

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10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 20221018

ヘッドウォータース(4011 東証グロース)

発行日:2022/10/21

**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
売上増加や人員採用ペースの鈍化等を想定し、23年12月期以降の業績回復を予想**

> 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月期上期決算は16%増収、96%営業減益

- ・22/12 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の連結決算は、前年同期単体数値比 15.5%増収、95.5%営業減益であった。前年同期比増収率は、21/12 期上期 5.0%減、同下期 8.4%増から高まったものの、技術者の積極採用等による費用増の影響が大きく、大幅減益を余儀なくされた。

◆ 22年12月期の会社計画は16%増収、58%営業減益を維持

- ・22/12 期上期は全体では会社計画をやや超過したものの、AI インテグレーションの売上高が計画を下回ったこと等から、前期単体数値比 16.0%増収、58.0%営業減益を見込む 22/12 期計画を同社は据え置いた。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、22/12 期上期実績等を踏まえて、22/12 期の業績予想を見直した。22/12 期上期において、DX、プロダクトサービス、OPS サービスが想定を上回ったこと等から、売上高を 1,313 百万円→1,356 百万円(前期単体数値比 15.8%増)、営業利益を 49 百万円→54 百万円(同 40.8%減)に増額した。

◆ 人員採用ペースの鈍化等を想定し、来期以降の業績回復を予想

- ・当センターでは、22/12 期上期実績等を踏まえ、23/12 期以降についても、売上高及び営業利益を増額した。
- ・売上増加や人員採用ペースの鈍化等を想定し、23/12 期は 13.3%増収、136.8%営業増益、24/12 期は 11.5%増収、39.0%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】

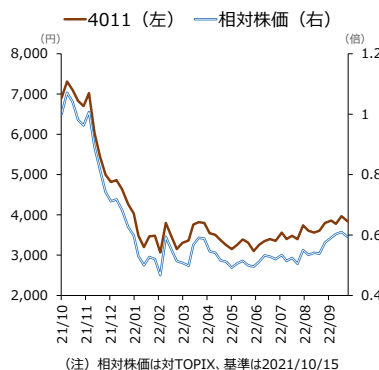
	2022/10/14
株価 (円)	3,840
発行済株式数 (株)	936,200
時価総額 (百万円)	3,595

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	131.8	115.1	43.2
PBR (倍)	4.5	4.3	3.9
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 (%)	1.7	12.9	-45.9
対TOPIX (%)	-1.6	15.4	-43.0

【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)
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	26.9	—	0.0
2022/12 E	1,356	15.8	54	-40.8	49	-47.2	31	15.5	33.3	888.2	0.0
2023/12 E	1,536	13.3	128	136.8	128	160.4	83	166.4	88.8	977.0	0.0
2024/12 E	1,713	11.5	178	39.0	178	39.0	116	39.5	123.9	1,101.0	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^{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。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) 各数値の合計は、切捨て及び四捨五入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 ^{注2} を利用したカスタムアプリの開発や、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 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 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 ^{注3} プラットフォームである。SyncLect の活用

(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。

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 67.3%、下請 32.7% (うち、一次 29.8%、二次 2.9%) 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) 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 (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、大阪府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。

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。

◆ 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

同社の売上原価率は 55.2%と同規模の 1er に比べて低い水準にある。売上原価明細書を見ると、当期製造費用の中で最も大きい項目は、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。次に大きい項目は、技術者 (生産人員) に支払われる労務費で、21/12 期の売上高労務費率は 20.2%であった。残りは地代家賃等の経費であり、売上高経費率は 0.8%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、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)。

【 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、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。

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、第 1 四半期を底に急回復したほか、プロダクトも第 3 四半期から急増した。

22/12 期上期においては、上場効果や Microsoft との協業効果等により、新規顧客数が前年同期の 14 社から 31 社に増加した。実施案件数は、DX とプロダクトが前年同期に比べ大幅に増加した。また、第 2 四半期末の生産人員は、21/12 期末の 78 名から 89 名に増加した。

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

(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"> ・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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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

> 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）。

【 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)	92社 (22/12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 (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%		
		・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年 (22年10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)	7.5年 (22年10月時点)	
			・上場からの経過年数	1.5年 (22年4月時点)	2年 (22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	196.9百万円			
	・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	35.1%	26.0%	
		・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	7.8%	0.2%	
	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%	18.2%	
		・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				
	人的資本	経営陣	・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			
		従業員	・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			
			・代表取締役はIT業界で長年の経験があり、設立以来、同社を運営している	・代表取締役の在任年数	16.5年 (22年4月時点)	17年 (22年10月時点)
	・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	89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%			
		・ストックオプション	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期上期または22/12期上期末のもの。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

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証券リサーチセンター（以下、当センター）は考えている。

> 決算概要

◆ 22年12月期上期決算は16%増収、96%営業減益

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 期上期の決算は、売上高 645 百万円（前年同期単体数値比 15.5%増）、営業利益 1 百万円（同 95.5%減）、経常損失 7 百万円（前年同期の単体数値は 35 百万円の利益）、親会社株主に帰属する四半期純損失 8 百万円（同 5 百万円の損失）となった（図表 7）。

【 図表 7 】 22 年 12 月期上期の業績

(単位：百万円)

	サービス別	21/12期								22/12期			
		上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高		559	-5.0%	296	316	612	8.4%	1,171	1.6%	302	343	645	15.5%
	AIインテグレーション	234	33.4%	88	87	176	-22.5%	410	1.8%	95	72	167	-28.4%
	DX	222	-30.6%	152	181	334	31.0%	556	-3.3%	161	199	360	62.0%
	プロダクト	28	-15.0%	17	20	37	-1.8%	66	-8.0%	21	23	44	55.5%
	OPS	73	25.0%	37	26	63	48.0%	136	34.7%	24	48	72	-1.5%
売上総利益		240	-21.9%	145	138	283	18.2%	524	-4.3%	124	145	269	11.9%
	売上総利益率	43.0%	-	49.2%	43.7%	46.4%	-	44.8%	-	41.1%	42.2%	41.7%	-
	AIインテグレーション	117	2.5%	50	35	86	-24.6%	204	-11.1%	41	30	72	-38.5%
	DX	89	-41.9%	72	83	155	66.2%	245	-1.0%	59	85	145	63.0%
	プロダクト	4	-4.2%	4	5	9	-20.7%	14	-15.6%	8	7	16	3.3%
	OPS	28	-15.6%	18	14	32	60.8%	60	12.9%	13	21	34	22.2%
販売費及び一般管理費		206	19.1%	121	104	226	10.4%	432	14.4%	135	132	267	29.5%
	販管費率	37.0%	-	41.0%	33.2%	36.9%	-	37.0%	-	44.7%	38.6%	41.5%	-
営業利益		33	-74.8%	24	33	57	63.2%	91	-46.1%	-10	12	1	-95.5%
	営業利益率	6.1%	-	8.3%	10.5%	9.4%	-	7.8%	-	-	3.6%	0.2%	-
経常利益		35	-73.0%	24	33	57	140.1%	93	-40.2%	-16	8	-7	-
	経常利益率	6.4%	-	8.3%	10.5%	9.4%	-	8.0%	-	-	2.6%	-	-
親会社株主に帰属する当期（四半期）純利益		-5	-	16	16	32	-22.0%	27	-82.3%	-13	4	-8	-

(注) 22/12 期より連結決算。22/12 期上期の増減率は、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

前年同期と比較した増収率は、21/12 期上期 5.0%減、同下期 8.4%増から高まったものの、生産人員（技術者）の積極採用等による費用の増加の影響が大きく、大幅減益を余儀なくされた。生産人員は、20/12 期末 65 名、21/12 期末 78 名であったが、22/12 期上期末には 89 名に増加した。

サービス別売上高では、AI インテグレーションは前年同期比 28.4% 減少した。IoT やエッジ領域に係る案件や、DX に一部 AI を組み合わせた案件、少人数チームによる継続的な開発サービス(ラボ案件)が増加したものの、従来の主力サービスであった AI に特化した開発案件が大幅に減少した。

DX は前年同期比 62.0%増加した。21/12 期上期が 20/12 期上期に比べ 30.6%減少していた反動に加え、Microsoft Azure 等のクラウドサービスのシステム開発に係る Microsoft からの紹介案件や、AI と DX を組み合わせた案件、ラボ案件、システム開発以外のコンサルティング案件・プロジェクト支援案件が大幅に増加した。

プロダクトは前年同期比 55.5%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案件も増加した。

OPS は前年同期比 1.5%減少した。比較対象の 21/12 期上期が、大型案件のアプリケーションの改善、保守が一時的に増加し、20/12 期上期に比べ 25.0%増となっていた反動が大きかった。但し、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から第 2 四半期の売上高は大幅に増加した。

売上総利益率は、前年同期の 43.0%から 41.7%に低下した。生産人員の積極採用による労務費の増加や外注加工費の増加、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が要因と見られる。サービス別では、不採算案件の発生や下期に開始する大型案件に先行的に人員を投入した影響から、AI インテグレーションの利益率が低下した。一方、「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ほか、21/12 期上期に発生した一時的な費用の減少により、OPS の利益率も改善した。

販管費は、前年同期単体数値の 206 百万円から 267 百万円に増加した。給料手当が同 74 百万円から 90 百万円に、研究開発費が同 1 百万円から 7 百万円に各々増加した。採用費や交際費等の増加、引越し費用の計上も販管費の増加の要因となった。

営業外費用では、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 百万円計上した。

◆ **売上高と営業利益は非公表の上期計画を上回った模様**

通期計画に対する上期の進捗率は、売上高 47.5%、営業利益 3.9%にとどまった。しかし、同社は、売上高、営業利益について、非公表の上期計画を上回ったと説明している。

売上高については、AI インテグレーションと OPS は計画未達となったものの、プロダクトが概ね計画通りに推移したほか、DX が大幅に計画を上回った模様である。

営業利益については、売上総利益（売上高の計画超過）、販管費（採用費等が計画未達。生産人員の 22/12 期末計画 121 名に対し、22/12 期上期末実績は 89 名）の双方が計画比増益要因となった。

◆ **自己資本の減少と負債の増加により自己資本比率は低下**

22/12 期上期末の総資産は、仕掛品が前期末単体数値比 8 百万円減少したものの、22 年 3 月の本社移転に伴い、有形固定資産が前期末単体数値比 17 百万円増加したことや、売掛金及び契約資産が同 17 百万円増となったことから、前期末単体数値の 973 百万円から 988 百万円に増加した。

調達サイドでは、未払法人税等は前期末単体数値比 6 百万円減となったものの、買掛金が同 19 百万円増、契約負債（前期末までは前受金）が同 18 百万円増となったため、負債合計は同 24 百万円増加した。一方、自己資本は、四半期純損失の計上に伴い、同 8 百万円減少した。結果、自己資本比率は 21/12 期末の 82.2%から 80.1%に低下した。

> **業績見通し**

◆ **ヘッドウォータースの 22 年 12 月期計画**

22/12 期上期実績は全体では計画をやや上回ったものの、AI インテグレーションの売上高が計画を下回ったことから、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）を見込む 22/12 期計画を同社は据え置いた（図表 8）。

サービス別売上高の計画にも変更はなく、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）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（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。

【 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

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、22/12 期上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 1,313 百万円→1,356 百万円（前期単体数値比 15.8%増）、営業利益を 49 百万円→54 百万円（同 40.8%減）、経常利益を 53 百万円→49 百万円（同 47.2%減）、親会社株主に帰属する当期純利益を 34 百万円→31 百万円（同 15.5%増）に修正した（図表 9）。

【 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	旧24/12期E	24/12期E
売上高	1,171	1,358	1,313	1,356	1,468	1,536	1,620	1,713
前期比	1.6%	16.0%	12.1%	15.8%	11.8%	13.3%	10.4%	11.5%
サービス別	-	-	-	-	-	-	-	-
AIインテグレーション	410	506	505	405	610	450	710	500
DX	556	575	570	690	590	790	610	880
プロダクト	66	100	90	98	100	110	110	122
OPS	136	175	148	163	168	186	190	211
売上総利益	524	-	601	590	679	699	776	797
売上総利益率	44.8%	-	45.8%	43.5%	46.3%	45.5%	47.9%	46.5%
販売費及び一般管理費	432	-	552	536	582	571	623	619
販管費率	37.0%	-	42.0%	39.5%	39.6%	37.2%	38.5%	36.1%
営業利益	91	38	49	54	97	128	153	178
前期比	-46.1%	-58.0%	-46.3%	-40.8%	97.8%	136.8%	57.8%	39.0%
営業利益率	7.8%	2.8%	3.7%	4.0%	6.6%	8.3%	9.4%	10.4%
経常利益	93	42	53	49	97	128	153	178
前期比	-40.2%	-54.0%	-43.0%	-47.2%	82.8%	160.4%	57.7%	39.0%
経常利益率	8.0%	3.1%	4.0%	3.6%	6.6%	8.3%	9.5%	10.4%
当期純利益	27	25	34	31	63	83	99	116
前期比	-82.3%	-6.2%	26.1%	15.5%	85.1%	166.4%	57.1%	39.5%

(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

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、上期実績が想定を大きく下回ったため、100 百万円減額した。DX は、上期実績が想定を大幅に上回ったことや、AI と DX を組み合わせた案件の需要が増加していることから、120 百万円増額した。プロダクトは、上期実績が想定を上回ったことや、期初から開始した「Power Platform 内製化支援サービス」が好調であることを踏まえ、8 百万円増額した。OPS は、上期実績が想定を上回ったことや、第 2 四半期の売上高が

前四半期比 24 百万円増の 48 百万円に拡大したことを踏まえ、15 百万円増額した。

売上総利益率は、上期実績が想定を下回ったことや、利益率が高い AI インテグレーションの売上高構成比を引下げたことから、前回予想の 45.8%から 43.5%に引下げた。前期比では 1.3%ポイントの悪化を予想した。生産人員の採用強化による売上高労務費率の上昇や、不採算案件の対応による売上高外注加工費率の上昇、サービス別売上ミックスの悪化を想定したためである。なお、22/12 期末の生産人員数については、同社の計画（前期末比 43 名増の 121 名）を下回る 100 名として予想を策定している。

販管費は、上期実績が想定を下回っていたことから、16 百万円減額した。また、営業外費用については、上期に計上された本社移転費用（8 百万円）を新たに織り込んだ。

➤ 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、23/12 期以降についても業績予想を見直した。

23/12 期予想については、売上高を 68 百万円、営業利益を 31 百万円増額した。前期比では、13.3%増収を見込む一方、人員採用ペースの鈍化等を想定し、136.8%営業増益と予想した。

サービス別売上高は、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 160 百万円減額した一方、DX を 200 百万円、プロダクトを 10 百万円、OPS を 18 百万円増額した。

売上総利益率は、22/12 期予想と同じ理由により、前回予想の 46.3%から 45.5%に引下げた。前期比では 2.0%ポイントの改善を予想した。売上高外注加工費率（不採算案件の影響一巡）及び売上高労務費率の改善（技術者の採用増加ペースの鈍化）を想定した。販管費は、22/12 期予想と同じ理由により、11 百万円減額した。なお、23/12 期末の生産人員数の予想（前期末比 10 名増の 110 名）に変更はない。

24/12 期予想については、売上高を 93 百万円、営業利益を 25 百万円増額した。前期比では、11.5%増収、39.0%営業増益と予想した。

サービス別売上高は、AI インテグレーションを 210 百万円減額した一方、DX を 270 百万円、プロダクトを 12 百万円、OPS を 21 百万円増額した。

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想定を下げたため、前回予想の 47.9%から 46.5%に下げた。前期比では、23/12 期予想と同じ理由により、1.0%ポイントの改善を予想した。なお、24/12 期末の生産人員数の予想（前期末比 10 名増の 120 名）に変更はない。販管費は 4 百万円減額した。

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

◆ Microsoft との関係強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、4) 人材投資の積極化の影響を投資に際しての留意点として指摘した。

同社は、今回、Microsoft との関係強化により、DX やプロダクトの案件が増加したほか、新規顧客の開拓が進んだと説明している。同社は従来、Web マーケティングを中心に成長してきたため、営業力、特に、継続的に大型案件を発注するロイヤルクライアントの確保に課題を抱えていた。

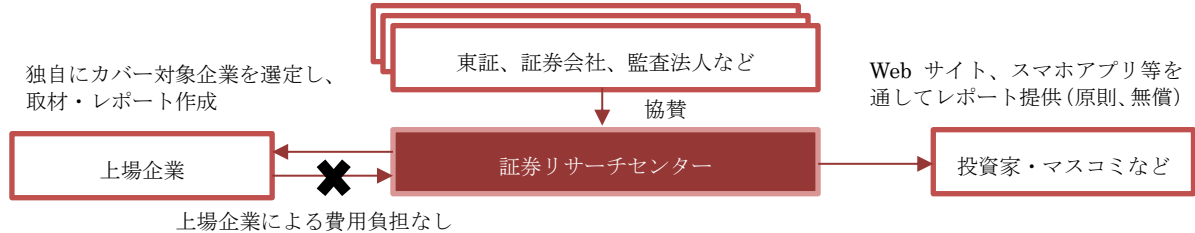
21/12 期下期頃から Microsoft との関係が強化された結果、Microsoft Azure を利用したシステム開発 (DX) や、「Power Platform 内製化支援サービス」(プロダクト) が、Microsoft からの顧客紹介を通じて、成長の牽引役になってきている。当該顧客の中にはシステム開発投資に積極的な大企業グループも含まれており、将来のロイヤルクライアントになり得る企業も存在している。

当センターでは、今回、22/12 期上期の売上高や案件数、22/12 期上期末の顧客数を踏まえて、売上高や営業利益の予想を上方修正したが、Microsoft との関係強化によってロイヤルクライアントが誕生し、平均顧客単価が大きく上昇することまでは織り込んでいない。平均顧客単価が今後、大幅に上がった場合は、同社業績が当センターの業績予想を上回る可能性もあろう。よって、当センターでは、Microsoft 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	S M B C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	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC 京都監査法人	いちよし証券株式会社	J トラストグローバル証券株式会社	
監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人	監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社
株式会社プロネクサス	日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	

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。