

# ホリスティック企業レポート ヘッドウォータース 4011 東証グロース

アップデート・レポート  
2023年4月21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 202300418

# ヘッドウォータース(4011 東証グロース)

発行日:2023/4/21

**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  
売上増加や外注加工費率の低下を想定し、24 年 12 月期以降の利益率改善を予想**

## > 要旨

### ◆ 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、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 システムを開発する 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。

### ◆ 22 年 12 月期決算は 34%増収、20%営業増益

- ・22/12 期の連結決算は、前期単体数値比 34.4%増収、20.3%営業増益であった。第 2 四半期累計期間は、売上高の拡大で費用の増加を吸収できず、前年同期単体数値比 15.5%増収、95.5%営業減益であったが、下期は同 51.7%増収、88.4%営業増益となり、業績が急回復した。

### ◆ 23 年 12 月期の会社計画は 34%増収、9%営業増益

- ・23/12 期について同社は、AI インテグレーションを中心とした売上高の拡大を見込む一方、生産人員(技術者)の大幅増員(22/12 期末 100 名→23/12 期末計画 141 名)や待遇改善に伴う人件費や採用費等の増加により、34.0%増収、9.4%営業増益と利益率の低下を見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、22/12 期において、AI インテグレーションと DX が想定を大幅に上回ったこと等を踏まえ、売上高を 1,536 百万円→2,113 百万円(前期比 34.2%増)、営業利益を 128 百万円→137 百万円(同 24.6%増)に上方修正した。

### ◆ 外注加工費率の低下等を想定し、来期以降の利益率改善を予想

- ・当センターでは、22/12 期実績等を踏まえ、24/12 期についても、売上高を 744 百万円、営業利益を 14 百万円増額した。
- ・売上増加や生産人員の増加に伴う売上高外注加工費率の低下等を想定し、25/12 期の営業利益率は 9.2%へ改善すると予想している。

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】

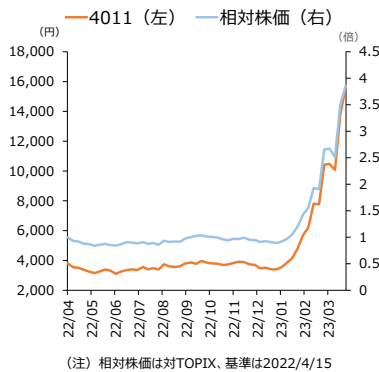
	2023/4/14
株価 (円)	15,620
発行済株式数 (株)	936,200
時価総額 (百万円)	14,623

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	194.6	157.1	116.7
PBR (倍)	16.7	15.1	13.4
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 (%)	55.1	303.6	345.6
対TOPIX (%)	53.9	294.9	319.4

### 【株価チャート】



### 【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)
2021/12	1,171	1.6	91	-46.1	93	-40.2	27	-82.3	29.1	854.8	0.0
2022/12	1,574	34.4	110	20.3	106	14.7	75	177.9	80.3	935.1	0.0
2023/12 CE	2,109	34.0	120	9.4	125	17.0	86	15.3	92.5	-	0.0
2023/12 E	2,113	34.2	137	24.6	142	32.9	93	23.9	99.4	1,034.5	0.0
2024/12 E	2,457	16.3	192	40.1	192	35.2	125	34.7	133.9	1,168.4	0.0
2025/12 E	2,818	14.7	259	34.9	259	34.9	169	34.9	180.5	1,348.9	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。2022/12月以降は連結決算、2022/12月の前期比は2021/12月単体数値との比較

### アップデート・レポート

2/18

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

◆ 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

ヘッドウォーターズ (以下、同社) は、顧客企業の業務改革、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かを追求し、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」を提供している。

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 東証プライム) 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<sup>注1</sup>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。22/12 期におけるサービス別売上高構成比は、DX48.7%、AI インテグレーション 32.2%、OPS11.8%、プロダクト 7.4%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		21/12期		22/12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 (%)	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	410	35.1	506	32.2
DX	664	71.2	573	53.7	575	49.9	556	47.5	767	48.7
プロダクト	45	4.9	46	4.4	72	6.3	66	5.7	115	7.4
OPS	108	11.6	144	13.5	101	8.8	136	11.7	185	11.8
合計	933	100.0	1,067	100.0	1,153	100.0	1,171	100.0	1,574	100.0

(注) 各年度数値の和は、端数処理の関係で必ずしも図表内の合計と一致しない  
(出所) ヘッドウォーターズ有価証券届出書、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」の育成を強化している。21/12期までは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たが、顧客ニーズの変化や、少人数チームによる継続的な開発サービス(ラボ案件)の増加、Microsoft Azure等のクラウドサービスのシステム開発に係るMicrosoftからの紹介案件等の増加により、22/12期はDXの売上高構成比が前期と比べやや上昇した。

### (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プラットフォームが提供する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プラットフォームが提供する顔認証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やAIを用いない開発を望む顧客に対しては、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計画の策定等のコンサルティングやプロジェクト支援、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提供している。

サービス事例としては、Microsoft Azureを中心としたクラウドサービスのシステム開発、アナログからデジタルへの業務・サービス変換への対応等が挙げられる。

### (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ほか、DXでの実績を基に、22/12期から「Power Platform<sup>注2</sup>内製化支援サービス」を開始した。また、システム開発で利用している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。

(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。

(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。

(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。

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<sup>注3</sup>プラットフォームである。SyncLect の活用により、Web システムやスマートフォンに AI 機能を簡単に組み込むことが可能となっている。また、Amazon 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<sup>注4</sup>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やアプリケーションの改善、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。なお、アプリケーションの改善、保守についてはスポット的な案件も含まれている。

#### ◆ 期毎では特定顧客への依存度が高いが、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、元請案件を中心に受託している。22/12 期の商流別売上高構成比は、元請 77.0%、下請 23.0%（うち、一次 21.5%、二次 1.5%）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 東証プライム）、日本航空（9201 東証プライム）の IT 子会社である JAL インフォテック、農業資材等を扱う専門商社であるニチリウ永瀬（現 welzo、福岡市博多区）等が挙げられる（図表 2）。

21/12 期と 22/12 期を除くと、各期の売上高について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あり、継続的に大きな案件を発注するロイヤルクライアントは少ない。

同社は近年、自社開拓に加え、Microsoft からの紹介を通じた新規顧客の開拓に成功している。協業による新規顧客の例としては、大成建設（1801 東証プライム）、SOMPOホールディングス（8630 東証プ

ライム)の子会社であるSOMPOデジタルベンチャーズ、大阪スマートシニアライフ実証事業推進協議会等が挙げられる。

【 図表 2 】 相手先別売上高の推移

相手先	18/12期		19/12期		20/12期		21/12期		22/12期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	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	80	6.9	-	-

(注) 割合が 10%未満の場合、必ずしも数値は記載されない。インキュリオンの数値は、商号変更前のインキュリオンデジタルとの取引を含む。ニチリウ永瀬の商号はwelzoに変更されている。

(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

また、上場による信用力向上もあり、過去 1 年では官公庁・公的機関の新規顧客も増えている。例としては、日本放送協会、国立大学法人東海国立大学機構、国立研究開発法人農業・食品産業技術総合研究機構等が挙げられる。

## > ビジネスモデル

### ◆ スtock売上比率の上昇を目指している

同社サービスは、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、運用保守に移行し、OPS として取引が継続することや、プロダクトの販売を強化することにより、同社はストック売上比率の上昇を目指している。

### ◆ サービス毎の売上高構成比と利益率の変動に注意が必要である

同社の売上原価率は 59.0%と同規模の S1er に比べて低い水準にある。当期総製造費用の中で最も大きい項目は、外注先協力会社や、クラウドサービス及びライセンス等の仕入先に支払われる外注加工費であり、次に大きい項目は技術者(生産人員)に支払われる労務費である。「事業計画及び成長可能性に関する事項」で開示された情報に基づく、証券リサーチセンター(以下、当センター)の試算では、22/12 期において、売上高外注加工費率は約 41%、売上高労務費率は約 15%であった。残りは地代家賃等の経費等である。

同社は、サービス別の売上総利益率を四半期ベースで開示している。AI インテグレーションの数値は、以前は自社の生産人員を中心にサービスを提供していたため、概ね 50~60%と高かったが、社内技術者の不足や不採算案件の発生により、協力会社への外注依存度が上昇した 22/12 期においては、40~45%の水準に低下した。



外注依存度が相対的に高い DX の売上総利益率は、概ね 35~45%と AI インテグレーションよりもやや低い水準となっている。利益率の変動は、主に不採算案件の有無や、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、自社サービスと他社サービスの間で格差が大きく、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。他社サービスの構成比が高かった 21/12 期は概ね 15~25%で推移していたが、22/12 期においては、自社サービスの構成比が上昇したため、概ね 30~40%のレンジに切り上がった。

OPS の売上総利益率は概ね 40~55%で安定している。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に加え、追加のシステム増強に伴う一時的な開発売上(相対的に利益率が低い)の増減が利益率の変動に影響している模様である。

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傾向にある AI インテグレーションの構成比が上昇したことが貢献した。20/12 期におけるサービス別の売上総利益率は、DX が 43.1%、AI インテグレーションが 56.9%であった。

21/12 期においては、AI インテグレーションの構成比は前期比ほぼ横ばいとどまったものの、生産人員(契約社員を含む)の増員(20/12 期末 65 名→21/12 期末 78 名)に伴う売上高労務費率の上昇や、不採算案件に対する緊急対応に起因する売上高外注加工費率の上昇等により、AI インテグレーションの売上総利益率が 49.7%と大きく低下したため、全体の売上総利益率は 44.8%に悪化した(22/12 期については後述)。以上のことから、当センターでは、サービス別の売上高構成比と利益率の変動に注意が必要であると考えている。

22/12 期の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は 535 百万円であった。主要項目別では、給料手当 185 百万円、役員報酬 91 百万円、研究開発費 14 百万円であり、固定費が主体となっている。

なお、同社は、技術者の人件費について、売上計上される個別案件に対する工数のみを売上原価の労務費に計上し、会議や研修、営業等に係る工数は販管費の給料手当に計上している。そのため、管理部門を中心とする非生産人員は 22/12 期末で 13 名(契約社員を含めた社員数 113 名の 11.5%)に過ぎないが、給料手当(連結)の金額は、労務費(単体 243 百万円)との比較で高い水準となっている。

**◆ 人材拡充を目的に新体制に移行したが現時点では収益構造に大きな変化はない**

同社は、多様な IT 人材の採用強化や職種に応じた給与体系への移行、コンサルティング事業の体制強化、少人数チームによる継続的な開発サービスの拡充等を目的に、子会社 2 社（ヘッドウォータースコンサルティング及びヘッドウォータースプロフェSSIONナルズ）を 22 年 2 月に設立し、連結決算に移行した。

22/12 期末の人員構成は、単体 102 名、ヘッドウォータースコンサルティング 7 名、ヘッドウォータースプロフェSSIONナルズ 4 名であり、子会社に異動、または、新たに採用した人数は限定的であった。22/12 期の連単倍率は、売上高 1.00 倍、営業利益 1.35 倍となっており、子会社においても利益が確保されている。子会社の売上の大半は単体から発注された開発業務に係るものであり、子会社 2 社の設立は、現時点ではグループの収益構造に大きな影響を与えていないと思われる。

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、顧客数及び顧客 1 社あたり年間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	21/12期	22/12期	23/12期会社予想
顧客数 (社)		-	95	106	132	140
顧客1社あたり年間売上高 (千円)		-	12,139	11,050	11,929	15,066
アライアンス戦略関連 売上高 (百万円)	AI	10.8	23.0	156.7	252.3	456.6
	DX	1.7	10.3	5.0	75.3	52.9
	プロダクト	-	2.0	21.9	8.8	3.6
	OPS	-	-	13.3	56.7	52.5
	合計	12.5	35.3	196.9	393.1	565.6
フロー売上比率	AI、DX	82.1%	84.9%	82.6%	80.9%	84.1%
ストック売上比率	OPS、プロダクト	17.9%	15.1%	17.4%	19.1%	15.9%
実施案件数 (件)		465	397	416	486	-
同サービス別構成比	AI	9.2%	19.6%	19.7%	19.3%	-
	DX	54.2%	42.8%	36.8%	37.2%	-
	プロダクト	11.0%	15.6%	22.1%	22.0%	-
	OPS	25.6%	21.9%	21.4%	21.4%	-

(注) 各年度の構成比の合計は端数処理の関係で必ずしも 100.0%にならない  
 (出所) ヘッドウォータース決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

22/12 期におけるアライアンス戦略関連売上高の拡大は、特に Microsoft との協業による影響が大きい模様である。23/12 期においても、後述するソニーグループ (6758 東証プライム) や米エヌビディア等との連携強化による寄与も加わり、アライアンス戦略関連売上高の大幅な伸びを見込んでいる。



パートナー企業との関係強化に伴い、課題であったロイヤルクライアントの確保が進みつつある。23/12 期には、顧客 1 社あたり年間売上高は前期の 11,929 千円から 15,066 千円への増加が見込まれている。

同社は、四半期の経営指標として、既存・新規顧客数、期末生産・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)。

【 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				22/12期			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
既存顧客数 (社)		51	59	56	64	63	68	69	77	75	75	81	79
新規顧客数 (社)		13	8	11	5	5	9	12	20	14	17	13	10
合計 (社)		64	67	67	69	68	77	81	97	89	92	94	89
期末生産人員数 (名)		59	63	63	65	67	76	77	78	76	89	94	100
期末非生産人員数 (名)		10	10	10	10	10	12	12	12	12	12	13	13
合計 (名)		69	73	73	75	77	88	89	90	88	101	107	113
実施案件数 (件)		183	159	149	166	145	172	192	204	214	208	201	192
	AI	24	27	23	27	24	33	33	28	30	28	27	34
	DX	64	51	44	42	27	41	45	61	76	64	48	42
	プロダクト	25	21	27	45	41	43	57	63	60	59	69	60
	OPS	70	60	55	52	53	55	57	52	48	57	57	56

(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や顧客数の合計は期を跨いでいるものもあるため、各年度の四半期数値の合計は図表 3 の各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資料を基に証券リサーチセンター作成

22/12 期においては、前期に続いて生産人員を増員したほか、Microsoft との協業効果等により、新規顧客数が前期の 46 社から 54 社に増加した。実施案件数は、DX において、第 1 四半期が高水準であったが、大型案件の受注に伴い、下期には案件の絞り込みを実施した。

> SWOT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 5 のようにまとめられる。

【 図表 5 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・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</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事業規模の小ささ</li> <li>・Webマーケティングを中心に成長してきたため、営業力に課題を抱えていること</li> <li>・継続的に大きな取引を発注するロイヤルクライアントがまだ少ないこと</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・AI市場とDX市場の高い成長</li> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・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</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・AI業界における技術革新に対する対応の遅れ</li> <li>・新しい技術領域への挑戦に伴う採算の低下</li> <li>・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</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 システムの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 6)。

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。

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と同時に、同社にとっても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。

【 図表 6 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等				
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)		
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	97社 (21/12期4Q)	89社 (22/12期4Q)	
		・継続的に取って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 (21/12期においては売上高の1割以上を占める顧客はいなかった)	・最大手顧客の売上高構成比	6.9%	10%未満	
		・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	16.5年 (22年4月時点)	17.5年 (23年4月時点)	
			・「Pepperサービス」提供開始からの経過年数	7年 (22年4月時点)	8年 (23年4月時点)	
			・上場からの経過年数	1.5年 (22年4月時点)	2.5年 (23年4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	196.9百万円	393.1百万円		
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	35.1%	32.2%	
		・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	7.8%	7.0%	
	知的財産ノウハウ	・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	17.4%	19.1%	
		・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				
	人的資本	経営陣	・スケーラビリティ構築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			
		従業員	・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	16.5年 (22年4月時点)	17.5年 (23年4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		480,200株 (51.3%)	480,200株 (51.3%)		
・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		78名	100名		
	・インセンティブ制度	・エンジニアに占めるAI人材比率 (期末)	34.6%	38.0%		
		・ストックオプション	112,000株 (12.0%)	112,000株 (12.0%)		

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は21/12期または21/12期末、今回は22/12期または22/12期末のもの。期末エンジニア数、AI人材比率は契約社員を含む。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、決算説明資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 22年12月期決算は前期単体数値比34%増収、20%営業増益

22/12期の決算は、売上高1,574百万円(前期単体数値比34.4%増)、営業利益110百万円(同20.3%増)、経常利益106百万円(同14.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益75百万円(同177.9%増)となった(図表7)。

前年同期単体数値と比較した増収率は、AIインテグレーションが低迷した第2四半期累計期間(以下、上期)においては15.5%増であったが、AIインテグレーションが大幅に回復した下期には51.7%増と急拡大した。上期は外注加工費や人件費等の増加を吸収できず、前年同期単体数値比95.5%の営業減益となったものの、下期は同88.4%の営業増益となり、業績が急回復した。

【 図表 7 】 22 年 12 月期の業績

(単位: 百万円)

	サービス別	21/12期			22/12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
売上高		559	612	1,171	302	343	645	15.5%	421	507	928	51.7%	1,574	34.4%
	AIインテグレーション	234	176	410	95	72	167	-28.4%	121	216	338	91.5%	506	23.2%
	DX	222	334	556	161	199	360	62.0%	215	190	406	21.5%	767	37.7%
	プロダクト	28	37	66	21	23	44	55.5%	31	39	71	89.0%	115	74.5%
	OPS	73	63	136	24	48	72	-1.5%	52	60	112	78.0%	185	35.1%
売上総利益		240	283	524	124	145	269	11.9%	161	214	376	32.6%	645	23.1%
	売上総利益率	43.0%	46.4%	44.8%	41.1%	42.2%	41.7%	-	38.3%	42.3%	40.5%	-	41.0%	-
	AIインテグレーション	117	86	204	41	30	72	-38.5%	53	94	148	71.8%	220	8.2%
	DX	89	155	245	59	85	145	63.0%	75	81	156	0.7%	302	23.4%
	プロダクト	4	9	14	8	7	16	3.3X	12	12	24	170.6%	41	191.2%
	OPS	28	32	60	13	21	34	22.2%	20	25	45	42.6%	80	33.1%
販売費及び一般管理費		206	226	432	135	132	267	29.5%	138	128	267	18.4%	535	23.7%
	販管費率	37.0%	36.9%	37.0%	44.7%	38.6%	41.5%	-	33.0%	25.4%	28.8%	-	34.0%	-
営業利益		33	57	91	-10	12	1	-95.5%	22	85	108	88.4%	110	20.3%
	営業利益率	6.1%	9.4%	7.8%	-	3.6%	0.2%	-	5.4%	16.9%	11.7%	-	7.0%	-
経常利益		35	57	93	-16	8	-7	-	27	87	114	98.6%	106	14.7%
	経常利益率	6.4%	9.4%	8.0%	-	2.6%	-	-	6.5%	17.2%	12.3%	-	6.8%	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益		-5	32	27	-13	4	-8	-	20	63	83	154.8%	75	177.9%

(注) 22/12 期より連結決算。増減率は、前年同期の単体数値との比較

(出所) ヘッドウォータース決算短信、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

サービス別売上高では、AI インテグレーションは前期単体数値比 23.2%増加した。上期は前年同期単体数値比 28.4%減となったものの、複数の中大型案件が貢献した下期は同 91.5%増と急回復した。

DX は前期単体数値比 37.7%増加した。Microsoft Azure 等のクラウドサービスのラボ開発案件やコンサルティング案件、AI と DX を組み合わせた案件、プロジェクト支援案件等が大幅に増加した。

プロダクトは前期単体数値比 74.5%増加した。22/12 期から開始した「Power Platform 内製化支援サービス」が Microsoft からの紹介案件やその他の新規顧客案件で大幅増となったほか、AI インテグレーションや DX の開発から派生したクラウドサービス利用料も増加した。

OPS は前期単体数値比 35.1%増加した。22/12 期第 1 四半期に終了した複数の大型開発案件が運用保守フェーズに入ったこと(追加のシステム増強に伴う一時的な開発売上を含む)から第 2 四半期以降の売上高は大幅に増加した。

売上総利益率は、前期単体数値の 44.8%から 41.0%に低下した。生産人員の増加を増収効果で吸収したため、売上高労務費率は改善したも

の、想定を上回る受注に対応した結果、売上高外注費率が大幅に悪化した。サービス別では、「Power Platform 内製化支援サービス」等の自社サービスの拡大に伴い、プロダクトの利益率が上昇したものの、不採算案件の発生や大型案件への先行的な人員投入等により、AI インテグレーションの利益率が低下したほか、前期に高採算案件があった DX の利益率も低下した。また、利益率が高い AI インテグレーションの売上高構成比の低下も利益率の悪化に繋がった。なお、22/12 期末の生産人員は 21/12 期末 78 名から 100 名に増加した。

販管費は、前期単体数値の 432 百万円から 535 百万円に増加した。給料手当が同 152 百万円から 185 百万円に、役員報酬が同 74 百万円から 91 百万円に、研究開発費が同 2 百万円から 14 百万円に各々増加した。また、本社移転費用等の計上も販管費の増加要因となった。

営業外収支では、補助金収入を 4 百万円、営業外収益に計上した一方、新本社への移転後に支払った旧本社の家賃を本社移転費用として 8 百万円、営業外費用に計上した。なお、親会社株主に帰属する当期純利益の増益率が経常増益率に比べ高かったのは、前期に投資有価証券評価損が 30 百万円、特別損失として計上されていたためである。

#### ◆ 売上高と営業利益は計画を大きく上回った

期初の会社計画に対する達成率は、売上高 115.9%、営業利益 286.6%であった。売上高については、AI インテグレーションは計画並みにとどまったものの、DX が計画を 33.2%上回ったほか、プロダクトも計画を 15.7%、OPS も計画を 5.7%上回った。

営業利益が計画をやや超過したのは、売上高の計画超過に加えて、生産人員の増員計画が未達となったこと(22/12 期末計画 121 名に対し、実績は 100 名)に伴い、労務費や採用費等が計画を下回ったことが主な要因と見られる。

#### ◆ 買掛金等の増加により自己資本比率は低下

22/12 期末の総資産は、売上高の増加に伴い、売掛金及び契約資産が前期末単体数値比 130 百万円増加したことや、現金及び預金が同 53 百万円増加したこと、22 年 3 月の本社移転に伴い、有形固定資産が同 16 百万円増加したこと等から、前期末単体数値の 973 百万円から 1,169 百万円に増加した。

調達サイドでは、外注費の増加に伴い、買掛金が前期末単体数値比 76 百万円増加したことや、税引前利益の増加に伴い、未払法人税等が同 13 百万円増加したこと等から、負債合計は同 120 百万円増加した。一方、自己資本は、利益蓄積に伴い、同 75 万円増加した。自己



資本の増加に比べて、負債の増加の影響が大きかったため、自己資本比率は 21/12 期末単体数値の 82.2%から 74.9%に低下した。

> 業績見通し

◆ ヘッドウォータースの 23 年 12 月期計画

23/12 期の会社計画は、売上高 2,109 百万円 (前期比 34.0%増)、営業利益 120 百万円 (同 9.4%増)、経常利益 125 百万円 (同 17.0%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 86 百万円 (同 15.3%増) である (図表 8)。

【 図表 8 】 ヘッドウォータースの過去の業績と 23 年 12 月期計画

(単位:百万円)

	サービス別	18/12期	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期	
		実績	実績	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高		933	1,067	1,153	1,171	1,574	2,109	34.0%
	AIインテグレーション	115	303	403	410	506	821	62.2%
	DX	664	573	575	556	767	952	24.2%
	プロダクト	45	46	72	66	115	119	2.8%
	OPS	108	144	101	136	185	216	16.9%
売上総利益		358	484	547	524	645	-	-
	売上総利益率	38.4%	45.4%	47.5%	44.8%	41.0%	-	-
販売費及び一般管理費		313	364	378	432	535	-	-
	販管費率	33.5%	34.1%	32.8%	37.0%	34.0%	-	-
営業利益		45	120	169	91	110	120	9.4%
	営業利益率	4.9%	11.3%	14.7%	7.8%	7.0%	5.7%	-
経常利益		51	121	155	93	106	125	17.0%
	経常利益率	5.5%	11.4%	13.5%	8.0%	6.8%	5.9%	-
親会社株主に帰属する当期純利益		43	100	153	27	75	86	15.3%

(注) 22/12 期以降は連結決算

(出所) ヘッドウォータース有価証券届出書、決算短信、決算説明資料より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 821 百万円 (前期比 62.2%増)、DX952 百万円 (同 24.2%増)、プロダクト 119 百万円 (同 2.8%増)、OPS216 百万円 (同 16.9%増) を見込んでいる。

営業利益率については、生産人員 (契約社員を含む) の大幅増員 (22/12 期末 100 名→23/12 期末計画 141 名) や待遇改善に伴う人件費や採用費等の増加により、前期比 1.3%ポイント悪化の 5.7%を見込んでいる。同社は、23/12 期を積極投資の期と位置付け、人材の教育と採用に注力する方針を掲げている。

今後の事業戦略としては、以下の 4 点 (第 1 と第 2 が 24 年までの短期戦略、第 3 と第 4 が 27 年までの中・長期戦略) が挙げられる。第 1 は、AI 化の加速、DX ニーズへの対応による既存事業 (フロー売上) の拡大である。コンサルティングチームの強化により、大手顧客の開

拓や既存顧客の深耕を進める方針である。

第2は、外部リソースの活用による収益源の多様化である。Microsoft やエヌビディア等とのアライアンスを通じて、新しい領域での収益 (アライアンス戦略関連売上高) の拡大に取り組む方針である。

第3は、ストック売上比率の向上による収益基盤の強化である。自社プロダクトのユーザー数の拡大や、フロー売上の増加と契約継続率の向上を通じた OPS 売上高の積上げ、少人数チームによる継続的な開発サービス契約 (ラボ契約) の推進を図る方針である。

第4は、新たな収益源の確保による AI 実用化時代への対応である。アライアンス戦略で展開している IoT サービスのライセンス化によるプロダクト売上高の拡大や、特許出願の強化による特許使用料収入の獲得を目指す方針である。

#### ◆ 証券リサーチセンターの 23 年 12 月期予想

当センターは、22/12 期実績や同社の施策等を踏まえて 23/12 期予想を見直した結果、売上高を 1,536 百万円→2,113 百万円 (前期比 34.2% 増)、営業利益を 128 百万円→137 百万円 (同 24.6% 増)、経常利益を 128 百万円→142 百万円 (同 32.9% 増)、親会社株主に帰属する当期純利益を 83 百万円→93 百万円 (同 23.9% 増) に上方修正した (図表 9)。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

サービス別売上高については、AI インテグレーションは、前期実績が想定を大きく上回ったことや、アライアンス戦略の貢献が想定を上回ると考えたことから、380 百万円増額した。DX は、前期実績が想定を上回ったことや、コロナ禍で投資を抑制していた既存顧客からの引き合いが強まっていることから、140 百万円増額した。プロダクトは、前期実績が想定を上回ったことや、前期中初から開始した「Power Platform 内製化支援サービス」が好調であることを踏まえ、24 百万円増額した。OPS は、前期実績が想定を上回ったことや、AI インテグレーションと DX の予想引上げに伴い、保守契約も増加すると考えたことから、33 百万円増額した。

売上総利益率は、前期実績が想定を下回ったことや、売上高予想の増額に伴い、短期的には売上高外注加工費率が悪化すると見込んだこと、生産人員の待遇改善の想定を上げたことから、前回予想の 45.5% から 40.3% に引下げた。前期比では 0.7% ポイントの悪化を予想した。なお、23/12 期末の生産人員数は、前期の採用状況を踏まえ、同社計画 (前期末比 41 名増の 141 名) を下回る 130 名と予想している。

販管費は144百万円増額した。前期実績は想定を下回ったものの、採用人数の想定引上げや待遇改善に伴い、採用費や人件費を大幅に増額したほか、制度の導入に伴い、株式報酬費用を新たに織り込んだ。

【 図表 9 】 中期業績予想

(単位:百万円)

	22/12期	23/12期CE	旧23/12期E	23/12期E	旧24/12期E	24/12期E	25/12期E
売上高	1,574	2,109	1,536	2,113	1,713	2,457	2,818
前期比	34.4%	34.0%	13.3%	34.2%	11.5%	16.3%	14.7%
サービス別	-	-	-	-	-	-	-
AIインテグレーション	506	821	450	830	500	990	1,170
DX	767	952	790	930	880	1,070	1,210
プロダクト	115	119	110	134	122	149	164
OPS	185	216	186	219	211	248	274
売上総利益	645	-	699	852	797	996	1,146
売上総利益率	41.0%	-	45.5%	40.3%	46.5%	40.5%	40.7%
販売費及び一般管理費	535	-	571	715	619	804	887
販管費率	34.0%	-	37.2%	33.8%	36.1%	32.7%	31.5%
営業利益	110	120	128	137	178	192	259
前期比	20.3%	9.4%	136.8%	24.6%	39.0%	40.1%	34.9%
営業利益率	7.0%	5.7%	8.3%	6.5%	10.4%	7.8%	9.2%
経常利益	106	125	128	142	178	192	259
前期比	14.7%	17.0%	160.4%	32.9%	39.0%	35.2%	34.9%
経常利益率	6.8%	5.9%	8.3%	6.7%	10.4%	7.8%	9.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	75	86	83	93	116	125	169
前期比	177.9%	15.3%	166.4%	23.9%	39.5%	34.7%	34.9%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想、22/12期以降は連結決算、22/12期の前期比は前期単体数値との比較  
(出所)ヘッドウォータース決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

## > 中期業績予想

### ◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、22/12期実績や同社の施策等を踏まえ、24/12期予想を見直すと共に、25/12期予想を新たに策定した。

24/12期予想については、売上高を744百万円、営業利益を14百万円増額した。前期比では、16.3%増収を見込む一方、生産人員の増加に伴い、売上高外注加工費率が改善に転じると想定し、40.1%営業増益と予想した。

サービス別売上高は、23/12期予想の見直しと同じ理由により、AIインテグレーションを490百万円、DXを190百万円、プロダクトを27百万円、OPSを37百万円増額した。

売上総利益率は、23/12 期予想と同じ理由により、前回予想の 46.5% から 40.5%に引下げた。一方、前期比では 0.2%ポイントの改善を予想した。売上高の拡大と生産人員の増加に伴い、売上高外注加工費率が低下すると想定した。販管費は、23/12 期予想と同じ理由により、185 百万円増額した。24/12 期末の生産人員数は 23/12 期末比 20 名増の 150 名と予想している。

25/12 期については、売上高 2,818 百万円 (前期比 14.7%増)、営業利益 259 百万円 (同 34.9%増) と予想した。

サービス別売上高は、AI インテグレーションを 1,170 百万円 (前期比 18.2%増)、DX を 1,210 百万円 (同 13.1%増)、プロダクトを 164 百万円 (同 10.1%増)、OPS を 274 百万円 (同 10.5%増) と予想した。

売上総利益率は、前期比 0.2%ポイント改善の 40.7%と予想した。売上高の拡大と生産人員の増加に伴い、売上高外注加工費率が低下すると想定している。25/12 期末の生産人員数は 24/12 期末比 20 名増の 170 名と予想している。販管費は、人件費等の増加により、前期比 10.3%増の 887 百万円と予想した。

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、23/12 期以降の無配予想を据え置いた。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ ソニーグループやエヌビディアとの関係強化の影響を追加する

当センターでは、過去に発行したレポートで、1) 同社の営業力の強化が十分な成果に繋がらない可能性、2) 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、3) 当面は無配が続く可能性、4) 人材投資の積極化の影響、5) Microsoft との関係強化の影響を投資に際しての留意点として指摘した。

22/12 期下期の業績急回復には、Microsoft との関係強化が大きく貢献したと見られるが、過去 1 年では、Microsoft 関連に加え、ソニーグループやエヌビディア関連の IR リリースが相次いで公表されている。

ソニーグループ関連では、連結子会社であるソニーセミコンダクタソリューションズが提供するエッジ AI センシングプラットフォーム「AITRIOS™」とインテリジェントビジョンセンサー「IMX500」を活用した SyncLect シリーズによる企業のスマート化支援サービスの

強化に向けた取り組みを 23 年 2 月に公表した。また、4 月には同じく連結子会社であるソニーネットワークコミュニケーションズが提供する、ソニーオリジナルの無線通信規格「ELTRES IoT ネットワークサービス」のパートナーになったと公表した。同サービスは、長距離安定通信、高速移動体通信、低消費電力等の特長を持ち、様々な用途での使用が期待されている。また、エヌビディア関連でも、同社は 22 年 5 月以降で 5 回に亘り、IR リリースを公表している。

当センターでは、同社の業績予想を踏まえ、ソニーグループ関連やエヌビディア関連の貢献を含めて AI インテグレーションの売上予想を策定したが、今後の商談次第では、同社業績が当センターの業績予想を上回る可能性がある。よって、当センターでは、ソニーグループやエヌビディアとの関係強化の影響を投資に際しての留意点に追加し、今後の状況を注視する必要があると考えた。

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 20 年 10 月 2 日より開始いたしました。

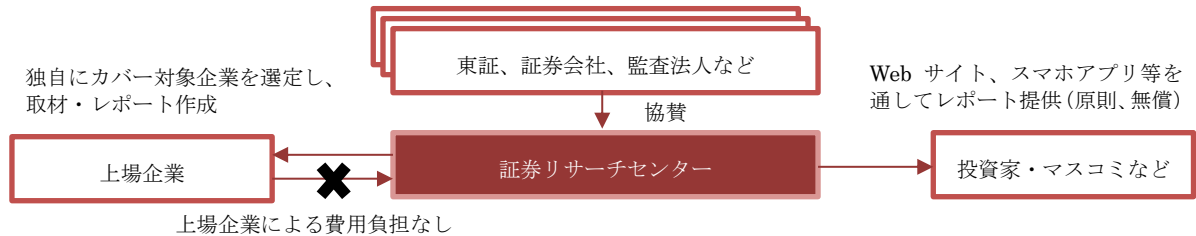
新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回をもって終了とさせていただきます。



## 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  
いちよし証券株式会社  
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  
J トラストグローバル証券株式会社  
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ため、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。