にある。所属市場の東証スタンダードの平均バリュエーションのPER13.15倍、PBR0.95倍や配当利回り2.41%に対しても大きくビハインドの状況にある。

目標株価を来期予想PER11.9倍、PBR0.87倍の1,835円(従来1,650円)に引き上げるが、少なくともPER10倍の1,500円超の実力を兼ね備えているとの判断に変わりはない。

【業績推移】

<業績推移 日華化学(4463)>

(単位：百万円、円、%)

	売上高	yoy	EBITDA	営業利益	yoy	経常利益	yoy	純利益	yoy	1株利益	1株配当	1株純資産
18/12期	50,188	3.5	4,293	2,301	8.7	2,430	11.9	2,458	77.1	156.68	18.0	1283.02
19/12期	46,191	-8.0	3,637	1,395	-39.4	1,334	-45.1	900	-63.4	57.33	16.0	1283.92
22/12 1-2Q	24,917	-	2,566	1,386	-	1,823	-	1,058	-	67.14	11.0	1755.08
22/12期	50,627	-	5,045	2,628	-	3,132	-	2,114	-	134.08	30.0	1771.74
23/12 1Q	11,520	-4.2	730	179	-75.4	281	-69.0	27	-94.8	1.74		1759.25
23/12 2Q	12,786	-0.8	804	253	-61.5	485	-47.2	258	-52.0	16.32		
23/12 1-2Q	24,306	-2.5	1,534	432	-68.8	766	-58.0	285	-73.1	18.06	16.0	1842.86
23/12 3Q	13,147	-1.3	1,467	897	-3.4	1,050	-5.1	733	-9.8	46.40		1887.83
23/12期	50,169	-0.9	4,308	2,039	-22.4	2,528	-19.2	1,691	-20.0	107.09	32.0	1906.56
24/12 1Q	12,228	6.1	1,124	588	228.4	766	172.5	318	1,077.7	20.14		1963.88
24/12 2Q	13,816	8.0	1,589	1,038	310.2	1,241	155.8	899	248.4	56.9		
24/12 1-2Q	26,044	7.1	2,713	1,626	276.3	2,007	162.0	1,217	327.0	77.01	25.0	2069.56
24/12 会社(旧)	53,500	6.6		2,500	22.6	2,700	6.8	1,800	6.4	113.96	34.0	
24/12 会社(新)	53,500	6.6		3,200	56.9	3,700	46.3	2,200	30.1	139.17	50.0	
24/12 CP&X(旧)	54,400	8.4	5,230	2,830	38.8	3,050	20.6	2,000	18.3	126.54	34.0	1,999.10
24/12 CP&X(新)	53,650	6.9	5,600	3,250	59.4	3,750	48.3	2,230	31.9	141.07	50.0	1,997.63
25/12 CP&X(旧)	56,500	3.9	5,650	3,150	11.3	3,350	9.8	2,180	9.0	137.93	38.0	2,099.03
25/12 CP&X(新)	55,900	4.2	6,400	3,910	20.3	4,100	9.3	2,460	10.3	155.61	54.0	2,098.24
26/12 CP&X(旧)	58,500	3.5	6,150	3,450	9.5	3,650	9.0	2,370	8.7	149.95	50.0	2,198.98
26/12 CP&X(新)	58,600	4.8	7,310	4,610	17.9	4,770	16.3	2,860	16.3	180.92	60.0	2,219.16
25/12 中期計画	57,000			4,000								

(2024.8.6)

(出所) 会社データ、CP&X

【バリュエーション】

日華化学(4463)

バリュエーション	2020年12月期		2021年12月期		2022年12月期		2023年12月期		2024年12月期		2025年12月期		2026年12月期	
	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX	Min	MAX
株価	589	1,010	799	1,450	677	915	777	990	1,212	1,835	1,212	1,835	1,212	1,835
株価純資産倍率 (PBR)	0.43	0.75	0.50	0.91	0.38	0.52	0.41	0.52	0.61	0.92	0.58	0.87	0.55	0.83
株価収益率 (PER)	8.87	15.21	4.85	8.80	5.05	6.82	7.26	9.25	8.59	13.01	7.79	11.79	6.71	10.15
配当利回り	1.70	0.99	2.75	1.52	4.43	3.28	4.12	3.23	4.13	2.72	4.46	2.94	4.95	3.27
EV/EBITDA	4.43	6.03	3.40	5.50	2.77	3.51	3.41	4.28	3.66	5.54	3.45	5.18	3.07	4.58
PCFR	2.73	4.69	2.78	5.04	2.65	3.58	3.47	4.43	4.57	6.91	4.36	6.61	3.86	5.85

(注) バリュエーションテーブルでは現株価 (8月8日の終値) を Min 欄に記載している。

レーティング基準について

以下の定義に基づいてレーティングを付与しています。

Strong Buy

今後1年以内に株価が TOPIX を 30%以上アウトパフォームすると予想する

Buy

今後1年以内に株価が TOPIX を 10%以上アウトパフォームすると予想する

Neutral

今後1年以内に株価が TOPIX を中心に±10%未満の変動と予想する

Sell

今後1年以内に株価が TOPIX を 10%以上アンダーパフォームすると予想する

留意事項

本資料は、情報提供のみを目的として各種のデータに基づき作成したもので、投資勧誘を目的としたものではありません。また、この資料に記載された情報の正確性および完全性を保証するものでもありません。この資料に記載された意見や予測は、資料作成時点の見通しであり、予告なしに変更することがあります。株価の変動や、発行会社の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがありますので、投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断でなされるようお願いいたします。なお、CP&X Investment Research 及び、同関連会社の社員、役職員又はその家族はこの資料に掲載されている企業の証券を保有する可能性、取引する可能性があります。この資料の著作権は CP&X Investment Research に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。