

AI製品の提供、コンサルティングサービスを展開

投資判断 (12/4)

TDSE (7046・東証グロース)

Overweight 継続

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
2,130円 (12/4)	100株	46.9億円 (12/4)	3,925円 (23/6/13)	1,480円 (23/1/19)	22.6倍 (12/4)

## AIプロダクト提供加速、コンサルティング事業は人材獲得が順調

### ■「MISSION2025」初年度は先行投資枠を高める

24年3月期第2四半期累計(4~9月)の同社業績は、売上高1,246百万円(前年同期比14.5%増)、営業利益115百万円(同6.7%減)だった。同社は、中核のコンサルティング事業と、成長フェーズとなるAI製品によるプロダクト事業の2事業がある。コンサルティング事業では一部顧客の業績動向の影響により案件が縮小したものの、主要顧客との間で「大規模×長期化」を進めている。プロダクト事業ではSNS分析において世界規模に展開する有名企業で活用が進むAI製品「Quid Monitor(旧Netbase)」、数多くの欧米企業で導入が進む対話型AI製品「Cognigy」の顧客獲得が加速。一方で、中期経営計画「MISSION2025」の初年度であり、人材獲得、製品企画・開発を前倒して実施していることから若干の減益となった。

### ■プロダクト事業拡充で将来の飛躍目指す

23年度に中期経営計画「MISSION2025」(~25年度)を開始した。同社はコロナ禍に入り、経済・社会面双方におけるパラダイムシフトが起こった世の中に対応すべく、主にコンサルティング事業が安定軌道となるため事業基盤を見直し、確立に至った。本中計では安定軌道に乗ったコンサルティング事業を主軸とすることは変わらず、プロダクト事業を第2の柱としてより一層の成長を目指す。さらに、それを第1フェーズとしてプロダクト事業のサービスラインナップ拡充を図る上、その先の28年度に向けて「プロダクト事業10億円以上」という大きな目標を掲げる。

コンサルティング事業は、数多くある引き合いに対応するため、リーダー人材育成に注力する。リーダーとなる継続的な育成プログラムを構築し、データサイエンス力を軸としながら、ビジネススキル面も含めた育成に取り組む。これにより、プロジェクトマネジメントを担うリーダー層の拡充から、多くの案件に対応できる体制作りを目指す。本中計では25年までに技術人員40名超、リーダー人材10名超を増やす計画だ。現段階では人材獲得の前倒しが進んでおり、供給側の準備は着実に進んでいるようだ。

プロダクト事業では、海外AI製品の「Quid Monitor」などを展開中。「Quid Monitor」は製造元であるQuid社のブランド変更に伴い名称も刷新し、顧客CXの多層にわたる課題



を解決する製品群をQuidブランドとして提供していく予定。既に競合分析を可能とするQuid Competeの提供を開始している。23年にはイーロン・マスク氏がX社(旧Twitter)買収後の経営方針により、API情報に代価が必要という状況になったが、Quid社は従来からオフィシャルに各SNSベンダーと契約しており影響はない。安価に提供されてきた他社SNS分析ツールの淘汰が進むため、Quid製品のビジネス上及び製品優位性に気付く顧客からの引き合いは今後も続くと思われる。

また、OpenAI社のChatGPTをきっかけとして急拡大している生成AI市場において、同社は国内AI企業でも生成AI製品「TDSE\_QAジェネレーター」をいち早く提供してきた。11月には企業側で自由度高く文書アップロードが可能とするSaaS版製品の提供を開始しており、導入企業数の増大が期待される。

一方、ChatGPTに代表される、LLM(大規模言語モデル)、生成AIの活用に取り組んでいる。「Quid Monitor」はChatGPT機能を用いた「AI Search」を搭載、対話型AI製品「Cognigy」ではマイクロソフトやOpenAIだけでなく他のLLM適用を可能とするなど、ユーザーが望むLLMを活用できるように適用範囲を広げている。また、同社はLLMの導入から活用の方法、運用支援まで一貫して手掛ける「LLM活用支援サービス」も開始した。

こうしたプロダクト強化や組織強化を目的とした投資を実施するため成長率は控えめとなるが、「MISSION2025」の3

### 業績動向 (12/4時点)

		売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
22年3月期	実績	1,723	30.2	217	334.0	219	222	148	▲22.1	72.2
23年3月期	実績	2,415	40.2	265	22.1	267	21.9	168	13.5	81.8
24年3月期	会社予想	2,589	7.2	281	6.0	281	5.2	195	16.1	94.3
	WA予想	2,589	7.2	281	6.0	281	5.2	195	16.1	94.3
25年3月期	WA予想	3,200	23.6	340	21.0	340	21.0	240	23.1	116.1

长年平均成長率はコンサルティング事業 9.9%、プロダクト事業 20.3%としており、最終年度（25年度）の売上高 33億～37億円、売上高営業利益率 10%以上維持を目標としている。

ウエルスアドバイザー（WA）では、25年3月期以降、売上高、営業利益ともに2ケタ成長に回帰するとの予想に変更はない。WA予想をベースにDCF（ディスカウント・キャッシュフロー）法で算出した4,000円前後が現時点での妥当な水準との見方も変わらないが、株価はAI関連銘柄への買い一巡後の調整が続いており、短期で奪回するのは現実的ではない。よって、想定株価レンジはWAによる25年3月期の予想EPS（1株当たり利益）とTDSEの過去3カ月間の平均PER26倍前後から算出した3,000～3,100円（従来4,000～4,200円）とする。引き続き足元の株価との乖離が大きいため、投資判断は「Overweight」を継続する。（梅村哲哉）

■会社概要

TDSEは、「AIノウハウを軸としたコンサルティング事業」と「AI製品等によるプロダクト事業」を手掛ける。18年12月に東証マザーズに上場し、21年12月に現社名TDSEに社名変更した。コンサルティング事業では、データ経営を目指す企業向けに、データ経営のコンサルティング、データ解析支援、人材育成・組織組成支援、デジタル戦略システム構築など総合的なソリューションサービスを提供する。AI製品等によるプロダクト事業では、海外AI製品の販売契約を結び、販売するほか、自社独自AI製品「TDSEシリーズ」ブランド構築にも取り組む。

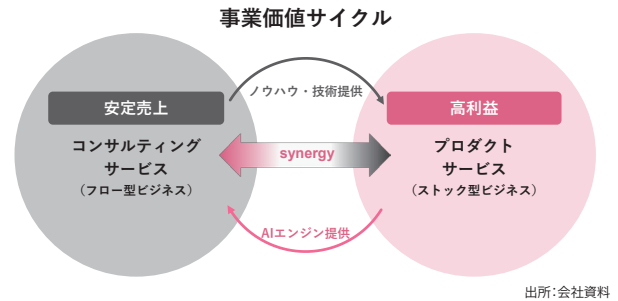
■事業環境と展望

同社資料によると、AIビジネスの国内市場規模は21年から27年にかけて平均成長率9.3%で約2兆円にまで拡大するという。一方、LLMをはじめとする生成AIの技術革新及びビジネス革命に伴い、世界規模では成長率35%以上の市場拡大が期待されていることから（総務省情報白書より）、それ以上の拡大も考えられる。

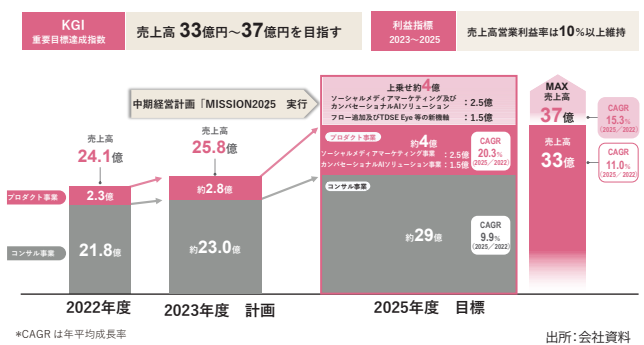
同社は2013年の設立で、多くのAI企業の中でもビジネス経験の長い企業として位置づけられる。東京大学や京都大学をはじめ、国内・海外の研究機関で研鑽を積んだ優秀な人材を擁し、AI技術立社としてのアカデミックなメンバー中心で事業基盤を築いている点が強み。質の高い技術者がプロジェクトに携わり、その上で開発したソリューションを顧客企業に提供し、市場成長率以上の売上高を目指している。また、プロダクト事業では海外製品を軸としてきたが、自社プロダクト強化を進めることで、成長率だけでなく、利益率向上にも取り組む。

TDSEのビジネスモデル

データ活用/DX推進を中心とした顧客課題解決型のコンサルティングサービス（フロー型ビジネス）とそこから得たノウハウを元にしたAI製品/サービスの提供を通じたプロダクトサービス（ストック型ビジネス）の両輪で「安定かつ収益性の高いビジネスの実現」を目指す。



『MISSION2025』の達成目標



リスク要因

AI技術集団として、専門的な情報技術や業務知識を有する優秀な人材の確保が不可欠だが、育て上げた中堅人材が外部に流出した場合は、中計に掲げるリーダー人材が順当に増加しないことから、競争優位性が損なわれる。また、主要顧客2社向け売上の大半を占めることから、2社向けプロジェクトが収斂した場合、同社業績に影響を及ぼす。新規顧客の獲得状況に注視したい。一方、顧客の事業領域は、金融、サービス、製造、小売りと幅広く展開しており、リスク分散されているが、顧客のM&Aや統合に伴う構造変化・業績悪化の影響もあり得ることから、それら動向には注意が必要である。

株主還元 (12/4時点)

■配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
22年3月期	実績	0円	10円	10円
23年3月期	実績	0円	10円	10円
24年3月期	会社予想	0円	10円	10円

■株主優待

なし

## 競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (12/4時点)

	TDSE (7046・東証グロース)	ヘッドウォータース (4011・東証グロース)	pluszero (5132・東証グロース)	
基本事項	株価	2,130円	9,570円	6,000円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	213,000円	957,000円	600,000円
	決算月	3月	12月	10月
株価指標	PER(予)	<b>22.6倍</b>	207.1倍	140.0倍
	PBR(実)	<b>2.4倍</b>	20.5倍	18.1倍
	配当利回り(予)	<b>0.5%</b>	0.0%	0.0%
成長性	売上高成長率(予)	7.2%	<b>47.4%</b>	25.1%
	営業利益成長率(予)	5.7%	9.4%	<b>25.2%</b>
	EPS成長率(予)	<b>15.3%</b>	<b>15.3%</b>	▲25.0%
収益性	売上高営業利益率(予)	10.9%	5.2%	<b>17.5%</b>
	自己資本当期純利益率(実)	9.4%	8.6%	<b>25.5%</b>
	総資産経常利益率(実)	12.2%	9.1%	<b>18.3%</b>
財務安定性	自己資本比率(実)	79.9%	74.9%	<b>80.5%</b>
	デット・エクイティ・レシオ(実)	0.2%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
	流動比率(実)	<b>478.0%</b>	375.2%	476.4%

AIを中心としたソリューション提供の事業領域で近接するヘッドウォータース(4011)とpluszero(5132)を選定した。

### ■成長性

24年3月期の売上高成長率は7.2%増を予想。前期の40.2%増と比べると鈍化。費用面では案件増加に対応した技術社員の人員増・教育の強化、プロダクト開発に向けた研究開発費の費用が増える見通しだが、営業利益成長率は5.7%を見込んでいる。比較企業のヘッドウォータースは、23年12月期第3四半期累計の決算発表とともに売上高予想を従来の34%増から47.4%増に上方修正。マイクロソフトなどとのアライアンス戦略が堅調なことに加え、当初計画に含めていなかった生成AIによる新規受注などを織り込んだが、来期以降を見据えた人材教育などの投資をするとして、利益予想は据え置いている。なお、決算発表後、上方修正でより成長性が高いとみられたヘッドウォータースは急騰し、同社株の上昇は一時的だった。

### ■収益性

24年3月期の売上高営業利益率は10.9%と、前期の11.0%から横ばい。前期に引き続き、案件増加に対応した技術社員の人員増および教育や外注費増に伴う費用が利益を圧迫する見通しだ。23年3月期が2ケタ増益だったこともあり、ROE(自己資本当期純利益率)は9.4%(22年3月期は9.0%)、ROA(総資産経常利益率)は12.2%(同11.4%)と、いずれも上昇した。比較企業では、pluszeroが全項目でトップ。23年10月期は事業投資とのバランスを取りながら、22年10月期と同水準を維持する。同社は22年10月期に黒字転換を達成しており、ROE、ROAともに改善した。成長性でも触れたが、ヘッドウォータースは売上高予想を引き上げた一方、利益予想を据え置いたため、23年12月期の営業利益率の見通しが従来の5.7%から5.2%に引き下げられてい

る。ヘッドウォータースは、単体だった21年12月期が大幅な減益だったため、22年12月期はROE、ROAともに大きく改善している。

### ■財務安定性

3社ともほぼ無借金経営で、財務面での不安は小さく、いずれの項目もほぼ横並び。自己資本比率は高い水準を維持。特に比較企業のpluszeroは前期が大幅な黒字転換もあって利益剰余金が膨らみ、自己資本比率が大きく上昇した。流動比率も3社とも短期的な資金繰りには困らないとされる120%や一般的に安全といわれる目安の200%を大きく上回っている。

ウエルスアドバイザー株式会社  
株式分析部 アナリスト 梅村哲哉  
03-6229-0078 tumemura@wealthadvisor.co.jp

# ウエルスアドバイザー・エクイティ・リサーチレポートの読み方

## 特徴

### (1) 第三者機関として中立的な立場を重視

ウエルスアドバイザー・エクイティ・リサーチレポートは、ウエルスアドバイザーが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。ウエルスアドバイザーがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

### (2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

#### 【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

### (3) 3段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、ウエルスアドバイザーの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に3段階（最上位から「Overweight」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

#### Overweight（オーバーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上上回ると予測される場合

#### Neutral（ニュートラル）

今後、半年間の株価推移が現値水準の-15%~+15%にとどまると予測される場合

#### Underweight（アンダーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以下下回ると予測される場合

ウエルスアドバイザーでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

### (4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

## 項目説明

### ■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに2~4つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

### ■ 業績動向

通期決算の実績2期分と会社予想、およびウエルスアドバイザーの独自予想を今期、来期の2期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

### ■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

### ■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多方面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

### ■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

### ■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

### ■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

### ■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（＝有利子負債/自己資本×100）、流動比率（＝流動資産/流動負債×100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。