

# ホリスティック企業レポート バイキューブ 3681 東証一部

アップデート・レポート  
2015年8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 20150825

# ブイキューブ (3681 東証一部)

発行日:2015/8/28

## 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 新サービス開発や営業活動に積極投資、16 年 12 月期は収穫期を迎えよう

### > 要旨

#### ◆ 事業内容

- ・ブイキューブ(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 等で国内での地位強化を図ると共に、アジア随一のベンダーを目指している。なお、15 年 7 月に東証一部へ市場変更となった。

#### ◆ 15 年 12 月期第 2 四半期決算

- ・15/12 期第 2 四半期累計(以下、上期)決算は、国内クラウド型サービスの伸長、買収したパイオニア VC の貢献、中国子会社の急成長等から前年同期比 55.8%増収となった。
- ・事業構成変化で原価率が前年同期比 2.3%ポイント上昇、販管費も大幅に増加したが増収効果で吸収、営業利益率は同 1.0%ポイント改善した。

#### ◆ 15 年 12 月期業績予想

- ・同社は 15/12 期業績を前期比 41.0%増収、24.5%営業増益を予想している。売上規模拡大を第一義に先行投資を進めており、売上高は期初計画比 2 億円増額したが、営業利益、当期純利益は据え置いた。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、クラウドやアプライアンス、その他の上期実績を踏まえ、売上高を前回予想(15 年 4 月)から 5 億円、営業利益を 50 百万円増額、前期比 43.1%増収、48.9%営業増益とした。

#### ◆ 投資に際しての留意点

- ・同社は中期成長のため、現在は短期的な利益成長を犠牲にしても先行投資を進め、クラウド型サービスのストック基盤拡充を図っている。収穫期入りする 16/12 期に営業利益は倍増すると当センターは予想する。
- ・当センターの利益予想は、14 年 10 月に同社グループ社員に付与された新株予約権の 50%が行使可能となる水準である。100%権利行使を視野に入れた M&A の可能性にも留意しておきたい。

### 【 3681 ブイキューブ 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)
2012/12	2,005	—	105	—	107	—	116	—	38.2	220.6	0.0
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	6,600	41.0	502	24.5	530	-10.9	267	2.0	28.4	—	0.0
2015 /12 E	6,700	43.1	600	48.9	630	6.1	300	14.9	32.3	506.4	0.0
2016 /12 E	8,300	23.9	1,200	100.0	1,200	90.5	630	110.0	67.0	566.7	7.0
2017 /12 E	10,500	26.5	2,100	75.0	2,100	75.0	1,150	82.5	122.3	682.0	12.0

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

### アップデート・レポート

2 / 13

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】

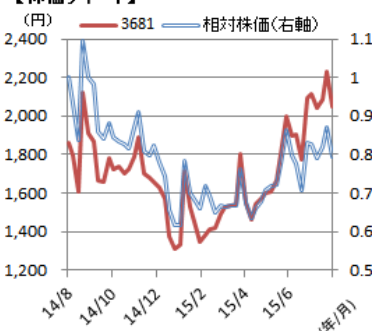
	2015/8/21
株価(円)	2,046
発行済株式数(千株)	9,404
時価総額(百万円)	19,242

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	71.3	63.3	30.5
PBR(倍)	4.6	4.0	3.6
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.3

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン(%)	10.0	37.1	19.3
対TOPIX(%)	8.1	31.6	1.7

#### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2014/8/22

> 事業内容

**Web を通じたビデオ会議等を実現するプラットフォームを主にクラウドで提供。**

(注1) 連結子会社のパイオニアVCと、持分法適用会社でエムスリー(2413 東証一部)との合弁により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、業績改善を確認し15年8月に出資比率を85%に引き上げた。

(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。

(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、主にパイオニア VC が手掛けている教育機関向け電子黒板システム、ディスプレイ付き会議テーブル等。

(注6) その他売上は、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である。

◆ ビジュアルコミュニケーションサービスを提供

ブイキューブ(以下、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等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、同社の決算説明会にも利用されている(同社 Web サイトにアーカイブあり)。

テレビ会議システムで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が、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 会議システムでは、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>。保守やバージョンアップ作業が不要な点も、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	14/12期		14/12期		15/12期		前年同期比	
	構成比	構成比	上期	構成比	上期	構成比		
サービス形態	クラウド	2,822	60.3%	1,368	78.9%	1,909	70.7%	39.5%
	オンプレミス	771	16.5%	197	11.4%	267	9.9%	35.3%
	アプライアンス	852	18.2%	51	2.9%	383	14.2%	638.3%
	その他	234	5.0%	115	6.6%	139	5.2%	21.4%
	合計	4,681	100.0%	1,733	100.0%	2,699	100.0%	55.8%
地域別	日本	3,993	85.3%	1,544	89.1%	2,182	80.8%	41.3%
	中国	590	12.6%	144	8.3%	450	16.7%	211.4%
	中国以外の海外	97	2.1%	43	2.5%	66	2.4%	51.9%

(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

## > 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。

**技術力とカスタマイズ対応等のサービス力を強みにトップシェアを獲得。**

**パイオニア VC 買収で特定分野での技術と販路獲得、販売強化に今後も注力。**

### ◆ 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約4割が代理店経由である。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)、内田洋行(8057 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>※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、シスコシステムズ社、NTTアイティ社、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。

### ◆ バイキューブの強み・弱みと戦略

「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うなど、サービス力を高めて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。

同社の強みがツールとしての使い易さの追求や業種毎に特有のニーズを組み込んだソリューションの提案力にあるとすれば、弱みはグローバルに展開する競合企業であるシスコシステムズ社や、Skypeを次期OSのWindows10におけるコミュニケーション機能をまとめた「Messaging, Phone and Video」アプリケーションソフトとして提案する構えのマイクロソフト社等に比べ、資金力やマーケティング力で見劣りすることであると証券リサーチセンター(以下、当センター)は捉えている。

同社は競合会社のビジュアルコミュニケーションツールが浸透する前に、アジア地域においてナンバー1の地位を固めるべく、(ア)業界特有のノウハウを有する協力会社と提携してソリューション事例の蓄積

を急ぐとともに、(イ) PVC のような国内同業者の M&A による規模の拡大による販売力の強化、(ウ) 既存製品の技術的な側面からのブラッシュアップによる競争力の強化を図る戦略を推進している。

## > 事業戦略

(注 8) 専門業者がエンドユーザーに提供するサービスのプラットフォームを同社が既存システムをカスタマイズして実現するもの。

**国策に合致する各種ソリューションの開発に注力、協業で販路も確保する戦略。**

### ◆ 国の成長戦略に沿ったソリューションの開発事例

同社は様々な業界に特有のニーズを汲み上げて基本システムをカスタマイズしたビジュアルコミュニケーションのモデルを幾つも構築し、同業者への横展開により顧客基盤の拡大を図る戦略を進めている。B2B2C 型のプラットフォームモデル<sup>注8</sup>などで近年の国策に沿ったサービスの事例を以下に紹介する。

#### (1) インバウンド対応のリアルタイム翻訳サービス

同社と PVC は、多言語通訳サービスを手掛けるランゲージワン社(非上場、本社東京都渋谷区)と共同で、モバイル端末や PC から通訳オペレータに繋ぐ多言語通訳サービス「V-CUBE トランスレーター」の提供を 15 年 6 月末に開始した。これは観光立国を目指す政府が進める訪日観光客向け環境整備の一端を担うサービスといえるだろう。

同社が「V-CUBE セールス&サポート」モデル、PVC が高品質な音声技術を提供し、訪日観光客とランゲージワン社が提供する高水準の通訳オペレータとスマートフォンや PC で繋ぐことにより、言語の壁のない円滑なコミュニケーションを実現するというソリューションで、販売先はホテルやレストラン、ドラッグストアなど訪日観光客が多く訪れる商業施設、対応言語は英語、中国語、韓国語、ポルトガル語、スペイン語、タイ語、ロシア語の 7 カ国語である。

同サービスでは、プラスヴォイス社(非上場、本社は宮城県仙台市)が提供する日本の聴覚障害者向けの手話通訳や、テキストを使った文字通訳サービスを追加し、公共機関等にも利用を勧める意向である。

#### (2) 処方薬のオンライン対面販売を実現するサービス

同社とエムキューブは 15 年 6 月に、国家戦略特区の拡充策の一つとして規制緩和が予定されている「処方薬の対面販売(離島や僻地における処方薬の服薬指導をテレビ電話等でも可能にすること)」に関して、医師や薬剤師と患者がスマートフォン等から Web 会議システムを使ってオンラインで対面することにより、処方薬が販売できるようにするビジュアルコミュニケーションサービスを共同開発すると公表した。

両社は将来病院や医院、調剤薬局、自治体、医療情報システムベンダー等と協力して遠隔医療のプラットフォーム構築を目指すとしている。

#### (3) 不動産契約時の重要事項説明のオンライン化

国内最大の掲載物件数を誇る住宅情報サイト「HOME'S」を運営するネクスト(2120 東証一部)は 15 年 6 月に、同社と共に不動産業界に特化した Web コミュニケーションシステム開発を進めると公表した。

(注 9) 同社はドローン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)に、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)とともに出資した。

(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り口のこと。

**技術改良、新型アプリ投入によるサービス品質の向上にも注力している。**

国土交通省は、これまで原則対面で行うこととしてきた不動産契約時の重要事項説明について、IT を活用してオンラインでも可能にするための社会実験を 15 年 8 月末より 2 年間行う予定である。オンラインで重要事項説明を行えるようになれば、遠隔地の物件を契約する顧客の利便性向上、不動産会社の業務合理化等のメリットがあるとみられる。

ネクストは 15 年 6 月に、同社と共同開発するシステム「HOME'S LIVE」をこの実験に参加する「HOME'S」加盟店の不動産会社に提供し、不動産物件のサポートを行う予定である。

このほか、前回レポート(15 年 4 月)で触れたドローン(小型無人飛行機)関連<sup>注 9</sup>では、社会インフラやプラント等の点検、災害対策分野等におけるドローンを利用した新サービスの開発を目指しており、官公庁に採用実績を持つ PVC と連携し社会実験への参加を検討している。

#### ◆ 技術面の取り組み

特定の利用シーンを想定した上記のソリューションに加え、同社は新技術による既存ソフトのバージョンアップや新たなアプリケーションソフトウェアの開発を進め、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数<sup>注 10</sup>)の拡大や新規顧客の開拓を狙っている。

##### (1) 「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して「V-CUBE ミーティング」の接続性や画質及び音質を大幅に改善する 7 年振りの本格的なバージョンアップを進めている。5 月に同社内で先行導入したところ会議開催数や延べ利用者数の増加、会議開催時間の短縮(回線故障による中断解消等)等の効果が確認されたという。

これにより、ア) 接続性や画質、音声品質等に起因する解約問題の解消、イ) 通信回線の品質に難のある地域での利便性向上による海外市場開拓の進展、ウ) Web 会議システムより上位に見做されていたテレビ会議システムの代替需要の獲得、あるいは Skype 等などの品質面での格差拡大などが期待される。

##### (2) チャットツール「V-CUBE Gate」の Apple Watch 対応

15 年 6 月に同社は、法人向けテキストチャットサービス「V-CUBE Gate」の Apple Watch 対応アプリをリリースした。

14 年 11 月にリリースした「V-CUBE Gate」は、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である。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、既存客への提供により、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。

> 業績動向

**クラウド型サービスが伸長、PVCの期初からの貢献も加わり大幅増収を達成。**

(注 11)標準的な粗利率は、クラウド型サービスでは100%に近く、サーバにソフトウェアをインストールして提供するオンプレミス型でも60~90%とみられるが、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30%前後にとどまると推察される。

(注 12)15年6月末現在の非常勤社員を除く役員及び従業員の総数は327名で前年同期末比29名増科した。増員の職種別内訳は営業系19名、技術系6名、管理系4名であった。地域別には国内256名(同17名増)、海外71名(同12名増)。国内社員のうちPVC社員は62名で14/12期上期に比べ4カ月分人件費負担が増加している。

**アプライアンスの伸長により原価率上昇、販管費増加も大幅営業増益を達成。**

◆ 15年12月期第2四半期決算

15/12期第2四半期累計(上期)決算は、売上高2,699百万円(前年同期比55.8%増)、営業利益194百万円(同81.0%増)、経常利益200百万円(同139.2%増)、四半期純利益68百万円(同114.5%増)であった(図表2)。

同社はM&Aによる規模の拡大、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る利便性の向上等を成長のための基本戦略に据え、14/12期より取り組んできた。

こうした積極投資の実行により、主力販売形態のクラウド型サービスが前年同期比39.5%増と好調であった。また14年5月から連結対象となったPVCが期初から貢献したため、電子黒板やディスカッションテーブル等のアプライアンス及びオンプレミス型サービスも伸長した。なお、地域別販売動向をみると、国内の伸長に加え、自動車業界向けソリューションが好評を博した中国も高成長を遂げた(図表3)。

仕入の多いPVCのアプライアンス売上高の増加等により、売上原価は前年同期比66.0%増と増収率を上回る伸びを示し、売上原価率は同2.3%ポイント上昇した<sup>注11</sup>。増加額410百万円の内訳は、仕入248百万円(うちアプライアンス関連220百万円)、ソフトウェア償却費75百万円、海外データセンター増設及びデータ回線開設(豪州)等のインフラ関連が26百万円、その他は外注費等である。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は前年同期比46.8%増となった。増加額469百万円の内訳はPVC分を含む人員拡充<sup>注12</sup>に伴う人件費262百万円、のれん償却40百万円、販売政策費29百万円、地代家賃その他であった。しかし販管費の伸び率は増収率を下回り、売上高に対する比率は同3.3%ポイント低下した。

以上より営業利益は前年同期比81.0%の大幅増益を達成、売上高営業利益率は7.2%となり同1.0%ポイント改善した。

【図表2】 15年12月期上期決算の概要 (単位:百万円)

	14/12期 上期実績	対売上 高比率	15/12期 上期実績	対売上 高比率	前年同期 比増減率
売上高	1,733	100.0%	2,699	100.0%	55.8%
売上原価	621	35.9%	1,032	38.2%	66.0%
販管費	1,004	57.9%	1,473	54.6%	46.8%
営業利益	107	6.2%	194	7.2%	81.0%
営業外収支	-23	-0.1%	6	0.2%	—
うち為替差損益	-19	-1.1%	8	0.3%	—
経常利益	83	4.8%	200	7.4%	139.2%
四半期純利益	31	1.8%	68	2.5%	114.5%

【図表3】 売上高の内訳 (単位:百万円)

事業/決算期	14/12期 上期	15/12期 上期	前年 同期比
クラウド	1,368	1,909	39.5%
オンプレミス	197	267	35.3%
アプライアンス	51	383	638.3%
その他	115	139	21.4%
合計	1,733	2,699	55.8%
地域別			
日本	1,544	2,182	41.3%
中国	144	450	211.4%
中国以外の海外	43	66	51.9%

(出所) 図表2、3ともにブ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

営業外収支は海外子会社向け貸付金に係る為替差益の発生等により受取超過となり、経常利益の前年同期比伸び率は営業利益を上回った。

四半期純利益は 68 百万円となり前年同期比倍増したが、海外取引の増加に伴う税金費用の一時的な増加により、経常利益に対する比率は 34%にとどまった。

なお、同社が期初に掲げた上期予想業績は売上高 2,700 百万円、営業利益以下は 0 百万円で、売上高はほぼ達成し利益は計画を上回った。

サービス形態別の売上予想数値は開示されていないが、同社によれば、クラウド型は予算を大きく上回った一方、オンプレミス型は下期への案件先送りにより予算未達となった。アプライアンス及びその他のハードウェア販売も選別受注を進めたため、予算を下回った。

以上より売上高は期初計画とほぼ同額に収まったが、形態別に粗利率の高いクラウド型と低いアプライアンスが入れ替わった結果、利益面では予算を上回る事となった。

**クラウドは想定超過、アプライアンスは想定未満で期初計画上回る利益計上に。**

**KPI の国内月額契約ポート数は着実に増加。利用時間も遜増し増枠要請に期待。**

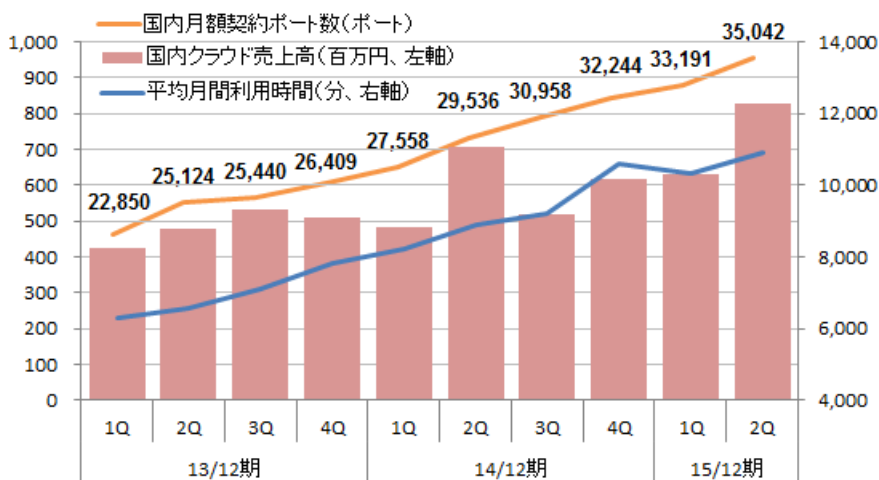
クラウド型サービスの国内売上高<sup>注13</sup>と国内月額契約ポート数、ポート当たり平均月間利用時間(V-CUBE ミーティング、セミナー、セールス&サポートのライブ利用時間)の四半期別推移を図表 4 に示した。

(ア) 契約ポート数は着実に積み上がっており、ストック型収益源になっていること、(イ) ポート当たり利用時間が着実に増加しており既存客のポート増販が期待できる状況にあることなどが分かる。なお、クラウド売上高がきれいな右肩上がりを描かないのは、新規契約時に 1~3 年等の契約料を一括払いするケースや単発のオンラインセミナー開催分が含まれているため<sup>注14</sup>である。

(注 13)前期まで国内事業はサービス形態別に、海外事業はその他として開示されていたが、15/12 期より国内外を問わずサービス形態別で開示されるようになった。15/12 期の国内クラウド型サービス売上高は、主にクラウド型サービスとされる中国事業売上高を減じた当センター推定値である。

(注 14)1~3 年の利用料を一括入金する長期契約が成約した場合、入金額の 8 割を販売コスト相当分として契約当月に売上計上し、残りを契約期間に月数按分して売上計上している。予実管理の阻害要因になるため、最近では回避するように努めているという。

【 図表 4 】 契約ポート数とクラウド売上高の推移



(注) 15/12 期のクラウド型サービス国内売上高は証券リサーチセンター推定  
(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



(注 15)従来は Web 会議、セミナー、セールスアンドサポートなど目的の異なるサービスを利用する場合に個別に再契約する必要があった。V-CUBE One は Web 会議より単価がやや高いが、利用シーンに合わせて柔軟に運用できる点が好評とのことである。

同社はこうした影響を除いたクラウド型サービスの国内月額契約売上高を契約ポート数で除した販売単価を 14/12 期第 3 四半期会計期間(以下、3Q)より開示している。同単価は 14/12 期 3Q: 4,005 円→同 4Q: 4,451 円→15/12 期 1Q: 4,469 円→同 2Q: 4,418 円と推移している。

14/12 期 3Q に比べ同 4Q 以降で単価が上昇しているのは、14 年 8 月に、1 契約で複数の目的別サービスを適宜利用できるビジュアルコミュニケーションプラットフォーム「V-CUBE One」<sup>注 15</sup>をリリースしたことが奏功していると同社は分析しており、クラウド型サービス売上高の高い増収率の要因に挙げている。

#### ◆ バイキューブによる 15 年 12 月期業績予想

同社は 15/12 期業績予想について、売上高 6,600 百万円(前期比 41.0%増)、営業利益 502 百万円(同 24.5%増)、経常利益 530 百万円(同 10.9%減)、当期純利益 267 百万円(同 2.0%増)としており、期初計画から売上高を 200 百万円、経常利益を 30 百万円増額したが、営業利益及び当期純利益は据え置いた(図表 5)。

**15/12 期はクラウドとアプライアンスが伸長、販売構成差で利益率低下へ。**

(注 16)15 年 4 月に、安価で簡単に協働学習を実現できる「xSync Stick」を 6 月下旬に発売すると公表した。専用ソフトウェアをスティック型 PC にプレインストールした製品で、導入済みのプロジェクト等に接続するだけで協働学習に利用できるという。また 15 年 5 月には、コクヨ(7984 東証一部)傘下のコクヨ S&T 社が提案する、紙のノートに書いた内容をそのままデジタル化しクラウド連携できる「CamiApp S」と連携し、学校向け手書き・協働学習ソリューションを提供すると公表した。

需要環境認識や販売促進に向けた施策について期初からの変更はない。主力のクラウド型サービスについては、新たなソリューションの提供等により、日本及び中国で高伸長を見込んでいる。アプライアンスについても、教育現場での電子黒板の導入が進むと想定し、PVC の通期貢献で急拡大を見込んでいる。

クラウド型サービス売上高は、予算超過の上期実績を踏まえ増額された。上期に予算割れしたアプライアンスについては、上期に投入した新サービス<sup>注 16</sup>の効果も見込まれ、需要期の下期には挽回可能として予想売上高が僅かに増額された。オンプレミスの通期売上高については、上期からずれ込んだ案件の売上計上により下期売上高は当初予算を上回る見込みだが、上期の予算未達額が大きく、僅かに減額された。

地域別売上高については、上期実績を踏まえ日本及び中国が増額された。景気減速が懸念される中国で販売は好調を継続しているという。

**15/12 期は積極的な先行投資方針から売上高増額も営業利益据え置きへ。**

前期比 41.0%の大幅増収ながら、営業増益率が 24.5%にとどまり売上高営業利益率が 1.0%ポイント低下すると予想するのは、前述の通り粗利率の低いアプライアンスが大きく伸長し、売上構成比を高めるためである。売上高は増額修正されたが、営業系職員の増員など将来に向けた先行投資を実行するという基本方針に基づき、保守的な観点で営業利益は据え置かれた。

経常利益が前期比減益となるのは、14/12 期に営業外収益に 171 百万円計上された為替差益が 15/12 期は殆ど生じないという想定のため、期初は見込んでいなかったが上期実績に基づき少額織り込まれた。

【 図表 5 】 バイキューブによる 15 年 12 期業績予想

(単位：百万円)

項目 / 決算期	14/12期実績	対売上高比率	15/12期予想	対売上高比率	対前期比	期初予想	修正率
売上高	4,681	100.0%	6,600	100.0%	41.0%	6,400	3.1%
クラウド型	2,822	60.3%	3,750	56.8%	32.8%	3,516	6.7%
オンプレミス型	771	16.5%	780	11.8%	1.1%	841	-7.3%
アプライアンス	852	18.2%	1,630	24.7%	91.2%	1,582	3.0%
その他	234	5.0%	440	6.7%	87.6%	459	-4.1%
売上原価	1,980	42.3%	2,986	45.2%	50.8%	2,926	2.1%
販売費及び一般管理費	2,297	49.1%	3,111	47.1%	35.4%	2,971	4.7%
営業利益	403	8.6%	502	7.6%	24.5%	502	0.0%
経常利益	594	12.7%	530	8.0%	-10.9%	500	6.0%
当期純利益	261	5.6%	267	4.0%	2.0%	267	0.0%
【再掲】 日本	3,993	85.3%	5,480	83.0%	34.2%	5,359	2.3%
地域別 中国	590	12.6%	900	13.6%	37.4%	811	11.0%
売上高 中国以外の海外	97	2.1%	220	3.3%	134.5%	229	-3.9%

(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記載の増減額から推計、百万円単位で算出  
(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

当期純利益が微増益で据え置かれたのは、海外取引の増加に伴う税負担の一時的な増加の一方で、特別損失の消失(14/12期は26百万円)、PVC及び中国子会社に係る少数株主持分利益の流出減少等を見込んでいるためである。

#### ◆ 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を中心にアプライアンスのハードウェア販売額等を除いた売上高100億円、経常利益30億円という数値を掲げている。

同社の成長戦略は従来通り、(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を活用した事業基盤の拡大、(イ)得意客や特異技術を保有する企業との協業などによる多様なソリューション開発による販売機会の拡大、(ウ)「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、(エ)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等を具体的施策に挙げている。

なお、14年10月に発行された有償ストック・オプション<sup>注17</sup>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)を上回ることを権利行使条件としている。14/12期ののれん償却額は73百万円、15/12期はPVCの特株比率引き上げにより130百万円と同社は見込んでおり、15/12期ののれん償却前営業利益は632百万円となり、行使条件との乖離は大きい。

**M&A や協業戦略、アジア市場展開などで経常利益30億円を目指す。**

(注17) 予約権総数 2,000 個、予約権 1 個の発行価額 2,000 円、予約権 1 個当たりの付与株数 100 株で、行使期間は 16 年 4 月～20 年 3 月まで。権利行使により最大約 4.4%の希薄化が生じる。

しかし、(ア)15/12期はクラウド型サービスの顧客基盤拡充のために、短期的な利益伸び悩みを覚悟の上で販売活動に積極投資を行っており、想定通り月額契約ポート数が増加すれば16/12期は積み上がった顧客基盤からの収益が通年で享受できること、(イ)PVCの連結加算によるコスト増加が一巡することも含め、16/12期の販管費の伸びは15/12期を下回る見込みであること等から、16/12期に行使条件をクリアすることは不可能ではないと同社は考えている。

#### ◆ 証券リサーチセンターによる業績見直し

当センターは、15/12期上期実績を踏まえ、15/12期～17/12期の業績予想の見直しを行った(図表6)。

##### (1) 15年12月期予想の修正

同社予想を売上高及び営業利益で1億円上回る予想とした。売上高については同社予想が概ね妥当と考え、利益面はヒアリングに基づき積極的な販売活動投資などについて保守的な算定をしていると判断した。15/12期予想で前回レポートから修正した点は以下の通りである。

- 1) 売上高については、クラウド型サービス、アプライアンス及びその他の売上高について、上期実績を踏まえ増額修正した。
- 2) 営業利益については、(ア)アプライアンス売上高を見直したことに伴い、売上原価を前回予想より増額したこと、(イ)クラウド型サービスの顧客基盤拡充のための販売経費を前回予想より高く見積もったこと等により、5億円の売上高の増額に対し50百万円の増額にとどめた。
- 3) 当期純利益については前回より税負担率を見直して据え置くこととした。

**同社の15/12期の売上高予想は概ね妥当だが利益予想は保守的と判断。**

(注18)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。

**バージョンアップや新サービスが徐々に奏功、アプライアンスも着実に伸長へ。**

##### (2) 16年12月期及び17年12月期の見直し

中期な成長シナリオについては、前回レポートの見解を継続する。即ち、(ア)クラウド型サービスについては、Web会議のバージョンアップや「V-CUBE Gate」「V-CUBE One」等の投入で国内月額契約ポート数が年率2割強増加し、販売単価<sup>注18</sup>も上昇傾向を辿る、(イ)中国事業(主にクラウド型サービス)も高成長する、(ウ)オンプレミス型サービスは国内で横ばい、中国を除く海外部門で公的機関などを中心に緩やかな成長を見込む、(エ)アプライアンスについては、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、周囲の利用事例を見ながら徐々に導入に踏み切ると想定し、着実な成長を見込むというものである。

利益面では、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、売上原価を試算している。クラウド型サービスの売上原価については、数年振りの本格的なバージョンアップに伴うソフトウェア償却

**クラウド型サービスとアプライアンスの売上高を前回予想より増額した。**

費の増加や新規ソリューションモデル開発に係る労務費及び外注費の増加、代理店による値引き販売等を考慮している。なお、当センターの前回予想との相違点は以下の通りである。

- 1) 15/12 期上期実績に基づき、売上高は前回予想に対し、クラウド型サービス及びアプライアンスについて増額した。
- 2) 売上原価については、値引き販売等を考慮した仮説販売単価の引き下げやアプライアンス売上高の増額を主因に増額した。

【 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	12/12	13/12	14/12	15/12 CE	15/12 旧E	15/12 新E	16/12 旧E	16/12 新E	17/12 旧E	17/12 新E
売上高	2,005	2,525	4,681	6,600	6,200	6,700	7,900	8,300	10,100	10,500
(前期比増減率)	—	25.9%	85.4%	41.0%	32.5%	43.1%	27.4%	23.9%	27.8%	26.5%
うち クラウド型	—	—	2,822	3,750	3,600	3,800	4,800	5,000	6,600	6,700
(前期比増減率)	—	—	—	32.8%	27.6%	34.7%	33.3%	31.6%	37.5%	34.0%
そのうち 国内	1,580	1,943	2,324	—	2,900	3,000	3,800	3,900	5,200	5,200
そのうち 海外	—	—	498	—	700	800	1,000	1,100	1,400	1,500
うち オンプレミス型	—	—	771	780	800	800	900	900	1,000	1,000
(前期比増減率)	—	—	—	1.1%	3.8%	3.8%	12.5%	12.5%	11.1%	11.1%
そのうち 国内	258	244	596	—	600	600	600	600	600	600
そのうち 海外	—	—	175	—	200	200	300	300	400	400
うち アプライアンス	—	—	852	1,630	1,500	1,650	1,800	1,900	2,000	2,200
(前期比増減率)	—	—	—	91.2%	76.1%	93.7%	20.0%	15.2%	11.1%	15.8%
うち その他	114	—	234	440	300	450	400	500	500	600
(前期比増減率)	—	—	—	87.6%	28.2%	95.7%	64.3%	37.5%	30.4%	36.4%
売上原価	761	842	1,980	2,986	2,750	3,000	3,400	3,600	4,150	4,400
(前期比増減率)	—	10.6%	135.1%	50.8%	38.9%	51.5%	23.6%	20.0%	22.1%	22.2%
(対売上高比)	38.0%	33.3%	42.3%	45.2%	44.4%	44.8%	43.0%	43.4%	41.1%	41.9%
販売費及び一般管理費	1,138	1,406	2,297	3,111	2,900	3,100	3,400	3,500	3,950	4,000
(前期比増減率)	—	23.6%	63.4%	35.4%	26.3%	35.0%	17.2%	12.9%	16.2%	14.3%
(対売上高比)	56.8%	55.7%	49.1%	47.1%	46.8%	46.3%	43.0%	42.2%	39.1%	38.1%
営業利益	105	276	403	502	550	600	1,100	1,200	2,000	2,100
(前期比増減率)	—	162.9%	45.9%	24.5%	36.5%	48.9%	100.0%	100.0%	81.8%	75.0%
(対売上高比)	5.2%	11.0%	8.6%	7.6%	8.9%	9.0%	13.9%	14.5%	19.8%	20.0%
経常利益	107	263	594	530	550	630	1,100	1,200	2,000	2,100
(前期比増減率)	—	146.3%	125.4%	-10.9%	-7.4%	6.1%	100.0%	90.5%	81.8%	75.0%
当期純利益	116	230	261	267	300	300	600	630	1,100	1,150
(前期比増減率)	—	97.2%	13.7%	2.0%	14.9%	14.9%	100.0%	110.0%	83.3%	82.5%
地域										
国内事業	1,953	2,285	3,993	5,480	5,200	5,700	6,550	6,900	8,100	8,500
(前期比増減率)	—	17.0%	74.7%	37.2%	30.2%	42.7%	26.0%	21.1%	23.7%	23.2%
別										
海外事業	51	239	688	1,120	1,000	1,000	1,450	1,400	2,000	2,000
(前期比増減率)	—	365.0%	187.3%	62.8%	45.3%	45.3%	45.0%	40.0%	37.9%	42.9%
売上										
うち 中国	51	145	590	900	800	800	1,150	1,100	1,500	1,500
高										
うち その他海外	51	94	97	220	200	200	300	300	500	500
国内月額契約ポート数(件)	—	26,409	32,244	—	39,000	40,000	48,000	50,000	60,000	63,000
(前期比増減率)	—	—	22.1%	—	21.0%	24.1%	23.1%	25.0%	25.0%	26.0%
仮想販売単価(千円/件)	—	6.98	6.60	—	6.78	6.92	7.28	7.22	8.02	7.67
連結従業員数(人)	177	201	282	—	310	320	350	350	390	385

(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(15/12 期以降は当センター推定)を、KPI として開示されている国内月額契約ポート数の期中平均で除した算出。12/12 期末の当該ポート数は非開示のため約 2 万件と仮定して算出。

(出所) 証券リサーチセンター作成

16/12 期は先行投資的な  
販管費増が峠を越えると  
想定し、利益を増額した。

- 3) 販管費について、前回は新たなソリューションモデル開発に伴い16/12 期以降に販売職を拡充することが効果的と考えていたが、今回は15/12 期の販売活動投資を高く見積もり、16/12 期以降の伸び率を引き下げた。
- 4) 上記に伴い、営業利益は16/12 期、17/12 期ともに1 億円増額した。当期純利益については、税負担率の上昇、PVC の持ち株比率引き上げによる少数株主持分利益の減少を考慮した増額幅とした。

### > 投資に際しての留意点

有償ストック・オプションを  
踏まえ16/12 期計画をどう  
開示するか注目される。

#### ◆ 有償ストック・オプションの行使条件と業績見通し

前述の通り、14 年9 月に同社グループ幹部社員に発行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)を上回ることを権利行使の条件としている。

当センターは16/12 期の当該利益は13.3 億円(のれん償却額1.3 億円)に達すると予想する。新たなM&A があれば、さらに上積みも期待できよう。15/12 期決算発表時に同社が16/12 期予想業績をどのように設定するかが注目される。

#### ◆ 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。

資金の使途としては、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 資金等が挙げられている。

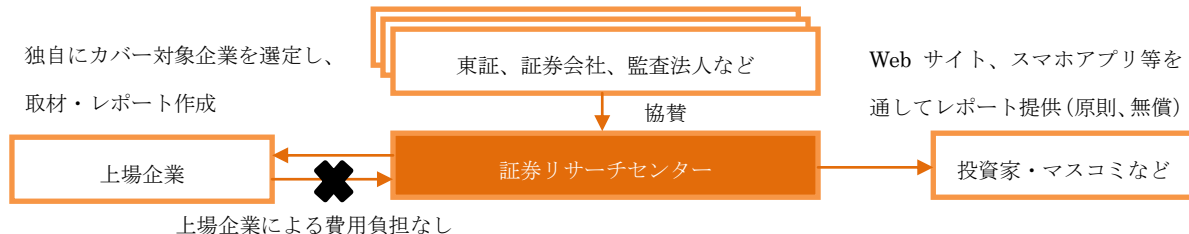
15 年7 月22 日に同社株式は東証マザーズから東証一部に指定替えとなった。これを受けて一部上場記念配の実施も考えられる。

しかし有償ストック・オプション発行時に高い業績目標を掲げており、これを達成する前に配当による利益還元を行うことは回避される公算大と当センターは判断した。配当開始は16/12 期から、配当性向は10%を目途にすると当センターは予想する。

東証一部への指定替えも  
あるが利益配当の開始は  
16/12 期以降と予想する。

**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。



■ **協賛会員**

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 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	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

**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

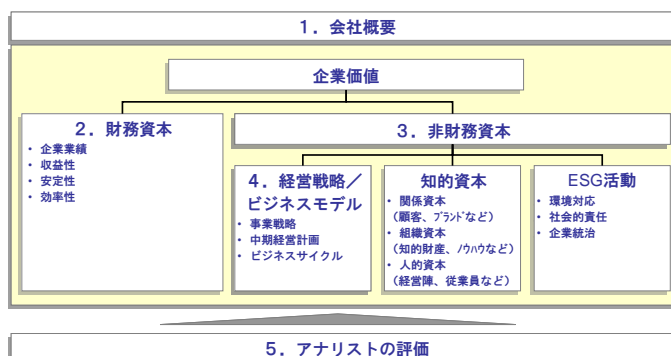
**本レポートの構成**

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 Ratio)

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。