

ムサシ

7521 ジャスダック

2014年7月9日（水）

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
浅川 裕之

■メディアコンバートサービス、セキュリティ機器の需要拡大に期待が高まる

証券市場においてムサシ<7521>は「選挙関連銘柄」という見方が定着しており、国政選挙特需の恩恵を受ける代表的な企業とみなされている。しかし過去を振り返ると、国政選挙は3年に2回のペースで行われていることがわかる。したがって、選挙で特需を受けているのではなく、選挙需要はベースとしてあり、選挙が実施されない年にマイナス影響を受けているというのが実情だ。

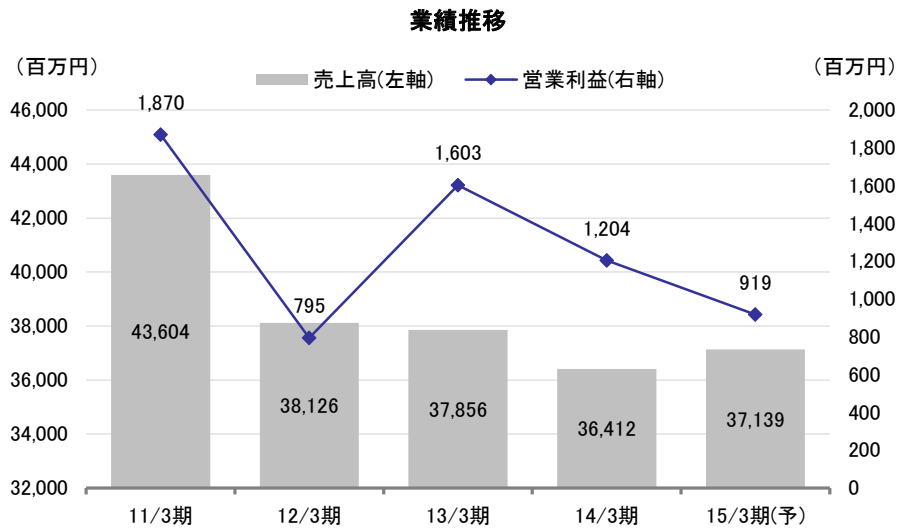
成長期待がもっとも大きいメディアコンバートサービスは、2010年3月期をピークに減収が続いてきた。これが同社の選挙システム機材への収益依存を強調する結果となってしまった。しかし、メディアコンバートサービスにも潮目の変化が出てきているというのが足元の状況だ。大震災から丸3年が経過して、行政機関も少しずつ従来のペースに戻りつつあり、それがメディアコンバートサービスの需要にも反映されているといえる。

2015年3月期は国政選挙（衆院選）が行われない可能性が高い。政局のことゆえ100%ということはないが、現時点での政権支持率等から考えれば、選挙実施を前提にした業績見通しは立てにくい。2016年3月期も衆院選実施の可能性は決して高いとは言えない。2期連続の国政選挙実施がゼロというのはもし実現すれば30年ぶりのことになる。しかしその場合には2017年3月期に衆参両院の選挙が実施されることになる。「選挙関連銘柄」からの脱皮を目指す同社にとっては皮肉なことではあるが、2017年3月期の業績は急角度で上昇する可能性がある。

選挙関連製品以外での中期成長性確保を目指す同社であるが、メディアコンバートサービス（文書デジタル化）の需要再拡大、セキュリティ機器の需要拡大などに期待が高まる。また、選挙関連製品においては、国民投票という「収益の幹をさらに太くする」シナリオも見えてきている。投資家の間で、同社の中期成長性について正しく認識されてくれば、極端に割安となっている株価バリュエーションの見直しの可能性もある。

■ Check Point

- ・メディアコンバートサービスは高い成長ポテンシャルを有する
- ・豊富な現預金についてはバリュー面からも含めて使用用途に注目
- ・3つの分野が中期成長をけん引する力を秘める



■ 会社概要

5つの事業それぞれで製品ラインナップの充実など業容拡大を図る

(1) 沿革

同社は戦後間もない1946年に、武蔵商事株式会社として設立された。創業時の事業は紙の卸販売で、これは今日の紙・紙加工品事業へと続いている。その後1955年に別会社を通じて写真機や感光材料の販売へと進出し、1959年に富士フィルム(現富士フィルムホールディングス<4901>)の特約代理店となった。これは今日の情報・産業システム機材事業へと連なっている。高度経済成長期さなかの1965年に、現金処理機械(紙幣計数機)の販売に乗り出した。さらに同年に、富士フィルムの特約店として印刷材料であるPS版の販売を開始。1970年には、選挙用機器(投票用紙計数機)の販売を開始して選挙システム機材事業へと乗り出した。この時点までで今日の5つの事業部門体制が完成し、その後は各事業内で製品ラインナップの充実など業容拡大を図りながら今日に至っている。

同社は紙の販売会社から出発して、次第に取扱品目を拡大させてきた。途中オリジナルの機器として紙幣計数機や投票用紙計数機などを開発したが、当初は生産を外注していた。その後、1978年に製造子会社の武蔵エンジニアリングを設立して、自前の生産工場を有するようになった。

沿革表

1946年	グループの母体である武蔵商事を創業(1991年より現社名)。
1947年	紙加工製品の販売に着手。【紙・紙加工品事業開始】
1955年	写真機、感光材料の販売会社として武蔵商会設立(1962年に吸収合併)。
1959年	富士フィルムの特約代理店となり、ネオコピー(写真複写機用感材)の販売を開始。【情報・産業システム事業開始】
1963年	富士写真フィルムと合併でエフ・ビー・エムを設立(現在、100%子会社)
1965年	現金処理機器(紙幣計数機)の販売開始。【金融汎用システム事業開始】 PS版(印刷材料)の販売開始。【印刷システム事業開始】
1967年	ジェイ・アイ・エムに資本参加(現在、出資比率33.3%、持分法適用関連会社)。
1970年	選挙用機器(投票用紙計数機)の販売開始。【選挙システム事業開始】
1978年	武蔵エンジニアリング(子会社:自社開発商品の設計・製造)を設立。
1979年	現金処理機器の輸出版売を開始。
1986年	不動産管理会社として、武蔵興産を設立。
1994年	名刺・ハガキの印刷システム機材の販売を開始。【名刺・ハガキプリントシステム事業開始】
1995年	武蔵エンタープライズに資本参加。
1996年	日本証券業協会(現ジャスダック証券取引所)に株式を上場。
1997年	ムサシ・エービーシーを子会社化。
2001年	ムサシ・ユニシステムを子会社化。
2002年	ムサシ・アイ・テクノ、国際マイクロフォト研究所を子会社化。
2005年	メンテナンスサービス部門を分社化し、ムサシ・フィールド・サポートを設立。
2007年	ムサシ・ユニシステムと国際マイクロフォト研究所が合併し、ムサシ・イメージ情報を設立。

出所:会社HPからフィスコ作成

売上高、営業利益とも「情報・印刷・産業システム機材」が最大構成比

(2) 事業の概要

現在、同社は「情報・産業システム機材」、「印刷システム機材」、「金融汎用システム機材」、「選挙システム機材」、「紙・紙加工品」及び「不動産賃貸・リース事業等」の6つの事業を行っている。情報開示上は、「情報・印刷・産業システム機材」、「金融汎用・選挙システム機材」、「紙・紙加工品」及び「不動産賃貸・リース事業等」に分類している。その入り繰りは下記の表のようになっている。

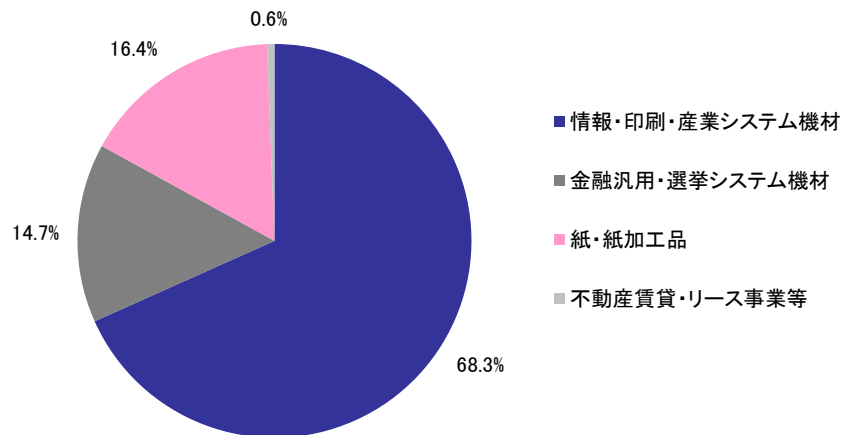
セグメント詳細情報

セグメント	事業部門	主要取扱商品	主要販売先
情報・印刷・産業システム機材	情報・産業システム機材	メディアコンバートサービス	官公庁、自治体
		スキャナー	一般企業、金融機関
		電子アーカイブシステム	学校・図書館
		非破壊検査システム機材	非破壊検査業
	印刷システム機材	デジタルプリプレスシステム	印刷業 文具・印章店、DPE店 一般企業
		PODシステム	
		編集ソフト	
		印刷業務管理システム	
金融汎用・選挙システム機材	金融汎用システム機材	名刺・ハガキプリントシステム	金融機関、公営競技場 流通業 宅配・交通機関 アミューズメント施設
		貨幣処理機器、鍵管理機器	
		デジタル監視システム	
	選挙システム機材	手形発行・管理システム	
		印刷照会システム	
		投票用紙読取分類機	
投票用紙計数機・自動交付機			
自然に開く投票用紙			
紙・紙加工品	紙・紙加工品	投開票集計システム	印刷業・出版社 紙器業
		印刷・出版・情報用紙 板紙・特殊紙・紙加工品	
不動産賃貸・リース事業等	不動産賃貸・リース事業等	不動産賃貸、オートリース 各種保険代理業	ムサシグループ

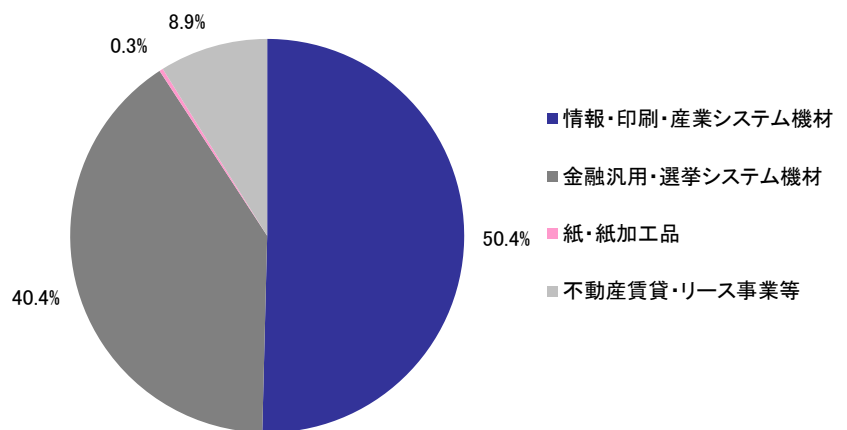
2014年7月9日（水）

事業セグメントの収益の内訳は、売上高については比較的安定しているが、営業利益では各年の変動が大きい。そこで2010年3月期から2014年3月期までの5期間分を合算して売上高と営業利益について構成比を示したのが下記の円グラフだ。売上高では「情報・印刷・産業システム機材」、「金融汎用・選挙システム機材」、「紙・紙加工品」及び「不動産賃貸・リース事業等」がそれぞれ68.3%、14.7%、16.4%及び0.6%となっている。また営業利益では同様に50.4%、40.4%、0.3%及び8.9%となっている。売上高、営業利益とも「情報・印刷・産業システム機材」が最大構成比となっているものの、営業利益では「金融汎用・選挙システム機材」が構成比を大きく伸ばし、利益率が主要事業の中では最も高くなっていることがわかる。

セグメント別売上高構成比



セグメント別営業利益構成比



金融汎用・選挙システム機材の利益率が他の事業セグメントよりも高い理由は明快だ。これらの機材については同社自身が設計・製造を行ってメーカーとして機能しているからである。同社の短期的収益動向をみる上でも、中長期の成長性を見る上でも、「金融汎用・選挙システム機材」事業の動向が最も重要なポイントであるということだ。

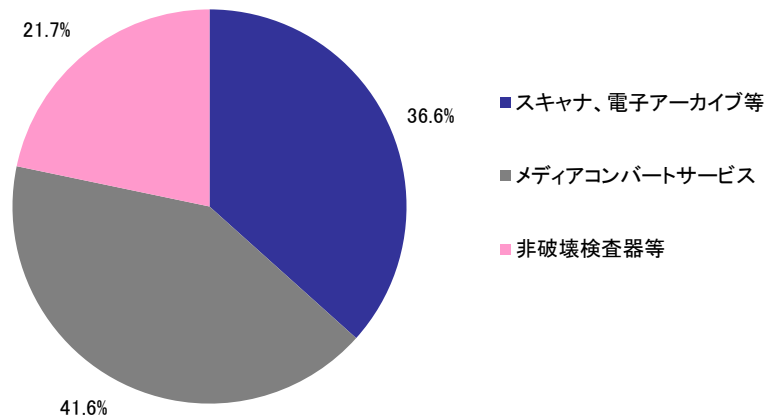
もう一つ重要な事業は「情報システム機材」事業である。これは他社製品の販売というよりも、メディアコンバートという自社設備を構えてのサービスが事業の中心となっている。したがって、同社の事業のなかでは「金融汎用・選挙システム機材」同様付加価値が高く、大きく利益を稼ぐポテンシャルを持っている。

メディアコンバートサービスは高い成長ポテンシャルを有する

(1) 情報システム機材

情報システム機材の中味は大きく、スキャナ、電子アーカイブ等機器類、メディアコンバートサービス（文書デジタル化業務）、および非破壊検査機器等（産業システム機材）の3つに分類される。この3分野の弊社推定の内訳はグラフの通りだ。情報システム機材の連結売上高は、2014年3月期実績で8,553百万円と弊社では推計している。なお、単独ベースでの「情報システム機器」の売上高は6,913百万円と公表されている。

「情報システム機材」の製品・サービス別内訳



出所：会社説明会資料、一部フィスコ推定

「情報システム」の成り立ちは富士フィルムの代理店として写真複写機用感材の販売であったが、その後はマイクロフィルム関連機材の販売に軸足が置かれた。その中で、同社は次第に、マイクロフィルム化の作業自体の請負も手掛けるようになり、販売網も全国に250店を超える販売先を組織化するまでになった。この、マイクロフィルム化の機材・資材、及びマイクロフィルム化作業のノウハウなど同社の有する有形・無形の資産は、その後技術の進化に合わせて少しずつ姿を変え、今日のメディアコンバートサービスへとつながっている。

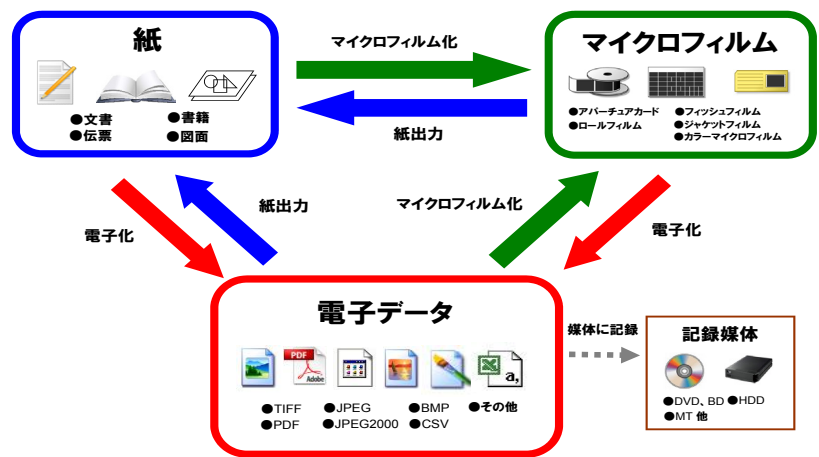
「情報システム機材」の2014年3月期の売上高は前述のとおりであるが、2015年3月期については、単独ベースで8,150百万円（前期比17.9%増）と会社側は予想している。増収分は後述のメディアコンバートサービスの増収によるものとなっている。連結ベースの情報システム機材売上高は、10,041百万円と弊社では推計している。

メディアコンバートサービスの詳細について

情報システム機材は、仕入商品の販売業務は利益への貢献度が非常に小さい。したがって、この事業で利益を上げるには、同社自身が付加価値を発揮できる事業に取り組む必要がある。それがメディアコンバートサービスだ。これは、文書や書籍などについて、紙ベース、電子データ、マイクロフィルムの3者間で、顧客の望む方式に変換するサービスだ。

2014年7月9日(水)

メディアコンバートサービスの詳細について



同社は豊洲に広大なイメージングセンターを擁してメディアコンバートサービスを提供している。この事業の顧客は同社の場合、約70%が官公庁や自治体で、30%が民間企業という内訳だ。競合は大日本印刷<7912>や凸版印刷<7911>などの大手印刷会社や、エレクトロニクス商社、倉庫業者など様々だ。業者が乱立した状況の中でシェアを正確に把握できていないが、同社は大手の一角を占めていると想定される。

同社の強みは、高セキュリティ(元資料の管理、情報秘匿など)、高品質の加工技術、高生産性(国内最大のイメージングセンター)などにある。また、ただスキャンをするのではなく、マイクロフィルム化で培った正確で効率的なデータベースづくりも同社が提供する付加価値の大きな一部である。

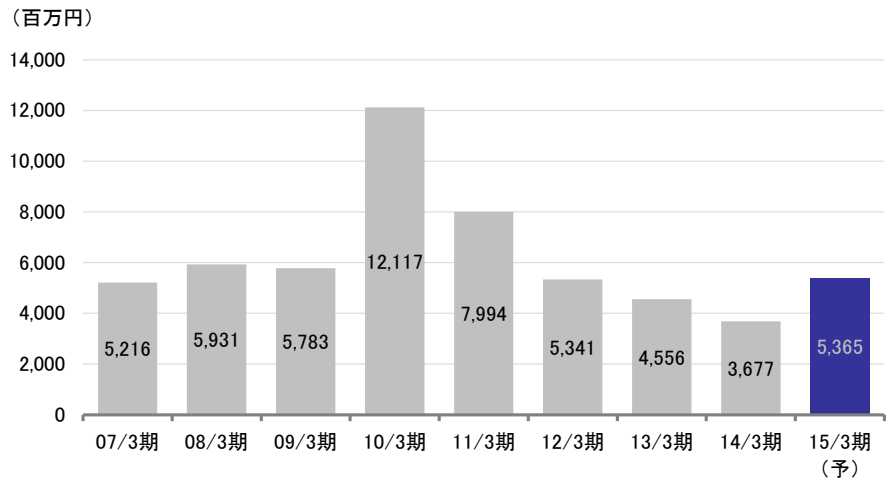
収益性は案件の規模にもよるが決して低くはない。大型の案件(1件当たり受注金額が100百万円以上というのが大型の目安)が多く、全体の売上高が前年比倍増した2010年3月期は、この事業が属する「情報・印刷・産業システム機材」セグメントの営業利益が前年比1,589百万円の増益となった。この増益額のすべてではないにせよかなりの部分がメディアコンバートサービスの増収からもたらされたものと推定される。メディアコンバートサービスは、高い成長ポテンシャルを有していると言えよう。

2014年3月期のメディアコンバート事業の売上高は3,677百万円(前期比19.3%減)で、同社の事前予想5,130百万円に届かなかった。この要因は、官公需が中心(全体の約70%)の事業構造にあって、その官公需の回復のタイミングが遅れたためである。2014年3月期も予算配分において内部管理的事業の順位は低い状況におかれたということだ。

ただし、足元の状況は、2014年3月期の第4四半期から、1件当たり100百万円を超す大型案件の需要が出てきて、潮目の変化を実感している状況のようだ。こうした状況を踏まえて同社では、2015年3月期メディアコンバートサービスの売上高を5,365百万円(前期比45.9%増)と予想している。

2014年7月9日（水）

メディアコンパースサービスの売上高推移



出所：会社説明資料、予想は会社予想

メディアコンパース事業の中期成長性の考察

前述のように、文書のデジタル化の市場については正確な業界統計がなく、同社の売上高の推移をみる限りは市場は低迷期に入りこんでしまったようにも思われる。そこで、文書デジタル化事業の市場性を考えてみたい。

文書のデジタル化を促進する働きを持つ法律は、これまでにいくつか施行されている。2001年4月施行の情報公開法は、行政機関に開示義務を課した。その結果、行政機関側には情報の検索性を高めるニーズが生じた。2003年5月に施行された（全面施行は2005年4月）個人情報保護法は行政機関のみならず民間機関に対しても、情報の適切な管理を要求している。膨大な個人情報が含まれるデータを流出・紛失・漏洩などから防ぐためには、電子データ化するのが有効な方策と考えられる。2005年4月施行のe文書法は、商法、税法関連の財務・税務書類について、一部でファイルによる保存を認めた。法定帳簿類は業種によっては膨大な量となるため、省スペース化ニーズは非常に強い。

最も決定的なのは2011年4月施行の公文書管理法だ。ここでは年金記録問題の反省に立ち、行政機関に文書管理の強化を求めている。これにより過去文書をデジタル化して適切に管理しようという流れが、国レベルにとどまらず地方自治体レベルにまで広がった。

このように、一連の法整備がなされる中で、行政機関及び民間企業双方において、検索性、保存性、機密性、省スペース性などのニーズが顕在化し、これが文書デジタル化の需要を生み出してきた。

法整備

施行年	法律	内容
2001年4月	情報公開法施行	行政機関に開示義務⇒検索性のニーズ
2003年5月	個人情報保護法一部施行	国、地方公共団体の責務の明確化
2005年4月	文書法施行	商法、税法関係書類のファイルでの保存が認められる。
	個人情報保護法全面施行	罰則規定が施行
2011年4月	公文書管理法施行	年金記録問題の反省

過去文書のデジタル化の進捗度合いが、山登りでいう何合目にきたのか、を正確に言うことは難しい。そもそもの文書量が不明な上、そのうちどれくらいデジタル化しなければならないのかの判断が部外者にはわからないためだ。

国立国会図書館を例にとると、図書（雑誌類は含まない）が2007年現在で905万冊所蔵されていた。年間で10万冊弱が出版されているという状況下、2014年現在にはさらに増加していることは疑いが無い。一方、現時点でデジタル化された図書資料点数は約90万点（国立国会図書館HPより）とされている。およそ10%だ。行政文書のデジタル化率がこの数値とどれくらいの類似性があるかはわからないが、イメージをつかむ一つの手助けにはなる。

同社の売上高推移が表象するように、市場規模は震災後の過去3年間縮小基調にあったとみられるが、この最大の要因は予算の問題というのが同社の分析だ。優先順位として震災復興に大きく偏重していたということだ。しかし、震災からすでに丸3年が経過し、少しずつ復興が進む中で、予算配分も震災前の状況に戻っていくと考えられる。今まさに変化の最中にあると考えられる。

前述したように同社は、2013年度下半期から、メディアコンバートサービスに対する需要回復の手応えを感じてきている。官公需においては、橋梁やトンネルなど社会インフラに関する図面のデジタル化が需要の具体例として挙げられる。国土強靱化計画の一環として、重要な社会インフラに対するメンテナンスを万全にしようという機運が高まった。その結果、従来はそうした図面は自治体ごとに自治体の予算で管理されていたものが、そこに国からの補助金をつけられ、これが文書デジタル化の原資となっている。

民間においても動きがみられる。一例をあげれば、原子力発電所の代替としてLNG火力発電所等の整備が進められるなか、そうした大型プロジェクトの図面についてのデジタル化需要が出てきている。こうしたインフラ関連については、民間需要の大型案件は官公庁の動きと連動する側面もあり、官公需が動意づいている現状は、民需についても追い風ということができよう。民需ではまた、業績回復の流れを受けて金融機関からの需要の増加なども挙げられる。顧客情報の管理の強化などは避けては通れない部分であり、業績回復から設備投資増大という流れの中で行内文書のデジタル化と保存・保管体制の強化策が、同社への需要となって出てきている。

公文書の保存の重要性は論を待たない。正確な統計はないが、デジタル化されるべき公文書に占める実際にデジタル化された割合は、5%とも10%とも言われているが、未だごく低い割合にとどまっているというのが同社も含めた業界関係者の認識のようだ。無論、公文書についても前述の図書同様に増え続けており、今あるものを片付けると終わりという性質のものでない。2010年3月期の水準（121億円）を恒常的な期待値と位置付けるのは難しいであろう。しかし、2008年3月期から2011年3月期にみられた6,000百万円～8,000百万円を通常ペースとしてこの水準まで回復するという見方は合理的な期待値の範囲内であると弊社では考えている。

印刷システム機材は買い替え需要や印刷用材料の販売好調を想定

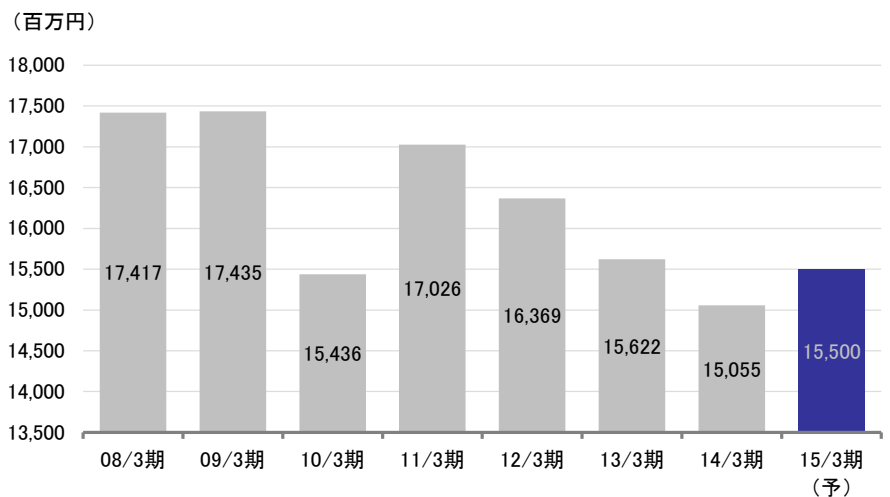
(2) 印刷システム機材

印刷システム機材は、これも富士フィルムとの特約店契約から始まった。同社は富士フィルムの印刷機材における3大特約店の一角を占めているが、マイクロフィルム関連機材の代理店としての実績が評価されていることと思われる。

同社の印刷システム機材事業が扱う商材は、有版印刷(いわゆる印刷はすべて有版印刷の範疇に含まれる)の印刷版材料と、印刷機器の2つに分けられる。印刷機器については、富士フィルム製の有版システム(有版印刷機)と、富士ゼロックス製の無版システム(デジタル印刷機)の双方を取り扱っている。売上高の内訳としては、印刷機器よりも有版印刷の印刷材料の方が多く60%程度を占めているとみられる。

2014年3月期の印刷システム機材の売上高はほぼ事前予想通りの15,055百万円(前期比3.6%減)だった。印刷用材料の販売は駆け込み需要の恩恵などもあって順調だったが、設備投資抑制の動きが続く中で、印刷機器の販売が低迷したためだ。2015年3月期は、買い替え需要による印刷機器の販売増や引き続いての印刷用材料の販売好調を想定して、15,500百万円(前期比3%増)の売上高を予想している。

ムサシの印刷システム機材売上高(単体ベース)

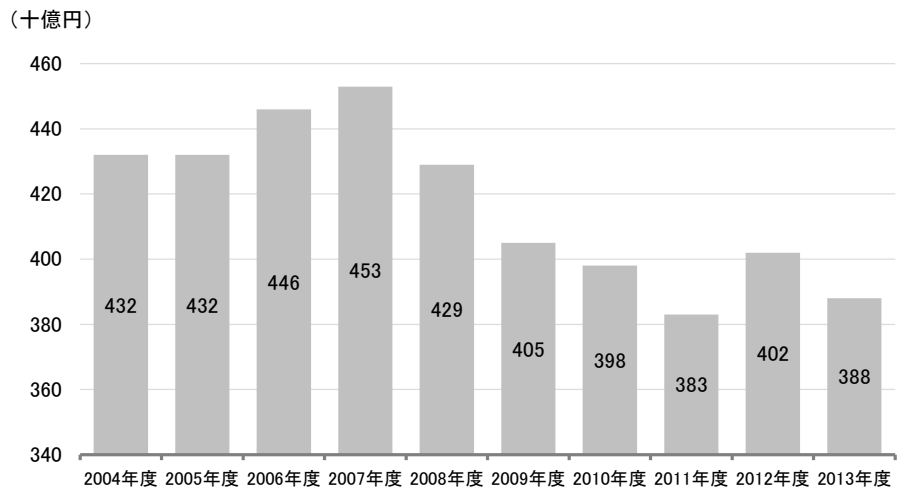


出所：会社説明資料

印刷システム機器事業の中期成長性の考察

この事業の顧客となる印刷業界は年間の印刷生産金額が約400,000百万円の規模であるが、長期的には右肩下がりの傾向にある。印刷業界を印刷方式別に分類すると、版を製作する有版印刷と版を製作しない無版印刷とに大別できる。凸版、凹版、平版、孔版などはすべて有版印刷である。一方、無版印刷はプリント・オン・デマンドシステムであり、イメージとしてはプリンターに近い。少量・短納期・低単価といった印刷業界に対する増加中のニーズに対応するため、印刷会社は有版、無版の双方の設備を持ち、数量や用途に応じて使い分けている。

日本の印刷業界生産額の推移



出所：経済産業省生産動態統計

デジタル化の流れでデジタル無版印刷機が注目されがちであるが、有版印刷もデジタルとの親和性が低いわけではない。有版印刷にあってもデジタル化の波を受けて、CTP(Computer to Plate)と呼ばれる、デジタルデータからフィルムを経ずして直接に版を起こすシステムが幅広く普及している。また、業界全体のデジタル無版印刷機の占める割合は依然として10%程度にとどまっている。

結論から言えば、印刷機のデジタル化進展の影響は、同社の事業にとっては深刻なネガティブを及ぼすものではないと弊社では考えている。市場の90%を占める有版印刷機に刷版材料を販売できるし、デジタル印刷機の取扱いもしている。有版印刷機においてもCTP化が進展して年月も経過したため更新需要が期待できる時期に入ってきた。印刷業界の縮小傾向はマクロ的な要因であるため、影響を避けきれない可能性が残るものの、特に印刷材料分野においては他社のシェアを奪いながら、底堅いビジネスを展開できるものと弊社ではみている。

金融汎用システム機材事業は緩やかな上昇トレンドを予想

(3) 金融汎用システム機材

金融汎用システム機材は、同社が価格決定権を有する商品を扱いたいとの思いから紙幣計数機に進出したのを機に創設された事業だ。現在では紙幣計数機にとどまらず、手形発行・管理システムや印鑑照合システムなど、金融機関で利用される関連機器や、さらに派生して鍵管理機やデジタル監視システムなどのセキュリティ分野にまで拡大してきている。

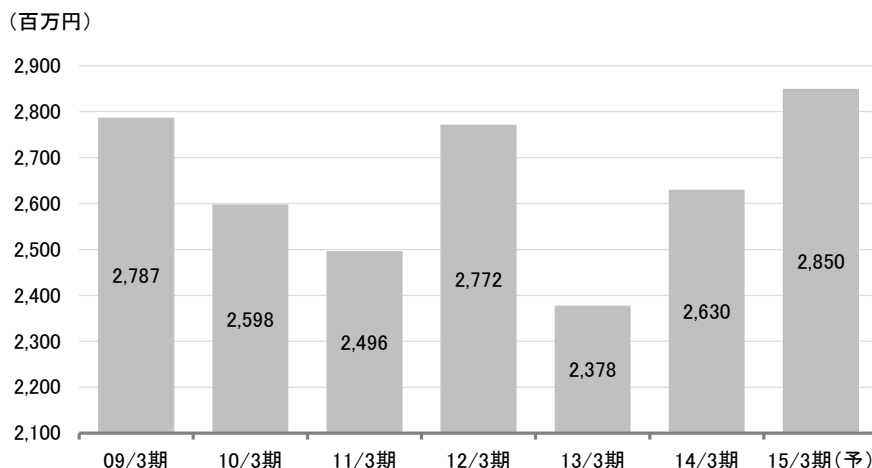
主力の紙幣計数機は、この市場では約25%のシェアを有しており、約50%のシェアを有するグローリー〈6457〉に次いで第2位のポジションにある(銀行等金融機関における紙幣用計数機市場でのシェア)。

現在の主力の機械は紙幣整理機と呼ばれるもの。これは、紙幣を単なる計数にとどまらず、種類分けし帯封までするというタイプだ。サイズ的には「小型」に分類され、需要のボリュームゾーンに属するタイプとなっている。主たる販売先は金融機関であるが、金融機関以外の業種向け売上高が年々高まってきている。

2014年7月9日（水）

2014年3月期の金融汎用システム機材の売上高は2,630百万円（前期比10.6%増）とほぼ予想通りで着地した。金融機関の設備投資が回復した恩恵で、セキュリティ機器や紙幣整理機が順調に推移した要因が大きい。2015年3月期の売上高について同社は2,850百万円（同8.4%増）を予想している。引き続き金融機関の設備投資需要が好調に持続すると想定していることが主たる要因だが、前期に振るわなかった流通向け清算システムの回復なども増収要因として期待されている。

金融汎用システム機材売上高推移

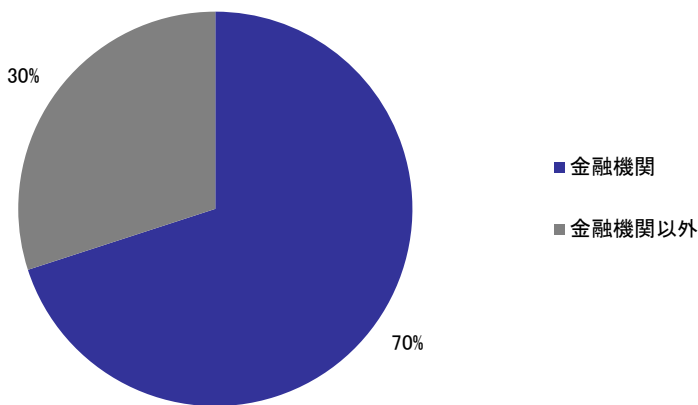


出所：会社説明資料

金融汎用システム機材の中期成長力の考察

金融汎用システムの需要は比較的安定した状況が続いてきたが、リーマン・ショックによる金融危機で金融機関の設備投資が抑制され、同社の紙幣整理機を始めとする金融機関向け機器はその影響を受けた。そのため同社では、金融機関からの需要に対する依存度を下げるべく、金融機関以外への拡販努力を行ってきた。その結果、金融機関向け売上高構成比は現時点では70%程度に低下してきている。

金融汎用システムの販売先割合



2014年7月9日（水）

金融機関以外の販売先とは、具体的にはデパート、スーパー、コンビニ等の流通業、運送・宅配業、交通機関、公営競技場、アミューズメント施設などだ。いずれも多額の現金を扱う業態だ。これらの機関では、紙幣整理機よりもセキュリティ機器への需要が強い。オペレーショナル・リスク低減やコンプライアンス強化という観点からのニーズが高まっているためだ。同社はこうした需要に対して、鍵管理機、デジタル監視システム、流通向けの清算システムなど、紙幣整理機で培ったセキュリティのノウハウを活用したセキュリティ機器のラインアップを拡充しながら業績を伸ばしてきた。この傾向は今後も継続すると期待される。

総体的に考えると、金融汎用システム機材事業は、金融機関向けの需要をベースとして、そこに非金融機関向け売上高が乗っかる形で、年率0～5%程度の緩やかな上昇トレンドをたどると弊社では予想している。中長期的なストーリーとしては、日本のカジノ解禁に際して特需メリットを享受する可能性も考えられる。ただし、これについては現時点で何かを織り込むのは時期尚早だろう。

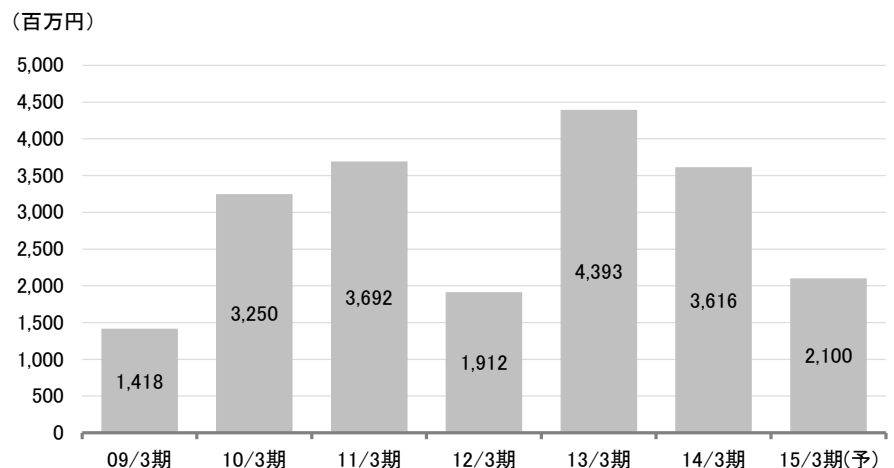
自動読取分類機をけん引役に右肩上がりのトレンド継続を予想

(4) 選挙システム機材

選挙システム機材は現在では同社の代名詞ともいえる、同社を代表する事業となっている。この事業部門は、金融汎用システム機と並ぶ同社のオリジナル製品で、子会社の武蔵エンジニアリングで設計・製造を行っている。金融汎用システム機材と比較した場合、選挙システム機材は高シェアを有し、競合相手も少ないため、自身が価格決定権を有している。したがって事業としての採算性も高いものと推測される。

2014年3月期の売上高は3,616百万円（前期比17.7%減）だった。2014年3月期中には参院選が実施されたことで売上高水準としては高かったが、衆院選の開催で過去最高の売上高4,393百万円を記録した2013年3月期には及ばなかった。2015年3月期の売上高は2,100百万円を予想している。参院選の改選期ではなく、衆院選についても目下の政治状況から考えて解散・総選挙に至る可能性は乏しいとの読みから、国政選挙が無い年度になるという前提になっているためである。この想定は極めて現実的で妥当なものといえよう。

選挙システム機材売上高推移



出所：会社説明資料

2014年7月9日(水)

選挙システム機材事業の詳細

同社が選挙機材メーカーとして少なくとも証券市場においては高い認知度を誇っているが、具体的にどんな製品なのかはあまり知られてはいないようだ。一市民として投票所に行った場合、受付でハガキと引き換えに投票用紙が配布されるが、投票用紙は卓上の小さな機械から出てきたものを手渡される。この投票用紙交付機と投票用紙が(ほとんどの場合)同社の製品だ。その後、投票用紙に記入するときは、両側が板で仕切られたアルミ製の記入台で行うことになるが、このアルミ製記入台も同社の製品だ。それから投票するが、この際の投票箱も同社であることが多い。しかし何と言っても同社の最も重要な機器は、開票作業で使用される投票用紙の自動読取分類装置だ。これはオプションを装着すれば、投票用紙の表裏・天地を揃えたうえで手書きの投票内容を1分間に660票のスピードで読み取って仕訳して候補者ごとの棚に分類する。手書きであるにも関わらず、読取不能の発生割合は5%未満ということだ。人間の読み取り速度は1分間に6~7枚とされることから同社の自動読取分類装置は約100倍のスピードということになる。ここに選挙管理委員会が同社の読取分類機を導入するモチベーションが生まれる。

同社の選挙システム機材の製品例

選挙機器	投票用紙自動交付システム	選挙ソフト	名簿管理システム
	自書式投票用紙読取分類機		期日前投票システム
	投票用紙計数機		当日投票システム
	投票用紙票束用機器類		投票速報システム
選挙機材	自然に開く投票用紙		在外投票システム
	投票用紙記載台		開票集計システム
	投票箱		名簿閲覧システム
	投票用紙輸送トランク		従事者管理システム
	折り畳み式テーブル		
その他	段差解消スロープ		
	啓発用グッズ		
	候補者用たすき		
	当選証書		

出所：会社資料から弊社作成

主力製品である読取分類機の価格は、本体が約270万円、仕訳棚が1本100万円、表裏取り揃え機が約100万円ということで、約500万円以下で1台のユニットが構成されることになる。東京都の場合、区部23か所、市部26か所、町村部4か所、島部9か所の合計62の開票区がある。そのすべてに読取分類機が導入されているわけではないが、一つの開票区に複数の装置が導入されているケースが多い。一方、投票所では読取分類機のような大掛かりな機材は使用されない代わりに数が圧倒的に多い。2013年の参院選の際の投票所数は、全国で48,777か所(期日前投票所除く)だった。これらのほとんどのところでは少なくとも1台の投票用紙交付機を始め、投票箱、投票用紙記載台、などが設置されている。

選挙関連機材の市場では、同社は主戦場ともいえる読取分類機において約80%と圧倒的なシェアを有している。同製品は現行モデルだけで2010年の発売以来1,000台超を販売してきた。他に高シェアな製品としては「自然に開く投票用紙」がある。これは全国でほぼ100%とみられている。

競合企業は多くはない。主力の自書式投票用紙読取分類機においては、グローリーが同様の機能を有する機種を発売している。投票用紙計数機や投票箱、記載台、各種候補者グッズなどについては日本選挙センター(非上場)などがある。しかし中核は選挙機器(交付機、計数機、読取分類機など)のエリアであり、この分野では同社の優位性は揺るぎないと考えられる。同社の競争優位性の源泉は、紙幣計数機で培った技術にあるのは間違いないが、さらに元をたどると、同社の紙に対する知見というものがあるのではないかとと思われる。それが機器の信頼性につながりシェアを拡大してきたという流れが容易にイメージできる。

投票用紙のシェアがほぼ 100%という点も非常に興味深いポイントだ。投票時に折られる投票用紙は、投票箱の中でひとりでに開くような特殊加工がなされている。この投票用紙と機器類のマッチング（相性）は、動作の信頼性にも影響を及ぼし、同社からすれば利点として有効なセールストークになると考えるからである。紙加工品の商事会社からスタートした同社の面目躍如といえよう。

選挙システム機材事業の収益構造の考え方

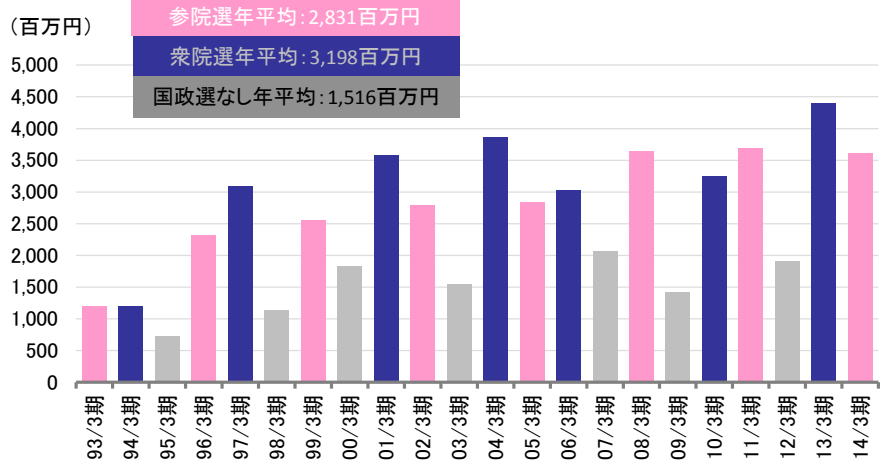
まず、同社の選挙システム機材事業の対象市場は、現段階において国内のみである。その理由は、日本の選挙が世界的に見ても特異な市場だからだ。特異であるポイントは、投票時においては高い透明性と正確性が要求され、開票時においては速報性（スピード）と正確性が要求され、何よりも、それらの実現のためにしっかりとした予算措置が取られていることにある。例えば、不正投票のポイントの一つは投票用紙の交付時にある。これを防ぐために同社の投票用紙交付装置がある。この機器のポイントは 1 枚ずつきちんと出てくるということと、厳密な枚数管理にある。また、日本では投票締切から速やかに開票作業が開始され、マスコミ各社は開票速報を競い合う。こうした開票スピードへのニーズが同社の主力製品である自動読取分類装置の需要へとつながる。そして何よりも、こうしたニーズ実現のために予算措置が講じられていることだ。このような選挙文化を有する国家は他には例を見ないとされている。

市場を考えると、もう一つ重要なポイントは「業績に影響を与える選挙は国政選挙に限られる」ということだ。地方選挙においては主催者が地方自治体ということになり、選挙費用は自治体の負担となる。限られた選挙予算のなかから選挙システム機材をそろえるのは財政的に厳しいケースがほとんどだ。しかし、国政選挙の場合は、選挙事務は国から各地方自治体への委託事務となり、国が費用を負担することになる。こうした背景から、同社の選挙システム機材の売り上げ動向は国政選挙と高い連動性を示す。

国政選挙の実施のタイミングと同社の選挙システム機材売上高を重ね合せると、明らかに両者には強い相関性があることがわかる。1993年3月期から2014年3月期までの過去22年を対象に分析すると、参院選が行われた年が8年、衆院選が行われた年が7年、いずれの国政選挙も行われなかった年が7年、という内訳となる。それぞれのケースについての選挙システム機材売上高の平均を出すと、参院選実施年だけの平均売上高は2,831百万円、衆院選実施年は3,198百万円、国政選挙非実施年は1,516百万円と、それぞれの平均売上高に明確な差が見て取れる。また、こうした平均値の差は、一時的な異常値の影響を受けたものではなく、長期的な「傾向」として存在していることがグラフから読み取ることができる。

下記のグラフのもう一つの重要なメッセージは、選挙実施年同士の比較でも選挙未実施年同士の比較でも、売上高が右肩上がりのトレンドラインを描いているということだ。これは、自動読取分類機のような高額な機器の販売が増えてきていることが理由と考えられる。問題は、このトレンドが今後も続くか、ということだが、弊社ではまだ当面はこのトレンドが続くと考えている。理由は大きく二つだ。一つ目は、自動読取分類機の普及率が約50%にとどまっており開拓余地が大きいという更新需要も期待できることだ。二つ目は同社の読取分類機の高シェアが将来的に維持されると考えられることだ。前述のように同社は投票用紙でほぼ100%のシェアを有しており、用紙と機械のマッチングによる正確性の担保というのは商品セールス上、説得力があると弊社では考えている。詳細に分析すると、自動読取分類機の売上構成比は、販売が増加する国政選挙実施年であっても、選挙システム機材売上高の4分の1～3分の1程度と推定される。したがって、同製品の需要動向だけで選挙システム機器売上高の動向が決まるわけではないのだが、自動読取分類機をけん引役として、選挙システム機材事業の売上高は、上下動を繰り返しつつも右肩上がりトレンドを続けるものと予想している。

国政選挙とムサシの選挙システム機材売上高の推移



国政選挙は「たまに」「数年に1回」実施されるというイメージが強いが、整理して振り返ると決してそうではないことがわかる。国政選挙は3年に2回のペースで実施されており、「国政選挙の無い年がイレギュラー」なのである。すなわち、同社は国政選挙の特需銘柄なのではなく、安定的に選挙関連機器需要の恩恵を享受している企業なのである。「特需」銘柄であるという理解が同社の業績安定性への過小評価へとつながり、それが株価バリュエーションでの割安放置へとつながっている可能性があるが、弊社は考えているが、こうした見方は同社の収益の実態を反映したものに修正される可能性があると言える。

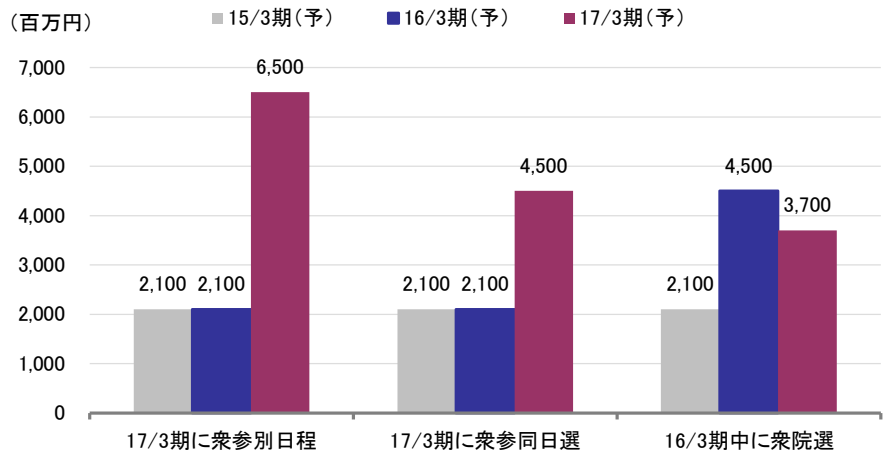
近年の国政選挙の実施状況

選挙実施日	選挙の内容	選挙実施日	選挙の内容
1994年 4月	統一地方選	2007年 7月29日	参院選
1999年 4月11日	東京都知事選	2008年 1月27日	大阪府知事選
2000年 2月 6日	大阪府知事選	2009年 8月30日	衆院選
2000年 6月25日	衆院選	2010年 7月11日	参院選
2001年 7月29日	参院選	2011年 4月	統一地方選
2003年 4月	統一地方選	2011年 4月10日	東京都知事選
2003年 4月15日	東京都知事選	2011年11月27日	大阪府知事選
2003年11月 9日	衆院選	2012年12月16日	衆院選
2004年 2月 1日	大阪府知事選	2012年12月16日	東京都知事選
2004年 7月11日	参院選	2013年 7月21日	参院選
2005年 9月11日	衆院選	2014年 2月 9日	東京都知事選
2007年 4月	統一地方選	2015年 4月	統一地方選
2007年 4月 8日	東京都知事選	2016年 7月	参院選

出所:弊社作成

前述したように2015年3月期は国政選挙が実施されない可能性が高い。では2016年3月期はどうか。2015年度中に衆院の解散が無ければ2年連続で国政選挙が開催されないことになる。これは過去、1983年6月に参院選が実施されてから1986年7月の衆参同日選まで丸3年間国政選挙が無かった時以来30年ぶりの出来事となる。この場合、衆院の任期満了が2016年12月に控えているため、2017年3月期中には、衆参両院選挙が同一年度中に実施されることになる。業績インパクトとしては、2017年3月期に、衆院選と参院選が別日程で開催される場合が最も単年度の同社の業績を押し上げると考えられる。しかし、業績面で最も好ましいのは、2016年3月期に衆院選実施、2017年3月期に参院選実施となる場合であろう。各年の業績変動が平準化されるうえ、3年間の移動平均の値は最も高くなると考えられる。業績面でのあまり良くないシナリオは2017年3月期中の衆参同日選だろう。買い替え需要が、国政選挙1回分が消滅してしまうからである。

「選挙システム機材」売上高のイメージ



選挙のタイミングと2017年3月期までの「選挙システム機材」売上高のイメージ(出所:弊社作成・予想、2015/3期予想は会社予想)

選挙システム機材事業の中期成長性の考え方

国政選挙は過去の経験則上、3年に2回のペースで実施されており、これが大きくどちらかに変動することは、国の選挙制度上、考えにくい。したがって、中長期成長性は、同社の選挙システム機材の導入がどの程度進展するか、ということになってくる。

現在の普及率は、投票用紙交付機や計数機などは実質的に100%に近い水準に達しているものと推測される。一方、読取分類機のなかでも大型の機種はまだ50%程度というのが同社による分析だ。投票所の規模によっては大型の分類機を必要としない開票区もあると考えられるが、それでもこの分野の販売余地は大きいといえる。また、既に導入した自治体においても、大型読取分類機の登場から10年が経過したことで、今後はリプレース需要が視野に入ってきている。開票事務機械化の際の大まかなエコノミクスとしては、国政選挙3回で人件費節減分が機械導入費を上回る(導入のプラス効果が出てくる)、といわれており、3年に2回のペースで国政選挙が行われている現状からすれば、10年単位でのリプレース需要は期待するだけの根拠が十分にあるといえる。

同社の中期成長性を考えるもう一つのアンクルとしては国民投票、少子高齢化というものも指摘できよう。それらに関しては、「中期成長シナリオ」の項で詳述している。

紙・紙加工品はペーパーレスが進展も横ばい圏での推移を予想

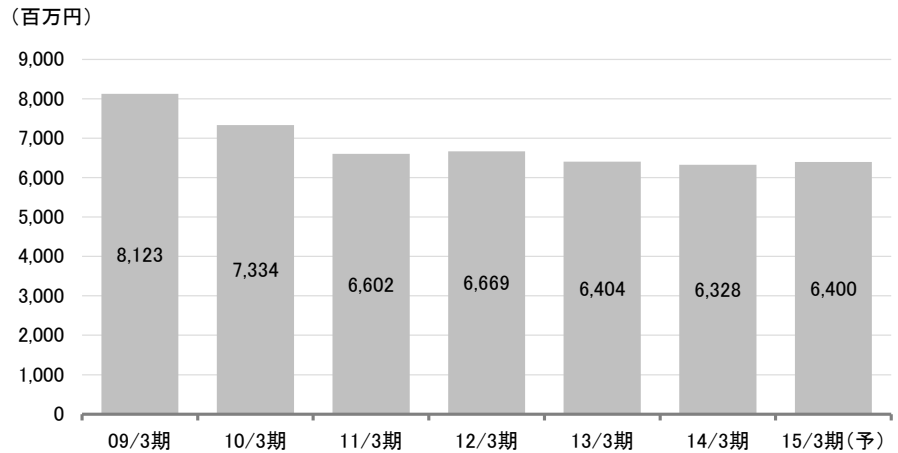
(5) 紙・紙加工品

紙・紙加工品事業は同社の創業以来の事業で、紙メーカーから、印刷・出版・情報用紙や板紙、特殊紙、紙加工品等を仕入れ、顧客企業(印刷企業、紙器業、出版社など)へ販売している。現在の事業環境は、市況の低迷もあって、卸売業としての同社の収益性は低い状況にある。

2014年7月9日（水）

2014年3月期の売上高は6,328百万円（前期比1.2%減）だった。景気回復で広告宣伝向けが伸びたほか、円安による輸入紙減少で印刷用紙が伸びるなどのプラス要因があったが、段ボール用板紙や特殊包装紙の低迷が響いた。2015年3月期については6,400百万円（前期比1.1%増）と横ばい圏での推移を予想している。かつては紙で賄われていた様々なものが、スマホやタブレットの普及によってペーパーレスが進展している状況では、現実的な想定であるといえよう。

紙・紙加工品の売上高推移



出所：会社説明資料

紙・紙加工品の中期成長力の考え方

紙・紙加工品事業の売上高の推移をみると、リーマン・ショック前の2008年3月から、ほぼ一貫して右肩下がりが続いている。減少ペースは緩和されてきたものの、大きな反転も期待しにくい状況だ。こうした状況を受けて、同社は付加価値の高い商品の取り扱い増加や、印刷やパッケージづくりといった川下の分野も含めた受注、などを通じて収益の増大を図る計画だ。しかし同社は、印刷工場や紙加工工場を有していないため、上記のような方策が短期的に劇的な収益改善をもたらすとは考えにくい。同社の商社機能に徹するという事業構造に大きな変化が生じない限りは、現状のトレンドが続く可能性があると弊社では考えている。

■財務分析と企業業績

豊富な現預金についてはバリュー面からも含めて使用用途に注目

(1) 財務分析

同社の2014年3月期末の自己資本利益率（ROE）は3.1%となっている。日本企業の平均に照らしても低い水準で改善の余地が大きいといえるが、同社の過去業績を振りかえると、2000年3月期から2014年3月期までの15年間においては、3.1%というROEは同社の平均的な姿といえることができる。

2014年7月9日（水）

ROEはROAと財務レバレッジからなるが、総資産経常利益率をROAとみて計算すると3.3%となっている。ROAの3.3%をマージン（売上高経常利益率）と総資産回転率とに分解すると、それぞれ3.6%、0.92回/年となっている。同社は商社側面とメーカー側面の両方を有しているため、純粋なメーカーよりもマージンが低くなることは当然ともいえる。しかし、商社側面の事業部門の利益率が非常に低いことは改善の余地が大きいといえよう。資産回転率においても、重厚長大の典型的装置産業であれば1回/年を切ることも珍しいことではないが、同社の生産設備は全社売上高の一部の分だけであり、資産圧縮余地が大きいことをうかがわせる。特に豊富な現預金については、バリュー面からも含めて使用用途の注目が集まることになろう。

マージンについて損益計算書を遡ると、20.6%の売上高売上総利益率に対して、売上高販管費率は17.3%と相対的に高い。ここもマージンが低い大きな理由の一つと考えることができ、やはり改善の余地の大きい部分という指摘が可能だ。

財務分析表

会社名			ムサン			
証券コード			7521			
決算期			3月			
			12/3 月期	13/3 月期	14/3 月期	15/3 月期
主要数値	売上高	百万円	38,126	37,856	36,412	37,139
	販管費	百万円	6,655	6,516	6,315	-
	営業利益	百万円	795	1,603	1,204	919
	経常利益	百万円	890	1,798	1,322	957
	当期純利益	百万円	388	801	761	612
	総資産	百万円	39,198	40,254	39,308	-
	株主資本	百万円	23,624	24,266	24,189	-
	有利子負債	百万円	3,532	3,512	3,521	-
	減価償却費	百万円	385	355	326	-
	EBITDA	百万円	1,180	1,958	1,530	-
収益性・効率性	自己資本利益率	%	1.7%	3.3%	3.1%	-
	総資産経常利益率	%	2.3%	4.5%	3.4%	-
	資産回転率	回/年	0.97%	0.94	0.93	-
	売上高経常利益率	%	2.3%	4.7%	3.7%	2.6%
	売上高総利益率	%	19.5%	21.4%	20.7%	-
	売上高販管費率	%	17.5%	17.2%	17.3%	-
	売上高営業利益率	%	2.1%	4.2%	3.3%	2.5%
成長性	EBITDA マージン	%	3.1%	5.2%	4.2%	-
	売上高（注1）	%	-0.9%			
	営業利益（注1）	%	17.7%			
	当期純利益（注1）	%	27.3%			

注1) 成長性は12/3期から15/3期までの3年間の年平均成長率

14年3月期は売上高・利益ともに未達も方向性は予想通りで推移

(2) 2014年3月期の決算

2014年3月期決算は、売上高36,412百万円（前期比3.8%減）、営業利益1,204百万円（同24.9%減、経常利益1,322百万円（同26.5%減）、当期純利益761百万円（同5.0%減）と減収減益決算だった。第3四半期業績発表時の通期業績予想に対しては、売上高・利益ともに未達だったが、方向性は予想通りで推移した。数値的に未達だった最大の要因は、メディアコンバートサービスだった。



ムサシ

7521 ジャスダック

2014年7月9日(水)

セグメント別では、「情報・印刷・産業システム機材」部門が売上高 23,608 百万円（前期比 3.6%減）、営業利益 72 百万円（同 67.7%減）と、利益面で大きく落ち込んだ。前述のメディアコンバートサービスの影響だ。「金融汎用・選挙システム機材」部門が売上高 6,251 百万円（同 7.2%減）、営業利益 965 百万円（同 18.3%減）だった。選挙システム機材の売上高は参院選があつて水準として高かったものの、前期に衆院選があつて過去最高の収益を計上した反動で減収となった。選挙システムは採算性が高いので、減収が利益にストレートに反映した形となった。紙・加工品部門も減収減益だったが、特に利益においては絶対値が小さいため、全社への影響は軽微だった。

事業セグメント別動向

		11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期(予)
情報・印刷・ 産業システム機材	売上高	30,569	26,536	24,485	23,608	25,541
	営業利益	1,119	421	223	72	-
	営業利益率	3.7%	1.6%	0.9%	0.3%	-
金融汎用・ 選挙システム機材	売上高	6,200	4,689	6,736	6,251	4,988
	営業利益	618	207	1,181	965	-
	営業利益率	10.0%	4.4%	17.5%	15.4%	-
紙・紙加工品	売上高	6,602	6,669	6,404	6,328	6,400
	営業利益	-23	1	26	6	-
	営業利益率	-0.3%	0.0%	0.4%	0.1%	-
不動産賃貸・リース 事業等	売上高	232	231	229	224	209
	営業利益	151	160	168	156	-
	営業利益率	65.1%	69.3%	73.4%	69.6%	-
全社	売上高	43,604	38,126	37,856	36,412	37,139
	営業利益	1,870	795	1,603	1,204	919
	営業利益率	4.3%	2.1%	4.2%	3.3%	2.5%

15年3月期は選挙システム機材の影響で増収減益を予想

(3) 2015年3月期の見通し

2015年3月期については売上高 37,139 百万円（前期比 2.0%増）、営業利益 919 百万円（同 23.7%減）、経常利益 957 百万円（同 27.6%減）、当期純利益 489 百万円（同 35.7%減）を会社側は予想している。

セグメント別では、「金融汎用・選挙システム機材」セグメントにおいて、選挙システム機材の売上高が大きく落ち込む予想をしている。国政選挙が実施されない前提としているためだ。選挙システムは利益率が高く、ここでの減収で減益理由をほぼ説明できるとみられる。他の「情報・印刷・産業システム機材」は 8.2%の増収予想となっている。これは、メディアコンバート事業の復調が主たる理由だ。「紙・紙加工品」セグメントは横ばい予想となっている。

なお、同社は 2014年6月3日に、特別損失の発生とそれに伴う当期純利益の下方修正を発表した。連結当期利益は当初予想の 612 百万円から 489 百万円に引き下げられた。特別損失の発生要因は同社が属する厚生年金基金の特例解散に伴う費用負担の発生である。本業とは無関係であり、株価等への影響は限定的であった。



ムサシ

7521 ジャスダック

2014年7月9日(水)

損益計算書及び主要指標

(単位:百万円)

	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期(予)
売上高	43,604	38,126	37,856	36,412	37,139
YOY	-6.6%	-12.6%	-0.7%	-3.8%	2.0%
売上総利益	8,746	7,450	8,119	7,520	-
販管費	6,875	6,655	6,516	6,315	-
営業利益	1,870	795	1,603	1,204	919
YOY	-47.4%	-57.5%	101.6%	-24.9%	-23.7%
経常利益	2,016	890	1,798	1,322	957
YOY	-46.5%	-55.9%	102.0%	-26.5%	-27.6%
当期純利益	675	388	801	761	612
YOY	-70.1%	-42.5%	106.4%	-5.0%	-19.6%
EPS(円)	85.00	48.91	100.94	100.60	82.22
配当金	28.0	20.0	30.0	25.0	20.0
BPS	2,942.96	2,977.89	3,089.88	3,281.16	-
自己資本比率(%)	58.3	60.4	61.0	62.1	-
設備投資額	386	365	320	273	-
減価償却費	549	385	355	326	-

貸借対照表

(単位:百万円)

	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期
流動資産	29,412	28,683	30,108	29,335
現預金	13,961	14,343	16,935	16,439
売掛金	12,240	11,388	10,436	9,945
その他	3,209	2,950	2,734	2,950
固定資産	10,717	10,514	10,145	9,972
有形固定資産	3,822	3,782	3,529	3,442
無形固定資産	168	136	97	113
投資等	6,725	6,595	6,518	6,416
資産合計	40,129	39,198	40,254	39,308
流動負債	14,221	13,352	13,569	12,972
買掛金	8,903	8,359	8,225	7,821
短期借入金等	3,537	3,532	3,512	3,521
その他	1,779	1,460	1,830	1,629
固定負債	2,529	2,189	2,139	1,912
長期借入金	0	0	0	0
その他	2,529	2,189	2,139	1,912
株主資本	23,418	23,624	24,266	24,189
資本金	1,208	1,208	1,208	1,208
資本剰余金	2,005	2,005	2,005	2,005
利益剰余金	20,212	20,418	21,061	21,552
自己株式	-7	-8	-8	-576
評価換算差等	-39	32	278	234
純資産合計	23,379	23,656	24,544	24,423
負債・純資産合計	40,129	39,198	40,254	39,308

キャッシュフロー計算書

(単位:百万円)

	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期
営業活動キャッシュフロー	4,478	1,052	2,508	450
投資活動キャッシュフロー	-650	-337	-570	-720
財務活動キャッシュフロー	-408	-192	-182	-831
現預金換算差額	-1	-1	6	4
現預金増減	3,417	521	1,762	-1,096
期首現預金残高	10,544	13,961	14,483	16,245
期末現預金残高	13,961	14,483	16,245	15,149

2014年7月9日（水）

■ 中期成長シナリオ

3つの分野が中期成長をけん引する力を秘める

同社の事業部門ごとの中期成長性については「各事業の詳細」の項で前述したとおりである。弊社では、情報システム機材事業の中のメディアコンパートサービス、金融汎用システム機材事業、選挙システム機材事業の3つの分野が、同社業績の中期成長をけん引する力を秘めているとみている。具体的なイベントやシナリオは以下の通りだ。

国民投票

投票年齢を4年後に「18歳以上」に引き下げる改正国民投票法が6月13日に参院本会議で可決、成立した。国民投票は制度として存在しているものの、2007年5月に初めて国民投票法が成立した。国民投票は憲法改正手続き上、最も重要なパートであるが、逆に言えば憲法改正時以外に起こらない。

国民投票の投票年齢引き下げはごく一部の野党を除いてはほとんどの与野党が賛成しているため、今国会での成立が確実視されているが、これは何を意味するのであろうか。憲法改正論議では憲法9条が話題になるが、憲法改正の論点は9条だけにはとどまらない。戦後70年近くが立ち、現行憲法にもいろいろとアラが目立つようになってきたということで、憲法改正の内容によっては与野党間で合意が調う可能性もある。

憲法改正になれば通常の国政選挙とは次元の異なる関心の高さになると想定され、投票年齢拡大と投票率上昇とがあいまって、投・開票事務は通常の国政選挙よりも大きな負担になると想定される。そうした状況は機器更新や設備増強投資の良い機会といえ、選挙システム機材の更新需要や新規需要が大きく増大すると期待される。

国民投票から選挙システム機器の売り上げ拡大というシナリオは、厳密には一本足打法からの脱却にはならない。しかし、一本の足をさらに太く安定的なものにすることはなる。選挙システム機材事業は、同社が高シェアであるため、遠くない将来にストック型事業へと変わってくる可能性がある。更新需要が新規需要を安定的に上回る事業構造へと変わってくことで、収益の水準は一段引き上げられ、ひいては同社株の評価基準も変わってくる可能性がある。

少子高齢化

人口減少は選挙事務量減少をもたらすという意味ではマイナスだが、すぐに影響が及ぶわけではない。しかし高齢化の影響は同社の選挙システム機材への需要にとって近い将来に大きな追い風となる可能性がある。

選挙の投票時間は午前7時から午後8時までと決められてはいるが、各選挙管理委員会の判断によって、投票開始時間の繰り下げや終了時間の繰り上げ（要は投票時間の短縮）が可能である。そして、この投票時間の短縮、特に終了時間の繰り上げは、地方にあってはかなりの高い割合で実施されている。地方都市では、全投票所において繰上終了という事例もごく普通に行われている。これは現実には夕方遅い時間の投票者数がきわめて少ないということが第一の理由ではあるが、後に控える開票作業への準備ということもあろう。素早く開票作業を終えて選挙事務を完了させたいという、時短や事務効率化へのニーズがこういったところにも透けて見える。機械導入にとっては追い風といえる。

2014年7月9日（水）

国内のカジノ解禁

同社はカジノ関連銘柄として取り上げられることはこれまでなかった。同社自身もカジノ関連企業という意識は特に持っていないであろう。しかし、同社の製品ランナップをつぶさに見てみると、国内でカジノが解禁になった場合は一時的にせよ恩恵を受ける可能性がある。それは、紙幣計数機やセキュリティ分野だ。特に紙幣計数機や現金自動収納器などは、多額の現金が動くカジノでは、顧客の利便性や安全性などの見地から、かなりの台数が必要とされるものと考えられる。また、同社の鍵管理機器やデジタル監視システムなどの機器も、競争が激しい分野ではあるが、ビジネスチャンスがあると期待される。同社自体がカジノ市場をどうとらえているのか、何ら明言していない状況なので、業績予想に何かを織り込むという状況ではない。しかし、同社が手掛ける製品と重なる市場が新しく出来上がろうとしている事実があるということだ。

輸出市場の開拓

同社の海外売上高は、わずかに100～200百万円にとどまっている。主力の選挙システム機器は選挙事情が異なるゆえ国内限定はしかたがないとしても、金融汎用システム機材（セキュリティ機器を含む）は、開拓の余地があるように思われる。同社の規模からみて、世界中の市場を相手にするのは現実的ではないであろう。しかし、券種、治安、経済規模、消費者の行動様式などを分析して、地域や国を絞り込んだ形での海外展開には、事業成功の可能性があると弊社ではみている。

■ 株主還元

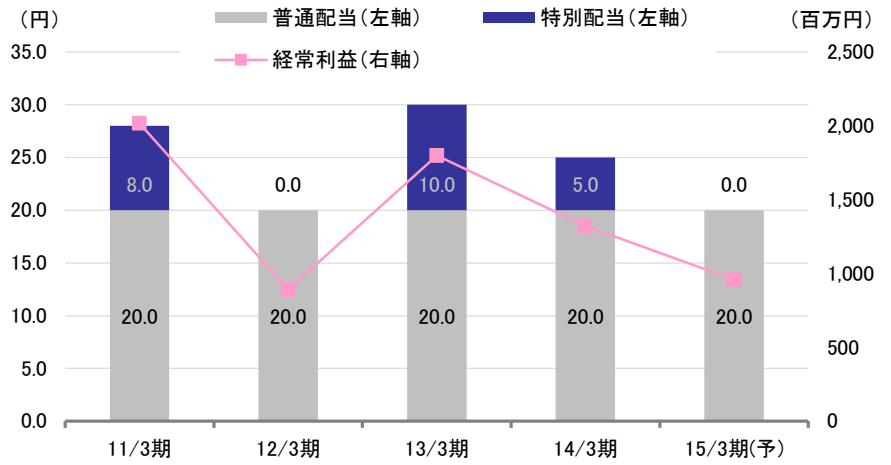
業績伸長に伴っての増配が期待される

同社は、配当による株主還元を基本スタンスとし、「企業体質の強化と将来の事業展開のための内部留保の充実を図ると同時に、業績の成果に応じた利益還元に努める」ことを基本方針としている。2014年3月期は普通配20円に特別配当5円配を加え25円配とした。2015年3月期は、業績について減益予想がなされていることを反映し、現時点では普通配のみの20円に予想が発表されている。

過去の推移をみると、グラフにもあるように、2003年3月期は当期損失で、一株当たり損失は14.0円だったが前年同様に一株当たり16円の配当を行った。また、2009年3月期は一株当たり利益が9.6円に落ち込んだが一株当たり配当は20円とした。前年は一株当たり利益が177.5円だったのに対して配当が27円だったので、減配とはいえ、利益の急減に比べれば配当の落ち方は緩やかだった。

このように、過去の実績に照らすと、「安定配当として20円をベースとして、超過利益分を上乗せする」という大まかな方針が見えてくる。そのため、配当性向は一時的に低くなる局面もあろうが、総体的には業績伸長に伴って配当も増加が合理的に期待できると考えてよいであろう。

1株当たり配当金と経常利益



ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ