

## コクヨ(7984) 英文スポンサードリサーチ サマリー

コクヨは、日本人であれば誰もが学生時代を思い出す Campus ノートに代表される大手総合文具・オフィス家具メーカーである。現経営陣の下、それまでの低成長路線からの脱皮を目指し、2016年度から2018年度までの第一次中期経営計画に続き、今期から第二次中期経営計画を推進している。第一次中期経営計画では、営業利益率5%以上という数値的な目標を達成した。

また今年から始まる第二次中期経営計画への課題も明確になった。「働き方改革」の追い風を受けて需要が増えている国内ファニチャー事業は、営業利益率が順調に回復した。今後もオフィス供給の増加、企業のリロケーション、フレキシブルワーキングの実践によって着実に伸びているコワーキングオフィス、など外部環境の好調が続くとみられる。これにより、オフィス家具の供給だけでなく、空間価値の創造などコンサルティングやアドバイザーの需要も着実に売上につなげている。もう一つ、成長戦略が効果を発揮している事業に海外ステーショナリーがあるが、主に中国とインドでローカルの需要にマッチした商品が着実に伸びている。反対に、同社の元来の強みであった BtoB 卸売のビジネスにおいては、今後の改善余地として課題が残った。通販・小売関連事業に含まれるオフィスサプライ用カタログ通販カウネットは、国内市場そのものは寡占市場ではあるものの、競合2社が上位を占め、物流費などの高騰の影響をより厳しく受けている。また国内の BtoC 文具では、Campus ノートシリーズなどのブランド知名度が高い商品群がありながらも、まだ需要に応えきれていないカテゴリーもあり、大きな成長にはつなげていない。

今期から中長期でどの事業をどのように成長させるかを常に明確にするため、商品というモノ視点ではなく、顧客のニーズというコト視点でとらえるべく、事業ドメインによる事業区分に変更する。空間価値ドメインはファニチャー事業および付随する提案型ビジネスを含む。ビジネスサプライドメインは、カウネット事業と BtoB サプライ向け卸売、グローバルステーショナリードメインは国内、海外の文具事業を反映させる。現時点ではまだ策定中であるが、最終年度である2030年に売上高4,500–5,000億円、営業利益率8–9%を目指している。特に新規と海外事業で売上1,500–2,000億円を目指しているが、同社はすでに M&A を通して海外事業を拡大させた結果、黒字化しているため、M&A に対しては比較的積極的である。現在の計画に基づいた成長戦略の出来栄を鑑みて、2020年に新たな2030年ビジョンを発表する予定である。その時点で現行の長期目標が見直される可能性もあるだろう。

4月22日に発表された第一四半期決算とともに、上期・通期ガイダンスの下方修正も合わせて発表された。第一四半期時点での下方修正ということもあり、株式市場において株価がネガティブに反応した。ただし、ほぼ顧客の大半の決算期が3月締めであり、Q1に季節性が高いため、1–3月の四半期で未達であると、後半に挽回するのは困難なため、当然の対応といえよう。

中期的成長が期待されている空間価値事業では、中小規模のビルにおける2次移転需要の取り込みが予想以上に進まなかったことが主因で下方修正に至っている。1–2月に景況感が悪化し、移転に慎重になったこともあるが、各オフィスビルに関するデータを見てもわかるように、特に首都圏において中小規模オフィスの空室率は1%を切っており、オフィス移転の需要はあるものの、引っ越し先が見つからない、といった供給側の事情によるものもあるであろう。むしろ大規模オフィスビルでは、竣工を待ってオフィス移転を始める企業があり、来年以降に業績への反映が期待される。

また BtoB 向けビジネスが主眼のビジネスサプライドメインにおいては、予算外のカウネット向け販促費を第一四半期に投入したにもかかわらず、顧客数の伸びにつなげていない。前年同期比で約10億円程度増加を見込んでいる物流費増をカバーしきれないことが、下方修正の理由となっていると見受けられる。

さらにグローバルステーショナリードメインでは、海外のステーショナリー事業は、予想以上の伸びとなっているが、国内ステーショナリーでは、量販店などの小売チャネルの不振による影響に加え、紙や樹脂などの原材料価格の高騰もあり、上期営業利益ガイダンスは、20%強の下方修正となっている。下

期から価格政策の見直し、さらなるコスト政策で収益トレンドの回復を見込んでいる。また、5月10日に、ぺんてるへの実質的出資を発表しているが、業績や中期計画へのへのインパクトはまだ明確になっておらず、精査した後適宜開示されると考察する。

尚、中期経営計画の初年度から下方修正を発表することにはなっているが、成長の方向性の見方には変更はない。

コクヨ(7984 JP)ドメイン別売上・営業利益修正前・修正後

(百万円)	FY12/18		FY12/2019 (F/C)								
	FY	1Q	YoY (%)	1H (Old)	1H (New)	YoY (%)	chg in F/C (%)	FY (Old)	FY (New)	YoY (%)	chg in F/C (%)
売上高	315,155	89,269	1.3	170,400	167,400	0.2	-1.8	326,000	322,000	2.2	-1.2
空間価値	148,759	44,938	2.9	83,500	81,400	1.2	-2.5	156,000	153,100	2.9	-1.9
ビジネスサプライ	115,773	30,890	1.8	58,400	58,900	-0.4	0.9	116,500	116,000	0.2	-0.4
グローバルステーションナリー	82,336	22,725	-1.3	45,200	44,300	-0.2	-2.0	84,900	84,600	2.7	-0.4
その他	2,263	623	18.2	1,200	1,300	17.9	8.3	2,400	2,500	10.5	4.2
調整勘定	-33,978	-9,908		-17,900	-18,500			-33,800	-34,200		1.2
営業利益	18,296	8,239	-8.4	13,100	11,400	-16.7	-13.0	18,800	16,800	-8.2	-10.6
営業利益率 (%)	5.8	9.2		7.7	6.8			5.8	5.2		
空間価値	15,056	6,877	1.1	10,400	9,800	-3.6	-5.8	15,800	15,100	0.3	-4.4
営業利益率 (%)	10.1	15.3		12.5	12.0			10.1	9.9		
ビジネスサプライ	3,273	506	-50.2	1,800	1,300	-40.8	-27.8	2,800	2,200	-32.8	-21.4
営業利益率 (%)	2.8	1.6		3.1	2.2			2.4	1.9		
グローバルステーションナリー	6,644	2,464	-14.7	4,200	3,500	-22.7	-16.7	7,100	6,300	-5.2	-11.3
営業利益率 (%)	8.1	10.8		9.3	7.9			8.4	7.4		
その他	80	32	0.0	50	50	4.2	0.0	100	100	25.0	0.0
営業利益率 (%)	3.5	5.1		4.2	3.85			4.2	4.00		
調整勘定	-6,759	-1,642		-3,350	-3,250			-7,000	-6,900		

Source: Kokuyo Co., Ltd

コクヨのバランスシートは、自己資本比率 62%、うち 90%近くが利益剰余金である。そのため、高配当を期待する投資家も多いただろう。成長投資とのバランスを考えたうえで、配当性向は 40%を目標としている。

同社のコーポレートガバナンスはモデルケースといえる。4人の社外取締役はすべて独立役員で構成されており(うち1名は女性)、取締役会全体の3分の1以上(44.4%)を占める。社外取締役は、大手市場企業で経営の経験のある人物がついており、現経営陣の経営決断を監視、サポートする体制ができている。

フルレポートは、同社ウェブサイト上にある英文レポートをご参照ください。

## 財務サマリ

(百万円)	2014/12	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12 (会社予想)
売上高・営業収益	293,054	304,276	307,625	315,622	315,155	322,000
営業利益	7,598	11,102	15,438	17,591	18,296	16,800
経常利益	9,643	11,880	15,690	19,130	19,178	18,400
当期利益	5,065	6,312	12,182	15,000	14,231	14,400
1株当たり利益 (円)	42.83	53.37	103.01	126.83	120.34	111.85
潜在株式調整後1株当たり利益 (円)	-	-	-	-	-	-
営業活動によるキャッシュフロー	15,882	12,054	23,725	17,500	20,880	-
投資活動によるキャッシュフロー	-702	-3,186	784	-1,660	-2,427	-
財務活動によるキャッシュフロー	-9,106	-5,616	-3,919	-14,636	-4,585	-
現金および現金同等物の期末残高	43,949	46,953	67,328	68,620	82,324	-
フリーキャッシュフロー	15,180	8,868	24,509	15,840	18,453	-
1株当たり営業キャッシュフロー (円)	134.28	101.92	200.60	147.97	176.55	-
1株当たりフリーキャッシュフロー (円)	128.34	74.98	207.23	133.93	156.03	-
総資産	273,772	286,313	293,971	305,147	304,788	-
負債	103,419	105,520	105,931	100,653	95,826	-
純資産	170,352	180,793	188,040	204,493	208,962	-
資本金	15,847	15,847	15,847	15,847	15,847	-
自己資本	168,274	178,972	186,273	202,602	207,162	-
1株当たり純資産 (円)	1,422.75	1,513.23	1,574.99	1,713.11	1,751.69	-
売上高営業利益率 (%)	2.59	3.65	5.02	5.57	5.81	5.22
ROE (%)	3.05	3.64	6.67	7.71	6.95	-
ROA (%)	3.01	4.13	5.50	6.04	6.17	-
自己資本比率 (%)	61.47	62.51	63.36	66.39	67.97	-
負債比率 (%)	61.46	58.96	56.87	49.68	46.26	-
総資産回転率 (回)	1.08	1.09	1.06	1.05	1.03	-
インタレストカバレッジ (倍)	12.22	19.09	27.34	36.33	45.32	-
流動比率 (%)	209.07	205.44	202.08	224.76	249.52	-
有利子負債額	25,898	24,299	23,687	13,759	13,893	-
E B I T	10,297	12,474	16,260	19,617	19,584	-
E B I T マージン (%)	3.51	4.10	5.29	6.22	6.21	-
E B I T D A	17,435	19,641	22,740	26,100	25,919	-
E B I T D A マージン (%)	5.95	6.45	7.39	8.27	8.22	-
1株当たり配当金 (累計) (円)	15.00	17.50	22.00	29.00	32.00	37.00
配当性向 (%)	35.00	32.80	21.40	22.90	26.60	-
期末発行済株式総数 (株)	128,742,463	128,742,463	128,742,463	128,742,463	128,742,463	-
自己株式数 (株)	10,468,374	10,470,864	10,473,301	10,476,272	10,478,700	-

Source: Nikkei Value Search