

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 >>>](#)

2019 年 1 月 21 日 (月)

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. 2019年3月期は第2四半期が不振で、通期見通しも下方修正	01
2. 新規事業として、マイクロフィルター事業と『ひびみっけ』事業の本格展開を開始	01
3. 選挙システム機材は順調な推移が続く。メディアコンバート事業も成長シナリオは不変	01
■ 業績動向と今後の見通し	02
1. 2019年3月期第2四半期決算	02
2. 2019年3月期通期見通し	04
3. 2020年3月期の考え方と選挙システム機材事業の見通し	06
■ 中長期の成長戦略：新規事業への取組状況	08
1. 新規事業への取り組み	08
2. マイクロフィルター事業	08
3. 『ひびみっけ』事業	10
4. メディアコンバート事業の現状と見通し	11
■ 株主還元	13

■ 要約

選挙システム機材事業など主力事業に加え、 将来の成長事業として新規事業を本格的にスタート

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。投開票など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、主力の投票用紙読取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 2 本柱への育成を図っている。

1. 2019 年 3 月期は第 2 四半期が不振で、通期見直しも下方修正

同社の 2019 年 3 月期第 2 四半期決算は売上高 17,611 百万円（前年同期比 9.2% 増）、営業損失 69 百万円（前年同期は 92 百万円の損失）となった。期初予想では営業利益 301 百万円を計画していたが印刷システム機材をはじめ、選挙システム機材を除く全商品群が低調に推移し、売上高、利益ともに期初予想を下回った。第 2 四半期実績を踏まえ、同社は 2019 年 3 月期通期の業績見直しを下方修正した。新予想は売上高 37,423 百万円（前期比 0.3% 増）、営業利益 388 百万円（同 59.6% 減）となっている。下方修正分のほとんどは第 2 四半期実績に由来するもので、下期の利益見直しは期初予想からほとんど変化はない。下期は印刷システム機材にとって需要期に当たるが、そこで印刷機や消耗品、レーザー加工機などの巻き返しを狙っている。

2. 新規事業として、マイクロフィルター事業と『ひびみっけ』事業の本格展開を開始

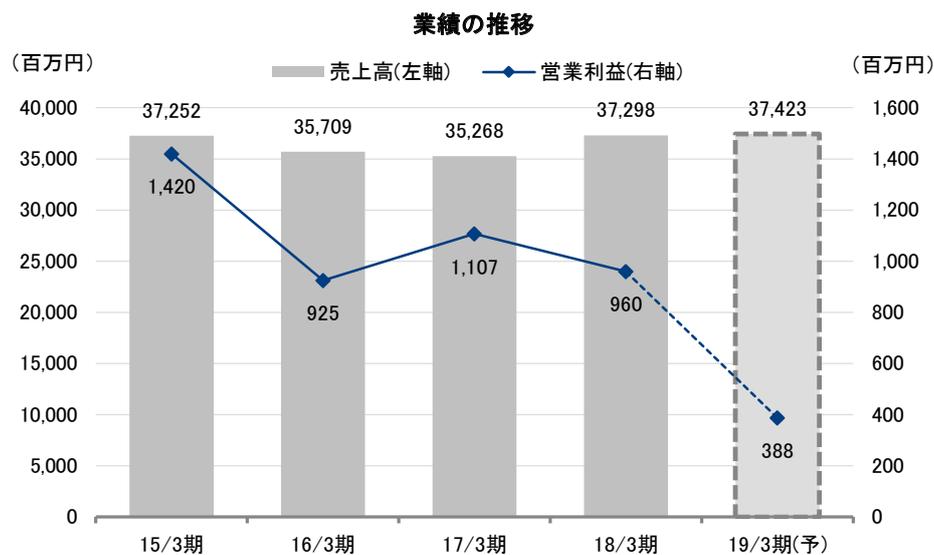
同社は中長期の成長戦略の一環として複数の新規事業に取り組んでいる。今回、1) ミクロフィルター事業と、2) 『ひびみっけ』事業の 2 つの事業について明らかにした。マイクロフィルター事業は製造現場で広く使用されている液体のろ過装置に使用されるろ過フィルターの販売事業だ。ろ過フィルターは消耗品であり交換用カートリッジが広く流通している。同社は製造元である富士フイルム（株）の国内総代理店として国内 4,800 億円市場に、高性能・長寿命を武器に切り込む計画だ。一方、『ひびみっけ』は富士フイルムが提供するコンクリート構造物についてのクラウド型画像診断サービスの名称だ。同社は『ひびみっけ』の販売代理店として社会インフラ点検市場に参入した。これらはいずれも 2019 年 3 月期から本格的にスタートしたもので、足元の業績寄与は限定的であるが、対象市場が同社にとっては膨大であるため、今後の展開が注目される。

3. 選挙システム機材は順調な推移が続く。メディアコンバート事業も成長シナリオは不変

中核事業の選挙システム機材事業は極めて順調に推移している。2019 年 3 月期は国政選挙スキップ年であるため前期比では大幅減収となるが、期初予想に対しては上回った状況が続いている。2020 年 3 月期は 2019 年 4 月の統一地方選と 2019 年 7 月の参院選が予定されているため、収益が大きく伸長し、全社業績を押し上げると期待される。競争環境や事業環境に変化はなく、省力化ニーズに支えられて主力の読取分類機が今後も着実に伸びると期待される。メディアコンバート事業は収益性重視の受注を徹底しているため、ここ数年売上高は横ばい圏の推移が続いている。しかしながら、官公需の入札案件において総合評価方式が浸透してくれば、従来からの成長ストーリーに沿った収益拡大は十分期待できると考えられる。

Key Points

- ・マイクロフィルター事業では高性能と長寿命を武器に国内 4,800 億円市場に切り込む
- ・膨大な社会インフラ補修需要が予想されるなか、『ひびみつけ』で社会インフラ点検市場に参入
- ・2020年3月期は統一地方選と参院選によって選挙システム機材の収益が大幅伸長し、増益に転じる見通し



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 業績動向と今後の見通し

印刷システム機材事業の不振で損益は期初予想に対して大幅未達。選挙システム機材事業は国政選挙スキップ年ながら期初予想を上回る

1. 2019年3月期第2四半期決算

同社の2019年3月期第2四半期決算は、売上高 17,611 百万円（前年同期比 9.2% 増）、営業損失 69 百万円（前年同期は 92 百万円の損失）で着地した。期初予想との比較では、売上高は 1,533 百万円、営業利益は 370 百万円、それぞれ未達となった。

業績動向と今後の見通し

2019年3月期第2四半期決算の概要

(単位：百万円)

	18/3期			19/3期					
	2Q累計実績	下期実績	通期実績	2Q累計(予)	2Q累計	前年同期比伸び率	前年同期比増減	期初予想比伸び率	期初予想比増減
売上高	16,124	21,174	37,298	19,144	17,611	9.2%	1,487	-8.0%	-1,533
営業利益	-92	1,052	960	301	-69	-	23	-	-370
売上高営業利益率	-	5.0%	2.6%	1.6%	-	-	-	-	-
経常利益	-50	1,109	1,059	324	-29	-	21	-	-353
親会社株主に帰属する四半期利益	68	674	742	180	5	-92.2%	-63	-97.2%	-175

出所：決算短信よりフィスコ作成

同社は第2四半期決算の発表に先立つ2018年10月30日、第2四半期及び通期の業績予想の下方修正を発表した。

連結及び単独ベースのセグメント別・事業部門別の詳細内訳を見ると、連結売上高は期初予想に対して1,533百万円の未達となった。セグメント別内訳としては、情報・印刷・産業システム機材セグメントの売上高は10,001百万円で期初予想に対して11.8%（1,332百万円）の未達となった。単独売上高の事業部門別内訳を見ると、印刷システム機材事業の不振が特に大きく影響したことが読み取れる。

印刷システム機材事業では、従来から続く印刷不況の影響で2019年3月期第2四半期も印刷機器及び印刷材料（消耗品）が前年同期比減収となった。レーザー加工機など後工程分野の機器の販売は堅調とみられるが売上構成比はまだ小さく、印刷機器及び印刷材料の減収を補うには至らなかった。

情報・印刷・産業システム機材セグメントの中には同社が選挙システム機材に次ぐ収益の柱と期待するメディアコンバート（文書デジタル化）事業が含まれている。2019年3月期第2四半期のメディアコンバート事業の売上高は1,384百万円で前年同期比8.0%（120百万円）の減収となった。期初予想は開示されていないが、社内計画に対してはやはり未達だったとみられる。売上が伸び悩んだ要因は採算重視の受注姿勢を徹底した結果で、利益面では着実に黒字を維持しているもようだ。

金融汎用・選挙システム機材セグメントの売上高は2,630百万円で期初予想比6.5%（161百万円）の上振れとなった。単独売上高の内訳を見ると、選挙システム機材事業の売上高が期初予想を25.8%（292百万円）上回ったことが寄与したことがわかる。前年同期は2017年10月実施の衆院選関連の売上が一部入っていたこともあり、2019年3月期第2四半期はその反動減による大幅減収を予想していた。しかしながら、地方選挙で着実に販売を伸長させ、予想を大きく上回って着地した。

紙・紙加工品セグメントの売上高は4,863百万円と期初予想を7.0%（365百万円）下回った。2017年9月に子会社化したエム・ビー・エス（株）のフル寄与により前年同期比では増収を確保したものの、印刷用紙の需要減少の影響を受けた。

業績動向と今後の見通し

利益面では、営業利益が期初予想に対して370百万円下回った。前述したように、選挙システム機材を除く各商品の売上高が低調に推移したことで、収益性が低下し、営業損失となった。なかでも影響が大きかった印刷システム機材事業では、印刷材料が数量、単価ともに低下し、また高額商材である印刷機器の販売台数が減少したことで固定費負担が重くなり、収益性が大きく悪化したとみられる。

2019年3月期第2四半期の事業セグメント別内訳

連結ベース事業セグメント別業績

(単位：百万円)

		18/3期					19/3期			
		2Q累計	下期	通期	2Q累計(予)	2Q累計	前年同期比伸比率	前年同期比増減	期初予想比伸比率	期初予想比増減
情報・印刷・産業システム機材	売上高	10,177	11,364	21,541	11,333	10,001	-1.7%	-176	-11.8%	-1,332
	営業利益	-156	-125	-281	-	-188	-	-32	-	-
金融汎用・選挙システム機材	売上高	2,641	4,377	7,018	2,469	2,630	-0.4%	-11	6.5%	161
	営業利益	1	1,109	1,110	-	72	-	71	-	-
紙・紙加工品	売上高	3,206	5,325	8,531	5,228	4,863	51.7%	1,657	-7.0%	-365
	営業利益	-8	1	-7	-	-24	-	-16	-	-
不動産賃貸・リース事業等	売上高	100	105	205	114	115	15.0%	15	0.9%	1
	営業利益	69	67	136	-	70	1.4%	1	-	-

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：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

単独ベース事業部門別売上高

(単位：百万円)

	18/3期					19/3期			
	2Q累計	下期	通期	2Q累計(予)	2Q累計	前年同期比伸比率	前年同期比増減	期初予想比伸比率	期初予想比増減
情報・産業システム機材	2,896	3,397	6,293	3,350	2,939	1.5%	43	-12.3%	-411
(うち、メディアコンバート事業)	1,504	1,847	3,351	-	1,384	-8.0%	-120	-	-
印刷システム機材	6,134	6,135	12,269	6,500	5,590	-8.9%	-544	-14.0%	-910
金融汎用システム機材	980	1,206	2,186	1,320	1,208	23.3%	228	-8.5%	-112
選挙システム機材	1,658	3,171	4,829	1,130	1,422	-14.2%	-236	25.8%	292
紙・紙加工品	2,772	2,754	5,526	2,800	2,547	-8.1%	-225	-9.0%	-253
単体売上高合計	14,442	16,662	31,104	15,100	13,708	-5.1%	-734	-9.2%	-1,392

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

第2四半期までの進捗を踏まえて通期予想も下方修正した。下期だけを取り出せば、利益面ではほぼ期初予想が維持されている。

2. 2019年3月期通期見通し

2019年3月期通期について同社は、売上高37,423百万円(前期比0.3%増)、営業利益388百万円(同59.6%減)と微増収ながら大幅減益を予想している。

業績動向と今後の見通し

2019年3月期通期見通しの概要

(単位：百万円)

	18/3期			19/3期				
	2Q累計実績	下期実績	通期実績	2Q累計	下期(予)	前年同期比伸び率	通期(予)	前期比伸び率
売上高	16,124	21,174	37,298	17,611	19,812	-6.4%	37,423	0.3%
営業利益	-92	1,052	960	-69	457	-56.6%	388	-59.6%
売上高営業利益率	-	5.0%	2.6%	-	2.3%	-	1.0%	-
経常利益	-50	1,109	1,059	-29	481	-56.6%	452	-57.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	68	674	742	5	286	-57.6%	291	-60.8%

出所：決算短信よりフィスコ作成

前述のように、同社は2019年3月期第2四半期決算に際して、第2四半期までの進捗状況を踏まえて通期予想も下方修正を行った。通期ベースの売上高は期初予想から1,903百万円引き下げられたがそのうち1,533百万円は上期(第2四半期)の修正分であり、下期の修正額は370百万円となっている。同様に営業利益の下期の下方修正幅は13百万円で、利益については期初予想からほぼ変化はない状況にある。

2019年3月期通期の売上高予想のセグメント別内訳を見ると、金融汎用・選挙システム機材セグメントでの1,654百万円の減収を、紙・紙加工品と情報・印刷・産業システム機材セグメントの増収で補う構図となっている。金融汎用・選挙システム機材セグメントの減収は、選挙システム機材事業が1,917百万円の大減収になることが要因だ。その理由は、2017年10月に実施された衆院選からの需要の反動減による。

一方、紙・紙加工品セグメントの増収は、前述のようにエム・ビー・エスの通期寄与による増収がその理由だ。また、情報・印刷・産業システム機材セグメントは、通期ベースではメディアコンバート事業を含む情報・産業システム機材がけん引役となって前期比増収を確保する計画となっている。

利益面では、前述のように、2019年3月期下期については期初予想からほとんど変更はない、今下期の営業利益は457百万円(前年同期比56.6%減)の予想となっているが、この減収要因のほとんどは選挙システム機材事業の減収によるものだ。

選挙システム機材事業については、今下期も上期同様、社内計画を上回ることは十分可能性がある。しかし一方で、印刷システム機材事業が下期も期初計画に対して弱含みで推移する可能性があり、この点については慎重に業績に織り込んだとみられる。その結果、下期の営業利益予想を期初予想から13百万円引き下げたと弊社では見ている。

業績動向と今後の見通し

2019年3月期見通しのセグメント別内訳

連結ベース事業セグメント別予想

(単位：百万円)

		18/3期			19/3期							
		2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期(予)	前年同期比 伸び率	前年同期比 増減	通期 (期初予)	通期 (予)	前期比 伸び率	前期比 増減
情報・印刷・ 産業システム機材	売上高	10,177	11,364	21,541	10,001	11,761	3.5%	397	23,550	21,762	1.0%	221
	営業利益	-156	-125	-281	-188	-	-	-	-	-	-	-
金融汎用・ 選挙システム機材	売上高	2,641	4,377	7,018	2,630	2,734	-37.5%	-1,643	5,056	5,364	-23.6%	-1,654
	営業利益	1	1,109	1,110	72	-	-	-	-	-	-	-
紙・紙加工品	売上高	3,206	5,325	8,531	4,863	5,192	-2.5%	-133	10,489	10,055	17.9%	1,524
	営業利益	-8	1	-7	-24	-	-	-	-	-	-	-
不動産賃貸・ リース事業	売上高	100	105	205	115	126	20.0%	21	299	241	17.6%	36
	営業利益	69	67	136	70	-	-	-	-	-	-	-

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：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

単独ベース事業部門別売上高の見通し

(単位：百万円)

	18/3期			19/3期							
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期(予)	前年同期比 伸び率	前年同期比 増減	通期 (期初予)	通期 (予)	前期比 伸び率	前期比 増減
情報・産業システム機材	2,896	3,397	6,293	2,939	3,860	13.6%	463	7,200	6,799	8.0%	506
(うち、メディアコンパート事業)	1,504	1,847	3,351	1,384	2,089	13.1%	242	3,951	3,473	3.6%	122
印刷システム機材	6,134	6,135	12,269	5,590	6,400	4.3%	265	13,200	11,990	-2.3%	-279
金融汎用システム機材	980	1,206	2,186	1,208	1,200	-0.5%	-6	2,600	2,408	10.2%	222
選挙システム機材	1,658	3,171	4,829	1,422	1,490	-53.0%	-1,681	2,400	2,912	-39.7%	-1,917
紙・紙加工品	2,772	2,754	5,526	2,547	2,750	-0.1%	-4	5,600	5,297	-4.1%	-229
単体売上高合計	14,442	16,662	31,104	13,708	15,700	-5.8%	-962	31,000	29,408	-5.5%	-1,696

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

4月の統一地方選と7月の参院選によって 選挙システム機材事業の収益が伸長し、増益に転じると期待

3. 2020年3月期の考え方と選挙システム機材事業の見通し

(1) 基本的な考え方

2020年3月期の業績予想はまだ公表されていないが、弊社では増益に転じる可能性は高いと考えている。理由は、2020年3月期中においては期初の2019年4月に統一地方選が、2019年7月には国政選挙である参院選が予定されていることだ。過去実績を調べると、国政選挙の実施年においては選挙システム機材事業が収益を伸ばし、全社のベースの業績を押し上げる傾向が明確に見取れる。統一地方選も国政選挙に準じる大規模イベントと言える。2020年3月期において、過去と同様のパターンが再現される可能性は高いというのが弊社の見方だ。

(2) 選挙システム機材事業の動向と成長戦略

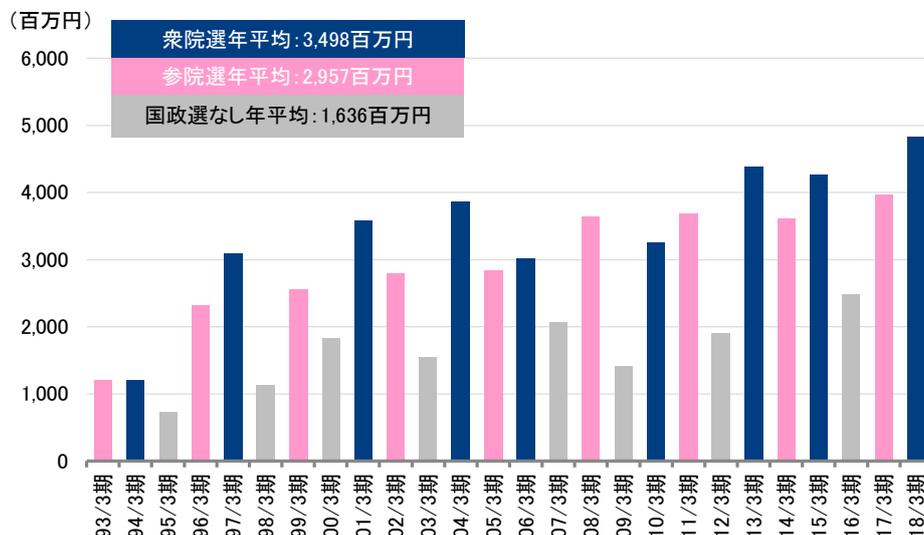
選挙システム機材事業の収益は国政選挙の有無で大きく変動し、結果的に全社ベースの業績をも大きく左右する傾向がある。

国政選挙の際に同事業の収益が伸びるのは、主力製品の投票用紙読取分類機をはじめ各種選挙関連機材の販売が同じタイミングで全国規模で伸長するためだ。統一地方選も似たような性質があるが、国政選挙は国の予算、地方選は各自治体の予算、という差があり、それが販売に影響を及ぼしていると考えられる。

一方、選挙システム機材事業の収益が全社の業績を左右する理由は、同事業の利益率が高いためだ。利益率が高い理由は各種機器やシステムを自社生産しており同社がメーカーとして機能しているためだ。それ以外の、例えば印刷システム機材や紙・紙加工品などは、同社は商社として機能しているため利益率が低い状況にある。したがって特に利益の面で、選挙システム機材事業の動向によって全社の業績が左右されるという特性がある。

国政選挙が実施された年は、国政選挙がない年（スキップ年）と比較して、選挙システム機材事業の収益が明確に高い傾向にある。こうした過去のパターンの再現性については、競争環境の変化や事業環境の変化が重要なポイントとなるが、これまでのところそうした変化は認められない。したがって2020年3月期において同社の選挙システム機材事業は、これまで同様、収益を伸ばすと期待される

選挙システム機材売上高の推移



選挙システム機材事業については、短期業績の変動要因というだけでなく、中長期の成長エンジンという位置付けもされている。それは国政選挙実施年とスキップ年で山谷を繰り返しつつも、トレンドライン（傾向線）は右肩上がりとなっていることが背景にあると考えられる。

同じ国政選挙、例えば衆院選同士の比較において、売上が増加している理由は、いくつか考えられる。1つは同社機材の市場シェアが上昇しているということだ。また、同社の選挙関連商品のラインアップが機器やシステムから用品用具まで非常に幅広いため、それが売上成長につながっている側面もあるだろう。そうしたなかで弊社が推測する最も大きな要因は省力化ニーズの高まりだ。これは、期日前投票数の増加によって期日前投票所の大型化が進んでいることや、「有権者年齢の引き下げ」で有権者が増加したことなどが要因となって、人手を要する投開票作業の効率化を図るニーズが高まっているということだ。同社は機器において約 80% の市場シェアを有しており、こうしたニーズと高シェアが、選挙システム機材事業が“シクリカルグロース”の動きをしている最大の理由だと弊社では考えている。

■ 中長期の成長戦略：新規事業への取組状況

中核の 2 つの事業に加え、 次代の成長事業として複数の新規事業への取り組みを本格的に開始

1. 新規事業への取り組み

これまで同社の中長期の成長戦略について弊社では、中核事業である選挙システム機材事業と、成長ポテンシャルが大きいメディアコンバート事業の 2 つを軸として考えてきた。これら 2 つの事業が依然として成長戦略の主軸であることに変化はないが、それに加えて同社は将来の成長のため、新規事業にも取り組んできている。それらの中で、今回同社が明らかにしたのはマイクロフィルター事業と『ひびみつけ』事業の 2 つだ。いずれも 2019 年 3 月期から本格的に展開した事業であるため、短期的な収益貢献は限定的だ。しかしながらともに対象とする市場規模が大きいため、将来的に成長事業の一角を占める可能性は十分あると弊社では注目している。

富士フィルム製ろ過フィルターの国内総代理店として 営業を本格的に開始。 高性能と長寿命を武器に国内 4,800 億円市場に切り込む

2. ミクロフィルター事業

マイクロフィルター事業は、富士フィルム（富士フィルムホールディングス <4901>）が開発し製造するろ過フィルターの販売代理店事業だ。同社は 5 年前よりマイクロフィルターの販売を手掛けていたが、2018 年 1 月に国内総代理店の地位を取得し、マイクロフィルター事業の本格展開に乗り出した。

中長期の成長戦略：新規事業への取組状況

各種製品の製造においては、クリーンな水や作業環境が求められることが多い。典型的な例としては、食品・飲料の原料となる水や、半導体や液晶パネルの製造に際して使用される洗浄水などが挙げられる。そうしたクリーンな水を製造するために『ろ過機』が使用されているが、その中核のパーツがろ過フィルターだ。ろ過フィルターは消耗品で、いくつかの規格のカートリッジケースに収められている。ユーザーは使用するろ過機に合ったサイズのカートリッジを定期的に交換しながらクリーンな水を作り出し、各種製品の製造を行うことになる。

マイクロフィルター事業の収益モデルは、消耗品の交換需要というストック型ビジネスであり、軌道に乗れば安定した収益を期待できる。また、フィルターの国内市場規模は4,800億円と、同社からみて十分な大きさがある。この2つが同社がマイクロフィルター事業に進出した背景だ。

同社が扱うフィルターは、非対称膜構造を有することが大きな特長となっている。これは1次側（入口）から2次側（出口）に向かって徐々にろ過膜の孔径が小さくなる構造を言う。この結果、効率性（単位時間当たりのろ過量）と微粒子や微生物の確実な捕捉を両立させることに成功しているほか、ロングライフ（カートリッジの長寿命化）を実現している。特にロングライフはユーザーの生産性や生産コストに直結する性質であり、訴求力が高いポイントと考えられる。

国内フィルター市場では海外製品のシェアが高く、同社はそこに、富士フイルムの手に成る“メイド・イン・ジャパン”の高性能と高い信頼性を武器に切り込む作戦だ。実質初年度と言える2019年3月期について同社は6億円の売上高を見込んでいる。2020年3月期以降についても、市場規模の大きさとマイクロフィルターの持つ競争力の高さから、高成長が続くと想定しており、早期に数十億円規模の事業へと育成する方針だ。

マイ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	エアレント、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：決算説明会追加資料よりフィスコ作成

富士フィルムの画像診断サービスの販売を通じて、 社会インフラ点検市場に参入

3. 『ひびみっけ』事業

富士フィルムはまた、医療用画像診断システムの画像解析技術を生かし、橋梁やトンネル等の社会インフラの点検のための画像診断サービス事業を展開している。『ひびみっけ』はそのサービスブランドだ。同社はこの『ひびみっけ』についても富士フィルムの販売代理店として営業活動を行っている。

日本において老朽化したインフラの補修は大きな社会的課題となっているのはよく知られたとおりだ。政府はインフラ補修のために2018年度から2020年度の3年間で3兆円を投じる方針を固めており、これが公共事業費押し上げの要因ともなっている（2018年12月5日付日経新聞記事）。長期的にも、今後30年で195兆円のインフラ補修費が必要との見方もあり、老朽インフラの補修費が現在の公共事業費（約6兆円）に匹敵するという計算になる。

老朽インフラの補修・整備は、現状の把握、すなわちインフラごとの点検と診断が最初のステップとなる。その上で補修が必要と認められれば補修事前踏査へと進み、実際の補修プロセスへと移行していく。『ひびみっけ』が対象とするのは一連のプロセスの中の点検と診断分野で、橋などのコンクリート構造物が対象となる。

点検・診断に際しては、チョーキング（ひび割れをチョークを用いて明確化）⇒写真撮影⇒写真合成⇒CAD図作成…という流れで作業が進行する。『ひびみっけ』は、点検事業者が写真を複数枚撮影したものをクラウド上にアップロードするだけでチョークやひびの長さ・幅を自動で検出・積算し、CAD図まで作成するというサービスだ。手作業などと比較して省人化、時間短縮、正確性向上といった直接的メリットに加え、クラウドサービスであるため初期費用が掛からないという点もアピールポイントとなっている。『ひびみっけ』が対象とするのは“社会インフラ点検市場”だが、富士フィルム自身はこれまで写真フィルムや化粧品分野で培ったナノ技術やフィルム・シート加工技術を活かし、補修・予防のための材料や補修工法の提案にも乗り出している。今後の状況によっては、同社が『ひびみっけ』サービスに加えて補修・予防材料の取り扱いに事業を拡大する可能性は十分考えられる。

『ひびみっけ』サービスの概要

● 橋梁などコンクリート構造物の「ひび割れ」を写真から自動検出

⇒ 点検業務の大幅な効率化



出所：決算説明会追加資料より掲載

中長期の成長戦略：新規事業への取組状況

前述のように、同社の『ひびみっけ』事業は、富士フィルムの販売代理店として営業活動を行うというものだ。同社は選挙システム機材事業を通じて全国の全1,741自治体にアプローチできる営業ネットワークを有している。同サービスの直接の顧客は点検事業者（建設コンサルタント会社や検査会社など）となるが、それらへの発注者が全国の自治体となるため、そこに強みを持つ同社には高い期待が寄せられているようだ。同社の収益モデルはユーザーのクラウドサービス利用料の一定割合を富士フィルムから受け取るというものだ。『ひびみっけ』の利用料金には従量制が採用されているため、顧客数の拡大と顧客単価の上昇の両面で同社の収入が伸びることになる。

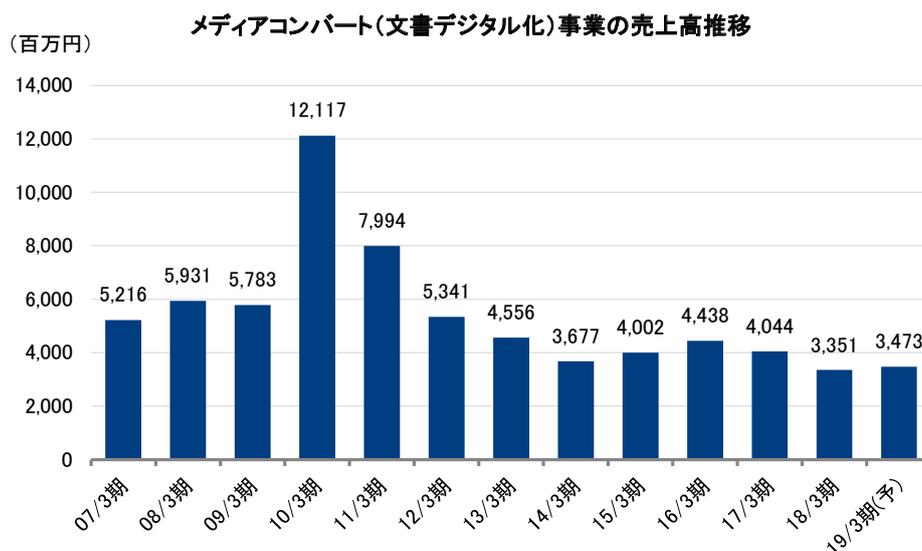
富士フィルムは『ひびみっけ』を2018年4月にスタートしたが、これまでに大手のコンサルタント会社を始めとして数百のユーザーを獲得している。今後は富士フィルムと同社の2社で営業活動を行うことになるが、長さ2メートル以上の橋梁は全国に64万橋あると言われており、成長余地は非常に大きいと期待される。

収益性重視の受注姿勢の徹底で売上高の横ばい状態が続くが、成長ポテンシャルに変化なし。総合評価方式による受注拡大に期待

4. メディアコンバート事業の現状と見通し

同社は、メディアコンバート（文書デジタル化）事業を選挙システム機材事業と並ぶ成長エンジンの1つと位置付けて事業拡大に取り組んできた。2019年3月期第2四半期は、前述のように、計画を下回って着地した。また、今通期ベースでも、過去数年同様、30億円台～40億円台のレンジ内にとどまる見通しだ。

そうしたメディアコンバート事業ではあるが、成長ポテンシャルについては従来から変化はなく、同事業を成長エンジンとして位置付けて事業拡大に取り組む同社の成長戦略には十分説得力があると弊社では考えている。



出所：会社資料よりフィスコ作成

中長期の成長戦略：新規事業への取組状況

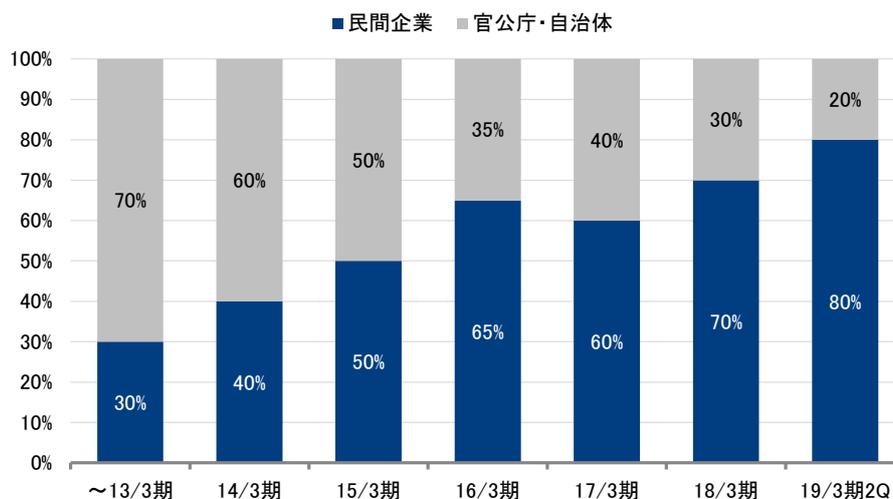
メディアコンバート事業における市場の大きさやその市場における同社の強みについては過去のレポートで何度か言及してきたとおりだ。簡単にポイントを挙げると、市場については紙文書やマイクロフィルム文書のデジタル化（アナログ⇒デジタル）が典型的だが、この市場自体、開拓の緒に就いたばかりというステージにある。その市場において同社は、国内最大級の自社イメージングセンターを有している点や、高セキュリティ体制が強みとなっている。

同社のメディアコンバート事業の売上高の内訳として、従来は官公需が中心だったがここ数年は民需の割合が急速に上昇し、2019年3月期第2四半期は民需の割合が80%にまで高まった状況にある。この要因の1つは民間需要取込みの強化の奏功だ。同社の強みを生かせる形の提案を行う、いわゆる提案型営業の強化に努めた結果、民間需要向け売上高は着実に増加している。

一方、官公需については、採算性重視へとスタンスを変更した。官公需は大型案件では必ず入札による受注となるが、従来は最低価格落札方式が原則で、同社も官公需案件の低収益性が課題となっていたためだ。数年前からは、一定金額以上の大型案件については、民需・官公需を問わず、社内の委員会で採算性を精査し入札参加の可否を検討する体制に切り替え、現在もその方針を堅持している。その結果として、今第2四半期のメディアコンバート事業の売上高が計画を下回った理由もここにある。

この点についてはしかしながら、同社自身にとっては当初からの想定の範囲内であり、全くたじろいでいない。むしろ今後は徐々に官公需についても採算性を伴いながら受注が増加に転じると同社は考えている。その理由は入札における総合評価落札方式の採用拡大だ。これは事業者を過去実績や業務遂行能力など様々な観点から評価するほか、一定ランク以上の事業者だけに入札への参加を認めるといったものだ。その評価において同社は最高ランクを獲得しており、すべての入札案件に参加が可能だ。応札者数が限定されることで同社が落札するチャンスはこれまで以上に拡大すると期待される。

メディアコンバート事業の官民別売上構成比の推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

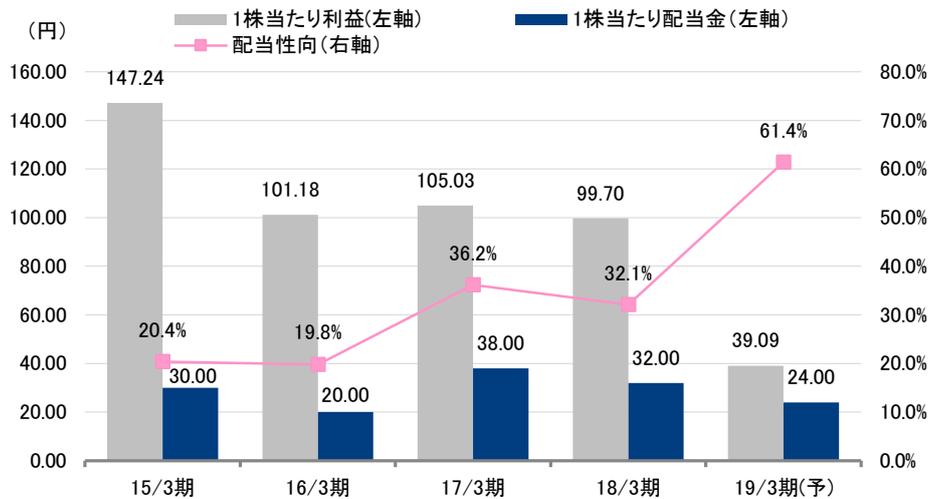
■ 株主還元

2019年3月期は24円配の配当予想を公表。国政選挙スキップ年ということもあり、ベースとしての普通配当の実施を計画

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。

2019年3月期について同社は、前期比8円減配の年間24円配（中間配12円、期末配12円）の配当予想を公表している。2019年3月期は国政選挙スキップ年に当たるため、ベースとしての普通配当24円配の実施を計画したとみられる。前述のように2019年3月期の業績予想を下方修正したが、配当については期初予想が維持されている。予想1株当たり当期純利益に基づく配当性向は61.4%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

ムサシ | 2019年1月21日(月)
 7521 東証 JASDAQ | <https://www.musashinet.co.jp/>

株主還元

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	
				2Q 累計	通期 (予)
売上高	35,709	35,268	37,298	17,611	37,423
前期比	-4.1%	-1.2%	5.8%	9.2%	0.3%
売上総利益	7,146	7,400	8,165	3,645	-
売上高売上総利益率	20.0%	21.0%	21.9%	20.7%	-
販管費	6,220	6,293	7,205	3,714	-
売上高販管費率	17.4%	17.8%	19.3%	21.1%	-
営業利益	925	1,107	960	-69	388
前期比	-34.8%	19.7%	-13.3%	-	-59.6%
売上高営業利益率	2.6%	3.1%	2.6%	-	1.0%
経常利益	1,189	1,242	1,059	-29	452
前期比	-28.4%	4.4%	-14.7%	-	-57.3%
親会社株主に帰属する 当期純利益	753	781	742	5	291
前期比	-31.3%	3.8%	-5.1%	-92.2%	-60.8%
EPS (円)	101.18	105.03	99.70	0.72	39.09
配当金 (円)	20.00	38.00	32.00	12.00	24.00
BPS (円)	3,488.11	3,608.55	3,686.52	-	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

簡略化貸借対照表

(単位：百万円)

	15/3 期末	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期末	19/3 期 2Q 末
流動資産	31,302	31,229	31,541	34,354	32,897
現金及び預金	17,795	17,553	19,615	19,665	19,088
受取手形及び売掛金	10,528	10,351	9,020	11,013	10,268
固定資産	10,203	9,389	9,641	10,470	10,222
有形固定資産	3,404	3,339	3,290	3,263	3,242
無形固定資産	198	165	137	477	462
投資その他の資産	6,600	5,884	6,213	6,728	6,516
資産合計	41,506	40,619	41,183	44,825	43,119
流動負債	13,316	12,522	12,023	15,041	13,465
支払手形及び買掛金	8,265	7,868	7,062	9,867	8,716
短期借入金等	3,521	3,521	3,516	3,516	3,516
固定負債	2,274	2,132	2,298	2,343	2,445
株主資本	25,275	25,805	26,378	26,882	26,738
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	22,638	23,168	23,741	24,245	24,101
自己株式	-576	-576	-576	-576	-576
その他の包括利益累計額	640	158	481	558	470
純資産合計	25,915	25,963	26,860	27,440	27,208
負債・純資産合計	41,506	40,619	41,183	44,825	43,119

出所：決算短信よりフィスコ作成

※「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月期および2019年3月期に適用しております。2017年3月期以前には当該会計基準の一部改正は適用しておりません。

株主還元

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	18/3 期	19/3 期 2Q
営業活動キャッシュ・フロー	1,238	256	2,500	2,367	-537
投資活動キャッシュ・フロー	666	-171	-325	-2,078	108
財務活動キャッシュ・フロー	-149	-225	-213	-239	-148
現預金換算差額	0	-1	-0	0	0
現預金増減	1,756	-141	1,961	50	-576
期首現預金残高	15,149	16,905	16,763	18,725	18,775
期末現預金残高	16,905	16,763	18,725	18,775	18,198

出所：決算短信よりフィスコ作成

重要事項（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。“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・加工することは堅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・譲渡することは堅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