

ムサシ

7521 東証 JASDAQ

<http://www.musashinet.co.jp/ir/>

2016年12月12日（月）

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

[企業情報はこちら >>>](#)

■ 選挙関連需要の好調で上方修正。 衆院選の実施があれば再度の上方修正も

ムサシ<7521>は選挙関連の機器や用具の総合トップメーカー。選挙の一連のプロセスで必要な機材や用具類を全般的にラインナップし、主力の投票用紙読取分類機においてはシェア約80%と圧倒的な存在だ。また、メディアコンバート（文書のデジタル化）事業においても国内最大のイメージング作業施設を展開し、収益の2本柱への育成を図っている。

現在、衆院選が2016年度中に実施されるという見方が急速に高まってきている。報道されていることを総合すれば、政治・外交スケジュールや高い内閣支持率、前回の衆院選から2年が経過している等、様々な角度からの分析が近い将来の衆院解散・総選挙の実施を示唆しているようだ。

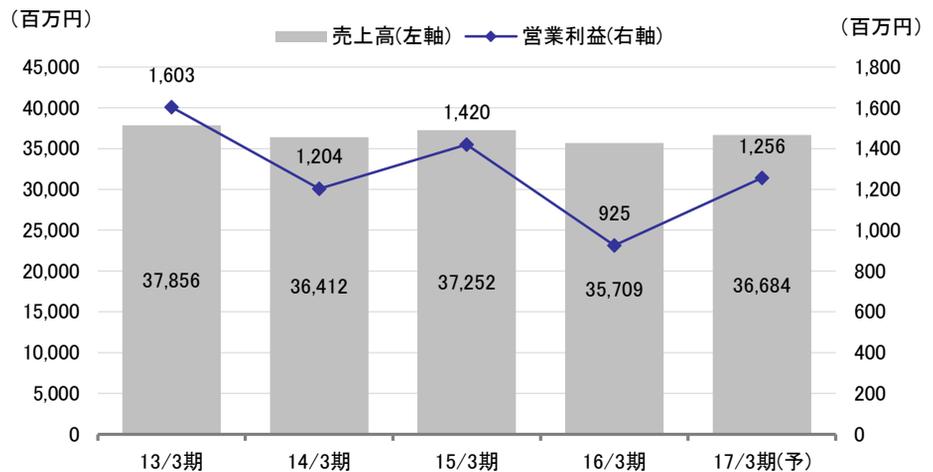
選挙機材のトップメーカーである同社の業績は、国政選挙の実施年に利益が伸びることが過去実績からも明らかだ。2017年3月期第2四半期は参院選効果で前年同期比増益が期待されていたところに、想定外の都知事選が加わり、第2四半期と通期見通しが上方修正された。仮に今下期に衆院選が実施されれば、更なる業績の上方修正が期待される。衆院選がもたらす業績インパクトは、各種選挙の中で最も大きい。弊社では売上高で2,000～2,500百万円、営業利益で500～600百万円のインパクトがあると考えている。

2017年3月期通期の営業利益見通しは、第2四半期の上方修正を反映して1,256百万円（前期比35.7%増）に上方修正されている。衆院選による上記試算数値が上乘せされれば営業利益は1,800～1,900百万円の水準に達すると予想される。同社は国政選挙の有無に左右される業績特性を踏まえ、業績の上振れについては特別配当として株主に還元する方針を明確にしておき、衆院選の実施は株主リターンの向上にもつながると期待される。

■ Check Point

- ・ 2017年1月に衆議院解散があれば、同社には格好の追い風に
- ・ 衆院選による売上高の押し上げ効果は、2,000～2,500百万円にも上る
- ・ 17/3期通期は上方修正を発表、増収増益の見込み

業績の推移



■ 衆院選の実施可能性とその収益インパクト

2017年1月に衆議院解散があれば、同社には格好の追い風に

(1) 衆院の解散・総選挙をめぐる議論

ここにきて衆院の解散・総選挙の観測が高まってきている。各種報道等を元に主要な議論を整理してみる。

a) 任期満了

前回の衆院選は2014年12月だったため、任期満了は2018年12月となる。戦後、任期満了に伴う衆院選は1976年12月5日の1回だけである。過去の経験則では、任期満了年(すなわち2018年)に入ると、それが12ヶ月先であってもいわゆる“カウントダウン”の心理状態に入り、政策遂行にも影響してくるため、それ以前の解散を行うケースが多い。

b) 2017年の都議会選挙

2017年半ばに実施予定の東京都議会選挙は、小池都知事と都議会自民党の関係に注目が集まっていることもあり、国政選挙にも影響を与える可能性がある。また、連立を組む公明党の意向などもあって都議選前後のタイミングでの衆院選の実施は難しいという見方がある。

c) 衆院小選挙区の区割り問題

衆院小選挙区の「0増6減」等に伴い、2017年5月頃にも見直し勧告が行われるとみられている。この区割り見直し自体も解散を配慮する要因の1つになるという見方がある

d) プーチン大統領の来日

2016年12月にロシアのプーチン大統領の来日が予定されている。したがって、年内の解散総選挙は事実上難しいとみられている。反対に、プーチン大統領との日ロ会談で外交的得点を挙げることができれば、衆院選には格好の追い風になると考える向きが多い。

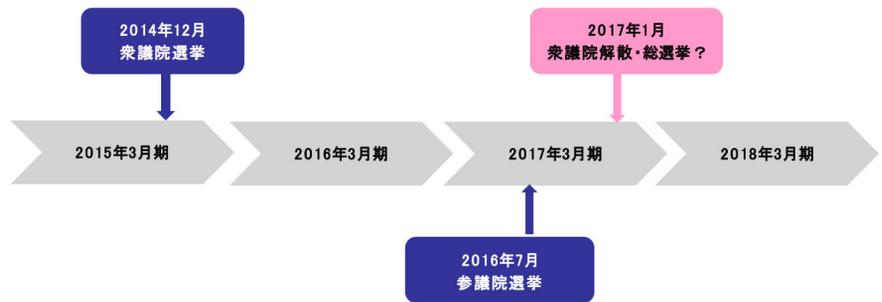
2016年12月12日（月）

e) 安倍首相による真珠湾訪問

安倍首相は12月26、27日に真珠湾を訪問し、戦没者の慰霊とオバマ大統領との会談を行う予定だ。これは日米和解の象徴的なイベントとして、米国民から広く歓迎されており、先般のトランプ次期大統領との会談と合わせて、大きな外交的得点を稼ぐことになる。これも衆院選が行われれば、大きなプラス材料となろう。

衆議院の解散については内閣総理大臣の専権事項とされている。したがって部外者が衆院解散のタイミングについて断定することはできないが、現時点では2017年1月解散説が最も有力という状況だ。

直近の国政選挙



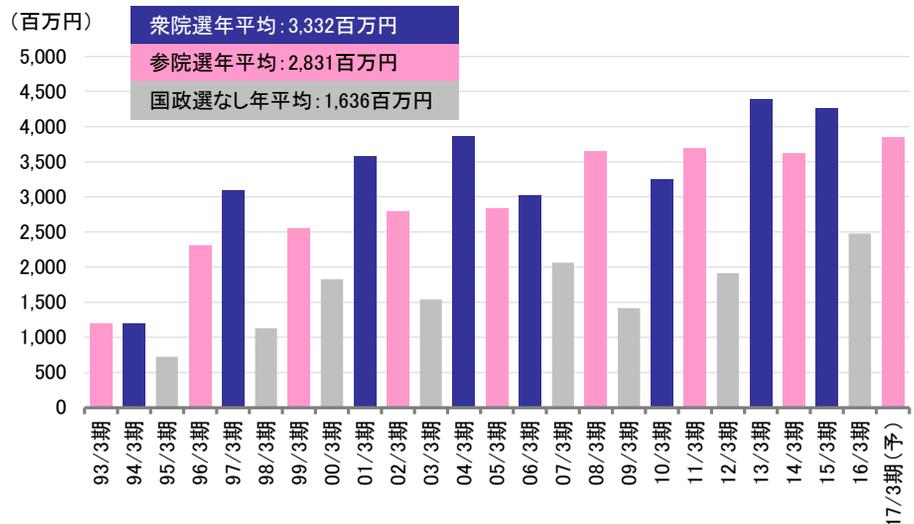
出所：フィスコ作成

国政選挙による収益拡大の構図は今後も継続が期待される

(2) 収益構造と選挙システム機材市場の現状

同社は選挙関連の機材・資材・サービスを総合的に提供するトップ企業であり、事業部門の中心的製品である投票用紙の読取分類機の市場では、シェア約80%と他を圧倒するポジションにある。そのため、選挙関連事業を担う「選挙システム機材」部門の売上高は、国政選挙の有無で大きく変動する傾向がある。

選挙システム機材部門の売上高と国政選挙の連動性



出所：会社資料よりフィスコ作成

同社は選挙関連の機材ではグループ内に製造子会社を擁し、メーカーとして機能しているため、選挙システム機材部門の収益性は、他の事業部門に比較して高い。したがって、下のグラフに明かなように、売上高の変動は利益にも明確に反映されている。同社の他の事業部門は比較的安定的な業績推移を示すことが多いため、「選挙システム機材」部門の収益変動は、そのまま同社全体の収益変動（特に利益変動）につながる傾向にある。

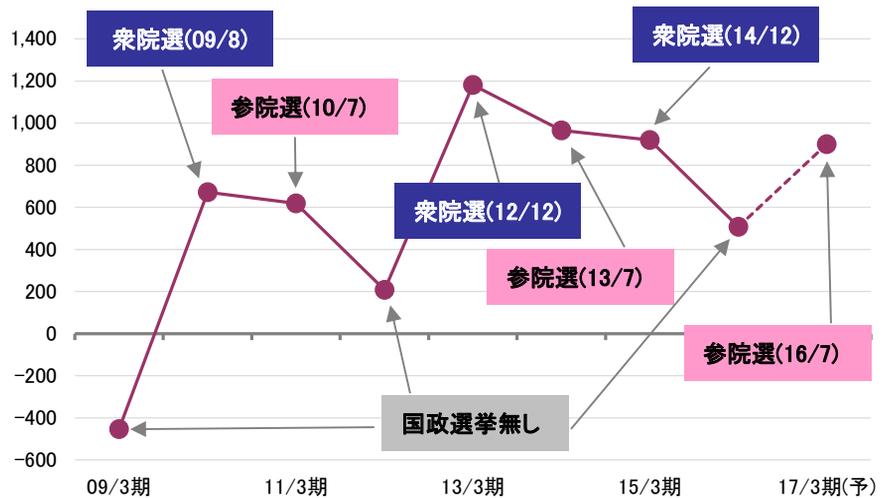
ムサシ

7521 東証 JASDAQ

<http://www.musashinet.co.jp/ir/>

2016年12月12日（月）

金融汎用・選挙システム機材セグメントの営業利益の推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

国政選挙の有無と会社の業績変動の連動性は、今後も続くと弊社では考えている。そう考える最大の理由は、同社の業績を最も大きく動かす読取分類機の市場が、まだ成長途上にあるためだ。

同社は2001年に第1世代の読取分類機を発売し、2010年からは第2世代機に移行した。これまでのところ、第1世代機と第2世代機を合わせ累計で約3,000台を販売してきた。日本の市町村の数は1,718（2016年10月10日現在）で、開票所数は2014年12月の衆院選では1,978ヶ所設置された。1ヶ所当たり複数台の需要があると考えられるため、3,000台という累積販売台数は潜在需要に対して全く届かないレベルだ。また読取分類機を導入済みの自治体数は約1,000自治体にとどまっている模様で、この点でも新規需要の余地は大きいと言える。

同社によれば、現状は、増設需要が新規需要を上回っているようだ。読取分類機を導入済みの自治体が、その効果の高さに増設を図るという状況だ。同社は未導入の自治体にも営業を強めており、増設需要と新規需要のダブルの需要に支えられ、国政選挙による収益拡大という構図は今後も継続すると期待される。

さらに今後は徐々に更新需要も加わってくるだろう。第1世代機は依然として現役で稼働しており、更新需要はまだほとんど出ていないもようだ。しかしいずれは退役するため、更新需要が3本目の需要の柱として加わり、同社の収益基盤は拡大することになる。

衆院選による売上高の押し上げ効果は、2,000～2,500百万円にも上る

(3) 収益インパクトと社への対応

選挙システム機材部門の売上高は、国政選挙の実施年度では3,500～4,500百万円のレンジで推移している。一方で国政選挙の未実施年度においても1,500～2,000百万円の売上高が計上されている。したがって、衆院選の売上高の押し上げ効果は、2,000～2,500百万円程度とみられる。

これに対する利益インパクトは営業利益で500～600百万円と想定している。売上総利益率については、前述のように選挙関連機器を自社（子会社）で製造しているため、20%～25%程度とみられる。販管費は固定費的要素が多いため、売上総利益の増額分が営業利益としてそのまま残るといった構造だ。

期待が高まる衆院選だが、それに対する社への対応は万全だ。2017年3月期の期初においては、2016年7月の参院選に際し、衆参同日選の観測が高まったことは記憶に新しい。同社はこの時点で一度、衆院の年内解散を意識して体制作りを行った。また、今秋以降、衆院解散の憶測が強まるにつれて、機器など納期のかかる製品の増産を進めている状況だ。同社では、実際に2017年1月に衆院解散が行われても、即座に対応可能だとしている。

ムサシ

7521 東証 JASDAQ

<http://www.musashinet.co.jp/ir/>

2016年12月12日（月）

業績動向

17/3期2Qは増収大幅増益で着地

(1) 2017年3月期第2四半期決算の状況

2017年3月期第2四半期決算は、売上高18,299百万円（前年同期比7.0%増）、営業利益999百万円（同89.7%増）、経常利益1,058百万円（同79.3%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益692百万円（同85.0%増）と増収大幅増益となった。同社は10月25日に第2四半期予想及び通期予想を上方修正しており、決算数値はその線での着地となった。

期初予想との比較では、売上高は2.2%の未達となった。これは印刷材料や金融機関向け貨幣処理機の販売が低調だったことが主な要因だ。一方利益面では、営業利益が27.3%上回った。これは高採算の選挙関連機材の売上高が、参院選では予定どおりに推移したほか、予想に織り込んでいなかった東京都知事選からの収益が上乗せされたことが要因だ。

2017年3月期第2四半期決算の概要

（単位：百万円）

	16/3期		17/3期			
	2Q累計	通期	2Q累計(予)	2Q累計	前年同期比	期初予想比
売上高	17,109	35,709	18,711	18,299	7.0%	-2.2%
営業利益	526	925	785	999	89.7%	27.3%
売上高営業利益率	3.1%	2.6%	4.2%	5.5%	-	-
経常利益	590	1,189	833	1,058	79.3%	27.0%
親会社株主に帰属する四半期純利益	374	753	507	692	85.0%	36.5%

出所：決算短信よりフィスコ作成

各事業セグメントの動向は以下のとおりだ。

a) 情報・印刷・産業システム機材セグメント

このセグメントでは印刷システム機材事業の不振が目立った。同事業では印刷機器よりも消耗品の印刷材料の売上高が収益を左右するが、今第2四半期はここが不振で、セグメント営業損失を計上した。一方、メディアコンバート（文書デジタル化）事業は、採算性を重視した受注活動を行った結果、前年同期比減収となったが、需要自体は民需を中心に好調な状態が続いている。

b) 金融汎用・選挙システム機材セグメント

収益源の選挙システム機材は前述のとおり好調に推移したが、金融汎用システム機材では、金融機関の設備投資抑制モードが継続し、貨幣処理機器の更新需要が想定を下回った。

c) 紙・紙加工品セグメント

印刷業界全体の不振を受けて印刷用紙の販売は低調だったが、感光材料用の特殊包装紙や医薬品向け紙器用板紙の販売が好調で、前期比増収となった。利益面では選別受注や経費節減により増益を確保した。

連結セグメント別・単独ベース事業部門別実績内訳

連結ベース 事業セグメント	16/3期		17/3期			単独ベース 事業部門	16/3期		17/3期		
	2Q累計	2Q累計 (予)	2Q累計	前年 同期比	予想比		2Q累計	2Q累計 (予)	2Q累計	前年 同期比	予想比
情報・印刷・ 産業システム 機材	売上高					情報システム機材	3,656	3,620	3,400	-7.0%	-6.1%
	11,309	11,596	11,011	-2.6%	-5.0%	メディアコンバート 事業	1,851	1,956	1,789	-3.3%	-8.5%
	17	-	-127	-	-	印刷システム機材	6,932	7,190	6,600	-4.8%	-8.2%
金融汎用・ 選挙システム 機材	売上高					金融汎用システム 機材	1,167	1,350	1,091	-6.5%	-19.2%
	2,901	4,036	4,217	45.4%	4.5%	選挙システム機材	1,728	2,670	3,120	80.6%	16.9%
	445	-	1,048	135.5%	-						
紙・ 紙加工品	売上高					紙・紙加工品					
	2,790	2,970	2,962	6.2%							
	0	-	2	0.0%	-						
不動産賃貸・ リース事業等	売上高					不動産賃貸・リース 事業等					
	108	108	108	0.0%							
	61	-	74	21.3%	-						

注：連結事業セグメントの売上高の数値は、セグメント間の内部売上高を含まない。
出所：会社資料よりフィスコ作成

17/3 期通期は上方修正を発表、増収増益の見込み

(2) 2017年3月期通期業績見通し

前述のように、同社は2017年3月期通期について第2四半期決算時に上方修正を行った。新しい通期予想は、売上高 36,684 百万円（前年同期比 2.7% 増）、営業利益 1,256 百万円（同 35.7% 増）、経常利益 1,352 百万円（同 13.6% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 865 百万円（同 14.9% 増）となっている。



2017年3月期通期予想の概要

(単位：百万円)

	16/3期		17/3期				
	下期	通期	下期(予)	前期比	通期(旧予)	通期(新予)	前期比
売上高	18,600	35,709	18,385	-1.2%	37,221	36,684	2.7%
営業利益	399	925	257	-35.6%	1,143	1,256	35.7%
売上高営業利益率	2.1%	2.6%	1.4%	-	3.1%	3.4%	-
経常利益	599	1,189	294	-50.9%	1,232	1,352	13.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	379	753	173	-54.4%	775	865	14.9%

出所：決算短信よりフィスコ作成

ムサシ

7521 東証 JASDAQ

<http://www.musashinet.co.jp/ir/>

2016年12月12日(月)

通期予想の上方修正は第2四半期における上ブレの部分に乗せたにすぎない。その乗せ方が第2四半期の上ブレ分を下回る金額であるため、下期だけ取り出せば売上高、利益ともに期初予想から引き下げられた形となっている。その意味では、修正予想は控え目に過ぎ、超過達成される可能性は十分に高いと言える。

しかしそれ以上に、前述のように今下期において衆院の解散・総選挙の実施観測が強まっており、これによる収益拡大に期待が高まっている。期待通り衆院選が実施されれば、売上高で2,000～2,500百万円、営業利益で500～600百万円が上乘せされると弊社ではみている。

選挙システム機材事業以外の事業部門は、おおむね第2四半期実績と同じような業況が続くと弊社ではみている。第2四半期決算で不振だった印刷関連資材は、年末需要と年度末需要によって下期偏重の収益構造であるため、ここでしっかりと利益を出せるかがポイントだ。また、第2四半期に選別受注を徹底して前年同期比減収となったメディアコンバート(文書デジタル化)事業が、年度末需要によって通期では増収になるかどうかポイントだと考えている。

連結セグメント別・単独ベース事業部門別予想内訳

連結ベース 事業セグメント	16/3期		17/3期			単独ベース 事業部門	16/3期		17/3期		
	通期	通期(旧予)	通期(新予)	前期比	旧予想比		通期	通期(旧予)	通期(新予)	前期比	旧予想比
情報・印刷・ 産業システム 機材	売上高					情報システム機材 メディアコンバート 事業 印刷システム機材	8,084	8,200	7,940	-1.8%	-3.2%
	24,640	24,775	24,138	-2.0%	-2.6%		4,438	4,954	4,592	3.5%	-7.3%
	営業利益						14,798	14,800	14,330	-3.2%	-3.2%
金融汎用・ 選挙システム 機材	売上高					金融汎用システム 機材 選挙システム機材	2,589	2,800	2,491	-3.8%	-11.0%
	5,082	6,227	6,362	25.2%	2.2%		2,476	3,400	3,850	55.5%	13.2%
	営業利益										
紙・ 紙加工品	売上高					紙・紙加工品					
	5,767	6,000	5,962	3.4%	-0.6%						
	営業利益										
不動産賃貸・ リース事業等	売上高					不動産賃貸・リース 事業等					
	218	219	220	0.9%	0.5%						
	営業利益										
	137	-	-	-	-						

注：連結事業セグメントの売上高の数値は、セグメント間の内部売上高を含まない。
出所：会社資料よりフィスコ作成

(3) 2018年3月期の考え方

2018年3月期の業績には若干注意が必要だ。参院は解散がないため次回の選挙は2019年だ。衆院選が2017年3月期下期中に実施された場合には、2018年3月期は国政選挙未実施年となる可能性が高くなる。したがって同社の選挙システム機材部門の売上高は減収となって、全社ベースの業績も減収減益となることが想定される。この点については、同社が選挙関連銘柄としての認知が進んでいることもあり、ネガティブサプライズとはならないと考えられるが、一時的にせよ株価にも影響が及ぶ可能性がある。

衆院選挙が2017年3月期中に行われず、2018年3月期にずれ込んだ場合について、弊社では、衆院選の収益インパクトが参院選よりも大きいことや、2017年3月期の都知事選に相当するイベントとして都議会選挙があることなどから、選挙システム機材部門の業績は増収増益になると考えている。そこにメディアコンバート事業の拡大などが加わることで、全社ベースの業績でも、前期比増収増益になる可能性は十分高いと考えている。

簡略化損益計算書及び主要指標

(単位：百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期	
			2Q累計	通期(予)
売上高	37,252	35,709	18,299	36,684
前期比	2.3%	-4.1%	7.0%	2.7%
売上総利益	7,778	7,146	4,183	-
売上総利益率	20.9%	20.0%	22.9%	-
販管費	6,357	6,220	3,183	-
売上高販管费率	17.1%	17.4%	17.4%	-
営業利益	1,420	925	999	1,256
前期比	18.0%	-34.8%	89.7%	35.7%
売上高営業利益率	3.8%	2.6%	5.5%	3.4%
経常利益	1,661	1,189	1,058	1,352
前期比	25.7%	-28.4%	79.3%	13.6%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,096	753	692	865
前期比	43.9%	-31.3%	85.0%	14.9%
EPS(円)	147.24	101.18	93.09	116.21
配当金(円)	30.0	20.0	18.0	30.0
BPS(円)	3,481.65	3,488.11	-	-

簡略化貸借対照表

(単位:百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期2Q
流動資産	31,302	31,229	31,520
現預金	17,795	17,553	19,802
売掛金	10,528	10,351	8,711
固定資産	10,203	9,389	9,429
有形固定資産	3,404	3,339	3,342
無形固定資産	198	165	144
投資等	6,600	5,884	5,941
資産合計	41,506	40,619	40,949
流動負債	13,316	12,522	12,112
買掛金	8,265	7,868	6,988
短期借入金	3,521	3,521	3,521
固定負債	2,274	2,132	2,194
株主資本	25,275	25,805	26,423
資本金	1,208	1,208	1,208
資本剰余金	2,005	2,005	2,005
利益剰余金	22,638	23,168	23,786
自己株式	-576	-576	-576
その他の包括利益累計額	640	158	218
純資産合計	25,915	25,963	26,642
負債・純資産合計	41,506	40,619	40,949

キャッシュ・フロー計算書

(単位:百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期2Q
営業活動キャッシュ・フロー	1,238	256	2,455
投資活動キャッシュ・フロー	666	-171	-230
財務活動キャッシュ・フロー	-149	-225	-74
現預金換算差額	1	-2	-2
現預金増減	1,756	-142	2,148
期首現預金残高	15,149	16,905	16,763
期末現預金残高	16,905	16,763	18,912

■株主還元
収益力が向上し、20円配から24円配への増配を見込む

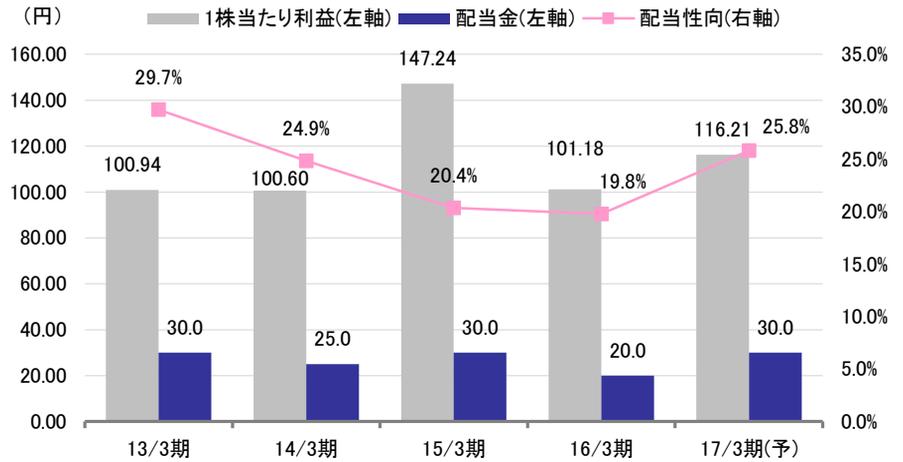
同社は株主還元について配当によることを基本としており、将来の成長のために内部留保の充実を図ることと、業績の成果に応じた利益還元に努めることを、基本方針としている。同社は業績の成果を還元するに際しては、普通配当に特別配当を組み合わせるスタイルを採用している。選挙によって業績の変動が大きくなることを考慮したためだ。普通配当は、業績変動に左右されない、株主還元のベースという位置付けた。仮に業績が下振れした場合でも、それが一時的なものであると判断できれば普通配は維持している。国政選挙の実施等で業績が上振れしたときは、特別配当を上積みして株主還元を拡大している。

同社は2017年3月期において普通配当を従来の20円から24円(中間配12円、期末配12円)へと引き上げることを公表している。同社の収益力が着実に向上しつつあることから、持続的収益拡大についての自信の表れと弊社ではみている。

さらに、中間配については第2四半期の業績が上方修正で着地したことを受けて、6円の特別配当が上乘せされ、18円配となった。その結果今期の年間配当予想は、現状では年30円となっている。

今下期において、衆院選の実施などにより業績が上積みされる場合は、さらに期末配においても特別配の実施が十分期待できると弊社では考えている。

1株当たり利益、配当金及び配当性向の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

ムサシ

7521 東証 JASDAQ

<http://www.musashinet.co.jp/ir/>

2016年12月12日(月)

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