

# ホリスティック企業レポート ブイキューブ 3681 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2015年4月24日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



# バイキューブ (3681 東証マザーズ)

発行日: 2015/4/24

**Web 会議などビジュアルコミュニケーションサービスのトップベンダー  
新サービス、ソリューションモデルの開発を推進、潜在成長力は高いと考える**

## > 要旨

### ◆ 事業内容

- ・バイキューブ(以下、同社)は、Web ブラウザを利用したオンライン会議等を実現するソフトウェアを開発し、主にクラウド型サービスとして提供している。パイオニアからの事業買収で文教分野(電子黒板等)を増強した。
- ・国内 Web 会議市場は推定約 113 億円で、同社はトップシェアを有する。M&A や提携先ブランドでのサービス提供で国内市場での地位の強化を図るとともに、アジア随一のベンダーを目指している。

### ◆ 14 年 12 月期決算

- ・14/12 期決算はクラウド型サービスの伸長、パイオニア VC の子会社化、中国子会社の急成長で前期比 85.4%増収となった。M&A による事業構成の変化で売上原価率が上昇し、営業増益率は 45.9%にとどまった。
- ・同社の事前予想に対する達成率は、売上高の 99.5%に対し営業利益では 76.5%にとどまった。販売構成が想定と異なったためだが、外貨建て資産に係る為替差益が発生し、経常利益では 111.4%となった。

### ◆ 15 年 12 月期業績予想

- ・同社の 15/12 期業績予想は前期比 36.7%増収、24.5%営業増益である。売上規模の拡大を第一義に販売職等の人材拡充を中心とする先行投資的な経費投入を計画しており、増益率は鈍化する見通しである。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、電子黒板システムや海外事業の売上高を同社よりも慎重に、国内クラウド型サービス売上高をやや強気に見込み、同 32.5%増収、36.5%営業増益と予想する。

### ◆ 投資に際しての留意点

- ・同社の事業は様々なアプリケーションが創造される成長過程にあり、業績見通しは流動的にならざるを得ないと当センターは考える。
- ・14 年 10 月にのれん償却前営業利益が一定水準を超えた場合に行使できる条件付きの有償ストック・オプションが発行された。利益成長加速のための M&A 実施に積極的であることに留意しておきたい。

## 【 3681 バイキューブ 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)
2013/12	2,525	25.9	276	162.9	263	146.3	230	97.2	34.8	415.5	0.0
2014 /12	4,681	85.4	403	45.9	594	125.4	261	13.7	28.7	447.6	0.0
2015 /12 CE	6,400	36.7	502	24.5	500	-16.0	267	2.0	29.0	—	0.0
2015 /12 E	6,200	32.5	550	36.5	550	-7.4	300	14.9	32.5	472.8	0.0
2016 /12 E	7,900	27.4	1,100	100.0	1,100	100.0	600	100.0	64.7	534.3	0.0
2017 /12 E	10,100	27.8	2,000	81.8	2,000	81.8	1,100	83.3	118.5	652.8	0.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想。15 年 1 月付けで 1 株→2 株の株式分割を実施、1 株当たり指標は調整済

## アップデート・レポート

2 / 16

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。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。

アナリスト:高坂 茂樹  
+81(0)3-6858-3216  
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】

	2015/4/10
株価(円)	1,545
発行済株式数(千株)	9,279
時価総額(百万円)	14,337

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	53.8	47.5	23.9
PBR(倍)	3.5	3.3	2.9
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

### 【株価パフォーマンス】

	1ヵ月	3ヵ月	6ヵ月
リターン(%)	15.9	2.3	-14.9
対TOPIX(%)	14.4	-6.7	-26.9

### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2014/4/11

> 事業内容

ネットを通じて顔が見える会議を行える Web 会議を主にクラウド型サービスで提供。

(注 1) 連結子会社であるパイオニア VC と、持分法適用会社でエムスリー(2413 東証一部)との合併で設立されたエムキューブ。前者はパイオニア(6773 東証一部)の 100% 子会社であったが、その 51% を同社が 14 年 5 月に譲受し、子会社化した。

(注 2) 従来は自社内のコンピュータで管理し利用していたアプリケーションソフトやデータ等を、ネットワークを通じたサービスの形で、必要に応じて利用する方式。ASP(Application Service Provider)型、あるいは SaaS(Software as a Service)型と呼ばれることもある。

(注 3) 政府は 13 年 6 月に「世界最先端 IT 国家創造宣言」を閣議決定し、テレワークの導入を推進している。

注 4) Web 会議システムをインストールしたサーバ本体ごと顧客の事務所に設置する納品形態。SI(System Integrator)型とも呼ばれる。

(注 5) アプライアンスは、パイオニア VC が手掛けている教育機関向け電子黒板システム、会議テーブル等である。

(注 6) その他売上には、Web カメラ、ヘッドセットマイク、大型液晶ディスプレイ等のハードウェアの販売等が含まれる。

◆ ビジュアルコミュニケーションサービスを提供

バイキューブ(以下、同社)グループは同社及び国内 2 社<sup>注1</sup>、アジアを中心とする海外連結子会社 8 社で構成されている。同社グループは、Web ブラウザを用いたオンラインの会議やセミナーの開催を実現するビジュアルコミュニケーションプラットフォームを構築し、主にクラウド型<sup>注2</sup>のサービスとして企業等に提供している。

同社グループのビジュアルコミュニケーションサービスは、(ア)利用者の PC やモバイル端末(タブレット端末やスマートフォン等)を利用し、(イ)インターネットを通じて、(ウ)遠隔地の相手と、(エ)参加者のビデオ映像を映しながら、(オ)資料が共有できる状態で開催される Web 会議やオンラインセミナーに代表される、音声だけでなく文字や映像も含めたコミュニケーションを実現するものである。

テレビ会議システムの場合は専用機器を設置する部屋が固定され、遠隔地間のオンライン会議ではあるものの、各拠点の会議室に参加者が集合することになる。これに対し Web 会議システムの場合は、PC やスマートフォン等参加者が保有するパーソナル機器を利用するので、参加者の執務室や出張先、在宅勤務ならば自宅等からそのまま会議に参加できる<sup>注3</sup>。クラウドサービスなので保守やサービスのアップグレードが容易な点も、Web 会議の利点である。

◆ クラウド型が主力だが、PVC 買収でサービスメニューが多様化

同社の決算はビジュアルコミュニケーションサービス事業の単一セグメントで開示されているが、売上高は国内事業と海外事業に分類され、国内事業は提供形態等によりクラウド型サービス、オンプレミス型サービス<sup>注4</sup>、アプライアンス<sup>注5</sup>、その他<sup>注6</sup>に細分されている(図表 1)。

経済的でバージョンアップ作業も不要なクラウド型サービスが、同社の主力サービスである。セキュリティポリシーの制約等からクラウド型サービスを利用しない金融機関や官公庁等は、オンプレミス型サービスを選択している。14 年 5 月に M&A で傘下に収めたパイオニア VC(以下、PVC)はオンプレミス型を得意としている。アプライアンスは電子黒板システム等の販売で、主に PVC の営む事業である。

【図表 1】 売上高の内訳 (単位: 百万円)

事業/決算期	13/12期	前期比	構成比	14/12期	前期比	構成比
国内事業	2,285	17.0%	90.5%	3,993	74.7%	85.3%
クラウド型サービス	1,943	23.0%	77.0%	2,324	19.6%	49.6%
オンプレミス型サービス	244	-5.4%	9.7%	596	143.7%	12.7%
アプライアンス	—	—	—	852	—	18.2%
その他	97	-14.9%	3.8%	219	125.6%	4.7%
海外事業	239	365.0%	9.5%	688	187.3%	14.7%
中国	145	—	5.8%	590	306.5%	12.6%
中国以外	94	84.3%	3.7%	97	3.6%	2.1%
売上高合計	2,525	25.9%	100.0%	4,681	85.4%	100.0%

(出所) バイキューブ決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

## > 市場環境と競合

(注 7) 出所はシード・プランニングの市場調査レポート「2015ビデオ会議/Web会議/音声会議/UC 関連製品の最新市場動向」のプレスリリース。市場はビデオ会議専用端末、Web会議システム、音声会議、多地点接続装置、接続サービス等に分類されており、同社の提供するサービスを含むビジュアルコミュニケーション市場の一部を対象としている。

## > トピックス

(注 8) 通信教育事業者に Web セミナーシステムを提供し、受講者の受講料金の一部をシステム利用料として徴収するというのが、典型的なモデルである。  
「pkgQ」ではエムキューブと製薬企業、医師の B2B2C モデルとなる。

### ◆ 販売チャネル

同社は販売代理店経由と直販の 2 系統で営業活動を行っており、最近では新規契約の 4 割程度が代理店経由となっている。大塚商会 (4768 東証一部)、キヤノンマーケティングジャパン (8060 東証一部)、NTT グループをはじめ、有力なシステムインテグレータや IT 系商社、通信キャリア等が同社のサービスを取り扱っている。

### ◆ Web 会議サービスの市場規模

市場調査会社シード・プランニングは、14 年におけるわが国のビデオ会議/Web 会議/音声会議関連市場は前年比 4% 増の約 437 億円であったと推定している<sup>注7</sup>。このうち同社の手掛ける Web 会議関連市場は同 5% 増の約 113 億円としている。

同調査で Web 会議の内訳は、クラウド型 69%、オンプレミス型 31% で、PVC を傘下に収めた同社は、シスコシステムズ、NTT アイティ、沖電気工業 (6703 東証一部) 等を押さえてトップシェアを有するとされている。

### ◆ ブイキューブの強み

「いつでも」、「どこでも」、「だれでも」が使える、見えるコミュニケーションツールの提供を目指している同社は、画面構成等に工夫を凝らし、使い易さを武器に大企業や官公庁から従業員 100 名以下の中小企業まで、4 千社以上の導入実績を持っている。

同社は、顧客の使用目的や業種属性に合わせた様々なサービスメニューや 24 時間 365 日対応のサポート体制を用意すると共に、管理者用機能の設定等のカスタマイズ対応も行い、価格競争に巻き込まれぬよう差別化を図っている。

自動車メーカーをはじめとする製造業の設計領域等での高精細大画面ディスプレイとペン入力を用いた遠隔会議システムや国内文教市場における電子黒板システム等に強みを持つ PVC の子会社化によってその地位はさらに強固になったと考えられる。

### ◆ 業種に特化したソリューションの開発事例

同社は自社のビジュアルコミュニケーションツールを、様々な業界に特有のニーズを汲み上げカスタマイズしたモデルを構築し、同業者への横展開により顧客基盤の拡大を図っている。B2B2C 型のプラットフォームモデル<sup>注8</sup>など最近開始されたサービスの事例を以下に紹介する。

#### (1) 製薬業界向け Web 講演会サービス「pkgQ」

同社と国内最大の医療ポータルサイト「m3.com」を運営するエムスリーとの合弁会社エムキューブは医療業界向けソリューションとして開発した Web 講演会サービス「pkgQ (パッケージキュー)」を 15 年 3 月にリリースした。

「pkgQ」は、製薬会社が企画する医師など医療従事者に向けた講演会をインターネット上で開催することで、多忙な医師らが全国どこからでも移動時間なしに参加可能になるだけでなく、ア) 録画コンテンツの視聴もできる、イ) 医師一人ひとりとの質疑応答や製薬会社の MR (医療情報担当者) の訪問営業に代わるコミュニケーション時間の確保や資料送付希望への迅速な対応等が可能になる、ウ) 「m3.com」との連携で集客が容易になる等のメリットがもたらされる。14年11月に開設した Web セミナー配信専用スタジオも、講演会企画者に好評のようである。

エムキューブは持分法適用関連会社のため、「pkgQ」による収益は直接同社の売上高に反映されることはないが、Web セミナーサービス利用料が同社の売上に計上される。また、当該サービス利用企業に対する社内会議システム等の販売代理店としての機能も期待される。

### (2) 金融機関向けプラットフォームの開発

同社はエスクロー・エージェント・ジャパン (6093 東証 JQS、以下 EA-J 社) と 15 年 2 月に業務提携し、各種金融商品の非対面販売を実現するプラットフォームを開発した。

具体的には、金融機関の事業所と個人顧客の自宅等をネットで結ぶために開発されたプラットフォームにより、ア) 顧客及びサポートのために立ち会う EA-J 社が組織する全国の司法書士が、イ) 金融機関の営業担当者及び専門知識を持つスタッフから、ウ) 顧客の希望する日時に、エ) ネット上の対面で、オ) 本人確認、金融商品及びサービスの説明を受けて契約を結ぶというものである。

両社は住宅ローンを組む際に必要な金銭消費貸借契約でスタートし、不動産取引、信託、相続等の相談に同社のサービスを利用することを目論んでいる。

### (3) 海外と結ぶ遠隔教育事例を成約

同社は、文部科学省のスーパーグローバルハイスクール<sup>注9</sup> 指定校である宮崎県立五ヶ瀬中等教育学校 (中高一貫校) が同社の Web コミュニケーションツールを利用することになった。

具体的にはバングラデシュやイギリスで活動している有識者を講師に迎えたオンライン授業を行うというもので、定期的な来校が困難な外部講師による継続的な授業を容易に行えること、資料を交えた双方向の討論ができること、外部講師にシステムのインストール等の負荷がかからないことなどが評価されている。

専用機器を利用した遠隔教育モデルは既に国内の進学塾で成果が認められているが、講義収録スタジオや受講すべきサテライト校がなくとも利用可能な同社のサービスに学校用の PVC の電子黒板システムを加

(注 9) 文部省が 14 年度より開始した制度で、高等学校等において、将来国際的に活躍できるグローバル・リーダーを育成することを目的としている。  
指定された学校は、国内外の大学や企業、国際機関等と連携して、グローバルな社会課題等をテーマに、国内外のフィールドワークの実施等を通じて総合的な学習を行うこととしている。

えた同社の遠隔教育ソリューションは、新たな市場を創出する可能性がある。遠隔教育ソリューションについては、中国でも引き合いが旺盛とのことである。

## > 事業戦略

(注 10)ポートとは PC 等のマシンやソフトウェアが、外部の機器やソフトウェアとデータ交換する際に用いる出入口のこと。

### ◆ 新技術によるサービス利用の促進

同社は新たなアプリケーションソフトウェアの開発や既存ソフトウェアのバージョンアップにより、利便性の向上による既存客の社内ユーザー数(契約ベースの同時利用可能者数を意味するポート<sup>注10</sup>数)の拡大を図っている。

#### (1) 安全なチャットツール「V-CUBE Gate」

同社は 14 年 11 月に、セキュリティ対策に万全を期した法人向けの「LINE」に類するプッシュ型のテキストチャットサービス「V-CUBE Gate」をリリースした。

当該サービスは無料で提供されるため直接収益を押し上げるわけではないが、同社のサービスを利用している既存客に提供することで、社内での同社サービス認知度の向上、連携する既存契約サービスの利用促進を図る意向で、15/12 期後半のプロモーション開始を予定している。

#### (2) モバイル環境を意識した「V-CUBE ミーティング」バージョン 5

同社は、世界最高水準の映像信号圧縮技術や音声伝送技術を新たに採用による「V-CUBE ミーティング」の接続性や画質及び音質の大幅な改善を目的としたバージョンアップ(以下、V5 と略記)を、15 年夏頃を目途に行う方針である。これにより、以下の効果を狙っている。

ア) 見込客の要望に応じて企画したサービス提案内容を先方の通信環境により見直す事態が少なくなり、商談成約の確率向上や営業効率の改善が見込まれる。専用端末型テレビ会議市場の攻略も目論んでいる。

イ) 同社サービスの解約率は年間約 10%と低水準ではあるが、解約要因の約 4 割が接続性や画質、音声品質等の問題である。V5 のリリースにより、解約率の低減が見込まれる。

ウ) V5 はスマートフォンやタブレット端末等によるサービスの利用を前提に設計された。既存客では、14 年より路線網の保守を行うために現業部門に 1 万台以上のタブレット端末を配備し、実際に施工を担当するパートナー企業との打ち合わせや施工確認等に活用している東日本旅客鉄道(9020 東証一部)などに評価されるものと証券リサーチセンター(以下、当センター)は考えている。

エ) 中国を含む新興国では、ビデオ映像の送信に十分な通信環境が整っていない。同社は国内外の拠点を結ぶ Web 会議の開催を想定して、専用通信回線のネットワークを用意しているが<sup>注11</sup>、その先の海外の国内通信回線にも問題があった。

(注 11)Global Link と呼ぶネットワークで、海外各地に設置している同社のデータセンターを相互に専用通信回線で接続し、安定したネットワーク環境を提供する V-CUBE ミーティングのオプションサービスである。

同社のデータセンターは現在、日本、中国、シンガポール、マレーシア、インド、インドネシア、タイ、ベトナム、フィリピン、米国、英国に設置されている

## アップデート・レポート

(注 12)ドローンはクラウドシステムからの遠隔制御により、人の代わりに現場に赴いて映像や音声などの情報をリアルタイムで送信したり、軽量の物資を輸送したりすることができる。

ラピュータ社は、チューリッヒ工科大学の認定ベンチャーで、クラウド制御のアルゴリズムを開発した同大学のロボット技術研究室の主要メンバーにより日本で設立された。同社は、ラピュータ社が行った総額 351 百万円の第三者割当増資を CYBERDYNE (7779 東証マザーズ)、フジクリエイティブコーポレーション(非上場、東京都江東区)、SBI インベストメント(非上場、東京都港区)とともに引き受けた。

V5により既存の通信環境やモバイルデバイスでも快適にサービスを提供できるようになれば、同社が狙う中国及び ASEAN 地域における潜在市場の掘り起しが加速する可能性があると同社はみている。

### (3) ドローンを利用するビジネスの立ち上げ

同社は 15 年 1 月にドローン(小型無人飛行機)の商用利用に関する技術を開発する Rapyuta Robotics 社(非上場、東京都新宿区、以下ラピュータ社)に出資した注 12。

目的は、同社のビジュアルコミュニケーションサービスとラピュータ社の技術を組み合わせ、ドローンで撮影した映像をリアルタイムに同社の Web 会議システム上で視認できる、あるいはタッチパネルの Web 会議画面上で指示した地点に自動的にドローンが飛行する等のシステムを構築する意向である。

災害現場と現地近傍の拠点、災害対策本部を結び、迅速に適切な指示命令ができるといった利用シーンを想定している。想定される利用者にはこのほか、橋梁やトンネルなどの保守を行う建設会社、鉄道沿線検査、大型工場のメンテナンスに際して高所作業を強いられるプラント会社等がある。

## > 業績動向

**PVC 買収効果で大幅増収を達成、営業利益は前期比 46%増益ながら計画未達。**

### ◆ 14 年 12 月決算

14/12 期決算は、売上高 4,681 百万円(前期比 85.4%増)、営業利益 403 百万円(同 45.9%増)、経常利益 594 百万円(同 125.4%増)、当期純利益 261 百万円(同 13.7%増)であった(図表 2)。

高い増収率については 5 月から PVC を連結対象としたことを考慮する必要がある。標準的な粗利率はクラウド型サービスでは 100%に近く、オンプレミス型でも 60~90%であるのに対し、PVC のアプライアンス販売は液晶ディスプレイ等の装置仕入を伴うため 20%前後にとどまる。売上原価の前期比伸び率が増収率を上回ったのはそのためである。

【図表 2】 14 年 12 月期決算の概要

(単位:百万円)

	13/12期 実績	14/12期 実績	前期比 増減率	同社事前 予想	達成率	当センター 予想
売上高	2,525	4,681	85.4%	4,705	99.5%	4,600
売上原価	842	1,980	135.1%	1,882	105.2%	1,875
販管費	1,406	2,297	63.4%	2,296	100.0%	2,250
営業利益	276	403	45.9%	527	76.5%	475
営業外収支	-12	191	—	—	—	25
うち為替差損益	46	171	266.9%	—	—	50
経常利益	263	594	125.4%	534	111.4%	500
法人税等合計	33	220	549.1%	—	—	120
少数株主利益	—	93	—	—	—	80
当期純利益	230	261	13.7%	322	81.3%	300

(注) 売上原価、販管費の事前予想は 14/12 期第 3 四半期決算説明会資料の増減益分析より算出(出所)バイキューブ決算短信、決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

販売費及び一般管理費(以下、販管費)も前期比 63.4%増と高い伸びを示した。PVC のグループ入りに加え、同社単体でも販売及びサポート職の拡充を行った。有価証券報告書記載の従業員数は、連結ベースで前期末比 81 名増の 282 人、同社単体では同 18 人増の 178 人である。

営業利益の前期比伸び率は 45.9%増と増収率を大きく下回り、売上高営業利益率は 13/12 期の 11.0%から 8.6%に低下した。なお、営業利益は同社の事前予想を 23.5%下回った。

(注 13)渋滞の多い中国大都市での自動車による移動時間を、車載端末によるビジュアルコミュニケーションで有効活用するという提案である。

同社のシステムを現地の代理店であるシステムインテグレータ経由で、現地の自動車メーカーに採用を働きかけている。

地域別及び業態別の売上内訳をみると、最も採算性の良い国内クラウド型サービスの伸び悩みを、自動車向けソリューション<sup>注13</sup>で売上高が急拡大している中国事業と、低採算のアプライアンスでカバーしていることが分かる(図表 3)。中国以外の海外事業は、先行していたタイで政変発生後に新規プロジェクトが動き出さず、マレーシア、シンガポールでも商談は増え始めているが、成約に至る大型案件はなかった。

国内クラウド型サービスの売上高を四半期別にみると、ストックビジネスであるにも係らず、14/12 期は四半期毎に大きく変動している(図表 4)。

(注 14)遠隔地間の会議システムに始まり、利用シーンに合わせセミナー開催システム、営業支援ツール等様々なサービス毎に利用契約を結ぶ必要があり、料金体系もやや複雑であった。潜在顧客や販売代理店からのこうした指摘を受けて開発されたのが、「V-CUBE One」である。同社はこれまで用意してきた全てのコミュニケーションサービスを 1 契約で利用でき、販売単価は高いが個別に複数のサービス利用契約を結ぶよりは割安となる。

これは新規契約者のなかに長期契約(1~3 年等)の契約料を一括払いするケースが含まれている(その場合販売コストを賄うため入金額の 8 割を契約当月に計上し残りを契約期間に月数按分する)ためである。

14/12 期は想定よりも一括入金する長期契約者の割合が少なかったために期初計画売上が未達となった。しかし、KPI となる月額契約ポート数を見る限り、クラウド型サービスの成長性に陰りは見られない。

また、14 年 9 月にリリースしたトータルパッケージ「V-CUBE One」<sup>注 14</sup>(直販の場合の定価 11 千円/ポート)が浸透しはじめた結果、14/12 期第 4 四半期会計期間のポート当たり契約単価が前四半期を 1 割上回る 4,451 円(15/1 期第 3 四半期累計期間の平均単価は 4,140 円、通期では 4,224 円)となっていることも注目される。

【図表 3】 売上高の内訳

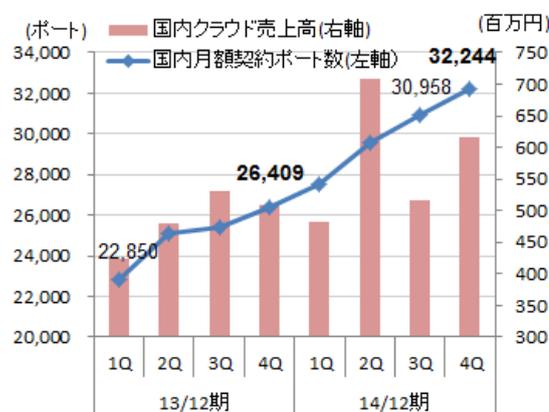
(単位:百万円)

事業/決算期	13/12期	14/12期	前期比	事前予想	達成率
国内事業	2,285	3,993	74.7%	4,075	98.0%
クラウド型	1,943	2,324	19.6%	2,384	97.5%
オンプレミス型	244	596	143.7%	612	97.4%
アプライアンス	—	852	—	842	101.2%
その他	97	219	125.6%	237	92.4%
海外事業	239	688	187.3%	630	109.2%
中国	145	590	306.5%	462	127.7%
中国以外	94	97	3.6%	168	57.7%
売上高合計	2,525	4,681	85.4%	4,705	99.5%

(注) 図表 4 は四半期会計期間毎の推移

(出所) 図表 3、4 ともにブイキューブ決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

【図表 4】 契約ポート数とクラウド売上高の推移



アップデート・レポート

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。

経常利益は、想定外の海外の外貨建て資産の為替評価替えによる為替差益(171百万円、13/12期は46百万円)が営業外収益に計上されたため、期初予想を上回った。

当期純利益は、特別損失(自己新株予約権評価損21百万円)の計上、少数株主利益の控除(93百万円、PVC及び中国子会社に関するもので13/12期はなし)及び税務上の繰越欠損金の解消による税負担正常化(220百万円で税金等調整前利益に対する比率は38.3%、13/12期は33百万円で12.8%)により前期比13.7%増にとどまった。

◆ PVCの買収等で総資産は増加するも財務の健全性は維持

14/12期はPVCの株式取得や香港の合弁子会社の増資引受によるのれんの増加や積極的なソフトウェア開発投資により、固定資産が1,631百万円増加した。しかし所要資金は主に手元資金で賄い、借入金は75百万円の増加にとどまった。主な安全性指標は13/12期→14/12期の順で、自己資本比率74.7%→65.5%、流動比率356.3%→221.2%、固定長期適合率40.2%→71.0%となったが、健全な水準を維持していると考えられる。(図表6)。

図表5 要約貸借対照表

(単位:百万円)

項目	13/12期	14/12期	増減	項目	13/12期	14/12期	増減
流動資産	3,391	2,987	-404	流動負債	951	1,350	398
うち現金、預金及び有価証券	2,805	1,286	-1,519	うち1年以内返済予定の借入金	435	317	-118
うち受取手形及び売掛金	441	1,109	667	固定負債	321	506	185
固定資産	1,638	3,270	1,631	うち長期借入金	294	488	193
有形固定資産	117	218	100	負債合計	1,273	1,857	584
無形固定資産	1,388	2,645	1,257	純資産合計	3,757	4,400	642
うちソフトウェア(仮勘定含む)	1,224	1,806	581	うち株主資本	3,753	4,064	311
のれん	145	833	687	うち新株予約権	—	-6	-6
投資その他	132	406	273	うち少数株主持分	—	308	308
資産合計	5,030	6,257	1,227	負債純資産合計	5,030	6,257	582

(出所) バイキューブ決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

増収基調は維持するも営業利益は従来の成長イメージから1年遅れた印象。

◆ バイキューブによる15年12月期業績予想

同社の15/12期業績予想は、売上高6,400百万円(前期比36.7%増)、営業利益502百万円(同24.5%増)、経常利益500百万円(同16.0%減)、当期純利益267百万円(同2.0%増)となっている(図表6)。

15/12期予想より、業態別の売上内訳は海外も含む開示になった。主力のクラウド型サービスは、新たなソリューションの提供や新サービス、技術の投入、中国における車載モデルの伸長等により、前期比24.6%増と順調な拡大を想定している。一方、フロー型売上となるオンプレミス型サービスについては同9.1%増となる見通しである。

アプライアンスについては、学校現場での電子黒板の導入が進むと想定し、PVCの通期貢献で前期比倍増に近い伸びを見込んでいる。その

他については、PVC による学校等への大型液晶ディスプレイの販売増加を見込んでいる。

地域別売上高については、国内、中国ともに高伸長する見通しで、中国以外の海外は、タイにおける商談再開やマレーシアでの進行する複数の商談成立を見込んでいる。

【図表7】ブイキューブによる15年12期業績予想(単位:百万円)

項目/決算期	14/12期実績	15/12期予想	対前期比
売上高	4,681	6,400	36.7%
クラウド型	2,822	3,516	24.6%
オンプレミス型	771	841	9.1%
アプライアンス	852	1,582	85.6%
その他	234	459	95.7%
売上原価	1,980	2,926	47.8%
販売費及び一般管理費	2,297	2,971	29.3%
営業利益	403	502	24.5%
(対売上高比)	8.6%	7.8%	-0.8%
経常利益	594	500	-16.0%
(対売上高比)	12.7%	7.8%	-4.9%
当期純利益	261	267	2.0%
【再掲】日本	3,933	5,359	34.2%
地域別 中国	590	811	37.4%
売上高 中国以外の海外	97	229	134.5%

(注) 売上原価と販管費の予想は決算説明会資料の営業利益増減要因分析に記載の増減額と実績から推計、何れも百万円単位で算出

(出所) ブイキューブ決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

15/12期も売上原価の伸びは増収率を上回ると同社は想定している。売上原価の増加額946百万円の内訳は、仕入の増加561百万円(うち国内アプライアンス390百万円増)、外注費の増加217百万円、ソフトウェア償却費167百万円増(V5やドローンを利用するシステムの開発等に係る労務費はソフトウェア資産に計上され、償却費として費用化する4)などとなっている。

**15/12期は利益率を犠牲にしてクラウド型サービスの顧客基盤拡大に注力。**

販管費は前期比674百万円増を想定している。その内訳は人件費等470百万円増、のれん償却費76百万円増、販売政策費41百万円増、その他86百万円増となっている。14/12期から行っている、見込み客に最適なソリューションを提案できる営業職の増員(中途採用)などにより、人件費が膨らむ見通しである。

以上より営業利益は502百万円(前期比99百万円増)となり、売上高営業利益率は前期比0.8%ポイント低下する見通しである。15/12期については、利益率よりも売上規模の拡大を優先する方針である。

14/12期の営業外収益のうち最大の項目であった為替差益をはじめとして特別な増減益要因を見込んでいないため、経常利益は前期比94百万円減少すると見込んでいる。

当期純利益が前期比増益となるのは、ア) 特別損益の計上を想定していないこと(14/12期の特別損益はマイナス19百万円)、イ) 中国のグループ会社(同社の孫会社) BRAV International 及びその子会社威立方(天津) 信息技术を15年1月に100%子会社化したことにより、中国事業の利益の社外流出がなくなること等のためである。

#### ◆ バイキューブの中期成長戦略

同社は16/12期以降の中期業績見通しを公表していない。ただし期限を示さない中期的な目標として、クラウド型及びオンプレミス型サービスで早期に売上高100億円、経常利益30億円に達するという数値を掲げている。

なお、14年9月に発行決議された有償ストック・オプションでは、16/12期までにのれん償却前営業利益で13億円(予約権の50%行使)並びに15億円(同100%行使)を上回ることを行使条件としている。

同社の成長戦略は、(1) 国内シェアの拡大と潜在市場の開拓、(2) アジアを中心とする海外展開の拡大、(3) B2B2C型のプラットフォームモデルの展開の三つを柱としている。

国内市場営業については、ア) M&A や OEM を活用した技術や業種特化型サービス、ブランド力の獲得による販売機会の拡大、イ) 「V-CUBE One」の拡販によるポート単価の引き上げ及び「V-CUBE Gate」の無料提供による契約ポート数の拡大、ウ) 既存サービスのバージョンアップによる商談の加速及び解約の低減、エ) ドローンの活用など新規事業の開始等を具体的施策に挙げている。

#### ◆ 証券リサーチセンターによる業績見通し

当センターは、14/12期実績を精査し、15/12期及び16/12期予想の見直し、17/12期予想の策定を行った。今回の業績予想モデルでは、以下のシナリオを描いている(図表8)。

- 1) V5が15年夏ごろにもリリースされ、それに伴い「V-CUBE Gate」、「V-CUBE One」等による販促活動が加速する。国内月額契約ポート数は、年率2割強の増加を見込み、徐々に加速すると想定した。
- 2) 主力部門である国内クラウド型サービスの売上高を国内月額契約ポート数の期中平均値で除した仮想販売単価は、前述の新技術及び新サービスの投入による効果が15/12期後半から徐々に顕在化し、16/12期、17/12期ともに上昇傾向をたどる。なお、長期契約の一括計上案件やスポットのWebセミナーの開催等の構成比は変わらないと仮定している。
- 3) 海外クラウド型サービスは、主に中国で自動車会社向けプロジェクトの成功事例の横展開による高成長持続を想定している。

**M&A を含むシェア拡大、アジア市場開拓、新プラットフォーム開発に注力。**

**新パッケージやバージョンアップの効果が時間を追って顕在化しよう。**

- 4) フロー型ビジネスのオンプレミス型サービスは、国内では横ばい圏で推移すると想定した。中国を除く海外部門は公的機関などの採用による売上高の増加が期待されるが、先行してマーケティングを行ってきたタイ情勢を考慮し、緩やかな成長を見込んだ。

【 図表 8 】 バイキューブの業績予想モデル

(単位:百万円)

項目/ 決算期	13/12	14/12 IBE	14/12	15/12 CE	15/12 IBE	15/12 新E	16/12 IBE	16/12 新E
売上高	2,525	4,600	4,681	6,400	6,800	6,200	9,000	7,900
(前期比増減率)	25.9%	82.2%	85.4%	36.7%	47.8%	32.5%	32.4%	27.4%
うち クラウド型	—	—	2,822	3,516	—	3,600	—	4,800
(前期比増減率)	—	—	—	24.6%	—	27.6%	—	33.3%
そのうち 国内	1,943	2,400	2,324	—	3,400	2,900	4,700	3,800
(前期比増減率)	—	23.5%	19.6%	—	36.0%	24.8%	38.2%	31.0%
そのうち 海外	—	—	498	—	—	700	—	1,000
(前期比増減率)	—	—	—	—	—	40.6%	—	42.9%
うち オンプレミス型	—	—	771	841	—	800	—	900
(前期比増減率)	—	—	—	9.1%	36%	3.8%	—	12.5%
そのうち 国内	244	600	596	—	600	600	700	600
そのうち 海外	—	—	175	—	—	200	—	300
うち アプライアンス	—	800	852	1,582	1,600	1,500	2,000	1,800
(前期比増減率)	—	—	—	85.6%	100.0%	76.1%	21.2%	20.0%
うち その他	—	—	234	459	—	300	—	400
(前期比増減率)	—	—	—	95.7%	—	95.7%	—	64.3%
売上原価	842	1,875	1,980	2,926	2,800	2,750	3,500	3,400
(前期比増減率)	10.6%	122.7%	135.1%	47.8%	49.3%	38.9%	25.0%	23.6%
(対売上高比)	33.3%	40.8%	42.3%	45.7%	41.2%	44.4%	38.9%	43.0%
販売費及び一般管理費	1,406	2,250	2,297	2,971	3,000	2,900	3,500	3,400
(前期比増減率)	23.6%	60.0%	63.4%	29.3%	33.3%	26.3%	16.7%	17.2%
(対売上高比)	55.7%	48.9%	49.1%	46.4%	44.1%	46.8%	38.9%	43.0%
営業利益	276	475	403	502	1,000	550	2,000	1,100
(前期比増減率)	162.9%	72.1%	45.9%	24.5%	110.5%	36.5%	100.0%	100.0%
(対売上高比)	11.0%	10.3%	8.6%	7.8%	14.7%	8.9%	22.2%	13.9%
経常利益	263	500	594	500	1,000	550	2,000	1,100
(前期比増減率)	146.3%	90.1%	125.4%	-16.0%	100.0%	-7.4%	100.0%	100.0%
当期純利益	230	300	261	267	600	300	1,200	600
(前期比増減率)	97.2%	30.4%	13.7%	2.0%	100.0%	14.9%	100.0%	100.0%
地域別売上高								
国内事業	2,285	4,000	3,993	5,359	5,900	5,200	7,800	6,550
(前期比増減率)	17.0%	75.1%	74.7%	34.2%	47.5%	30.2%	32.2%	26.0%
海外事業	239	600	688	1,040	900	1,000	1,200	1,450
(前期比増減率)	365.0%	151.0%	187.3%	51.2%	50.0%	45.3%	33.3%	45.0%
うち 中国	145	450	590	811	550	800	700	1,150
うち その他海外	94	150	97	229	250	200	400	300
国内月額契約ポート数(件)	26,409	32,000	32,244	—	40,000	39,000	50,000	48,000
(前期比増減率)	146.3%	90.1%	125.4%	—	100.0%	21.0%	100.0%	23.1%
仮想販売単価(千円/件)	6.98	6.85	6.60	—	7.84	6.78	8.70	7.28
連結従業員数(人)	201	270	282	—	320	310	360	350
単体従業員数(人)	160	170	178	—	190	185	200	195

(注) CE: 同社予想、E:証券リサーチセンター予想。

仮想販売単価は国内クラウド売上高を、KPIとして開示されている国内月額契約ポート数の期首(前期末で代用)期末平均で除したものである。なお12/12期末の当該ポート数は非開示のため、当社推定の約2万件で算出

(出所)証券リサーチセンター作成

(注 15)PVC の同社グループ入り後の売上高の開示が3 四半期分に止まり、情報が限られているため。

- 5) 文教用電子黒板システムや製造業の設計部門及び官公庁の危機管理センター等を主要販売先とするアプライアンスの 15/12 期売上高は同社予想より低く見積もった。PVC の販売力はまだ不透明なため<sup>注 15</sup>、保守的に考えた。16/12 期以降については、国が奨励しながら ICT 機器導入に二の足を踏んでいる教育現場が、周囲の利用事例をみながら徐々に導入に踏み切ると想定し、着実な成長を見込んだ。
- 6) クラウド型サービスの粗利率は約 80%、オンプレミス型サービスは約 50%、アプライアンス及びその他売上高は約 10%と仮定し、売上原価を試算した。クラウド型サービスの売上原価はゼロに近いとされるが、ソフトウェア償却費の増加や新規ソリューションモデルの開発に係る労務費の増加、値引き販売等を考慮した。
- 7) 15/12 期の売上原価率を同社想定より低く見積もったのは、同社予想よりもクラウド型サービス売上高を高め、アプライアンス売上高を低めに想定したためである。16/12 期、17/12 期については設定単価が高い「V-CUBE One」の新規契約の増加を見込み売上原価率の低下を予想した。
- 8) 販管費については、ヒアリングに基づき他の職場で優秀な成果を上げた経験のあるセールスパーソンでも、市場が未成熟な同社のサービスを手際よく売り込むことは困難と判断し、15/12 期に販売力強化のために徒に人員増強を図ることはないと考えた。従って PVC の連結(8 カ月間)による大幅な連結人員増のあった 14/12 期を上回る人件費の増加はないと判断した。一方、新技術やソリューションモデルの開発が進めば販売職拡充の効果があると考え、16/12 期、17/12 期については一定の人件費の増加が必要と想定した。売上高に対する比率は低下傾向をたどると予想した。

**一括売上計上案件に依存せず、顧客基盤を着実に積み上げていくと想定。**

なお、前回の当センター予想(14 年 11 月)との主な相違点は以下の通りである。

- 1) 国内クラウド型サービスの予想売上高を下方修正した。上場による知名度上昇や「V-CUBE One」の導入により急速に拡大すると見込んでいた楽観的な成長シナリオを保守的に見直し、ア) 月額契約ポート数の増加率をやや引き下げるとともに、イ) 前期実績を踏まえ、長期契約の一括売上計上比率を引き下げたためである。
- 2) 中国事業について、自動車向けソリューションの伸長などの実績を受けて売上予想を増額した。他方、中国以外の海外売上高については、タイの政情安定化の遅れ等を考慮し、緩やかな回復になるとみて減額した。
- 3) 売上原価率の見通しを引き上げた。販売コストを一気に回収でき

る長期契約の一括売上計上の比率低下及び国内クラウド売上見通しを引き下げたためである。

- 4) 15/12 期の販管費の予想を引き下げ一方、16/12 期については前回と同水準の前期比伸び率とした。サービスメニュー及び市場環境に見合った人員体制が国内外ともに必要と判断したためである。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 成長に向けた投資資金確保を重視し無配の方針

同社は株主への利益還元を重要な経営課題の一つと認識しているものの、現時点では内部留保の充実を図り、企業体質の強化と成長のための積極投資を行うことが、株主に対する最大の利益還元につながるかと考えている。そのため、上場後の 13/12 期、14/12 期ともに無配であり、15/12 期についても無配継続を予定している。

同社は内部留保資金の使途として、ア) ソフトウェア開発を行う人員の拡充、イ) 新技術獲得のための投資、ウ) 海外拠点の新設及び拡充のための投資、エ) 広告宣伝や販売促進の積極化にむけ増加する運転資金、オ) 国内外における M&A 資金等を挙げている。

### ◆ 有償ストック・オプションの行使条件と業績見通し

なお、14 年 9 月に発行決議された有償ストック・オプションでは、16/12 期までにのれん償却前営業利益で 13 億円 (予約権の 50%行使) 並びに 15 億円 (同 100%行使) を上回ることを行使条件としている。

同社による 15/12 期の予想のれん償却前営業利益は 651 百万円 (予想のれん償却額 149 百万円を加算) であるから、16/12 期にそれを 13 億円ないし 15 億円に急拡大させることは相当な営業努力ないし市場環境の変化が必要と考えられる。

ただし、15/12 期の業績見通しは、14/12 期予想未達の反省から、再び未達とならぬよう慎重に計画されていると推察される。「V-CUBE One」の浸透や V5 による営業効率の改善、大型の長期契約一括売上計上案件の増加など、予想業績の上振れに繋がる要素は少なくないと考えられる。また、同社は M&A によるシェア拡大を成長戦略の第一に挙げており、好案件に巡り合えれば、ハードルは低下しよう。

15/12 期及びそれ以降の業績見通しは、PVC の繁忙期であり V5 実施が見込まれる 15/12 期第 3 四半期の結果を待って改めて検討する必要があると考えている。

同社の業績予想は保守的と推察される。M&A など上振れの要素も多い。

## 本レポートの特徴

### 「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

#### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

#### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

#### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 本レポートの構成

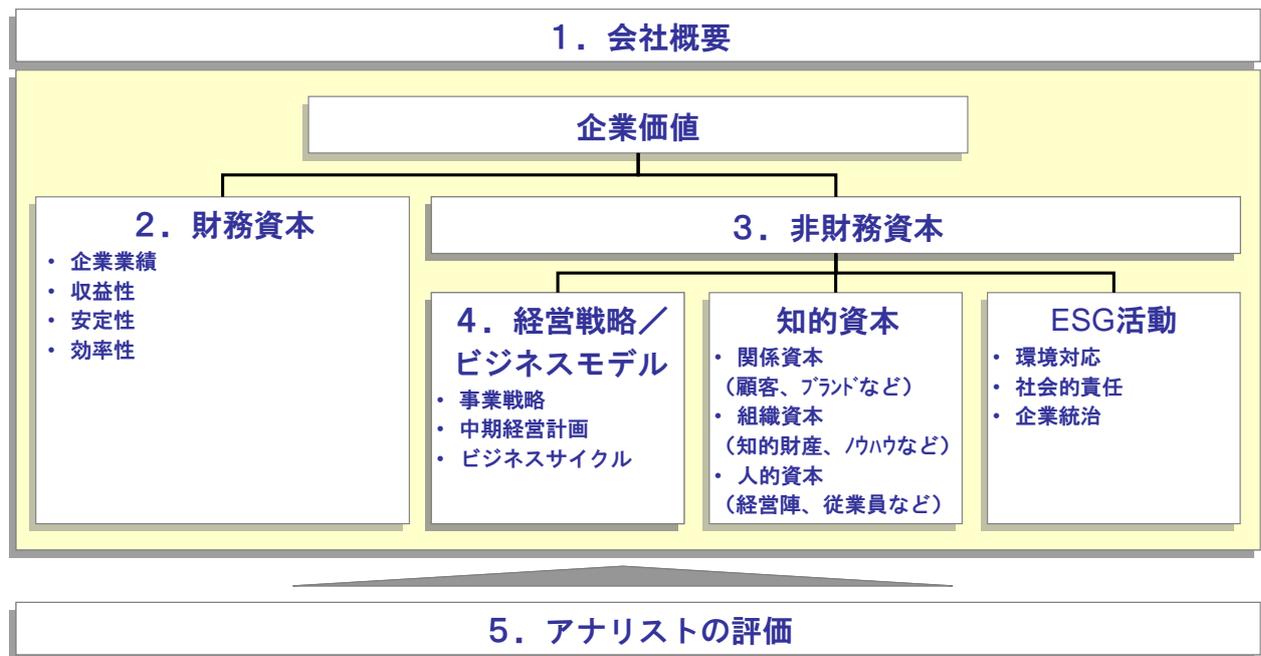
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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。

## アップデート・レポート

16 / 16

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。