ホリスティック企業レポート
ヘッドウォーターズ
4011 東証マザーズ

ベーシック・レポート
2021年11月5日発行

一般社団法人　証券リサーチセンター

Stock Research Center

証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20211102

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

AI や IT 技術を用いたシステム開発や関連サービスを提供
高利益率サービスの構成比上昇等を想定し、22 年 12 月期以降の業績回復を予想

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

1. 会社概要

・ヘッドウォータース（以下、同社）は、複雑な AI 導入プロセスをワンストップで提供する AI ソリューション事業を展開している。

・AI を活用した IT システム開発を行う AI インテグレーションサービス（以下、AI インテグレーション）、AI を活用せずに IT システム開発を行う DX サービス（以下、DX）、自社 AI 製品等を提供するプロダクトサービス、開発したシステムの改善、保守を行う OPS サービスを提供している。

2. 財務面の分析

・17/12 期から 20/12 期までの期間では、利益率が高い AI インテグレーションの売上高構成比の上昇等により、売上高は年平均 7.7%の増加ながら、経常利益は同 99.8%増加した。

・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、顧客の IT システムやニーズに対応したサービス提供体制にある。

4. 経営戦略の分析

・同社は、AI 化の加速による既存事業の拡大、外部リソースの活用による収益源の多様化、ストック売上比率の向上による収益基盤の強化、新たな収益源の確保による AI 実用化時代への対応を成長戦略としている。

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、21/12 期の業績について、DX を中心とした売上高の落込みや人件費等の増加により、大幅減益となった上期実績等を踏まえて、会社計画並みの 0.5%減収、55.1%営業減益と予想した。

・当センターでは、コンサルティングチームの増員等の営業力の強化に伴う売上高の増加や、AI インテグレーションの売上高構成比の上昇による売上総利益率の上昇等を想定し、22/12 期は前期比 12.3%増収、43.4%営業増益、23/12 期は同 11.3%増収、33.9%営業増益を予想している。

【主要指標】

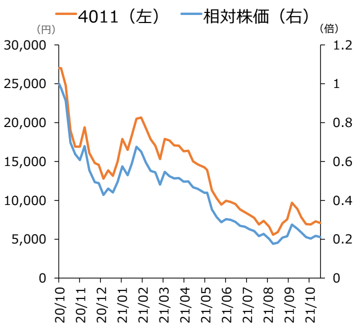
	2021/10/29
株価 （円）	7,100
発行済株式数 （株）	936,200
時価総額 （百万円）	6,647

	前期実績	今期予想	来期予想
PER （倍）	39.3	276.1	89.4
PBR （倍）	8.7	8.3	7.6
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 （%）	-11.4	2.9	-58.0
対TOPIX （%）	-10.1	-2.2	-66.8

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2020/10/2

【 4011 ヘッドウォータース 業種：情報・通信業 】

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)
2019/12	1,067	14.3	120	165.4	121	136.3	100	130.4	121.7	465.0	0.0
2020/12	1,153	8.0	169	40.6	155	28.4	153	52.9	180.5	819.8	0.0
2021/12 CE	1,154	0.1	75	-55.5	77	-50.4	23	-84.9	24.9	-	0.0
2021/12 E	1,147	-0.5	76	-55.1	78	-49.9	24	-84.3	25.7	851.7	0.0
2022/12 E	1,288	12.3	109	43.4	109	39.9	74	208.9	79.4	931.1	0.0
2023/12 E	1,433	11.3	146	33.9	146	33.9	100	34.6	106.9	1,038.0	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。20年6月16日付で1：200の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

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。

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

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。

1. 会社概要

＞ 事業内容

◆ AI や IT 技術を用いたシステム開発や関連サービスを提供

ヘッドウォータース（以下、同社）は、顧客企業の業務改善、経営課題の解決のため、AI をどこに、どのように、どうやって活用するのかを追求し、複雑な導入プロセスをワンストップで提供する「AI ソリューション事業」を展開している。

同社は、創業後しばらくは、エンジニアの派遣や請負の形態で業務システムに係るソフトウェア開発を行っていたが、ソフトバンクグループ（9984 東証一部）が開発した人型ロボット Pepper 向けのアプリケーション開発を 14 年から開始したことが事業転換の契機となった。その後、AI の研究や AI のロボットへの実装に取り組んだことで、現在は幅広い顧客の業務システムやスーパーシティ構想[注 1] の実現に向けた各種機器等に AI を利用したソリューションを提供している。

（注 1）スーパーシティ構想とは、特定の区域内に AI 等の先端技術を実装した「スーパーシティ」を設立することを目指す、内閣府が主導する構想である。

AI ソリューション事業は、顧客の経営課題を AI や IT 技術を用いたシステム開発を通して解決するインテグレーションサービスと、インテグレーションサービスで開発したシステムの改善、保守を行う OPS サービス（以下、OPS）に大別される。

インテグレーションサービスは、更に、AI を活用してシステムを開発する AI インテグレーションサービス（以下、AI インテグレーション）、AI を活用せずにシステムを開発する DX（デジタルトランスフォーメーション）サービス（以下、DX）、自社 AI 製品や他社クラウドサービス等を提供するプロダクトサービス（以下、プロダクト）に区分されている。20/12 期におけるサービス別売上高構成比は、DX49.9%、AI インテグレーション 35.0%、OPS8.8%、プロダクト 6.3%であった（図表 1）。

【 図表 1 】サービス別売上高の推移

サービス別	18/12期		19/12期		20/12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（%）
AIインテグレーション	115	12.3	303	28.5	403	35.0
DX	664	71.2	573	53.7	575	49.9
プロダクト	45	4.9	46	4.4	72	6.3
OPS	108	11.6	144	13.5	101	8.8
合計	933	100.0	1,067	100.0	1,153	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）ヘッドウォータース有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

AI を使ったシステムに対する需要の拡大に対応して、同社では AI の

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。

学習と実務の経験を積み、同社の AI ソリューションを提供する能力があると認定した「AI 人材」の育成を強化しており、DX から AI インテグレーションへの事業転換が進行している。

（1） AI インテグレーション
AI インテグレーションでは、AI を業務で利用するための顧客業務の分析から始まり、AI の選定、学習モデルの構築等のアセスメント、Proof of Concept（PoC）と呼ばれる実証実験、AI を組み込んだシステム開発までを提供している。OPS で手掛けている保守、運用、追加学習を合わせてワンストップでサービスを提供している。

同社は、顧客の要望に応じて、Microsoft や Google 等の AI プラットフォーマーが提供する AI エンジン（アルゴリズム）を活用した学習モデルを短期、かつ、低コストで生成するほか、AI プラットフォーマーが提供する顔認識機能や自然言語解析機能等を組み込んだソリューションも提供している。

同社は、公開されている既存技術や過去に自社で生成した学習モデル等を組み合わせてシステムを開発している。また、顧客がシステムを十分活用できるように、AI と連携する管理画面や Web アプリケーション等の周辺システムも開発している。

（2） DX
AI 活用の前提となる業務のデジタル化が遅れている顧客に対しては、DX 支援サービスを実施している。具体的には、顧客の業務分析、DX 計画の策定、将来の AI 利用を視野に入れたシステム開発、データの蓄積及び解析等のサービスを顧客の要望に応じて提供している。

サービス事例としては、Microsoft の Power Platform 注2 を利用したカスタムアプリの開発や、アナログからデジタルへの業務・サービス変換への対応、オンプレミスからクラウドサービスへの移行等が挙げられる。

（注 2）Power Platform とは、Microsoft が提供するクラウドサービスであり、ニーズに合った業務アプリケーションを簡単に開発、運用できるサービスである。

（3） プロダクト
プロダクトでは、自社開発した「SyncLect」や「Pocket Work Mate」等を顧客の要望に応じてカスタマイズして、月額課金で提供しているまた、他社のクラウドサービス等も代理店として顧客に提供している。

SyncLect は、AI ソリューションの開発を短納期、低コストで行うための社内向けマルチ AI 注3 プラットフォームである。SyncLect の活用により、AI と各種デバイスを連動させたり、Web システムやスマートフォンに AI 機能を簡単に組み込んだりすることが出来る。Amazon

（注 3）マルチ AI とは、複数の AI エンジンを組み合わせて利用することを言う。

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。

（注 4）マルチクラウドとは、AWS（Amazon Web Services）や Microsoft Azure 等、複数のクラウドサービスを組み合わせて利用することを言う。

や Microsoft 等がクラウド上で提供している AI 機能を評価し、適切なものをスイッチングして顧客に提供するマルチクラウド注 4 機能も備えている。

Pocket Work Mate は、販売・接客ノウハウを伝える従業員教育用クラウドサービスであり、小売業を中心に多くの店舗で利用されている。業務マニュアル等の動画コンテンツを AI が読み取り、現場の状況に即したコンテンツを自動再生するほか、日本語の動画から英語、中国語、韓国語等の字幕の自動生成や自動翻訳機能等を備えており、外国人労働者に対する教育もサポートしている。

（4） OPS

OPS では、AI インテグレーション及び DX で開発したシステムの改善、保守を月額課金方式で行っている。開発案件の約 8 割が OPS 契約を締結している模様である。DX のシステム運用に加えて、AI インテグレーションで開発したシステムについては、AI の追加学習をサポートしている。

◆ 期毎では特定顧客への依存度が高いものの、継続的な依存先は少ない

同社は、同規模のシステムインテグレーター（以下、SIer）とは異なり、元請案件を中心に案件を受託している。21/12 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）の商流別売上高構成比は、元請 75.8%、下請 24.2%（うち、一次 19.8%、二次 2.2%、三次 2.2%）である。

同社の主要顧客としては、金融決済サービスを手掛けるインフキュリオン（東京都千代田区）、プロパティエージェント（3464 東証一部）、日本航空（9201 東証一部）の情報システム子会社である JAL インフォテック、ニチリウ永瀬（福岡市博多区）等が挙げられる（図表 2）。

【 図表 2 】相手先別売上高の推移

相手先	2018/12期		2019/12期		2020/12期	
	金額（百万円）	割合（%）	金額（百万円）	割合（%）	金額（百万円）	割合（%）
JALインフォテック	164	17.6	88	8.3	–	–
インフォキュリオン	125	13.4	257	24.1	91	8.0
ニチリウ永瀬	–	–	249	23.4	26	2.3
プロパティエージェント	–	–	–	–	209	18.1

（注）インフォキュリオンの数値は、商号変更前のインフキュリオンデジタルとの取引を含む
（出所）ヘッドウォータース有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

各期の売上高に占める上位顧客への依存度は高いものの、インテグレーションサービスでの大口案件が売上計上されたことによるもので

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。

あり、継続的に大きな取引を発注するロイヤルクライアントは少ない。

Pocket Work Mate の主要顧客としては、パン・パシフィック・インターナショナルホールディングス（7532 東証一部）傘下のドン・キホーテやヴィレッジヴァンガードコーポレーション（2769 東証 JQS）等が挙げられる。SyncLect の主要顧客としては、登録食材からお勧めメニューを提案するアプリ「うちレピ」を展開するサッポロホールディングス（2501 東証一部）等が挙げられる。

＞ ビジネスモデル

◆ ストック売上比率の上昇を目指している

同社のサービスは、フロー売上である AI インテグレーションと DX、ストック売上であるプロダクトと OPS によって構成されている。AI インテグレーションと DX において開発した案件の大半は、運用保守契約を結び、OPS として取引が継続することや、プロダクトの販売強化を図ることにより、同社はストック売上比率の上昇を目指している。具体的には、20/12 期に 15.1%であった同比率を 26/12 期までに 50%に引上げたいとしている。

◆ 高利益率サービスの構成比の上昇により、過去 2 期の売上総利益率が上昇した

売上原価明細書を見ると、最も大きい原価項目は、DX や OPS の外注先協力会社や、クラウドサービスやライセンス等の仕入先に支払われる外注加工費であり、20/12 期の売上高外注加工費率は 33.6%であった。次に大きい原価項目は、技術者（生産人員）に支払われる労務費であり、20/12 期の売上高労務費率は 18.2%であった。地代家賃等の経費は売上高比で 0.9%であり、各項目を合計した原価率は 52.5%と同規模の SIer に比べて低い水準にある。

同社の売上総利益率は、18/12 期の 38.4%から 20/12 期には 47.5%に上昇した。相対的に利益率が低い DX の売上高構成比が低下し、高利益率を確保しやすい AI インテグレーションの構成比が上昇したためと推測される。

サービス別の売上総利益率については、AI インテグレーションは、外注依存度が低く、自社の生産人員を中心にサービスを提供しているため、概ね 50～60%と高い。但し、新規技術に係る案件が増加し、人手が必要になる局面では、DX や OPS から生産人員を移して対応するため、利益率が低下する傾向がある。

協力会社に対する外注依存度が高い DX の売上総利益率は、概ね 35～45%と相対的に低い水準となっている。利益率の変動は、主に不採

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。

算案件の有無や、外注加工費の調整の巧拙等によるものと見られる。

プロダクトの売上総利益率は、概ね 15～40%の間で推移している。自社サービスと他社サービスの間で利益率の格差が大きく、両者の売上高構成比の変動が利益率に大きな影響を与えている。

OPS の売上総利益率は、概ね 40～55%を確保している。インフラ保守の生産人員は安定的な配置となっているが、アプリケーション保守では、DX や AI インテグレーションとの間で生産人員を融通していることが利益率の変動に影響している模様である。

20/12 期の販売費及び一般管理費（以下、販管費）は 378 百万円であった。主要項目別では、給料手当 131 百万円、役員報酬 62 百万円、研究開発費 8 百万円、減価償却費 5 百万円であり、固定費が主体となっている。

同社は、経営指標として、ストック売上比率に加え、実施案件数、実施案件数のサービス別構成比、サービス別アライアンス戦略関連売上高を重視している（図表 3）。

【 図表 3 】経営指標の推移

経営指標	サービス	19/12期	20/12期
実施案件数（件）		465	397
同サービス別構成比	AI	9.2%	19.6%
	DX	54.2%	42.8%
	プロダクト	11.0%	15.6%
	OPS	25.6%	21.9%
アライアンス戦略関連売上高（百万円）	AI	10.8	23.0
	DX	1.7	10.3
	プロダクト	−	2.0
フロー売上比率		82.1%	84.9%
ストック売上比率		17.9%	15.1%

（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）ヘッドウォーター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、①市場で存在感があるパートナーとの連携、②パートナーサービスの付加価値向上、③パートナーと共同での顧客へのサービス提供という 3 つの形態でアライアンス戦略を推進しており、アライアンス戦略関連売上高の拡大を通じた収益源の多様化に取り組んでいる。

①の相手先としては、医療法人桜十字グループやブランディングテクノロジー（7067 東証マザーズ）等が挙げられる。②の相手先としては、Ｍａｃｂｅｅ Ｐｌａｎｅｔ（7095 東証マザーズ）、サイバーセ

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。

キュリティクラウド（4493 東証マザーズ）等が挙げられる。③の相手先としては、東京海上ホールディングス（8766 東証一部）のグループ会社である東京海上日動リスクコンサルティング等が挙げられる。

同社は、四半期の経営指標として、新規顧客数・既存顧客数、期末生産人員数・非生産人員数、サービス別実施案件数等を開示している（図表 4）。21/12 期第 2 四半期においては、生産人員の採用を強化した。実施案件数については、減少傾向にあった DX が、21/12 期第 2 四半期において前四半期比増加に転じている。

【 図表 4 】四半期経営指標の推移

経営指標	サービス	20/12期				21/12期	
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
既存顧客数（社）		51	59	56	64	63	68
新規顧客数（社）		13	8	11	5	5	9
合計（社）		64	67	67	69	68	77
期末生産人員数（名）		59	63	63	65	67	76
期末非生産人員数（名）		10	10	10	10	10	12
合計（名）		69	73	73	75	77	88
実施案件数（件）		183	159	149	166	145	172
	AI	24	27	23	27	24	33
	DX	64	51	44	42	27	41
	プロダクト	25	21	27	45	41	43
	OPS	70	60	55	52	53	55

（注）期末生産人員数は契約社員を含む。四半期の実施案件数は期を跨いでいるものもあるため、20/12 期の四半期数値の合計は図表 3 の年度の数値とは一致しない。
（出所）ヘッドウォータース決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

＞ 業界環境と競合

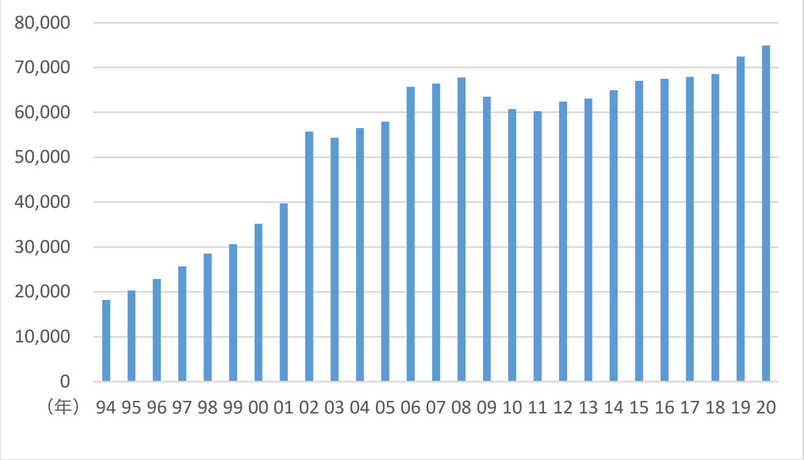
◆ 国内情報サービス市場は増加基調で推移している

同社が属する国内情報サービス業の市場規模は、経済産業省の特定サービス産業動態統計調査によれば、20 年で 12 兆 9,102 億円（前年比 0.4%増）に達している。その中でも、同社の事業の柱である受注ソフトウェア市場（システムインテグレーションを含む）は 7 兆 4,923 億円と情報サービス市場の中核を占めている（図表 5）。

受注ソフトウェア市場は、調査が開始された 94 年当時は 1 兆 8,189 億円に過ぎなかったが、情報化投資の急速な拡大を背景に、前回のピークを記録した 08 年には 6 兆 7,814 億円に達した。リーマンショック後の国内企業による IT 投資の削減を受けて、同市場は 11 年には 6 兆 253 億円にまで落ち込んだが、企業業績の回復や、クラウド、AI 等の技術革新に伴って、12 年以降は増加基調が続いている。

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。

【 図表 5 】受注ソフトウェア市場規模の推移 （単位：億円）



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

◆ 国内 AI 市場は高成長が予想されている

富士キメラ総研が実施した「2020 人工知能ビジネス総調査」によれば、国内 AI ビジネスの市場規模は 1 兆 1,084 億円（前年度比 15.4%増）に達したと推測されている。今後も、DX を実現するための要素技術としての AI の導入が進むとの想定の下、市場規模は 25 年度には 1 兆 9,357 億円に拡大すると予想されている。

◆ 国内 AI 市場では多くの新興上場企業が誕生している

世界の AI 市場では、米国の大手 IT 企業である Alphabet（Google）、Amazon、Apple、Facebook、Microsoft、IBM 等のほか、中国のアリババ、テンセント、バイドゥ等がしのぎを削っている。日本においても、国内 AI 特許出願のほとんどは、日本電信電話（9432 東証一部）等の大手通信会社や、富士通（6702 東証一部）等の大手総合電機メーカー、ファナック（6954 東証一部）、トヨタ自動車（7203 東証一部）等の大企業によって占められている。

大企業の存在感が強い国内 AI 市場ではあるが、近年では、AI を事業の中心に据えて創業する企業や、AI ビジネスに進出する企業が数多く出現している。AI の活用が進んでいる分野としては、画像認識、音声認識、自然言語処理等が挙げられるが、AI ビジネスを展開するスタートアップ企業は、画像認識等の分野や技術に特化したプロダクトやサービスを中心に提供する企業（以下、分野特化型企業）、データ解析やコンサルティングサービスを中心に提供する企業（以下、データ解析・コンサル型企業）、AI を使ったアルゴリズムやシステム等を複数の分野で開発、提供する企業（以下、総合型企業）に大別され、近年、多くの新興上場企業が誕生している。

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。

分野特化型企業としては、画像認識分野では、モルフォ（3653 東証マザーズ）、AI Inside（4488 東証マザーズ）、ニューラルポケット（4056 東証マザーズ）等が挙げられる。音声認識分野では、アドバンスト・メディア（3773 東証マザーズ）、メタリアル（6182 東証マザーズ、旧ロゼッタ）等が挙げられる。自然言語処理分野では、ＦＲＯＮＴＥＯ（2158 東証マザーズ）が挙げられる。

データ解析・コンサル型企業としては、ブレインパッド（3655 東証一部）、ALBERT（3906 東証マザーズ）、テクノスデータサイエンス・エンジニアリング（7046 東証マザーズ）等が挙げられる。

◆ 総合型の新興上場企業には有力な競合先は見当たらない

総合型企業としては、ＰＫＳＨＡ Ｔｅｃｈｎｏｌｏｇｙ（3993 東証マザーズ）やＨＥＲＯＺ（4382 東証一部）、同社等が挙げられる。

ＰＫＳＨＡ Ｔｅｃｈｎｏｌｏｇｙ（12 年設立、17 年上場）は、Cloud Intelligence 事業（20/9 期売上高構成比 29.3%）と Mobility & MaaS 事業（同 70.7%）を展開している。Cloud Intelligence 事業では、デジタル空間上で行われる処理を知能化させていく領域において、アルゴリズムモジュールやアルゴリズムソフトウェア「ＢＥＤＯＲＥ」（チャット対応・FAQ 対応の自動化ソリューション）や「ＣＥＬＬＯＲ」（機械学習を用いた CRM ソリューション）の販売等を行っている。

Mobility & MaaS 事業では、SmartCity 化に向けたリアル空間のオペレーションを知能化させていく領域において、画像/映像解析に関わるアルゴリズムモジュールやアルゴリズムソフトウェア「ＨＲＵＳ」の販売を行っている。但し、同事業の売上高の中心は、19 年 7 月に買収したアイドア（現アイテック）の駐車場機器の製造販売及び駐車場管理運営事業と推測される。

ＰＫＳＨＡ Ｔｅｃｈｎｏｌｏｇｙの事業の主体は、個別プロジェクトによる AI システム開発ではなく、開発済みのアルゴリズムモジュール（テキスト理解、対話、画像/映像解析、推薦、予測、異常検知、強化学習等）やアルゴリズムソフトウェア（売上高には継続収入であるライセンス料だけでなく、初期設定料も含まれている）の提供であることや、買収した駐車場関連事業の売上高構成比が高いことから、同社と激しく競合している状況にはないと考えられる。

ＨＥＲＯＺ（09 年設立、18 年上場）は、AI（B to B）サービス（21/4 期売上高構成比約 44%）と AI（B to C）サービス（同約 56%）を提供している。AI（B to B）サービスでは、様々な事業会社に対して

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。

AI システムを構築、提供している。特に、金融、建設、エンターテインメント（ゲーム）を重点領域としており、開発済みの機能別エンジン（頭脳ゲーム、予測、分類、異常検知、経路最適化、配置最適化、文章処理、最適解検索、ゲーム開発、画像認識等）をカスタマイズしたり、組み合わせたりして顧客に提供している（売上高は、初期設定フィーと月次継続フィーで構成されている）。ＨＥＲＯＺは、自社 AI エンジンを統合したプラットフォームを「ＨＥＲＯＺ Ｋｉｓｈｉｎ」と名付けている。

AI（B to C）サービスでは、Google や Apple 等のプラットフォーマーを通じて一般消費者向けにゲームアプリを提供しており、主力アプリである「将棋ウォーズ」は会員数 600 万人以上を誇る世界最大のスマートフォン将棋アプリとなっている。同社が手掛けていない B to C サービスを提供していることや、B to B サービスでも重点業種を絞っていること等から、ＨＥＲＯＺと同社についても、競合状況はあまり激しくない模様である。

また、同社は、AI エンジン開発を主戦場とせず、顧客にとって最適な他社製 AI エンジンを選択、提供していることから、ＨＥＲＯＺやＰＫＳＨＡ Ｔｅｃｈｎｏｌｏｇｙとは異なるポジションに位置していると証券リサーチセンター（以下、当センター）では考えている。

＞沿革・経営理念・株主

◆ 05 年に篠田氏が経営する会社の子会社として設立された

同社は、05 年 11 月、東京都新宿区にソフトウェア開発を目的とするスマートビジョンテクノロジーとして、現代表取締役である篠田庸介氏が代表取締役会長を務めていたジャパンエデュケーションキャピタル（現スマートビジョン）の子会社として設立された（07 年にヘッドウォータースに商号が変更された）。

同社は、07 年に株式移動によりエンジニア派遣等を手掛けるバリストライドの子会社となったが、08 年、篠田代表取締役への第三者割当増資を実施し、バリストライドから独立した。創業当初は、元請先から受注した客先常駐型の技術者派遣や受託開発を中心に展開し、システム開発の経験や顧客業務の知識を蓄積した。

◆ 14 年から AI の研究を開始した

14 年からは、人型ロボット向けアプリケーション開発を開始すると共に、ロボットの高機能化を目指して、AI の研究とロボットへの実装を始めたことから、他社に先駆けて AI ソリューション開発の知見を得ることに成功した。同社は、その後、下請型から元請型へ、労働集約型から知識集約型へとビジネスモデルの転換を進めている。

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。

15 年 1 月には、ソフトバンクグループが開発した Pepper のアプリサービスを開始すると共に、自社開発のプロダクトサービスである Pocket Work Mate の提供を開始した。

18 年 1 月には、自社の AI ソリューション開発用の社内向けプラットフォームである SyncLect を開発し、AI インテグレーションにおける短納期や低コスト開発の基盤を構築した。

20 年 9 月、同社は東京証券取引所マザーズ市場に上場した。

◆ 経営理念

同社は、「高度な IT ナレッジを駆使して事業を開拓・推進する、新しいタイプのエンジニアを現代日本に輩出する」という基本理念のもと、「エンジニアからビジネスパーソンへ」というミッションを掲げている。社名である Headwaters は、源流を意味しており、日本の IT 業界における変革の源流となりたいという想いが込められている。

◆ 株主

21/12 期第 2 四半期報告書に記載されている株主の状況は図表 6 の通りである。21 年 6 月末時点において、筆頭株主である篠田代表取締役が発行済株式総数の 52.3%を保有している。その他の大株主には、ベンチャーキャピタル、業務提携先、取引先、金融機関、機関投資家、個人投資家等が名を連ねているが、2 位以下の株主の保有比率は低く、大株主上位 10 名の保有比率は 64.0%までにしか上昇しない。

【 図表 6 】大株主の状況

株主（敬称略）	21年6月末時点			備考
	株数（株）	割合	順位	
篠田庸介	483,800	52.3%	1	代表取締役
プライムロック1号投資事業有限責任組合	23,000	2.5%	2	
プライムロック2号投資事業有限責任組合	23,000	2.5%	3	
株式会社チェンジ	16,400	1.8%	4	業務提携先
JPMBL RE NOMURA INTERNATIONAL PLC 1COLL EQUITY （常任代理人　株式会社三菱UFJ銀行）	9,500	1.0%	5	
BCホールディングス株式会社	8,200	0.9%	6	業務提携先
株式会社ＲＯＢＯＴ　ＰＡＹＭＥＮＴ	8,000	0.9%	7	取引先
大和証券株式会社	7,200	0.8%	8	
山崎哲靖	6,500	0.7%	9	
本間有一	6,200	0.7%	10	
（大株主上位10位）	591,800	64.0%	-	
発行済株式総数	924,800	100.0%	-	

（出所）ヘッドウォータース 21/12 期第 2 四半期報告書より証券リサーチセンター作成

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。

2. 財務面の分析

＞ 過去の業績推移

◆ **過去の業績**

同社の業績は設立 11 期目となる 15/12 期以降の数値が開示されている。16/12 期までは、下請案件を中心に、主に利益率の低い受託開発を手掛けていたが、15/12 期と 16/12 期は、不採算案件の発生もあり、経常損失を計上した（図表 7）。

【 図表 7 】ヘッドウォータースの業績推移　（単位：百万円）

	15/12期	16/12期	17/12期	18/12期	19/12期	20/12期
売上高	1,005	830	922	933	1,067	1,153
売上総利益	—	—	—	358	484	547
売上総利益率	—	—	—	38.4%	45.4%	47.5%
販売費及び一般管理費	—	—	—	313	364	378
販管費率	—	—	—	33.5%	34.1%	32.8%
営業利益	—	—	—	45	120	169
営業利益率	—	—	—	4.9%	11.3%	14.7%
経常利益	-91	-129	19	51	121	155
経常利益率	—	—	2.1%	5.5%	11.4%	13.5%
当期純利益	-106	-129	17	43	100	153
従業員数（期末、名）	100	79	74	71	70	75

（注）15/12 期から 17/12 期までは未監査
（出所）ヘッドウォータース有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

15 年 1 月に開始した Pepper サービスや Pocket Work Mate サービスが評価されたことを受けて、同社は元請による AI ビジネスの推進へと舵を切った。ビジネスモデルの転換に伴い、変化への対応を嫌う技術者が離職したため、16/12 期末の従業員数は前期末比 21 名減の 79 名となった。17/12 期は、AI インテグレーションの拡大による収益性の改善や人件費の減少により、経常黒字に転換した。18/12 期は、従業員の減少により、増収幅は小幅であったものの、AI インテグレーションの売上高構成比が更に上昇し、大幅な経常増益となった。

17/12 期から 20/12 期まででは、売上高は年平均 7.7%増、経常利益は同 99.8%増となった。

◆ **20 年 12 月期決算は前期比 8%増収、41%営業増益**

20/12 期決算は、売上高が前期比 8.0%増の 1,153 百万円、営業利益が同 40.6%増の 169 百万円、経常利益が同 28.4%増の 155 百万円、当期純利益が同 52.9%増の 153 百万円となった（図表 8）。

サービス別売上高については、AI インテグレーションは、顧客数の拡大等により、前期比 32.8%増加した。顔認証プラットフォームの開発や AI とサーモグラフィを使ったサービスの開発等が貢献した。

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。

【 図表 8 】20 年 12 月期業績

（単位：百万円）

	サービス別	19/12期	20/12期							
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率
売上高		1,067	274	314	588	301	263	564	1,153	8.0%
	AIインテグレーション	303	65	110	175	119	109	228	403	32.8%
	DX	573	157	163	320	142	112	255	575	0.5%
	プロダクト	46	14	19	33	17	20	38	72	55.0%
	OPS	144	37	21	59	21	21	42	101	-29.5%
売上総利益		484	143	164	307	135	104	240	547	13.0%
売上総利益率		45.4%	52.2%	52.4%	52.3%	45.1%	39.6%	42.5%	47.5%	–
販売費及び一般管理費		364	85	88	173	103	101	204	378	3.9%
販管費率		34.1%	31.1%	28.1%	29.5%	34.3%	38.6%	36.3%	32.8%	–
営業利益		120	58	76	134	32	2	35	169	40.6%
営業利益率		11.3%	21.1%	24.3%	22.8%	10.8%	1.0%	6.2%	14.7%	–
経常利益		121	–	–	131	21	2	23	155	28.4%
経常利益率		11.4%	–	–	22.4%	7.0%	1.1%	4.2%	13.5%	–
当期（四半期）純利益		100	–	–	110	18	24	42	153	52.9%

（注）20/12 期第 1 四半期は四半期財務諸表を作成していないため、1Q と 2Q は参考数値
（出所）ヘッドウォータース決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

DX は、採算が良い AI インテグレーションの拡大を優先したため、前期比 0.5%の増加にとどまった。マイクロソフトとの連携強化に伴い、Power Platform 案件が増加した。プロダクトは、SyncLect の伸び悩みを Pocket Work Mate の新規受注等で補い、同 55.0%増加した。OPS は、期初に不採算案件の整理を行ったことから契約数が減少したため、同 29.5%減少した。

売上総利益率は、利益率が高い AI インテグレーションの売上高構成比が上昇したため、前期の 45.4%から 47.5%に上昇した。売上高の拡大に対応して協力会社のエンジニアを増員したため、売上高外注加工費率は前期の 32.2%から 33.6%に上昇したものの、自社エンジニアの増員が小規模にとどまったため、売上高労務費率が前期の 20.8%から 18.2%に低下した。売上高経費率も前期の 1.5%から 0.9%に低下した。

一方、役員報酬（前期比 2 百万円減）等が減少したものの、給料手当（同 16 百万円増）、教育関連費用等の増加や上場関連費用の計上により、販管費は前期比 14 百万円増加した。販管費の伸びが増収率を下回ったため、販管費率は前期の 34.1%から 32.8%に低下した。結果、営業利益率は前期の 11.3%から 14.7%に上昇した。また、上場関連費用 13 百万円が営業外費用として計上された。

なお、同社は、16/12 期まで当期純損失が続いていたため、税務上の繰越欠損金を有している。19/12 期までは、税務上の繰越欠損金に係る評価性引当額が計上されていたため、法人税等の負担率については、

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。

18/12 期が 15.3%、19/12 期が 17.3%となっていた。20/12 期については、評価性引当額の減少に伴う法人税等調整額（繰延税金資産）の計上により、法人税等の負担率が 1.7%となったため、当期純利益の増益率は経常利益の増益率を大幅に上回った。

◆ 売上高は計画を上回ったものの、営業利益は計画を下回った

上場日である 20 年 9 月 29 日に公表された 20/12 期計画に対する達成率は、売上高が 101.6%、営業利益は 92.0%、経常利益は 90.4%、当期純利益は 110.2%であった。

サービス別売上高の達成率は、DX が 95.1%、OPS が 92.1%と計画を下回ったものの、AI インテグレーションが 114.0%、プロダクトが 112.3%と計画を上回った。売上高は計画を上回ったものの、売上総利益率が計画の 47.7%を 0.2%ポイント下回ったため、売上総利益の計画超過額は 6 百万円にとどまった。販管費は、第 3 四半期以降に中・長期戦略に向けた先行投資を実施したことに伴い、計画を 21 百万円上回ったため、営業利益は計画を 14 百万円下回った。

◆ 21 年 12 月期上期決算は 5%減収、75%営業減益

21/12 期上期決算は、売上高が前年同期比 5.0%減の 559 百万円、営業利益が同 74.8%減の 33 百万円、経常利益が同 73.0%減の 35 百万円、四半期純損失が 5 百万円（前年同期は 110 百万円の利益）となった（図表 9）。

【 図表 9 】21 年 12 月期上期業績 （単位：百万円）

	サービス別	20/12期			21/12期					
		上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率	上期計画	達成率
売上高		588	564	1,153	277	282	559	-5.0%	614	91.0%
	AIインテグレーション	175	228	403	132	101	234	33.4%	233	100.3%
	DX	320	255	575	95	126	222	-30.6%	285	77.9%
	プロダクト	33	38	72	14	14	28	-15.0%	46	62.4%
	OPS	59	42	101	34	39	73	25.0%	49	149.4%
売上総利益		307	240	547	118	121	240	-21.9%	–	–
売上総利益率		52.3%	42.5%	47.5%	42.9%	43.2%	43.0%	–	–	–
販売費及び一般管理費		173	204	378	101	104	206	19.1%	–	–
販管費率		29.5%	36.3%	32.8%	36.8%	37.1%	37.0%	–	–	–
営業利益		134	35	169	16	16	33	-74.8%	84	39.8%
営業利益率		22.8%	6.2%	14.7%	6.1%	6.0%	6.1%	–	13.8%	–
経常利益		131	23	155	17	18	35	-73.0%	84	41.9%
経常利益率		22.4%	4.2%	13.5%	6.2%	6.6%	6.4%	–	13.8%	–
当期（四半期）純利益		110	42	153	11	-17	-5	–	61	–

（出所）ヘッドウォータース決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

サービス別売上高では、需要拡大に対応し、DX から生産人員をシフ

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。

トしたことから、AI インテグレーションは前年同期比 33.4%増加した。特に、カメラやセンサー等、IoT デバイスを利用した案件が増えた模様である。一方、DX については、Microsoft の Power Platform 等を利用した効率化案件や自動化案件等の中小型案件は堅調であったものの、新型コロナウイルス問題の影響等により、商談中だった新規顧客からの開発案件が受注に至らなかったため、同 30.6%減少した。

プロダクトは、年間契約の一部で解約が発生したため、前年同期比 15.0%減少した。OPS は、開発フェーズから保守フェーズに移行した案件の増加やシステム増強案件の貢献等により、同 25.0%増加した。

売上総利益率は、前年同期の 52.3%から 43.0%に低下した。利益率が高い AI インテグレーションの売上高構成比は上昇したものの、プロダクトを除く各サービスにおいて、利益率が低下した。AI インテグレーションは、売上高は増加したものの、無人店舗案件や顔認証案件等、新技術領域での開発の増加に伴い、人手を要する工程が拡大し、労務費や外注加工費の増加の影響が大きかった。DX は、売上高の減少に加え、不採算案件の発生が影響した。OPS は、売上高は増加したものの、システム改修に対応するための労務費の増加の影響が大きかった。なお、21/12 期上期末の生産人員は、前上期末 63 名から 76 名に増加した。

一方、販管費は、前年同期の 173 百万円から 206 百万円に増加した。給与手当が同 60 百万円から 74 百万円に増えたほか、上場維持費用等の負担が新たに加わったためである。なお、21/12 期上期末の非生産人員は、前上期末の 10 名から 12 名に増加した。

また、保有する非上場株式 1 銘柄について、取得価額に比べて評価が著しく下落したため、減損処理による投資有価証券評価損 30 百万円を特別損失に計上した結果、当期純損益は損失となった。

上期計画に対する達成率は、売上高 91.0%、営業利益 39.8%であった。

売上高の計画達成率をサービス別に見ると、AI インテグレーションは 100.3%と計画通りとなったものの、新型コロナウイルス問題の影響等により、想定ほどには新規顧客が開拓できなかった DX は 77.9%にとどまり、計画未達の主因となった。プロダクトは、新型コロナウイルス問題の影響を受けた顧客の店舗縮小に伴い、Pocket Work Mate の利用料が想定を下回ったため、62.4%となった。OPS は、期中での顧客からの機能追加等の要請が多かったため、149.4%と計画を大幅に上回った。

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。

営業利益の計画未達については、売上高の未達に加え、新技術領域での開発増加に伴い、外注加工費が想定を上回ったことが主因である。

＞ 他社との比較

◆ 複数の分野で AI システム構築・運用や AI アルゴリズムの販売を行う企業と比較

当センターでは、複数分野において、AI システムの構築、運用や AI アルゴリズムの販売を中心に展開する企業を比較対象として選定した。具体的には、ＰＡＫＳＨＡ Ｔｅｃｈｎｏｌｏｇｙ、ＨＥＲＯＺである（図表 10）。

【 図表 10 】類似企業との財務指標比較

項目		銘柄	ヘッドウォータース	ＰＫＳＨＡ Ｔｅｃｈｎｏｌｏｇｙ	ＨＥＲＯＺ
		コード	4011	3993	4382
		直近決算期	20/12期	20/9期	21/4期
規模	売上高	百万円	1,153	7,393	1,556
	経常利益	百万円	155	602	285
	総資産	百万円	936	31,904	6,546
収益性	自己資本利益率	%	26.9	6.5	3.3
	総資産経常利益率	%	20.8	1.9	4.4
	売上高営業利益率	%	14.7	8.6	18.9
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	7.7	99.3	10.5
	経常利益（同上）	%	99.8	16.2	-5.5
	総資産（同上）	%	30.0	76.0	55.3
安全性	自己資本比率	%	80.7	86.0	97.8
	流動比率	%	496.6	1,188.5	4,032.5
	固定長期適合率	%	5.4	19.2	11.4

（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、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産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）、
（出所）ヘッドウォーター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、19 年に巨額な公募増資を行い、大型買収を実施したＰＫＳＨＡ Ｔｅｃｈｎｏｌｏｇｙが、全ての項目で他社を大きく上回る。また、19 年に公募増資を実施したＨＥＲＯＺが、全ての項目で 2 位に位置している。同社の数値は全ての項目で 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、増資資金の大半が現金及び預金に残っているＨＥＲＯＺが、自己資本比率と流動比率で 1 位、固定長期適合率で 2 位と最も良好である。ＰＫＳＨＡ Ｔｅｃｈｎｏｌｏｇｙについても、19 年に調達資金の一部しか買収に充てていないため、自己資本

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。

比率と流動比率で 2 位に位置している。同社は、固定長期適合率で 1 位ではあるが、自己資本比率と流動比率では 3 位であり、相対的な優位性は認められない。しかし、同社についても、各項目の絶対的な水準はかなり良好であり、財務体質は健全であると言えよう。

一方、収益性では、資産規模が小さいことがプラスに働き、自己資本比率と総資産経常利益率で 1 位、売上高営業利益率で 2 位に位置する同社が最も良好である。

成長性の評価に際しては、他社は大型の公募増資を実施した影響が大きく、総資産の成長率は除外して考えたい。

ＰＫＳＨＡ Ｔｅｃｈｎｏｌｏｇｙは、売上高の成長率で 1 位、経常利益の成長率で 2 位となるが、買収の影響等があり、評価は難しい。ＨＥＲＯＺは、売上高の成長率で 2 位ながら、経常利益は 3 期前と比べて減少している。同社は、売上高の成長率は最も低いものの、DX から AI インテグレーションへの移行を進めていることから利益率の改善が大きく、経常利益の成長率は最も高いため、総合的にはやや優位と言えよう。

全体的には、同社は比較対象会社に比べ、規模では劣るものの、成長性と収益性で魅力的な水準にあると言えよう。

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。

3. 非財務面の分析

＞ 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は顧客の状況に応じたサービス提供体制にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、顧客の IT システム状況やニーズに応じて同社がサービスを提供していることに関係している（図表 11）。

【 図表 11 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	・取引クライアントの拡大を目指している	・直近四半期の取引クライアント数	77社（21/12期2Q）
		・継続的な取引で大きく依存している企業は見当たらないが、期毎では特定の大口顧客への依存が大きい傾向にある	・最大手顧客の売上高構成比	18.1%
		・規模、業種業態を問わず、幅広い企業にサービスを提供した実績がある		
	ブランド	・AIユーザーである企業には社名が知られているものの、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	・会社設立からの経過年数	16年（21年10月時点）
			・「Pepperサービス」提供開始からの経過年数	6.5年（21年6月時点）
			・上場からの経過年数	1年（21年10月時点）
	事業パートナー	・市場で存在感があるパートナーとの連携、パートナーサービスの付加価値向上、パートナーと共同で顧客へのサービス提供という3つのアライアンス戦略による収益源の多様化を目指している	・アライアンス戦略関連売上高	35百万円
		・システム開発、クラウドサービス、ライセンス仕入で多数の外注先、仕入先との関係がある		
組織資本	プロセス	・業務分析・可視化から、アセスメント、PoC（実証実験）、システム開発、保守・運用・追加学習までを一気通貫でAIソリューションを提供している		
		・AI人材の増員により、利益率が高いAIインテグレーションの拡大を目指している	・AIインテグレーションの売上高構成比	35.0%
		・AIインテグレーションや、プロダクトの自社サービスの拡大により、利益率の向上を目指している	・営業利益率	14.7%
		・自社AI製品の提供だけに拘らず、他社製AIエンジンを利用したAIインテグレーションや、将来のAI利用を視野に入れたシステム開発（DX）を提供している		
		・収益の安定化に向けて、ストック売上比率の拡大を目指している	・ストック売上比率	15.1%
	知的財産 ノウハウ	・AIソリューションの開発を短納期、低コストで行うための社内向けマルチAIプラットフォームである「SyncLect」を自社開発した		
		・従業員教育に関連する業務マニュアル等をデジタル化し、早期戦力化を支援するノウハウを配信するためのプラットフォームである「Pocket Work Mate」を提供している		
		・スーパーシティ構想に向けた各種ソリューションの開発実績が豊富にある		
		・15年から人型ロボット向けのアプリケーションの制作サービスを開始している		
人的資本	経営陣	・篠田代表取締役はIT業界で長年の経験があり、設立以来、同社を経営している	・代表取締役の在任年数	16年（21年10月時点）
		・篠田代表取締役による高い経営へのコミットメント	・代表取締役の保有株数	483,800株（52.4%）
	従業員	・エンジニア（生産人員）、特にAIの知識を取得し、実務経験を積んだAI人材の採用と教育を強化している	・期末エンジニア数	65名
			・エンジニアに占めるAI人材比率（期末）	15.4%
		・インセンティブ制度	・ストックオプション	125,400株（13.6%）

（注）KPI の数値は、特に記載がない限り、20/12 期または 20/12 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、監査役の保有分を含む
（出所）ヘッドウォータース有価証券報告書、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、AI ソリューション事業を展開しているが、自社 AI 製品である Pocket Work Mate 等の提供にとどまらず、顧客のシステム状況やニーズに対応するため、他社製の AI エンジンを採用して、短期間、低コストでシステムを開発、提供している。また、AI を採用するほどには業務のデジタル化が進んでいない企業に対しては、将来の AI 利用に備えたシステム開発（DX）を提供している。

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。

同社の経営の軸足は、適切な料金で多くの企業に AI 機能を提供するという「AI の民主化」にある。同社の AI インテグレーションは、顧客にとってはコストパフォーマンスが良いサービスであるが、同社にとっては高採算サービスとなっており、持続的な成長が見込まれる。また、同社が提供する DX については、AI インテグレーションやプロダクトの取引に移行する可能性がある顧客を開拓するという意味合いがあり、顧客基盤の拡大に繋がっている。以上のことから、顧客の IT システムの状況やニーズに対応したサービス提供体制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）

同社は、顧客に対して、クラウド利用を前提としたシステム開発や、クラウドへの移行を提案しており、IT システムのクラウド化を通じて脱炭素に向けた取り組みに貢献したいと考えている。

◆ 社会的責任（Society）

現時点では、同社の CSR に関して、開示されている情報はない。

◆ 企業統治（Governance）

同社は、21 年 3 月より、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に移行した。取締役会は、監査等委員ではない取締役 6 名と、監査等委員である取締役 3 名（全員が社外取締役）で構成されている。

常勤監査等委員である社外取締役の竹内道忠氏は、航空貨物代理店業等を展開するコクサイエアロマリンの取締役管理本部長等を歴任した後、19 年 4 月に同社の監査役に就任した。

監査等委員である社外取締役の白川篤典氏は、ヴィレッジヴァンガードコーポレーションの代表取締役社長であり、15 年 6 月に同社の取締役に就任した。白川氏はエステールホールディングス（7872 東証一部）の社外取締役を兼務している。また、同社とヴィレッジヴァンガードコーポレーションの間には取引関係があるが、取引額は売上高の 0.4%と僅少である。同じく監査等委員である社外取締役の大野雅樹氏は、四谷タウン総合法律事務所の代表弁護士であり、17 年 12 月に同社の監査役に就任した。

20/12 期に 18 回開催された取締役会には、竹内氏、白川氏及び大野氏は全てに出席した。19 回開催された監査役会には、当時、監査役であった竹内氏と大野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。

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。

4. 経営戦略の分析

＞ 対処すべき課題

◆ **優秀な人材の確保及び育成**

同社は、持続的な事業の拡大のためには、優秀な人材の確保及び育成が大きな経営課題であると認識している。特に、生産人員の増員に加え、同社が独自に認定している「AI 人材」の採用と育成を進め、AI 人材比率（生産人員に占める AI 人材の比率）を 15.4%（20/12 期末）から約 50%への引上げることを目標としている。

◆ **営業力の強化**

（注 5）プル型営業とは、製品・サービスに対して顧客が興味を持ち、資料請求や問合せ等の行動を喚起する営業スタイルのことを言う。

同社は従来、Web マーケティングによるプル型営業[注 5]を中心に顧客を開拓してきたため、営業コストを抑えて事業を展開できていた。21/12 期上期は、新型コロナウイルス問題の影響等により、新規顧客の開拓が不調となる中、既存顧客へのアプローチも十分には出来ず、売上高が計画を下回ったことから、営業力の強化が喫緊の経営課題となってきた。同社は、現在 10 名ほどのコンサルティングチーム（生産人員に含まれている）を増員し、継続的に大きな取引を発注するロイヤルクライアントの獲得を目指すという方針を打ち出している。

＞ 今後の事業戦略

◆ **4 つの戦略軸で短期と中長期の成長を目指している**

同社は、2～3 年の短期の成長戦略として、AI 化の加速による既存事業の拡大と、外部リソースの活用による収益源の多様化を、3～5 年の中長期の成長戦略として、ストック売上比率の向上による収益基盤の強化と、新たな収益源の確保による AI 実用化時代への対応という 4 つの戦略軸を掲げている。

◆ **AI 化の加速による既存事業（フロー売上）の拡大**

21/12 期会社計画におけるサービス別売上高構成比は、AI インテグレーション 38.1%、DX44.4%となっている。22/12 期には、DX の売上高を減らすことなく、AI 人材の増員によって AI インテグレーションの売上高を DX 以上の水準へと引上げ、既存事業（AI インテグレーションと DX によって構成されるフロー売上）を拡大することを目指している。

◆ **外部リソースの活用による収益源の多様化**

①市場で存在感のあるパートナーとの連携、②パートナーサービスの付加価値向上、③パートナーと共同での顧客へのサービス提供という 3 つのアライアンス戦略により、新しい領域での収益（アライアンス戦略関連売上高）の更なる拡大に取り組む方針である。

◆ **ストック売上比率の向上による収益基盤の強化**

自社プロダクトのユーザー数の拡大や、フロー売上の拡大と契約継続

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。

率の向上を通じた OPS の売上高の積上げに取組み、安定的な収益基盤を確立する方針である。26/12 期までにストック売上比率を 50%に引上げる目標を掲げている。

◆ 新たな収益源の確保による AI 実用化時代への対応

アライアンス戦略で展開しているサービスをライセンス化することで、新たなストック収益を創出することを目指している。また、ロボットやスマートグラス[注 6]等の今後の成長が見込まれる IoT デバイスに関連した新規サービスの展開に向けて研究を継続している。

（注 6）スマートグラスとは、音声、映像視聴等の機能を備えた眼鏡型のウェアラブルデバイスである。

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。

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 12 のようにまとめられる。

【 図表 12 】SWOT 分析

強み (Strength)	・業務分析・可視化、アセスメント、PoC、システム開発、保守・運用・追加学習をワンストップで提供していること ・15年から人型ロボットのアプリケーション制作サービスを提供していること ・マルチAIプラットフォームであるSyncLectを活用し、短納期、低コストのAIサービスを提供していること ・スーパーシティ構想に向けた様々な分野での各種ソリューションの開発実績があること
弱み (Weakness)	・事業規模の小ささ ・Webマーケティングを中心に成長してきたため、営業力が弱いこと ・継続的に大きな取引を発注するロイヤルクライアントを確保できていないこと
機会 (Opportunity)	・AI市場とDX市場の高い成長 ・AI人材の強化によるDXからAIインテグレーションへの中核サービスの移行 ・外部リソースの活用によるアライアンス戦略関連売上高の拡大 ・プロダクトとOPSの取組強化によるストック売上比率の向上
脅威 (Threat)	・AI業界における技術革新に対する対応の遅れ ・新しい技術領域への挑戦に伴う採算の低下 ・人手不足の深刻化による採用競争の激化とエンジニアの退職増加

（出所）証券リサーチセンター

＞ 経営戦略の評価

◆ **AI 化の加速による既存事業（フロー売上）の拡大に期待したい**

同社は、AI 人材の増員によって、開発案件における AI 化を加速し、AI インテグレーションの増加を通じた既存事業（フロー売上）の拡大を目指している。AI を利用しない DX での競合先は数多く存在していることや、AI インテグレーションは DX よりも高い利益率を確保していることから、当センターでは、AI 化の加速による既存事業（フロー売上）の拡大を目指す同社の方針に期待している。

一方、3～5 年後のストック売上比率を引上げる方針については、フロー売上が拡大する局面では同比率が低下する傾向にあることや、近年のプロダクト売上高が伸び悩んでいることから、当センターでは、同比率の引上げとフロー売上の拡大は基本的には両立しないと考えている。実際、当センターは、23/12 期のストック売上比率を 17.0%と予想しており、同社が 26/12 期までの達成を目指している 50%とは大幅な乖離がある。

ストック売上比率が急上昇するとしたら、プロダクトにおいて、有力な新サービスが開始され、短期間に多くの顧客を獲得する場合と、何らかの理由によりフロー売上が急減する場合が想定されるが、当センターでは、現時点では双方とも、その可能性は低いと考えている。

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。

＞ 今後の業績見通し

◆ 21 年 12 月期の会社計画は 0%増収、56%営業減益

21/12 期の会社計画は、売上高 1,154 百万円（前期比 0.1%増）、営業利益 75 百万円（同 55.5%減）、経常利益 77 百万円（同 50.4%減）、当期純利益 23 百万円（同 84.9%減）である（図表 13）。

【 図表 13 】ヘッドウォータースの過去の業績と 21 年 12 月期の計画 （単位：百万円）

	サービス別	18/12期 実績	19/12期 実績	20/12期 実績	21/12期 期初計画	21/12期 修正計画	21/12期 増減率
売上高		933	1,067	1,153	1,267	1,154	0.1%
	AIインテグレーション	115	303	403	454	440	－
	DX	664	573	575	609	512	－
	プロダクト	45	46	72	96	59	－
	OPS	108	144	101	106	142	－
売上総利益		358	484	547	600	505	－
売上総利益率		38.4%	45.4%	47.5%	47.4%	43.8%	－
販売費及び一般管理費		313	364	378	403	430	－
販管費率		33.5%	34.1%	32.8%	31.8%	37.3%	－
営業利益		45	120	169	197	75	-55.5%
営業利益率		4.9%	11.3%	14.7%	15.6%	6.5%	－
経常利益		51	121	155	197	77	-50.4%
経常利益率		5.5%	11.4%	13.5%	15.6%	6.7%	－
当期純利益		43	100	153	136	23	-84.9%

（注）21/12 期の売上総利益と販管費は、同社の業績予想の修正に関するリリースに基づく証券リサーチセンターの推測値
（出所）ヘッドウォータース有価証券届出書、決算短信、決算説明資料、会社リリースを基に証券リサーチセンター作成

期初計画は、売上高 1,267 百万円、営業利益 197 百万円、経常利益 197 百万円、当期純利益 136 百万円であったが、上期の売上高や営業利益が計画を下回ったことや、特別損失を計上したことを受けて、同社は上期決算発表時に計画を下方修正した。

サービス別売上高については、上期実績や直近の受注動向を反映し、AI インテグレーションは期初計画の 454 百万円から 440 百万円に、DX は同 609 百万円から 512 百万円に、プロダクトは同 96 百万円から 59 百万円に減額した一方、OPS は同 106 百万円から 142 百万円に増額した。

売上総利益率は、顧客要件の変化等に伴い、複数の不採算案件が発生したこと等により、期初計画の 47.4%から 43.8%に引下げた。販管費は、給与手当が想定以上に増加していることや、M&A の検討のためのファイナンシャルアドバイザー費用 9 百万円等を見込んだことが増額の要因である。

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。

◆ **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 21/12 期業績を、売上高 1,147 百万円（前期比 0.5%減）、営業利益 76 百万円（同 55.1%減）、経常利益 78 百万円（同 49.9%減）、当期純利益 24 百万円（同 84.3%減）と予想する（図表 14）。

【 図表 14 】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）

		19/12期	20/12期	21/12期CE	21/12期E	22/12期E	23/12期E
売上高		1,067	1,153	1,154	1,147	1,288	1,433
	前期比	14.3%	8.0%	0.1%	-0.5%	12.3%	11.3%
サービス別		-	-	-	-	-	-
AIインテグレーション		303	403	440	450	550	650
DX		573	575	512	492	520	540
プロダクト		46	72	59	61	66	71
OPS		144	101	142	144	152	172
売上総利益		484	547	505	501	568	637
	売上総利益率	45.4%	47.5%	43.8%	43.7%	44.1%	44.5%
販売費及び一般管理費		364	378	430	425	459	491
	販管費率	34.1%	32.8%	37.3%	37.1%	35.6%	34.3%
営業利益		120	169	75	76	109	146
	前期比	165.4%	40.6%	-55.5%	-55.1%	43.4%	33.9%
	営業利益率	11.3%	14.7%	6.5%	6.6%	8.5%	10.2%
経常利益		121	155	77	78	109	146
	前期比	136.3%	28.4%	-50.4%	-49.9%	39.9%	33.9%
	経常利益率	11.4%	13.5%	6.7%	6.8%	8.5%	10.2%
当期純利益		100	153	23	24	74	100
	前期比	130.4%	52.9%	-84.9%	-84.3%	208.9%	34.6%

（注）CE：会社予想　E：証券リサーチセンター予想
（出所）ヘッドウォータース決算短信、決算説明資料、会社リリースを基に証券リサーチセンター作成

サービス別売上高については、AI インテグレーションは、21/12 期上期実績が前年同期比 33.4%増と好調であったため、450 百万円（前期比 11.5%増）と予想した。DX は、上期実績が同 30.6%減と不振であったため、492 百万円（同 14.5%減）と予想した。プロダクトは、上期に発生した解約の影響が残ると考え、61 百万円（同 15.5%減）と予想した。OPS は、上期実績が同 25.0%増と順調であったため、144 百万円（同 41.6%増）と予想した。

売上総利益率は、前期の 47.5%から 43.7%への低下を予想した。21/12 期上期が 43.0%に落ち込んだことや、21/12 期上期末の生産人員が前期末の 65 名から 76 名に増加したことを考慮した。

一方、販管費は、21/12 期上期が 206 百万円であったことや、同社が

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。

下期に M&A の検討に係るファイナンシャルアドバイザー費用（9 百万円）を見込んでいること等を踏まえ、425 百万円と予想した。

22/12 期は、売上高 1,288 百万円（前期比 12.3%増）、営業利益 109 百万円（同 43.4%増）、経常利益 109 百万円（同 39.9%増）、当期純利益 74 百万円（同 208.9%増）と予想した。

サービス別売上高については、コンサルティングチームの強化に伴い、新規顧客の獲得や休眠顧客との取引再開を想定し、AI インテグレーションは 550 百万円（前期比 22.2%増）、DX は 520 百万円（同 5.7%増）と予想した。プロダクトは、自社サービスの拡販が徐々に進むと考え、66 百万円（同 8.2%増）と予想した。OPS は、21/12 期に開発した AI インテグレーションと DX の案件が運用保守フェーズに移行すると考え、152 百万円（同 5.6%増）と予想した。

売上総利益率は、利益率が高い AI インテグレーションの売上高構成比の上昇等により、前期の 43.7%から 44.1%への上昇を予想した。一方、販管費は、人件費等の増加を想定し、459 百万円（前期比 8.0%増）と予想した。

23/12 期は、売上高 1,433 百万円（前期比 11.3%増）、営業利益 146 百万円（同 33.9%増）と予想した。

サービス別売上高については、コンサルティングチームの強化に伴い、新規顧客の獲得や休眠顧客との取引再開が続くと想定し、AI インテグレーションは 650 百万円（前期比 18.2%増）、DX は 540 百万円（同 3.8%増）と予想した。プロダクトは、自社サービスの拡販が徐々に進むと考え、71 百万円（同 7.6%増）と予想した。OPS は、22/12 期に開発した AI インテグレーションと DX の案件が運用保守フェーズに移行すると考え、172 百万円（同 13.2%増）と予想した。

売上総利益率は、利益率が高い AI インテグレーションの売上高構成比の上昇等により、前期の 44.1%から 44.5%への上昇を予想した。一方、販管費は、人件費等の増加を想定し、491 百万円（前期比 7.0%増）と予想した。

同社は、内部留保の確保と事業拡大のための投資等を優先し、創業以来、無配を続けている。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としている。こうしたことから、当センターでは、21/12 期から 23/12 期においても配当は実施されないと予想している。

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。

【 図表 15 】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）

	19/12期	20/12期	21/12期CE	21/12期E	22/12期E	23/12期E
貸借対照表						
現金及び預金	402	753		806	868	968
売掛金	123	124		130	146	162
その他	17	17		17	17	17
流動資産	543	895		954	1,032	1,148
有形固定資産	11	11		11	11	10
無形固定資産	―	―		0	0	0
投資その他の資産	5	29		18	18	18
固定資産	16	41		29	29	28
資産合計	560	936		984	1,061	1,176
買掛金	51	79		77	69	71
短期借入金	―	―		0	0	0
1年内返済予定長期借入金	10	―		0	0	0
未払法人税等	21	20		13	17	23
その他	78	80		96	103	110
流動負債	161	180		186	190	204
長期借入金	16	―		0	0	0
その他	―	―		0	0	0
固定負債	16	―		0	0	0
純資産合計	382	756		797	871	971
(自己資本)	382	756		797	871	971
(非支配株主持分＋新株予約権)	―	―		0	0	0
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	121	155		47	109	146
減価償却費	4	5		4	4	4
投資有価証券評価損（－は益）	―	―		30	0	0
売上債権の増減額（－は増加）	120	0		1	-16	-16
仕入債務の増減額（－は減少）	-31	27		-2	-8	2
その他	9	17		11	6	6
法人税等の支払額	-10	-27		-22	-30	-40
営業活動によるキャッシュ･フロー	212	179		70	66	103
有形固定資産の取得による支出	-10	-7		-4	-4	-4
無形固定資産の取得による支出	―	―		0	0	0
その他	―	-1		-30	0	0
投資活動によるキャッシュ･フロー	-10	-8		-34	-4	-4
長期借入金の返済による支出	-10	-26		0	0	0
株式発行による収入	―	220		16	0	0
配当金の支払額	―	―		―	―	―
その他	―	-13		0	0	0
財務活動によるキャッシュ･フロー	-10	180		16	0	0
現金及び現金同等物の増減額（－は減少）	191	350		53	62	99
現金及び現金同等物の期首残高	211	402		753	806	868
現金及び現金同等物の期末残高	402	753		806	868	968

（注）CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想
（出所）ヘッドウォータース決算短信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

◆ 同社の営業力の強化が十分な成果に繋がらない可能性

同社は、コンサルティングチームの増員等の営業力の強化により、継続的な大口取引が見込まれるロイヤルクライアントを獲得すること

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。

等を通じて、売上高の拡大を目指している。当センターでは、同社の営業力の強化が一定の成果を上げると想定し、AI インテグレーションを中心とした売上高の拡大を予想している。しかし、同社は長年、Web マーケティングによるプル型営業をマーケティングの中心に据えていることを踏まえると、営業力の強化がすぐには十分な成果に繋がらない可能性がある。その場合、同社の業績が当センターの予想と大きく乖離する可能性がある。

◆ **開発工数の増加に伴う採算の悪化や期ずれが発生する可能性**

システム開発案件において、仕様の大幅な変更、不具合の発生等が起こり、当初想定通りの品質が確保できない場合には、開発工数が増加することから、採算が悪化したり、売上及び利益の計上が計画時期の翌四半期や翌年度に遅延（期ずれ）したりする可能性がある。大型案件や複数のプロジェクトで、そのような採算の悪化や期ずれが発生した場合、同社の経営成績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ **当面は無配が続く可能性**

同社は、成長過程にあるとの認識の下、内部留保を充実させ経営基盤の安定を図ると共に、事業拡大のための投資等によって一層の企業価値向上を目指しているため、過去において配当を実施していない。

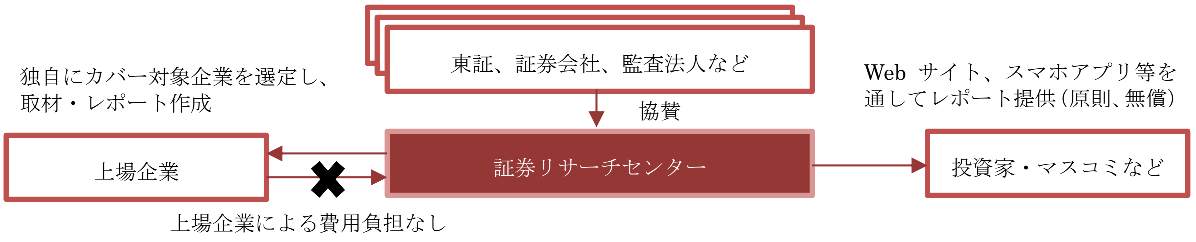
将来的には、財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況を勘案し、内部留保とのバランスを図りつつ、配当の実施を検討する方針を掲げているが、現時点では配当の実施時期等については未定としており、しばらくは無配が続く可能性がある。

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。

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	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	EY 新日本有限責任監査法人	株式会社 ICMG
有限責任監査法人トーマツ	三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	エイチ・エス証券株式会社	いちよし証券株式会社
監査法人 A&A パートナーズ	宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス	

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。
- 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。