

# ホリスティック企業レポート きずなホールディングス 7086 東証マザーズ

ベーシック・レポート  
2021年9月17日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20210914

## 1日1組限定の貸切ホールでの家族葬を日本各地で施行する葬儀会社 葬儀件数の拡大等を想定し、22年5月期以降の高成長を予想

### 1. 会社概要

・きずなホールディングス(以下、同社)は、1日1組限定の貸切ホールでの家族葬を日本各地で施行する葬儀会社である。「家族葬のファミリー」を中心とした直営ホールで葬儀を施行する「直営モデル」と、公営斎場等を活用して葬儀施行を提携葬儀社に任せる「委託モデル」から構成される「葬儀施行業」と、自社サイトを通じてアプローチしてきた顧客と提携葬儀社や代理店を仲介する「ネット集客業」を行っており、全国33都道府県でサービスを展開している。

### 2. 財務面の分析

- ・18/5期～21/5期の期間では、直営ホール数の増加に伴い、葬儀件数は年平均15.7%増加したものの、会葬者数の減少等に伴い、葬儀単価が同6.6%下落したため、売上収益は同7.8%増、税引前利益は同6.7%増と一桁の伸びにとどまった。
- ・成長性と収益性の観点で類似企業に比べ魅力的である。

### 3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、「生活者目線」と効率性重視の両立にある。

### 4. 経営戦略の分析

- ・同社は、出店加速やドミナント強化による収益性の向上等により、24/5期に売上収益11,700百万円、営業利益1,580百万円を目指す中期経営計画を掲げている。

### 5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、22/5期の業績について、7月までの進捗状況を考慮し、会社計画をやや上回る16%増収、41%営業増益と予想した。
- ・当センターでは、葬儀件数の順調な拡大や、ドミナント効果による広告宣伝費率の改善等を想定し、23/5期は前期比14%増収、31%営業増益、24/5期は同11%増収、17%営業増益を予想している。

#### 【7086 きずなホールディングス 業種：サービス業】

決算期	売上収益	前期比	営業利益	前期比	税引前利益	前期比	親会社所有者 帰属当期利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2020/5	7,676	6.7	488	-39.9	333	-45.9	210	-48.2	61.8	1,041.5	0.0
2021/5	8,030	4.6	733	50.1	565	69.4	359	70.8	104.3	1,146.1	0.0
2022/5 CE	9,200	14.6	1,000	36.4	820	45.1	480	33.6	139.4	—	0.0
2022/5 E	9,328	16.2	1,033	40.9	850	50.5	510	41.9	148.1	1,294.2	0.0
2023/5 E	10,624	13.9	1,348	30.5	1,166	37.2	710	39.2	206.2	1,500.4	0.0
2024/5 E	11,836	11.4	1,582	17.4	1,387	19.0	860	21.1	249.7	1,750.1	0.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想。国際会計基準

#### ベーシック・レポート

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

アナリスト:大間知淳  
+81(0)3-6812-2521  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

#### 【主要指標】

	2021/9/10
株価(円)	2,232
発行済株式数(株)	3,444,235
時価総額(百万円)	7,688

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	21.4	15.1	10.8
PBR(倍)	1.9	1.7	1.5
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	6.6	29.1	26.3
対TOPIX(%)	3.4	26.6	4.3

#### 【株価チャート】



## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ 日本各地で1日1組限定の家族葬を施行する葬儀会社

きずなホールディングス(以下、同社)は、1日1組限定の貸切ホールでの「家族葬(家族・親族やごく親しい友人、知人のみで行う葬儀)」を日本各地で施行する葬儀会社である。同社の前身会社が00年代初頭に生み出した「家族葬」は、近年、社葬、一般葬の割合が低下する中、最も割合が上昇している葬儀形態となっている。

同社の前身会社は、00年に東京都で設立された「株式会社エポック・ジャパン」と、71年に宮崎県で設立され、05年にエポック・ジャパンが吸収合併した「総合葬祭株式会社みやそう」である。同社は、15年11月に、大株主と社長を兼ねるいわゆる「個人経営」から脱却し、組織的経営による事業拡大を果たすため、LBOスキームによって投資ファンドのアドバンテッジパートナーズに属するファンドによって設立された株式会社の子会社となり、16年2月には完全子会社となった。17年6月にエポック・ジャパンは株式移転により持株会社となる同社を設立し、18年6月に同社の商号が現在のきずなホールディングスに変更された。

同社は、直営葬儀ホール(以下、直営ホール)のドミナント出店とM&Aによる新規エリアへの進出を成長戦略の柱としており、13年4月に北海道の「GEN」(買収時6ホール)、16年11月に愛知県の「ファミリー」(同7ホール)、18年4月に京都府の「花駒」(同3ホール)を同社グループで子会社化・事業譲受した。橋頭堡を築いた新規エリア(北海道、愛知県、京都府)での出店は拡大傾向にある(図表1)。

【図表1】地域別直営ホール数の推移

(単位:店)

会社	拠点	都道府県	16/5期	17/5期	18/5期	19/5期	20/5期	21/5期
家族葬のファミリー	北海道支社	北海道	10	12	14	15	15	18
	千葉支社	千葉県	8	9	11	13	14	18
	愛知支社	愛知県	-	7	9	11	12	14
	宮崎支社	宮崎県	15	16	17	17	19	22
	熊本支社	熊本県	14	14	14	14	14	17
	都市総合支社	神奈川県	1	1	1	1	1	1
花駒	-	京都府	-	-	3	3	6	6
備前屋	-	岡山県	-	-	-	-	-	3
合計		8道府県	48	59	69	74	81	99

(注) ホール数は決算期末。16/5期と17/5期はエポック・ジャパンの数値。

(出所) きずなホールディング有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

同社は、21年1月には、岡山県で3店の直営ホールを持つ「備前屋」を完全子会社化した(20/5期売上高299百万円、営業利益53百万円、20/5期末総資産671百万円、純資産288百万円)。同社グループは、

21/5 期末において、持株会社である同社と、北海道、千葉県、神奈川県、愛知県、熊本県、宮崎県に直営ホールを持つ「家族葬のファミリーユ」、花駒、備前屋の 3 子会社で構成されており、直営ホールは 99 店となっている。30 年には 300 店という長期目標を掲げている。

### ◆ 3 子会社で 3 つのサービスを提供している

同社グループは、葬儀事業の単一セグメントであるが、葬儀売上を構成する葬儀施行業、仲介手数料収入を構成するネット集客業、その他のサービスを行っており、21/5 期末時点で、青森、岩手、山梨、福井、鳥取、島根、佐賀、長崎、大分、沖縄、四国 4 県を除く、全国 33 都道府県（重複を含む）でサービスを提供している。

#### (1) 葬儀施行業（葬儀売上）

葬儀売上は葬儀施行業の収益で構成されており、葬儀施行業は「直営モデル」と「委託モデル」の 2 形態で行っている。

##### ①直営モデル（担当会社、家族葬のファミリーユ、花駒、備前屋）

同社グループは、企業理念をよりよく反映できる直営ホールでの葬儀施行を中心に展開しており、21/5 期の葬儀件数の約 8 割を占めている。ドミナント戦略による店舗拡大と収益性の向上を志向しており、同社の収益の柱となっている。

直営ホールについては、地域特性や顧客認知度を考慮して複数ブランドで展開している。全国各地で展開する基幹ブランド「家族葬のファミリーユ」（21/5 期末 88 店、1 ホール最大人数 80 人程度）は、新規出店により、店舗数が每期増加している。他にも、“現代町家”をデザインコンセプトとした邸宅型家族葬「弔家の灯（とむりえのひ）」（同 3 店、宮崎県、1 ホール最大人数 10 人程度）、花駒のホールブランドである「イマージュ」（同 3 店、京都府）、備前屋のホールブランドである「オブジェ」（同 3 店、岡山県）、その他（宮崎県と京都府に各 1 店）が存在するが、これらのホールの最近の出店は僅かである。

##### ②委託モデル（担当会社、家族葬のファミリーユ）

同社グループは、初期投資や家賃の負担等により、直営モデルでは十分な投資効率が得られないと判断した地域においては、公営斎場等を利用する提携葬儀社に葬儀の施行を委託することで、顧客に葬儀サービスを提供している。委託モデルでは、同社の従業員の派遣等はしないものの、葬儀関連備品、供花、料理等の調達は同社が行い、直営ホールと変わらぬ基準でサービスを提供している。21/5 期末の展開地域は、埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県となっている。

同社は、直営モデルと委託モデルでの葬儀施行を合計した葬儀件数を

公表している。M&A と新規出店によるホール数の拡大と、知名度向上による新規出店ホールにおける葬儀件数の増加により、同社グループの葬儀件数は、每期着実に増加している (図表 2)。

【 図表 2 】 地域別葬儀件数の推移

(単位: 件)

会社	拠点	都道府県	18/5期		19/5期		20/5期		21/5期	
			葬儀件数 (件)	構成比	葬儀件数 (件)	構成比	葬儀件数 (件)	構成比	葬儀件数 (件)	構成比
家族葬の ファミリーユ	北海道支社	北海道	810	13.8%	944	14.0%	1,068	13.5%	1,312	14.4%
	千葉支社	千葉県	1,076	18.3%	1,144	16.9%	1,371	17.3%	1,525	16.7%
	愛知支社	愛知県	760	12.9%	784	11.6%	901	11.4%	1,022	11.2%
	宮崎支社	宮崎県	1,320	22.5%	1,325	19.6%	1,493	18.9%	1,756	19.3%
	熊本支社	熊本県	819	13.9%	863	12.8%	968	12.2%	1,120	12.3%
	都市総合支社	埼玉県、東京都、神奈川県	1,093	18.6%	1,097	16.2%	1,452	18.4%	1,451	15.9%
花駒	-	京都府	-	-	599	8.9%	655	8.3%	831	9.1%
備前屋	-	岡山県	-	-	-	-	-	-	91	1.0%
合計		10都道府県	5,878	100.0%	6,756	100.0%	7,908	100.0%	9,108	100.0%

(注) 葬儀件数は直営モデルと委託モデルの合計

(出所) きずなホールディング有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

(2) ネット集客業 (仲介手数料収入、担当会社、家族葬のファミリーユ、花駒、備前屋)

仲介手数料収入は、ネット集客業と仏壇等アフター商材販売の収益で構成されている。このうち、ネット集客業は、21/5 期末で 27 道府県において、インターネットを使ったプロモーションにより顧客から葬儀施行を受注し、提携葬儀社や代理店に仲介している。

ネット集客業の展開地域は、同社グループの調達網が活かさない遠隔地であるため、紹介先の葬儀社が各自調達を行い、サービスを提供している。調達における同社グループの関与の度合いの違いによって、委託先への委託料・仲介料の金額が異なるため、売上収益の認識上、同社は、葬儀売上には該当し、顧客への請求額の総額を収益に計上する葬儀施行業と、仲介手数料に該当し、顧客への請求額から委託先への支払を控除した純額を収益に計上するネット集客業を区分している。

21/5 期のネット集客業による仲介件数は 1,170 件となっており、葬儀施行業による葬儀件数と合計した葬儀取扱件数 (10,278 件) の 11.4% を占めている。

(3) その他のサービス (担当会社、家族葬のファミリーユ)

その他のサービスは、「家族葬のファミリーユ」ブランドを使用するフランチャイジー (FC) からのロイヤリティ収入等で構成されている。

21/5 期のサービス別売上収益を見ると、葬儀売上が売上収益の 92.7% を占めており、主力サービスに位置付けられる。仲介手数料収入については、売上収益の水準は低いものの、構成比は上昇傾向にある。一方、同社は現在、FC 展開には消極的な姿勢を採っているため、その他のサービスの売上収益は減少傾向にある (図表 3)。

【 図表 3 】 サービス別売上収益の推移

(単位：百万円)

サービス別	18/5期		19/5期		20/5期		21/5期	
	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)	売上高 (百万円)	構成比 (%)
葬儀売上	5,895	91.9	6,662	92.6	7,139	93.0	7,448	92.7
仲介手数料収入	376	5.9	427	5.9	462	6.0	520	6.5
その他のサービス	144	2.3	103	1.4	74	1.0	62	0.8
合計	6,417	100.0	7,193	100.0	7,676	100.0	8,030	100.0

(注) 構成比の合計は四捨五入の関係で必ずしも 100%にならない

(出所) きずなホールディングス有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

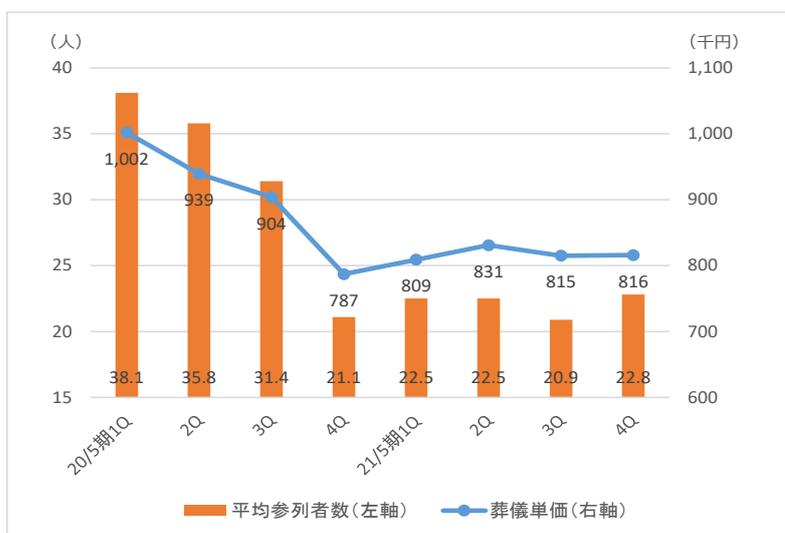
#### ◆ 家族葬に特化しているため、葬儀単価は低い

同社は、旧来の葬儀の在り方(価値、価格、品質)を見直し、生活者の立場から必要とされるサービスを追求している。具体的には、第1は、儀礼儀式となりがちな葬儀を、「家族の絆をつなぐための時間」に変える「家族葬」という新たな価値観による葬儀の提供であり、この思いが同社の社名に込められている。第2は、終わるまで料金が分からないような従来型の葬儀料金ではなく、透明で事前に選べる価格体系を採用していることである。第3は、葬儀社主導で画一的な内容の従来型の葬儀ではなく、品質にこだわり、家族主導で故人らしさを叶えるオーダーメイド型の葬儀を積極的に提案していることである。

同社の葬儀プランは、地域毎に細かな違いはあるが、通夜・告別式を実施せず火葬のみを行うプラン、通常の家族葬を行うセットプランである「ファミリープラン」、故人らしさを表現するオーダーメイド型の「オリジナルプラン」(税抜価格 100 万円以上)に大別される。ファミリープランは更に、価格帯別に、必要十分な「シンプル」(同約 40 万円)、一般的な「スタンダード」(同約 60 万円)、少し華やかな「ハイグレード」(同約 80 万円)に分かれている。21/5 期の葬儀施行業の平均葬儀単価(以下、葬儀単価)は、平均参列者数が 50 名に満たない家族葬に特化していることから、業界平均(1,000 千円超)を下回る 818 千円であった。

葬儀単価は、葬儀の簡素化や低価格ニーズの強まり等を背景に、近年下落傾向にあったが、新型コロナウイルス感染症の発生以降、参列者数の減少と葬儀の簡素化(低価格帯以下のプラン比率の上昇)が更に進み、20/5 期第 4 四半期の葬儀単価は大幅に落ち込んだ(図表 4)。

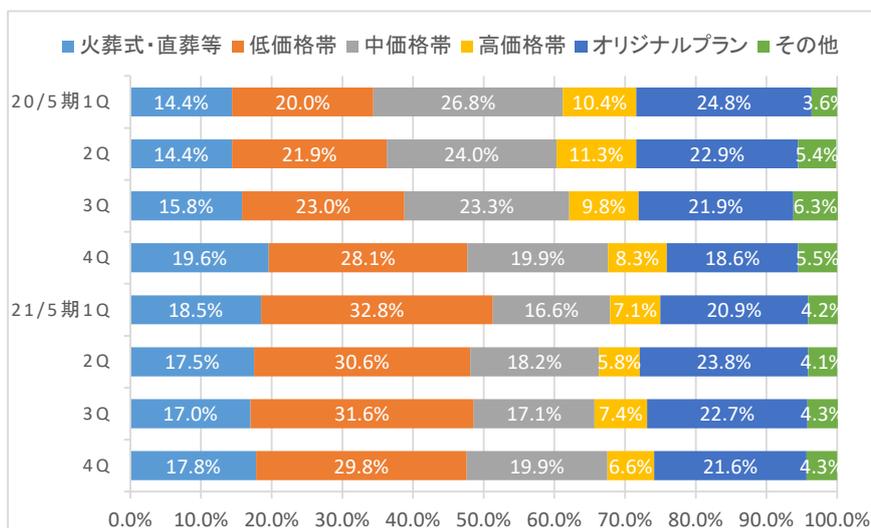
【 図表 4 】 葬儀単価と平均参列者数の四半期推移



(出所) きずなホールディングス決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

しかし、最高価格帯に位置するオリジナルプランの比率が、20/5 期第 4 四半期の 18.6%を底に回復し、21/5 期第 1 四半期以降は 20%以上を確保しているため、葬儀単価も、20/5 期第 4 四半期の 787 千円を底に 21/5 期第 1 四半期以降は 800 千円以上を維持している (図表 5)。

【 図表 5 】 プラン価格帯別の葬儀件数比率の四半期推移



(注) 葬儀件数比率の合計は四捨五入の関係で必ずしも 100%にならない。低価格帯はシンプルプラン、中価格帯はスタンダードプラン、高価格帯はハイグレードプランが該当する。

(出所) きずなホールディングス決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

## > ビジネスモデル

### ◆ 中低価格帯の市場で件数拡大による売上収益の成長を志向

葬儀施行業の売上収益(葬儀売上)は、葬儀単価と葬儀件数に分解できる。同社は、参列者数が少なく(60人以下)、費用が中低価格帯(150万円未満)に位置する葬儀にターゲットを絞っているため、オリジナルプランの提案強化による葬儀価格の維持を図りつつ、葬儀件数の拡大による売上収益の成長を目指している。

同社の葬儀プランは、地域毎に名称や種類、内容、料金等に細かな違いはあるが、各地のプランは概ね似通っている。例えば、宮崎県の基本料金(税抜価格、人数に応じた料理等は追加料金)は、火葬プラン14万円、「ファミリーユプラン」のシンプル39万円、スタンダード59万円、ハイグレード79万円となっており、「オリジナルプラン」は内容に応じて、110万円、130万円、150万円となっている。

オリジナルプランは、通常のセットプランよりも、高付加価値、高単価な商品であり、顧客満足度や葬儀単価向上の観点で、同件数(比率)はKPIに採用されている。オリジナルプランを開始した17/5期においては、顧客の反応が芳しくなかったが、顧客の要望を優先しながら、収益性を確保する方針に舵を切った結果、累計の施行実績は21/5期末時点で5,402件に達し、少人数、中価格帯という競争上の空白地帯で独自のノウハウを蓄積することに成功した。

葬儀件数については、KPIとしている「来館からのご依頼数(故人によるホール来館による事前相談件数)」と「ウェブからの事後入電数(故人逝去後に同社ウェブサイトを開覧した遺族による電話の問合せ・相談件数)」の増加に向けた取組みを実施し、既存店の稼働率の上昇を志向すると共に、既存店の周辺での新規出店やM&Aによる店舗数の増加を通じた拡大を目指している。

### ◆ 投資効率の高さが年5~15店の出店を可能にしている

同社のホールは、家族葬専用であるため、同業他社よりも規模が小さく、1店当たりの投資額が0.3~0.8億円(同社によると同業他社は数億円)にとどまっている。土地建物は長期のリースを組んでおり、投資の中心はホールの内装や備品、差入保証金である。投資額が小さいため、通常、単月黒字化は開設1年以内(同3年前後)に達成しており、投資回収期間は、3~5年程度(同10年程度)と短い。

同社の出店方針は、既存商圈内を高密度で出店することと、商圈の周縁部への拡大である。小型ホールの地域集中出店によってドミナントを構成することで、近隣店舗間でのスタッフの融通や広告宣伝効率の向上等が可能となり、高い投資効率が実現できている模様である。結果、同社は18/5期以降、年5~15店のペースで出店を継続している。

◆ 葬儀価格以外の KRI は每期着実な増加を続けている

同社は、KPI としている「来館からのご依頼数」「ウェブからの事後入電数」の数値は開示していないが、葬儀件数、オリジナルプラン件数、同比率、葬儀単価、直営ホール数等の KPI については過去からの推移を開示している。葬儀市場の低価格化の影響を受けている葬儀単価は下落傾向にあるが、自社努力が反映されている葬儀件数、オリジナルプラン件数、直営ホール数等の数値は每期着実な増加を続けている(図表 6)。

【 図表 6 】 KPI の推移

	17/5期	18/5期	19/5期	20/5期	21/5期
葬儀件数 (件)	5,673	5,878	6,756	7,908	9,108
うちオリジナルプラン (件)	89	492	1,079	1,733	2,009
オリジナルプラン比率	1.6%	8.4%	16.0%	21.9%	22.1%
仲介件数 (件)	—	781	793	962	1,170
葬儀取扱件数 (件)	—	6,659	7,549	8,870	10,278
葬儀単価 (千円)	—	1,003	986	903	818
期末ホール数 (店)	59	69	74	81	99
新規出店数 (店)	4	7	5	7	15
M&Aによるホール取得数 (店)	7	3	—	—	3

(出所) きずなホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 限界利益率が高いビジネスモデル

同社の売上原価は、主に変動費である葬儀関連備品や供花、料理、返礼品等の仕入や外注費の直接原価、ホール従業員の労務費、減価償却費、会館消耗品費等のその他によって構成されている。21/5 期の原価率は 62.6%であるが、売上収益に対する比率は、直接原価が 30.3%、労務費が 14.1%、減価償却費が 12.9%、その他が 5.4%であった。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は 2,265 百万円であった。主要項目別では、従業員給付費用 840 百万円、広告宣伝費及び販売促進費(以下、広告宣伝費) 687 百万円、支払手数料 154 百万円、役員報酬等 179 百万円、減価償却費及び償却費 140 百万円であり、固定費が主体となっている。営業費用のうち、変動費に準ずるコストは直接原価程度であるため、証券リサーチセンター(以下、当センター)では同社の限界利益率を 7 割前後と推測している。

同社の新規店は、通常、出店後 6~7 年を掛けて認知度が徐々に向上し、葬儀件数及び売上収益が増加する傾向がある。一方、労務費や減価償却費等の固定費は出店時からほぼ一定であるため、店舗の稼働率が上昇するに従い、利益が増えるだけでなく、利益率も上昇する特徴がある。

**◆ 貸借対照表を見る上では国際会計基準であることに注意**

同社は、国際会計基準を採用しているため、貸借対照表を見る上では、日本基準との違いに注意が必要である。第1に、定期償却が実施されていないため、のれんが資産合計の17.4%を占めている点である。21/5期末におけるのれん3,625百万円の8割以上が15年11月のLBOと16年2月の追加取得によるものである(その他は、16年11月に実施したファミリーユ、18年4月に実施した花駒の子会社化による)。同社の業績が悪化し、将来キャッシュ・フローの見積額が大幅に低下した場合は、のれんに対する減損損失が計上されるリスクがある(なお、00年10月の1号店出店以来、直営ホールの撤退はない)。

第2に、日本基準ではオペレーティング・リースとしてオフバランスとなるリース資産とリース負債が、リースの解約不能期間に延長オプション期間と解約オプション期間を加えたリース期間におけるリース料の現在価値で算出された使用権資産、リース負債として貸借対照表に計上されている点である。同社は、直営ホールの土地建物や車両等を主に賃借しているが(直営ホールの賃貸借契約期間は20年が多い)、21/5期のリースに係るキャッシュ・アウトフロー(884百万円)の約12倍となる10,911百万円の使用権資産(21/5期末資産合計の52.2%)とほぼ同額のリース負債が貸借対照表に計上されている。

なお、同社の有利子負債比率(リース負債を含む)は74.0%と高水準となっているが、その中心は長期固定利率であるリース負債であるため、金利上昇の影響は変動金利である借入金に限られる。

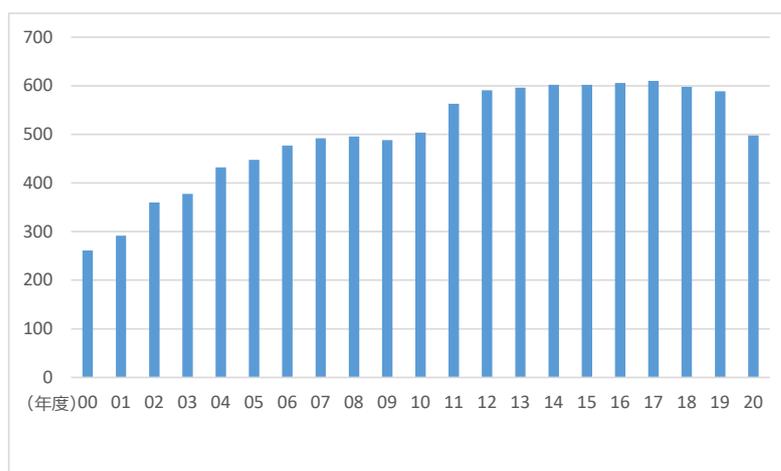
**> 業界環境と競合****◆ 国内葬祭業の市場規模は18年では約1.8兆円であった**

国内葬祭業の市場規模は、矢野経済研究所の「フューネラルビジネスの実態と将来展望2019年版」によれば、18年で1兆8,230億円(事業者売上高ベース)であったが、足元では縮小したと思われる。

調査対象事業所数は約2,600に絞られるが、経済産業省が公表している特定サービス産業動態統計調査によれば、高齢化の進展に伴う死亡数の増加により、対象事業所の売上高は、調査が開始された00年度の2,611億円から拡大基調が続き、17年度には6,099億円に達した(図表7)。

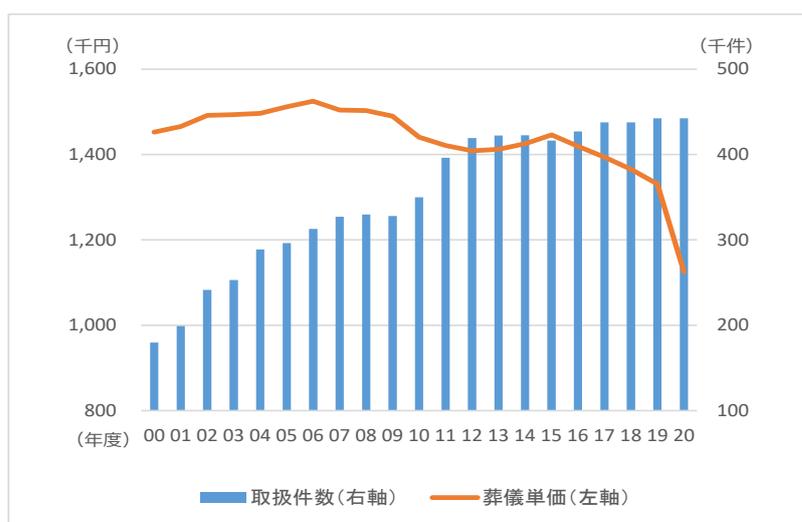
しかし、18年度と19年度の売上高は、前年度比微減となり、20年度は前年度比14.7%減と大幅な減少となった。葬儀取扱件数は増加が続いている一方(20年度はほぼ横ばい)、葬儀の簡素化、低価格ニーズが強まる中、葬儀単価が下落したためである(図表8)。

【 図表 7 】 葬儀業者の売上高の推移 (単位：十億円)



(出所) 経済産業省「特定サービス産業動態統計」を基に証券リサーチセンター作成

【 図表 8 】 葬儀取扱件数と葬儀単価の推移



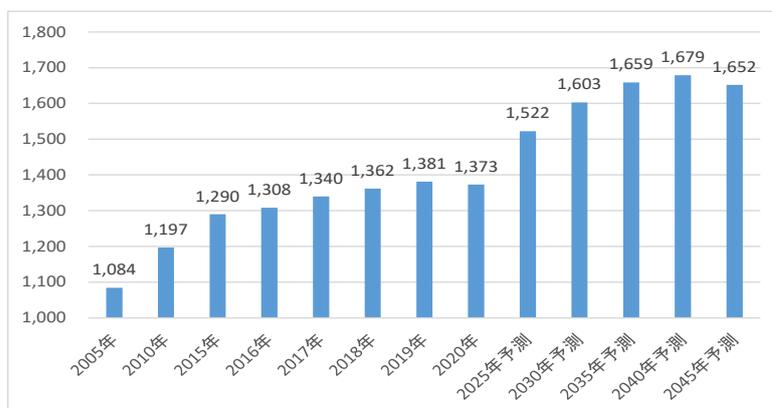
(出所) 経済産業省「特定サービス産業動態統計」を基に証券リサーチセンター作成

特に 20 年度は、新型コロナウイルス問題の影響から、参列者数の減少と共に、葬儀プランの簡素化が進み、葬儀単価は前年度比 15.5%下落した。なお、四半期売上高の直近の推移を見ると、新型コロナウイルス問題の影響が最も大きかった 20 年 4～6 月期が前年同期比 22.1%減と最大の落込みとなったが、同 7～9 月期が同 14.9%減、同 10～12 月期が同 11.8%減、21 年 1～3 月期が同 10.7%減、同 4～6 月期が同 11.8%増と葬儀市場は底入れの兆しを見せている。

◆ 国内葬儀取扱件数は 40 年までは拡大が見込まれている

高齢化の進展により、葬儀件数と密接な関係にある国内の死亡数は増加傾向で推移している。厚生労働省が公表した人口動態統計によれば、国内死亡数については、05 年の 1,083 千人から、10 年に 1,197 千人、15 年に 1,290 千人、19 年に 1,381 千人と増加が継続していたが、新型コロナウイルス感染症が発生した 20 年は、感染防止対策の効果等に伴い、季節性インフルエンザの発生が激減したこと等から、予測値を下回る 1,373 千人にとどまった (図表 9)。

【 図表 9 】 国内死亡数の推移と予測 (単位：千件)



(出所) 厚生労働省「人口動態統計」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」を基に証券リサーチセンター作成

国立社会保障・人口問題研究所が 17 年 7 月に公表した「日本の将来推計人口」によれば、国内の死亡数 (出生中位、死亡中位の推計) は、40 年まで年率 1%程度の増加を続けると予測されており、同期間の葬儀取扱件数も拡大が見込まれる。

◆ 国内葬儀業界には中小零細事業者がひしめいている

葬儀業者は、許認可制や届出制を所管する監督官庁がないため、正確な事業者数は不明であるが、経済産業省の「2020 年経済構造実態調査」によれば、事業所数が 8,545、うち支社を持たない単独事業所が 3,491、本社が 947、支社が 4,107 と推計されている。事業所を形態別に分けると、会社が 7,476、会社形態以外の法人・団体及び個人経営が 1,069 となっている。資本金 50 百万円以上の会社のシェアは、事業所数が 21.3%、葬儀件数が 27.9%、売上高が 33.7%に過ぎない。葬儀業界は、地域密着型の中小零細事業者がひしめく状況となっている。

葬儀社の業態別では、冠婚葬祭事業者、葬祭専門事業者、JA (農協)、仏壇仏具販売や墓石販売等との兼営事業者等に大別される。冠婚葬祭事業者では、冠婚葬祭互助会が中心となっている。

冠婚葬祭互助会とは、結婚式や葬儀等での多額な出費に備え、加入者が会費を積立てるシステム（システムを運営する組織）である。葬儀業を直接規制する法律はないが、冠婚葬祭互助会は、割賦販売法で前払式特定取引業者と規定され、経済産業大臣から営業許可を取得した企業だけが運営を認められている。21年3月末時点の前払式特定取引業者（冠婚葬祭互助会）は241社に達する。「2020年経済構造実態調査」によれば、冠婚葬祭互助会を活用した葬儀件数の割合は22.6%と推計されている。

冠婚葬祭互助会の主要企業としては、「シティホール」を全国展開するベルコ（兵庫県）、「典礼会館」を西日本と東北で展開する日本セレモニー（山口県）、「さがみ典礼」を埼玉県、東北、北関東を中心に展開するアルファクラブ（福島県）、「メモリードホール」等を九州と関東で展開するメモリードグループ（長崎県）、神奈川県を地盤とする平安レイサービス（2344 東証 JQS）、神奈川県、東京都を地盤とするサン・ライフホールディング（7040 東証 JQS）、福島県を中心に展開するこころネット（6060 東証 JQS）等が挙げられる。冠婚葬祭互助会は、上場企業よりも規模が大きい非上場企業が少なからず存在する業界構造に特徴がある。

JA は、全国各地で直営ホール「虹のホール」、「ルミエール」、「JA セレモニーホール」等を展開するほか、各地域の提携葬儀社を通じてサービスを提供しており、近年、市場シェアを高めている模様である。また、兼営事業者の例としては、お墓事業（屋外墓地、堂内陵墓）を営むニチリョク（7578 東証 JQS）が挙げられる。

#### ◆ 葬祭専門事業者や冠婚葬祭互助会業者の上場他社とは地域的な競合関係は強くない

葬祭専門事業者の主要企業としては、燦ホールディングス（9628 東証一部）、ティア（2485 東証一部）、同社が挙げられる。

燦ホールディングスは、大阪府、奈良県、兵庫県、東京都、神奈川県に展開する「公益社」と、鳥取県、島根県に展開する「葬仙」、兵庫県に展開する「タルイ」を傘下に持つ持株会社である。21/3 期末のグループ直営ホール数は 69 店であるが、21/3 期の営業収益 18,865 百万円、営業利益 2,550 百万円は、上場企業で最大となっている（図表 10）。

21/3 期については、葬儀件数は前期比 3.4%増の 14,738 件であったものの、葬儀単価が同 12.8%減の 1,040 千円に落ち込んだため、同 11.3%減収、17.5%営業減益であった。燦ホールディングスは、社葬を中心とする 5,000 千円超の大規模葬儀が葬儀施行収入の約 1 割を占めてお

り、新型コロナウイルス問題の影響に伴う大規模葬儀の減少や一般葬儀の小規模化が葬儀単価の下落に繋がった。

【 図表 10 】 葬儀業を展開する主な上場企業 (単位:百万円)

銘柄コード	企業名	決算期	売上高	営業利益	営業利益率	葬儀業担当会社	対象セグメント (サービス)名	売上高	同構成比	葬儀件数 (件)	葬儀単価 (千円)	直営店対象地域及び店舗数
9628	燦ホールディングス	2021年3月期	18,865	2,550	13.5%	公益社、タライ、葬仙	公益社グループ、タライグループ、葬仙グループ、持株会社グループ	18,865	100.0%	14,738	1,040	大阪府24店、兵庫県19店、東京都11店、鳥取県8店、島根県4店、奈良県3店、神奈川県2店
2485	ティア	2020年9月期	11,919	595	5.0%	ティア、ティアサービス	葬祭事業、フランチャイズ事業	11,919	100.0%	11,353	900	愛知県59店、大阪府3店、埼玉県2店、他に葬儀相談サロン東京都等10店
7086	きずなホールディングス	2021年5月期	8,030	733	9.1%	家族葬のファミユ、花駒、備前屋	葬儀事業(葬儀売上、仲介手数料収入、その他のサービス)	8,030	100.0%	9,108	818	宮城県22店、北海道18店、千葉県18店、熊本県17店、愛知県14店、京都府6店、岡山県3店、神奈川県1店
7040	サン・ライフホールディング	2021年3月期	10,322	53	0.5%	サン・ライフ、サン・ライフメンバーズ	式典事業(葬祭・法要事業)	7,579	73.4%	非開示	非開示	神奈川県24店、東京都9店
2344	平安レイサービス	2021年3月期	8,344	920	11.0%	平安レイサービス、さがみライフサービス	葬祭事業	7,045	84.4%	非開示	非開示	神奈川県42店、東京都2店
6060	こころネット	2021年3月期	7,986	86	1.1%	たまのや、北関東互助センター	葬祭事業	4,905	61.4%	5,018	977	福島県22店、栃木県4店、茨城県2店

(注) 燦ホールディングスの売上高は営業収益、きずなホールディングスの売上高は売上収益。燦ホールディングスの葬儀単価は葬儀施行収入を葬儀件数で除して算出。ティアの葬儀件数はFCを含まず。

(出所) 各社の有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

ティアは、愛知県を中心とした直営 64 店 (20/9 期末、他に葬儀相談サロン 10 店) を中心とする葬祭事業 (20/9 期売上高構成比 96.8%) と、異業種の事業会社に葬儀業の経営指導や物品販売を行うフランチャイズ事業 (同 3.2%) を展開している。フランチャイズ事業では、20 年 10 月末時点で、10 社と契約し、岐阜県、愛知県、大阪府等に 53 店を出店している。近年、出店を強化している「家族葬ホール」の直営店舗数は、21 年 8 月末で 15 店となっている。

少額な入会金の支払だけで葬儀に関する様々な特典が受けられる会員システム「ティアの会」(20/9 期末会員数 411,619 人) を設けているほか、「ティアの会」会員と同等なサービスが受けられる団体・企業との業務提携 (同 1,034 団体) を行っており、葬儀売上高の約 9 割は「ティアの会」と提携団体を通じたものとなっている。20/9 期については、新店稼働の寄与により、直営店の葬儀件数が前期比 3.9%増の 11,353 件となったものの、葬儀単価が同 9.5%減の 900 千円となったため、同 6.7%減収、48.5%営業減益となった。

上場企業である冠婚葬祭互助会系 3 社及び葬祭専門事業者 2 社と比較

すると、同社は葬儀業売上高、連結営業利益で燦ホールディングス、ティアに次ぐ3位となっており、既に有力企業に位置付けられる。家族葬に特化していることから、葬儀単価は最も低いものの、営業利益率でも3位に付けている点の特徴の一つである。同社が直営ホールを複数展開する地域を見ると、愛知県ではティアと競合するものの、その他の展開地域では上場企業の競合先は見当たらない。同社の競合企業は、未上場の冠婚葬祭互助会業者や、JA、各地域の零細事業者が中心であると当センターは推測している。

#### ◆ 葬儀社紹介事業者の存在感が増している

近年、提携する葬儀社と利用者を仲介する葬儀社紹介事業者が葬儀業界の中で存在感が増している。自前で施設を持たずに紹介に特化した企業が、葬儀件数の拡大が見込まれる一方、IT化が遅れていた葬儀業界に続々と参入し、葬儀社紹介事業者による紹介件数が急速に拡大している模様である。

主要な葬儀社紹介事業者としては、ユニクエスト（大阪府、サービス名「小さなお葬式」）、よりそう（東京都、同「よりそうお葬式」）、DMM フィナンシャルサービス（東京都、同「DMMのお葬式」）、イオン（8267 東証一部）グループのイオンライフ（同「イオンのお葬式」）、鎌倉書店（6184 東証一部、同「いい葬儀」）等が挙げられる。

### > 沿革・経営理念・株主

#### ◆ 00年から葬儀ビジネスを開始

同社の前身会社は、00年7月、フランチャイズチェーンシステムによる葬儀葬祭業の経営等を目的とするエポック・ジャパンとして東京都港区に設立され、高見信光氏が代表取締役社長に就任した。高見氏は、当時、実父が経営する総合葬祭株式会社みやそう（宮崎県、71年設立）の常務取締役であったため、両社で従来型の葬儀を見直した結果、「家族葬」という新しい葬儀形態に思い至った。

00年10月に、まず、みやそうが「ファミリーユ」ブランド1号店となる「ファミリーユ大塚ホール」を宮崎県に出店した。01年10月には、ブランド名称を「家族葬のファミリーユ」に変更し、04年には、千葉エリア初の直営ホールとなる「ファミリーユ松戸」「ファミリーユ西船橋」を出店した。05年3月、エポック・ジャパンは、フランチャイズよりも収益力の高い直営ホールでの展開に経営方針を変更し、みやそうを吸収合併すると共に、宮崎県の7ホール、千葉県の3ホールを取得した。06年には、熊本県での直営ホール展開を開始した。

11年には、エポック・ジャパンのフランチャイジーであった GEN（14年に吸収合併）が札幌市で運営する「ファミリーユみなみ」を取得し、

北海道での直営ホール展開を開始した。15年3月には、究極の家族葬を追求し、宮崎県で新ブランド「弔家の灯」の出店を開始した。

#### ◆ 15年にアドバンテッジパートナーズによるLBOが実施された

15年11月、高見氏は、組織的経営による事業拡大を目指すことを決断し、自身と親族が所有する株式の過半数をアドバンテッジパートナーズに属するファンドにより設立された株式会社AP51にLBOスキームで売却した。16年2月までに他株主が保有していた株式も全て譲渡され、エポック・ジャパンはAP51の完全子会社となった。16年4月、エポック・ジャパンを吸収合併したAP51は、商号をエポック・ジャパンに変更した。

#### ◆ 16年から経営体制が大幅に強化された

16年7月、リクルートホールディングス(6098 東証一部)の前身会社であるリクルートのグループ数社で代表取締役社長を歴任した中道康彰氏が取締役COO(17年6月より代表取締役社長)に就任すると、中道氏が主導してサービス品質の向上と、出店スピードの加速が実現した。17年10月にはインプレスホールディングス(9479 東証一部)等で代表取締役社長を歴任した関本彰大氏が取締役(現取締役兼CFO)として入社した。19年3月には、リクルートで「リクナビ」等の編集長を経験し、複数の非上場企業で取締役を歴任した岡崎仁美氏が取締役兼CSO(最高戦略責任者)に就任した。両氏の加入により、経営管理体制が大幅に強化された。

#### ◆ M&Aと持株会社化で事業展開を積極化した

エポック・ジャパンは、フランチャイジーであった株式会社ファミリーの葬儀事業を譲り受け、愛知県での直営7ホールを取得した。17年6月、エポック・ジャパンは、株式移転により、純粋持株会社エポック・ジャパン・ホールディングス(現同社)を設立し、エポック・ジャパンは完全子会社となった。

18年4月、株式会社花駒を完全子会社化し、「イマージュ」ブランドを含む京都府の直営3ホールを取得した。18年6月には、同社はきずなホールディングスに、エポック・ジャパンは「家族葬のファミリー」に、各々、商号を変更した。

#### ◆ 上場後にM&Aを再開した

20年3月、同社は東京証券取引所マザーズ市場に上場した。21年1月には、備前屋を連結子会社化し、18年6月以降は控えていたM&Aを再開した。

◆ 経営理念

同社は、「葬儀再生は、日本再生。」を企業理念とし、「葬儀を通じて改めて人との結びつきに価値を感じて生きようとする人であふれる世の中の実現を目指し、家族葬を提供することで人と人との絆をつなげ、これを以て社会貢献とすること」を経営の基本方針としている。また、「経営判断から日々のサービスに至るまで、葬儀社目線を徹底的に否定し、生活者目線を貫くこと」を価値基準としている。

◆ 株主

21/5 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 11 の通りである。21 年 5 月末時点において、プライベート・エクイティ・ファンドであるアドバンテッジパートナーズが運用受託する投資事業有限責任組合アドバンテッジパートナーズ V 号、AP Cayman Partners I I I ,L.P.及び Japan Fund V,L.P.の合計株数が、発行済株式総数の 47.2%に達している（大株主上位 10 位には含まれていないが、アドバンテッジパートナーズ投資組合 64 号も株主となっている）。その他の大株主には、金融機関、機関投資家等が名を連ね、大株主上位 10 名で 64.1%の株式を保有している。

【 図表 11 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	21年5月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
投資事業有限責任組合アドバンテッジパートナーズV号	1,135,595	32.97%	1	
AP CAYMAN PARTNERS I I I ,L.P. (常任代理人株式会社イントリム)	388,268	11.27%	2	
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	159,900	4.64%	3	
NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS -MARGIN (CASHPB) (常任代理人野村證券株式会社)	138,100	4.01%	4	
JAPAN FUND V,L.P. (常任代理人株式会社イントリム)	100,203	2.91%	5	
株式会社 S B I 証券	80,019	2.32%	6	
MSIP CLIENT SECURITIES (常任代理人モルガン・スタンレーMUFJ証券株式会社)	65,500	1.90%	7	
楽天証券株式会社	53,300	1.55%	8	
株式会社博全社	43,600	1.27%	9	
BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNY GCM CLIENT ACCOUNTS M LSCB RD (常任代理人株式会社三菱UFJ銀行)	41,610	1.21%	10	
(大株主上位10位)	2,206,095	64.05%	-	
発行済株式総数	3,444,235	100.00%	-	

(出所) きずなホールディングス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は持株会社の設立1期目となる18/5期以降の数値が開示されている。同社は、高齢化の進展に伴う葬儀需要が拡大する中、ホール数や従業員数を着実に増やすことに成功したため、葬儀件数は18/5期からの3期間において年率15.7%増加した。一方、少子高齢化や地域コミュニティにおける関係性の希薄化等により、葬儀における会葬者数は減少しており、葬儀単価は同6.6%下落したため、売上収益は同7.8%、税引前利益は同6.7%の増加にとどまった(図表12)。

【図表12】きずなホールディングスの業績推移

(単位:百万円)

	18/5期	19/5期	20/5期	21/5期
売上収益	6,417	7,193	7,676	8,030
売上総利益	2,527	2,771	2,873	3,001
売上総利益率	39.4%	38.5%	37.4%	37.4%
販売費及び一般管理費	1,813	1,949	2,386	2,265
販管費率	28.3%	27.1%	31.1%	28.2%
その他の収益	6	7	6	15
その他の費用	78	16	4	17
営業利益	641	813	488	733
営業利益率	10.0%	11.3%	6.4%	9.1%
税引前利益	465	616	333	565
税引前利益率	7.3%	8.6%	4.3%	7.0%
親会社の所有者に帰属する当期利益	293	406	210	359
葬儀件数(件)	5,878	6,756	7,908	9,108
葬儀単価(千円)	1,003	986	903	818
期末ホール数	69	74	81	99
期末従業員数(名)	175	187	201	236
期中平均臨時雇用者数(名)	219	278	297	320

(注) 国際会計基準

(出所) きずなホールディングス有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 21年5月期決算は前期比5%増収、50%営業増益

21/5期決算は、売上収益が前期比4.6%増の8,030百万円、営業利益が同50.1%増の733百万円、税引前利益が同69.4%増の565百万円、親会社の所有者に帰属する当期利益が同70.8%増の359百万円となった(図表13)。

サービス別売上収益については、葬儀売上は前期比4.3%増加した。葬儀件数は同15.2%増加したものの、新型コロナウイルス問題の影響から、葬儀単価が同9.4%下落した。葬儀件数の増加(1,200件)の内訳は、21/5期新店(15店)分が399件、20/5期新店(7店)の前期比増加分が268件、19/5期以前開設店の増加分が442件、備前屋の寄与分が91件であった。

仲介手数料収入は、仲介件数が前期比 21.6%増えたため、同 12.5%増加した。その他のサービスは、同 16.8%減少した。

【 図表 13 】 21 年 5 月期業績

(単位：百万円)

	サービス別	20/5期			21/5期									
		上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上収益		3,829	3,847	7,676	1,764	2,023	3,788	-1.1%	2,126	2,116	4,242	10.3%	8,030	4.6%
	葬儀売上	-	-	7,139	-	-	-	-	-	-	-	-	7,448	4.3%
	仲介手数料収入	-	-	462	-	-	-	-	-	-	-	-	520	12.5%
	その他のサービス	-	-	74	-	-	-	-	-	-	-	-	62	-16.8%
売上総利益		1,450	1,423	2,873	621	789	1,411	-2.7%	783	807	1,590	11.7%	3,001	4.4%
	売上総利益率	37.9%	37.0%	37.4%	35.2%	39.0%	37.2%	-	36.9%	38.1%	37.5%	-	37.4%	-
販売費及び一般管理費		1,069	1,317	2,386	523	534	1,058	-1.0%	643	563	1,206	-8.4%	2,265	-5.1%
	販管費率	27.9%	34.3%	31.1%	29.7%	26.4%	27.9%	-	30.3%	26.6%	28.5%	-	28.2%	-
その他収益		3	2	6	0	2	3	-6.5%	8	3	11	418.0%	15	150.0%
その他費用		4	0	4	12	0	13	-	0	3	4	-	17	285.7%
営業利益		380	107	488	85	256	342	-10.1%	147	243	391	262.2%	733	50.1%
	営業利益率	9.9%	2.8%	6.4%	4.9%	12.7%	9.0%	-	6.9%	11.5%	9.2%	-	9.1%	-
税引前(四半期)利益		303	30	333	45	214	260	-14.2%	105	199	304	-	565	69.4%
	税引前利益率	7.9%	0.8%	4.3%	2.6%	10.6%	6.9%	-	5.0%	9.4%	7.2%	-	7.0%	-
親会社の所有者に帰属する 当期(四半期)利益		196	13	210	29	138	167	-14.8%	67	123	191	-	359	70.8%
葬儀件数(件)		3,664	4,244	7,908	2,005	2,269	4,274	16.6%	2,421	2,413	4,834	13.9%	9,108	15.2%
うちオリジナルプラン(件)		873	860	1,733	419	539	958	9.7%	545	506	1,051	22.2%	2,009	15.9%
葬儀単価(千円)		970	845	903	809	831	821	-15.4%	815	816	815	-3.5%	818	-9.4%
期末ホール数(店)		78	81	81	83	89	89	14.1%	94	99	99	22.2%	99	22.2%

(出所) きずなホールディングス有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

増収額は 354 百万円となったがその増減要因を分析してみると、21/5 期新店分による寄与分が 347 百万円、20/5 期新店の前期比増加分が 185 百万円、19/5 期以前開設店の件数増による寄与分が 363 百万円、備前屋の寄与分が 81 百万円、その他が 36 百万円というプラスの寄与分の約 3 分の 2 を 19/5 期以前開設店の単価下落による減収要因 658 百万円で減じられた内容となっている。

売上総利益率は前期比横ばいの 37.4%であった。主要原価項目の売上収益に対する比率を見ると、店舗増加や単価下落により、労務費が前期の 12.5%から 14.1%に、減価償却費が前期の 11.5%から 12.9%に各々上昇した一方、参列者数減少に伴い、原価率が高い料理・返礼品売上が減少したことや、生花、司会、搬送等において外注から内製への切り替えが進んだことから、直接原価は前期の 33.1%から 30.3%に低下した。会館消耗品費等のその他の原価は前期比横ばいの 5.4%であった。

営業利益の増減要因については、増収による限界利益増加分が 183 百万円、直接原価率低下による限界利益増加分が 220 百万円、広告宣伝費減少による増加分が 55 百万円、20/5 期に計上した上場費用等の一過性の費用の剥落による増加分が 308 百万円、各々増益要因となった。一方、その他の間接原価増加による減少分が 312 百万円、人件費等のその他の販管費等の増加による減少分が 181 百万円、備前屋の買収の影響による減少分が 28 百万円、各々減益要因となった。

また、備前屋の子会社化に伴う負ののれん償却益が 4 百万円、償却債権取立益が 3 百万円計上されたことから、その他の収益は前期の 6 百万円から 15 百万円に増加した。一方、有形固定資産の除売却損が前期の 2 百万円から 14 百万円に増加したため、その他の費用は前期の 4 百万円から 17 百万円に増加した。

21/5 期末の連結従業員数は、新規出店に伴う採用増加と備前屋の子会社化に伴い、前期末の 201 名から 236 名に増加した。また、期中平均臨時雇用者数は前期の 297 名から 320 名に増加した。

#### ◆ 売上収益は計画をやや下回ったものの、利益は計画を上回った

21/5 期期初計画に対する達成率は、売上収益が 95.6%、営業利益は 122.2%、税引前利益は 122.8%、親会社の所有者に帰属する当期利益は 119.8%であった。

売上収益については、葬儀件数は 9,108 件と計画 (9,068 件) をやや上回った一方、新型コロナウイルス問題の影響により、葬儀単価が 818 千円と計画 (869 千円) を下回った。370 百万円の計画未達となった売上収益を計画比での増減収要因別にみると、葬儀件数 (M&A 分を除く) が 174 百万円の減収、19/5 期以前の既存店の単価下落が 377 百万円の減収、仲介手数料収入やその他のサービスが 100 百万円の増収、備前屋の貢献が 81 百万円の増収であった。

葬儀件数に関しては、20/5 期新店の前期比増加分 (計画 302 件→実績 268 件) と 21/5 期新店分 (同 415 件→399 件) が計画を下回った一方、19/5 期以前開設店の増加分 (同 443 件→442 件) とほぼ計画通りとなったほか、備前屋の寄与分が 91 件となったことで計画を超過した。

営業利益は計画を 133 百万円上回った。要因別に利益計画に対する達成状況を見てみると、増収による限界利益増加が 362 百万円の未達要因、備前屋の影響が 28 百万円の未達要因となったものの、直接原価率低下による限界利益増加が 295 百万円、間接原価の削減が 118 百万円、販管費の削減が 111 百万円という各過達要因により、営業利益は計画を超過達成した。

その他の KPI については、オリジナルプラン件数は、単価下落対策として積極的な提案に取り組んだ結果、前期の 1,733 件から 2,009 件に増加し、オリジナルプラン比率は前期の 21.9%から 22.1%に若干上昇した。直営ホール数は、3 ホールを持つ備前屋の子会社化に加え、北海道で 3 店、千葉県で 4 店、愛知県で 2 店、熊本県で 3 店、宮崎店で 3 店の出店により、前期末の 81 店から 99 店に増加した。

> 他社との比較

◆ 葬儀事業の構成比が高い企業と比較

売上高に占める葬儀事業の構成比が高い企業を比較対象として選定した。具体的には、燦ホールディングス、ティア、平安レイサービスである (図表 14)。

【 図表 14 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄 コード 直近決算期	きずな	燦	ティア	平安レイサービス
		ホールディングス 7086 21/5期	ホールディングス 9628 21/3期	2485 20/9期	2344 21/3期
売上高 (売上収益)	百万円	8,030	18,865	11,919	8,344
規模 経常 (税引前) 利益	百万円	565	2,536	587	1,092
総資産 (資産合計)	百万円	20,883	32,387	13,468	33,179
自己資本利益率 (親会社所有者帰属持分当期利益率)	%	9.5	5.6	3.9	3.7
収益性 総資産経常利益率 (資産合計税引前利益率)	%	2.9	7.9	4.4	3.2
売上高 (売上収益) 営業利益率	%	9.1	13.5	5.0	11.0
成長性 売上高 (売上収益) (3年平均成長率)	%	7.8	-2.0	1.6	-5.9
経常 (税引前) 利益 (同上)	%	6.7	-1.5	-20.9	-17.8
総資産 (資産合計) (同上)	%	10.6	2.4	7.0	0.4
自己資本比率 (親会社所有者帰属持分比率)	%	18.9	88.1	66.3	57.5
安全性 流動比率	%	52.7	310.6	137.5	806.3
固定長期適合率	%	106.6	82.1	90.8	72.9

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその 3 期前との対比で算出、自己資本利益率 (親会社所有者帰属持分当期利益率)、総資産経常利益率 (資産合計税引前利益率) については、期間利益を期初及び期末の自己資本 (親会社所有者帰属持分合計) ないし総資産 (資産合計) の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債) または、非流動資産÷(親会社所有者帰属持分合計+非流動負債)

(出所) きずなホールディングス及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、規模では、44 年に設立され、94 年に上場した燦ホールディングスが、売上高、経常利益で 1 位、総資産で 2 位と優位に立つ。冠婚葬祭互助会事業を兼営する平安レイサービスは、前払式特定取引前受金に係る現金及び預金と供託金が総資産の 3 割超を占めており、総資産で 1 位となっている。同社の数値は売上収益と税引前利益で 4 位、資産合計で 3 位であり、比較対象企業に比べ小規模である。

財務の安全性に関しては、利益剰余金が負債純資産合計の 67.2%を占める燦ホールディングスが自己資本比率で 1 位、流動比率、固定長期適合率で 2 位と相対的に良好である。平安レイサービスは、固定負債に計上される前払式特定取引前受金が巨額であるため、自己資本比率では 3 位であるが、流動比率、固定長期適合率で 1 位であり、総合的には優位である。同社は、全ての項目で 4 位であり、相対的に劣位である。なお、国際会計基準でオンバランスとなっているリース負債(使用権資産)を除外しても、同社の順位は変わらない。

一方、収益性では、総資産経常利益率と売上高営業利益率で 1 位、自己資本利益率で 2 位に位置する燦ホールディングスが優位に立つ。同社は、売上収益営業利益率で 3 位、資産合計税引前利益率で 4 位ながら、親会社所有者帰属持分当期利益率で 1 位であり、相対的にやや優位に立っている。

成長性については、他社が 3 期前との比較で、いずれも経常減益である一方、同社は全ての項目で 1 位となっている。

以上のことから全体的には、同社は比較対象会社に比べ、規模と財務の安定性に劣るものの、成長性と収益性では魅力的な水準にあると言える。

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 知的資本の源泉は「生活者目線」と効率性重視の両立にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、「生活者目線」によるサービス提供と効率性を重視した経営姿勢に関係している(図表15)。

【図表15】知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値(今回)		
関係資本	顧客	・葬儀相談のためにホールに来館した人からも受注している	・来館からのご依頼数	非開示	
		・ウェブサイトを開覧した遺族からの電話による問合せや相談を受けている	・ウェブからの事後入電数	非開示	
		・既存店での知名度向上と、新規出店、M&Aにより、葬儀件数が増えている	・葬儀件数	9,108件	
	ブランド	・家族葬のファミリーのブランド名は展開地域の顧客に浸透しているが、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・家族葬のファミリーのブランド使用開始からの経過年数	20年(21年9月時点)	
			・上場からの経過年数	1.5年(21年9月時点)	
		事業パートナー	・千葉県、埼玉県、東京都、神奈川県では、公営斎場等を活用して葬儀の進行を提携葬儀社に委託する委託モデルも提供している	・委託モデルを担当する都市総合支社の葬儀件数	1,451件
	・27道府県では、インターネット経由で葬儀施行の申込を受け、提携葬儀社及び代理店に仲介している	・仲介件数	1,170件		
組織資本	プロセス	・会葬者数の減少傾向が継続する中、「ひとりひとりに合った葬儀の実現」という価値の総合を目指し、オーダーメイドの「オリジナルプラン」の拡販し、葬儀単価の維持を目指している	・葬儀単価	818千円	
		・高齢化による葬儀需要の拡大に対応すべく、新規出店、M&Aにより、ホール数の拡大を目指している	・オリジナルプラン件数(同比率)	2,009件(22.1%)	
		・ホールの出店に当たっては、ドミナント展開を重視しており、従業員の複数ホール勤務体制による人件費の最適化、広告宣伝効率や施設稼働率の向上等を通じて、売上収益の拡大と利益率の向上を目指している	・期末ホール数	99店	
			・ホール展開都道府県数	8道府県	
			・営業利益率	9.1%	
			・売上収益広告宣伝費率	8.6%	
	知的財産ノウハウ	・零細事業者が多く、事業継承の増加が予想される葬儀業界において、M&Aのノウハウや実績を蓄積している	・事業承継のM&A累積件数(前身会社での実施を含む)	5件	
		・顧客満足度を高めた「オリジナルプラン」を16年に開始し、故人や遺族の価値観や考えに沿った葬儀の提供経験を積み上げている	・オリジナルプランの累計件数	5,402件	
	人的資本	経営陣	・社内取締役の3人は、取締役就任前に他社の代表取締役や取締役を経験しているが、葬儀業の経験はなく、「生活者目線」を重視している		
		従業員	・ホールに勤務する従業員や臨時雇用者を主体とした組織体制	・連結期末従業員数	236名
	・インセンティブ制度	・連結期中平均臨時雇用者数	320名		
		・幹部社員向けストックオプション	6,200株(0.2%)		

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、21/5期または21/5期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は取締役1名の保有分を含む

(出所) きずなホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、顧客である生活者が求めていた「家族葬」を生み出し、提供地域を全国各地に広げると共に、規格化された葬儀プランに満足できない顧客に対しては、オーダーメイド型の「オリジナルプラン」を提供し、その経験を蓄積してきている。こうした取組は、「葬儀社目線を徹底的に否定し、生活者目線を貫く」という同社の経営方針に基づいており、経営経験はあるものの、同社に参画する以前には葬儀業での経験がない3人の社内取締役によって推進されている。

葬儀単価が低い家族葬による事業展開は、一定水準の利益率を確保しな

から店舗網を拡大する難易度が高いと見られる。しかし、同社は、身の丈に合った M&A とドミナント展開による新規出店という効率性を重視した経営姿勢により、一時的な費用計上があった 20/5 期を除いて、営業利益率は 9%以上を維持しながら、葬儀件数を着実に増やしている。以上のことから、「生活者目線」によるサービス提供と効率性を重視した経営姿勢の両立が同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

現時点では、環境対応についての開示は見当たらない。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社の取締役兼 CSO (最高戦略責任者) である岡崎仁美氏は、日本の上場企業では数少ない女性の社内取締役である。同社の取締役は 5 名であるため、女性取締役比率は 20%である。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は取締役 5 名 (うち社外取締役 2 名) で構成されている。社外取締役の松本大輔氏は、経営コンサルタントであり、19 年 7 月に同社の取締役に就任した。松本氏はビジョナリーホールディングス (9263 東証 JQS) の社外取締役を兼務している。もう一人の社外取締役である三木聖司氏は、アドバンテッジパートナーズのディレクターであり、上場前からの株主である 4 ファンドに対してサービスを提供している。16 年 8 月にエポック・ジャパン (現家族葬のファミリー) 監査役に就任し、20 年 8 月に同社の取締役に転じた。三木氏はカジ・コーポレーション (愛知県名古屋市)、一風騎士ホールディングス (東京都新宿区) 等の社外取締役を兼務している。

監査役会は、常勤監査役 1 名と非常勤監査役 2 名の 3 名 (全て社外監査役) で構成されている。青木実氏は、証券業界や上場企業の監査役を経験しており、19 年 6 月に同社の常勤監査役に就任した。青木氏はアライアンス・バーンスタインの社外監査役を兼務している。柏原智行氏は、弁護士であり、18 年 8 月に同社の非常勤監査役に就任した。もう 1 人の非常勤監査役である寺田芳彦氏は、公認会計士であり、19 年 8 月に同社の監査役に就任した。寺田氏はトラスティーズ・コンサルティング有限責任事業組合職務執行者等を兼務している。

22/5 期に 22 回開催された取締役会には、松本氏、青木氏、柏原氏及び寺田氏は全てに、三木氏は就任後に開催された 16 回全てに出席した。15 回開催された監査役会には、三氏が全てに出席した。こうしたことから、経営の監督体制は機能しているものと思われる。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 花駒と備前屋のドミナント展開の強化

同社は、地域におけるホール群をドミナントとして捉え、経営上の重要な単位として管理している。中核子会社である家族葬のファミリーにおいては、ネット集客業を中心に運営する都市総合支社を除くと、各地域の5支社が管理するホール数は各々10店を超えており、支社毎に効率的な経営が確立されている模様である。一方、近年買収した子会社のホール数については、花駒は6店、備前屋は3店にとどまっております、ドミナントの形成が求められる。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 24年5月期の中期計画は売上収益117億円、営業利益15億円

同社は、24/5期に売上高11,700百万円、営業利益1,580百万円の達成を目指す中期経営計画を公表している(図表16)。

【図表16】きずなホールディングスの中期経営計画

(単位:百万円)

	21/5期		22/5期		23/5期		24/5期		3期平均
	実績	計画	増減率	計画	増減率	計画	増減率	増減率	
売上収益	8,030	9,200	14.6%	10,600	15.2%	11,700	10.4%	13.4%	
営業利益	733	1,000	36.4%	1,390	39.0%	1,580	13.7%	29.2%	
営業利益率	9.1%	10.9%	-	13.1%	-	13.5%	-	-	
親会社の所有者に帰属する当期利益	359	480	33.6%	700	45.8%	800	14.3%	30.6%	
葬儀件数(件)	9,108	10,200	12.0%	11,400	11.8%	12,800	12.3%	12.0%	
葬儀単価(千円)	818	840	2.7%	867	3.2%	852	-1.7%	1.4%	
期末ホール数(店)	99	109	10.1%	124	13.8%	139	12.1%	12.0%	
期中平均従業員数(名)	552	640	15.9%	701	9.5%	771	10.0%	11.8%	
広告宣伝費	688	736	7.0%	829	12.6%	890	7.4%	9.0%	
売上収益広告宣伝費率	8.6%	8.0%	-	7.8%	-	7.6%	-	-	

(注) 期中平均従業員数は、正社員と契約・パート社員等の合計

(出所) きずなホールディングス決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

同社は、この中期経営計画を達成するための戦略として、1) 既存エリアのドミナント強化、2) M&Aによる新規エリア開拓、3) 出店加速、ドミナント強化による収益性の向上を掲げている。

葬儀件数は、新規出店(含むM&A)による件数成長を約8%、既存店の伸びによる件数成長を約4%と想定し、年平均12%の増加を予想している。葬儀単価については、新型コロナウイルス感染症の影響軽減を前提に、22/5期と23/5期は小幅な上昇を見込む一方、24/5期は緩やかな下落トレンドへの回帰を予想している。また、ホール数の増加に伴い、従業員数や広告宣伝費の増加を見込むものの、ドミナント効果による人件費率や広告宣伝費率の改善を想定し、営業利益率は、21/5期の9.1%から24/5期には13.5%への上昇を見込んでいる。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 17 のようにまとめられる。

【 図表 17 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 家族葬のバイオニアとして、成長分野である家族葬に特化した事業展開を行っていること</li> <li>・ 同業他社の多くが単価下落を背景に収益を悪化させる中、相対的に堅調な業績を続けていること</li> <li>・ 葬儀社目線を否定し、「生活者目線」によるサービス提供を行っていること</li> <li>・ M&amp;Aと新規出店により、日本各地でドミナント展開を着実に進めていること</li> <li>・ ホール運営の投資効率の高さにより、店舗網の拡大ペースが速いこと</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 人口が多い東京都、大阪府、埼玉県、兵庫県、福岡県では直営ホールの展開が出来ていないこと</li> <li>・ 市場が急拡大するネット集客業での仲介件数が少ないこと</li> <li>・ 同業の上場企業に比べて、財務体質が弱いこと</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 葬儀件数、特に家族葬の件数は、長期的に着実な増加が予測されていること</li> <li>・ 直営ホールを持たない新規エリアへのM&amp;Aによる進出</li> <li>・ 既存エリアへのドミナント強化による店舗数の拡大及び収益性の向上</li> <li>・ 近年の出店店舗においては、知名度向上による葬儀件数の増加が期待できること</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 葬儀市場において進行する単価下落が更に強まり、同社においても葬儀単価が想定を下回ること</li> <li>・ 家賃相場の上昇や人手不足の深刻化等により、直営ホールの出店が想定ほどには進まないこと</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 中期経営計画の数値目標は概ね妥当なものと思われる

同社の中期経営計画の数値目標は、年間の出店数が M&A による取得を含め、21/5 期実績（18 店、M&A による 3 店を含む）を下回る 10～15 店であることを考慮すると、概ね妥当なものと思われる。当センターは、22/5 期以降、新型コロナウイルス問題の業績への影響が軽減していくという前提つきながら、24/5 期業績を同社の計画とほぼ同水準と予想した。

#### ◆ M&A による新規エリアへの進出に期待したい

ドミナント展開と M&A は、小売業・店舗型サービス業における成長戦略の王道であり、日本各地で M&A とドミナント展開の実績を持つ同社においては、着実な実行が期待される。同社が掲げる 30 年 300 店体制という長期目標の達成のためには、更なる M&A の積極化が不可欠である。当センターでは、M&A による新規エリアへの進出に期待しているが、業績予想には今後の M&A の貢献を織込んでいない。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 22 年 5 月期連結会社計画は 15%増収、36%営業増益

22/5 期の会社計画は、売上収益 9,200 百万円（前期比 14.6%増）、営業利益 1,000 百万円（同 36.4%増）、税引前利益 820 百万円（同 45.1%増）、親会社の所有者に帰属する当期利益 480 百万円（同 33.6%増）である（図表 18）。

【 図表 18 】 きずなホールディングスの過去の業績と 22 年 5 月期の計画 (単位: 百万円)

	サービス別	18/5期	19/5期	20/5期	21/5期	22/5期	
		実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上収益		6,417	7,193	7,676	8,030	9,200	14.6%
	葬儀売上	5,895	6,662	7,139	7,448	8,568	15.0%
	仲介手数料収入	376	427	462	520	—	—
	その他のサービス	144	103	74	62	—	—
売上総利益		2,527	2,771	2,873	3,001	—	—
	売上総利益率	39.4%	38.5%	37.4%	37.4%	—	—
販売費及び一般管理費		1,813	1,949	2,386	2,265	—	—
	販管費率	28.3%	27.1%	31.1%	28.2%	—	—
営業利益		641	813	488	733	1,000	36.4%
	営業利益率	10.0%	11.3%	6.4%	9.1%	10.9%	—
税引前利益		465	616	333	565	820	45.1%
	税引前利益率	7.3%	8.6%	4.3%	7.0%	8.9%	—
親会社の所有者に帰属する当期利益		293	406	210	359	480	33.6%
葬儀件数 (件)		5,878	6,756	7,908	9,108	10,200	12.0%
葬儀単価 (千円)		1,003	986	903	818	840	2.7%
期末ホール数 (店)		69	74	81	99	109	10.1%

(注) 22/5 期の葬儀売上及び同増減率は、葬儀件数と葬儀単価に基づいて証券リサーチセンターが算出

(出所) きずなホールディングス有価証券届出書、決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

同社は、新型コロナウイルス感染症の影響が少なくとも 22/5 期末までは継続すると想定して計画を策定している。21/5 期に前期比 9.4% 下落した葬儀単価は、同 2.7% 増の 840 千円と若干の回復にとどまり、本格回復は 23/5 期になると想定している。

一方、10 ホールの新規出店を計画し、葬儀件数は前期比 12.0% 増の 10,200 件を見込んでいる。前期の 8.6% から 8.0% への低下を見込む売上収益広告宣伝費率の改善や、単価上昇効果等により、営業利益率は前期の 9.1% から 10.9% への上昇を予想している。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 22/5 期連結業績を、売上収益 9,328 百万円 (前期比 16.2% 増)、営業利益 1,033 百万円 (同 40.9% 増)、税引前利益 850 百万円 (同 50.5% 増)、親会社の所有者に帰属する当期利益 510 百万円 (同 41.9% 増) と予想する (図表 19)。

同社が公表している 6~7 月の月次業績において、2 カ月累計の葬儀売上が前年同期間比 20.8% 増と 22/5 期の増収率計画 (前期比 14.6% 増) を上回って推移していることから、会社計画に対し、売上高は 128 百万円、営業利益は 33 百万円上回ると予想した。

【 図表 19 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	20/5期	21/5期	22/5期CE	22/5期E	23/5期E	24/5期E
売上収益	7,676	8,030	9,200	9,328	10,624	11,836
前期比	6.7%	4.6%	14.6%	16.2%	13.9%	11.4%
サービス別	-	-	-	-	-	-
葬儀売上	7,139	7,448	8,568	8,693	9,928	11,067
仲介手数料収入	462	520	-	585	646	719
その他のサービス	74	62	-	50	50	50
売上総利益	2,873	3,001	-	3,529	4,028	4,452
売上総利益率	37.4%	37.4%	-	37.8%	37.9%	37.6%
販売費及び一般管理費	2,386	2,265	-	2,486	2,670	2,860
販管費率	31.1%	28.2%	-	26.7%	25.1%	24.2%
営業利益	488	733	1,000	1,033	1,348	1,582
前期比	-39.9%	50.1%	36.4%	40.9%	30.5%	17.4%
営業利益率	6.4%	9.1%	10.9%	11.1%	12.7%	13.4%
税引前利益	333	565	820	850	1,166	1,387
前期比	-45.9%	69.4%	45.1%	50.5%	37.2%	19.0%
税引前利益率	4.3%	7.0%	8.9%	9.1%	11.0%	11.7%
親会社の所有者に帰属する当期利益	210	359	480	510	710	860
前期比	-48.2%	70.8%	33.6%	41.9%	39.2%	21.1%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) きずなホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

サービス別売上収益については、新型コロナウイルス問題の影響が徐々に軽減するという前提で、葬儀売上は、新規出店数を10店、葬儀件数を10,400件(前期比14.2%増)、葬儀単価を836千円(同2.2%増)と見込み、8,693百万円(同16.7%増)と予想した。仲介手数料収入は、葬儀件数の増加に伴い、仏壇等アフター商材販売が増加すると見込み、585百万円(同12.4%増)と予想した。その他のサービスは、50百万円(同19.6%減)と予想した。

売上総利益率は、前期の37.4%から37.8%への上昇を予想した。葬儀単価の上昇に伴い、直接原価率の悪化を見込む一方、労務費率や減価償却費率等が改善すると考えた。一方、販管費率は、ドミナント効果による広告宣伝費率の改善や、増収効果による本社費用の負担軽減に伴い、前期の28.2%から26.7%への低下を予想した。

23/5期は、売上収益10,624百万円(前期比13.9%増)、営業利益1,348百万円(同30.5%増)、税引前利益1,166百万円(同37.2%増)、親会社の所有者に帰属する当期利益710百万円(同39.2%増)と予想した。

サービス別売上収益については、新型コロナウイルス問題の影響がほぼなくなるという前提で、葬儀売上は、新規出店数を15店(M&Aは

ないと想定)、葬儀件数を 11,600 件 (前期比 11.5%増)、葬儀単価を 856 千円 (同 2.4%増) と見込み、9,928 百万円 (同 14.2%増) と予想した。仲介手数料収入は、葬儀件数の増加に伴い、仏壇等アフター商材販売が増加すると見込み、646 百万円 (同 10.4%増) と予想した。その他のサービスは、50 百万円 (同横ばい) と予想した。

売上総利益率は、前期の 37.8%から 37.9%への上昇を予想した。葬儀単価の上昇に伴い、直接原価率の悪化を見込む一方、労務費率や減価償却費率等が改善すると考えた。一方、販管費率は、ドミナント効果による広告宣伝費率の改善や、増収効果による本社費用の負担軽減に伴い、前期の 26.7%から 25.1%への低下を予想した。

24/5 期は、売上収益 11,836 百万円 (前期比 11.4%増)、営業利益 1,582 百万円 (同 17.4%増) と予想した。

サービス別売上収益については、葬儀売上は、新規出店数を 15 店 (M&A はないと想定)、葬儀件数を 13,100 件 (前期比 12.9%増)、葬儀単価を 845 千円 (同 1.3%減) と見込み、11,067 百万円 (同 11.5%増) と予想した。仲介手数料収入は、葬儀件数の増加に伴い、仏壇等アフター商材販売が増加すると見込み、719 百万円 (同 11.3%増) と予想した。その他のサービスは、50 百万円 (同横ばい) と予想した。

売上総利益率は、前期の 37.9%から 37.6%への低下を予想した。葬儀単価の下落に伴い、労務費率や減価償却費率の改善を見込む一方、直接原価率が悪化すると考えた。一方、販管費率は、ドミナント効果による広告宣伝費率の改善や、増収効果による本社費用の負担軽減に伴い、前期の 25.1%から 24.2%への低下を予想した。

同社は、将来の事業拡大に必要な設備投資、M&A 等の成長投資とそのための内部留保の確保を優先し、創業以来、無配を続けている。将来的には、財政状態及び経営成績、事業展開に備える内部留保とのバランスを勘案し、株主への安定的、かつ継続的な株主還元を検討する方針を示しているが、配当実施の可能性や実施時期等については現時点で未定である。こうしたことから、当センターでは、22/5 期から 24/5 期においても配当は実施されないと予想している。

【 図表 20 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	20/5期	21/5期	22/5期CE	22/5期E	23/5期E	24/5期E
<b>貸借対照表</b>						
現金及び現金同等物	513	1,056	-	741	488	888
営業債権及びその他の債権	171	184	-	214	244	272
その他	85	106	-	109	115	120
流動資産	771	1,347	-	1,065	848	1,281
有形固定資産	3,111	4,138	-	4,359	4,795	5,176
使用权資産	9,312	10,911	-	11,385	12,560	13,627
のれん	3,625	3,625	-	3,625	3,625	3,625
その他	719	861	-	966	1,033	1,096
非流動資産	16,769	19,536	-	20,337	22,014	23,525
資産合計	17,540	20,883	-	21,402	22,862	24,806
営業債務及びその他の債務	338	442	-	450	460	470
借入金	340	599	-	680	2,730	228
リース負債	707	825	-	880	970	1,050
未払法人税等	63	219	-	187	250	289
その他	382	467	-	527	648	786
流動負債	1,832	2,554	-	2,725	5,059	2,824
借入金	3,329	3,999	-	3,318	588	2,859
リース負債	8,497	10,027	-	10,505	11,590	12,577
その他	293	355	-	396	457	517
非流動負債	12,121	14,382	-	14,220	12,635	15,954
資本合計	3,587	3,947	-	4,457	5,167	6,027
(親会社の所有者に帰属する持分合計)	3,587	3,947	-	4,457	5,167	6,027
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>						
税金前当期利益	333	565	-	850	1,166	1,387
減価償却費及び償却費	1,010	1,175	-	1,335	1,465	1,619
営業債権及びその他の債権の増減額 (-は増加)	-23	-2	-	-29	-29	-27
営業債務及びその他の債務の増減額 (-は減少)	-74	60	-	7	10	10
その他	91	73	-	81	102	119
法人所得税の支払額	-125	-118	-	-372	-392	-487
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,211	1,754	-	1,872	2,321	2,619
有形固定資産の取得による支出	-457	-882	-	-593	-853	-853
無形固定資産の取得による支出	-45	-45	-	-93	-50	-50
その他	-51	-184	-	-39	-60	-60
投資活動によるキャッシュ・フロー	-554	-1,111	-	-725	-963	-963
長期借入れによる収入	-	1,139	-	0	0	2,500
長期借入金の返済による支出	-300	-471	-	-599	-680	-2,730
リース負債の返済による支出	-646	-767	-	-862	-931	-1,026
株式発行による収入	106	-	-	0	0	0
その他	-	0	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-840	-100	-	-1,461	-1,611	-1,256
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-182	542	-	-314	-252	399
現金及び現金同等物の期首残高	696	513	-	1,056	741	488
現金及び現金同等物の期末残高	513	1,056	-	741	488	888

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) きずなホールディングス有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 直営ホールが想定よりも増えない可能性

同社は、新規出店と M&A によって、17/5 期末の 59 店から 21/5 期末の 99 店へと、直営ホールを順調に増やしている。22/5 期の出店につ

いても、計画する 10 店用の物件は既に確定しており、順調な開設が見込まれている。

しかし、同社は厳格な採算基準に基づいて出店を決定しているため、家賃相場が急上昇したり、人手不足が深刻化したりした場合、23/5 期以降については、想定通りには出店が進まない可能性がある。23/5 期以降の直営ホールが想定より増えない場合は、短期的には利益率の改善を通じた増益要因もあり、利益に大きな影響は出ないと見られるものの、長期的には増収率の伸び悩みに伴う利益成長率の減速に繋がるため、注意が必要である。

**◆ 第 1 四半期と第 3 四半期の業績に季節的な影響が生じる可能性**

葬儀需要は、季節による死亡率の変動を背景として、夏場に減少し、冬場に増加する傾向がある。同社グループにおいては、葬儀件数が第 1 四半期に減少し、第 3 四半期に増加する傾向があるため、売上収益と営業利益は、同様に変動する可能性がある。

一方、20/5 期と 21/5 期の状況を見ると、新規出店や M&A の影響による直営ホール数の増加や、葬儀単価の変動、一時的な費用の計上等が四半期業績により影響したため、必ずしも明確な季節性は認められない (図表 21)。

**【 図表 21 】 きずなホールディングスの四半期業績推移**

	20/5期					21/5期				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上収益 (百万円)	1,908	1,920	2,059	1,787	7,676	1,764	2,023	2,126	2,116	8,030
構成比	24.9%	25.0%	26.8%	23.3%	100.0%	22.0%	25.2%	26.5%	26.4%	100.0%
営業利益 (百万円)	210	170	223	-115	488	85	256	147	243	733
構成比	43.1%	34.8%	45.7%	-23.6%	100.0%	11.7%	35.0%	20.1%	33.2%	100.0%
期末ホール数 (店)	77	78	79	81	81	83	89	94	99	99
葬儀件数 (件)	1,759	1,905	2,133	2,111	7,908	2,005	2,269	2,421	2,413	9,108
葬儀単価 (千円)	1,002	939	904	787	903	809	831	815	816	818
オリジナルプラン比率	24.8%	22.9%	21.9%	18.6%	21.9%	20.9%	23.8%	22.7%	21.6%	22.1%

(注) 構成比の合計値は、四捨五入の関係で必ずしも 100%にならない場合がある。

(出所) きずなホールディングス決算短信を基に証券リサーチセンター作成

例えば、1) 20/5 期第 1 四半期は、オリジナルプラン比率が上昇し、葬儀単価が高かったこと、2) 20/5 期第 4 四半期は、上場に伴う一過性の費用が計上されたこと、3) 21/5 期第 3 四半期は備前屋の買収費用が計上されたこと等が営業利益に影響を与えている。しかし、特別な要因がなければ、第 1 四半期の業績は四半期平均よりも低くなり、第 3 四半期の業績は四半期平均よりも高くなる可能性は高いと言えよう。

◆ 当面は無配が続く可能性

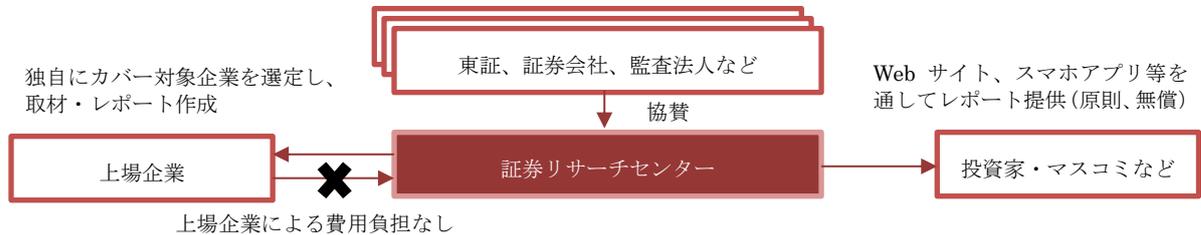
同社は、将来の設備投資やM&Aのために必要な内部留保の確保を優先し、創業以来、配当を実施していない。

将来的には、財政状態や経営成績、内部留保を勘案しながら株主への利益還元を検討する方針を示しているが、現時点では今後の配当実施の可能性、実施時期等については未定としており、しばらくは無配が続く可能性がある。

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ  
日本証券業協会  
監査法人 A&A パートナーズ

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
三優監査法人  
日本証券アナリスト協会  
宝印刷株式会社

大和証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
太陽有限責任監査法人  
エイチ・エス証券株式会社  
株式会社プロネクサス

野村證券株式会社  
株式会社 ICMG  
株式会社 SBI 証券  
いちよし証券株式会社

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接的損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。