

コクヨ (7984 JP)

国内オフィス家具が業績を牽引。消費増税前の駆け込みの反動減あるが、中期的成長戦略は不変。

2019年12月期第3四半期決算サマリー

コクヨの第3四半期業績(累計)は、売上243,469百万円(前年同期比3.2%増)、営業利益14,479百万円(前年同期比5.2%減)となった。第3四半期のみでは、売上75,817百万円(前年同期比10.0%増/前期比3.3%減)、営業利益3,149百万円(前年同期比67.7%増/前期比6.3%減)となった。

9か月累計では7,457百万円の売上増となったが、内4,548百万円は空間価値ドメインが貢献した。同セグメントは3四半期累計で全社売上の48%、営業利益の89.4%を稼ぐ同社のコアビジネスである。空間価値ドメインには国内オフィス家具販売が含まれているが、今期は首都圏においてオフィス供給の端境期であるにもかかわらず、比較的小規模のオフィス移転や二次移転の獲得によって予想以上に好調に推移した。

売上総利益率(累計)は前年同期比の36.4%から36.1%に悪化した。紙やステンレス鋼などの原材料費増もあるが、ビジネスサプライドメインに含まれる国内卸売売上が伸び、売上ミックスの悪化が粗利率悪化につながった。また販管費においては、同ドメインの通販オフィスサプライ事業カウネットの物流費が高止まりしていることが影響し、前年同期比4.0%増となった。結果として、営業利益率は6.6%となり、前年同期比0.3ポイント悪化した。

コクヨは第1四半期業績発表と同時に(4月)、上期、通期の業績を下方修正している。第3四半期時点で通期業績予想に対する進捗率は、売上で75.6%、営業利益で87.8%となった。通期業績ガイダンスは、売上322,000百万円(前年同期比+2.2%増)、営業利益16,800百万円(同-8.2%増)を据え置いている。第3四半期だけ見ると国内事業において消費税前の駆け込みがあり、特に通常であれば季節要因で上期偏重ある国内オフィスファニチャー事業が予想以上に強く、第4四半期でやや弱含む懸念はあるが、足元ではおおむね予想通りの推移となっている模様。2021年度を最終年度とする現行の中期経営計画の目標である売上346,000百万円、営業利益21,500百万も変更はない。

エグゼクティブサマリー

- 第3四半期業績(累計)は、売上243,469百万円(前年同期比3.2%増)、営業利益14,479百万円(前年同期比5.2%減)となった。第3四半期のみでは、売上75,817百万円(前年同期比10.0%増/前期比3.3%減)、営業利益3,149百万円(前年同期比67.7%増/前期比6.3%減)。
- もっとも業績に貢献したのは国内オフィス家具事業。本来は上期変動だが、今期は小規模移転や二次移転への売り込みが好調であったことに加え、消費増税前の駆け込みもあり、3Qが予想よりも好調であった。
- ビジネスサプライドメインは、カウネットにおける消費増税前の駆け込みや利益率の低い卸売事業の好調で売上は伸びたが、セグメント利益は減益となった。
- グローバルステーションナードメインでは国内における商品x売場戦略が奏功し、BtoCが好調。海外事業では中国、インドが伸びているが、グローバルな商品戦略に留まっている。海外事業展開に重要なペテる社の連結子会社化に向けた株式買付を発表。
- 通期予想は据え置き。中期経営計画にも変更なし。

ドメイン別業績推移

空間価値ドメイン

空間価値ドメインの3四半期累計売上は116,897百万円(前年同期比8.1%増)、営業利益13,186百万円(同4.0%増)となった。第3四半期売上は35,289百万円(前年同期比10.6%増 / 前四半期比3.8%減)、営業利益3,046百万円(同50.5%増 / 同6.7%減)。

森トラストグループの首都圏大規模オフィスビル供給に関するリサーチにおいて2019年の大規模オフィスビル供給は2018年の1.41百万平米から99万平米まで調整する見込みであったこともあり、コクヨは比較的堅調な小規模移転や二次移転に注力した。この結果、国内オフィス家具の需要は下期になっても堅調に推移している。第3四半期累計の営業利益率は11.3%と前年同期の10.9%より改善した。第3四半期だけ見ると営業利益率は8.6%となっており、前年同期の6.3%を大幅に上回る結果となった。ただし第3四半期には消費増税前の駆け込みもあった模様で、予想以上に強かった需要が第4四半期に反動減となる可能性もある。同社によれば、足元で国内オフィス家具の需要はやや調整基調になっており、「第4四半期のガイダンスは控えめ」という一部アナリストのコメントの状況にはない模様。通期業績ガイダンス(セグメント売上153,600百万円、営業利益15,500百万円)から推測される第4四半期売上は36,703百万円(前年同期比0.8%増 / 前四半期比4.0%増)、営業利益2,314百万円(同19.3%減 / 同24.0%減)。

中長期では働き方改革によってもたらされるサテライトオフィス需要増や空間創造のアドバイス提供に対する引き合いなどが期待される。オフィス家具を売るのみ以上の付加価値のあるサービスを提供し、2021年度までの3年間でCAGR2.9%を目指す。

ビジネスサブライドメイン

ビジネスサブライドメインは大きく2つの事業から成り立っている。

1. カウネット(オフィス通販事業)
2. 卸売(コクヨブランド以外の商品の卸売事業)

第3四半期までの累計売上は88,445百万円(前年同期比4.2%増)、営業利益は1,725百万円(同33.5%減)となった。第3四半期のみの業績は売上28,911百万円(前年同期比12.4%増 / 前四半期比0.9%増)、営業利益455百万円(同14.0%増 / 同40.4%減)となった。3四半期累計セグメント売上は前年同期比約3,300百万円(およそ1.1%増)となったが、その約半分は卸売事業の増収によるもの。卸売事業は累計約20,000百万円強売り上げたが、消費増税前の駆け込みもあり前年同期比20%増となった。同事業は利益率が1%以下と低く、増収により同セグメントの売上ミックスが悪化し大幅減益の一因となった。またカウネットにおいても消費増税前の駆け込みで、コピー用紙やミネラルウォーターなど比較的値が張り、まとめ買いしておける商品の売上が伸びた。こういった商品の売上だけ見ると、第3四半期で前年同期比1.5倍程度の増収となった。

第3四半期累計でセグメント営業利益は前年同期比33.5%減、870百万円の減益となったが、うち200~300百万円は販促費増や物流費増など第一四半期にあったカウネット関連費用増加による。残りは卸売事業の増収による売上ミックスの悪化が原因。

通期ガイダンス(売上117,000百万円(前年比1.1%増)、営業利益2,200百万円(前年比32.8%減)から推測する第4四半期は売上28,555百万円(前年同期比7.7%減 / 前四半期比1.2%減)、営業利益475百万円(同4.4%増 / 同29.9%減)。

グローバルステーションナリードメイン

グローバルステーションナリードメインの第3四半期業績(累計)は、売上62,532百万円(前年同期比0.1%減)、営業利益4,829百万円(同12.8%減)。第3四半期のみでは売上28,991百万円(前年同期比12.4%増 / 前四半期比0.9%増)、営業利益1,237百万円(同22.5%増 / 同9.7%増)となった。

9か月累計では国内ステーションナリー売上が前年同期比10%減となった一方、海外売上は同6.7%増であった。海外事業はまだ国内事業ほどの利益率には到達しておらず、5%程度となっている。このため、国内売上減、海外売上増は売上ミックス悪化につながり、同期間の営業利益率は7.7%と前年同期比の8.8%から1.1ポイント低下した。

コクヨはユニークな文具の導入と戦略的な売り場ディスプレイで国内ステーションナリー事業の立て直しを目指しており、結果Glooなどの戦略的商品の売上は予想15%程度上回って推移している。また10月には働くミレニアルズやゼニアルズ世代をターゲットにしたコクヨミーをローンチした。コクヨミーはステーションナリーをファッションの一部やアクセサリと捉えるというコンセプトのもとに、コンセプトに合ったステーションナリーを開発・販売するという、主にBtoCを念頭に置いた商品戦略。こういった試みが徐々に浸透し、足元ではBtoCビジネスが前年同期比で着実に成長している。

海外においては引き続き中国、インドが好調であるが、海外商品は主にローカル市場に根差したグローバルな商品になっており、今後はよりグローバルな商品戦略を目指す模様。一つ例を挙げると、ぺんてる社との協業によって可能となる筆記具への展開がある。

コクヨは5月にマーキュリアインベストメント(7190 JP)が組成したファンドの筆頭株主になることで間接的にぺんてる社を保有すると発表したが、10月に同ファンドからぺんてる株37.45%の譲渡を受け、同社を持ち分法適用会社にした。その後提携に向けた協議の中でぺんてる社が特に国内事業提携において非協力的であることや、ぺんてる社経営陣による国内総合文具メーカープラス株式会社との大規模な資本提携に向けて行動していることに関する差出人不明の書簡を受け、11月15日の取締役会においてぺんてる社の発行済株式数の過半数保有および子会社化に向けた買付けを行う旨を決定した。買付予定数は1,097,752株以上、買付価格はDCF法に基づき一株3,500円とし、11月15日~12月15日の間に50%超の買付け実施を発表したが、11月20日にプラス株式会社を中核としたジャバ

ンステーションナリーコンソーシアム合同会社が対抗案を発表。ぺんてる取締役会もプラス案に賛同し、コクヨによる連結子会社化に反対する旨決議した。11 月 29 日付で買付価格を再度変更し、一株当たり 4,200 円とすると発表。これにより買付予定額は 4,610 百万円以上となった。

12 月 12 日時点での同買付に関する公表によると、コクヨの追加取得分は 7.86%(707,470 株)、結果議決権比率は 45.66%となった。グローバルステーションナリー事業の中長期的戦略に関しては来期発表予定の長期計画で発表される模様。

当セグメントの通期業績ガイダンスは、売上 83,400 百万円(前期比 1.3%増)、営業利益 6,300 百万円(同 5.2%減)を据え置いた。結果、第 4 四半期は売上 20,868 百万円(前年同期比 5.8%増 / 前四半期比 9.8%増)、営業利益 1,471 百万円 (同 33.2%増 / 同 18.9%増)と推測される。

コクヨ (7984 JP) vs プラス (unlisted)

(¥百万円)	コクヨ (7984 JP)	プラス (Unlisted)
連結売上 (FY18)	315,155	177,269
連結営業利益 (FY18)	18,296	958
OPM (%)	5.8	0.5
現預金	76,718	15,875
利益余剰金	172,090	28,940
自己資本比率 (%)	68.0	28.8
買付前ぺんてる持ち分 (%)	37.80	0.00
TOB 価格 (¥) (as of 29 Nov 2019)	4,200	3,500
目標とするぺんてるへの出資比率	over 50%	20~33.4%

Source: Nippon-IBR based on officially available data on Kokuyo and Plus

コーポレートガバナンス関連

次回の株主総会の議案として予想される一つが、買収防衛策に関するものである。しかしながら、現在コクヨのバランスシート上には、投資有価証券が 500 億円以上あり、内 300~350 億円が持ち合い株。議決権ベースでは創業家の持ち分と持ち合い分の議決権を合わせると過半数を超えている。そのため、実質的には持ち合いによって既に行方不明になっているという現実がある一方、今上期に一部持ち合いを解消して 968 百万円の特別利益を計上していることから、同社が持ち合い解消にも前向きに取り組んでいることが見て取れる。

現在同社の利益余剰金は約 1,800 億円と時価総額の 80%程度が計上されている。前中計では収益性を改善した結果 ROE が劇的に改善したが、それでも 7%以下と競合のオカムラ(7994 JP)の 8%+ と比べても高い水準とはいえず、長期的な業績改善に加えてバランスシートの最適化が期待される。現時点での長期的な業績目標レンジは 2030 年に

売上 450,000~500,000 百万円(今後 10 年間の CAGR3.4~4.5%)、営業利益率 8~9%(営業利益の CAGR は推定で 7.9~10.5%)としているが、同社からの具体的な長期計画は、来期以降に予定されている。

当レポートは英文レポートの日本語サマリ版です。英文フルレポートは弊社ウェブサイト(www.nippon-ibr.com)、および日経クイック, *FactSet*, *Refinitiv* 等の情報ターミナル経由でアクセスできます。ご参照ください。

セグメント売上・営業利益 (累計)

(百万円)		FY18				FY19						FY21 (3yr Target)	
		1Q	1H	3Q	FY	1Q	1H	3Q	YoY (%)	FY	YoY (%)	FY	CAGR (3yrs)
空間価値	売上	43,688	80,429	112,349	148,759	44,938	81,608	116,897	4.0	153,600	3.3	162,000	2.9
	OP	6,803	10,166	12,190	15,056	6,877	10,140	13,186	8.2	15,500	2.9	n/a	
	OPM(%)	15.6	12.6	10.9	10.1	15.3	12.4	11.3	+0.4ppt	10.1	+0.0ppt	11.7	
ビジネスサプライ	売上	30,336	59,113	84,843	115,773	30,890	59,534	88,445	4.2	117,000	1.1	124,000	2.3
	OP	1,017	2,196	2,595	3,273	506	1,270	1,725	-33.5	2,200	-32.8	n/a	
	OPM(%)	3.4	3.7	3.1	2.8	1.6	2.1	2.0	-1.1ppt	2.4	-0.4ppt	2.9	
グローバルステーション	売上	23,031	44,398	62,617	82,336	22,725	43,526	62,532	-0.1	83,400	1.3	94,000	4.2
	OP	2,887	4,530	5,540	6,644	2,464	3,592	4,829	-12.8	6,300	-5.2	n/a	
	OPM(%)	12.5	10.2	8.8	8.1	10.8	8.3	7.7	-1.1ppt	8.4	+0.3ppt	9.6	
その他	売上	527	1,103	1,645	2,263	623	1,297	1,956	18.9	2,500	10.5	n/a	
	OP	32	47	50	80	32	69	104	108.0	100	25.0	n/a	
	OPM(%)	6.1	4.4	3.0	3.5	5.1	5.3	5.3	+2.3ppt	4.2	+1.2ppt	n/a	
調整額	売上	-9,455	-17,965	-25,461	-33,978	-9,908	-18,314	-26,362	n/a	-34,500	n/a	n/a	
	OP	-1,750	-3,259	-4,818	-6,759	-1,642	-3,453	-5,096	n/a	-7,300	n/a	n/a	
合計	売上	88,128	167,081	235,994	315,155	89,269	167,652	243,469	3.2	322,000	2.2	346,000	3.2
	OP	8,991	13,680	15,558	18,296	8,239	11,600	14,749	-5.2	16,800	-8.2	21,500	5.5
	OPM(%)	10.2	8.2	6.6	5.8	9.2	6.9	6.1	-0.5ppt	5.8	-0.8ppt	6.2	

Source: Nippon-IBR based on Kokuyo's earnings presentation materials

ドメイン別売上・営業利益(四半期ベース)

(百万円)		FY18				FY19							
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	QoQ (%)	YoY (%)	4QCE	QoQ (%)	YoY (%)
空間価値	売上	43,688	36,741	31,920	36,410	44,938	36,670	35,289	-3.8	10.6	36,703	4.0	0.8
	OP	6,803	3,363	2,024	2,866	6,877	3,263	3,046	-6.7	50.5	2,314	-24.0	-19.3
	OPM (%)	15.6	9.2	6.3	7.9	15.3	8.9	8.6	-0.3ppt	+2.3ppt	6.3	-2.3ppt	-1.6ppt
ビジネスサプライ	売上	30,336	28,777	25,730	30,930	30,890	28,644	28,911	0.9	12.4	28,555	-1.2	-7.7
	OP	1,017	1,179	399	678	506	764	455	-40.4	14.0	475	4.4	-29.9
	OPM (%)	3.4	4.1	1.6	2.2	1.6	2.7	1.6	-1.1ppt	+0.0ppt	1.7	+0.1ppt	-0.5ppt
グローバルステーション	売上	23,031	21,367	18,219	19,719	22,725	20,801	19,006	-8.6	4.3	20,868	9.8	5.8
	OP	2,887	1,643	1,010	1,104	2,464	1,128	1,237	9.7	22.5	1,471	18.9	33.2
	OPM (%)	12.5	7.7	5.5	5.6	10.8	5.4	6.5	+1.1ppt	+1.1ppt	7.0	+0.5ppt	+1.4ppt
その他	売上	527	576	542	618	623	674	659	-2.2	21.6	544	-17.5	-12.0
	OP	32	15	3	30	32	37	35	-5.4	n/a	-4	n/a	n/a
	OPM (%)	6.1	2.6	0.6	4.9	5.1	5.5	5.3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
調整額	売上	-9,455	-8,510	-7,496	-8,517	-9,908	-8,406	-8,048	n/a	n/a	-8,138	n/a	n/a
	OP	-1,750	-1,509	-1,559	-1,941	-1,642	-1,811	-1,643	n/a	n/a	-2,204	n/a	n/a
合計	売上	88,128	78,953	68,913	79,161	89,269	78,383	75,817	-3.3	10.0	78,531	3.6	-0.8
	OP	8,991	4,689	1,878	2,738	8,239	3,361	3,149	-6.3	67.7	2,051	-34.9	-25.1
	OPM (%)	10.2	5.9	2.7	3.5	9.2	4.3	4.2	-0.1ppt	+1.5ppt	2.6	-1.6ppt	-0.9ppt

Source: Nippon-IBR based on Kokuyo's earnings presentation materials

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	128,742,463
自己株式数 (株)	10,468,374	10,470,864	10,473,301	10,476,272	10,478,700	10,478,700

Source: Nikkei Value Search

General disclaimer and copyright

This report has been commissioned by Kokuyo CO., LTD. (7984 JP) and prepared and issued by Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (Nippon-IBR), in consideration of a fee payable by Kokuyo CO., LTD. Fees are paid on delivery of the report in cash without recourse. Nippon-IBR may seek additional fees for the provision of follow-up research reports and associated IR services for the client but does not get remunerated for any investment banking services. Nippon-IBR and its affiliates never take payment in stock, options or warrants for any of their services.

Accuracy of content: All information used in the publication of this report has been compiled from publicly available sources that are believed to be reliable, however Nippon-IBR does not guarantee the accuracy or completeness of this report and has not sought for this information to be independently verified. Opinions contained in this report represent those of the Nippon-IBR analyst at the time of publication. Forward-looking information or statements in this report contain information that is based on assumptions, forecasts of future results, estimates of amounts not yet determinable, and therefore involve known and unknown risks, uncertainties and other factors which may cause the actual results, performance or achievements of their subject matter to be materially different from current expectations.

Exclusion of Liability: To the fullest extent allowed by law, Nippon-IBR shall not be liable for any direct, indirect or consequential losses, loss of profits, damages, costs or expenses incurred or suffered by investors arising out of or in connection with the access to, use of or reliance on any information contained on this note.

No personalised advice: The information that Nippon-IBR provides should not be construed in any manner whatsoever as, personalised advice. Also, the information provided by us should not be construed by any subscriber or prospective subscriber as Nippon-IBR's solicitation to effect, or attempt to effect, any transaction in a security. The securities described in the report may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors.

Investment in securities mentioned: Nippon-IBR has a restrictive policy relating to personal dealing and conflicts of interest. It does not conduct any investment business and, accordingly, does not itself hold any positions in the securities mentioned in this report. However, the respective directors, officers, employees and contractors of Nippon-IBR may have a position in any or related securities mentioned in this report, subject to its policies on personal dealing and conflicts of interest.

Copyright: Copyright 2019 Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd.

For further enquiry, please contact:

Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd
First Floor,
35 Little Russell Street
London WC1A 2HH
TEL: +44 (0)20 7993 2583
Email: enquiries@nippon-ibr.com



Research Beyond Horizons
Japanese Equity Specialist

Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (formerly known as NIB Research UK Ltd.) is registered in England and Wales (9100028) and is an Appointed Representative (AR) <FCA Reference Number 694873> of Profin Partners Limited registered and authorised by the Financial Conduct Authority with the register number 595504