

## 北恵

9872 東証 2 部

2016 年 2 月 19 日 (金)

Important disclosures  
and disclaimers appear  
at the back of this document.

企業調査レポート  
執筆 客員アナリスト  
寺島 昇

## ■ 業界トップクラスの独立系住宅建材商社、住宅市場の回復に期待

北恵<9872>は住宅用の各種建材・住設機器の独立系専門商社である。仕入先は国内外の主要大手メーカーを含めて約 2,000 社に上る。一方で、販売先は国内の住宅メーカーや工務店などで、取引口座数は 2,600 社になり回収等のリスクは分散されている。施工付販売や自社開発のオリジナル商品などで差別化を図っている。

2015 年 11 月期 (2014 年 12 月 -2015 年 11 月) の業績は、売上高が前期比 3.2% 減の 47,383 百万円、営業利益が同 34.5% 減の 584 百万円、経常利益が同 30.4% 減の 687 百万円、当期純利益が同 18.0% 減の 461 百万円となった。消費増税後の反動により当初から減収・減益予想であったので、驚くような結果ではなかった。

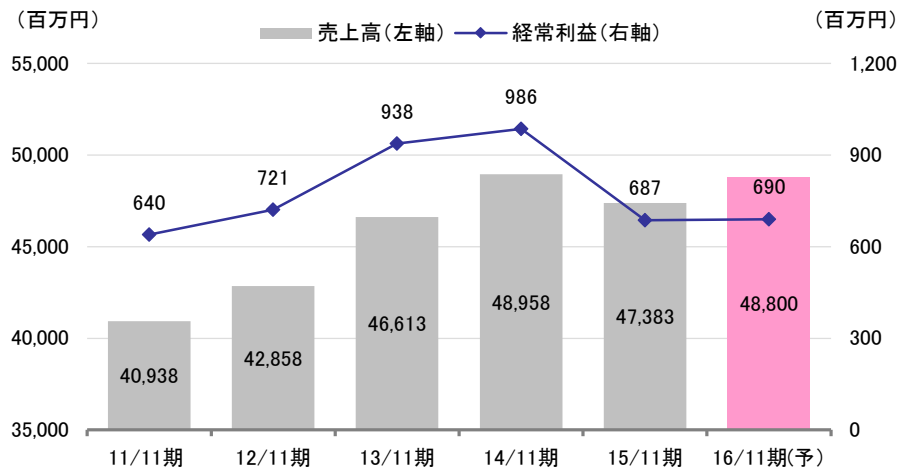
2016 年 11 月期の通期の連結業績は、売上高が前期比 3.0% 増の 48,800 百万円、営業利益が同 2.6% 増の 600 百万円、経常利益が同 0.4% 増の 690 百万円、当期純利益が同 13.3% 減の 400 百万円が予想されている。依然として住宅市場の動向は不透明であるが、同社では施工付販売や自社開発のオリジナル商品の販売強化などにより増収・増益を目指している。

国内の住宅市場は、中期的には 2017 年に予定されている消費税の 10% への増税などから不透明感が強いが、減税など多くの政策が打ち出されており、大きな落ち込みにはならない可能性もある。このような環境下で、同社では住設機器、施工付販売、さらに付加価値の高いオリジナル商品を戦略的重点商品と位置付け、これらの商品の売上高を伸ばすことや海外展開 (ベトナム) によって業績の更なる拡大を目指している。

## ■ Check Point

- ・住宅設備機器と施工付販売が売上高の 67% を占める
- ・商社ながら付加価値の高い施工付販売に取り組む
- ・今期は 14 円配当を予想、今後の利益水準により増配の可能性も

業績の推移



## ■ 会社概要

### 業界トップクラスの独立系住宅建材商社

#### (1) 沿革

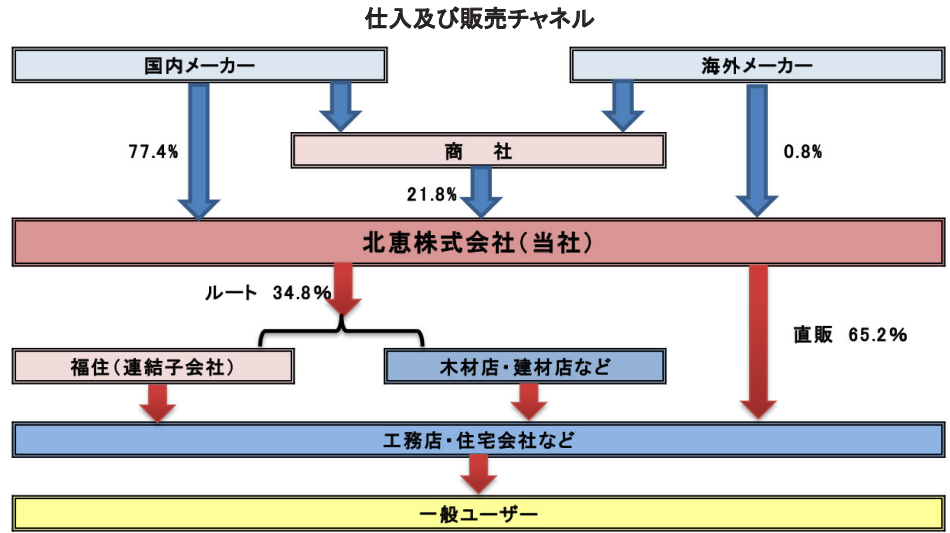
同社は住宅用の各種建材や住設機器の専門商社である。その歴史は古く、1959年に創業者である北村恵一（きたむらけいいち）氏によって北村恵商事株式会社として設立された後、全国へ業容を拡大してきた。現在では代表取締役社長北村良一（きたむらりょういち）氏のもと従業員数 335 名、全国に営業拠点 22 ヶ所（2015 年 11 月末現在）を擁する業界トップクラスの独立系住宅建材商社に成長している。

### 住宅設備機器と施工付販売が売上高の 67% を占める

#### (2) 事業概要

同社は住宅用建材や住設機器の専門商社で、独立系では最大級である。仕入先は LIXIL グループ〈5938〉、ケイミュー（株）、クリナップ〈7955〉、ニチハ〈7943〉等の大手メーカーを含めて約 2,000 社に達するが、特定のメーカーに偏っていることはない。基本的に顧客から注文が入ってからメーカーへ発注し、商品はメーカーから建築現場へ直送される仕組みとなっているため自社ではほとんど在庫を保有しない。仕入先別ルート（2015 年 11 月期）は、国内メーカーからが 77.4%、商社からが 21.8%、海外メーカーからが 0.8%となっている。

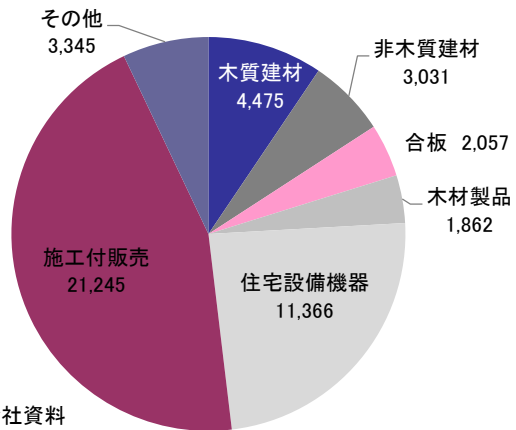
一方で販売先別（2015 年 11 月期）は、同社の営業拠点を經由して全国の工務店や住宅会社へ販売する直販が 65.2%、子会社の福住（株）及び各地の木材店・建材店を經由するルート販売が 34.8%となっている。



出所：2015 年 11 月期決算説明会資料

商品別の売上高（2015 年 11 月期）は、木質建材が 4,475 百万円（構成比 9.4%）、非木質建材が 3,031 百万円（同 6.4%）、合板が 2,057 百万円（同 4.3%）、木材製品が 1,862 百万円（同 3.9%）、住宅設備機器が 11,366 百万円（同 24.0%）、施工付販売が 21,245 百万円（同 44.9%）、その他が 3,345 百万円（同 7.1%）となっている。また当社が独自に企画・開発したオリジナル商品が 1,707 百万円（同 3.6%）となっている。各商品別の詳細内容は以下のようである。

商品別売上高  
(2015年11月期:47,383百万円)

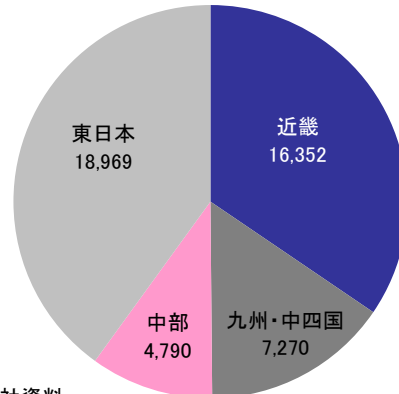


出所:会社資料

- 木質建材：ユニットドア、クローゼット、フロア、収納ユニット、階段セット
- 非木質建材：石膏ボード、断熱材、屋根材、不燃ボード、サイディング
- 合板：ラワン合板、針葉樹合板
- 木材製品：木材構造物、木材造作材、フローリング
- 住宅設備機器：システムキッチン、ユニットバス、洗面ユニット、トイレ、空調機器、燃焼機器、太陽光発電パネル
- 施工付販売：商品の納入だけでなく当社が取付工事まで行うもの。外壁工事、住設工事、屋根工事、構造躯体工事、内装工事、サッシ工事、太陽光発電システム
- その他：サッシ、エクステリア、化成品、建築金物、建築道具  
(オリジナル商品：フローリング、輻射断熱材、換気システム、システム収納など)

地域別の売上高は、近畿が<sup>※</sup>16,352 百万円（構成比 34.5%）、九州・中四国が 7,270 百万円（同 15.3%）、中部が<sup>※</sup>4,790 百万円（同 10.1%）、東日本が<sup>※</sup>18,969 百万円（同 40.1%）となっている。東日本のうち 17,393 百万円（同 36.7%）が首都圏となっている。全国に営業所を有していることもあり地域的な偏りはない。

地域別売上高  
(2015年11月期:47,383百万円)



出所:会社資料

代表的な販売先は、飯田グループホールディングス<3291>、桧家ホールディングス<1413>、タマホーム<1419>などのハウスメーカーであるが、大和ハウス工業<1925>、積水ハウス<1928>、ミサワホーム<1722>等のプレハブメーカーとの取引は少ない。その他は地方の地場の住宅ハウスメーカーや工務店等である。

## 商社ながら付加価値の高い施工付販売に取り組む

### (3) 競合、特色、強み

同社の事業は住宅用建材の仕入販売であるため、販売動向は全体の住宅着工件数に左右されるのは避けられない。しかし同社は 2,000 社以上の仕入先、販売先を抱えていることから、特定の取引先の影響を受けることは少ない。言い換えれば、資金回収や商品納入のリスクが分散されており、これは同社の強みの 1 つと言える。

また施工付販売を行っていることも同社の特色だろう。既に 15 年前から施工付販売を行っているが、その時からインターネットの時代に入れば、単に商品を右から左へ流す事業は伸び悩むと予想していた。そのため同社では、少しでも付加価値を付けた販売が必要であると考え、施工付販売を開始した。

同社の施工付販売の主なものは外壁工事であり、ニチハ、LIXIL、ケイミュー等のメーカーから資材を仕入れ、同社が施工まで行うもの。特色（強み）としては、同社独自の施工基準を設けており、「KIPHOTO」による施工管理や施工確認書による品質管理を徹底していること。さらに同社独自の「外壁工事瑕疵 10 年保証制度」を付けており、これにより工務店やハウビルダーの瑕疵担保責任（10 年）をバックアップしている。このような同社独自の各種制度などの成果もあり、2015 年 11 月期（2014 年 12 月 - 2015 年 11 月）では 9,904 棟（月平均 825 棟）の施工付外壁工事を受注した。

住宅用建材を取り扱う商社・卸などの競合企業は無数にあるが、大手ではジャパン建材(株)(JKホールディングス<9896>のグループ会社)、ジューテックホールディングス<3157>、OCHIホールディングス<3166>などが主な競合企業である。これらの大手競合企業とは取扱商品はほとんど同じであり、特に大きな違いはない。ただし、販売においては、これらの競合企業は比較的ルート(代理店)販売が多く、同社のほうが直接販売の比率が高いのが特色でもあり強みでもある。直販比率が高いと販売費用はかかるが、一方でユーザー(工務店、住宅メーカー等)やエンドユーザー(施主)からの生の声(意見、要望等)を聞くことが可能であり、これがオリジナル商品の開発や提案型営業に役立っているようだ。この直販比率は15年ほど前にはほとんどゼロであったが現在では記述のように65.2%に達しており、この直販の拡大がこの間の同社の成長を支えてきたとも言えよう。

## ■決算動向

### 消費増税前の駆け込み需要の反動減あったが施工付販売は増収に

#### (1) 2015 年 11 月期の業績

##### ○収益状況

##### 損益計算書

(単位：百万円、%)

	14/11 期		15/11 期		(増減)	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	率
売上高	48,958	100.0	47,383	100.0	-1,575	-3.2
売上総利益	5,067	10.3	4,775	10.1	-291	-5.7
販管費	4,173	8.5	4,191	8.8	17	0.4
営業利益	893	1.8	584	1.2	-308	-34.5
経常利益	986	2.0	687	1.5	-299	-30.4
当期純利益	562	1.1	461	1.0	-101	-18.0

2015 年 11 月期の業績は、売上高が前年同期比 3.2% 減の 47,383 百万円、営業利益が同 34.5% 減の 584 百万円、経常利益が同 30.4% 減の 687 百万円、当期純利益が同 18.0% 減の 461 百万円となった。消費増税後の反動が予想以上に長引いたことから前期比では減収となり、商社事業であることから減収がそのまま減益につながった。

売上総利益率は前期比 0.2 ポイント減の 10.1% とわずかながら低下したが、商品構成の変化や円安等の影響により一部商品の仕入コストが上昇したことが主要因。一方、販管費は人件費やその他経費の抑制に努めたものの、対売上高比率で 0.3 ポイント増加した。結果、営業利益率が 1.2% と前期比で 0.6 ポイント悪化し、営業減益につながった。営業利益が減益となったことから経常利益以下も減益となった。ただし当期純利益は、特別利益の計上 96 百万円(主に投資不動産や投資有価証券の売却益等)があったことから減益幅は小さくなった。

商品別売上高は、木質建材 4,475 百万円(前期比 27.0% 減)、非木質建材 3,031 百万円(同 14.8% 減)、合板 2,057 百万円(同 5.2% 減)、木材製品 1,862 百万円(同 2.5% 減)、住宅設備機器 11,366 百万円(同 19.1% 減)、施工付販売 21,245 百万円(同 20.3% 増)、その他 3,345 百万円(同 3.8% 減)となった。オリジナル商品の売上高は 1,707 百万円(同 19.2% 減)であった。

全体の需要減に加えて、木質建材や非木質建材では一部商品がスペックアウト(ハウスメーカーの採用商品から外れること)したこと、合板では円安によって輸入品コストが上昇したこと等も減収要因となった。全体の環境が厳しい状況であったことから各商品とも減収となったが、重点商品である施工付販売は増収となったことは注目に値する。

## 商品別売上高

(単位:百万円、%)

	14/11 期		15/11 期		(増減)	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	率
木質建材	6,126	12.5	4,475	9.4	-1,651	-27.0
非木質建材	3,557	7.3	3,031	6.4	-526	-14.8
合板	2,171	4.4	2,057	4.3	-113	-5.2
木材製品	1,909	3.9	1,862	3.9	-47	-2.5
住宅設備機器	14,058	28.7	11,366	24.0	-2,692	-19.1
施工付販売	17,655	36.1	21,245	44.9	3,589	20.3
その他	3,479	7.1	3,345	7.1	-133	-3.8
合計	48,958	100.0	47,383	100.0	-1,575	-3.2
(うちオリジナル商品)	2,113	4.3	1,707	3.6	-406	-19.2

地域別売上高は、近畿 16,352 百万円 (前期比 3.3% 減)、九州・中四国 7,270 百万円 (同 1.5% 減)、中部 4,790 百万円 (同 1.7% 減)、東日本 18,969 百万円 (同 4.2% 減) であった。首都圏の売上高は 17,393 百万円 (同 2.7% 減) であったが、構成比は前年同期の 36.5% から 36.7% へ上昇した。全売上高は各地域で減収となったが、注力中の施工付販売はすべての地域で増収となった。

## 地域別売上高

(単位:百万円、%)

	14/11 期		15/11 期		(増減)	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	率
近畿	16,908	34.5	16,352	34.5	-555	-3.3
九州・中四国	7,380	15.1	7,270	15.3	-110	-1.5
中部	4,871	10.0	4,790	10.1	-80	-1.7
東日本	19,798	40.4	18,969	40.1	-828	-4.2
合計	48,958	100.0	47,383	100.0	-1,575	-3.2
(うち首都圏)	17,867	36.5	17,393	36.7	-473	-2.7

## ○財務状況

2015 年 11 月期末の資産合計は前期末比 515 百万円増の 22,177 百万円となった。流動資産は同 967 百万円増の 18,331 百万円となったが、主に当期純利益の計上や固定資産の売却等により現預金が 830 百万円増加したことによる。固定資産は同 451 百万円減の 3,845 百万円となったが、主に売却による有形固定資産及び投資その他資産の減少による。

負債については、負債合計が前期末比 318 百万円増の 12,033 百万円となった。流動負債は同 223 百万円増の 10,760 百万円となったが、主に電子記録債務の増加による。固定負債は同 94 百万円増の 1,272 百万円となった。純資産合計は、利益剰余金の増加等により同 196 百万円増の 10,143 百万円となった。

2016 年 2 月 19 日 (金)

## 貸借対照表

(単位：百万円)

	14/11 期末	15/11 期	増減額
現金・預金	6,549	7,379	830
受取手形・売掛金	9,285	9,371	85
その他流動資産	1,528	1,579	51
流動資産計	17,363	18,331	967
有形固定資産	1,832	1,679	-153
無形固定資産	214	178	-35
投資その他の資産	2,249	1,987	-262
固定資産計	4,297	3,845	-451
資産合計	21,661	22,177	515
買掛金	7,343	7,391	48
電子記録債務	2,231	2,548	317
その他流動負債	962	820	-142
流動負債計	10,536	10,760	223
退職給付に係る負債	0	185	185
役員退職慰労引当金	256	268	11
その他固定負債	921	819	-101
固定負債計	1,177	1,272	94
負債合計	11,714	12,033	318
純資産合計	9,946	10,143	196
負債・純資産合計	21,661	22,177	515

## ○キャッシュフローの状況

2015 年 11 月期の営業活動によるキャッシュフローは 647 百万円の収入となったが、主に税金等調整前当期純利益の計上による収入 777 百万円、仕入債務の増加による収入 365 百万円、売上債権の増加による支出 64 百万円による。投資活動によるキャッシュフローは固定資産の売却等により 311 百万円の収入となった。財務活動によるキャッシュフローは主に配当金の支払いにより 129 百万円の支出となった。この結果、現金及び現金同等物は 830 百万円の増加となり、期末の同残高は 7,379 百万円となった。

(単位：百万円)

	14/11 期	15/11 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	577	647
税金等調整前当期純利益	1,007	777
仕入債務の増減額 (-減少)	391	365
売上債権の増減額 (-増加)	-577	-64
投資活動によるキャッシュ・フロー	-477	311
財務活動によるキャッシュ・フロー	-110	-129
現金および現金同等物の増減	-10	830
現金および現金同等物の期末残高	6,549	7,379

## 今期業績は厳しく予想しているが住宅着工に回復感も

## (2) 2016 年 11 月期の業績見通し

## 2016 年 11 月期の業績見通し

(単位：百万円、%)

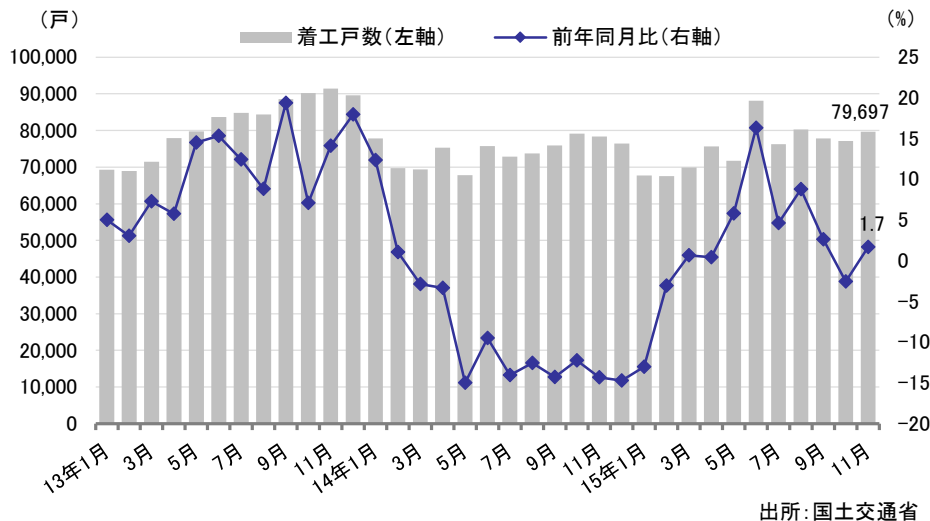
	15/11 期		16/11 期 (予)		(増減)	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	率
売上高	47,383	100.0	48,800	100.0	1,416	3.0
売上総利益	4,775	10.1	4,900	10.0	124	2.6
販管費	4,191	8.8	4,300	8.8	108	2.6
営業利益	584	1.2	600	1.2	15	2.6
経常利益	687	1.5	690	1.4	2	0.4
当期純利益	461	1.0	400	0.8	-61	-13.3

2016 年 2 月 19 日（金）

2016 年 11 月通期の業績は、売上高が前期比 3.0% 増の 48,800 百万円、営業利益が同 2.6% 増の 600 百万円、経常利益が同 0.4% 増の 690 百万円、当期純利益が同 13.3% 減の 400 百万円が予想されている。当期純利益が大きく減益となるのは前期に特別利益が発生したためである。

住宅市場全般は消費増税の反動からは脱却したものの、完全に回復したとは言い切れない状況が続いている。下図のように住宅着工件数は前年比ではプラスに転じているが、その水準は決して高いとは言えない。そのため同社でも今期（2016 年 11 月期）の業績をかなり固めに見ている。しかし同社商品への需要は必ずしも新築住宅だけではなく、近年ではリフォームによる需要も増加していることから、リフォーム需要の取り込みや注力している施工付販売の受注次第では業績が上振れする可能性もありそうだ。

住宅着工戸数の推移



商品別売上高は、木質建材 4,420 百万円（前期比 1.2% 減）、非木質建材 3,090 百万円（同 1.9% 増）、合板 2,100 百万円（同 2.1% 増）、木材製品 1,930 百万円（同 3.6% 増）、住宅設備機器 11,230 百万円（同 1.2% 減）、施工付販売 22,790 百万円（同 7.3% 増）、その他 3,240 百万円（同 3.2% 減）と予想されている。大部分の商品が前期比で微増または微減の見込みだが、注力商品である施工付販売は比較的高い伸びを予想している。

商品別売上高

(単位：百万円、%)

	15/11 期		16/11 期 (予)		(増減)	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	率
木質建材	4,475	9.4	4,420	9.1	-55	-1.2
非木質建材	3,031	6.4	3,090	6.3	58	1.9
合板	2,057	4.3	2,100	4.3	42	2.1
木材製品	1,862	3.9	1,930	4.0	67	3.6
住宅設備機器	11,366	24.0	11,230	23.0	-136	-1.2
施工付販売	21,245	44.9	22,790	46.7	1,544	7.3
その他	3,345	7.1	3,240	6.6	-105	-3.2
合計	47,383	100.0	48,800	100.0	1,416	3.0
(うちオリジナル商品)	1,707	3.6	1,900	3.9	192	11.2



また地域別売上高は、近畿 16,900 百万円 (前期比 3.4% 増)、九州・中四国 7,300 百万円 (同 0.4% 増)、中部 4,800 百万円 (同 0.2% 増)、東日本 19,800 百万円 (同 4.4% 増)、その中で首都圏 18,200 百万円 (同 4.6% 増) を予想している。各地域で増収を予想しているが特に首都圏での売上高を伸ばす計画だ。

地域別売上高

(単位: 百万円、%)

	15/11 期		16/11 期 (予)		(増減)	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	率
近畿	16,352	34.5	16,900	34.6	548	3.4
九州・中四国	7,270	15.3	7,300	15.0	30	0.4
中部	4,790	10.1	4,800	9.8	10	0.2
東日本	18,969	40.1	19,800	40.6	831	4.4
合計	47,383	100.0	48,800	100.0	1,417	3.0
(うち首都圏)	17,393	36.7	18,200	37.3	807	4.6

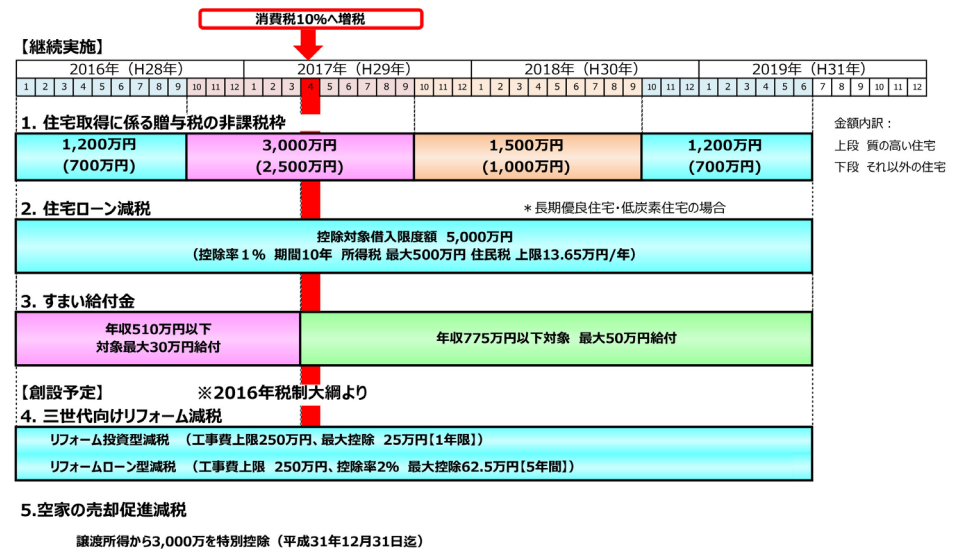
■ 中長期の展望と戦略

重点商品の販売に注力、各地域でのシェアアップを狙う

○業界の現状と今後

今後の日本では人口減少が続くことから、長期的には国内の住宅市場は大きな成長は望めない。さらに中期的には、2017 年 4 月に再び消費税の増税 (8% から 10%) が予定されており、その後の反動減が懸念される。しかし前回の増税率 (5% → 8%、60% アップ) に比べると今回の増税率は 25% (8% → 10%) であることから、その影響は少ないと考えられる。その一方で政府からは、住宅取得に係る贈与税の非課税枠拡大、住宅ローン減税、すまい給付金、フラット 35S 金利優遇幅の拡大など各種の新築住宅政策が出されている。金利政策も住宅市場には追い風となることが期待される。これらの各種優遇政策が消費者にもっと浸透していけば、新築住宅の需要はある程度下支えされ需要が喚起されると予想される。このため同社にとっての事業環境は必ずしもアゲインストではなく、むしろ業績拡大のチャンスにもなり得るだろう。

中長期展望



2016 年 2 月 19 日（金）

**○今後の商品戦略**

同社では以下の 3 商品を「重点商品」と位置付けて、これらを特に積極的に販売していくことで他社との差別化を図り、競争優位性を確立する計画だ。

**(住宅設備機器)**

キッチン、ユニットバス等を中心に販売を強化する。

**(施工付販売)**

主に外壁工事、住設工事等の工事品質をさらに向上させ、販売強化を図る。

**(オリジナル商品)**

新規開拓の提案ツールとして、また、既存得意先のインスタシェアを高めるため、顧客の求める商品を積極的に開発し、商品ラインアップの再構築を図る。

**○今後の地域戦略**

地域的な戦略としては、上記の施策を確実に実行していくことで、各地域でのシェアアップを目指す計画だが、特に首都圏を中心とした東日本に注力する。

**○今後の市場戦略**

今後は以下の 4 つの市場での拡販・拡大を図る計画だ。

**(新規取引先＝新築)**

地域の優良企業、住宅メーカー、貸家市場での需要を確実に取り込む。

**(リフォーム市場＝既築)**

リフォーム専門業者、マンションリノベーション、ホームセンター、家電量販店等の取り込み。

**(非住宅市場)**

商業施設等の非住宅市場の需要を取り込む。

**(海外市場)**

既にベトナムに駐在員事務所を開設しているが、今後は同国の住宅市場を本格的に開拓する。さらに将来的には ASEAN 市場への拡大を目指している。

**■株主還元策****今期は 14 円配当を予想、今後の利益水準により増配の可能性も**

今期の年間配当は 14 円が予定されており、予想利益ベースでの配当性向は 32.5% となる。同社は 25 ~ 30% の配当性向は維持したいと述べており、今後の利益水準によっては増配の可能性もありそうだ。

#### ディスクレーマー（免責条項）

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。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

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、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、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、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、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、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

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、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ