

# 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 >>>](#)

2021年7月9日(金)

執筆：客員アナリスト

寺島 昇

FISCO Ltd. Analyst **Noboru Terashima**



FISCO Ltd.

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

## 目次

■ 要約	01
1. 2021年3月期業績	01
2. 2022年3月期業績予想	01
3. 中長期の成長戦略	01
■ 会社概要	02
1. 会社概要	02
2. 事業の概要	02
3. 特色と強み	05
■ 業績動向	06
1. 2021年3月期の業績概要	06
2. 2021年3月期のセグメント別状況	08
■ 今期の見通し	10
■ 中長期成長戦略	11
1. メディアコンバート事業	11
2. 選挙関連事業	12
3. 業務用ろ過フィルター事業	14
4. 画像診断サービス『ひびみっけ』事業	15
■ 株主還元	15

## ■ 要約

### 選挙関連機器のトップメーカー。新規事業の育成で事業拡大を図る

ムサシ<7521>は選挙関連機材や金融関連機材の総合メーカーである。また、文書のデジタル化（メディアコンバート）事業やスキャナー、非破壊検査機材、業務用ろ過フィルターなどを取り扱う情報・産業システム機材、印刷システム機材、紙・紙加工品などの商社事業も行っている。特に選挙関連機材においては、投開票業務に必要な各種機器から投票箱等の用品用具、開く投票用紙など幅広い商品をラインナップし、業界のトップシェアを誇る圧倒的な存在である。また、各種文書やマイクロフィルムのデジタル化（メディアコンバート）事業においても国内最大級のイメージングセンターを展開し、次の収益柱への育成を図っている。商社機能とメーカー機能を併せ持っているのが特長だ。

#### 1. 2021年3月期業績

2021年3月期の連結業績は、売上高30,261百万円（前期比19.5%減）、営業損失97百万円（前期は1,025百万円の利益）、経常利益24百万円（同1,228百万円の利益）、親会社株主に帰属する当期純損失28百万円（同865百万円の利益）となった。主力の選挙システム機材において、東京都知事選挙があったものの2019年4月の統一地方選挙や同7月の参議院選挙のような大型選挙がなかったことにより、売上高が前期比54.5%減となったことが響いた。他の事業も新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）の影響を受けて減収となった。注力しているメディアコンバート事業（情報・産業システム機材の内数）は順調に拡大し、売上高は4,017百万円（前期比15.8%増）となった。

#### 2. 2022年3月期業績予想

2022年3月期通期の連結業績は、売上高37,058百万円（前期比22.5%増）、営業利益1,016百万円（前期は97百万円の損失）、経常利益1,045百万円（同24百万円の利益）、親会社株主に帰属する当期純利益574百万円（同28百万円の損失）と予想されている。分野別売上高では、選挙システム機材は、任期満了に伴う衆議院選挙が実施される見込みであるため、大きく伸長する見通し。その他の分野もコロナ禍の影響から回復し、増収が予想されている。自社開発商品で高採算の選挙システム機材が大幅増収となることから、全体の利益率も改善し営業利益は大きく改善する予想だ。配当については、従来から最低ラインと定めている年間24円（普通配当）を維持する方針だ。

#### 3. 中長期の成長戦略

現在、同社の収益の中心は選挙関連機材となっているが、この分野は安定成長しているものの国政選挙などの実施の有無によって需要にばらつきが出るためシクリカルな事業と言える。そのため、メディアコンバート事業や業務用ろ過フィルター、社会インフラ画像診断サービス『ひびみつけ』事業等を一段と強化し、収益基盤の安定化を図る計画だ。特にメディアコンバート事業については、官公庁における文書のデジタル化需要だけでなく、民間においてもコロナ禍の影響によるテレワークの浸透などで各種データや書類のデジタル化は必須となっており、中長期では成長が見込まれる。

## ■ 会社概要

### メーカー事業と商社事業による多様な収益基盤を持つ

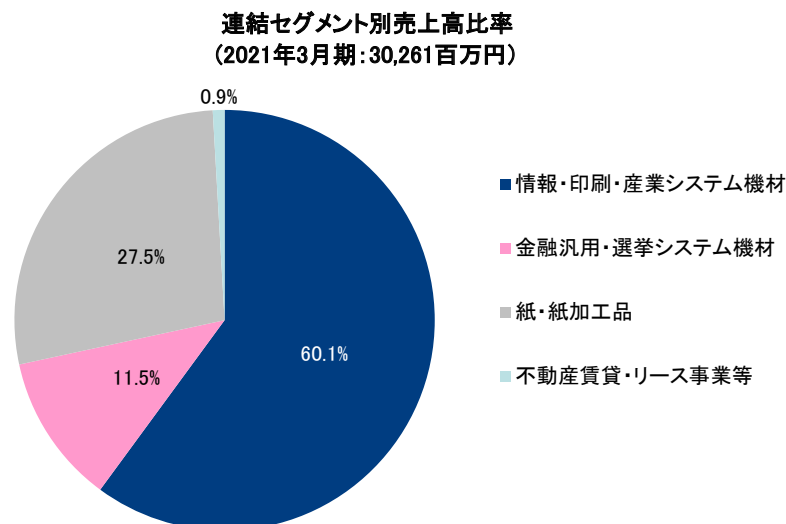
#### 1. 会社概要

同社は、1946年に紙の卸販売会社として創業し、現在では情報関連、印刷関連の商社事業に加え、自社開発した選挙関連機器や金融関連機器の製造販売も行っている。商社、メーカーの両面を合わせ持った企業だが、いずれもニッチな市場に焦点を当てているのが特色だ。

#### 2. 事業の概要

##### (1) 事業構成（セグメント別売上高）

決算短信に公表されている各セグメント別の売上高（2021年3月期）は、「情報・印刷・産業システム機材」が18,179百万円、「金融汎用・選挙システム機材」が3,491百万円、「紙・紙加工品」が8,315百万円、「不動産賃貸・リース事業等」が273百万円となっている。



出所：IR 資料よりフィスコ作成

さらに「情報・印刷・産業システム機材」はサブセグメントとして「情報・産業システム機材」と「印刷システム機材」に、「金融汎用・選挙システム機材」は「金融汎用システム機材」と「選挙システム機材」に分けられている。

## 会社概要

**(2) 事業内容 (サブセグメント別の内容)****a) 情報・産業システム機材**

- 1) 文書や図面など各種文書のデジタル化業務をはじめとするメディアコンバート事業。
- 2) ドキュメント・マイクロフィルムスキャナーや電子アーカイブシステムの販売。関連ソフトウェアの開発・販売。
- 3) 非破壊検査に使用される産業用検査機材の販売。
- 4) 感熱式拡大プリンターの製造・販売。
- 5) 機能性材料（業務用ろ過フィルター等）の販売。
- 6) 社会インフラ画像診断サービス『ひびみつけ』の販売。

主な販売先は、官公庁・自治体、企業・金融機関、学校・図書館、非破壊検査業者など。

**b) 印刷システム機材**

- 1) デジタルプリンティングシステムやプリント・オン・デマンドなどの印刷機器・材料・ソフトウェアの販売。印刷業務管理システムや Web 受発注システムの販売。
- 2) 名刺やカードを低コストかつ簡単に高品質印刷する高精度インクリボン方式のプリントシステム機材の販売。
- 3) 印刷物の高付加価値化を実現する高性能「レーザー加工機」など印刷後加工分野の商品販売。

主な販売先は、印刷会社、文具・印章店、DPE ショップ、一般企業など。

**c) 金融汎用システム機材**

金融機関の出納・両替業務や流通・運輸交通業における現金精算業務の効率化を図る貨幣処理機器、鍵・通帳などの管理機器、セキュリティ機器の開発・製造・販売及び関連したソフトウェア開発。貨幣処理機器等の輸出。

主な販売先は、金融機関、流通業（デパート、スーパー、コンビニ等）、宅配業・交通機関・公営競技場など。

**d) 選挙システム機材**

投開票業務の効率化を図る投票用紙読取分類機や計数機・交付機などの各種機器をはじめ、業務管理ソフトウェアの開発・製造・販売、選挙用品・用具の販売、投票率アップを図る選挙啓発プロモーションの支援などの総合サプライヤー。業界トップの最大手である。販売先は各自治体。

**e) 紙・紙加工品**

印刷・出版・情報・事務用紙、板紙、付加価値の高い特殊紙や紙加工品の開発・販売。感圧紙の製造・販売。  
主な販売先は、印刷会社、紙器業者、出版社など。

**f) 不動産賃貸・リース事業等**

不動産の賃貸・運用、車両リース、各種保険代理店業務など。

会社概要

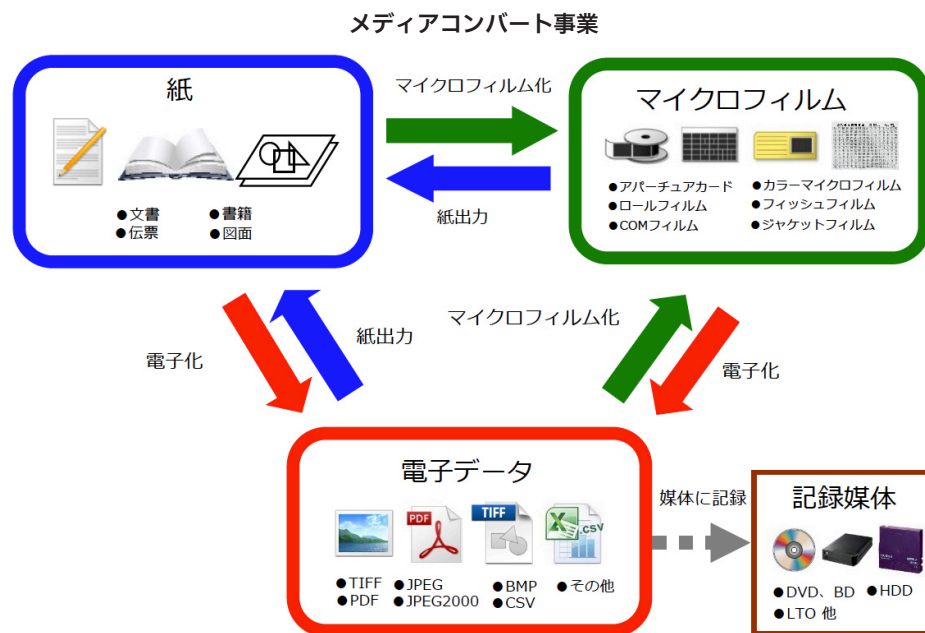
### (3) 注力事業の概要と特色

様々な商品を取り扱うなか、特に以下のような製品やサービスに注力している（いずれも情報システム機材分野に属する）。

#### a) メディアコンバート事業

様々な紙媒体（文書、書籍、伝票、図面）などを電子データ化またはマイクロフィルム化することに加え、各種のマイクロフィルム（フィッシュフィルム、アパーチュアカード、ロールフィルム、COMフィルム等）を電子化あるいは紙媒体化（印刷）する。さらに、過去に電子化された各種データ（TIFF、JPEG、BMP、PDF、JPEG2000 など）を様々な記録媒体（DVD、BD、HDD、LTO 等）に記録するだけでなく、マイクロフィルム化及び紙媒体化（印刷）することも行う。このように、顧客の要望に応じて様々なメディアに変換（コンバート）するのが同事業の特徴だ。今後も、以下の3つの流れで需要増が期待できる。

- コロナ禍でテレワークへの移行が進む⇒文書や資料の電子化需要が拡大。  
（アフターコロナでもこの流れは継続）
- 官公庁・自治体：行政のデジタル化推進⇒文書・図面・資料等の電子化需要が拡大。
- 官公庁・自治体、大手企業：働き方改革でオフィス移転が増加⇒保管文書電子化需要が拡大。



出所：IR 資料より掲載

同社のメディアコンバート事業の特色(強み)は、1) 高品質の加工処理、2) 元資料に対する万全なセキュリティ、3) 高い生産性（国内最大級のイメージングセンターを有する）などである。さらに、デジタルデータ作成、データ検査、検索情報の入力などの工程を一貫して管理することが可能で、この結果、より正確で効率的なデータベース作りを行うことができる。これは、長年のマイクロフィルムサービスのノウハウの蓄積によるもので、同業他社が簡単には追い付けない部分でもある。

## 会社概要

**b) 業務用ろ過フィルター事業**

「マイクロフィルター」という富士フイルム（株）が開発・製造する業務用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。ろ過フィルターはマイクロメートル（ $\mu\text{m}$ ）単位の微粒子・微生物を「ろ過」によって分離・除去するものだが、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いる。

富士フイルムのマイクロフィルターは市場では後発組であるが、以下のような特色を有しており、同社でも今後は積極的な拡販を図る計画だ。

- 1) 非対称膜構造：一次側から二次側へ徐々に孔径が緻密化する独自構造
- 2) ロングライフ：粗から密へ、膜全体を有効に使った段階的ろ過で長寿命を実現
- 3) 低初期圧損：大きな開孔率、空隙率が低圧損を実現
- 4) 確実な捕捉：シャープな孔径分布の内部緻密層が確実な捕捉を実現
- 5) 豊富なラインアップ：0.03  $\mu\text{m}$ から 1.2  $\mu\text{m}$ の豊富なラインアップ

**c) 社会インフラ画像診断サービス『ひびみっけ』事業**

富士フイルムが持つ医療用画像診断システムの「画像解析技術」を活用して開発されたもので、橋梁やトンネルなどのコンクリート構造物の「ひび割れ」を撮影した画像から検出するものだ。各構造物の写真を撮り、それをクラウドにアップ、これらの画像を自動合成することで「ひび割れを自動検出」するものだ。この製品を使うことで、橋梁・トンネルの点検業務は大幅に効率化される。これらのインフラ点検業務の発注者はほとんどが全国の自治体であり、同社はこれらの自治体とは「選挙システム事業」で密接な関係にあることから、今後はこのルートを生かすことでこの事業の拡大を目指す。

**3. 特色と強み**
**(1) 多様な収益基盤**

同社は主に6つの分野で事業展開を行っており、業界や顧客企業が分散されている。このため、特定の業界や企業の影響を大きく受けることは少ない。また、それぞれの事業が独立していることから、1つの事業が伸び悩んだとしても、他の事業が補完することが可能で、これにより安定した収益を保つことができる。

**(2) 商社機能とメーカー機能を併せ持つ**

同社は柔軟な対応力と強い営業力を持つ商社である一方で、選挙関連機器や金融関連機器の設計・製造を行うメーカーでもある。これにより、商品やシステムの企画・開発から設計・製造、販売、ソフトウェアや機器のメンテナンスサポートまで一貫したサービスを提供することができる。商社としての「強い営業力」とメーカーとしての「商品開発力」を併せ持っていることは同社の特色であり強みである。

会社概要

### (3) 安定した財務基盤

同社の財務基盤（貸借対照表）は堅固で安定している。直近の2021年3月期の貸借対照表を要約すると、総資産41,312百万円、純資産27,032百万円（自己資本比率65.4%）、現金及び預金18,481百万円、たな卸資産2,952百万円、借入金3,516百万円（短期のみ）となっており、商社としては在庫と借入金が少ない、メーカーとしては有形固定資産が比較的少ない。言い換えれば、財務的には商社とメーカーの良い面を合わせ持ったコンパクトかつ堅固なバランスシートと言える。これにより、新たな事業展開も、財務面からの制約を受けることなく容易に行うことが可能となっている。これは同社の強みの1つだろう。

## 業績動向

### 2021年3月期は大型選挙がなく営業損失

#### 1. 2021年3月期の業績概要

##### (1) 損益状況

2021年3月期の連結業績は、売上高30,261百万円（前期比19.5%減）、営業損失97百万円（前期は1,025百万円の利益）、経常利益24百万円（同1,228百万円の利益）、親会社株主に帰属する当期純損失28百万円（同865百万円の利益）となった。

主力の選挙システム機材において、東京都知事選挙があったものの2019年4月の統一地方選挙や同年7月の参議院選挙のような大型選挙がなかったことにより、売上高が前期比54.5%減となったことが響いた。他の事業もコロナ禍の影響を受けて減収となったが、注力しているメディアコンバート事業（情報・産業システム機材の内数）は順調に拡大し、売上高は4,017百万円（前期比15.8%増）となった。

#### 2021年3月期の業績

（単位：百万円）

	20/3期		21/3期		増減率
	実績	構成比	実績	構成比	
売上高	37,589	100.0%	30,261	100.0%	-19.5%
売上総利益	8,669	23.1%	6,768	22.4%	-21.9%
販管費	7,644	20.3%	6,865	22.7%	-10.2%
営業利益	1,025	2.7%	-97	-	-
経常利益	1,228	3.3%	24	-	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	865	2.3%	-28	-	-

出所：決算資料よりフィスコ作成



業績動向

## (2) 財務状況

2021年3月期末の財務状況は、流動資産は前期末比で2,241百万円減少し30,568百万円となった。主に現金及び預金の減少1,699百万円、受取手形及び売掛金の減少801百万円による。固定資産は前期末比で649百万円増加し10,744百万円となったが、主に株価上昇の影響等による投資有価証券の増加250百万円、年金資産の時価上昇等による退職給付にかかる資産の増加451百万円による。その結果、資産合計は41,312百万円（前期末比1,593百万円減）となった。

負債合計は、14,279百万円（同1,422百万円減）となったが、主に電子記録を含めた仕入債務の減少800百万円、未払法人税等減少262百万円、役員退職慰労金の減少82百万円等による。また、純資産合計は、主に親会社株主に帰属する当期純損失の計上及び配当金支払いによる利益剰余金の減少228百万円、自己株式の取得393百万円、その他有価証券評価差額金の増加185百万円等から27,032百万円（同171百万円減）となった。この結果、2021年3月期末の自己資本比率は65.4%（前期末63.4%）となった。

### 貸借対照表

（単位：百万円）

	20/3 期末	21/3 期末	増減額
現金及び預金	20,180	18,481	-1,699
受取手形及び売掛金	9,319	8,518	-801
たな卸資産	2,940	2,952	12
流動資産計	32,809	30,568	-2,241
有形固定資産	3,647	3,552	-95
無形固定資産	409	400	-9
投資その他の資産	6,038	6,791	753
固定資産計	10,095	10,744	649
資産合計	42,905	41,312	-1,593
仕入債務（電子記録含む）	8,470	7,670	-800
短期借入金等	3,516	3,516	0
未払法人税等	291	29	-262
流動負債計	13,768	12,310	-1,458
役員退職慰労引当金	971	889	-82
固定負債計	1,932	1,969	37
負債合計	15,701	14,279	-1,422
純資産合計	27,203	27,032	-171

出所：決算短信よりフィスコ作成

## (3) キャッシュ・フローの状況

2021年3月期の営業活動によるキャッシュ・フローは689百万円の支出であったが、主な収入は税金等調整前当期純利益の計上22百万円、減価償却費326百万円、売上債権の減少903百万円などで、主な支出は、仕入債務の減少782百万円などによる。投資活動によるキャッシュ・フローは612百万円の支出であったが、主に定期預金の預入による支出200百万円、有形固定資産の取得による支出203百万円、無形固定資産の取得による支出155百万円等による。財務活動によるキャッシュ・フローは591百万円の支出であったが、主な支出は、配当金の支払い198百万円、自己株式の取得393百万円による。

業績動向

以上から 2021 年 3 月期の現金及び現金同等物は 1,893 百万円減少し、期末残高は 17,391 百万円となった。

キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	20/3 期	21/3 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	2,765	-689
税金等調整前当期純利益	1,179	22
減価償却費	338	326
売上債権の増減額 (- 増加)	2,307	903
たな卸資産の増減額 (- は増加)	347	-13
仕入債務の増減額 (- は減少)	-1,363	-782
投資活動によるキャッシュ・フロー	-979	-612
有形固定資産の取得による支出	-695	-203
財務活動によるキャッシュ・フロー	-357	-591
自己株式の取得	-119	-393
配当金の支払額	-238	-198
現金及び現金同等物増減額 (- は減少)	1,427	-1,893
現金及び現金同等物期末残高	19,285	17,391

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 2. 2021 年 3 月期のセグメント別状況

セグメント別及びサブセグメント別（単体ベース）の状況は以下のとおりであった。

### (1) 情報・印刷・産業システム機材セグメント

セグメント売上高は 18,179 百万円(前期比 12.6% 減)、セグメント利益は 5 百万円(前期は 168 百万円の損失)となった。減収ではあったが、メディアコンバート事業の増加や印刷事業の利益率改善により前期比で損益は改善した。

#### a) 情報・産業システム機材

注力している文書のデジタル化事業（メディアコンバート事業）の連結売上高は、4,017 百万円（前期比 15.8% 増）と好調であった。2021 年 3 月期においては民間企業からの受注が 62%、官公庁・自治体からが 38% で、増加分（548 百万円）の大部分は官公庁からであった。一方で、その他の製品の売上高はコロナ禍の影響もあり低調に推移した。成長が期待されている業務用ろ過フィルターの販売は、コロナ禍の影響で多くの飲食業が休業したことから飲料需要の減少を受けて不振であった。特にビール業界の低迷が大きく響いた。その結果、サブセグメントの売上高（単体ベース）は 6,825 百万円（同 2.5% 減）となったが、コロナ禍の影響があったことを考慮すれば健闘した結果と言えるだろう。

#### b) 印刷システム機材

印刷システム機材の売上高（単体ベース）は、8,452 百万円（同 22.1% 減）となった。コロナ禍の影響で各種イベントの中止や店舗の営業自粛等により、商業印刷物の需要が減少し、印刷材料の販売が低調であった。また印刷会社の設備投資意欲減退により、機器販売も減収となった。

業績動向

## (2) 金融汎用・選挙システム機材セグメント

大型選挙がなかったことなどから選挙システム機材が大幅減となりセグメント売上高は、3,491 百万円（同 48.6% 減）、セグメント営業損失は 155 百万円（前期は 1,101 百万円の利益）となった。

### a) 選挙システム機材

東京都知事選挙などの地方選挙向けの機器やシステムの販売は好調に推移したが、前年のように大型選挙（参議院選挙や統一地方選挙など）がなかったことから売上高（単体ベース）は 2,333 百万円（前期比 54.5% 減）と大幅減収となった。これらの製品は、自社開発品で利益率も比較的高いことから、全体の利益にも大きく影響した。

### b) 金融汎用システム機材

コロナ禍の影響による巣ごもり需要などでスーパーマーケット向けは比較的堅調であったが、金融機関向け貨幣処理機器の販売が設備投資抑制の影響により低迷、さらに外出自粛の影響を受けたタクシー業界向けも低調であった。この結果、金融汎用システム機材の売上高（単体ベース）は 1,087 百万円（前期比 28.1% 減）となった。

## (3) 紙・紙加工品セグメント

医薬品向け高機能紙器用板紙の販売は増加したものの、コロナ禍による経済活動の停滞やテレワークの拡大で、印刷用紙や情報用紙の販売が需要縮小の影響を受けた。この結果、セグメント売上高は 8,315 百万円（前期比 14.6% 減）、セグメント営業損失は 92 百万円（前期は 55 百万円の損失）となった。

## (4) 不動産賃貸・リース事業等セグメント

おおむね順調に推移し、セグメント売上高は 273 百万円（前期比 3.4% 増）、セグメント営業利益は 142 百万円（同 1.4% 減）となった。

### 2021年3月期の連結セグメント別業績

（単位：百万円）

	20/3 期		21/3 期		増減額	増減率
	実績	構成比	実績	構成比		
売上高	37,589	100.0%	30,261	100.0%	-7,328	-19.5%
情報・印刷・産業システム機材	20,801	55.3%	18,179	60.1%	-2,622	-12.6%
金融汎用・選挙システム機材	6,791	18.1%	3,491	11.5%	-3,300	-48.6%
紙・紙加工品	9,732	25.9%	8,315	27.5%	-1,417	-14.6%
不動産賃貸・リース事業等	264	0.7%	273	0.9%	9	3.4%
営業利益	1,025	2.7%	-97	-	-1,122	-
情報・印刷・産業システム機材	-168	-	5	-	173	-
金融汎用・選挙システム機材	1,101	-	-155	-	-1,256	-
紙・紙加工品	-55	-	-92	-	-37	-
不動産賃貸・リース事業等	144	-	142	-	-2	-1.4%
（調整額）	3	-	2	-	-1	-

注：連結セグメント売上高の数値は、セグメント間の内部売上高を含まない

出所：決算資料よりフィスコ作成

## ■ 今期の見通し

### 2022年3月期は営業利益10.1億円を計画

2022年3月期通期の連結業績は、売上高37,058百万円（前期比22.5%増）、営業利益1,016百万円（前期は97百万円の損失）、経常利益1,045百万円（同24百万円の利益）、親会社株主に帰属する当期純利益574百万円（同28百万円の損失）と予想されている。主力の選挙システム事業において、任期満了（または解散）による衆議院選挙の実施が見込まれるため大幅増収を予想。その他事業もコロナ禍からの回復もあり増収が予想されている。増収に伴い、経常利益は1,045百万円と回復見込み。

分野別では、情報・印刷・産業システム機材はコロナ禍の影響から回復し売上高20,982百万円（前期比15.4%増）が見込まれている。金融汎用・選挙システム機材は、衆議院選挙が実施される見込みであることから売上高は6,672百万円（同91.1%増）と急回復予想。紙・紙加工品はコロナ禍の影響から通常レベルに戻るため売上高は9,129百万円（同9.8%増）を見込んでいる。注目されるメディアコンバート事業の売上高は3,954百万円（前期比1.6%減）とほぼ前期並みの予想だが、これは前期に堅調に推移した官公庁向けの需要が読めないことと、同社の営業力を今期は大型受注が期待できる選挙システムに振り向けるためである。

#### 2022年3月期業績予想

（単位：百万円）

	21/3 期		22/3 期		
	実績	構成比	予想	構成比	前年比
売上高	30,261	100.0%	37,058	100.0%	22.5%
情報・印刷・産業システム機材	18,179	60.1%	20,982	56.6%	15.4%
金融汎用・選挙システム機材	3,491	11.5%	6,672	18.0%	91.1%
紙・紙加工品	8,315	27.5%	9,129	24.6%	9.8%
不動産賃貸・リース事業等	273	0.9%	273	0.7%	-0.0%
営業利益	-97	-	1,016	2.7%	-
経常利益	24	0.1%	1,045	2.8%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	-28	-	574	1.5%	-

出所：決算資料よりフィスコ作成

## ■ 中長期成長戦略

### 成長する選挙関連ビジネスをベースに、 様々な注力事業の拡大で持続的成長の実現を目指す

選挙関連ビジネスを中心に既存事業を伸ばすことに注力するのは言うまでもないが、今後は特にメディアコンバート事業、選挙関連事業、業務用過フィルター事業、社会インフラ画像診断サービス『ひびみつけ』事業の4分野に注力して業績を伸ばしていく方針だ。

#### 1. メディアコンバート事業

同社のメディアコンバート事業の概要や特色は前述のとおりだが、加えて2019年に特殊なデジタル化技術を手に入れデジタルアーカイブ事業を強化した。具体的には、独自のデジタルアーカイブシステム「RoDA」(ロダ)のリリースである。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、美術品や古文書などの文化遺産を高精細画像にすることは容易だが、それらをインターネット上でスムーズに拡大しストレスなく閲覧することは実は簡単ではない。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うと、非常に動作が重くなり実用性が著しく損なわれる点にある。新システム「RoDA」はこの点を解決する画期的な技術だ。

RoDAの効果は、大きく2つ挙げることができる。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。2つ目はメディアコンバート事業にとっての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。これらの事業が収益に本格的に貢献するまでには多少時間を要することが予想されるが、貴重な文化財の保存・保管に貢献するだけでなく、一般市民が貴重な文化財や美術品等に接する機会を増やすことは社会的な要請でもあるため、今後は全国の図書館や公文書館、博物館、美術館、自治体などへ積極的な営業展開を行う計画だ。

また需要サイドからもメディアコンバート事業の拡大が期待できる。今後のメディアコンバート事業全体の事業環境としては、以下のような状況が考えられる。

#### (1) 民間企業の需要

民間企業の需要は拡大傾向にあるが、その背景として以下4点が挙げられる。

- a) 業務効率向上のためのIT化進展＝財務・税務書類：電子化文書で保存可能
- b) 「e文書法」施行（2005年4月）
- c) 企業改革法（日本版SOX法）、個人情報保護法の施行：文書管理の強化
- d) マイナンバー制度の運用

加えて、足元では経済に大きなダメージを与えているコロナ拡大防止策として「テレワーク」が急ピッチで拡大しつつある。しかしこのテレワークをより実効性のあるものにするためには、必要な文書やデータなどをデジタル化し、オフィスと同じ事務処理をリモートで行うことを可能にする環境整備が必要である。そのため、職種を問わずこれまで以上に様々な文書のデジタル化需要が拡大していることは事実である。同社ではこれらの需要を取り込むべく営業活動を強化している。

#### (2) 官公庁・自治体の需要

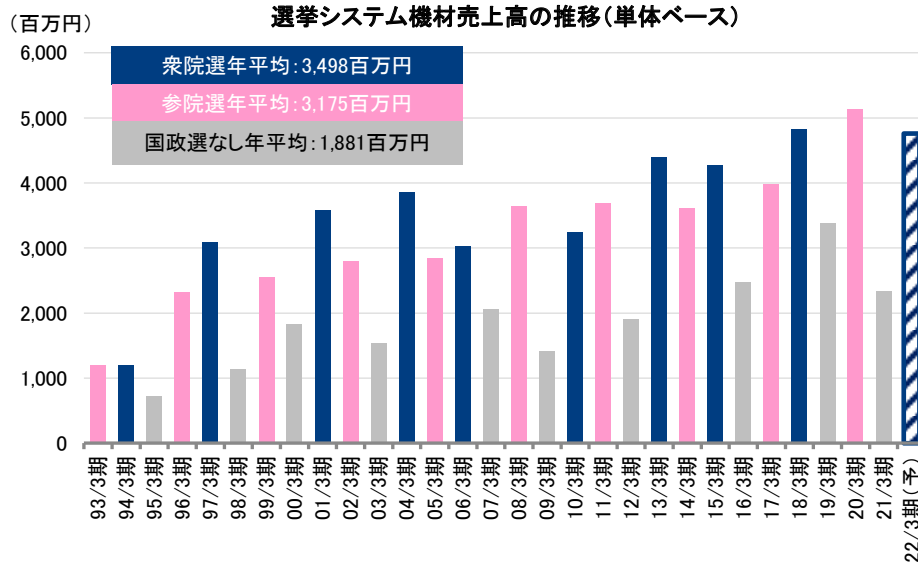
また、官公庁・自治体市場においても、「デジタル庁」の新設など政府が行政のデジタル化に向けて積極的な取り組みを進めており、文書や図面、資料などの電子化需要の拡大が見込まれている。政府が既に発表している内容では、2026年を目途に公文書の管理は全面的に電子化する目標となっている。また2026年に新しい国立公文書館が開館するため、その時期を目標として、公文書の作成から移管までをすべて電子化する計画になっている。実際には、官公庁や各自治体の職員が作成する文書は、ほぼ紙のためそのまま紙で保存されているが、それらを電子化することで、分類や整理する手間が大幅に省けるようになり、電子化には大きなメリットがある。よって、行政のデジタル化推進のため、文書などの電子化に対しては優先的な予算化が見込まれており、同社としても積極的に営業活動を展開していく計画だ。

## 2. 選挙関連事業

選挙関連の市場に対しては“成熟市場”というイメージもあるが、弊社では依然として“成長市場”だと捉えている。そう考える理由は、国政選挙の有無で年ごとの市場規模が大きく変動するなかにあっても、peak-to-peakで見れば右肩上がりで推移しているためだ。

この要因はいろいろ考えられるが、もっとも大きいのは省力化（省人化）ニーズの高まりであり、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。一方で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。

中長期成長戦略



出所：IR 資料よりフィスコ作成

さらに、現在のコロナ禍においても同事業の市場拡大が明らかになりつつあることは注目すべきだ。前期は2020年7月の東京都知事選挙をはじめ、春以降に予定されていた地方選挙はコロナ禍においても予定どおり実施された。そのなかで、選挙を運営する自治体はウイルス感染を防止するため、投票所においては投票者にソーシャルディスタンスを守ることへの協力を求めたほか、投票所への入場制限を設けるなどの対策を行った。一方、投票所内では、投票者の投票にかかる時間を短縮するため、投票者の本人確認の迅速化に取り組むとともに、投票用紙を従来の手渡しから機械による交付に改める自治体が増えた。このことは、同社の投票業務管理システムや投票用紙交付機の需要拡大に直結する。

また、開票所においては、自治体の職員が開票作業を行うが、ここでも作業の3密を避けるため開票作業者の削減を行った自治体が数多くあった。そして、人員削減による作業スピードの低下をカバーするため、機械を増設するなど一層の機械化による業務の高効率化を行った。このことは、同社が市場で圧倒的な高いシェアを持つ投票用紙読取分類機や、投票用紙計数機など開票作業向け効率化機器の市場拡大を意味する。

さらにコロナ禍の環境下において、同社は投票所や開票所に向けた感染防止対策用として以下のような新規商材の取り扱いを開始している。

**(1) 飛沫感染防止対策として「飛沫防止ガード」**

飛沫によるウイルス感染を防ぐための飛沫ブロック用フィルム・アクリル板。前回の東京都知事選挙では、名簿照合係や投票用紙交付係で必須のアイテムとなっており、他の自治体でも同様の動きになっている。

中長期成長戦略

### (2) 「Hydro Ag+ (ハイドロ エージープラス)」

富士フィルムが開発した抗菌アルコールスプレーで、アルコール除菌し、その乾燥後も銀の成分で抗菌コートされるため、高い抗菌効果が長時間持続するものだ。富士フィルムが長年の銀の研究で培った独自技術を生かして、これまでにない持続除菌を実現した。もともとは医療や介護の現場のために開発されたものだが、同社では選挙の投票所、開票所向けに販売している。

### (3) 「ユボサクシオンタック」

密集・密接防止の注意喚起表示として使用する粘着シート。プリンターなどで簡単に印刷でき、貼ってはがせるシートで投票所での需要が期待できる。



出所：決算説明会資料より掲載

このように、同社の選挙関連事業は、更新需要だけでも安定成長が十分可能と考えられていたが、ウィズ (with) コロナの時代においては、投票者や開票従事者の安全・安心を担保するために不可欠なものとして価値を高め、更なる事業拡大へと進んでいる。

さらに、今期の衆議院選挙実施以降も大型選挙の実施が予定されており、3期に渡って特需を見込むことができる。2023年3月期には2022年7月に参議院選挙、2024年3月期には2023年4月に統一地方選挙の実施が予定されており、これらの大型選挙が選挙事業の需要を押し上げると期待できる状況であると言える。

### 3. 業務用ろ過フィルター事業

この事業は富士フィルムが開発・製造する業務用ろ過フィルター「マイクロフィルター」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。この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いる。

富士フィルムのマイクロフィルターはこの市場では後発組 (先発は主に外資系企業) 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、その後2020年3月期までは順調に拡大した。残念ながら足元の販売はコロナ禍の影響で飲食業向けが停滞し足踏みをしているが、依然として中長期では注目・注力される製品であるのは変わらない。



#### 4. 画像診断サービス『ひびみっけ』事業

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生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1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。既に国（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見られる。

## ■ 株主還元

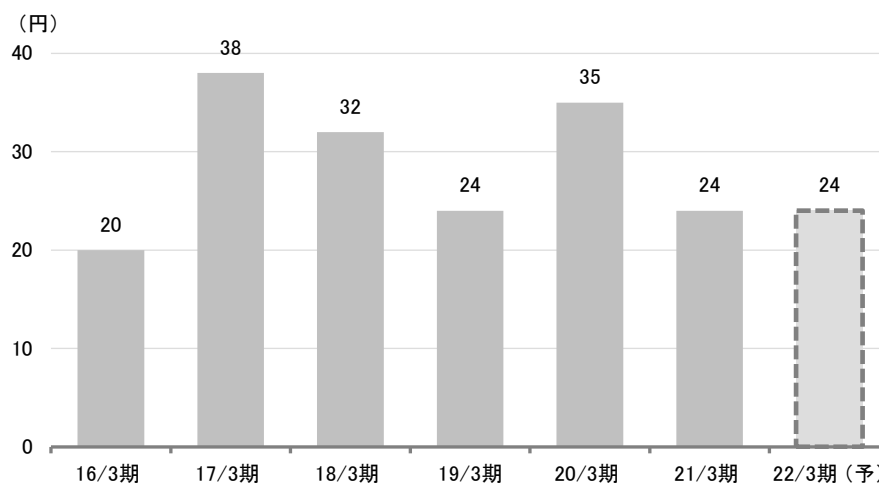
### 2022年3月期は年間24円の配当予想を公表。 ベースとしての普通配当の実施を計画

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。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を組み合わせる方式を採用している。

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、大型選挙により業績が好調であったことから特別配当11円を加えて年間35円配当（中間配20円、期末配15円）を実施した。2021年3月期は、ベースとしての普通配当24円を実施した。進行中の2022年3月期については、普通配当24円を発表している。現時点の予想1株当たり当期純利益に基づく配当性向は30.0%であるが、今後の業績次第では増配の可能性もありそうだ。

株主還元

1株当たり年間配当金の推移



出所：決算資料よりフィスコ作成

#### 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。

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・表示したのですが、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 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp