

# ホリスティック企業レポート アルー 7043 東証グロース

アップデート・レポート  
2022年7月15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 20220712

# アルー(7043 東証グロース)

発行日: 2022/7/15

## 大手企業を中心に集合型の研修サービスを提供 中期計画達成に向けた投資の増加により 22年12月期は減益計画

### > 要旨

#### ◆ 会社概要

・アルー(以下、同社)は、主に大手企業向けに、顧客の課題に応じてカスタマイズしたビジネススキル研修や語学研修等の研修サービスを提供している。

#### ◆ 21年12月期決算

・21/12期決算は、売上高2,396百万円(前期比31.7%増)、営業利益278百万円(前期は218百万円の損失)となった。20/12期に新型コロナウイルス禍で打撃を受けたが、その対応として研修のオンライン化が進んだことにより、営業黒字を回復した。

#### ◆ 22年12月期業績予想

・22/12期業績について、同社は、売上高2,655百万円(前期比10.8%増)、営業利益190百万円(同31.7%減)と予想している。  
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、22/12期の業績予想を、売上高2,685百万円(前期比12.1%増)、営業利益195百万円(同29.6%減)とした。研修のオンライン化がさらに進展して増収となるものの、24/12期を最終年とする中期経営計画達成に向けての投資の増加により、会社計画と同様、営業減益になると予想した。

#### ◆ 今後の注目点

・当センターでは、研修のオンライン化が継続することに加え、注力するetudes事業の拡販が進むことを想定して、23/12期20.3%増収、24/12期20.9%増収を見込み、売上高営業利益率は23/12期には11.1%、24/12期には17.2%まで改善していくものと予想した。  
・同社は24/12期までの中期経営計画を公表している。教室型研修のオンライン化やetudes事業の拡販等の進捗が焦点になる。22/12期の業績動向に加え、23/12期に増収率が加速するかどうか注目点となる。

アナリスト: 藤野敬太

+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】

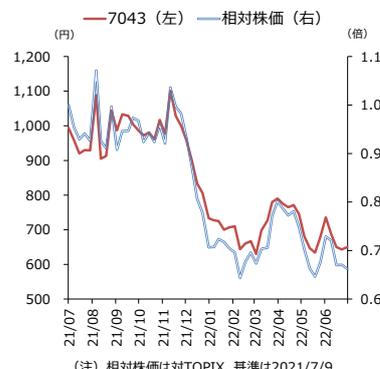
	2022/7/8
株価(円)	650
発行済株式数(株)	2,554,400
時価総額(百万円)	1,660

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	9.0	13.7	7.3
PBR(倍)	1.6	1.4	1.2
配当利回り(%)	1.1	1.1	1.1

#### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン(%)	1.2	-15.7	-30.1
対TOPIX(%)	0.4	-15.1	-29.6

#### 【株価チャート】



#### 【7043 アルー 業種: サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2020/12	1,819	-27.5	-218	-	-216	-	-191	-	-75.9	334.6	0.0
2021/12	2,396	31.7	278	-	280	-	183	-	72.6	410.2	7.0
2022/12 CE	2,655	10.8	190	-31.7	180	-35.8	115	-37.3	45.5	-	7.0
2022/12 E	2,685	12.1	195	-29.6	188	-32.6	120	-34.2	47.4	451.0	7.0
2023/12 E	3,232	20.3	357	82.8	352	86.4	224	86.4	88.6	539.9	7.0
2024/12 E	3,908	20.9	674	88.3	669	90.1	427	90.1	168.8	709.0	7.0

(注) CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想

2022/12期より新収益認識基準適用。2022/12期の前期比は新基準適用前の2021/12期の金額との比較

#### アップデート・レポート

2/17

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ず、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。

## > 事業内容

### ◆ 大企業の「新人・若手」向けを中心に集合型研修サービスを提供

アルー(以下、同社)は、主に大手企業向けを中心に集合型の研修サービスを提供している。単に講師を派遣したり、定型のコンテンツに基づく研修を行ったりするのではなく、顧客の課題を抽出するためのコンサルティングを実施した上で、課題解決に向けて最適な研修内容になるようカスタマイズして提供することが特徴となっている。

研修サービスの対象には多くの階層が存在するが、同社はこれまで「新人・若手」向けの研修を多く手掛け、大手企業からの信頼も厚い。最近では、「管理職」向けの研修にも力を入れており、研修の対象を広げている。また、顧客のニーズに対応する形で、早い段階から異文化理解・交流のスキルを身につけるための海外研修サービスも展開している。さらに語学スキルを身につけるためのオンライン英会話サービスも揃え、提供するサービスの幅を広げてきた。

### ◆ 法人向け事業の教室型研修が売上高の8割弱を占める

同社の報告セグメントは人材育成事業の単一セグメントだが、22/12期から、売上高は法人向け事業、etudes事業、その他の3つに区分されることになった。図表1は、19/12期から21/12期の売上内訳を新区分に基づいて組み換えたものである。

売上高の中心は法人向け事業であり、中でも教室型研修だけでも全売上高の約76%を占めている。19年8月に事業譲受した、クラウド型eラーニングシステムを提供するサービスであるetudes事業は、全売上高の1割程度を占めるようになった。

【図表1】サービス別売上高(22/12期からの分類で組み換え)

(単位:百万円)

	売上高			前期比			売上構成比		
	19/12期	20/12期	21/12期	19/12期	20/12期	21/12期	19/12期	20/12期	21/12期
法人向け事業	2,339	1,533	2,077	6.4%	-34.4%	35.4%	93.2%	84.3%	86.7%
教室型研修	1,908	1,394	1,824	7.2%	-26.9%	30.9%	76.0%	76.6%	76.1%
グローバル人材育成	430	139	253	3.3%	-67.5%	81.1%	17.2%	7.7%	10.6%
etudes事業	45	211	217	-	360.4%	2.9%	1.8%	11.6%	9.1%
その他(海外教室型研修)	125	74	101	15.9%	-40.4%	36.0%	5.0%	4.1%	4.2%
合計	2,509	1,819	2,396	8.9%	-27.5%	31.7%	100.0%	100.0%	100.0%

(注) 22/12期以降の区分に基づき遡及して組み換えた数値を掲載

(出所) アルー有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

## > ビジネスモデル

### ◆ 大手企業を対象とした法人向けサービスが大半

同社のサービスは20/12期以降は、教室型研修、グローバル人材育成(海外派遣研修、ビジネス英会話サービス)、etudes、海外教室型研修の4つに分類されていたが、22/12期からは教室型研修とグローバル

人材育成が統合されて法人向け事業となり、etudes 事業、その他(海外教室型研修)の3事業での分類となった(図表2)。

【図表2】アルーのサービス

事業	サービス	主な内容	担当する企業
法人向け事業	教室型研修	<ul style="list-style-type: none"> <li>・新人や若手を主な対象に、階層別のビジネススキル研修、マインド研修を実施</li> <li>・管理職領域にも注力</li> <li>・アルー独自のカリキュラムをもとに、専門のカスタマイズチームが市場や顧客企業のニーズに合わせてカスタマイズして提供することが特徴</li> <li>・サービスはアルーが認定した外部講師を中心に提供するため、同時に複数クラスへの提供も可能</li> </ul>	アルー
法人向け事業	グローバル人材育成	<ul style="list-style-type: none"> <li>・主に日本の大企業の人事部や海外事業部に、グローバル人材として必要なマインドやスキルの習得を目指す、経験を積み重ねる形の実践的な研修を提供</li> <li>・以下のサービスを提供                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 顧客企業の受講者がアジア各国の現地パートナー(大学)の拠点へ滞在し、アルーグループが実施する研修を受講するサービス(海外派遣研修)</li> <li>- 上の海外派遣研修のオンライン化により、日本にいながら海外の現地パートナーの研修を受講するサービス</li> <li>- 顧客企業の従業員等を対象としたオンラインでのビジネス英会話サービス</li> </ul> </li> </ul>	アルー 艾陸企業管理諮詢(上海)有限公司 ALUE SINGAPORE PTE. LTD. ALUE PHILIPPINES INC. ALUE TRAINING CENTER, INC.
etudes事業	etudes	<ul style="list-style-type: none"> <li>・クラウド型eラーニングシステムの提供</li> </ul>	アルー
その他	海外教室型研修	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内で提供している「教室型研修」を、海外の現地法人に勤務する日本人または現地従業員に提供</li> </ul>	艾陸企業管理諮詢(上海)有限公司 ALUE SINGAPORE PTE. LTD.

(注) Alue India Private Limited (インド) はインドでの活動が事実上中止しているため記載から除外した  
 (出所) アルー有価証券報告書、決算説明会資料、ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

◆ 蓄積データの活用と顧客企業ごとのカスタマイズが特徴

同社のサービスの最大の特徴は、既に出てきたコンテンツを一律に提供するのではなく、顧客企業ごとにコンテンツを最適化して提供する点にある。サービスは以下のフローで提供されている。

- (1) 課題の分析・特定のためのコンサルティング
- (2) 自社のカスタマイズ専任部門による教材のカスタマイズ
- (3) 外部講師による研修の実施
- (4) 研修による育成成果の測定

この一連のフローの中で、受講者データ及び育成成果に関するデータが蓄積され、今後のサービス提供に活かされていく。

◆ 法人向け事業(1): 主力サービスの国内の教室型研修

主力サービスである教室型研修は、企業単位で20人~30人程度を集めて実施する集合研修である。国内の大手企業を中心とした法人が主

な顧客であり、新人や若手に対するビジネススキル研修、ビジネスマインド研修が中心となっている。最近では対象を広げ、管理職研修にも注力している。

同社の教室型研修の最大の特徴は、これまでに蓄積されたデータをもとに作成されたオリジナル教材から、社内のカスタマイズ専任部門が、顧客企業ごとに最適化された教材と講師ガイドを作成するというカスタマイズサービスにある。

その教材と講師ガイドをもとに、外部講師が研修を実施する。講師ガイドがあることにより、講師のスキルや性格に過度に依存することなく研修の品質の担保が可能となる。また、外部講師を活用することによって、例えば新入社員の入社が多い4月のような需要が集中する時期でも、同時に多クラスを開催することを可能にしている。

#### ◆ 法人向け事業 (2) : グローバル人材育成

グローバル人材育成には、海外派遣研修とオンラインのビジネス英会話サービスが含まれる。営業先が国内の大企業の人事部または海外事業部と同じであり、以前からサービスをクロスセルする関係にあった。そのため、今後は一体的に開発、販売していくこととし、サービス区分も統合された。

同社の海外での研修サービスのひとつである海外派遣研修は、グローバル人材育成を目的として、受講者が同社のアジア各国の現地パートナーの拠点に滞在しながら研修を受講するサービスである。

同社は第1種旅行業者として登録し、サポート体制を整えている。現在、中国、フィリピン、シンガポールの3カ国に派遣先を持っている(インドネシア、インドは事実上活動中止)。同社のほか、受け入れ先にある、中国子会社の艾陸企業管理諮詢(上海)有限公司、シンガポール子会社のALUE SINGAPORE PTE. LTD.が担当している。

「ALUGO」の名称で提供されているオンラインのビジネス英会話サービスは、実践的なビジネス英会話力を習得させたいという企業の要望に対応して作られたものである。同社のほか、フィリピン子会社2社(ALUE PHILIPPINES INC.、ALUE TRAINING CENTER, INC.)がこのサービスを担当している。

「コーチ」と呼ばれるレッスンの講師は、ALUE PHILIPPINES INC.に所属するフィリピン在住のスタッフである。レッスンの予約(コーチとの時間調整)、受講、宿題といったことを、スマートフォンのみで完結できるようにしているため、多忙なビジネスマン向けとなって

いる。

#### ◆ etudes 事業：クラウド型 e ラーニングシステムの etudes

etudes は NTT ドコモ（東京都千代田区）と電通（東京都港区）が出資する D2C（東京都中央区）から、19 年 8 月に譲受したサービスで、システムと顧客を受け継いだ格好となった。17 年 4 月に開始されたサービスで、人材育成の課題をオールインワンで解決するクラウド型 e ラーニングシステムである。

etudes はクラウドサービスであるため、大企業向けだけでなく、中堅・中小企業向けにも活用できるサービスである。競合するサービスは複数存在するが、それらは大企業向けが中心であるのに対し、etudes は中堅・中小企業の顧客が多い模様である。また、リアルタイムのオンライン研修への対応が可能なのは現時点では etudes のみである。

etudes 事業の売上高は、ID に対する月額利用料が中心であるため、サブスクリプション型の収益モデルになっている。

#### ◆ その他：海外教室型研修

同社の海外での研修サービスのもうひとつの形態が、海外教室型研修であり、同社が国内で展開している教室型研修を、海外現地法人向けに提供するサービスである。現地法人の日本人だけでなく、現地採用の従業員も受講対象となる。

営業先が上海やシンガポールの現地法人であるため、グローバル人材育成の海外派遣研修とは異なるサービスとして展開している。

同社のほか、艾陸企業管理諮詢（上海）有限公司、ALUE SINGAPORE PTE. LTD. が当サービスを担当している。

## > 強み・弱みの分析

#### ◆ 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 3 のようにまとめられる。

教育型研修における管理職研修等の増加に伴い、「機会」に「教育型研修におけるサービス対象領域の拡大」を追加した。

【 図表 3 】 SWOT 分析

<b>強み</b> (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「新人・若手」領域の研修サービスにおいて他社に真似されない仕組み                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 新人・若手領域の受講者データの蓄積</li> <li>- 累積カスタマイズ量に裏づけられる経験効果による生産性の高いカスタマイズ</li> <li>- カスタマイズ専任部門の存在</li> <li>- 外部講師を活用して多クラス同時開催を可能にする仕組み</li> </ul> </li> <li>・大手企業の顧客基盤（社数の多さ及びリピート率の高さ）</li> <li>・AIを活用したサービス開発、または既存サービス向上のノウハウ</li> <li>・海外展開の実績</li> </ul>
<b>弱み</b> (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内の教室型研修のサービスへの依存度が高い売上構成</li> <li>・事業規模の小ささ</li> <li>・代表取締役社長への依存度の高い事業運営</li> </ul>
<b>機会</b> (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・社会人向け研修市場の拡大</li> <li>・「新人・若手」領域の研修サービスにおけるプレゼンスの高まり</li> <li>・「働き方改革」に伴う需要の拡大</li> <li>・「教育型研修におけるサービス対象領域の拡大」（追加）</li> <li>・研修サービスのオンライン化の加速による中長期的な需要拡大と利益率改善</li> <li>・etudesのサービスの拡販</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
<b>脅威</b> (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中長期的に見た場合での若年人口の減少</li> <li>・新卒採用数の減少の可能性（景気の急激な悪化等）</li> <li>・競争の激化の可能性（国内の研修サービス、マンツーマンのオンライン英会話）</li> <li>・海外展開先のカントリーリスク（テロ、治安、自然災害、法制度の変更等）</li> <li>・必要とする人材が集まらない状況、または短期間に多くの人材が流出する可能性                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 開発部門やカスタマイズ専任部門の人材</li> <li>- 教室型研修の外部講師</li> <li>- ALUGOのコーチ（フィリピン）</li> </ul> </li> <li>・外部講師やコーチが不祥事を起こす可能性</li> <li>・新型コロナウイルス禍の影響が長期化する可能性                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 顧客の経営状況や採用状況により、研修の需要が回復しない、または縮小する可能性</li> <li>- 渡航制限等、人の移動についての制約が長期化する可能性</li> </ul> </li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

➤ 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、創業以来 18 年にわたって蓄積された受講生データとカスタマイズの経験値にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 4 に示した。

同社の知的資本の源泉は、組織資本の知的財産またはノウハウに属する、蓄積された受講生データ及びカスタマイズの経験値だと考える。これらは同社のサービス提供のプロセスの要所で活用され、顧客への提供価値の増大につながるものとなっている。

同社は、03年10月の会社設立以来18年にわたって、受講者のデータを蓄積し続け、教材等のコンテンツ開発に活用してきた。そのコンテンツをもとに、専任部門によるカスタマイズ作業によって、顧客に最適なコンテンツが作られる。この際、過去のカスタマイズの経験の多さがものを言い、高い生産性でのカスタマイズ作業を可能にし、同社の収益性の向上に貢献している。

このように知的財産またはノウハウを活用することにより、競争力のある研修サービスを提供してきた。このことが、大手企業を中心とした顧客資産の積み上げにつながっている。リピート率も高く、顧客基盤の拡大は、受講生の増加につながり、それが更なるデータの蓄積をもたらすという好循環が描けるようになっている。

【 図表 4 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI				
		項目	数値(前回)	数値(今回)		
関係資本	顧客	・国内企業向け研修の顧客の状況	・年間取引社数	前回(20/12期)の開示なし	314社	
			・顧客当たり単価	前回(20/12期)の開示なし	6,468千円	
			・リピート率(金額ベース)	直近の開示なし	-----	
		・個人向けサービスの顧客の状況	・個人向けALUGOの利用者数	開示なし	-----	
	ブランド	・特になし	・特になし	特になし	-----	
	ネットワーク	・サービス展開のための外部リソース	・教室型研修の外部講師	人数の開示なし	-----	
組織資本	プロセス	・開発及びコンテンツ制作の体制	・開発部門	人数の開示なし	-----	
			・カスタマイズ専任部門	人数の開示なし	-----	
		・営業体制	・営業部門	人数の開示なし	-----	
		・研修を実施する体制	・教室型研修の外部講師	1日に最大102クラスを開催の実績 (18年4月)	-----	
		・フィリピンのALUGOのコーチ	人数の開示なし	-----		
		・海外でのサービス提供	・サービス展開している国・地域	5カ国	3カ国	
	知的財産 ノウハウ	蓄積されたデータ及びノウハウ	・データの蓄積期間	03年10月の創業より17年経過	03年10月の創業より18年経過	
				・自社オリジナル教材	具体的な数値なし	-----
				・受講者データ	具体的な数値なし	-----
				・累積カスタマイズ経験量	具体的な数値はないが カスタマイズ作業の生産性の高さに貢献	-----
		・研究開発	・研究開発費	7百万円	9百万円	
			・ソフトウェア	・貸借対照表上のソフトウェア	14百万円	14百万円
人的資本	経営陣	・現代表取締役社長の存在	・代表取締役社長に就任して以来の年数	03年10月の創業より17年経過	03年10月の創業より18年経過	
		インセンティブ	・代表取締役社長による保有	802千株(31.78%) *資産管理会社の持分を含むと 1,244千株(49.30%)	802千株(31.71%) *資産管理会社の持分を含むと 1,244千株(49.19%)	
			・代表取締役社長以外の 取締役(監査等委員除く)による保有	154千株(5.96%)	156千株(6.17%)	
			・役員報酬総額(取締役) *社外取締役、監査等委員は除く	54百万円(3名)	64百万円(3名)	
	従業員	企業風土	・従業員数	163名(連結) 119名(単体)	160名(連結) 114名(単体)	
			・平均年齢	35.7歳(単体)	36.3歳(単体)	
			・平均勤続年数	5.1年(単体)	5.3年(単体)	
		インセンティブ	・従業員持株会	84千株(3.36%)	74千株(2.93%)	
			・ストックオプション	65,200株(2.55%) *取締役保有分も含む	61,500株(2.41%) *取締役保有分も含む	

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は20/12期または20/12期末、今回は21/12期または21/12期末のもの  
前回と変更ないものは-----と表示。

(出所) アルー有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

## > 決算概要

◆ **21年12月期は新型コロナウイルス禍の影響を乗り越え黒字回復**  
21/12期業績は、売上高2,396百万円(前期比31.7%増)、営業利益278百万円(前期は218百万円の損失)、経常利益280百万円(同216百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純利益183百万円(同191百万円の損失)となった。

期初の会社計画の売上高2,270百万円、営業利益230百万円に対する達成率は、各々105.6%、121.0%であった。

サービス別売上高は、教室型研修が前期比30.9%増、グローバル人材育成が同81.1%増、海外教室型研修が同36.0%増、etudesが同2.9%増となった(図表1)。

前の期は新型コロナウイルス禍の影響で業績が落ち込んだが、21/12期は教室型研修とグローバル人材育成は研修のオンライン移行が進んだ。さらに、教室型研修は、研修の対象を管理職まで広げるという従来からの取り組みが奏功してきたことも増収に貢献した。また、etudes事業は、想定していたほど新規開拓は進まなかったものの、新型コロナウイルス禍による新しい働き方の浸透を背景に、契約の積み上がりを反映するASP売上が増収に貢献した。

売上総利益率は前期比7.3%ポイント上昇の62.7%となった。研修のオンライン化が進み、印刷費の減少や講師の移動にかかる旅費交通費の減少といった原価削減効果が働いた。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、大きな増加要因がなく、前期比0.2%減となり、増収効果により21/12期の売上高販管費率は同16.3%ポイント低下の51.0%となった。これらの結果、21/12期の営業利益は278百万円と黒字化し、売上高営業利益率は11.6%となった。

## > 最近の変化

### ◆ etudes事業の状況

当社によると、21/12期において、etudes事業は想定ほどの伸びにならなかった。その要因として、大手の既存の得意先への営業に注力したため、新規開拓に十分な営業活動を割くことができなかったことと、トライアル利用から本格利用までに進んでいないことを挙げている。

前者の新規開拓については、システムとeラーニング教材をセットで提供する「etudes Plus」の提供開始が決まっており、これにより中堅・中小企業の新規顧客を増やすとしている。後者のトライアル利用から本格利用への移行促進については、カスタマーサクセスへの働きかけ

を充実させることで、顧客ごとに設定した想定単価に到達するまで利用を促すとしている。これらによって、etudes 事業は、継続利用を意味する ASP 売上高を中心に拡大していく方針である

## > 今後の業績見通し

### ◆ 22年12月期会社計画

同社は、22/12 期について、売上高 2,655 百万円（前期比 10.8%増）、営業利益 190 百万円（同 31.7%減）、経常利益 180 百万円（同 35.8%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 115 百万円（同 37.3%減）と予想している（図表 5）。

事業別売上高は、教室型研修とグローバル人材育成で構成される法人向け事業が前期比 9.2%増、etudes 事業が同 20.0%増、主に海外教室型研修が占めるその他が同 19.5%増としている（eラーニングの売上高と原価が 22/12 期から法人向け事業から etudes 事業へ組み換わり、前期比は組み換え後の 21/12 期の数値との比較）。研修のオンライン化や eラーニングの進展が増収に貢献するものとしている。

一方、同社は 24/12 期までの中期経営計画を公表したが、将来の売上成長を優先して、22/12 期は積極投資を行う計画である。投資は、法人向け事業の人員の増強、etudes 事業のシステム運用体制の維持、etudes 事業の知名度向上に向けたマーケティング展開に対して行われる予定である。その結果、22/12 期の売上高営業利益率は前期比 4.4%ポイント低下の 7.2%を計画している。

22/12 期の配当は 21/12 期と同額の 1 株 7.0 円を計画している。親会社株主に帰属する当期純利益が大幅減となることから、配当性向は 21/12 期の 9.6%に対し、15.4%と見込んでいる。

【 図表 5 】 アルーの 22 年 12 月期の連結業績計画及び中期経営計画

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」 適用前				「収益認識に関する会計基準」 適用後					
	19/12期		20/12期		22/12期		23/12期		24/12期	
	実績	実績	実績	(組み換え)	会社計画	前期比	中期計画	前期比	中期計画	前期比
売上高	2,509	1,819	2,396	2,396	2,655	10.8%	3,184	20.0%	3,894	22.3%
法人向け事業	2,339	1,533	2,077	2,030	2,217	9.2%	2,611	17.8%	3,145	20.4%
教室型研修(国内)	1,908	1,394	1,824	-	-	-	-	-	-	-
グローバル人材育成	430	139	253	-	-	-	-	-	-	-
etudes事業	45	211	217	263	316	20.0%	439	38.7%	613	39.6%
その他(海外教室型研修)	125	74	101	101	121	19.5%	134	10.5%	136	1.5%
売上総利益	1,375	1,007	1,501	1,501	-	-	-	-	-	-
売上総利益率	54.8%	55.3%	62.7%	62.7%	-	-	-	-	-	-
営業利益	165	-218	278	278	190	-31.7%	345	81.8%	658	90.6%
売上高営業利益率	6.6%	-12.0%	11.6%	11.6%	7.2%	-	10.8%	-	16.9%	-
経常利益	160	-216	280	280	180	-35.8%	-	-	-	-
売上高経常利益率	6.4%	-11.9%	11.7%	11.7%	6.8%	-	-	-	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	115	-191	183	183	115	-37.3%	-	-	-	-
売上高当期純利益率	4.6%	-10.5%	7.6%	7.6%	4.3%	-	-	-	-	-

(注) 22/12 期より新収益認識基準適用。22/12 期の前期比は新基準適用前の 21/12 期実績値との比較

22/12 期から同社は e ラーニングの売上高と原価を法人向け事業から etude 事業に組み換えている。22/12 期の売上高の前期比は組み換え後の 21/12 期との比較

(出所) アルー有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 中期経営計画

同社は 24/12 期までの中期経営計画を公表している(図表 5)。23/12 期、24/12 期は年約 20%増収を続け、営業利益は 23/12 期は前期比 81.8%増、24/12 期は同 90.6%増となり、売上高営業利益率は 24/12 期には 16.9%まで上昇するとしている。

#### ◆ 22 年 12 月期第 1 四半期

22/12 期第 1 四半期は、売上高 481 百万円(前年同期比 10.5%増)、営業損失 55 百万円(前年同期は 30 百万円の損失)、経常損失 53 百万円(前年同期は 26 百万円の損失)、親会社株主に帰属する四半期純損失 38 百万円(前年同期は 20 百万円の損失)であった。22/12 期から新収益認識基準を適用しており、前年同期比は旧基準の前年同期の数値との比較となるが、適用に伴う財務諸表への影響はない。売上高の通期計画に対する進捗率は 18.1%である。

事業別売上高は、法人向け事業を構成する教室型研修が前年同期比 0.1%増、グローバル人材育成が同 83.2%増となった。また、etudes 事業が同 26.3%増、海外教室型研修が中心のその他が同 22.1%減となった。

利益面では、第 1 四半期は元々第 2 四半期の売上計上に向けて費用が

先行するために損失計上となる四半期だが、加えて、22/12 期は積極的に投資を行う期と位置づけていることで費用が増加した。具体的には、社内の人的リソースをより一層顧客活動に専念させる目的で外部講師の活用を積極的に行ったことで外注講師費が増加したことや、etudes 事業における人件費やサーバー費が増加したこと、営業やマーケティング人員の増加により人件費や採用費が増加したことが挙げられる。これらの結果、前年同期に比べて営業損失は拡大した。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想：22年12月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、22/12 期業績予想を見直し、売上高 2,685 百万円（前期比 12.1%増）、営業利益 195 百万円（同 29.6%減）、経常利益 188 百万円（同 32.6%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 120 百万円（同 34.2%減）と予想した(図表 6)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 売上高は事業別に予想し、営業体制を強化している法人向け事業を前期比 11.4%増収、会社計画を下回る水準だが ASP 売上の増加を見込む etudes 事業を同 15.6%増収、元の規模は小さいが新型コロナウイルス禍の影響からの回復を目指すその他を同 18.3%増収と予想した。法人向け事業が会社計画を若干上回るものとした。
- (2) 売上総利益率は、前期比 0.8%ポイント上昇の 63.5%と予想した。研修のオンライン化による原価削減効果と、カスタマイズに関するノウハウの蓄積による生産性改善効果が貢献するものとした。また、人員増に関わる人件費や採用費の増加や、マーケティング費用の増加を織り込んで、販管費は同 23.4%増の 1,509 百万円となり、売上高販管費率は同 5.2%ポイント上昇すると予想した。これらの結果、22/12 期の売上高営業利益率は同 4.3%ポイント低下の 7.3%になるものとした（会社計画は 7.2%）。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23年12月期以降

23/12 期以降について、23/12 期は前期比 20.3%、24/12 期は同 20.9%の増収を予想した。主力の法人向け事業の売上高が年 18%のペースで拡大が続くとともに、etudes 事業が ASP 売上の積み上がりによって年 40%近い増収が続くものとした。

売上総利益率は 22/12 期の 63.5%に対し、23/12 期と 24/12 期は 63.0%

と若干低下する一方で、売上高販管費率は、増収により、22/12 期の 56.2%に対し、23/12 期 51.9%、24/12 期 45.8%と低下していくものとした。これらの結果、売上高営業利益率は 23/12 期 11.1%、24/12 期に 17.2%と上昇していくものと予想した(会社計画は 23/12 期 10.8%、24/12 期 16.9%)。

【 図表 6 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前				「収益認識に関する会計基準」適用後							
	19/12期	20/12期	21/12期	21/12期 (組み換え)	22/12期CE	23/12期CE	24/12期CE	22/12期E	22/12期E	23/12期E	23/12期E	24/12期E
						中計	中計	(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	
<b>損益計算書</b>												
売上高	2,509	1,819	2,396	2,396	2,655	3,184	3,894	2,685	2,684	3,232	3,044	3,908
前期比	8.9%	-27.5%	31.7%	31.7%	10.8%	20.0%	22.3%	12.1%	16.1%	20.3%	13.4%	20.9%
22/12期からのサービス区分(21/12期までは証券リサーチセンターで組み替えた数値)												
法人向け事業 (教育型研修+グローバル人材育成)	2,339	1,533	2,077	2,030	2,217	2,611	3,145	2,261	-	2,668	-	3,154
前期比	6.4%	-34.4%	35.4%	-	9.2%	17.8%	20.4%	11.4%	-	18.0%	-	18.2%
売上構成比	93.2%	84.3%	86.7%	84.7%	83.5%	82.0%	80.8%	84.2%	-	82.6%	-	80.7%
etudes事業	45	211	217	263	316	439	613	304	-	424	-	594
前期比	-	20.0%	20.0%	-	20.0%	38.7%	39.6%	15.6%	-	39.5%	-	40.1%
売上構成比	1.8%	-	9.1%	11.0%	11.9%	13.8%	15.7%	11.3%	-	13.1%	-	15.2%
その他(海外教室型研修)	125	74	101	101	121	134	136	120	-	140	-	160
前期比	-	19.5%	19.5%	-	19.5%	10.5%	1.5%	18.3%	-	16.7%	-	14.3%
売上構成比	5.0%	-	4.2%	4.2%	4.6%	4.2%	3.5%	4.5%	-	4.3%	-	4.1%
20/12期からのサービス区分												
教室型研修	1,908	1,394	1,824	-	-	-	-	-	2,004	-	2,254	-
前期比	7.2%	-26.9%	30.9%	-	-	-	-	-	15.0%	-	12.5%	-
売上構成比	76.0%	76.6%	76.1%	-	-	-	-	-	74.7%	-	74.1%	-
グローバル人材育成	430	139	253	-	-	-	-	-	180	-	210	-
前期比	3.3%	-67.5%	81.1%	-	-	-	-	-	20.0%	-	16.7%	-
売上構成比	17.2%	7.7%	10.6%	-	-	-	-	-	6.7%	-	6.9%	-
海外教室型研修	125	74	101	-	-	-	-	-	150	-	180	-
前期比	15.9%	-40.4%	36.0%	-	-	-	-	-	25.0%	-	20.0%	-
売上構成比	5.0%	4.1%	4.2%	-	-	-	-	-	5.6%	-	5.9%	-
etudes	45	211	217	-	-	-	-	-	350	-	400	-
前期比	-	360.4%	2.9%	-	-	-	-	-	16.7%	-	14.3%	-
売上構成比	1.8%	11.6%	9.1%	-	-	-	-	-	13.0%	-	13.1%	-
売上総利益	1,375	1,007	1,501	1,501	-	-	-	1,705	1,664	2,036	1,887	2,462
前期比	5.5%	-26.8%	49.1%	49.1%	-	-	-	13.6%	16.1%	19.4%	13.4%	20.9%
売上総利益率	54.8%	55.3%	62.7%	62.7%	-	-	-	63.5%	62.0%	63.0%	62.0%	63.0%
販売費及び一般管理費	1,209	1,225	1,223	1,223	-	-	-	1,509	1,324	1,678	1,434	1,788
売上高販管費率	48.2%	67.4%	51.0%	51.0%	-	-	-	56.2%	49.3%	51.9%	47.1%	45.8%
営業利益	165	-218	278	278	190	345	658	195	340	357	452	674
前期比	-9.8%	-	-	-	-31.7%	81.8%	90.6%	-29.6%	56.5%	82.8%	33.2%	88.3%
売上高営業利益率	6.6%	-12.0%	11.6%	11.6%	7.2%	10.8%	16.9%	7.3%	12.7%	11.1%	14.9%	17.2%
経常利益	160	-216	280	280	180	-	-	188	340	352	452	669
前期比	5.1%	-	-	-	-35.8%	-	-	-32.6%	58.2%	86.4%	33.2%	90.1%
売上高経常利益率	6.4%	-11.9%	11.7%	11.7%	6.8%	-	-	7.0%	12.7%	10.9%	14.9%	17.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	115	-191	183	183	115	-	-	120	231	224	308	427
前期比	20.6%	-	-	-	-37.3%	-	-	-34.2%	58.2%	86.4%	33.2%	90.1%
売上高当期純利益率	4.6%	-10.5%	7.6%	7.6%	4.3%	-	-	4.5%	8.6%	7.0%	10.1%	10.9%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

22/12期より新収益認識基準適用。22/12期の前期比は新基準適用前の21/12期の金額との比較(出所)アルー有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 7 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前				「収益認識に関する会計基準」適用後								
	19/12期	20/12期	21/12期	21/12期 (組み換え)	22/12期CE	23/12期CE	23/12期CE	22/12期E	22/12期E (前回)	23/12期E	23/12期E (前回)	24/12期E	
<b>貸借対照表</b>													
現金及び預金	727	1,293	1,327	-	-	-	-	909	1,008	930	1,096	1,255	
売掛金	288	327	408	-	-	-	-	456	483	549	548	664	
商品・仕掛品	5	0	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
その他	45	73	47	-	-	-	-	71	73	71	73	71	
流動資産	1,067	1,694	1,783	-	-	-	-	1,437	1,566	1,551	1,718	1,992	
有形固定資産	30	21	30	-	-	-	-	28	17	26	14	23	
無形固定資産	70	69	79	-	-	-	-	87	77	91	81	97	
投資その他の資産	115	159	123	-	-	-	-	249	159	249	159	191	
固定資産	216	250	233	-	-	-	-	365	254	366	255	312	
資産合計	1,283	1,945	2,017	-	-	-	-	1,803	1,820	1,918	1,973	2,304	
買掛金	31	24	35	-	-	-	-	40	34	48	39	58	
短期借入金	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
1年内返済予定の長期借入金	41	287	269	-	-	-	-	183	183	161	161	52	
未払金・未払費用	66	65	93	-	-	-	-	104	96	126	109	152	
未払法人税等	8	0	66	-	-	-	-	46	21	87	28	165	
前受金(21/12期まで)	8	16	17	-	-	-	-	-	24	-	27	-	
契約負債(22/12期以降)	0	0	0	-	-	-	-	18	-	22	-	27	
その他	34	37	98	-	-	-	-	51	37	51	37	51	
流動負債	191	432	579	-	-	-	-	445	398	496	404	508	
長期借入金	34	667	397	-	-	-	-	214	214	52	52	0	
その他	2	2	2	-	-	-	-	2	2	2	2	2	
固定負債	36	669	400	-	-	-	-	217	216	55	54	2	
純資産合計	1,055	844	1,037	-	-	-	-	1,140	1,205	1,365	1,514	1,793	
(自己資本)	1,055	844	1,037	-	-	-	-	1,140	1,205	1,365	1,514	1,793	
(非支配株主持分及び新株予約権)	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>													
税引前当期純利益	160	-256	280	-	-	-	-	188	340	352	452	669	
減価償却費	12	24	31	-	-	-	-	11	11	11	11	11	
のれん償却費	2	6	6	-	-	-	-	6	6	6	6	4	
売上債権の増減額(-は増加)	-33	-39	-80	-	-	-	-	-47	-66	-92	-64	-115	
棚卸資産の増減額(-は増加)	0	5	0	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
仕入債務の増減額(-は減少)	-28	-5	13	-	-	-	-	5	4	8	4	10	
前受金の増減額(-は減少)	-2	8	0	-	-	-	-	-	3	-	3	-	
契約負債の増減額(-は減少)	-	-	-	-	-	-	-	1	-	3	-	4	
法人税等の支払額・還付額	-65	-14	10	-	-	-	-	-87	-100	-86	-136	-163	
その他	-11	6	103	-	-	-	-	-59	13	21	12	26	
営業活動によるキャッシュ・フロー	35	-266	365	-	-	-	-	18	212	223	289	447	
有形固定資産の取得による支出	-1	0	-14	-	-	-	-	-4	-4	-4	-4	-4	
無形固定資産の取得による支出	-37	-23	-41	-	-	-	-	-15	-15	-15	-15	-15	
敷金及び保証金の回収・払込による収支	0	1	-1	-	-	-	-	0	0	0	0	57	
その他	-63	-3	-3	-	-	-	-	-129	0	0	0	0	
投資活動によるキャッシュ・フロー	-102	-25	60	-	-	-	-	-148	-19	-19	-19	38	
短期借入金の増減額(-は減少)	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
長期借入金の増減額(-は減少)	-114	878	-287	-	-	-	-	-269	-269	-183	-183	-161	
株式の発行による収入(公開費用控除後)	-	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
配当金の支払額	-17	-17	-	-	-	-	-	-17	-17	0	0	0	
その他	-42	0	1	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
財務活動によるキャッシュ・フロー	-173	860	-285	-	-	-	-	-287	-287	-183	-183	-161	
現金及び現金同等物に係る換算価額	-1	-5	11	-	-	-	-	0	0	0	0	0	
現金及び現金同等物の増減額(-は減少)	-242	563	30	-	-	-	-	-417	-94	20	87	325	
現金及び現金同等物の期首残高	934	691	1,255	-	-	-	-	1,285	1,064	867	970	888	
現金及び現金同等物の期末残高	691	1,255	1,285	-	-	-	-	867	970	888	1,057	1,213	

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所)アルー有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 人材の確保について

主力の教室型研修の拡大のためには、質の高い外部研修講師が不可欠となる。そのため、同社が継続的に人材の確保ができない場合には、同社の成長に影響を与える可能性がある。

◆ 新型コロナウイルス感染症の再拡大の可能性

22年7月に入って、新規陽性者の増加傾向が顕著になり、第7波の到来という見方も出てきている。第7波は感染力が強いという指摘もあり、状況によっては、再度のまん延防止等重点措置や緊急事態宣言発出の可能性もある。その場合、同社の事業活動及び業績に影響が出ることも考えられる。

◆ 流通株式時価総額が小さくなる可能性について

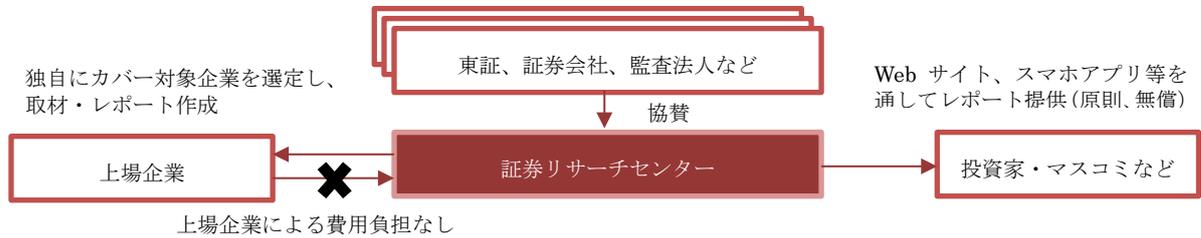
同社の時価総額は1,660百万円(22年7月8日時点)と小さい。同社が上場するグロース市場の上場維持基準を満たすためには、所有が固定的でほとんど流通可能性が認められない株式を除いて算出される流通株式時価総額が5億円以上でなければならない。次回の上場維持基準に係る審査が行われた際に条件を満たしていなかった場合、その後1年以内にこの上場維持基準に適合しなければ、上場廃止基準に該当する可能性がある点には留意が必要である。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を19年12月27日より開始いたしました。同社の紹介を開始してから一定期間が経過したことを受け、同社についてのレポート発信は、今回をもって終了とさせていただきます。

## 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  
太陽有限責任監査法人  
PwC 京都監査法人  
監査法人 A&A パートナーズ  
株式会社プロネクサス

S M B C 日興証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
有限責任監査法人トーマツ  
エイチ・エス証券株式会社  
仰星監査法人  
日本証券業協会

大和証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
株式会社 S B I 証券  
いちよし証券株式会社  
監査法人アヴァンティア  
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社  
株式会社 I C M G  
三優監査法人  
宝印刷株式会社

### 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。