

## コクヨ株式会社 (7984 JP)

オフィスファニチャー事業・海外ステーションナリー事業が FY22 も引き続き成長を牽引

### FY21 通期決算サマリー

コクヨ (7984 JP) が発表した FY21 通期決算は、売上高 320,170 百万円 (前年比 6.5%増)、営業利益 20,004 百万円 (同 35.1%増) となり、概ね第 2 四半期決算時に修正した会社予想通りに着地した。コロナ禍前の FY19 と比較しても、売上は同程度にもかかわらず営業利益は FY19 (16,743 百万円) に比べ 19.4%の増益となった。第 4 四半期単体では、売上、営業利益ともに若干会社予想を下回った。ビジネスサブライ事業において、出社率低下の影響を受けたことが主因。

FY21 売上総利益率は、空間価値ドメインの好業績により売上ミックスが改善し、前年比 0.4pp 増の 36.1%となった。新型コロナウイルス感染拡大防止対策としてのオフィスリニューアル需要は、FY21 を通じて高水準を維持した。オフィス空間のリニューアルやコンサルティングは、移転を伴わないことも多いため、入札にならないなど競争が緩和されるケースが多く、高収益となる傾向にある。

第 2 次中期経営計画 (FY19-FY21) の 3 年間は、コロナ禍による影響や変化に対応してきた。コロナ禍によって加速された働き方改革やデジタル化を追い風に、オフィスファニチャー事業は好調に推移した。同社はこの 3 年間の取組みとして、1) 国内オフィスファニチャー事業におけるデザインやコンサルティングの強みを活かし、2) ビジネスサブライドメインにおいて流通基盤を統合し顧客のサプライチェーンの最適化を図るマイグレーション戦略を推進する一方で、3) 海外 (中国・インド) のグローバルステーションナリー事業を強化、などを行ってきた。これらが同社の収益性改善に貢献し、売上総利益率は FY19 と FY20 の 35.6%から FY21 は 36.1% に、営業利益率は FY19 の 5.2%と FY20 の 4.9%から FY21 の 6.2%に、それぞれ改善した。

FY21 Earnings Summary (Cumulative)								
(¥mil)	FY20		FY21				YoY (%)	VS. CE (%)
	1H	FY	1H	FYCE	FY			
Sales	155,813	300,644	168,140	322,000	320,170	6.5	-0.6	
OP	10,090	14,807	14,710	20,200	20,004	35.1	-1.0	
RP	9,467	14,173	10,464	16,100	16,415	15.8	2.0	
NP	6,288	8,297	8,332	12,300	13,703	65.2	11.4	
EPS (¥)	53.15	70.13	70.64	103.97	116.76	66.5	12.30	

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

### エグゼクティブサマリー

- FY21 通期決算は、売上高 320,170 百万円 (前年比 6.5% 増)、営業利益 20,004 百万円 (同 35.1% 増) となり、概ね第 2 四半期決算時に修正した会社予想通りに着地した。売上総利益率は、空間価値ドメインの好業績により売上ミックスが改善し、前年比 0.4pp 増の 36.1%となった。
- 空間価値ドメインは、コロナ対策を急ぐ企業の旺盛なオフィス改築需要を取り込み、FY21 はドメイン制移行以来最高益を記録した。顧客との直接商談やコンサルティングの増加を追い風に営業利益率も伸長した。
- ビジネスサブライドメインでは、流通基盤の統合と顧客のサプライチェーンの最適化を図るマイグレーション戦略が奏功した。マイグレーション戦略の効果は販売・流通の効率化にもようやく表れており、その効果は FY21 で約 1,000 百万円と見られる。
- グローバルステーションナリードメインでは、中国事業の FY21 売上高が 10,000 百万円に達した。一方、インドのステーションナリー事業はコロナ禍で低迷しており、FY20 と FY21 の売上高は FY19 の約 10,000 百万円から、30%-40%減少した。
- FY22 上期ガイダンスは、売上高 160,700 百万円 (前年比 3.5% 増)、営業利益 14,100 百万円 (同 3.8% 減)、FY22 通期ガイダンスは売上高 307,000 百万円 (同 4.9% 増)、営業利益 20,800 百万円 (同 4.5% 増) を予想する。
- 向こう 3 年間の ROE 目標値は 8%。FY22-FY24 では安定増配と配当性向 40% を目指しつつ、成長投資を最優先する資本配分方針を取る。

## ドメイン別業績推移

同社の事業は空間価値ドメイン、ビジネスサプライドメイン、グローバルステーションリードドメインの3つの事業セグメントから構成される。

### 空間価値ドメイン

空間価値ドメインのFY21 通期決算は2019年にドメイン制導入以来最高益を更新し、売上高157,033百万円（前年比8.5%増）、営業利益18,606百万円（同34.2%増）となった。コロナ禍以前のFY19と比較すると、売上高3.3%、営業利益21.1%の増収増益となっている。好業績の背景には、多様な働き方に対応するオフィスリノベーション需要に対するコンサルティングの増加やそれに伴う顧客との直接商談の増加、低採算案件の減少などが挙げられよう。同事業の営業利益率は、FY19の10.1%、FY20の9.6%から改善し、FY21は11.8%となった。

同社の主力事業の1つとして、空間価値ドメインは、コロナ禍で変化した企業のオフィス需要を取り込んだ。新型コロナウイルス感染症以前は、オフィス移転に伴うオフィス家具と空間コンサルティングの需要を主なターゲットとしていた。コロナ禍においては、在宅勤務が浸透し大企業のオフィススペースに対する捉え方も劇的に変化した。例えば、コロナ以前にはオープンスペースタイプが好評であったが、昨今ではより多くの企業がパーティションとキュービクルの導入を選択している。

### ビジネスサプライドメイン

ビジネスサプライドメインは、卸売事業やカタログなどのオフィス通販事業を中心とする。FY21 通期売上高は115,579百万円（前年比2.2%増）、営業利益2,494百万円（同0.3%減）であった。国内の通販市場の成長率は3%程度と言われる。同ドメインの卸売事業はマイナス成長であったため、同社は通販事業は市場の成長に追従して伸びると見ている。流通基盤の統合と顧客のサプライチェーン全体の最適化を図るマイグレーション戦略が奏功し、コロナ禍以前のFY19と比較すると、売上高は2.1%減、営業利益は7.6%増となった。マイグレーション戦略の効果は販売・流通の効率化にもようやく表れており、その効果はFY21でセグメント利益に対し約1,000百万円と見られる。オフィス用品の通販プラットフォームであるカウネットは、コロナ禍での在宅勤務の浸透の中で大企業向けは堅調だったものの、中小企業ではオフィスサプライ購入が減少した結果低調に推移した。第4四半期単体で、ビジネスサプライドメインの売上高は30,195百万円（前年比2.3%減・前四半期比17.1%増）となった。

### グローバルステーションリードドメイン

グローバルステーションリードドメインのFY21 通期決算は、好調な中国事業に支えられ、売上高73,378百万円（前年比2.6%増）、営業利益6,205百万円（同29.0%増）となり、営業利益率はFY20の6.7%からFY21の8.5%へ改善した。コクヨ文具は中国市場のトレンドセッターとも言える女子中高生に好評で、現地スタッフは彼らの動向を注視している。同社はアリババやJD.comのようなEC事業者と関係が深い中国の卸売業者と関係構築をしており、中国事業のFY21 通期売上高は10,000百万円に達した。一方、インドのステーションリー事業はコロナ禍で低迷しており、FY20とFY21の2年間で、売上高はFY19の100億円規模から30%-40%減少した。

## FY22 業績見通し

FY22 上期ガイダンスは、売上高160,700百万円（前年比3.5%増）、営業利益14,100百万円（同3.8%減）、FY22 通期ガイダンスは売上高307,000百万円（同4.9%増）、営業利益20,800百万円（同4.5%増）を予想する。（新収益認識基準導入により、前年比はFY21 調整済実績値に基づいている。）FY21 通期決算発表に先駆け、FY22からFY24を対象とする新中期経営計画を公表した。社員の出社に備え、コロナ対策のためオフィスのリニューアルを急ぐ企業からの引き合いが増えており、現在の旺盛なオフィス改築需要は、FY22以降も続くとしている。

同社は従来のビジネスドメインに基づいたセグメントを、1) ファニチャー事業とビジネスサプライ流通事業を含むワークスタイル領域と、2) ステーションリー事業とインテリアリテール事業（子会社アクタス、従来は空間価値ドメインのオフィスファニチャー事業の一部）を含むライフスタイル領域の2つに再編成した。変更の背景は以下の通りである。同社は前中期経営計画期間中にドメイン毎の課題を明確化するため、事業を3つのビジネスドメインに分割した。それらの課題は前中期経営計画期間中に取り組みが実施されたため、新中期経営計画では、既存事業の顧客基盤を拡大し新たな需要を発掘すること、またM&A等により新規事業を開拓することに主眼を置いた。

### ワークスタイル領域（ファニチャー事業とビジネスサプライ流通事業）

同社が発表したワークスタイル領域に含まれるファニチャー事業のFY22 ガイダンスは、売上高1,399億円（前年比2.8%増）、営業利益率は13.7%（同0.6pp増）である。ファニチャー事業においては、昨年に引き続き旺盛なオフィスリニューアル需要の取り込み（既存事業のブラッシュアップ）を進めるとともに、オフィス空間商材拡大（既存事業領域拡張）やサステナブル商材市場投入など付加価値商品の提案（サステナブル）などを通じた成長を見込む。

もう1つの事業であるビジネスサプライ流通事業のFY22ガイダンスは売上高995億円（同2.2%増）、営業利益率3.2%（同0.5pp増）であった。同事業の成長戦略は、大規模顧客購買システムソリューション強化（既存事業のブラッシュアップ）や病院や介護施設、学校などの非オフィス市場の開拓（既存事業領域拡張）を進める一方で、紙パック容器リサイクルサービス試験運用開始（サステナブル）などを通して成長につなげたい考え。

#### ライフスタイル領域（ステーションリー事業とインテリアテール事業）

FY22のステーションリー事業のガイダンスは売上高799億円（前年比9.9%増）、営業利益率は9.0%（同0.7pp増）。同社は商品ローカライズやユーザーコミュニケーションを通して差別化されたバリューチェーン構築をし、持続的な成長の実現を目指す。同事業の成長戦略は、中国ステーションリー事業地方展開（既存事業ブラッシュアップ）や付加価値商材カテゴリー拡大（既存事業領域拡張）を進めるとともに新調達方針制定（サステナブル）などを通じた成長を見込む。

もう1つの事業であるインテリアテール事業では同社子会社のアクタスオンライン、リアル店舗の両方を展開している。同事業のFY22のガイダンスは売上高197億円（前年比9.2%増）、営業利益率5.1%（同0.2pp減）。同事業の成長戦略として、IT継続投資等を通じて引き続きインテリア需要取り込み（既存事業ブラッシュアップ）を図るとともに、実店舗とECの連携強化・OMO(Online Merges Offline)（既存事業領域拡張）を推進する一方で、廃棄される家具をなくす3つの循環システム構築（サステナブル）などを通して成長を目指す。

#### 株主還元

同社では今後3年間のROEの目標を8%に設定した。FY21には同社の株主資本は2,300億円（前年比70.9%）、利益剰余金は約1,957億円であった。FY22～FY24は安定配当と配当性向40%を維持しながらも、資本政策の最優先事項は成長に向けたダイナミックな投資となろう。同社では将来的または既存の投資案件をROIC（投下資本利益率）といった指標を使って分析している。同社経営陣は過去に行ってきたようにM&Aを通して株式を取得することに加え、今後は同社が所有しない、または自社で所有するまでに時間がかかるような経営資源に対しての投資という選択肢も考える模様。新たな需要関連の投資では、それぞれの投資案件のNPV（割引現在価値）とIRR（内部収益率）を元に同社の成長戦略や企業価値の増大に寄与するかどうかの判断を行う。

同社はバランスシート上に投資有価証券など450億円の非事業資産を持つ。（総資産の約13.8%を占める）投資有価証券は今後徐々に縮減し、当面は配当よりもまず成長に向けた再投資に振り向けたい考え。

セグメント別データ

事業セグメント別売上及び営業利益(累計)										
(百万円)		FY19		FY20		FY21				
		1H	FY	1H	FY	1H	FYCE	FY	YoY (%)	VS. CE (%)
空間価値	売上	81,608	152,066	78,074	144,700	84,875	157,000	157,033	8.5	0.0
	営業利益	10,140	15,361	9,417	13,859	12,357	18,200	18,606	34.2	2.2
	OPM(%)	12.4	10.1	12.1	9.6	14.6	11.6	11.8	+2.2pp	+0.2pp
ビジネスサプライ	売上	59,534	118,081	55,968	113,065	59,600	117,900	115,579	2.3	-2.0
	営業利益	1,270	2,318	1,187	2,502	1,547	2,900	2,494	-0.3	-14.0
	OPM(%)	2.1	2.0	2.1	2.2	2.6	2.5	2.2	+0.0pp	-0.3pp
グローバル ステーションナリー	売上	43,526	81,845	36,973	71,536	38,297	74,600	73,378	2.6	-1.6
	営業利益	3,592	6,017	2,640	4,810	3,845	6,100	6,205	29.0	1.7
	OPM(%)	8.3	7.4	7.1	6.7	10.0	8.2	8.5	+1.8pp	+0.3pp
その他	売上	1,297	2,642	1,252	2,522	1,358	2,700	2,799	11.0	3.7
	営業利益	69	139	61	54	66	100	117	116.1	17.0
	OPM(%)	5.3	5.3	4.9	2.1	4.9	3.7	4.2	+2.1pp	+0.5pp
調整額	売上	-18,314	-34,435	-16,455	-31,179	-15,990	-30,200	-28,619	n/a	n/a
	営業利益	-3,453	-7,092	-3,215	-6,419	-3,105	-7,100	-7,418	n/a	n/a
合計	売上	167,652	320,200	155,813	300,644	168,140	322,000	320,170	6.5	-0.6
	営業利益	11,619	16,743	10,090	14,807	14,710	20,200	20,004	35.1	-1.0
	OPM(%)	6.9	5.2	6.5	4.9	8.7	6.3	6.2	+1.3pp	-0.1pp

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

事業セグメント別売上および営業利益 (四半期)											
(百万円)		FY20				FY21				YoY (%)	QoQ (%)
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
空間価値	売上	47,019	31,055	31,517	35,109	47,337	37,538	36,320	35,838	2.1	-1.3
	営業利益	8,075	1,342	1,950	2,492	8,398	3,959	3,886	2,363	-5.2	-39.2
	OPM(%)	17.2	4.3	6.2	7.1	17.7	10.5	10.7	6.6	-0.5pp	-4.1pp
ビジネスサプライ	売上	31,066	24,902	26,185	30,912	31,262	28,338	25,784	30,195	-2.3	17.1
	営業利益	674	513	469	846	785	762	350	597	-29.4	70.6
	OPM(%)	2.2	2.1	1.8	2.7	2.5	2.7	1.4	2.0	-0.7pp	+0.6pp
グローバル ステーションナリー	売上	20,866	16,107	16,770	17,793	20,072	18,225	16,994	18,087	1.7	6.4
	営業利益	2,110	530	1,250	920	2,340	1,505	1,242	1,118	21.5	-10.0
	OPM(%)	10.1	3.3	7.5	5.2	11.7	8.3	7.3	6.2	+1.0pp	-1.1pp
その他	売上	645	607	605	665	677	681	683	758	14.0	11.0
	営業利益	35	26	-6	-1	31	35	10	41	n/a	310.0
	OPM(%)	5.4	4.3	n/a	n/a	4.6	5.1	1.5	5.4	n/a	+3.9pp
調整額	売上	-9,315	-7,140	-7,226	-7,498	-9,192	-6,798	-6,060	-6,569	n/a	n/a
	営業利益	-1,959	-1,256	-1,556	-1,648	-1,575	-1,530	-1,776	-2,537	n/a	n/a
合計	売上	90,283	65,530	67,851	76,980	90,157	77,983	73,721	78,309	1.7	6.2
	営業利益	8,936	1,154	2,108	2,609	9,982	4,728	3,713	1,581	-39.4	-57.4
	OPM(%)	9.9	1.8	3.1	3.4	11.1	6.1	5.0	2.0	-1.4pp	-3.0pp

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

コクヨ(7984 JP): セグメント別売上高及び営業利益							
(億円)		FY21		FY22CE		FY24	
		補正前	補正後	補正後	YoY (%)	目標	CAGR (%)
ワークスタイル領域	売上高	2,585	2,294	2,354	2.6	2,750	6.0
	営業利益	203	203	221	9.1	270	9.7
	OPM (%)	7.9	8.8	9.4	+0.6pp	9.9	n/a
ファニチャー事業	売上高	1,391	1,360	1,399	2.8	1,700	7.9
	営業利益	177	177	191	7.6	234	10.2
	OPM (%)	12.8	13.0	13.7	+0.7pp	13.8	n/a
ビジネスサプライ事業	売上高	1,193	934	955	2.2	1,050	3.2
	営業利益	25	25	30	19.3	38	7.0
	OPM (%)	2.2	2.7	3.2	+0.5pp	3.6	n/a
ライフスタイル領域	売上高	917	907	996	9.8	1,160	7.6
	営業利益	70	70	82	16.9	102	14.5
	OPM (%)	7.7	7.7	8.2	+0.5pp	8.8	n/a
ステーションナリー事業	売上高	733	727	799	9.9	950	7.9
	営業利益	61	60	72	18.6	88	13.6
	OPM (%)	8.4	8.3	9.0	+0.7pp	9.3	n/a
インテリアテール事業	売上高	184	180	197	9.2	210	5.9
	営業利益	9	9	10	5.9	14	26.0
	OPM (%)	5.1	5.2	5.1	-0.1pp	6.7	n/a
その他	売上高	4	4	4	-9.3	6	14.5
	営業利益	0	0	-1	n/a	0	n/a
	OPM (%)	2.3	2.3	n/a	n/a	n/a	n/a
調整値	売上高	-305	-280	-284	n/a	-316	n/a
	営業利益	-74	-74	-94	n/a	-98	n/a
	OPM (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
合計	売上高	3,201	2,926	3,070	4.9	3,600	7.0
	営業利益	200	199	208	4.5	275	11.0
	OPM (%)	6.2	6.8	6.8	+0.0pp	7.6	n/a

Source: Nippon-IBR based on Kokuyo's Field Expansion 24 and FY21 earnings results presentation

## GENERAL DISCLAIMER AND COPYRIGHT

*This report has been commissioned by Kokuyo Co., Ltd (the Sponsor) 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 Sponsor but does not get remunerated for any investment banking services. We never take payment in stock, options, or warrants for any of our 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 you arising out or in connection with the access to, use of or reliance on any information contained on this note.*

*No personalised advice: The information that we provide 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 2021 Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd.

For further enquiry, please contact:

Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd  
118 Pall Mall  
London SW1Y 5EA  
TEL: +44 (0)20 7993 2583  
Email: [enquiries@nippon-ibr.com](mailto: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 authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FRN: 928332).*