

# 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

フル・レポート  
2014年3月31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20140326

要旨

1. 会社概要

- 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サービス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。
- 国内ビジュアルコミュニケーション市場は約420億円、うちWeb会議市場は約101億円で、同社はWeb会議市場占有度首位と推定される。

アナリスト: 高坂 茂樹  
+81(0)3-6858-3216  
kousaka@stock-r.org

2. 財務面の分析

- リーマンショック以後、クラウド型サービスに対する企業のニーズが高まった。当初は営業経費を月額課金収入で賄えず経常赤字に転落したが、13/12期売上高経常利益率は10.4%と収益性が改善してきた。
- 企業向けクラウド型サービスを展開するサイボウズとの比較では、同社の収益性指標が高く、安全性指標は同等である。

【主要指標】

	2014/3/20
株価(円)	3,915
発行済株式数(千株)	4,539
時価総額(百万円)	17,773

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	56.2	49.2	23.6
PBR(倍)	4.7	4.3	3.6
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

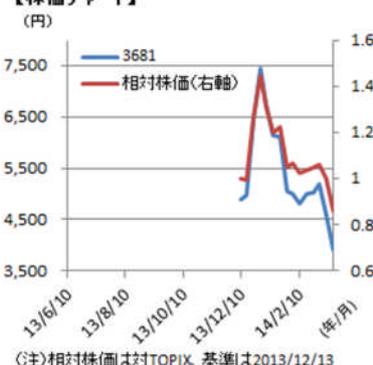
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-0.8	—	—
対TOPIX(%)	-0.1	—	—

3. 非財務面の分析

- クラウド型ビジュアルコミュニケーションサービスを実行する自社開発のソフトウェア資産と、4,000社を超える顧客基盤、ソリューションを導き出す営業スタッフが同社の競争力の源である。
- 同社はストック型ビジネスモデルを確立している。ユーザビリティに拘った商品開発を推進した経営陣も評価に値しよう。

【株価チャート】



4. 経営戦略

- M&A等により、顧客基盤及び業界特化型ソリューションの幅を広げる戦略を打ち出している。
- 海外戦略についてはアジア地域を中心にサービス提供国を拡大するとともに、中国及びASEAN地域で人材投資を進める意向である。

5. 業績予想

- 同社の14/12期業績見通しは、前期比86.3%増収、90.6%営業増益である。大幅増収の要因は、国内クラウド型サービスの堅調な推移、海外事業の拡大、競合会社の買収効果等である。
- 証券リサーチセンターでは、上場による知名度向上及び買収戦略により顧客基盤がさらに拡大し、中期的に高成長を持続できると予想する。

【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	18.9	105	221.9	107	702.9	116	—	38.2	220.6	0.0
2013/12	2,525	25.9	276	162.9	263	146.3	230	97.2	69.7	830.9	0.0
2014/12 CE	4,705	86.3	527	90.6	534	102.6	322	40.1	71.3	—	0.0
2014/12 E	5,000	98.0	600	117.4	600	128.1	360	56.5	79.6	910.5	0.0
2015/12 E	7,000	40.0	1,200	100.0	1,200	100.0	750	108.3	165.9	1,076.4	0.0
2016/12 E	9,000	28.6	2,500	108.3	2,500	108.3	1,500	100.0	331.7	1,408.1	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、無印は実績

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － 業界環境と競合
- － ビジネスモデル
- － 沿革と経営理念

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

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

(注1) 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てサービスの形で、必要に応じて利用する方式

(注2) 自社のサーバ等の設備や環境でソフトウェア等を導入し、利用すること。

(注3) その他売上には、Webカメラやヘッドセット等のハードウェアや、Web 会議専用のタッチパネル型 PC「V-CUBE ターミナル」の販売等が含まれる。

(注4) 企業等の組織における情報資産のセキュリティに関する基本方針。

#### ◆ 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）及びアジアを中心とする連結子会社 8 社、関連会社 1 社で構成されるグループは、ビジュアルコミュニケーションサービスを提供するためのソフトウェアを開発し、主にクラウド型<sup>注1</sup>のサービスとして企業等に提供している。

同社のビジュアルコミュニケーションサービスとは、イ) ユーザーの PC やモバイル端末(タブレットやスマートフォン等)を利用し、ロ) インターネットを通じて、ハ) 参加者の顔が見え、遠隔地の相手と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(図表 1) 等で、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。

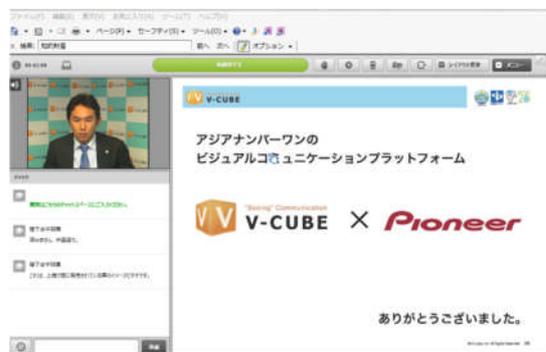
#### ◆ クラウド型サービスが基本

同社はビジュアルコミュニケーション事業の単一セグメントである。売上高は国内事業と海外事業に分類され、国内事業はさらにクラウド型サービスとオンプレミス型サービス<sup>注2</sup>、その他<sup>注3</sup>に分けて開示されている(図表 2)。

国内事業売上に占めるクラウド型サービスの構成比は 85%に達する(13/12 期)。これは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に対する認知度が上昇した結果であり、リーマンショック以降同社においてもクラウド比率が高まっている。オンプレミス型を選択するのは、セキュリティポリシー<sup>注4</sup>の制約等からクラウド型サービスが利用できない金融機関や官公庁等である。

同社の顧客は、上場企業から中小企業までの民間企業から教育機関や医療機関、官公庁まで多種他業種に亘り、導入社数は 4,000 社を超えている(13 年 4 月末現在)。地域別には、国内売上が 90.5%を占めている。

図表 1 Web セミナーのインターフェイス例



(出所)ブイキューブ Web 説明会

図表 2 売上高の内訳 (百万円)

	13/12期	前期比	構成比
クラウド型サービス	1,943	23.0%	76.9%
うちWeb会議	1,032	19.1%	40.9%
うちWebセミナー	567	15.9%	22.5%
その他	344	53.5%	13.6%
オンプレミス型サービス	244	-5.4%	9.7%
その他(ハード販売等)	97	-14.9%	3.8%
国内小計	2,285	17.0%	90.5%
海外事業	239	365.0%	9.5%
うち中国	145	—	5.7%

(出所)ブイキューブ決算短信及び決算説明会資料に基づき  
証券リサーチセンター作成

◆ 様々なビジュアルコミュニケーションサービス

同社の提供するサービスメニューを図表3に示した。国内クラウド型サービスの約5割を占めるWeb会議サービスの「V-CUBEミーティング」のサービス概要は以下の通りである。

- 1) ソフトウェアは同社が契約するデータセンターのサーバに格納されている。利用者はPC等のWebブラウザによって同社のサーバにアクセスしてシステムを利用する。
- 2) 同社のWeb会議サービスのユーザーインターフェイス(前頁図表1)は、参加者の顔が見えるだけでなく、資料を共有しながら会議を進行できるようになっている。具体的には、PC内蔵カメラやWebカメラで撮影された参加者の映像を表示する人数分の表示窓、資料掲載や書き込みができるホワイトボード、動画等を表示するデスクトップスペース、テキストチャット表示窓、頻繁に利用される操作ボタンを並べた上下段のツールバー等がPC画面に配置され、直観的に操作しやすいものになっている。
- 3) 同社のWeb会議サービスは、貸会議室のように利用される。スタンダードプランでは、1契約当たり10拠点まで参加可能で注5、利用時間制限なしで月額79,900円である。拠点数に応じたプレミアム契約、利用時間を月1,200分(20時間)に制限するトライアルタイプなど様々なオプションが用意されている注6。

(注5) 10台のPC等の端末がWeb会議にアクセスできる、契約時に利用者や端末を指定する必要はなく、会議に必要な社外のメンバーをメールアドレスで指定して招待することもできる、オプションで最大100拠点まで参加する端末を増やすことができる。

(注6) 中小企業では月額5万円~8万円、大企業では同50万円~100万円等、利用形態はさまざまである。

図表3 ブイキューブの主なサービス

サービス名称	サービス概要	利用シーン	特徴やメリット	リリース時期
V-CUBEミーティング	インターネット上で資料を共有しながら参加者の声、表情を視聴する会議システム。	複数拠点間の社内会議、取引先との商談、専門スタッフの同行訪問の代用等。	資料を共有し書き込みも出来るホワイトボード機能、メールアドレスによる取引先招待機能、録画機能等を標準装備。最大100拠点が参加可能。	03年に開発し社内利用開始04年に外販本格化
V-CUBEセミナー	講師と受講者の質疑応答もできるオンラインセミナー。	セミナー、学習塾、学会、支店社員研修、代理店教育、IRやPRのミーティング等。	最大1万人が受講可能。アンケート調査、リアルな会場のネット中継、録画及びオンデマンド配信等ができる。会場の予約及び設営の手間や経費が省ける。	05年11月
V-CUBEセールス&サポート	オンラインでの遠隔地顧客への対面営業やユーザーサポート等1対1のコミュニケーションを支援。	「テレ泊営業」支援、ユーザーサポート支援、オンラインの家庭教師等。	移動時間の節約、情報共有の深化等が見込まれる。自社サービスのマーケティングツールを商品化。	06年10月
V-CUBEドキュメント	PCやタブレット端末等で資料を共有。	社内会議、訪問先でのプレゼンテーション等。	会議等のペーパーレス化を実現。細かい文字の拡大表示、資料への書き込みも可能。	11年4月
V-CUBEボイス	電話回線を利用して音声コミュニケーションを実現。	ネット接続が困難な多拠点の参加者による電話会議。	PC不携帯、ブロードバンド回線接続不能でもV-CUBEミーティングに音声で参加できる。	11年11月
V-CUBEビデオ	動画をインターネット上で簡単に公開するためのサービス。	全社向け経営戦略発表会、朝礼、操作手順書動画配信等、片方向のナレッジ共有。	携帯電話やデジタルカメラ等様々な機器で録画された形式の異なる動画を自動変換し、ホームページやブログ、携帯電話等で配信することができる。	N.A.
V-CUBEポータル	作成したコンテンツの配信及び管理システム。	人事部の社員研修状況管理、eラーニング事業者等。	ユーザー毎に異なる閲覧権限の付与、閲覧履歴の管理、コンテンツに対するアンケート機能等がある。	N.A.
V-CUBEプレゼンター	プレゼンテーション映像制作及び配信サービス。	コーポレートサイトに掲載するPRビデオ制作等。	プレゼンター役の動作にCGや効果音、BGMを加え、説得力あるプレゼンテーションビデオを作成できる。	13年10月
V-CUBEマーケット	セミナー、カウンセリングをはじめ対面型イベントを営業目的とする事業者を集めたマーケットプレイス。	地方在住の一般消費者を対象とする事業者向けサービス等、例えば教育事業、占い等。	課金、集客、運営支援等を同社が代行。コンテンツを用意するだけでBtoC事業が開始できるようなプラットフォームにする。	14年3月

(出所)ブイキューブ有価証券届出書、商品紹介サイト記載内容及び決算説明会資料等に基づき証券リサーチセンター作成

経費をかけずに意思疎通を  
 深化させることが可能。スケ  
 ジュール調整も容易になる。

代理店が戦力化してきた。他  
 社クラウドサービスとのクロ  
 スセルも進めている。

#### ◆ 導入理由

企業等がビジュアルコミュニケーションサービスを利用する目的として、以下の点が挙げられる。

- 1) 電話では伝えられない「表情や動作」、「目線の動き方」等が見える、資料をブラウザ内に配置して書き込みをして示すことが出来る。映像が付加されたコミュニケーションであれば、「話の間」による意思伝達等が可能になるなど情報共有の深化が期待できる。
- 2) 「Face to Face」のコミュニケーションを実現するために、従来必要であった出張旅費が削減される、移動時間がなくなるなど、数値化できる経済的な利点がある。
- 3) 全体会議への参加や遠隔地の顧客訪問、海外の支店や取引先への出張等のための移動時間が節約できるうえ、スケジュール調整も容易になる。そのため、いつでも、あるいは頻繁に、濃厚なコミュニケーションをとることができるようになる。

#### ◆ 販売チャネル

同社は販売代理店と直販体制を併営する営業スタイルを採っており、最近では新規契約の4割が代理店経由となっている。

大塚商会(4768 東証一部)、キャノンマーケティングジャパン(8060 東証一部)、NTTグループ、NEC マグナスコミュニケーションズ、日本NCRをはじめ、多くの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サービスを取り扱っている。システムインテグレータのソリューションのオプション機能として、同社サービスをOEMで提供することもある。

また、サイボウズ(4776 東証一部)と同社は、グループウェアとWeb会議サービスの連携機能(グループウェアのスケジュール管理機能を通じてWeb会議の予約を行う)を開発し、相互に自社の顧客に対して提携相手のサービスのクロスセルを提案している。

### > 業界環境と競合

(注7) Web会議には、クラウド型サービスとオンプレミス型販売の双方を含む。会議接続サービスは、通信キャリア等が提供するテレビ会議や電話会議の接続サービスである。音声関連製品は電話会議専用端末、ヘッドセット、マイクスピーカー等。テレビ会議に必要な他地点接続装置は会議用端末内蔵の場合がある。

#### ◆ Web会議サービスの市場規模

ビジュアルコミュニケーション市場に関する公式統計はないが、市場調査会社シード・プランニングによれば、12年におけるわが国のビジュアルコミュニケーション市場は約420億円である<sup>注7</sup>。この調査で当該市場は、イ) テレビ会議専用機器約110億円、ロ) Web会議約101億円、ハ) 会議接続サービス約100億円、ニ) 音声関連製品約69億円、ホ) 多地点接続装置及びサービス40億円である(図表4)。

Web会議市場についてシード・プランニングでは、08年に約60億円であったが、12年までの5年間で年率約11%成長を遂げたと推定している。リーマンショック後に設備投資が抑制され、クラウド型サー

ビスの利用が広がったこと、同時期に出張経費の節減等の徹底したコストカットが進められたことが市場拡大の要因と考えられる。

なお、シード・プランニングでは、国内 Web 会議市場は 16 年には 165 億円に拡大する（年率約 13%成長）と予想している。

◆ 競合状況

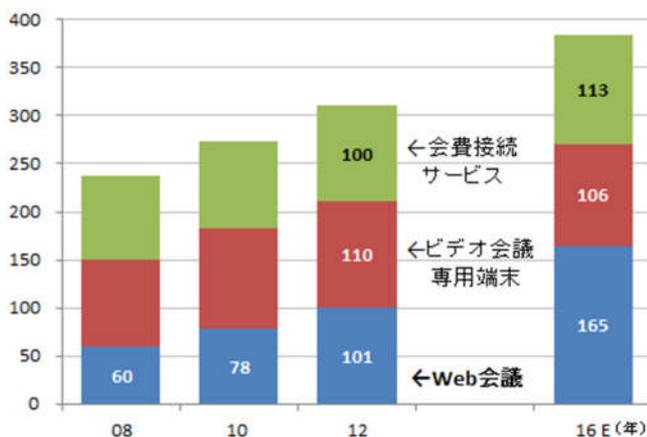
クラウド型 Web 会議サービスを手掛けている企業を列举すると、NTT アイティイー、パイオニアソリューションズ、OKI (6703 東証一部) や、パナソニック (6752 東証一部)、日立製作所 (6501 東証一部)、富士通 (6702 東証一部)、キヤノン (7751 東証一部) をはじめデバイス販売も目的の一つとする大手電機ないし精密機器メーカーのグループ会社、シスコシステムズ、マイクロソフト、日本 IBM 等の外資系 IT 企業が挙げられる。また、ジャパンメディアシステムやエイネット等のベンチャー企業も一定の存在感を示している模様である。

IT 関連大手企業グループが  
デバイス販売目的で参入も、  
市場はまだ小さい。

シード・プランニング、Frost & Sullivan 社、富士カメラ総研等さまざまな市場調査コンサルタントの調査において、同社はわが国クラウド型 Web 会議サービス市場のトップベンダーと推定されている（図表 5）。同社自身も現在の市場占有率は 3 割程度で首位と認識している。

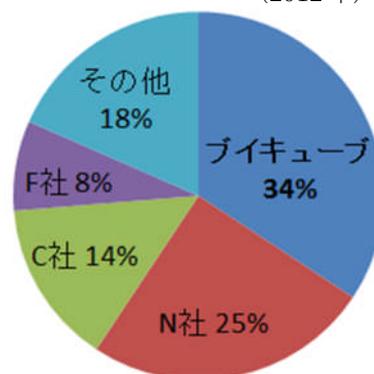
国内の大手企業グループにとってわが国 Web 会議市場はリソースを割くのに十分な規模でないため、商品開発力の点で同社は負けていないと考えられる。また同社によれば米国企業は、イ) 米国内市場約 1,200 億円を前提に事業を営んでおり、日本市場の規模は魅力的でないこと、ロ) 国土の広い米国では電話会議が早くから普及しており、延長線上に映像も付加した Web 会議を位置付けていて、ユーザビリティを重視しないお仕着せのパッケージ商品に止まっていること等から、国内ユーザーに評価されていない模様である。

図表 4 Web 会議及びテレビ会議の市場規模 (単位: 億円)



(出所) シード・プランニング「テレビ会議/Web 会議/音声会議の最新市場動向」に関するプレスリリース及び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

図表 5 クラウド型 Web 会議の市場占有率 (2012 年)



(出所) バイキューブ「パイオニアソリューションズの子会社化」リリースに基づき証券リサーチセンター作成、原典は富士カメラ総研「ソフトウェアビジネス新市場」

◆ **バイキューブが評価された要因**

シード・プランニングの「2014 テレビ会議/Web 会議/音声会議の最新市場動向」においても、同社は Web 会議市場のトップベンダーとされ、クラウド型 Web 会議サービスで 2013 年まで 7 年連続首位となっている。同社が市場で高い評価を得ているのは、自社サービスの以下のような特徴にあると同社は考えている。

**インストール不要の手軽さ、貸会議室制、テレビ会議との連携等が魅力。**

(注 8) リアルの会議室と同様に、席数の制約はあるが入室者の属性は問われない。ID 課金制では、会議のイスが空いていても、事前登録のない参加者は追加料金を払い参加しなければならず、稀にしか参加しないメンバーには不経済である。

- 1) OS 不問、インストール不要のマルチプラットフォーム対応 (タブレットやスマートフォンでも参加可能)、インターフェイスの多言語対応、電話機対応等により、「いつでも」、「どこでも」、「だれでも」使えるサービスである。
- 2) ユーザーインターフェイスを PC 等の画面 1 枚に収め、その上に様々な機能を盛り込み、会議がスムーズに行えるようにしている。
- 3) ほぼ月に一度のバージョンアップで機能向上を図り、ユーザーの満足度を高めるように努めている。
- 4) 利用者を事前登録する ID 課金制ではなく、貸会議室制<sup>注 8</sup>である。そのため社外の取引先を含め臨時メンバーの会議への招待が容易であり、追加料金の発生もなく経済的である。
- 5) テレビ会議システムのリーディングカンパニーである Polycom Inc.の日本法人と技術及び販売面で提携しており、ポリコム システムを導入している大企業のテレビ会議に、Web 会議システムによって参加することができる。
- 6) Web 会議の活用によるコストの削減や地球温暖化ガス排出抑制の効果を「見える化」する ECO メーターを標準搭載している。
- 7) 24 時間 365 日のサポート体制で、導入支援やアフターフォローを行っている。

> **ビジネスモデル**

◆ **ストック型の収益モデル**

クラウド型ビジュアルコミュニケーションサービスを主力商品とする同社の事業は、ストック型の収益モデルとなっている。次頁図表 6 に示した 12/12 期から 13/12 期にかけてのクラウド型サービスの増収メカニズムのように、顧客基盤は每期積み上がって安定収益源となる。

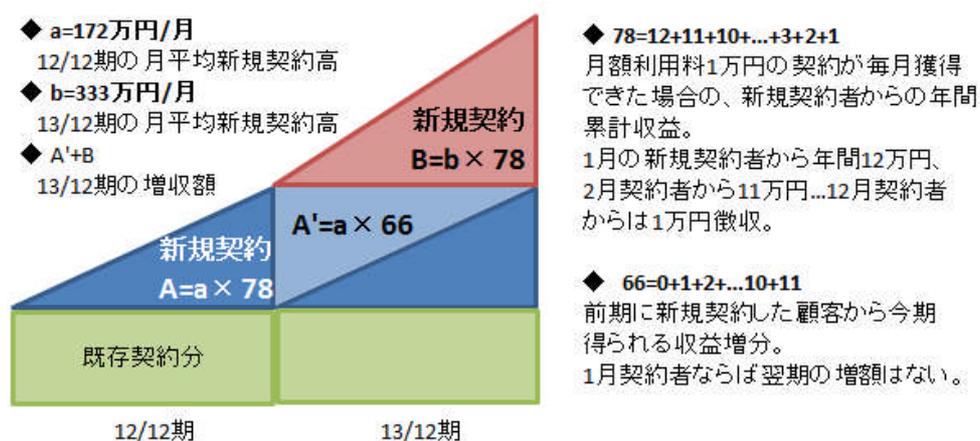
**新規契約者からの月額利用料が積み上がる構造。解約率は低い。**

年間新規客獲得件数の増加、1 件当たり契約額の上昇、あるいは既存顧客の利用部署拡大による契約金額引き上げなどがあれば、成長速度が増す。逆に新規客獲得ペース等が鈍れば、増収率は鈍化するが、減収には至らない。

減収となるのは、解約件数が新規獲得件数を上回る場合である。同社

によれば解約されるケースは、顧客企業が、イ) 経営不振等により事業所を閉鎖、ロ) 運用担当者が社内への啓蒙活動を怠り、利用実績が少なかったという事例が多く、解約率は平均月1%程度である。これに対して同社では、同社のサーバから利用時間の少ない顧客を検出し、有用な利用法の提案等のフォロー営業を行う専任チームを設けている。フォロー専任チームの活動が、解約の防止、契約金額の引き上げに繋がっている模様である。

図表6 バイキューブのクラウド型サービスの拡大イメージ



(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

◆ 費用構造

同社は事業を進めるうえで、イ) ビジュアルコミュニケーションサービスのためのソフトウェア開発、ロ) 顧客開拓営業、ハ) 全社的な経営企画及び管理業務の3つの活動を行っている。

ソフトウェア償却費が売上原価の中心をなす。3年から5年の定額法で償却。

イ) ソフトウェア償却費を中心とする売上原価は、売上高に比例しない。ソフトウェアは全て自社開発であり、3年から5年の期間に定額法で償却している。画像圧縮や音声認識、リアルタイム映像配信等の要素技術は外部から最も優れた技術を導入しているが、インターネット関連技術にはオープン規格のものもあり、利益を圧迫することはない。

販売費及び一般管理費のうち、営業部門に係る人件費は増加傾向が続く見通し。

同社の事業は高度なテクノロジーを差別化要因とするものではなく、既存の要素技術を組み合わせる顧客ニーズに合致する最も使い易いシステムを開発し提供することである。

ロ) 販売費は、事業拡大とともに増加するものの増収率を上回る増加率になるとは考えにくい。同社の営業活動は、展示会やセミナー等で同社サービスに関心を持った見込み客に対して、ヒアリング等により顧客の課題を分析して最適なソリューションを提案することである。引き合い件数の増加に合わせ、マンパワーを拡充する必要がある。

ただし、収益がストック型で既存契約分のうえに新規案件が積み上がる構造のため、初期の経費先行局面を過ぎれば、損益を管理しながら増員を図ることができる。

この他、展示会出展やセミナー開催等の広告宣伝費及び販促費が必要だが、B to B ビジネスなので、テレビCMを展開するようなことはないため、経費は少額にとどまっている(13/12期販売政策費の前期比増加額15百万円)。

ハ) 全社共通業務に係る固定的経費のウエイトは低い。13/12期末の同社単体の従業員160名の構成は、販売マーケティング関連86名、開発関連55名、管理部門等19名である。今後事業規模の拡大とともに内部管理体制の拡充等に努める必要があるが、管理部門の人員を営業担当者や開発者を上回るペースで増員することは考え難い。

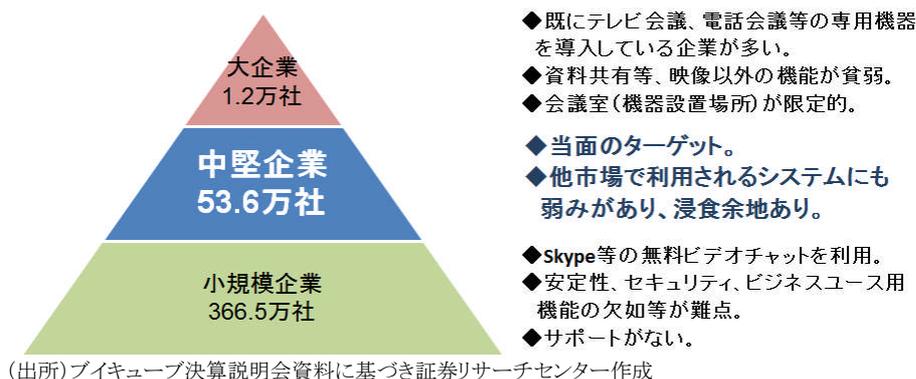
◆ 攻略すべきターゲット

同社は、専用機器が必要でインシヤルコストが高いテレビ会議や電話会議等を既に導入している可能性が高い大企業、Skype等を利用している可能性がある事業拠点数の少ない小規模企業や個人を除く、いわゆる中堅企業注9が主な営業対象であると考えている。そして、自社サービスの利用企業数や市場占有率を考慮すれば、潜在的なマーケットは膨大であると認識している(図表7)。

また、テレビ会議を導入済みの大企業においても、より柔軟なビジュアルコミュニケーション運用ニーズを持っている可能性があり、攻略対象になり得ると考えている。

(注9) 中小企業は常用雇用者300人以下(卸売業及びサービス業は100人以下、小売業及び飲食店は50人以下)の企業及び個人事業所を指す。このうち常用雇用者20人以下(卸売業、サービス業、小売業及び飲食店)が小規模企業とされる。中堅企業は小規模企業でない中小企業である。

図表7 ブイキューブのターゲットとなる潜在ユーザー



> 沿革と経営理念

◆ 98年の学生ベンチャーが起源、04年にWeb会議事業に参入

同社は、98年10月に同社代表取締役社長の間下直晃氏がWebソリューションサービスを目的に創業したブイキューブインターネット(以下、前身会社)を起源としている。当時間下社長は慶應義塾大学理工学部にて在学中で、いわゆる学生ベンチャーであった。前身会社で

**必要に迫られ開発したシステムを外販し、現在に至っている。**

(注 10) 00年に設立されたワ  
ァコマース(01年にランデブ  
ーに商号変更)を買収し、事業  
内容及び商号を変更して新サ  
ービスを開始した。

は、企業のホームページの受託制作やウェブサイトの運営、レンタルサーバー提供を中心に事業展開していた。当時から、マーケットに適合したサービスを提供することを重視していた。

ビジュアルコミュニケーションサービスへの取り組みは、03年に始まった。当時前身会社は、携帯電話向けアプリケーションソフトの開発に取り組んでいた。今ではガラパゴスと揶揄される、世界最先端モバイルサービスが日本で展開されており、前身会社は米国への事業展開を模索して03年5月に米国に子会社を設立した。

米国子会社とのコミュニケーションに苦勞した前身会社は、Web会議システムの原型を自社開発した。間下社長はこの時、ビジュアルコミュニケーションサービスがビジネスになると判断し、04年1月に別会社<sup>注10</sup>にてビジュアルコミュニケーションツールの開発及びサービスの提供を開始した。

その後暫くはWebシステムの受託開発等を行う前身会社と、新会社ブイキューブブロードコミュニケーション(現在の同社)の両社が並行して事業を行っていたが、06年3月に間下社長は同社による前身会社の吸収合併を行い、同年4月に社名変更して現在に至っている。

海外展開は、インテルキャピタルから出資を受けた09年に開始された。現在までにマレーシア、シンガポール、インドネシア、中国、米国に事業所を展開し、上記にタイ、ベトナム、台湾、フランス及び日本を加えた10カ国でサービスを展開している。

#### ◆ 経営理念とビジョン

同社の経営理念は、「常に情報通信技術を高度に活用することにより、新しい価値の創造を通じて、より豊かな人間社会の実現を目指す」というものである。

同社は、ビジュアルコミュニケーションサービスの提供を通じて、シームレスなコミュニケーション社会の実現に貢献し、人々の生活及びビジネススタイルに変革を与え、より豊かな社会環境の構築を目指している。

また、同社サービスを公共通信インフラに育成し、他社の追随を許さぬ世界随一のサービス提供企業になること、全てのステークホルダーとの「共創」による新たな価値創造等を、経営ビジョンの中で謳っている。

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

クラウド型サービスがリーマンショック後に急成長。拡大初期は赤字に転落。

(注 11) 13年8月に、中国市場の代理店で資本関係のあった BRAV グループを連結子会社にした。

### ◆ 急拡大を続ける業績

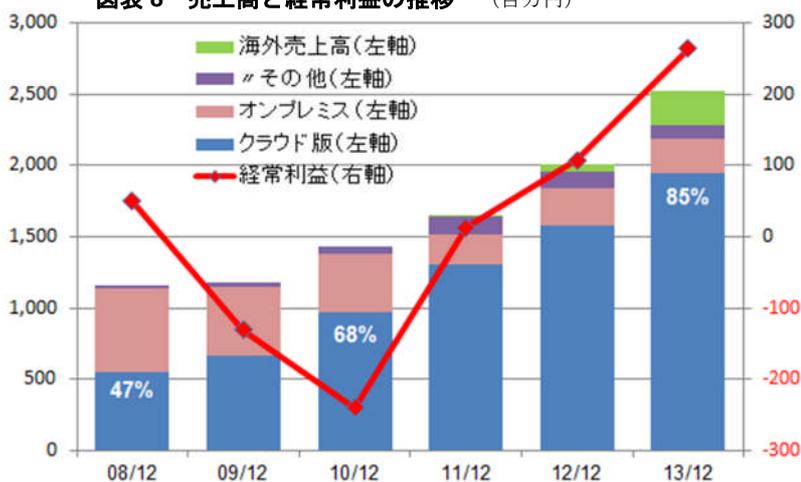
同社の過去6年間の売上高と経常利益の推移を図表8に示した。リーマンショックを契機に、わが国企業の経費節減意識の高まりとともに、同社のクラウド型サービスが成長を遂げてきた。国内売上高に占めるクラウド型サービスの比率は08/12期の47%から13/12期は85%へと高まっている。

クラウド型サービスの売上高が急拡大を始めた09/12期及び10/12期に、同社は経常損失に陥っている。これは、クラウド型サービスが月額制のため、見込み客の業務内容の把握やオプションを含む最適なソリューションを提案するために必要な人件費を中心とする営業コストに見合った収益が、期間内に計上されなかったからである。顧客基盤が一定規模を超えた11/12期以降は、固定費に近い営業コスト等を吸収して利益計上が可能になってきた。

13/12期決算は前期比25.9%増収、146.3%経常増益であった。主な増収要因は、国内クラウド型サービスの好調持続、及び伸長著しい中国現地法人の<sup>注11</sup>の連結子会社化を主因とする海外事業の拡大である。

経常利益は、520百万円の増収効果により、販売費の増加による減益要因268百万円等を吸収して前期比156百万円増加し、売上高経常利益率は10.5%と前期比5.2%ポイント上昇した。新規顧客数の増加に伴い営業要員を増員する必要があるが、売上原価は微増にとどまり、売上原価率は33.3%と前期比4.7%ポイント改善した。売上原価には仕入費用のような売上連動コストは殆どなく、主な費用はソフトウェア償却費である。

図表8 売上高と経常利益の推移 (百万円)



(注) 10/12期以前は単体、11/12期から連結決算、白抜き数値は国内売上高に占めるクラウド型サービス構成比

(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

◆ 時系列でみたブイキューブの財務指標

有価証券届出書で遡及できる 08/12 期以降の同社の財務諸指標を図表 9 に示した。

クラウド型サービスの拡大とともに 09/12 期、10/12 期は経常損失を計上した。特に 10/12 期は、新規顧客の増加とともに顧客に適切なプランを提案して商談をまとめる営業部門の拡充を主因に前期比 15% 人員を増やしたため、損失が拡大し、10/12 期の自己資本比率は 3.6% にまで低下した。

クラウド型サービスが拡大し始めた当時は苦しんだが、業績はその後右肩上がり。

そこで 11 年 3 月に東電通(現ミライト・ホールディングス 1417 東証一部)、同年 6 月に電話会議サービスプロバイダ大手の PGI グループの日本法人、同年 7 月にグロービスの運営するベンチャーキャピタルファンドを割当先とする第三者割当増資を行い(増資による調達総額は 528 百万円)、苦境を凌いだ。

そして 11/12 期に経常損益は黒字に転じ、12/12 期、13/12 期は規模の拡大による固定費負担の軽減により、収益性が改善してきた。

従業員数は海外子会社の連結により大幅に増加しているが、単体ベースでも 13/12 期末従業員数は 160 人で 11/12 期末の 139 人から約 15% 増加している。13/12 期の単体ベースの売上高は 2,419 百万円、経常利益は 198 百万円で、一人当たり売上高は 1,512 万円、同経常利益は 123 万円である。

利益の蓄積と東証マザーズ上場による資金調達の結果、13/12 期の純資産は 3,757 百万円に増加し、自己資本比率は 74.7% に高まった。なお、自己資本の急増により 13/12 期の ROE は 10.4% と前期比 8.5% ポイント低下した。

図表 9 主な経営指標の推移

	決算期	08/12	09/12	10/12	11/12	12/12	13/12
売上高	百万円	1,161	1,183	1,434	1,686	2,005	2,525
経常利益	百万円	50	-130	-239	13	107	263
純資産	百万円	520	262	58	561	674	3,757
総資産	百万円	1,169	1,560	1,623	1,717	2,095	5,030
自己資本比率	%	44.5	16.8	3.6	32.7	32.2	74.7
自己資本利益率	%	13.9	—	—	—	18.9	10.4
売上高経常利益率	%	4.4	-11.0	-16.7	0.8	5.3	10.5
従業員数	人	114	115	132	153	177	201
一人当たり売上高	万円	1,018	1,029	1,086	1,102	1,133	1,256
同 経常利益	万円	44	-113	-181	8	60	131

(注) 10/12 期以前は単体、11/12 期から連結決算、09/12 期及び 10/12 期は当期純損失を計上

(出所) ブイキューブ有価報告書等に基づき、証券リサーチセンター作成

◆ 類似会社との財務指標比較

類似会社として、グループウェアのライセンス販売及びクラウド型サービスを行っているサイボウズ(4776 東証一部)、インターネットを通じた映像や音楽等の配信サービスを手掛けるJストリーム(4308 東証マザーズ)、それにやや業態及び規模は異なるが、インターネット関連事業を営む企業のベンチマークとして同社が意識している、医療従事者向けポータルサイト運営のエムスリー(2413 東証一部)の3社を採りあげて財務諸指標の比較を行った(図表9)。

収益性は改善が進行中、成長性は高い。安全性に問題はないとみられる。

収益性については、エムスリーに見劣りするが、他の2社より高いか同等の数値を示している。なお、サイボウズについては、グループウェアのクラウドサービス提供開始当初の収益と費用のバランス悪化やグループ事業の低迷等により、最近の業績が芳しくないことを考慮する必要がある。同社は、既にストック型ビジネスモデルへの転換を果たしており、収益性指標は改善途上である。

成長性については、同社はエムスリーと並び良好な数値を示している。同社はストック型ビジネスへの移行により、エムスリーのように高い利益成長性を維持する可能性がある。

図表 10 類似会社との財務指標比

項目	銘柄 証券コード	ブイキューブ 3681 東証マザーズ	サイボウズ 4776 東証一部	Jストリーム 4308 東証マザーズ	エムスリー 2413 東証一部
	決算期	13/12	13/12	13/3	13/3
	事業内容	クラウド型Web会議サービス等の提供	グループウェアの開発、販売及びクラウドサービス	動画配信サービス、配信サイトやコンテンツの受託制作等	医療関係者向けポータルサイト運営、CRO等
規模	売上高	百万円 2,525	5,197	5,117	26,007
	経常利益	百万円 263	264	260	9,625
	総資産	百万円 5,030	5,747	3,145	30,853
収益性	自己資本利益率	% 10.4	4.9	7.6	28.6
	総資産経常利益率	% 7.4	4.7	7.8	35.7
	売上高営業利益率	% 11.0	5.5	4.6	35.7
成長性	売上高(3年平成長率)	% 20.7	-0.7	-2.3	30.1
	経常利益(同上)	% 黒字転換	-31.6	黒字転換	25.7
	総資産(同上)	% 45.8	-3.1	-7.7	64.4
安全性	自己資本比率	% 74.7	62.9	76.8	72.1
	流動比率	% 246.6	219.1	508.1	297.4
	固定長期適合率	% 32.4	29.8	30.1	49.8

(注) 数値は基本的に直近決算期実績。

平均成長率は前期実績とその3期前との対比で計算。

ブイキューブの成長性については3期前に連結決算を作成していないため、単体業績との比較。

サイボウズの成長性は12/12期が11カ月決算であったことを月数で調整し算出した。

収益性については、は期間利益÷(期首・期末平均資本)。

流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)。

(出所) 各社有価証券報告書に基づき証券リサーチセンター作成

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

**自社開発のソフトウェア資産が競争力の源、ストック型ビジネスが安定化。**

#### ◆ クラウド型 Web 会議サービスでビジネスモデルを確立

同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表 11 に示した。特筆すべき同社の知的資本は、自社開発し、日々アップデートを重ねる「使い易い」クラウド型 Web 会議サービスを実現する自社開発のソフトウェアであろう。

そのソフトウェア資産を用いて積み重ねた 4,000 社にのぼる顧客基盤が、同社のストック型ビジネスモデルを支え、今後の安定収益基盤を形成している。

このような事業基盤を築くことができたのは、ユーザーの課題を的確に把握し、適切なソリューションを提案してきた営業スタッフ、ユーザビリティの高いサービスに拘った明確な開発コンセプトと、それを提案した間下社長以下経営陣の力量と考えている。

図表 11 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客基盤 ・ブランド	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 大企業や中堅企業に豊富な導入実績。</li> <li>● 顧客の業務プロセスに同社のサービスが組み込まれてしまえば、他社サービスへの転換は困難。</li> <li>● 上場で信用が増し、顧客からの問い合わせが増加。</li> </ul>	1) 導入社数 2) 解約率 3) 業界シェア	1) 4,000 社以上 2) 月平均約 1% 3) 7 年連続首位
	事業 パートナー	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 通信キャリア、システムインテグレータ、IT 産社等の多数の代理店が販売、カスタマイズを代行。</li> <li>● 代理店が提供するシステムの推奨オプション機能に採用(サイボウズ等)。</li> </ul>	1) 代理店数 2) 間接販売比率	1) 大手企業中心に約 100 社 2) 約 4 割。将来は約 8 割へ
組織資本	業務 プロセス	<ul style="list-style-type: none"> <li>● ライセンス販売からクラウド型サービスへの重点移行初期の赤字を乗り越えてストック型ビジネスを確立。</li> <li>● Web 会議システムはじめ同社の商品は全て自社開発のソフトウェア製品であるため、スケールメリットが効き、価格競争力を発揮できる。</li> </ul>	1) 売上高営業利益率 2) 売上原価率	13/12 期(11/12 期) 1) 11.0% (1.9%) 2) 33.3% (41.9%)
	知的財産 ・ノウハウ	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 要素技術の基礎的研究を回避し、最新ないし最適な技術を国内外から調達、自社では商品開発に特化。</li> <li>● 顧客ニーズを汲み上げ、業界に特化したソリューション提供できるサービスとして差別化を図っている。</li> </ul>	開発要員数	単体 55 名、従業員総数の 3 分の 1
人的資本	経営陣	<ul style="list-style-type: none"> <li>● クラウド型ビジネスの採用、代理店重視、アジア展開等、適時適切な経営判断がなされている。</li> <li>● 創業者の間下社長には企業等での下積み経験がないが、学生ベンチャー時代の僚友が大企業就業を経て管理本部を管掌。社外取締役も 2 名を招聘している。</li> </ul>	1) 過去 3 年平均売上高成長率 2) 間下社長の社長在任年数	1) 20.7% 2) 16 年
	従業員	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 経営トップと従業員とは Web 会議システム等で直接対話の機会がある。</li> <li>● 08 年に新卒社員の定期採用開始、社内で人材育成。</li> <li>● 実力主義の評価システムで若手社員も重責ある役職に登用。海外子会社は現地スタッフを積極登用。</li> </ul>	従業員数 1) 連結ベース 2) 単体ベース	13/12 期(11/12 期) 1) 201 名(153 名) 2) 160 名(139 名)

(注) 過去 3 年平均成長率は、13/12 期連結実績と 10/12 期単体実績の比較

(出所) ブイキューブ有価証券届出書、決算説明会資料及びヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

環境に配慮し、社会貢献も意識した経営を進めている。

独立性高い社外取締役を2名招聘している。

◆ 環境対応 (Environment)

同社の提供するビジュアルコミュニケーションサービスは、以下の点で、環境に配慮したものである。

- 1) 会議やセミナー等のペーパーレス化
- 2) 会議やセミナーの開催場所、顧客所在地等への移動コストの削減
- 3) 「人と会う」ための移動で排出される地球温暖化ガスの削減

そして、移動しなくてもコミュニケーションが図れるビジュアルコミュニケーションを、企業の経費節減の観点だけでなく、環境保護の観点からも推奨していくとしている。

また、同社は以下の点で環境に配慮した事業を運営するとしている。

- 1) エコロジー製品の利用
- 2) 省資源、省エネルギー施策の展開
- 3) リサイクルの推進
- 4) 社員に対しての、環境保護に対する啓蒙活動

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「ビジュアルコミュニケーションをもっと身近にすること」が社会貢献に繋がると考えている。

同社は持てる技術、知識、ノウハウをビジュアルコミュニケーションシステムの開発、提供に傾注している。これにより、時間と距離を超えたグローバルな遠隔教育、遠隔医療、遠隔福祉等をもっと身近にすることができるとともに、「安心」、「安全」、「簡単」な新しいコミュニケーションを提供できるようになるとしている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の7名の取締役のうち2名は社外取締役で、1名は元東京大学総長の小宮山 宏氏、もう1名は日立電子(現日立国際電気、6756 東証一部)出身で元米国 Google 社副社長の村上 憲郎氏である。監査役は3名で、うち2名は社外監査役である。社外取締役及び社外監査役による経営監視機能は十分に機能しているものと推察される。

同社の筆頭株主は間下社長で、その資産管理会社を合わせた持株比率は26.1%にとどまる(図表12)。

図表 12 ブイキューブの大株主

氏名又は名称	所有比率
間下 直見(同社社長)	22.3%
Intel Capital Corporation(米国)	9.4%
日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	4.4%
トミーコンサルティング(社長の資産管理会社)	3.8%
Globis Fund III L.P.(ケイマン諸島)	3.6%
上位5名の所有比率	43.5%

(出所) ブイキューブ 13/12 期有価証券報告書に基づき、証券リサーチセンター作成

## 4. 経営戦略

### > 対処すべき課題

(注 12)14年3月現在、英語、中国語(簡体及び繁体)、フランス語、タイ語、インドネシア語、韓国語に対応。

(注 13)国内では24時間365日対応のサポートセンターを運営。英語、マレー語、インドネシア語のサポート窓口はマレーシア時間の平日9時から5時、中国語は中国時間、タイ語はタイ時間で平日9時から5時まで運営されている。

#### ◆ 収益規模の拡大に向けた取り組み

同社は、アジア随一のビジュアルコミュニケーションプラットフォームを確立することを目標に掲げ、以下の点を経営課題に挙げている。

1) **顧客満足度のさらなる向上**：同社は現在、顧客満足度を高めるために、平均月一度のバージョンアップによる機能向上、ユーザーインターフェイスの多言語化<sup>注 12</sup>、サポート体制の充実<sup>注 13</sup>等に取り組んでいる。

2) **営業力の強化**：同社は、アライアンスの推進、新たな利用シーンの提案により、販売機会の拡大を狙っていく必要があると考えている。

前者については、直販体制の拡充及び国内外での新規代理店の獲得に加え、大手の通信キャリアやシステムインテグレータへのOEMによるサービス展開から、提携相手のシステムへの同社サービス組み込みへと、提携度合を深化させている。

これまでの成果としては、サイボウズやポリコムジャパン、セールスフォースドットコムとの連携サービスが挙げられる。

3) **開発力の強化**：同社は専任の技術開発部署を設け、多様なユーザーニーズの具現化や海外からの先端要素技術の導入により、顧客満足度を高める努力を続けている。

4) **海外事業展開の促進**：同社は海外の市場獲得及びグローバル展開する日系企業への対応を目的に、海外事業を展開している。

中でもアジア圏は、わが国同様にFace to Faceのビジュアルコミュニケーションを重視する文化があること、交通インフラが十分に整備されていない地域があること等から、Web会議システムに対する需要が大きいものと同社は考えており、米国大手に先んじてサービスを展開する意向を持っている。

同社は12年1月にアジア地域統括持株会社とグローバル基準のサービス開発拠点としてシンガポールに子会社を設立し、現在CEOとCTOが常駐して営業及び技術開発の指揮を執っている。

5) **業容拡大に対応した組織力及び内部管理体制の強化**：国内外での事業拡大を進めるうえで、組織力の強化、専門分野を有する人材の補強及び人材教育が必要と認識している。また、コンプライアンス体制の拡充、海外子会社の管理体制の強化も進めていく方針である。

> 今後の事業戦略

M&A で顧客基盤や業界特化型ソリューションを入手し、成長を加速させる方針。

(注 14) 14年3月24日、同社はパイオニアソリューションズの株式の51%を譲受することについて、パイオニアとの間で基本合意したと発表した。

アジアビジネスにも注力する意向。成功事例が生まれ始めている。

新たなビジネスモデルへの取り組みも開始した。業績貢献は3年後が目途。

◆ バイキューブの成長戦略

今後拡大が見込まれるビジュアルコミュニケーション市場において成長を実現するために、同社は以下の3点を重点戦略として掲げている。

(1) 国内シェアの拡大と潜在市場の開拓

同社は国内市場で成長を続けるために、イ) 業界再編型 M&A や OEM の遂行、ロ) パートナー戦略の強化、ハ) ソリューション提供型サービスの拡大を具体策として挙げている。

このうち業界再編策とは、国内競合会社を糾合することにより、外資企業に対抗していこうとするものである。大手企業の子会社や Web 会議担当部署等の国内競合企業は、売上高が 10 億円にも満たず、十分な開発投資が行われていないと推測される。しかし彼らにはブランド力、独自のソリューション等がある。これを取り込むことで、成長力を加速することができると同社は考えている。そのために、株式市場で得た資金を投じていく意向である<sup>注14</sup>。

また、ソリューション提供型サービスとは、各業界に固有の課題を汲み上げて、業界特化型ソリューションとすることで、カスタマイズに熱意を示していない外資の提供する「ただの Web 会議」パッケージとの差別化を図ることを目的としている。14年2月に公表されたエムスリーとの合弁会社設立はその一例である。

(2) アジアを中心とする海外展開の拡大

海外戦略については、以下の3点を進める意向である。

- 1) 展開国の拡大：未展開国への拠点開設及び販売パートナーの開拓を推進する。
- 2) 営業リソースの投入：直販体制で市場性を確認したマレーシアや中国の子会社において、営業リソースの本格的な投入による収益拡大を目指す。
- 3) 優良事例の横展開：中国における自動車会社向けプロジェクト、タイや中国における政府機関向けの危機管理ソリューション、途上国の大学における遠隔教育等の成功事例を同業他社、他国に横展開することで、顧客開拓を効率的に進める意向である。

(3) 1対N対N型のプラットフォームモデルの展開

同社は14年2月に「V-CUBE マーケット」という新たなサービスを発表した。有料の講座やセミナー、その他消費者向け対面サービス等をオンラインで実施しようとする事業者に向けて、ライブ配信システムはもとより、集客、課金、顧客管理等の機能も合わせて提供するプラットフォームを構築した。

1対N対Nの「N対N」には、ゼミ形式で複数人が議論しながら受講するという形態を想定するとともに、同社の顧客となる有料セミナー等事業者がN社集まるマーケットプレイスを構築して、利用者の集客を効率的に進めるという意向も働いている。

このサービスを利用することにより、資金力のない中小事業者でも、コンテンツに自信があれば先行投資なく事業を開始できる。同社では3年後の収益貢献を期待している。

#### ◆ 中長期ビジョン

同社の中期成長シナリオは、現在展開しているクラウドサービスの顧客基盤拡大による安定的な成長ないし成長速度の加速に加え、イ) OEM提供を中心とするパートナーの顧客からの収益獲得、ロ) 海外展開の拡大、そしてハ) 1対N対N型のプラットフォームモデルの展開により成長力を高めていく意向を示している。

具体的数値による説明はなされていないが、13/12期決算説明会資料に示されたイメージ図によれば、海外展開及びマーケットプレイスのプラットフォーム事業が中期的な成長ドライバーになると、同社は考えている模様である。

アジア展開やプラットフォーム事業が中期成長ドライバーになると考えている。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

明確なコンセプトを描き、実行できることが強みと考えられる。

M&A で時間を買ひ、アジアで米国 IT 大手に先んじてビジネスを展開できるか。

#### ◆ クラウド型ビジネスの基盤確立

同社の強みは、「いつでも」、「どこでも」、「だれでも」が使えるクラウド型ビジュアルコミュニケーションサービスの提供という明確なコンセプトのもと、バージョンアップやカスタマイズ作業を継続して、トップベンダーの地位を確かなものにしてきた点と考えられる。

ストック型ビジネスモデルを採用する企業として、営業コストに見合う収益計上が叶わず赤字決算を余儀なくされるステージから抜け出し、安定成長が可能な顧客基盤の厚みを確保したことも評価したい。

一方、弱みとしては、イ) 直接販売を行う際に、法人向けサービス事業とする大手企業に対し、同社サービスを購入した場合の見返りに値するメリットを求められて窮するというような意味での総合的な営業力の不足、ロ) 営業、開発、管理の各部門において、急拡大する事業規模に見合った人材及び組織が整っていないことの二つが考えられる。

機会として3点を指摘したい。イ) 上場により知名度、信用力が高まったことで、受注競争上の不利益を被らなくないばかりか、業務提携やM&A等も進めやすくなったと考えられること、ロ) 膨大な人口及び広大な国土を持つ中国をはじめアジアにおいてビジュアルコミュニケーション市場が立ち上がってきたこと、ハ) タブレットやスマートフォンの普及に伴い、今まで考えられなかった利用シーンが生まれる可能性があることである。

脅威として、顕在化していないが、成長が続く国内市場への外資大手ベンダーの本格参入の可能性や、中国をはじめアジア市場における現地IT大手企業の新規参入、米国大手のアジア市場への本格参入等が挙げられる(図表13)。

図表 13 SWOT 分析

項目	ブイキューブの特質・事情
強み Strength	◇商品開発のコンセプトが明確であること ◇ストック型ビジネスモデルを確立していること ◇ビジュアルコミュニケーション分野のトップベンダーという認知の定着
弱み Weakness	◆企業のバックグラウンドを含む総合的な営業力が弱いこと ◆成長速度に対し人材が量的に不足していること
機会 Opportunity	◇上場による知名度、信用力の高まり ◇アジアにおけるビジュアルコミュニケーション市場の萌芽 ◇タブレット等の普及による新たな利用シーン発見の可能性増大
脅威 Threat	◆外資大手ベンダーの本格的な日本市場攻略 ◆海外市場における競合先の参入

(出所) ヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

> 経営戦略の評価

顧客基盤の一層の充実、営業力の強化に繋がる M&A の加速に期待したい。

(注 15) 3月24日に公表されたパイオニアソリューションズの連結子会社化は、得意分野が異なり相乗効果が望めそうだ。

V-CUBE マーケットはこれまでにないリスクも包含している可能性がある。

◆ 提携及び買収戦略

約 100 億円と推測されるビジュアルコミュニケーションの国内市場は、IT 関連の大手企業が本腰を入れて取り組む対象としては規模が小さいため、ベンチャー企業の同社がトップベンダーの地位を獲得できたと考えられる。

上場により得た資金を元手に、競合企業の事業買収等により一息にわが国におけるデファクトスタンダードの地位を固めるという同社の戦略を、証券リサーチセンター(以下、当センター)では高く評価したい。クラウド型サービスでは、規模の拡大なくして収益の確保は困難であり、不毛な価格戦略を回避や、ソリューションの幅の拡大にも有用な戦略と考えられる<sup>注 15</sup>。

ビジュアルコミュニケーションサービスのデファクトスタンダードの地位を固めてしまえば、サイボウズやセールスフォースドットCOMのクラウドサービスとの連携サービスのように、法人向け IT サービスベンダーのアップセル手段として同社サービスが注目されよう。提携先の拡大により、同社サービスの成長が加速する可能性が高いと当センターでは考えている。

◆ V-CUBE マーケットの可能性

同社が新たに提供する「V-CUBE マーケット」は、従来の Web 会議サービス等の B to B ビジネスとは様相が異なるビジネスである。同社が直接対面するのは「1 対 N 対 N」の中間に位置する個々の事業者であり、B to B to C(消費者やビジネスマン等)の関係で同社は黒子の役割を演じるだけである。

しかし、マーケットプレイスとしての集客能力が問われる可能性がある。一義的には B to C ビジネスを営む事業者のコンテンツの魅力が問われるが、「V-CUBE マーケット」サイトには面白いコンテンツが集積しているという評価を得ることも必要ではなかろうか。

留意すべきはここで展開される B to C ビジネスのコンテンツの中身である。有害コンテンツを排除する仕組みを構築する必要がある。

◆ 中国における現地企業参入の可能性

同社のアジアにおける事業展開は、イ) 必要なコストはソフトウェア資産の翻訳作業と現地スタッフの営業活動に止まること、ロ) B to B ビジネスであるために販売価格は日本と同等か3分の2程度となることから、早期の利益貢献が見込めるものと考えられる。

クラウド型サービスを利用する風土が育っていないため市場規模が小さく、これまで現地企業の参入はなかった模様である。ただし、同社の事業が成功すれば、中国 IT 企業グループ等が参入する可能性が

考えられ、代理店ネットワークの確立等スピードが肝要と考えられる。

➤ 今後の業績見通し

国内売上はクラウド型の堅調な推移、オンプレミス型の回復を想定している。

海外事業は規模が小さいが、急拡大が続くと同社は想定している。

利益率は改善が続くと同社はみている。

◆ バイキューブの期初における14年12月期業績予想

同社の期初における14/12期業績予想は、売上高3,438百万円(前期比36.2%増)、営業利益527百万円(同90.6%増)、経常利益534百万円(同102.6%増)、当期純利益322百万円(同40.1%増)であった(図表14)。大幅増収増益を見込んだ背景は、以下の通りである。

1) 国内売上高は、21.2%増収を予想している。クラウド型サービスは前期比20.7%増と13/12期の前期比伸び率23.0%を下回るが、堅調な推移を見込む。一方オンプレミス型サービスは、地方金融機関向けに強い引き合いがあるために、11.1%増と2年ぶりの増収を見込んでいる。その他売上についてはハードウェアの販売強化により56.7%増収を見込んでいる。

2) 海外事業売上高は、13年8月に連結対象となった中国子会社の通期貢献を中心に大幅増収を見込んでいる。中国法人では進行中の上海GM向けプロジェクトが他の自動車メーカー向けにも応用できると同社は考えており、海外事業の成長を牽引すると想定している。

3) 売上高営業利益率は13/12期の11.0%から14/12期は15.3%へ、4.3%ポイントの上昇を見込んでいる。

イ) 主力の国内クラウド型サービスはソフトウェアの償却費を中心に売上原価が構成され、大幅増収となっても原価はあまり増えないと想定している。

ロ) 一方で販売費及び一般管理費は、人件費の増加により、大幅に増加すると想定している。14年前半に、新卒社員の定期採用5名以上、大手企業の引き合いに対して適切なソリューションを提案できる能

図表14 バイキューブの14/12期業績予想(期初公表分)

(単位:百万円)

項目/決算期	12/12	13/12	14/12 CE	対前期比	14/12 E	対前期比
売上高	2,005	2,525	3,438	36.2%	3,600	42.6%
地域別内訳						
日本	1,953	2,285	2,769	21.2%	2,920	27.8%
うちクラウド型	1,580	1,943	2,346	20.7%	2,500	28.7%
うちオンプレミス型	258	244	271	11.1%	270	10.7%
うちその他	114	97	152	56.7%	150	54.6%
中国	0	145	473	226.2%	480	231.0%
中国以外の海外	51	94	196	108.5%	200	112.8%
営業利益	105	276	527	90.6%	700	153.6%
(対売上高比)	5.2%	11.0%	15.3%	4.3%	19.4%	8.4%
経常利益	107	263	534	102.6%	700	166.2%
(対売上高比)	5.3%	10.5%	15.5%	5.0%	19.4%	8.9%
当期純利益	116	230	322	40.1%	420	82.6%
(対売上高比)	5.8%	9.1%	9.4%	0.3%	11.7%	2.6%

(注)CEはバイキューブの期初予想、Eは決算説明会後、買収説明会前に作成した証券リサーチセンター予想

(出所)バイキューブ決算説明会資料等に基づき証券リサーチセンター作成

力の高い営業要員やソフトウェア開発要員の中途採用 10 名以上を計画しているためである。

決算説明会の内容から、同社の予想は保守的とみていた。

◆ 証券リサーチセンターの 14 年 12 月期業績予想

当センターでは、決算説明会及び個別取材後（買収合意の説明会前）に 14/12 期の同社の業績を、売上高 3,600 百万円（前期比 27.8%増）、営業利益 700 百万円（同 153.6%増）、経常利益 700 百万円（同 166.2%増）当期純利益 420 百万円（同 82.6%増）と予想した。当センターでは予想策定のうえで以下の点に留意した。

- 1) 売上高については、株式上場による知名度及び信用力の向上、代理店の販売姿勢の改善により、クラウド型サービスの新規契約獲得力（9 頁図表 5 の B=b×76 の b）は 13/12 期に比べ向上するものと見込んだ。なお、同社業績予想の前提からの単純試算では b は 235 万円となり、13/12 期に比べ 3 割低下する。
- 2) 営業利益については、高い限界利益率を想定して同社予想を大きく上回る前期比増益額を見込んだ。同社は 14/12 期に販売費一般管理費が前期比約 5 億円増加し、増加額のうち人件費は約 240 百万円であると説明している。しかし、人件費以外のコストの大幅な増分が説明できず、同社の利益予想が保守的であると判断したためである。

製造業や文教分野にソリューション持つパイオニア子会社の買収が公表された。

◆ 競合会社買収合意発表に伴う業績修正

同社は 14 年 3 月 24 日に、パイオニア（6773 東証一部）から 100%子会社でビジュアルコミュニケーション市場で同社と競合するパイオニアソリューションズの株式の 51%を取得し、連結子会社化することでパイオニアと基本合意したと発表した。パイオニアソリューションズの業績は図表 15 の通りである。この基本合意に基づき、同社は期初業績予想の修正も合わせて公表した（図表 16）。

(\*)単位は  
百万円

パイオニアソリューションズは、国内オンプレミス型 Web 会議市場で市場占有率首位と推定されている（富士キメラ総研調べ）。自動車メーカーと取引先の設計業務に係る Web 会議や、電子黒板を用いた文教分野のソリューション、災害対策分野等に豊富な実績がある。

同社によれば、この買収は Web 会議市場において相互補完的な組み

図表 15 パイオニアソリューションズの業績

決算期	単位	11/3	12/3	13/3
売上高	(百万円)	959	945	1,358
営業利益	(百万円)	-958	-738	-358
経常利益	(百万円)	-992	-918	-562
当期純利益	(百万円)	-941	-923	-566
純資産	(百万円)	-5,471	-6,395	-6,961
総資産	(百万円)	800	628	597

図表 16 ブイキューブの業績修正

決算期	単位	13/12	14/12	
		実績	期初予想	修正予想
売上高	(百万円)	2,525	3,438	4,705
営業利益	(百万円)	276	527	527
経常利益	(百万円)	263	534	534
当期純利益	(百万円)	230	322	322
EPS	(円)	69.7	71.3	71.3
				修正額
				1,266
				0
				0
				0.0

(出所) 図表 15、16 ともにブイキューブプレスリリースに基づき証券リサーチセンター作成

合わせで業務重複は少なく、サービスインフラの共通化によるスケールメリットが期待できるという。

◆ 業績修正を受けての証券リサーチセンター予想

3月24日の買収合意及び業績修正の発表を受けて、当センターでは図表17のように業績予想を見直した。パイオニアソリューションズの業績の吟味が買収完了までは困難なための暫定予想ではあるが、以下の点を考慮した。

- 1) パイオニアソリューションズの14/12期業績貢献については、同社の説明による数値をそのまま採用した。
- 2) パイオニアソリューションズの代理店網の活用により、同社サービスの売上高が当センターの従前予想に比べ、さらに拡大すると想定した。
- 3) 営業利益については、買収に伴い発生するのれん償却費(約3億円を10年程度で処理)や、買収に関する諸経費、管理費の増加等を新たに織り込んで保守的に見直し、当センターの従来予想に対し1億円減額した。

◆ 中期業績見通し

同社は目標数字を伴う中期計画を公表していない。ただし中期目標として、売上高100億円、営業利益30億円から40億円の早期達成という大まかな数値をあげている。

当センターでは、同社の15/12期及び16/12期業績について、図表17の旧予想に記載したように、クラウド型サービスの新規契約獲得力の

図表17 バイキューブの収益モデル

(単位:百万円)

項目/決算期	12/12	13/12	14/12旧E	14/12新E	15/12旧E	15/12新E	16/12旧E	16/12新E
売上高	2,005	2,525	3,600	5,000	4,500	7,000	6,000	9,000
(前期比増減率)	18.9%	25.9%	42.6%	98.0%	25.0%	40.0%	33.3%	28.6%
地域別内訳								
日本	1,953	2,285	2,920	—	3,600	—	4,800	—
(前期比増減率)	—	17.0%	27.8%	—	23.3%	—	33.3%	—
うちクラウド型	1,580	1,943	2,500	—	3,200	—	4,400	—
うちオンプレミス型	258	244	270	—	250	—	250	—
うちその他	114	97	200	—	150	—	150	—
海外	51	239	680	—	1,600	—	1,800	—
(前期比増減率)	—	365.0%	184.5%	—	135.3%	—	12.5%	—
営業利益	105	276	700	600	1,200	1,200	2,200	2,500
(前期比増減率)	221.9%	162.9%	153.6%	117.4%	71.4%	100.0%	83.3%	108.3%
(対売上高比)	5.2%	11.0%	19.4%	12.0%	26.7%	17.1%	36.7%	27.8%
経常利益	107	263	700	600	1,200	1,200	2,200	2,500
(前期比増減率)	702.9%	146.3%	166.2%	128.1%	71.4%	100.0%	83.3%	108.3%
(対売上高比)	5.3%	10.5%	19.4%	12.0%	26.7%	17.1%	36.7%	27.8%
当期純利益	116	230	420	360	750	750	1,400	1,500
(前期比増減率)	—	97.2%	82.6%	56.5%	78.6%	108.3%	86.7%	100.0%
(対売上高比)	5.8%	9.1%	11.7%	7.2%	16.7%	10.7%	23.3%	16.7%

(注)旧Eは決算説明会後、買収関連説明会前の証券リサーチセンター予想、新Eは買収関連説明会後に作成した

(出所)ヒアリング及び3月24日のWeb会議での買収関連説明会に基づき証券リサーチセンター作成

向上に伴い、二桁増収及び利益率の改善による大幅増益が続くものと予想する。パイオニアソリューションズの詳細を詰め切れない現時点では、合併の影響を以下のように反映させた。

- 1) 15/12 期については、同社に比べ収益性の低いパイオニアソリューションズの売上貢献及び固定費負担の増加に伴う利益率の低下を見込み、売上高は増額、利益面は据え置くこととした。
- 2) 16/12 期については、パイオニアソリューションズの売上貢献及び両社のインフラ共通化による収益性の改善を見込み、売上高、利益ともに増額した。

## > 投資に際しての留意点

先行投資を積極的に進めるため、当面は無配を継続する方針である。

### ◆ 株主への利益還元策

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、現時点において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遂行することが、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、13/12 期は無配であり、14/12 期についても、無配を継続する予定である。

同社は当面の内部留保資金の使途として、イ) ビジュアルコミュニケーションサービスのためのソフトウェア開発を行う人員の拡充、ロ) 新技術獲得のための投資、ハ) 海外拠点の新設及び拡充のための投資、ニ) 広告宣伝や販売促進の積極化にむけ増加する運転資金、ホ) 国内外における M&A 資金等を挙げている。

### ◆ 上場来の株価変動

同社の株価(公開価格 3,300 円、初値 5,010 円)は、上場後 1 カ月で 8,840 円の高値を付けた後反落し、2 月以降は初値を下回る場面も現れている。2 月 13 日に公表された上場後初めての決算が事前の同社による業績予想を下回ったことが、株価下落の要因の一つになったものと思われる。

予想未達に終わった要因は、タイ国政府機関向けに見込んでいた売上が、同国政情不安により見送りになったためである。アジアビジネスにも傾注する同社の抱える地政学的リスクには注意が必要である。

また、3 月 24 日に公表された同業者の買収やそれに伴う業績予想の修正にみられるように、事業規模が小さく積極的な成長戦略を進める同社については、このようなイベントによって業績見通し及び株価水準が大きく変動する可能性があるため、プレスリリース等に注意を払いたい。

### ◆ 株価バリュエーション

企業向けクラウド型サービスを提供し、同社と相互顧客紹介を行う関係にあるサイボウズ、同社がベンチマークとしているエムスリーとの

株価バリュエーションの比較を試みた(図表18)。

サイボウズはライセンス販売からクラウド型サービスへビジネスモデルを移行中であり、14/12期会社予想業績は営業利益、当期純利益とも100%減益であるため、今期予想基準PERが算出できない。前期実績基準PBRは4.1倍で、同社の4.7倍と近い水準にある。

エムスリーは決算期が3月のため、現時点で今期業績予想を基準にバリュエーションを語るのとは意味がないと考え、エムスリーの15/3期当期純利益が14/3期会社予想増益率と同率で伸長すると仮定して算定した15/3期予想基準PERは58.3倍となった。これは同社の今期予想基準PERとほぼ同水準である。このため、同社の今期会社予想基準PER54.9倍は、一概に割高とは言い切れない。

以上より、持続的成長が可能なことを決算で示すことで、同社の株価水準は正当化される可能性があるという点を指摘しておきたい。

図表18 サイボウズ、エムスリーとの株価バリュエーション比較

銘柄 コード 市場 直前決算期	バイキューブ 3681 東証マザーズ 13/12	サイボウズ 4776 東証一部 13/12	エムスリー 2413 東証一部 13/3	
株価(3月20日)	円	3,915	325	311,500
時価総額	百万円	17,702	19,974	495,950
今期予想売上高	百万円	4,705	5,400	42,647
前期比増減率	%	86.3	4.0	23.4
今期予想営業利益	百万円	527	0	4,210
前期比増減率	%	90.6	-100.0	22.7
今期予想売上高営業利益率	%	11.2	0.0	33.5
今期予想基準PER	倍	54.9	—	71.8
前期実績基準PBR	倍	4.7	4.1	22.2
今期予想配当利回り	%	0.0	0.0	0.4

(出所)各社の直近期決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

## 本レポートの特徴

### ■ 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

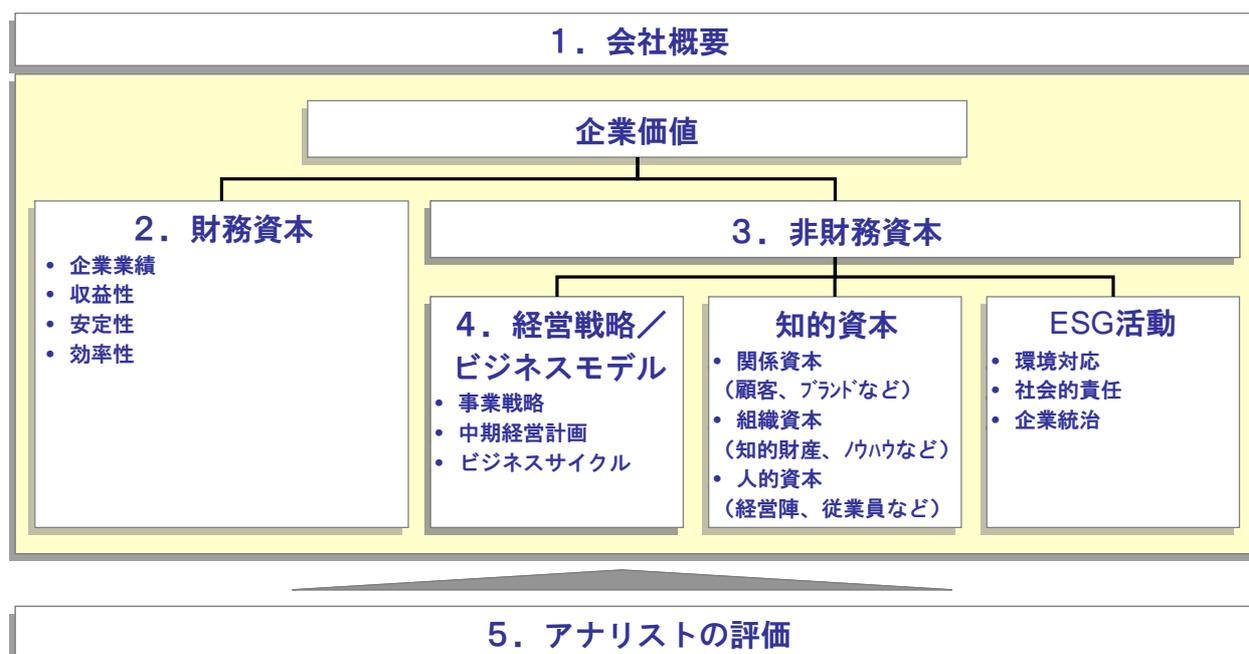
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。