

# 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  
2022年4月28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 20220426

# ヘッドウォータース(4011 東証グロース)

発行日:2022/4/28

**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  
人材採用強化に伴い、22 年 12 月期は増収ながら営業減益を予想**

## > 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。

### ◆ 21 年 12 月期決算は 2%増収、46%営業減益

- ・21/12 期決算は、前期比 1.6%増収、46.1%営業減益であった。売上高の伸び悩みに不採算案件の発生、採用強化に伴う人件費の増加等が加わり、期初計画を下回る大幅な減益となった。

### ◆ 22 年 12 月期の会社計画は 27%増収、31%営業増益

- ・22/12 期から開示する連結決算について同社は、AI インテグレーション等の拡大を見込む一方、人材採用の強化に伴う費用の大幅な増加により、前期単体数値に比べ、16.0%増収、58.0%営業減益を見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、21/12 期実績等を踏まえて、22/12 期の業績予想を見直した。21/12 期の DX とプロダクトサービスが想定を上回ったこと等から、売上高を 1,288 百万円→1,313 百万円(前期比 12.1%増)に増額した一方、人件費や採用費等の想定を大幅に引上げたため、営業利益を 109 百万円→49 百万円(同 46.3%減)に減額した。

### ◆ 高利益率サービスの比率上昇により、来期以降の業績回復を予想

- ・当センターでは、21/12 期実績や人材採用強化の方針等を踏まえ、23/12 期についても、売上高を 35 百万円増額する一方、営業利益を 49 百万円減額した。
- ・前期比では、高利益率サービスである AI インテグレーションの売上高構成比の上昇等により、23/12 期は 11.8%増収、97.8%営業増益、24/12 期は 10.4%増収、57.8%営業増益と予想した。

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】

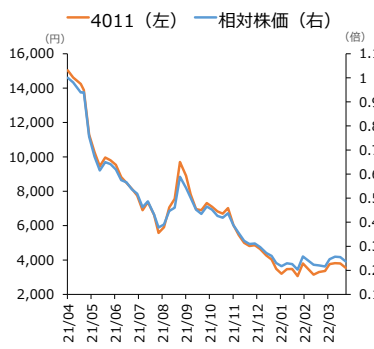
	2022/4/22
株価 (円)	3,545
発行済株式数 (株)	936,200
時価総額 (百万円)	3,319

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	121.7	97.4	52.6
PBR (倍)	4.1	4.0	3.7
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 (%)	-2.3	6.8	-75.8
対TOPIX (%)	-0.2	6.3	-75.8

### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2021/4/22

### 【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)
2020/12	1,153	8.0	169	40.6	155	28.4	153	52.9	180.5	819.8	0.0
2021/12	1,171	1.6	91	-46.1	93	-40.2	27	-82.3	29.1	854.8	0.0
2022/12 CE	1,358	16.0	38	-58.0	42	-54.0	25	-6.2	27.1	-	0.0
2022/12 E	1,313	12.1	49	-46.3	53	-43.0	34	26.1	36.4	891.2	0.0
2023/12 E	1,468	11.8	97	97.8	97	82.8	63	85.1	67.4	958.6	0.0
2024/12 E	1,620	10.4	153	57.8	153	57.7	99	57.1	105.8	1,064.5	0.0

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

### 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

◆ 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。21/12 期におけるサービス別売上高構成比は、DX47.5%、AI インテグレーション 35.1%、OPS11.7%、プロダクト 5.7%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	
	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
DX	664	71.2	573	53.7	575	49.9	556	47.5
プロダクト	45	4.9	46	4.4	72	6.3	66	5.7
OPS	108	11.6	144	13.5	101	8.8	136	11.7
合計	933	100.0	1,067	100.0	1,153	100.0	1,171	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。

(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。

サービス事例としては、MicrosoftのPower Platform<sup>注2</sup>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。

#### (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。

(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。

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、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

(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。

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、元請案件を中心に受託している。21/12 期の商流別売上高構成比は、元請 74.6%、下請 25.4%（うち、一次 22.6%、二次 2.8%）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ィュリオン（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	18/12期		19/12期		20/12期		21/12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 (%)
JALインフォテック	164	17.6	88	8.3	—	—	—	—
インフィュリオン	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) インフィュリオンの数値は、商号変更前のインフィ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

21/12 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 東証プライム) 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 東証スタンダード) 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 東証プライム) 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。

### ◆ 高利益率サービスの構成比は横ばいだったが、技術者の増員や外注加工費の増加により、21年12月期の売上総利益率は低下した

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 (約 30 社) や、クラウドサービスやライセンス等の仕入先 (約 30 社) に支払われる外注加工費であり、21/12 期の売上高外注加工費率は 34.5%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、21/12 期の売上高労務費率は 20.2%であった。地代家賃等の経費は売上高比で 0.8%であり、各項目を合計した原価率は 55.2%と同規模の Sier に比べて低い水準にある。

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、通常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 から生産人員をシフトして対応するため、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 AI インテグレーションよりも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、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。

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 期においても、AI インテグレーションの構成比は前期比ほぼ横ばいにとどまったものの、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、不採算案件の発生に伴う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%に悪化したため、全体の売上総利益率は 44.8%に低下した。

21/12 期の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は 432 百万円であった。主要項目別では、給料手当 152 百万円、役員報酬 74 百万円、支払手数料 51 百万円、減価償却費 7 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 21/12 期末で 12 名(契約社員を含めた社員数 90 名の 13.3%)に過ぎないが、給料手当の金額は、労務費(236 百万円)との比較で高い水準となっている。

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)。

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 東証グロース)等が挙げられる。②の相手先としては、Macbee Planet(7095 東証グロース)、サイバーセキュリティクラウド(4493 東証グロース)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 東証プライム) 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。

【 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
実施案件数 (件)		465	397	416
同サービス別構成比	AI	9.2%	19.6%	19.7%
	DX	54.2%	42.8%	36.8%
	プロダクト	11.0%	15.6%	22.1%
	OPS	25.6%	21.9%	21.4%
アライアンス戦略関連 売上高 (百万円)	AI	10.8	23.0	156.7
	DX	1.7	10.3	5.0
	プロダクト	-	2.0	21.9
	OPS	-	-	13.3
	合計	12.5	35.3	196.9
フロー売上比率		82.1%	84.9%	82.6%
ストック売上比率		17.9%	15.1%	17.4%

(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資料を基に証券リサーチセンター作成

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、減少を続けていた DX が、21/12 期第 1 四半期を底に回復傾向にあるほか、プロダクトについては、21/12 期第 3 四半期から増加傾向が顕著になっている。

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

(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 期及び 21/12 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資料を基に証券リサーチセンター作成



> 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SynLect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、営業力が弱いこと</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を確保できていないこと</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証券リサーチセンター（以下、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 ・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 (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) ・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	・直近四半期の取引クライアント数 77社 (21/12期2Q)	97社 (21/12期4Q)
	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、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)	16.5年 (22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 ・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	・最大手顧客の売上高構成比 18.1%	6.9%
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	・AIインテグレーションの売上高構成比 35.0%	35.1%
	知的財産	・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	・営業利益率 14.7%	7.8%
	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	・ストック売上比率 15.1%	17.4%
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 ・篠田代表取締役による高い経営へのコミットメント	・代表取締役の在任年数 16年 (21年10月時点)	16.5年 (22年4月時点)
	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 ・インセンティブ制度	・代表取締役の保有株数 483,800株 (52.4%)	480,200株 (51.3%)
		・エン지니어 (生産人員) 数 65名	78名	
		・期末エンジニア数 65名	78名	
		・エンジニアに占めるAI人材比率 (期末) 15.4%	34.6%	
		・ストックオプション 125,400株 (13.6%)	112,000株 (12.0%)	

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、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。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

◆ 21年12月期決算は2%増収、46%営業減益

21/12 期の単体決算は、売上高 1,171 百万円 (前期比 1.6%増)、営業利益 91 百万円 (同 46.1%減)、経常利益 93 百万円 (同 40.2%減)、当期純利益 27 百万円 (同 82.3%減) となった (図表 7)。

サービス別売上高では、AI インテグレーションは前期比 1.8%増加した。第 2 四半期累計期間 (以下、上期) は、DX から生産人員をシフトして需要拡大に対応したため、前年同期比 33.4%増加したものの、下期は既存顧客からの需要が落込み、同 22.5%減となった。

DX は前期比 3.3%減少した。上期は、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、前年同期比 30.6%減少した。一方、下期は、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の好調が継続したほか、上期は投資を控えていた既存顧客案件の一部が再開したため、同 31.0%増と回復した。

【 図表 7 】 21 年 12 月期の業績

(単位：百万円)

	サービス別	20/12期		21/12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		1,153	277	282	559	-5.0%	296	316	612	8.4%	1,171	1.6%
	AIインテグレーション	403	132	101	234	33.4%	88	87	176	-22.5%	410	1.8%
	DX	575	95	126	222	-30.6%	152	181	334	31.0%	556	-3.3%
	プロダクト	72	14	14	28	-15.0%	17	20	37	-1.8%	66	-8.0%
	OPS	101	34	39	73	25.0%	37	26	63	48.0%	136	34.7%
売上総利益		547	118	121	240	-21.9%	145	138	283	18.2%	524	-4.3%
	売上総利益率	47.5%	42.9%	43.2%	43.0%	-	49.2%	43.7%	46.4%	-	44.8%	-
	AIインテグレーション	229	67	50	117	2.5%	50	35	86	-24.6%	204	-11.1%
	DX	247	36	53	89	-41.9%	72	83	155	66.2%	245	-1.0%
	プロダクト	16	2	2	4	-4.2%	4	5	9	-20.7%	14	-15.6%
	OPS	53	12	16	28	-15.6%	18	14	32	60.8%	60	12.9%
販売費及び一般管理費		378	101	104	206	19.1%	121	104	226	10.4%	432	14.4%
	販管費率	32.8%	36.8%	37.1%	37.0%	-	41.0%	33.2%	36.9%	-	37.0%	-
営業利益		169	16	16	33	-74.8%	24	33	57	63.2%	91	-46.1%
	営業利益率	14.7%	6.1%	6.0%	6.1%	-	8.3%	10.5%	9.4%	-	7.8%	-
経常利益		155	17	18	35	-73.0%	24	33	57	140.1%	93	-40.2%
	経常利益率	13.5%	6.2%	6.6%	6.4%	-	8.3%	10.5%	9.4%	-	8.0%	-
当期(四半期)純利益		153	11	-17	-5	-	16	16	32	-22.0%	27	-82.3%

(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

プロダクトは前期比 8.0%減少した。上期は、新規受注が進まない中、新型コロナウイルスの影響を受けた大口契約先の一部店舗で解約が発生したため、前年同期比 15.0%減少した。一方、下期は、大口契約先向けの減収は続いたものの、案件数の増加により、同 1.8%の減収にとどまった。

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、前期比 34.7%増加した。四半期ベースでは、大型案件のアプリケーションの改善、保守が増加した影響で、第 2 四半期は 39 百万円となったものの、その影響が軽減したため、第 4 四半期は 26 百万円に減少した。

売上総利益率は、前期の 47.5%から 44.8%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が低下したほか、DX を除く各サービスにおいて、利益率が低下した。特に、AI インテグレーション

ンは、売上高は若干増加したものの、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が増加したと見られる。

主要原価項目別では、生産人員（契約社員を含む）の増加（20/12 期末 65 名→21/12 期末 78 名）に伴い、売上高労務費率が前期比 2.0%ポイント悪化の 20.2%となったほか、売上高外注加工費率が同 0.9%ポイント悪化の 34.5%となった。

一方、販管費は、前期の 378 百万円から 432 百万円に増加した。特に、給料手当が同 131 百万円から 152 百万円に、支払手数料が同 37 百万円から 51 百万円に、役員報酬が同 62 百万円から 74 百万円に増加した。なお、21/12 期末の非生産人員は、前期末の 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。

#### ◆ 売上高、営業利益共に期初計画を大幅に下回った

期初計画に対する達成率は、売上高が 92.4%、営業利益は 46.4%、経常利益は 47.3%、当期純利益は 19.8%であった。

売上高については、期中での顧客からの機能追加要請が多かった OPS は計画を上回ったものの、AI(既存顧客からの受注の伸び悩み)、DX、プロダクト(共に新型コロナウイルス感染症の影響)が計画を大幅に下回った。

営業利益については、売上高の計画未達に不採算案件の影響が加わり、売上総利益が計画を下回ったことや、販管費が計画を上回ったことから、営業利益は計画を 105 百万円下回った。一方、当期純利益については、計画に織り込んでいなかった特別損失の計上により、計画を 109 百万円下回った。

なお、同社は、上期決算発表時に通期計画を下方修正しており、修正計画に対する達成率は、売上高が 101.5%、営業利益は 120.5%、経常利益は 120.0%、当期純利益は 114.6%であった。

#### ◆ 自己資本の増加等により自己資本比率は上昇

21/12 期末の総資産は、22 年 3 月の本社移転に伴い、差入保証金が前期末比 23 百万円増加したことや、現金及び預金が同 12 百万円増、売掛金が同 10 百万円増となったことから、前期末の 936 百万円から 973 百万円に増加した。

調達サイドでは、未払消費税等が前期末比 9 百万円減、未払法人税等が同 8 百万円減となったこと等から、負債合計は同 7 百万円減少した。一方、自己資本は、利益蓄積やストックオプションの権利行使による株式の発行に伴い、同 43 百万円増加した。結果、自己資本比率は 20/12 期末の 80.7%から 82.2%に上昇した。

> 業績見通し

◆ ヘッドウォータースの 22 年 12 月期計画

22/12 期の会社計画は、売上高 1,358 百万円 (前期単体数値比 16.0%増)、営業利益 38 百万円 (同 58.0%減)、経常利益 42 百万円 (同 54.0%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 25 百万円 (同 6.2%減) 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 22 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	
		実績	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高		933	1,067	1,153	1,171	1,358	16.0%
	AIインテグレーション	115	303	403	410	506	23.4%
	DX	664	573	575	556	575	3.4%
	プロダクト	45	46	72	66	100	50.9%
	OPS	108	144	101	136	175	27.9%
売上総利益		358	484	547	524	—	—
	売上総利益率	38.4%	45.4%	47.5%	44.8%	—	—
販売費及び一般管理費		313	364	378	432	—	—
	販管費率	33.5%	34.1%	32.8%	37.0%	—	—
営業利益		45	120	169	91	38	-58.0%
	営業利益率	4.9%	11.3%	14.7%	7.8%	2.8%	—
経常利益		51	121	155	93	42	-54.0%
	経常利益率	5.5%	11.4%	13.5%	8.0%	3.2%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		43	100	153	27	25	-6.2%

(注) 21/12 期以前は単体決算、増減率は 21/12 期単体数値との比較

(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

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、22/12 期から連結決算に移行した。

サービス別売上高の計画は、AI インテグレーション 506 百万円 (前期単体数値比 23.4%増)、DX575 百万円 (同 3.4%増)、プロダクト 100 百万円 (同 50.9%増)、OPS175 百万円 (同 27.9%増) である。

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 (21/12

期末 78 名→22/12 期末計画 121 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 5.0%ポイント悪化の 2.8%を見込んでいる。同社は、22/12 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。また、営業外収益には補助金収入を見込んでいる。

今後の事業戦略としては、以下の 4 点が挙げられる。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。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。

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）の推進等により、ストック売上比率を長期的には 50%程度に高める方針である。

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 22 年 12 月期予想

当センターは、21/12 期実績や同社の施策等を踏まえて 22/12 期予想を見直した結果、売上高を 1,288 百万円→1,313 百万円（前期単体数値比 12.1%増）、営業利益を 109 百万円→49 百万円（同 46.3%減）、経常利益を 109 百万円→53 百万円（同 43.0%減）、親会社株主に帰属する当期純利益を 74 百万円→34 百万円（同 26.1%増）に修正した（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、21/12 期実績が想定を下回ったため、45 百万円減額した。DX は、既存顧客からの需要が回復し、21/12 期実績が想定を上回ったため、50 百万円増額した。プロダクトは、21/12 期実績が想定を上回ったことや、同期第

4 四半期のサービス実施件数が前四半期比 6 件増の 63 件に増加したことを踏まえ、24 百万円増額した。OPS は、21/12 期実績が想定を下回ったことや、第 4 四半期の売上高が前四半期比 10 百万円減の 26 百万円にとどまったことを踏まえ、4 百万円減額した。

【 図表 9 】 中期業績予想

(単位:百万円)

	21/12期	22/12期CE	旧22/12期E	22/12期E	旧23/12期E	23/12期E	24/12期E
売上高	1,171	1,358	1,288	1,313	1,433	1,468	1,620
前期比	1.6%	16.0%	12.3%	12.1%	11.3%	11.8%	10.4%
サービス別	-	-	-	-	-	-	-
AIインテグレーション	410	506	550	505	650	610	710
DX	556	575	520	570	540	590	610
プロダクト	66	100	66	90	71	100	110
OPS	136	175	152	148	172	168	190
売上総利益	524	-	568	601	637	679	776
売上総利益率	44.8%	-	44.1%	45.8%	44.5%	46.3%	47.9%
販売費及び一般管理費	432	-	459	552	491	582	623
販管費率	37.0%	-	35.6%	42.0%	34.3%	39.6%	38.5%
営業利益	91	38	109	49	146	97	153
前期比	-46.1%	-58.0%	43.4%	-46.3%	33.9%	97.8%	57.8%
営業利益率	7.8%	2.8%	8.5%	3.7%	10.2%	6.6%	9.4%
経常利益	93	42	109	53	146	97	153
前期比	-40.2%	-54.0%	39.9%	-43.0%	33.9%	82.8%	57.7%
経常利益率	8.0%	3.1%	8.5%	4.0%	10.2%	6.6%	9.5%
当期純利益	27	25	74	34	100	63	99
前期比	-82.3%	-6.2%	208.9%	26.1%	34.6%	85.1%	57.1%

(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

売上総利益率については、21/12 期実績が想定を上回ったことから、前回予想の 44.1%から 45.8%に上げた。前期比では 1.0%ポイントの改善を予想した。生産人員の採用強化による売上高労務費率の上昇を見込む一方、前期に不採算案件の対応によって上昇していた売上高外注加工費率の改善や、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を想定したためである。なお、22/12 期末の生産人員数は、過去の増加人数の推移を踏まえ、同社の計画 (前期末比 43 名増の 121 名) を下回る 100 名と予想した。

販管費については、21/12 期実績が想定を上回っていたことや、同社の人員増強方針、22 年 3 月の本社移転に伴う関連費用の増加等を踏まえ、人件費、採用費、地代家賃等の想定を上げたため、93 百万円増額した。

## > 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、21/12 期実績や同社の施策等を踏まえ、前回の 23/12 期予想を見直すと共に、24/12 期予想を新たに策定した。

23/12 期予想については、売上高を 35 百万円増額する一方、営業利益を 49 百万円減額した。前期比では、11.8%増収、97.8%営業増益と予想した。

サービス別売上高については、22/12 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 40 百万円、OPS を 4 百万円減額した一方、DX を 50 百万円、プロダクトを 29 百万円増額した。

売上総利益率については、22/12 期予想と同じ理由により、前予想の 44.5%から 46.3%に上げた。前期比では 0.5%ポイントの改善を予想した。生産人員の採用強化による売上高労務費率の上昇を見込む一方、売上高外注加工費率の改善や、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を想定したためである。販管費については、22/12 期予想と同じ理由により、91 百万円増額した。なお、23/12 期末の生産人員数は、前期末比 10 名増の 110 名と予想した。

24/12 期予想については、売上高 1,620 百万円 (前期比 10.4%増)、営業利益 153 百万円 (同 57.8%増)、経常利益 153 百万円 (同 57.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 99 百万円 (同 57.1%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強化等による新規顧客の増加や案件の大型化等により、AI インテグレーションは 710 百万円 (前期比 16.4%増) と予想した。DX は、AI インテグレーションにより注力するという同社の方針を受け、610 百万円 (同 3.4%増) と予想した。プロダクトは、サービス提供件数が着実に積み上がると考え、110 百万円 (同 10.0%増) と予想した。OPS は、23/12 期に AI インテグレーションと DX で開発した案件の一部が保守フェーズに移行すると考え、190 百万円 (同 13.1%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に加え、技術者の採用増加ペースの鈍化を想定したため、前期比 1.6%ポイント改善の 47.9%と予想した。なお、24/12 期末の生産人員数は、前期末比 10 名増の 120 名と予想した。販管費については、人件費等の増加により、同 7.0%増の 623 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、22/12期以降の無配予想を据え置いた。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 人材投資の積極化の影響を追加する

当センターでは、前回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を投資に際しての留意点として指摘した。

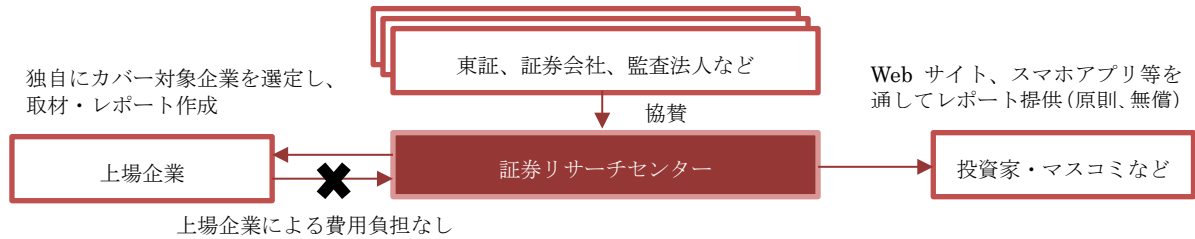
同社は、今回、22/12 期末の生産人員を前期末比 43 名増の 121 名に増員する計画を公表した。当センターでは、生産人員の増員を目指す同社の方針を基本的には評価している。しかし、過去の生産人員の推移（19/12 期末 61 名、20/12 期末 65 名、21/12 期末 78 名）や、総従業員の推移（18/12 期末 71 名、18/12 期末 70 名、19/12 期末 75 名、20/12 期末 88 名）を踏まえると、同社が想定するほどのペースでは、生産人員は増加しないと考え、22/12 期末の生産人員は 100 名と想定して、業績予想を策定した。

人材投資の積極化は、将来的な成長の源泉であるものの、需要動向次第では利益率の悪化を招く恐れもあり、業績の変動リスクは高まったと言えよう。当センターでは、仮に需要動向が同社の期待ほど強くない場合は、同社は、まず外注加工費を抑制し、次に採用抑制を検討すると想定しているが、状況次第では同社業績が当センターの業績予想に届かない可能性もあろう。よって、当センターでは、人材投資の積極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。