

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

## ムサシ

7521 東証 JASDAQ

[企業情報はこちら >>>](#)

2020年1月15日(水)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 選挙関連売上高が大幅に伸長。参院選に加え、新型交付機やシステムの増収も貢献	01
2. ミクロフィルターや『ひびみっけ』は順調に進捗。メディアコンバート事業を強化	01
3. 選挙関連ビジネスがシクリカルグロースであるため、来期の減益は投資タイミング	01
■ 中期成長戦略と進捗状況	02
1. 成長戦略の全体像	02
2. メディアコンバート事業の進捗状況	04
3. ミクロフィルター事業の進捗状況	05
4. 画像診断サービス『ひびみっけ』事業の進捗状況	06
■ 選挙関連ビジネスの動向	06
■ 業績動向と今後の見通し	09
1. 2020年3月期第2四半期決算の概要	09
2. 2020年3月期の通期業績見通し	11
3. 2021年3月期の考え方	12
■ 株主還元	12

## ■ 要約

### 選挙関連ビジネスでは強さが一段と高まりつつある。 新規事業や“ムサシ・オリジナル”の事業においても着実に進捗

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に必要な機材や用具類を全般的にラインナップし、主力の投票用紙読み取り分類機においてはシェア約80%と圧倒的な存在だ。また、文書のデジタル化（メディアコンバート）においても国内最大のイメージング作業施設を展開し、収益の柱への育成を図っている。

#### 1. 選挙関連売上高が大幅に伸長。参院選に加え、新型交付機やシステムの増収も貢献

2020年3月期第2四半期は、選挙システム機材事業(単独ベース)の売上高が前年同期の1,422百万円から4,090百万円に3倍近い大幅増収となった。これは期間中に4月の統一地方選と7月の参院選の2つの大型選挙があったことが直接の要因だがそれだけではない。2019年3月に発売した新型の投票用紙自動交付機が更新需要のみならず新規需要を刺激して売上を伸ばしたことや、投開票業務システム(ソフトウェア)がこれまで以上に売上を伸ばしたことなども第2四半期の大幅増収に貢献した。これらの事象は、選挙関連ビジネス市場が成長市場であることを強く示唆する動きだと弊社では考えている。

#### 2. ミクロフィルターや『ひびみっけ』は順調に進捗。メディアコンバート事業を強化

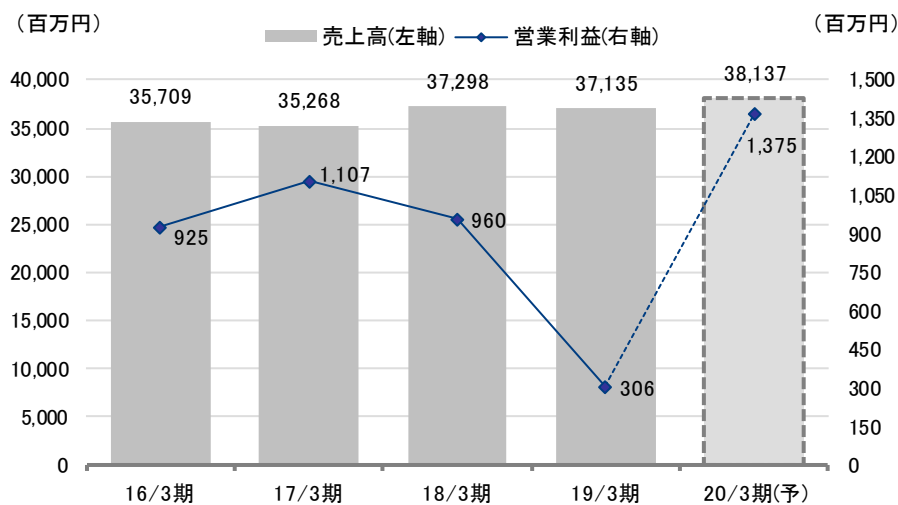
同社の成長戦略は、同社が圧倒的な強さを発揮する選挙関連ビジネスをベースとし、その上に商社ビジネスと、“ムサシ・オリジナル”ビジネスからの収益を積み上げる形での成長を目指している。これらもまた順調な進捗を見せている。商社ビジネスの中ではミクロフィルター事業や社会インフラ画像診断サービス『ひびみっけ』といった新規事業が順調な立ち上がりを見せている。一方、“ムサシ・オリジナル”のビジネスでは、第2四半期はメディアコンバート事業においてデジタルアーカイブ分野を強化し、同業他社との明確な差別化によって事業の拡大を図る。

#### 3. 選挙関連ビジネスがシクリカルグロースであるため、来期の減益は投資タイミング

業績面での不安は小さい。2020年3月期は第2四半期の好決算を受けて通期見通しが利益面で上方修正された。今回の修正は第2四半期の上振れ分だけを反映したに過ぎず、その意味では控えめな予想とも言える。しかし、印刷システム機材事業など事業立て直しに取り組んでいる分野もあり、現予想の線で考えておくことが妥当だと弊社では考えている。2021年3月期は衆院選や国民投票などが無ければ国政選挙スキップ年となるが、その際に減収減益となることは同社の事業構造上当然のことと受け止められている。次の国政選挙において前回を超えられるかに確信を持てれば業績悪化はむしろ投資タイミングといえる。この点に関しては、第2四半期における選挙システム機材事業の動向が明快な答えを示したと弊社では考えている。

**Key Points**

- ・選挙関連ビジネスをベースに、商社ビジネスと“ムサシ・オリジナル”ビジネスの3本柱での成長を目指す
- ・メディアコンバート事業でのデジタルアーカイブ分野の強化は、差別化の武器であると同時にターゲット市場の拡大でもある
- ・マイクロフィルターは食品・飲料分野やエレクトロニクス分野などで順調に販売が拡大

**業績の推移**


出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 中期成長戦略と進捗状況

### 選挙関連ビジネスをベースに、新規事業と“ムサシ・オリジナル”ビジネスからの収益を積み上げて持続的成長の実現を目指す

#### 1. 成長戦略の全体像

同社が選挙関連ビジネスの分野で圧倒的な強みを有することは広く知られているが、中長期的成長戦略では、選挙関連ビジネスだけに頼るのではなく、そこからの収益をベースとして、その上に商社ビジネスと、“ムサシ・オリジナル”のビジネスからの収益を積み上げる形での成長を目指している。

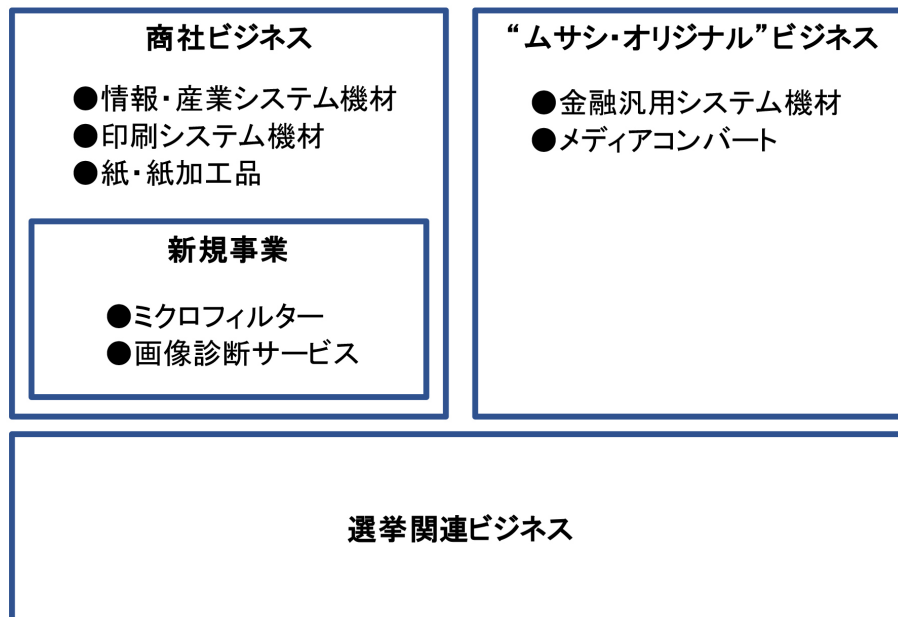
選挙ビジネスに頼らない事業構造の確立（すなわち収益の平準化）と成長戦略は同社が長年目指してきたことであつたが、選挙関連ビジネスの強さが際立つような動きが目立っていた。しかしながら、近年、新たな商材を獲得したことで一気に進捗した感がある。2020年3月期第2四半期においてもいくつかの明確な進展が見られた。以下では中期成長戦略の概要と直近のアップデートをまとめた。

中期成長戦略と進捗状況

商社ビジネスは、収益性は低いものの、同社で長い歴史があることと、代理店として深い関係を築いてきた富士フィルムホールディングス <4901>（以下、富士フィルムと略）の商材を取り扱うことを強みとして、成長を追求していく方針だ。商社ビジネスにおいても事業領域の拡大や新規商材の開発など、ビジネスとしての“進化”は着実に進んでいる。具体的例としては、マイクロフィルター事業や社会インフラ画像診断サービス『ひびみっけ』といった新規事業がスタートしている。

一方、“ムサシ・オリジナル”のビジネスとは、選挙システム機材事業や金融汎用システム機材事業のように自社で機材を開発・製造するメーカー型事業や、メディアコンバート（文書デジタル化）事業のように独自の技術的強みを有する事業を意味している。金融汎用システム機材では、各種貨幣処理機や鍵管理機器などで高い競争力を有しており、成長シナリオの1つには2024年度に予定されている新紙幣への全面切り替えなどがある。一方、メディアコンバート事業は、同社が長年にわたるマイクロフィルムの取り扱いで蓄積してきた技術・経験を活かして優位性を確立していることに加え、機密保持の徹底などコンプライアンス面での高い信頼性も武器となっている。さらに第2四半期は新たにデジタルアーカイブシステム「RoDA」を導入したことで、一段の差別化と新市場開拓に期待が高まる状況となっている。

中長期戦略のイメージ



出所：ヒアリングよりフィスコ作成

## デジタルアーカイブシステム“RoDA”を差別化の武器とし、 美術品や文化遺産等のデジタル化で成長加速を目指す

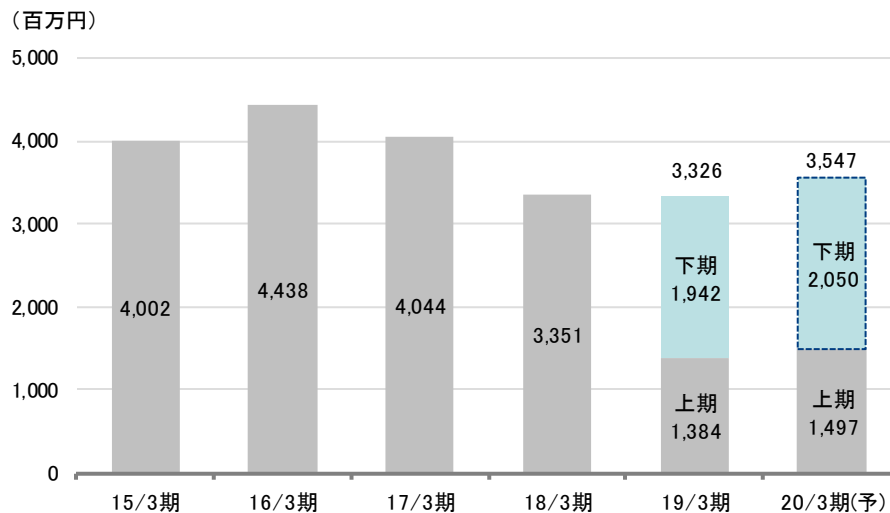
### 2. メディアコンバート事業の進捗状況

同社はメディアコンバート事業において、特殊なデジタル化技術を持つ会社からデジタルアーカイブ事業を譲り受けた。これにより、独自のデジタルアーカイブシステム「RoDA」をリリースした。このシステムはスキャナーやデジタルカメラで作成された高精細画像を、美しい画質のまま効率的に圧縮・保存・利用することを可能にする技術だ。

デジタルカメラなどの性能向上により、美術品や文化遺産を高精細画像にすることは容易になっているがそれらをインターネット上で効率的に利用するのは必ずしも簡単ではない。高精細画像を圧縮・保存・利用するための国際規格としてJPEG2000があるが、問題はこの規格に沿って画像の処理を行おうとすると、非常に動作が重くなって実用性が著しく損なわれる点にある。RoDAはこの点を解決した新技術だ。

RoDAの効果としては、大きく2つ挙げることが出来る。1つは他社との差別化だ。JPEG2000の規格を利用しようとする際は、RoDA技術を有する同社はほとんどのケースで検討対象に入ることとなり、そのうちのかなりの割合がRoDAを採用することになると期待される。第2はメディアコンバート事業にとって新市場が創出されることだ。図書館・公文書館の文書や美術館・博物館の収蔵品の画像について、JPEG2000規格でのデジタル化を強力に推進することが可能となった。これらの収益貢献が顕著なものとなるまでには多少時間を要しようが、貴重な文化財の保存・保管に貢献するのみならず、一般市民がそうした貴重な文化財や美術品等にオリジナルに近い状態で接する機会を増やすことは社会的要請でもあるため、各種施設側にポジティブに受け入れられるものと期待される。

**メディアコンバート事業の売上高推移**



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

中期成長戦略と進捗状況

メディアコンバート事業全体の進捗状況としては、ここ数年売上高が30億円台半ばで横ばい圏での推移が続いている。これは官公需の大型案件の受注が伸びないことが主因だ。その背景としては文書デジタル化予算が頭打ちになっていることと、同社が採算性重視の姿勢を貫いていることがある。一方民需については、同社の技術優位性や機密保持性などを生かした提案営業により、順調な拡大が続いている。こうした状況にあるため、売上高は横ばいが続いているものの、利益は着実に稼ぐことが出来ている模様だ。

## 食品・飲料分野やエレクトロニクス分野などで順調に販売が拡大。 中期的には50億円がターゲット

### 3. ミクロフィルター事業の進捗状況

ミクロフィルター事業は富士フィルムが開発・製造するろ過フィルターの販売代理店事業だ。同社は国内市場の総販売代理店の地位にある。ろ過フィルターは食品・飲料、エレクトロニクス（半導体、電子部品等）、医療などの各分野で幅広く利用されており、ろ過フィルターの国内市場規模は約4,800億円とみられている。

富士フィルムのミクロフィルターはこの市場では後発組であるが、独自の非対称膜構造による優れたろ過機能やロングライフ（長寿命）をセールスポイントに着実に販売を伸ばしている。この事業は2018年1月にスタートしたが、2019年3月期の売上高は531百万円だった。2020年3月期は第2四半期実績が317百万円で通期では660百万円を計画している。すでに現状でもしっかりと利益を出している模様であるが、同社としては早期に区切りとなる売上高10億円を突破し、存在感のある事業へと育て上げたい考えだ。前述のようにろ過フィルターの国内市場は約4,800億円であるが、同社の製品にとってのターゲット市場は約500億円とみられる。そこでシェア10%を獲得することが当面の中期的目標になると弊社ではみている。

#### ミクロフィルターの用途例

産業分野	製品	使用目的
食品・飲料	ビール	醸造、セキュリティ
	ワイン、日本酒	清澄化、除菌
	ミネラルウォーター	除菌（非加熱製造）、除粒子
	乳製品	エアバント、他
	その他	原水、ユーティリティ
エレクトロニクス	液晶パネル（TFT/ガラス/CF）	部品洗浄液のろ過
	半導体（LSI/ウェハー）	部品洗浄液のろ過
	一般電子（HDD）	部品洗浄液のろ過
医療	内視鏡等の洗浄液	清澄化、除菌

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 販売代理店業務に加え、写真撮影の受託業務へと領域を拡大。 規制緩和による事業の本格展開に向けた準備が着々と進展

### 4. 画像診断サービス『ひびみっけ』事業の進捗状況

インフラ画像診断サービス『ひびみっけ』は、富士フイルムが医療用画像診断システムの技術を活かして橋梁やトンネルなどの社会インフラの点検をサポートするサービスだ。同社はこれについても販売代理店として地方自治体や検査会社等への営業活動を行っている。主要な営業先のひとつが地方自治体となるため、選挙関連ビジネスを通じて全国の地方自治体にパイプを有する同社は、営業部隊の主力として大きな期待がかけられている。

『ひびみっけ』の実体的な収益貢献はこれからだ。インフラ点検業務は現状では近接目視が基本になっているためだ。すでに国（国土交通省）は点検業務での画像利用のための準備を進めており、近い将来には『ひびみっけ』を活用できる環境が整ってくるとみられる。

2020年3月期第2四半期の進捗としては、同社の業務範囲が拡大したことが挙げられる。これまで同社は販売代理店としての機能だけが契約内容だったが、今般、インフラ撮影業務の受託も業務内容に取り込んだ。収入の道筋を2本に増やしたことで、画像診断サービス市場が本格的に立ち上がった際の収益貢献の規模も、従来想定以上に大きくなると期待される。

## ■ 選挙関連ビジネスの動向

### 新型投票用紙交付機や投開票業務システムの販売増により、 選挙関連市場が“成長市場”であるとの見方に自信が深まる

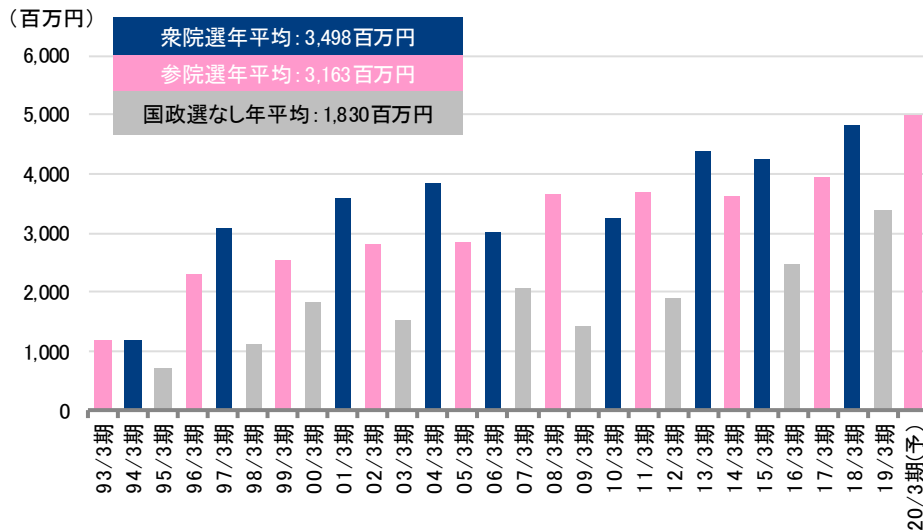
選挙関連ビジネスの市場に対しては“成熟市場”というイメージを有する向きも多いとみられるが、弊社では“成長市場”だととらえている。そう考える理由は、国政選挙の有無で年毎の市場規模が大きく変動する中であって、peak-to-peak でみれば右肩上がりでも推移しているためだ。

この要因はいろいろ考えられるが、弊社ではもっとも大きいのは省力化ニーズの高まりだと考えている。これは投票業務と開票業務の双方に共通した要因だ。投票業務については期日前投票の増加や有権者年齢引き下げなどが背景にある。一方開票業務については、迅速かつ正確な開票作業へのニーズと、それと相反する人件費削減の社会的要請が背景にあると考えられる。



選挙関連ビジネスの動向

**選挙システム機材売上高の推移**



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

詳細は業績の動向の項で述べるが、2020年3月期第2四半期決算は、選挙関連ビジネスは成長市場であるという見方を裏付けるような結果となった。第2四半期における好業績の理由の第1が4月の統一地方選挙と7月の参院選挙の2つのイベントが重なったことであるのは議論の余地はない。しかしそれに加えて、2019年3月に発売した新型の投票用紙自動交付機の好調な販売や、選挙関連製品群の重要な一角を占める投開票業務システム的大幅増収などもまた、第2四半期の業績伸長の大きな原動力となった。これらの結果として、選挙システム機材事業の第2四半期の売上高は前年同期比187.6%増の4,090百万円となり、通期ベースでは5,010百万円（前期比48.0%増）と初の50億円台乗せが予想されている状況だ。

第2四半期の新型交付機や投開票業務システムをめぐる動向は、短期的な業績押し上げ要因にとどまらず、選挙関連市場が成長市場であることを強く示唆するものだと弊社では考えている。以下で具体的に紹介する。

**(1) 新型投票用紙自動交付機**

同社は、2019年3月に新型の投票用紙自動交付機をリリースした。この商品の最大の特長は、選挙の種類（衆院・参院の別、選挙区・比例区の別など）によって投票用紙の色が指定されることに合わせ、投票用紙の色を自動判別し、投票用紙の「取り違え交付」（間違った種類の投票用紙を交付すること）を防ぐ機能にある。従来型は「二重交付」（1人に2枚以上を交付すること）の防止に貢献してきたが「取り違え交付」には対応できていなかった。新型機はカラーセンサーの導入で「二重交付」と「取り違え交付」の両方を防止できる点が画期的だ。新型機の標準価格は、従来型との価格差を約40,000円に抑えた298,000円となっている。

間違った用紙で投票すると無効票となるため、行政側は正確な用紙の交付に腐心しているが、国政選挙のたびに各地で少なからぬ件数の交付ミスが発生している状況だ。新型機はそうしたニーズに的確に応える機能を有しているため、2019年4月の統一地方選から少しずつ導入が進み、7月の参院選ではさらに販売台数を伸ばした。

選挙関連ビジネスの動向

このように、新型交付機は同社の選挙関連ビジネスの大きな成長エンジンとなっているが、同じようなことが主力の投票用紙読み取り分類機をはじめとして他の機材でも起こりうるということが重要なポイントだ。更新需要だけでも同社の安定成長は十分可能と考えられるが、機能や付加価値の強化によって、成長のスピードアップや成長率の拡大も十分可能であることを新型交付機が実証して見せたということだ。

## (2) 投開票業務システムの動向

同社は名簿管理システムをはじめとする10種類の選挙の業務管理システム（ソフトウェア）を販売している。これらは同社の自社開発によるもので、パッケージソフトとしての販売を基本としつつ、各自治体のカスタマイズニーズにも対応（オプションサービス）している。

### 同社が提供する投開票業務システム

システム名称	稼働タイミング・用途
1 名簿管理システム	定時作業、選挙準備期間
2 期日前投票システム	期日前投票
3 当日投票システム	当日投票
4 投票速報システム	当日投票
5 在外投票システム	選挙準備期間
6 開票集計システム	期日前投票、当日投票
7 名簿閲覧システム	定時作業、選挙準備期間
8 従事者管理システム	選挙準備期間
9 投開票速報システム	当日投票、開票
10 ポスター掲示場管理システム	選挙準備期間

出所：会社資料よりフィスコ作成

投開票業務システムは、高マージンであることと、選挙の有無で変動の激しい選挙関連ビジネスの収益の平準化という、2つの大きな効果を有している。高マージンは自社開発であることと、当初の開発費をカバーした後の収入はほぼそのまま利益になるというソフトウェアに特有の利益構造に由来している。一方、平準化作用というのは、選挙の各システムは選挙が決定してから導入したのでは間に合わず、選挙の合間を縫って導入し準備を進めておくべきものであるためだ。

2020年3月期第2四半期の投開票業務システムの販売は、改元に伴う需要が加わったことで通常の統一地方選や参院選の実施時に比べて売上高、利益ともに拡大した。これによってシステム販売の収益がピークアウトしたのかという決してそうではないと弊社ではみている。上述のように、同社は選挙関連のシステム、ソフトウェアをフルにラインアップしているが、名簿管理システムや期日前投票システムのような基幹系システムにおいてさえまだ伸長余地が大きい模様だ。基幹系システムの新規導入と既導入自治体への周辺システムの重ね売り、及び更新需要の3つを軸に、投開票業務システムの比重は今後も着実に高まっていくものと弊社では期待している。

## 業績動向と今後の見通し

### 選挙システム機材事業が2つの大型選挙で大幅増収となり、 全社業績をけん引

#### 1. 2020年3月期第2四半期決算の概要

同社の2020年3月期第2四半期決算は、売上高19,851百万円(前年同期比12.7%増)、営業利益1,127百万円(前年同期は69百万円の損失)、経常利益1,153百万円(前年同期は29百万円の損失)、親会社株主に帰属する四半期純利益899百万円(前年同期は5百万円の利益)と増収且つ利益黒字転換で着地した。

#### 2020年3月期第2四半期決算の概要

(単位：百万円)

	19/3期		20/3期			通期 (期初予想)
	2Q累計 実績	通期	2Q累計 実績	前年同期比 伸び率	進捗率	
売上高	17,611	37,135	19,851	12.7%	51.8%	38,300
売上総利益	3,645	7,826	5,027	37.9%	-	-
販管費	3,714	7,519	3,899	5.0%	-	-
営業利益	-69	306	1,127	-	100.3%	1,124
売上高営業利益率	-	0.8%	5.7%	-	-	2.9%
経常利益	-29	387	1,153	-	99.3%	1,161
親会社株主に帰属する 当期利益	5	183	899	-	124.7%	721

注：進捗率は通期（期初予想）に対する2Q累計実績の割合

出所：決算短信よりフィスコ作成

今第2四半期は2019年4月の統一地方選と同年7月の参院選の2つの大型選挙があったことにより、選挙システム機材事業（単独ベース）の売上高が、前年同期の1,422百万円から4,090百万円に3倍近い大幅増となった。これがけん引して連結ベースの金融汎用・選挙システム機材セグメントが、売上高4,858百万円（前年同期比84.7%増）、営業利益1,256百万円（前年同期は72百万円の利益）と大幅な増収増益となり、全社ベースの業績拡大へとつながった。

情報・印刷・産業システム機材セグメントの第2四半期は、売上高9,959百万円（前年同期比0.4%減）、営業損失178百万円（前年同期は188百万円の損失）となった。このセグメントの内訳として、情報・産業システム機材はスキャナー等の電子化機器販売が好調に推移したほか、新規事業の業務用ろ過フィルター「マイクロフィルター」も順調に売上高を伸ばした。文書デジタル化（メディアコンバート）事業は官公需の大型案件の伸び悩みを民需の伸びでカバーし前年同期比増収を達成した。一方、印刷システム機材事業は、印刷材料の販売はおおむね順調に推移したものの、印刷機器の販売が低調で減収となった。セグメント利益は、印刷システム機材での損失が続き、前述のように営業損失での着地となった。

ムサシ | 2020年1月15日(水)  
 7521 東証 JASDAQ | <https://www.musashinet.co.jp/>

業績動向と今後の見通し

紙・紙加工品セグメントの今第2四半期は売上高 4,904 百万円（前年同期比 0.8% 増）、営業損失 29 百万円（前年同期は 24 百万円の損失）となった。売上高は、医薬品向け紙器用板紙の販売や子会社のエム・ビー・エス（株）における感圧紙等の販売が順調に進捗したものの、印刷用紙の販売が需要減少の影響で減収となり、上述のように微増にとどまった。一方利益面では、印刷用紙販売の減収要因と収益性低下によって営業損失が若干拡大した。

事業セグメント別詳細

連結ベース事業セグメント別業績

(単位:百万円)

		19/3 期			20/3 期				
		2Q 累計	下期	通期	2Q 累計 (予)	2Q 累計	前年 同期比	前年 同期比増減	予想比
情報・印刷・ 産業システム機材	売上高	10,001	11,500	21,501	10,457	9,959	-0.4%	-42	-4.8%
	営業利益	-188	-28	-216	-	-178	-	10	-
金融汎用・ 選挙システム機材	売上高	2,630	2,876	5,506	4,130	4,858	84.7%	2,228	17.6%
	営業利益	72	318	390	-	1,256	-	1,184	-
紙・紙加工品	売上高	4,863	5,022	9,885	4,974	4,904	0.8%	41	-1.4%
	営業利益	-24	0	-24	-	-29	-	-5	-
不動産賃貸・ リース事業等	売上高	115	127	242	130	128	11.3%	13	-1.5%
	営業利益	70	84	154	-	77	10.0%	7	-

単独ベース事業部門別売上高

	19/3 期			20/3 期				
	2Q 累計	下期	通期	2Q 累計 (予)	2Q 累計	前年 同期比	前年 同期比増減	予想比
情報・産業システム機材 (うち、メディアコンバート事業)	2,939	3,477	6,416	3,270	3,163	7.6%	224	-3.3%
印刷システム機材	5,590	6,280	11,870	5,770	5,357	-4.2%	-233	-7.2%
金融汎用システム機材	1,208	829	2,037	970	674	-44.2%	-534	-30.5%
選挙システム機材	1,422	1,964	3,386	3,050	4,090	187.6%	2,668	34.1%
紙・紙加工品	2,547	2,644	5,191	2,640	2,493	-2.1%	-54	-5.6%
単体売上高合計	13,708	15,194	28,902	15,700	15,779	15.1%	2,071	0.5%

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

## 下期は国政選挙が無いため上振れチャンスは限定的。 会社予想の線での推移がメインシナリオ

### 2. 2020年3月期の通期業績見通し

2020年3月期第2四半期決算の順調な進捗を受けて、同社は通期の利益見通しを上方修正した。新しい予想は、売上高38,137百万円（前期比2.7%増）、営業利益1,375百万円（同348.2%増）、経常利益1,423百万円（同267.6%増）、親会社株主に帰属する当期利益1,048百万円（同470.9%増）となっている。

#### 2020年3月期通期見通しの概要

（単位：百万円）

	19/3期			20/3期			
	2Q累計実績	下期実績	通期	2Q累計実績	通期(期初予)	通期(新予)	前期比伸び率
売上高	17,611	19,524	37,135	19,851	38,300	38,137	2.7%
売上総利益	3,645	4,181	7,826	5,027	-	-	-
販管費	3,714	3,805	7,519	3,899	-	-	-
営業利益	-69	375	306	1,127	1,124	1,375	348.2%
売上高営業利益率	-	1.9%	0.8%	5.7%	2.9%	3.6%	-
経常利益	-29	416	387	1,153	1,161	1,423	267.6%
親会社株主に帰属する 当期純利益	5	178	183	899	721	1,048	470.9%

出所：決算短信よりフィスコ作成

通期予想の修正は、第2四半期実績の期初予想比上振れとなった分を調整することが主眼となっている。その結果、下期予想（通期予想から第2四半期実績を引いたもので、正確には通期予想達成の下期所要額）の営業利益は248百万円で、これは期初予想とほぼ同じ値となっている。

しかしながら、下期の業績予想、ひいては通期の業績予想が再度上方修正される可能性があると言われてれば、そこは慎重にみておくべきと弊社では考えている。第2四半期の業績上振れはひとえに選挙システム機材事業が上振れたことが要因で、他の事業は期初予想を下回るものが多かった。下期は国政選挙が予定されていないため、選挙システム機材事業は収益水準が低下するだけでなく、計画比で業績を上乗せするようなチャンスが少なくなるという状況にある。反対に、それ以外の事業については第2四半期のように計画を下回る可能性がある。下期の事業環境は上期から一変するため、決して楽観はできないということだ。安易な上振れ期待は避けるべきであろう。

とはいえ、通期ベースでは上期の業績の大幅伸長が支えとなり、前期比大幅増益の好決算で着地する可能性は非常に高いと言える。実際の利益額は、会社予想の線から上下に大きくずれることはないと弊社では考えている。

## 国政選挙スキップ年となれば、前期比減収減益となるが、注目点は印刷システム機材の立て直し。“弱み”を作らないことが重要

### 3. 2021年3月期の考え方

2021年3月期は、衆院の解散・総選挙がなければ国政選挙スキップ年となる。繰り返し述べてきたように同社の業績は、国政選挙の有無に大きく左右されるため、国政選挙スキップとなれば前期比減益になる可能性が高いと弊社ではみている。

しかしながら、仮にそうなった場合でも悲観は全く不要だ。選挙関連ビジネスにおける強さという同社のコアな部分は全く変化が無く、業績変動は需要（選挙）サイクルの結果でしかない。次回において過去を更新できるかどうかポイントであり、そこに自信を持つことができれば減益局面はむしろ絶好の投資チャンスといえることができる。こうした考え方は投資家の間では広く認識されている。

むしろ2021年3月期の注視すべきポイントは、同社の課題克服の部分にあると弊社では考えている。課題というのは営業損失を計上している印刷システム機材事業のことだ。早期に出血（営業損失）を止め“弱み”を作らないことが極めて重要だと弊社では考えている。

印刷システム機材事業の立て直しについて同社は、1) 印刷機材の販売に関して直販にシフトして収益性を高める、2) 印刷機材の中でも特色があって差別化が図れるレーザー加工機等に注力する、3) 自社開発の業務管理ソフトなど採算性の高い商品の販売を強化する、の3つを軸に取り組む方針としている。直販シフトは始まったばかりで、成果が出るのはこれからになるが、レーザー加工機の販売は着実に積みあがってきているほか、業務管理ソフトの競争力や収益性については選挙向けの領域で実績が出ている。同社の総力を結集してまずは止血を実現できるかどうか注目したい。

## ■ 株主還元

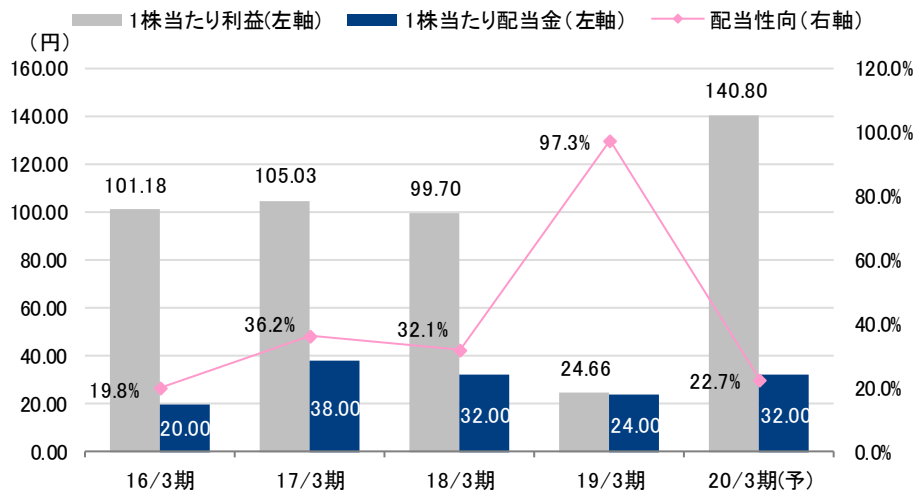
### 第2四半期決算を反映し、中間配を8円増配の20円に修正。年間配当は32円の見通し

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、「将来の成長のための内部留保の充実」と「業績に応じた利益還元」の2点を基本方針としている。より具体的には、株主還元のベースとしての普通配当に、業績に応じた特別配当や記念配当を組み合わせる方式を採用している。

株主還元

2020年3月期については、期初に前期比横ばいの年間24円配（中間配12円、期末配12円）の配当予想を公表していたが、第2四半期実績を踏まえて中間配を8円増配の20円とした。期末配については12円の予想を変えていないため、年間配当予想は現状では32円となっている。今期の予想1株当たり当期純利益が140.80円のため、これに基づく配当性向は22.7%となる。

**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

**簡略化損益計算書及び主要指標**

(単位：百万円)

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	
					2Q累計実績	通期(予)
売上高	35,709	35,268	37,298	37,135	19,851	38,137
前期比	-4.1%	-1.2%	5.8%	-0.4%	12.7%	2.7%
売上総利益	7,146	7,400	8,165	7,826	5,027	-
売上総利益率	20.0%	21.0%	21.9%	21.1%	25.3%	-
販管費	6,220	6,293	7,205	7,519	3,899	-
売上高販管費率	17.4%	17.8%	19.3%	20.2%	19.6%	-
営業利益	925	1,107	960	306	1,127	1,375
前期比	-34.8%	19.7%	-13.3%	-68.0%	-	348.2%
売上高営業利益率	2.6%	3.1%	2.6%	0.8%	5.7%	3.6%
経常利益	1,189	1,242	1,059	387	1,153	1,423
前期比	-28.4%	4.4%	-14.7%	-63.5%	-	267.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	753	781	742	183	899	1,048
前期比	-31.3%	3.8%	-5.1%	-75.3%	4.5%	470.9%
EPS(円)	101.18	105.03	99.70	24.66	120.83	140.80
配当金(円)	20.00	38.00	32.00	24.00	20.00	32.00
BPS(円)	3,488.11	3,608.55	3,686.52	3,647.92	-	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

ムサシ | 2020年1月15日(水)  
 7521 東証 JASDAQ | <https://www.musashinet.co.jp/>

株主還元

簡略化貸借対照表

(単位：百万円)

	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期末	19/3 期末	20/3 期 2Q 末
流動資産	31,229	31,541	34,354	34,279	33,727
現金及び預金	17,553	19,615	19,665	18,747	20,432
受取手形及び売掛金	10,351	9,020	11,013	11,754	9,653
固定資産	9,389	9,641	10,470	9,931	10,355
有形固定資産	3,339	3,290	3,263	3,216	3,672
無形固定資産	165	137	477	408	470
投資その他の資産	5,884	6,213	6,728	6,307	6,212
資産合計	40,619	41,183	44,825	44,211	44,083
流動負債	12,522	12,023	15,041	14,600	14,285
支払手形及び買掛金	7,868	7,062	9,867	6,122	9,082
短期借入金	3,521	3,516	3,516	3,516	3,516
固定負債	2,132	2,298	2,343	2,457	1,948
株主資本	25,805	26,378	26,882	26,827	27,637
資本金	1,208	1,208	1,208	1,208	1,208
資本剰余金	2,005	2,005	2,005	2,005	2,005
利益剰余金	23,168	23,741	24,245	24,190	25,000
自己株式	-576	-576	-576	-576	-577
その他包括利益累計額	158	481	558	325	212
純資産合計	25,963	26,860	27,440	27,153	27,850
負債・純資産合計	40,619	41,183	44,825	44,211	44,083

※「税効果会計に係る会計基準の一部改正」については、2018年3月期以降に適用している  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期	20/3 期 2Q
営業活動キャッシュ・フロー	256	2,500	2,367	-585	2,558
投資活動キャッシュ・フロー	-171	-325	-2,078	-93	-788
財務活動キャッシュ・フロー	-225	-213	-239	-238	-89
現金及び預金同等物に係る換算差額	-1	-0	0	-0	-1
現金及び預金同等物の増減額 (-は減少)	-141	1,962	50	-917	1,679
現金及び預金同等物の期首残高	16,905	16,763	18,725	18,775	17,857
現金及び預金同等物の期末残高	16,763	18,725	18,775	17,857	19,537

出所：決算短信よりフィスコ作成



#### 免責事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp