

## 富士フィルムホールディングス(4901)

[化学] 東証1部

2020年6月9日

QUICK 企業価値研究所 アナリスト 谷林正行

## 業績予想を下方修正するが、今期以降は営業増益を予想

【株価・指標】 (表示単位未満四捨五入)	
株価(20/6/8 終値)	5,011.0 円
年初来高値(20/4/6)	6,420.0 円
年初来安値(20/3/13)	4,152.0 円
連結PER(21/3 期当研究所予想)	13.81 倍
連結PBR(20/3 期実績)	1.03 倍
基準BPS	4,886.66 円
予想配当利回り(21/3 期会社予想)	- %
1株当たり年間予想配当金	- 円
普通株発行済株式数	514,626 千株
普通株時価総額	25,788 億円
売買単位	100 株

富士フィルム(4901) 日足 18/6/8~20/6/8



## 1. ヘルスケアの伸びが続く見通し

企業価値研究所は 21/3 期の連結予想営業利益を 2450 億円 1950 億円(前期比5%増)に下方修正した。新型コロナウイルスによる影響などで減額したが、前期との比較では前期に買収したバイオジェンの貢献などによるバイオ CDMO(医薬品の開発製造受託)の伸びなどヘルスケアの利益拡大や前期に計上した減損損失の一巡などで増益を確保するとみた。来期以降もヘルスケアの伸びが続くとみている。

## 2. 新型コロナは戦略面の取り組みにも影響

新型コロナウイルスで前期 4Q から業績面に影響が生じているが、ヘルスケア強化のために行った日立(6501)の画像診断関連事業買収完了時期が20年7月から先送りされることとなった。戦略面にも影響が生じてきた。

3. 20/3 期は円高、新型コロナの影響で営業 11%減益  
20/3 期の連結営業利益は 1866 億円(前期比 11%減)となった。円高、新型コロナウイルスの影響が響いた。

4. リスクファクター ~ 為替、競合企業との競争激化、ドキュメント事業の展開など

【アナリストの投資判断】 ~ 戦略面の展開に不透明感が強まる。当面は株式相場全体に準じた値動きを想定

当研究所では当面の株価について、株式相場全体に準じた値動きを想定している。最近の値下がりには新型コロナウイルスが収束に向かいつつあることで抗インフルエンザ治療薬「アビガン」の注目度が低下してきたためと考えられるが、対 TOPIX の相対株価をみるとほぼ新型コロナウイルス感染拡大以前の水準となっており、下値リスクは少なくなったと捉えている。「アビガン」が再び注目される可能性はあるものの、日立からの画像診断関連事業買収が先送りとなるなど、戦略面の展開に不透明感が強まっている。上値が限定的なものにとどまる可能性も考えられる。

【業績データ】 会計基準: 米国基準(SEC 基準)

(%は前期比増減率)

決算期	売上高(百万円)	営業利益(百万円)	税引前利益(百万円)	純利益(百万円)	EPS(円)				
連 19/3 期(実績)	2,431,489	-0.1%	209,827	70.1%	212,762	7.6%	138,106	-1.8%	326.81
連 20/3 期(実績)	2,315,141	-4.8%	186,570	-11.1%	173,071	-18.7%	124,987	-9.5%	306.18
連 21/3 期(予想)	2,170,000	-6.3%	195,000	4.5%	200,000	15.6%	145,000	16.0%	362.76
連 22/3 期(予想)	2,220,000	2.3%	217,000	11.3%	222,000	11.0%	162,000	11.7%	405.29
連 23/3 期(予想)	2,250,000	1.4%	227,000	4.6%	232,000	4.5%	170,000	4.9%	425.31

注: 予想は当研究所

本ページの図表の個別注記以外の説明および出所は、後掲の<データの説明>にまとめて記載しております。

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。

## 1. ヘルスケアの伸びが続く見通し

【当研究所21/3期予想:減損損失一巡もプラス要因に】

企業価値研究所は21/3期の連結予想を下方修正した(表1)。売上高は2兆5000億円→2兆1700億円(前期比6%減)、営業利益は2450億円→1950億円(同5%増)、純利益は1700億円→1450億円(同16%増)とした。為替レート的前提は、1ドル=108円に変わりはないが、1ユーロ=122円→118円へ円高方向に見直した。修正要因は主に新型コロナウイルス。セグメント別営業利益は、全セグメントで減額した。写真関連、デジタルカメラなどのイメージングソリューションは330億円→200億円(同20%減)。新型コロナウイルスによる移動制限で写真撮影の機会が減少。世界各国の緊急事態宣言などが解除された後も急回復は難しいとみられる。会社側はインスタントカメラ「チェキ」で室内撮影の需要喚起を図っているが、カラーペーパーなど写真関連やデジタルカメラなどの需要が減少するとみた。ヘルスケア&マテリアルズは、セグメント全体では1270億円→1050億円(同14%増)。うち医療機器や医薬品などのヘルスケアは600億円→450億円(同36%増)。新型コロナウイルスで病院での通常の治療活動が低下し、情報システムなどの投資活動も低調となるとみられることから医療機器などの見通しを引き下げた。なお会社側が日立(6501)からの画像診断関連事業買収の時期を20年7月としていたが、これを未定とした。これにより売上高を大幅に引き下げたが、もともと買収初年度の利益貢献は見込んでいなかったため今期の利益予

想への影響はない。機能性材料などのマテリアルズは670億円→600億円(同1%増)。各種の営業活動が低調となっていることから商業印刷向けなどのグラフィックシステムを厳しくみた。事務機械などのドキュメントソリューションは1250億円→1050億円(同微減)。売り上げ面は比較的大幅な下方修正としたが、全国のセブン-イレブン店舗での「ネットプリントサービス」の需要拡大などで利益面の落ち込みの一部を吸収するとみたほか、コストダウン強化なども考慮した。

セグメント別営業利益の前期との比較では、イメージングソリューションを大幅な減益としたが、ヘルスケアは増益、マテリアルズはほぼ前期並み、ドキュメントソリューションは横ばいとした。イメージングソリューションはデジタルカメラなど全般的に苦戦が見込まれる。ヘルスケアは19年8月に買収完了したバイオCDMO(医薬品の開発製造受託)のバイオジェンの通年寄与などで増益へ。マテリアルズは減収見込みながらも前期に計上した減損損失一巡がプラス要因となる。ドキュメントソリューションは、減収の影響をこれまで行ってきた構造改革の効果がカバーするとみた。なおヘルスケアでは抗インフルエンザ治療薬「アビガン」が新型コロナウイルス感染症に適用されるかどうか注目されているが、承認を得られるかどうか、承認を得られたとしてもどのような形態で供給するのか詳細が不明であり、予想に織り込んでいない。

表1. セグメント別20/3期実績および当研究所予想

(単位:億円、%)

	20/3実	21/3予			22/3予			23/3予	
		前回	今回	伸び率	前回	今回	伸び率		伸び率
売上高	23,151	25,000	21,700	-6	25,200	22,200	2	22,500	1
イメージングソリューション	3,326	3,400	2,800	-16	3,300	2,800	0	2,700	-4
ヘルスケア&マテリアルズ	10,242	11,800	10,300	1	12,100	10,900	6	11,300	4
(うちヘルスケア)	5,041	6,400	5,300	5	6,600	5,700	8	6,000	5
(うちマテリアルズ)	5,201	5,400	5,000	-4	5,500	5,200	4	5,300	2
ドキュメントソリューション	9,583	9,800	8,600	-10	9,800	8,500	-1	8,500	0
営業利益	1,866	2,450	1,950	5	2,700	2,170	11	2,270	5
イメージングソリューション	251	330	200	-20	320	200	0	180	-10
ヘルスケア&マテリアルズ	924	1,270	1,050	14	1,430	1,220	16	1,390	14
(うちヘルスケア)	331	600	450	36	740	600	33	750	25
(うちマテリアルズ)	593	670	600	1	690	620	3	640	3
ドキュメントソリューション	1,050	1,250	1,050	-0	1,350	1,100	5	1,050	-5
全社費用および消去	-360	-400	-350	-	-400	-350	-	-350	-
純利益	1,250	1,700	1,450	16	1,880	1,620	12	1,700	5

(出所)会社資料、当研究所予想で作成

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認下さい。

【21/3 期会社計画:合理的な業績予想算出が困難として公表を見送り】

会社側は 21/3 期の連結会社計画について、新型コロナウイルスの影響で合理的な業績予想算出が困難として公表を見送った。今後計画の開示が可能となった時点で速やかに公表するとしている。

【当研究所 22/3 期、23/3 期予想:来期は 2 桁営業増益を見込む】

当研究所は来期(22/3 期)の連結予想も下方修正した。売上高は 2 兆 5200 億円 2 兆 2200 億円(前期比 2%増)、営業利益は 2700 億円 2170 億円(同 11%増)、純利益は 1880 億円 1620 億円(同 12%増)に引き下げた。新型コロナウイルスの収束を前提に景気全般は今期下期から回復に向かうと想定しているが、回復のピッチは鈍いとみているため。営業利益はセグメント別でもすべて減額。イメージングソリューションは写真関連、デジタルカメラとも従来よりも厳しくみた。ヘルスケアは病院における設備投資余力が低下するとみて医療機器などの見通しを下方修正。マテリアルズもグラフィックシステムなどを厳しくみ

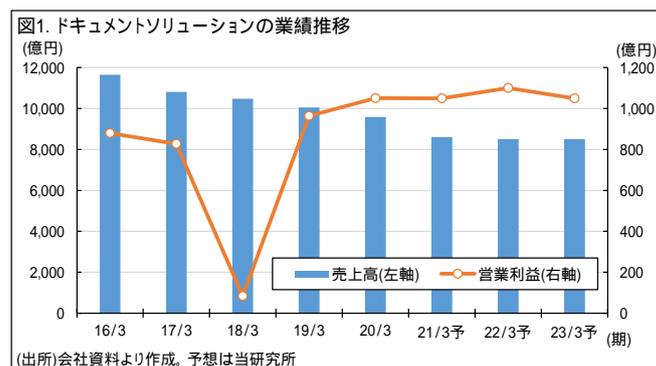
## 2. 新型コロナは戦略面の取り組みにも影響

新型コロナウイルスで前期 4Q から業績面に影響が生じているが、同社においては戦略面での取り組みにも影響が生じている。ヘルスケアの強化のために行った日立の画像診断関連事業の買収は前述の通り 20 年 7 月完了の予定だったが未定となった。ドキュメントソリューションでは、ゼロックス社との技術契約は現時点で 21 年 3 月末に解消する予定だが、契約延長の可能性が浮上してきた模様。もし契約が延長されれば、22/3 期以降ゼロックスと富士ゼロックスの営業テリトリーの分担がなくなり、富士フィルム ビジネスイノベーションという新ブランドを全世界で展開するという戦略に変更が生じる可能性がある。そうなれば、

た。ドキュメントソリューションはテレワークの普及などによるコピーボリューム低下などを織り込んだ。23/3 期は新たに売上高 2 兆 2500 億円(同 1%増)、営業利益 2270 億円(同 5%増)、純利益 1700 億円(同 5%増)とした。

セグメント別営業利益の時系列の動きでは、イメージングソリューションはトレンドとしては縮小傾向にあると考えているが、22/3 期は今期期初の外出規制による落ち込みの反動を考慮して営業利益は横ばいへ。23/3 期は再び減益に向かうと想定した。ヘルスケアはバイオ医薬品の伸びによる CDMO ビジネスなどの拡大を見込む。マテリアルズは、グラフィックシステムは厳しいものの、半導体材料などの伸びにより全体としては緩やかな増益傾向へ。ドキュメントソリューションは、22/3 期は米ゼロックス社との技術契約解消によるブランドロイヤリティ支出がなくなることのプラス要因と富士ゼロックスのブランド変更に伴う費用の差し引きで増益としたが、23/3 期はブランド変更コストが残ると想定し減益予想とした。

図 1 に示すドキュメントソリューションの業績見直しも見直すこととなる。当面、業績面だけでなく、様々な戦略面の展開も注視していく必要がある。



## 3. 20/3 期は円高、新型コロナの影響で営業 11%減益

20/3 期の連結業績は、売上高 2 兆 3151 億円(前期比 5%減)、営業利益 1866 億円(同 11%減)、純利益 1250 億円(同 9%減)となった(表 2)。為替レートは 19/3 期が 1 ドル=111 円、1 ユーロ=128 円だったが、20/3 期はそれぞれ 109 円、121 円。連結営業

利益の減少額は 233 億円だが、円高の影響を控除すれば、100 億円の減少となる。なお、会社側では新型コロナウイルスの影響額について、売上高で 470 億円、営業利益で 260 億円、純利益で 180 億円と試算している。円高、新型コロナウイルスの影響を控除

すれば、順調な進捗だったということになる。

セグメント別営業利益では、ドキュメントソリューションは構造改革の効果により増益を確保したが、他のセグメントは減益に。イメージングソリューションはもともとカラーペーパーの販売減などで苦戦していたが、新型コロナウイルスで4Qに落ち込み前期比ほぼ半減。ヘルスケア&マテリアルズ中のヘルスケアは、バイオジェンの新規連結などで増収となったが営業利益は円高の影響などによりわずかな減益に。マテリアルズはグラフィックシステムの販売減および減損損失

計上により減益となった。

【イメージングソリューションはさらに厳しさが増したと認識】

当研究所では20/3期実績について、減収・減益となったものの、円高や新型コロナウイルスといった外部要因によるものであり、全体としては健闘したと評価している。しかしイメージングソリューションは他のセグメントと比べて落ち込みが大きかった。従前から事業環境は厳しかったが、新型コロナウイルスでさらに厳しさが増したと認識している。

表2. セグメント別19/3期および20/3期実績

(単位:億円)

	19/3期	20/3期	伸び率(%)	増減額	為替影響	実質増減
売上高	24,315	23,151	-5	-1,163	-488	-676
イメージングソリューション	3,869	3,326	-14	-543	-115	-428
ヘルスケア&マテリアルズ	10,390	10,242	-1	-148	-206	58
(うちヘルスケア)	4,843	5,041	4	198	-103	301
(うちマテリアルズ)	5,547	5,201	-6	-346	-103	-243
ドキュメントソリューション	10,056	9,583	-5	-473	-167	-306
営業利益	2,098	1,866	-11	-233	-132	-100
イメージングソリューション	511	251	-51	-261	-44	-216
ヘルスケア&マテリアルズ	976	924	-5	-52	-39	-13
(うちヘルスケア)	333	331	-1	-2	-18	16
(うちマテリアルズ)	643	593	-8	-50	-21	-29
ドキュメントソリューション	964	1,050	9	87	-51	137
全社費用および消去	-352	-360	-	-7	2	-8
純利益	1,381	1,250	-9	-131	-86	-45

(出所)会社資料で当研究所作成

#### 4. リスクファクター ~ 為替、競合企業との競争激化、ドキュメント事業の展開など

世界各地の経済情勢、とりわけ為替レートの変動が大きな影響を及ぼす可能性があるほか、競合企業との競争激化による製品価格の下落、原材料価格の

上昇、特許その他の知的財産権に関わる係争、公的規制など。ドキュメントソリューションにおいては、新たな事業スキーム構築が順調に進まない場合など。

#### 5. アナリストの投資判断 ~ 戦略面の展開に不透明感が強まる。当面は株式相場全体に準じた値動きを想定

今年に入ってから株価をみると、1月に5857円の高値を付けた後に値下がりし、新型コロナウイルスによる株式相場全体の下げもあり3月に4152円の年初来安値を付けた。その後、「アビガン」が注目されたことで急激に値上がりし、4月6日に6420円の年初来高値を付けた。この値上がりは短期的なもので、最近では5000円前後となっている。ちなみに、20/3期本決算を発表した5月22日の翌営業日25日終値は前日比137円(3%)安の4808円だった。対TOPIXの相対株価では、昨年終盤からパフォーマンスは改善傾向にあり、「アビガン」で急激に高まったが、最近

は元の水準に戻ってきた(図2)。

当研究所では当面の株価について、株式相場全



本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認下さい。

体に準じた値動きを想定している。最近の値下がりには新型コロナウイルスが収束に向かいつつあることで「アピガン」の注目度が低下してきたためと考えられるが、対 TOPIX の相対株価をみるとほぼ新型コロナウイルス感染拡大以前の水準となっており、下値リスク

は少なくなったと捉えている。「アピガン」が再び注目される可能性はあるものの、日立からの画像診断関連事業買収が先送りとなるなど、戦略面の展開に不透明感が強まっている。上値が限定的なものにとどまる可能性も考えられる。

## 6. 会社概要

### フィルムで培った技術を核に事業を多角化

設立時の写真フィルムで培った化学、画像処理などの技術を生かして事務機械などに多角化展開。液晶の偏光板保護フィルムなど世界トップシェアの製品を多数抱えている。

事業セグメントは、イメージングソリューション、ヘルスケア&マテリアルズ、ドキュメントソリューションに3区分。イメージングソリューションは、カラーフィルム、デジタルカメラ、写真プリント用カラーペーパーなど。ヘルスケア&マテリアルズは、FPD 材料、電子材料、医療機器、医薬品、グラフィックスシステム機材など。ドキュメントソリューションは、オフィス用複写機・複合機、プリンター、消耗品等。

< 売上構成 > (20/3 期連結、外部顧客への売上高)：イメージングソリューション 14%、ヘルスケア&マテリアルズ 44%、ドキュメントソリューション 41%。仕向地別売上構成比は、国内 43%、米州 18%、欧州 13%、アジアおよびその他 25%。

1934 年、大日本セルロイド(現:ダイセル化学工業)の写真フィルム部の事業一切を分離継承して富士写真フィルムとして設立。62 年、英国ランクゼロックス社との合併により富士ゼロックスを設立。2006 年、全ての営業を富士フィルムに継承する新設分割を行い、持株会社である富士フィルムホールディングスに移行。

## &lt; データの説明 &gt;

- n 株価高安値: 表示期間中の株式分割等の影響は調整済み。市場変更があった場合には市場変更後の高安値を表示
- n PER(予想)・PBR(実績): PERは株価収益率、PBRは株価純資産倍率の略。PER(予想) = 株価 ÷ EPS(予想)、PBR(実績) = 株価 ÷ BPS(実績)。  
“-”(ハイフン)の表示はEPS・BPSがゼロもしくはマイナスの場合、EPS・BPSが非常に少額でPER200倍・PBR20倍を上回る場合、EPSの予想値がない場合、変則決算のためPER(予想)の算出が不適当な場合など
- n EPS(予想)・BPS(実績): EPS(予想)は予想1株当たり利益の略で、普通株主に帰属しない配当を控除した予想純利益を用いて算出。“-”(ハイフン)は利益予想がない場合、BPS(実績)は直近実績の1株当たり純資産の略で、会社計算値がない場合には純資産から普通株主に帰属しない額を控除して算出。これらの算出に用いる株式数は普通株式ベースで、決算短信等の直近四半期末の発行済株式数から自己株式を控除した株式数を使用。株式分割等の影響は遡及修正している。また、直近四半期末以降の増資等の影響は会社開示資料の関連データに基づき可能な限り QUICK 企業価値研究所で調整
- n 配当利回り: 1株当たり年間予想配当金 ÷ 株価。“-”(ハイフン)は配当金予想がない場合、変則決算の場合
- n 年間予想配当金: 株式分割等の権利落ちがあった場合には遡及修正した1株当たり配当金を表示。“-”(ハイフン)は会社予想がない場合、変則決算のため年間配当金としての表示が不適当な場合
- n 普通株発行済株式数: QUICKが日々算出する直近の普通株発行済株式数(自己株式含む)を表示
- n 普通株時価総額: 株価 × 上記の普通株発行済株式数
- n 株価チャート: 表示期間中の株式分割等の影響は遡及修正済み。また、市場変更があった場合は新旧両市場の株価を連続的に描画している。
- n 業績データ: 会計基準の変更などに伴う過年度決算数値の遡及修正は会社が開示している範囲内で反映している。純利益は親会社株主に帰属する当期純利益。米国会計基準、国際会計基準において非継続事業が発生した場合は、原則として純利益を除き継続事業ベースの数値を表示
- n 出所: 株価・チャート等は QUICK のデータベース。業績データ・予想配当金等は決算短信、有価証券報告書、その他会社開示資料

## &lt; 信用取引等に関する規制情報の説明 &gt;

- 売買監視銘柄や貸株申込制限銘柄等は、信用取引の勧誘が自粛されています。また、日々公表銘柄、信用取引規制銘柄、貸株注意喚起銘柄等に指定されている場合、信用取引を受託する際には、これらの措置が行われている旨およびその内容を説明しなければなりません。
- 【信用取引規制】 日々公表銘柄: 金融商品取引所は、信用取引の過度の利用を未然に防止するため、一定の基準に該当した銘柄については、毎日、信用取引残高の公表を行います。信用取引規制銘柄: 金融商品取引所は、特定の銘柄において、相場の状況が過熱して信用残高が急増するなど、信用取引の利用が過度であると認められた場合、過当投機を抑制する等の観点から委託保証金率の引上げや代用有価証券の使用制限(現金担保の差入れ)の措置を行います。 売買監視銘柄: 金融商品取引所は、特定の銘柄が相当数買い集められ、その売買状況等に著しい異常があると認められる場合には、公正な価格形成と円滑な流通を確保するために、当該銘柄を「売買監視銘柄」に指定し、特別の規制措置等を行います。
- 【貸借取引規制】 貸株注意喚起銘柄: 証券金融会社は、貸付株券の調達が困難となるおそれのある銘柄について、貸株利用等に関する注意を促します。 貸株申込制限銘柄: 証券金融会社は、貸付株券の調達が困難となった銘柄について、イ、制度信用取引の新規売り、ロ、制度信用取引の買い方の現引き、ハ、制度信用取引の買い方の転売について、貸借取引申込みの制限または停止を行います。

## アナリストによる宣言

私 谷林正行 は本調査資料に表明された見解が、対象会社と証券に対する私個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また私は本調査資料で特定の見解を表明することに対する直接的または間接的な報酬は、過去、現在共に得ておらず、将来においても得ないことを証明します。

## 利益相反に関する開示事項

- n 株式会社QUICK(以下、「QUICK」)は、契約先証券会社との契約に基づき、契約先証券会社へのレポート提供を一定の期間にわたって定期的・継続的に行うことに対する包括的な対価を契約先証券会社から得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。また、銘柄の選定もQUICKの一部門であるQUICK企業価値研究所が独自の判断で行っており、契約先証券会社を含む第三者からの銘柄の指定は一切受けておりません。
- n QUICKまたはQUICK企業価値研究所のアナリストと本レポートの対象企業との間には、重大な利益相反の関係はありません。

## 金融商品取引法に基づく表示事項

## 本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等： 証券株式会社 金融商品取引業者 財務局第 号  
 加入協会：日本証券業協会、... (注：加入協会名はすべて記入します)

本資料は、前ページの利益相反に関する開示事項に記載のとおり、株式会社QUICK(以下、「QUICK」)の一部門であるQUICK企業価値研究所が作成したものです。お客様への本資料のご提供は 証券株式会社(以下、「当社」)が行っております。

## 手数料等およびリスクについて

株式の売買取引には、約定代金に対して最大 . % (税込み) ( 万円以下の場合、円(税込み))の手数料が必要となります。株式は、株価の変動により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により、損失が生じるおそれがあります。

非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

## 証券およびQUICK 免責事項

- 1 本資料は、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としており、投資勧誘を目的とするものではありません。本資料で言及した銘柄や投資戦略は、投資に関するご経験や知識、財産の状況および投資目的が異なるすべてのお客様に、一律に適合するとは限りません。また、株式・債券等の有価証券の投資には、「手数料等およびリスクについて」に記載のとおり、損失が生じるおそれがあります。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い致します。
- 1 本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいてQUICKの一部門であるQUICK企業価値研究所が作成し、証券(以下、「当社」)がお客様にご提供いたしますが、当社および同研究所は、同研究所が基にした情報およびそれに基づく同研究所の要約または見解の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。本資料に記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更される可能性があります。
- 1 本資料に基づき投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、当社およびQUICKは、理由の如何を問わず、一切責任を負いません。

著作権等：本資料に関する一切の知的財産権は、原則としてQUICKまたは情報提供元に帰属します。事前の承諾なく、本資料の一部または全部の複製または転送等を行わないようお願い致します。

本資料のご利用に際して重要な事項を最終ページに記載しておりますので、必ずご確認ください。