

2013年12月13日（金）

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
佐藤 譲

■選挙システム機材の トータルソリューションが最大の強み

選挙システム機材で業界シェア80%と最大手。情報・印刷システム機材では富士フイルムの特約代理店。公文書や企業情報等をデジタル化するメディアコンバートサービスに注力中。

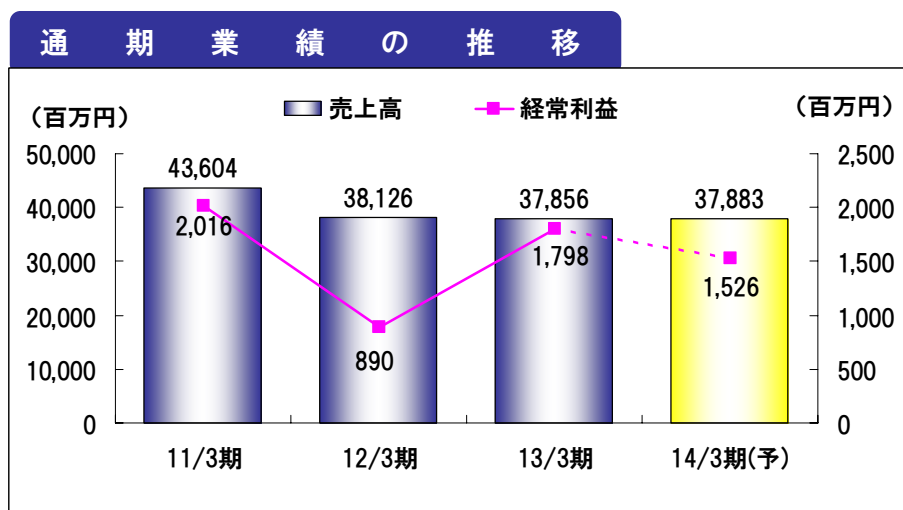
2014年3月期の第2四半期（4-9月期）累計の連結経常利益は前年同期の28百万円から1,006百万円と急回復した。7月に参議院選挙が実施され、選挙システム機材の売上高が好調に推移したことが主因だ。ただ、情報・印刷システム機材の低迷により、期初会社計画に対しては売上高、利益ともに若干下回る結果となった。

2014年3月期の通期業績は、売上高が前期比0.1%増の37,883百万円、経常利益が同15.1%減の1,526百万円が見込まれる。情報・印刷システム機材は年度末に向けて回復が予想されるが、選挙システム機材の需要が一段落することが要因。

同社では中期の経営戦略として、国政選挙等の特需に左右されない収益体質の構築を目指しており、「メディアコンバートサービス」の情報システム機材や、金融機関向け貨幣処理機器の金融汎用システム機材など既存事業の拡大に取り組むと共に、シナジーが見込まれる周辺分野での新規事業開拓、新商品の開発に注力していく方針だ。財務基盤は盤石で、豊富な手元キャッシュを活用したM&A等も取り入れながら、一段の収益拡大を目指していく。

■Check Point

- ・ 株式時価総額を大きく上回るネットキャッシュ
- ・ メディアコンバートサービスの成長ポテンシャルに注目
- ・ 前年同期比で収益が拡大、特別配当5円を増配



■ 事業概要

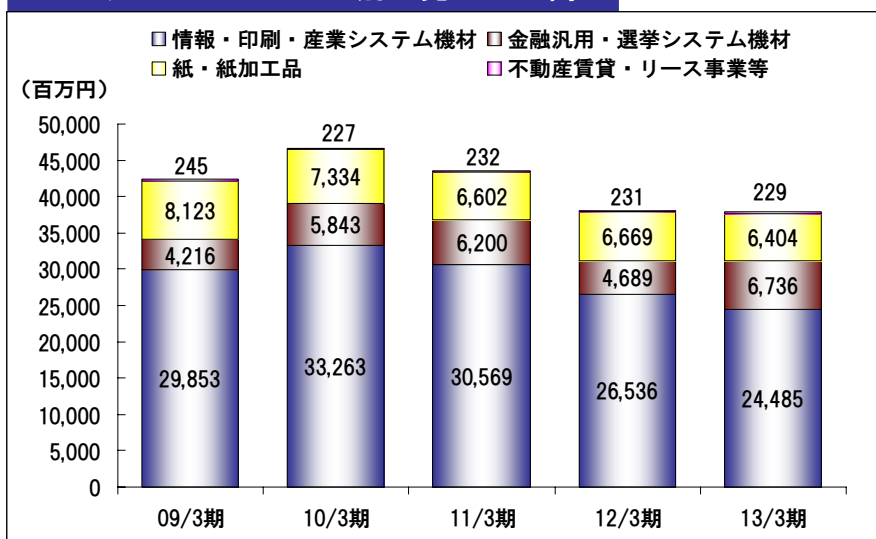
重点事業として取組むメディアコンバートサービス

同社の事業は表の通り、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、不動産賃貸・リース事業等と4つのセグメントに分けて開示されている。

事業セグメント

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 スキャナー 電子アーカイブシステム 非破壊検査システム機材	官公庁、自治体 一般企業、金融機関 学校・図書館 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 PODシステム 名刺・ハガキ印刷システム	印刷業 文具・印章店、DPE店 一般企業
金融汎用・選挙システム機材	金融汎用システム機材	貨幣処理機、鍵管理機器 デジタル監視システム 手形発行・管理システム 印刷照会システム	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
	選挙システム機材	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 投票集計システム	全国自治体
紙・紙加工品	紙・紙加工品	印刷・出版・情報用紙 板紙・特殊紙・紙加工品	印刷業・出版社 紙器業
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

セグメント別売上高



■事業概要

「情報・印刷・産業システム機材」は全体の売上高の6割超を占める事業となっている。情報システム機材分野ではメディアコンバートサービス事業に注力している。メディアコンバートサービスとは官公庁や自治体・企業が紙媒体として保有している様々な文書・資料等をスキャニングして電子データ化し、記録媒体へ保存、あるいはマイクロフィルム化し、顧客へ提供するサービスのことだ。官公庁や地方自治体、医療機関や一般企業等が顧客となる。競合企業も多いが、同社の強みは長年のマイクロフィルム化サービスで培ってきた高品質の加工処理、元資料に対する万全のセキュリティ体制、高い生産性（国内最大のイメージングセンターを2012年4月に東京・豊洲に開設）等となり、売上の約7割は官公需向けで占められている。メディアコンバートサービス事業は、同社がグループで取り組んでいる重点事業だ。

また、同セグメントの印刷システム機材では、富士フィルムや富士ゼロックスの特約代理店として、各種印刷機器、印刷材料を印刷業界や小売店に向けて販売している。印刷分野における富士フィルムの特約店は3社あるが、取扱高のシェアは約5割と最大の特約店となっている。

選挙システム機材は市場シェア80%と圧倒的なポジション

一方、「金融汎用・選挙システム機材」は開発製造から手掛けている自社開発商品のため、付加価値も高く営業利益率も相対的に高い事業となっている。特に、選挙システム機材は同社が業界のパイオニアであり、市場シェアで80%と圧倒的なポジションを築いている。競合としてはグローリー<6457>があるが、投票用紙読取分類機などの機器のほか、特殊な投票用紙（自然に開く投票用紙を開発）や業務管理ソフト、選挙の際に必要な各種用品用具等も含めてトータルソリューションサービスという形で展開しているのは同社だけで、そこが同社の最大の強みとなっている。同事業は国政選挙が行われる際に売上高が大きく伸びる特需的な色彩が濃い事業となっており、全体の業績も選挙システム機材の動きと相関性が高い傾向にある。なお、選挙システム機器は、選挙の実施時期が定期的に決まっている参議院選挙の年に照準を合わせて開発が進められている。



投票用紙読取分類機



投票用紙自動交付機



投票用紙計数機

■事業概要

金融汎用システム機材については銀行の営業店舗で行員が取り扱う貨幣処理機や管理機器等が主力商品となっている。事業売上の約70%が金融機関向けで占められており、金融機関における業界シェアでは約25%とグローリーに次いで2番手に位置している。その他の顧客としては、流通業界や宅配業、交通機関、公営競技場、アミューズメント施設向け等が挙げられる。



小型紙幣整理機



現金自動収納機



鍵管理機

「紙・紙加工品」については創業からのビジネスである。印刷・情報用紙など一般的な紙も取り扱うが、オリジナル性の高い特殊紙や紙加工品なども販売している。売上高の構成比率は10%台で推移しているが、利益率は低く利益へのインパクトは軽微となっている。

また、「不動産賃貸・リース事業等」は主に同社グループ内における不動産賃貸や車両リース、保険代理店事業が中心となっている。対外顧客向け売上高は小さいが、每期安定した利益を稼ぎ出している。

■決算動向

大幅増益から14年3月期の中間配当を増配

(1) 2014年3月期の第2四半期累計業績

11月12日付で発表された2014年3月期の第2四半期（4-9月期）累計の連結業績は、売上高が18,273百万円（前年同期比8.5%増）、営業利益が972百万円（前年同期は26百万円の損失）、経常利益が1,006百万円（前年同期は28百万円の利益）、四半期純利益が564百万円（前年同期は322百万円の損失）と黒字転換・大幅増益となった。7月に参議院選挙が実施され、選挙システム機材の売上高が前年同期比で大幅に増加したことが収益のけん引役となった。また、販売管理費を前年同期並みの水準に抑えたことも、利益率の改善につながった。期初の会社計画比では情報・印刷システム機材の低調が続いたことで若干下回ったが、前年同期比で大幅増益となったことを受け、中間期の1株当たり配当金を10円から15円に増配した。事業セグメント別の動向は以下の通りとなっている。

■決算動向

14/3期2Q累計業績

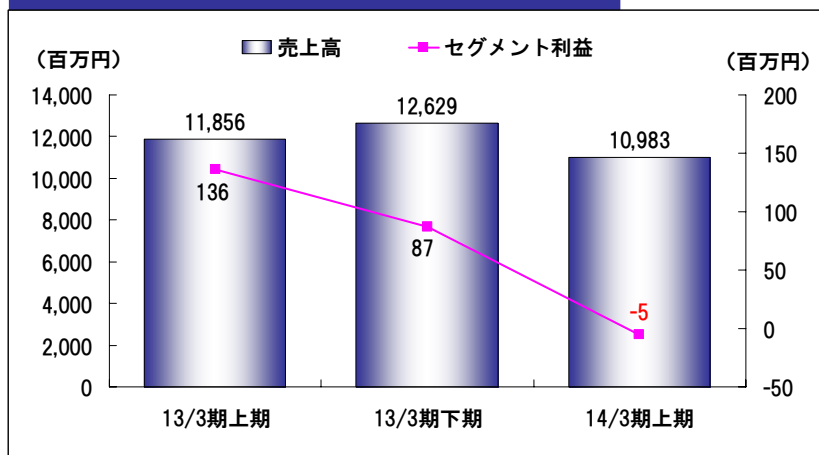
(単位：百万円)

	13/3期2Q累計		期初計画	14/3期2Q累計			
	実績	対売上比		実績	対売上比	前年比	計画比
売上高	16,849	-	19,482	18,273	-	8.5%	-6.2%
売上原価	13,631	80.9%	-	14,129	77.3%	3.7%	-
販管費	3,244	19.3%	-	3,172	17.4%	-2.2%	-
営業利益	-26	-0.2%	1,045	972	5.3%	-	-7.0%
経常利益	28	0.2%	1,083	1,006	5.5%	3492.9%	-7.1%
特別損益	-295	-1.8%	-	-12	-0.1%	-	-
当期純利益	-322	-1.9%	670	564	3.1%	-	-15.8%
1株当たり配当金	10円	-	10円	15円	-	-	-

○情報・印刷・産業システム機材

第2四半期累計期間の売上高は前年同期比7.4%減の10,983百万円、セグメント損益は5百万円の営業損失（前年同期は136百万円の営業利益）となった。メディアコンバートサービスは顧客の予算削減や投資抑制の影響を受けたほか、大口の案件も減少したため、受注ベースで前年同期比22.5%減の1,575百万円と低迷した。また、印刷システム機材の売上高も、印刷材料は順調に推移したものの、顧客の設備投資抑制の影響で印刷機器の販売が落ち込み、前年同期比6.5%減の7,168百万円となるなど低調に推移したことが響いた。

情報・印刷・産業システム機材



○金融汎用・選挙システム機材

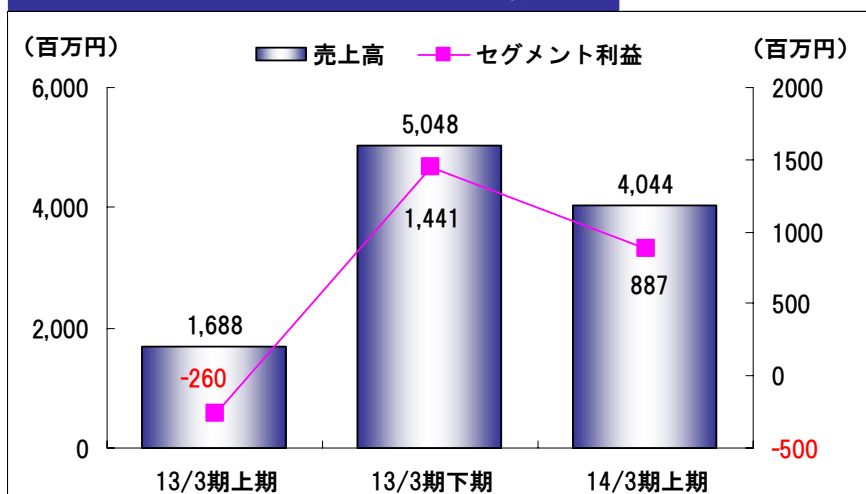
第2四半期累計期間の売上高は前年同期比139.6%増の4,044百万円、セグメント営業利益は887百万円（前年同期は260百万円の営業損失）と大幅な黒字転換となった。

売上高の内訳（単独ベース）を見ると、選挙システム機材は2,703百万円、前年同期比で381.8%増と大幅に増加した。7月に参議院選挙が実施されたことで、同選挙向けを中心に各種機材、システムの販売が伸びた格好だ。特に、2013年6月に新発売した投票用紙読取分類機のオプション装置「天地表裏反転ユニット」が好調だった。同ユニットは投票用紙読取分類機「テラックCRS-VA」のオプション装置として開発されたもので、投票用紙の向きを同一方向に揃える機能を持つ。開票作業では分類機で候補者ごとに仕分けた後に、投票用紙を再度目視で確認する「内容点検」という工程があり、この工程において投票用紙の方向が揃っていれば作業時間の大幅な短縮化が図れることになる。開票時間の短縮は、人件費の削減につながるということで、各自治体での導入が進んだ格好だ。

■決算動向

一方、金融汎用システム機材は、金融業界における設備投資抑制傾向が続いているものの、一部の貨幣処理機器やセキュリティ機器の販売が伸長したことで、前年同期比19.6%増の1,339百万円と2ケタ増収となった。

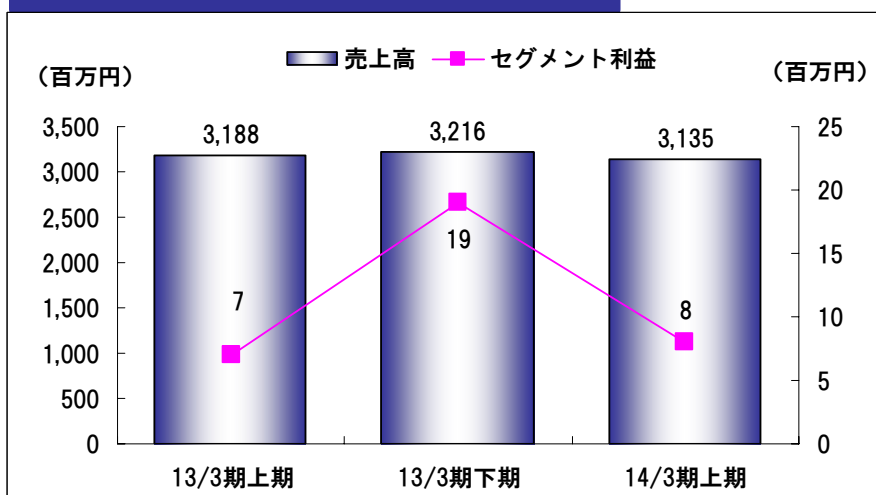
金融汎用・選挙システム機材



○紙・紙加工品

第2四半期累計期間の紙・紙加工品の売上高は前年同期比1.7%減の3,135百万円、セグメント営業利益は8百万円と前年同期の7百万円から若干の増益となった。高級紙器用板紙の販売が若干減少したものの、オリジナル商品である感光材料包装紙や広告媒体向けの印刷用紙が伸びたことが利益率の改善につながった。

紙・紙加工品



株式時価総額を大きく上回るネットキャッシュ

(2) 財務状況と経営指標

2013年9月末の財務状況に関しては表の通りで、前期末との比較では総資産残高で、1,476百万円減少し、38,778百万円となった。資産側での変動項目としては、売上債権が1,562百万円減少したほかは、大きな変化は見られなかった。一方、負債側では、支払債務が1,122百万円減少した。また、純資産額がほぼ前期末並みの水準となったが、これは第2四半期累計期間で50万株の自己株式取得(568百万円)を実施したことによる。

なお、現預金から有利子負債を差し引いたネットキャッシュは13,328百万円とほぼ前期末並みの水準をキープしており、株式時価総額(12月9日時点で約8,705百万円)を大きく上回る状況が続いている。

貸借対照表

(単位：百万円)

	12/3期末	13/3期末	14/3期 2Q末	増減要因
流動資産	28,683	30,108	28,438	売上債権の減少 (-1,562)
(現預金)	14,343	16,935	16,849	
(在庫)	1,876	2,027	2,073	
有形固定資産	3,782	3,529	3,476	
無形固定資産	136	97	81	
投資等	6,595	6,518	6,781	
総資産	39,198	40,254	38,778	
固定負債	2,189	2,139	1,982	自己株式の増加 (-568)
(有利子負債)	3,532	3,512	3,521	
負債合計	15,542	15,709	14,221	
純資産合計	23,656	24,544	24,556	
負債純資産合計	39,198	40,254	38,778	
(安全性)				
流動比率 (流動資産÷流動負債)	214.8%	221.9%	232.4%	
自己資本比率 (自己資本÷総資産)	60.4%	61.0%	63.3%	
D/Eレシオ (有利子負債÷自己資本)	14.9%	14.3%	14.3%	
(収益性)				
ROA (経常利益÷期末総資産)	2.2%	4.5%		
ROE (純利益÷期末自己資本)	1.7%	3.3%		
売上高営業利益率	2.1%	4.2%	5.3%	

国政選挙の一巡から経常利益は減益見込み

(3) 2014年3月期見通し

2014年3月期の会社側業績見通しは、売上高が前期比0.1%増の37,883百万円、営業利益が同9.5%減の1,451百万円、経常利益が同15.1%減の1,526百万円、当期純利益が同12.7%増の903百万円が見込まれている。国政選挙の一巡で選挙システム機材の売上が第3四半期以降落ち込むため、通期では減益を予想している。当期純利益で増益を見込んでいるのは、前期に特別損失として計上した減損損失247百万円がなくなる効果大きい。

■決算動向

事業セグメント別の売上見通しは表の通りとなる。

情報・印刷・産業システム機材は第2四半期まで低迷していたメディアコンパートサービスの事業環境にやや明るさが見え始めており、年度末の3月に向けて官公庁、自治体向けの売上拡大を見込んでいる。また、印刷システム機材に関しても、年末と年度末のそれぞれに印刷物の需要増が期待される。このため、通期の同セグメント売上高は前期比2.7%増が見込まれる。

一方、金融汎用・選挙システム機材は、金融汎用システム機材が前期比16.4%増と2期ぶりに増収に転じるものの、選挙システム機材の落ち込みにより、通期では同8.2%減と減少に転じる見通し。紙・紙加工品に関しては、前期比で1.1%減と微減収を見込んでいる。

連結セグメント別売上高

(単位：百万円)

	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期予	伸び率
情報・印刷・産業システム機材	30,569	26,536	24,485	25,142	2.7%
金融汎用・選挙システム機材	6,200	4,689	6,736	6,181	-8.2%
紙・紙加工品	6,602	6,669	6,404	6,335	-1.1%
その他	232	231	229	223	-2.6%
合計	43,604	38,126	37,856	37,883	0.1%

単独部門別売上高

(単位：百万円)

	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期予	伸び率
情報・産業システム機材	11,424	8,186	6,970	7,674	10.1%
印刷システム機材	17,026	16,369	15,622	15,288	-2.1%
金融汎用システム機材	2,496	2,772	2,378	2,769	16.4%
選挙システム機材	3,692	1,912	4,393	3,383	-23.0%
紙・紙加工品	6,602	6,669	6,404	6,335	-1.1%
合計	41,242	35,909	35,769	35,450	-0.9%

■中期戦略

選挙システムは省力化ニーズで着実に拡大

同社は中期的な経営戦略として、業績が国政選挙等の特需によって左右されない収益体質の構築を目指しており、既存事業の拡大と同時に新規事業並びに新商品の開発強化を進めていく方針を示している。

■中期戦略

以下、主要事業における取り組みについて見てみる。

○選挙システム機材

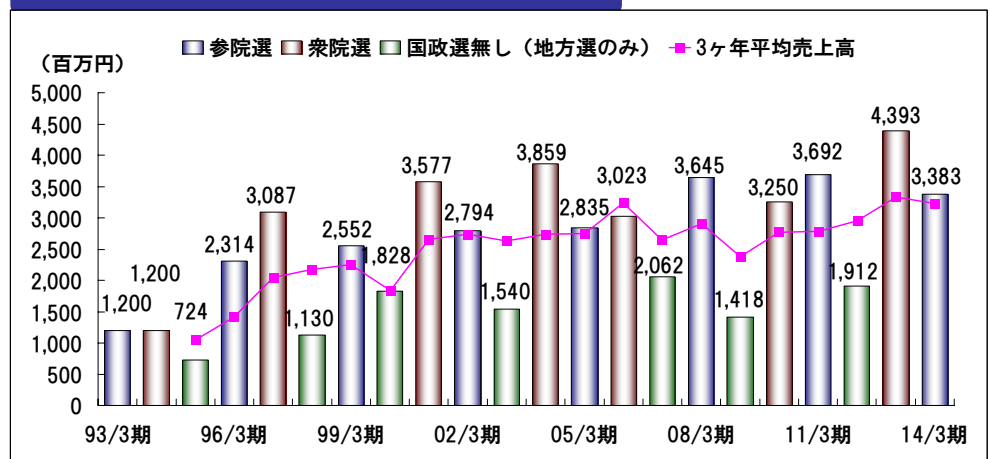
選挙システム機材で既に80%のシェアを持っている同社において、国政選挙の実施時期と売上の相関関係は非常に高くなっている。グラフは1992年度以降の同事業の売上高推移を見たものだが、国政選挙の実施年度とそれ以外では明確に売上の水準が異なっているのがわかる。また、もう1つ言えることは、過去から見て着実に売上高の規模が拡大していることだ。3ヶ年移動平均売上高で見ると、緩やかながら上昇傾向が続いていることがわかる。これは、選挙システム機材の商品やサービスなど品揃えを拡大してきたことが大きい。一方で選挙を運営する自治体側で機械化による業務の効率化を積極的に推進していることが背景にあると考えられる。

ここ10年程の動きで見ると、自治体の数は合併の動きが活発化するなかで1999年3月時点の3,232市町村から、2013年1月には1,719市町村へとほぼ半分近くに減少している。合併によって、自治体当たりの有権者数や投票所数は増加したが、職員数がそれに見合った格好で増加しているわけではないので、必然的に投開票事務の負担が増加し、機械化による省力化、あるいは人件費の削減といったニーズが増してきているというわけだ。

同社ではこうした省力化ニーズに対応するため、「投票用紙読取分類機」や「計数機」「開票集計ソフト」等の開票所向け機材や、「投票用紙交付機」「投票管理業務ソフト」等の投票所向け機材などの新商品開発や拡販を進めている。現在の機器販売の主力となっている「投票用紙読取分類機」でも普及率は60%程度なので、今後も未導入自治体への拡販を含め、売上規模の拡大を着実に進めていく戦略だ。

また、同社は選挙機器や業務管理ソフトの開発、製造販売だけでなく、製紙メーカーと共同開発した「自然に開く投票用紙」、投票箱・記載台などの用品用具類、横断幕やのぼり等の告知用品、さらには投開票所の設営・撤収業務や選挙スタッフの派遣にいたるまで、選挙に関わるすべてのトータル・ソリューションを提供していることが特徴であり、同社の強みである。機器の競合メーカーは存在するものの、こうしたトータル・ソリューションを手掛けている競合は存在しない。システム機器の高い性能はさることながら、ソフト面も含めた総合提案力が、80%という高いシェアを維持し続けている要因になっていると言え、今後もこうした構図は変わらないものと弊社では見ている。

選挙システム機材売上高推移



メディアコンバートサービスの成長ポテンシャルに注目

○メディアコンバートサービス（情報システム機材）

メディアコンバートサービスに関しては、2011年4月の「公文書管理法」の施行によって各省庁における公文書の管理強化が義務付けられたことで、市場の拡大が期待されている。また、東日本大震災の被災地では、役所内に保管されていた数多くの重要文書が喪失しまったため、震災後は災害対策としても文書のデジタル化ニーズが全国的に強まっている。しかしながら、震災後は、厳しい財政状況のなか復興対策が優先され予算の執行が後回しにされるケースが多く、同サービス事業の伸びは現段階では限定的である。

とはいえ、公文書におけるデジタル化ニーズがなくなることはない。また、保存の際にはセキュリティ対策強化のため、マイクロフィルム化も同時に行われデータの分散保存化が進むことになる。マイクロフィルムへの保存に関しては、同社は長年の蓄積があり競合他社に対して強みとなる部分でもある。2012年4月には国内最大規模となるイメージングセンターを開設する等、需要の本格的な立ち上がりに対応できるだけのインフラは既に整えており、今後の受注本格拡大を待つばかりとなっている。

同市場は参入企業が多く競争が激しい分野ではあるが、同社はセキュリティ面での信頼性の高さ、マイクロフィルム保存における強み、あるいはデータ加工要求に対する対応力の高さ等を武器にして、付加価値の高い案件を中心に受注を獲得していく戦略だ。2015年からの導入が予定されているマイナンバー制度でも、データ保存は必須となるため、一定の需要が出てくる可能性がある。民間需要も含めれば成長ポテンシャルはさらに大きくなるだけに、今後の展開が注目されよう。ちなみに、前期の同サービス事業の売上は4,556百万円であり、過去のピーク売上は2010年3月期の12,117百万円となっている。

○M&A戦略について

M&Aへの取り組みについて、同社では過去、情報システム機材分野においてメディアコンバートサービスを手掛ける企業を子会社化してきた経緯がある。今後も同様に既存事業とのシナジーが期待でき、収益基盤を強固なものとする周辺事業があれば前向きに検討を進めていく方針だ。年間売上高で1,000百万円以上の規模が見込まれるものに関しては参入し、新たな収益源を増やしていく方針としている。

■株主還元策

前年同期比で収益が拡大、特別配当5円を増配

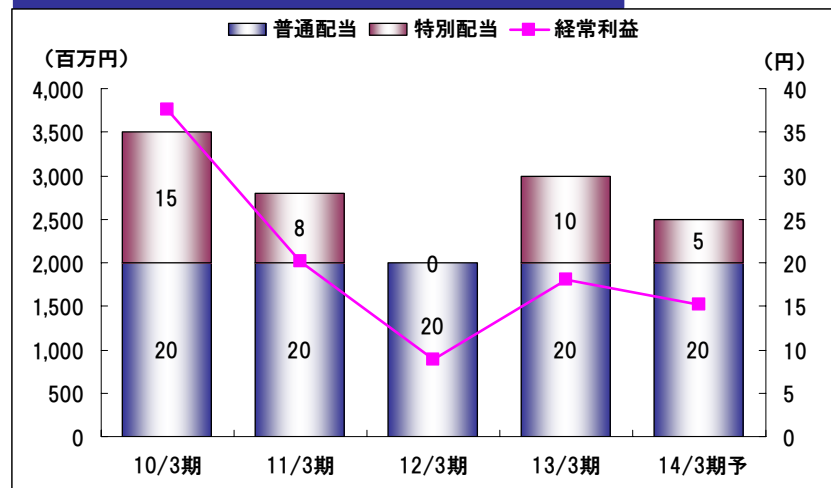
株主還元策については配当による還元を基本方針としている。配当性向などの基準は特に定めていないが、1株当たり年間20円をベースにして、計画対比で業績が伸びた際には特別配当として還元していくことを基本的な考え方としている。第2四半期の業績は、会社計画を下回ったが、前年同期比で収益が拡大したことを鑑み、特別配当5円を増配した。会社計画を下回ったケースで特別配当を実施したのは初めてのことで、株主還元にもより前向きになっていることがうかがえる。

現在の同社の株式時価総額は8,000百万円台の水準であり、純資産（24,556百万円）だけでなく、ネットキャッシュ（13,328百万円）の水準をも下回っている。特に、財務上のリスクも存在しないことから、株式市場で同社株式に対する評価が、正当になされていない状況にあるといっても過言ではない。

■株主還元策

同社でもPBRで1倍の水準まで見直されるよう企業価値を高めて行くとともに、IR活動も引き続き積極的に行っていく方針を示している（12月9日現在のPBRは0.35倍）。現在、注力中のメディアコンバートサービス事業等、選挙システム機材以外の事業における成長や、M&Aによる新たな成長シナリオが出れば、上記のような株価水準に焦点が当たる可能性は高くなると弊社では見ている。

1株当たり配当金と経常利益



損益計算書

(単位：百万円、%)

決算期	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期予
売上高	46,669	43,604	38,126	37,856	37,883
(対前期比)	10.0	-6.6	-12.6	-0.7	0.1
売上原価	35,950	34,858	30,675	29,736	-
(対売上比)	77.0	79.9	80.5	78.6	-
販管費	7,160	6,875	6,655	6,516	-
(対売上比)	15.3	15.8	17.5	17.2	-
営業利益	3,557	1,870	795	1,603	1,451
(対前期比)	285.4	-47.4	-57.5	101.7	-9.5
(対売上比)	7.6	4.3	2.1	4.2	3.8
営業外収益	261	195	165	267	-
受取利息・配当金	104	99	100	85	-
その他	155	96	64	180	-
営業外費用	52	50	69	72	-
支払利息・割引料	49	42	40	39	-
その他	3	7	28	32	-
経常利益	3,766	2,016	890	1,798	1,526
(対前期比)	236.4	-46.5	-55.8	102.0	-15.1
(対売上比)	8.1	4.6	2.3	4.7	4.0
特別利益	4	3	22	1	-
特別損失	97	707	45	301	-
税引前利益	3,673	1,311	867	1,498	-
(対前期比)	280.6	-64.3	-33.9	72.8	-
(対売上比)	7.9	3.0	2.3	4.0	-
法人税等	1,418	636	478	696	-
(実効税率)	38.6	48.5	55.1	46.5	-
当期純利益	2,254	675	388	801	903
(対前期比)	2,865.8	-70.0	-42.5	106.4	12.7
(対売上比)	4.8	1.5	1.0	2.1	2.4
発行済株式数(千株)	7,950	7,950	7,950	7,950	7,450
1株当たり利益(円)	283.74	85.00	48.91	100.94	119.31
1株当たり配当(円)	35.0	28.0	20.0	30.0	25.0
1株当たり純資産(円)	2,901.31	2,942.96	2,977.89	3,089.88	-
配当性向(%)	12.3	32.9	40.9	29.7	21.0

ディスクレマー（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・大阪証券取引所・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・表示したのですが、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、企業との面会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致します。

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