

# 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  
2014年11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 20141118

# バイキューブ (3681 東証マザーズ)

発行日: 2014/11/21

## Web 会議等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 パイオニアからの事業買収により電子黒板等に領域拡大

### > 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、オンプレミス型も増強した。
- ・国内ビジュアルコミュニケーション市場は推定約 423 億円、Web 会議市場は約 110 億円で、同社はトップシェアを有する。M&A でさらに国内市場での地位を固めるとともに、アジア随一のベンダーを目指している。

#### ◆ 14 年 12 月期第 2 四半期累計決算

- ・14/12 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の決算は、前年同期比 54.9%増収、229.9%営業増益であった。国内事業が同 42.7%増収、海外事業は中国事業が加わり大幅な増収となった。
- ・国内事業はクラウド型サービスの拡販が堅調に進展する一方、金融機関や官公需向け等でオンプレミス型の販売が大幅に伸長した。

#### ◆ 14 年 12 月期(通期)業績予想

- ・同社は、前期比 86.3%増収、90.6%営業増益とする 14/12 期通期業績予想を据え置いた。通期では電子黒板システム等パイオニアからの事業買収効果が売上面で本格化すると想定している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、概ね同社の予想は妥当と考えているが、電子黒板システムや海外事業に不確定要素をはらんでいることから、82.2%増収、81.2%営業増益とやや慎重な予想とした。

#### ◆ 投資に際しての留意点

- ・同社は持続的に成長するため、ソフトウェア開発や国内外の販売拠点拡充や M&A 等に充てる資金の確保が必要と考えており、当面は無配を継続すると予想されることに留意しておきたい。
- ・当センターの 14/12 期業績予想に基づく PER52.4 倍は、同社の高い成長性や類似会社エムスリーの指標を考慮すれば割高ではないと考えられる。

### 【 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)
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	70.6	—	0.0
2014/12 E	4,600	82.2	500	81.2	500	90.1	300	30.4	65.6	946.7	0.0
2015/12 E	6,800	47.8	1,000	100.0	1,000	100.0	600	100.0	131.3	1,078.0	0.0
2016/12 E	9,000	32.4	2,000	100.0	2,000	100.0	1,200	100.0	262.5	1,340.5	0.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

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】

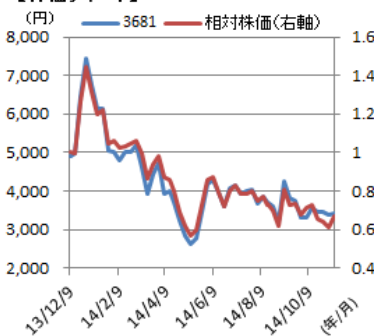
	2014/11/14
株価(円)	3,440
発行済株式数(千株)	4,574
時価総額(百万円)	15,736

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	49.4	52.4	26.2
PBR(倍)	4.1	3.6	3.2
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	6カ月
リターン(%)	-8.0	-16.4	6.3
対TOPIX(%)	-8.5	-19.2	-7.4

#### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2013/12/13

### 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。

## > 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。ASP (Application Service Provider)型や SaaS 型 (Software as a Service)型と呼ばれることもある。

(注2) 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3)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4) 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。

(注5)同社は14年5月1日にパイオニア(6773 東証一部)の100%子会社であったPVC(当時の商号はパイオニアソリューションズ)の株式のうち51%を5億円で取得し、同社の子会社とした。のれんは3億円余りで、10年間に亘る均等償却で処理される。

### ◆ 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、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1</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)参加者の顔が見え、(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地域毎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。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 買収でオンプレミス型を強化

同社の連結決算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開示されるが、売上高は国内事業と海外事業に分類され、国内事業はさらに提供形態等により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>、アプライアンス<sup>注3</sup>、その他<sup>注4</sup>に分けられている(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)<sup>注5</sup>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 通期	前期比	売上 構成比	14/12期 上期	前年 同期比	売上 構成比
国内事業	2,285	17.0%	90.5%	1,544	42.7%	89.1%
クラウド型サービス	1,943	23.0%	77.0%	1,190	31.7%	68.7%
オンプレミス型サービス	244	-5.4%	9.7%	189	48.8%	10.9%
アプライアンス	—	—	—	51	—	2.9%
その他	97	-14.9%	3.8%	112	127.7%	6.5%
海外事業	239	365.0%	9.5%	188	408.7%	10.9%
うち中国	145	—	5.8%	146	—	8.4%
うち中国以外	94	84.3%	3.7%	42	15.4%	2.4%
売上高合計	2,525	25.9%	100.0%	1,733	54.9%	100.0%

(注) 上期は第2四半期累計(1~6月期)

(出所) 決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

## アップデート・レポート

3/16

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。

#### ◆ 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～5割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。

### > 市場環境と競合

(注6)出所はシード・プランニングの市場調査レポート「2014 ビデオ会議/Web会議/音声会議の市場動向」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。

#### ◆ 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、13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1%増の約423億円であったと推定している<sup>注6</sup>。このうち専用装置を要するテレビ(同レポートではビデオ)会議市場は約110億円で前年比横ばいであったのに対し、同社の手掛けるWeb会議関連市場は同7%増の約108億円としている。

同調査では、ビデオ会議/Web会議/音声会議関連市場は14年に同6%増の約450億円に、このうちWeb会議市場は同11%増の約120億円になり、テレビ会議市場を上回るとしている。

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、前者は同社やシスコシステムズ、後者はPVCや沖電気工業(6703 東証一部)、NTTアイティ等が上位企業とされている。使い易さを武器に4千社を超える顧客基盤を持つ同社はクラウド型のトップベンダーであると推定されるが、PVCの子会社化により、同社グループのWeb会議市場における占有率首位の地位はさらに強固なものになったと考えられる。

### > トピックス

**PVC 買収により文教領域、官公庁や製造業の設計現場へ販路が拡大へ。**

#### ◆ 製造業向けや電子黒板に実績を持つパイオニアVCを傘下に

PVCは自動車メーカーをはじめとする製造業の設計領域における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の企画、開発及び販売事業を展開しており、オンプレミス型Web会議システムや電子黒板システムで国内随一の市場占有率を保持しているとみられる。PVCのグループ入りによる14/12期予想売上高への貢献額は約12億円で、その内訳はクラウド型サービス2億円、オンプレミス型サービス2億円、電子黒板等アプライアンス8億円と推測される。

PVCのWebサイトでは、大型ディスプレイを用い、遠隔地間でエンジニアが設計図や試作モデルの映像を共有し議論する事例が紹介されており、同社の紹介するPCやモバイル端末を用いる会議風景と想定する利用形態が異なる。電子黒板システムも、大型ディスプレイを用いた画像共有によるコミュニケーションを狙った派生製品と推測される。

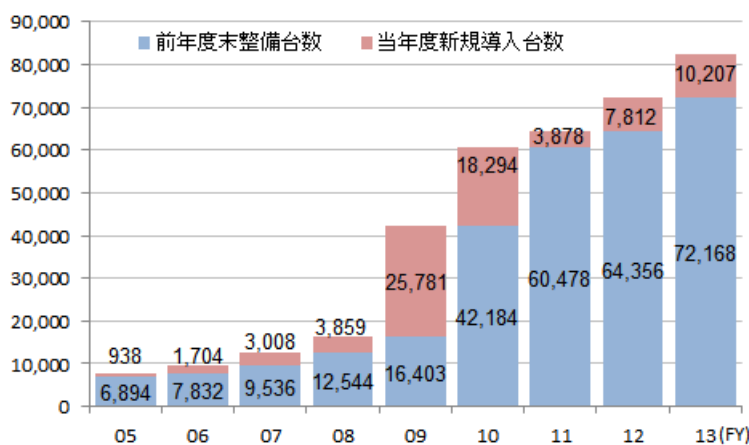
学校のICT化は、文部科学省が経済危機対策の一環としてまとめた「スクール・ニューディール」構想に基づき、09年度の補正予算から耐震化、エコロジー化(太陽電池の整備等)と並び、公立学校を運営する地方自治体に対する国庫補助の形で推進されている。電子黒板は1学

**公立学校の電子黒板システム導入台数は再び拡大基調に向かおう。**

級当たり1台配備、教育用コンピュータは1台当たり児童数3.6人等を目標に掲げ、総額6,712億円の地方財政措置が予算化された「教育のIT化に向けた環境整備4カ年計画」が14年度から始まり、電子黒板はこの間に約40万台整備されることになっている。

文部科学省によれば、14年3月現在における全国公立学校(小、中、高校等)の電子黒板整備台数は82,375台で前年度の調査結果に比べ、10,207台増加した。導入台数は着実に増加しているが、増加台数「スクール・ニューディール」構想公表初年度の25,781台、10年度の18,294台に及ばない(図表2)。

図表2 公立学校における電子黒板の整備状況 (単位: 台)



(注7) 出所はシード・プランニングの調査研究レポート「2013 教育ICTの最新動向と市場展望～電子黒板、教育用タブレット、デジタル教科書を巡る動き～」に関するニュースリリース。  
なおICTはInformation & Communication Technologyの略。

(注8) 大日本印刷の企業向けデジタルサイネージ(電子掲示板)によるコンテンツ配信システムは、複数の事業所が国内外に散在する企業等が、組織の意思統一を狙った経営トップのメッセージ等や緊急災害情報の伝達、新製品情報や福利厚生関連情報等の配信等を目的にしている。  
そのためのディスプレイをWeb会議等に利用することが提携の目的である。  
3社は3年間で約150社への販売を目指している。なお、販売価格は10拠点を想定したサイネージとWeb会議のセットで初期システム導入費約65万円、月額利用料約16万円から提供できるとしている。

(注) 調査基準日は各年度3月1日現在、調査対象は公立の小学校、中学校、高等学校及び中高一貫教育校、特別支援学校  
(出所) 文部科学省「平成25年度 学校における教育の情報化の実態等に関する調査結果(速報値)」に基づき証券リサーチセンター作成

シード・プランニングは13年における電子黒板システムの市場を2万台、60億円と見込み<sup>注7</sup>、総務省や文部科学省の助成によって全国の小中学校の普通教室全て(約40万教室)に段階的に電子黒板が配備されるならば、20年の市場規模は約250億円に達すると推計している。

電子黒板システムの主要ベンダーはPVC、内田洋行(8057 東証一部)、セイコーエプソン(6724 東証一部)、日立ソリューション等である。国内の学校に2万台の導入実績を持つPVCはトップ企業と推測される。

◆ 業務提携、支店網拡充、新サービス投入など最近の施策

前回レポート(14年3月)以降の新たな施策等は以下の通りである。

業務提携では、4月にクラウド型ファイル共有サービス「Fileforce」を提供するファイルフォース社(本社東京都新宿区)と提携し、当該サービスにより管理される資料の選択や管理が容易になるよう連携することになった。6月には大日本印刷(7912 東証一部)と同社及びPVCの3社提携により、大日本印刷が展開するデジタルサイネージ<sup>注8</sup>シス



テムと同社の遠隔会議システムの連携による業務効率化支援サービスを提供することになった。PVC と大日本印刷は 10 月にも、日本ユニシス(8056 東証一部)と共に、災害危機管理に係る各社のソリューションを連携した緊急対応システムを提供すると発表している。

また 7 月にはデータセンター運営のビットアイル(3811 東証一部)と協業し、同社のサービスの OEM 提供やビットアイルのインフラ利用等で合意した。11 月には、ワイヤレス・ブロードバンドサービスを提供するワイヤレスゲート(9419 東証マザーズ)とも在宅医療や遠隔教育等の分野での新サービスの開発を目的に包括的な業務提携を結んだ。このようにアライアンスによるサービスの開拓及び深耕に向けた取り組みが活発に行われている。

(注 9)Global Link は、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。

一般的に国際間の Web 会議は映像や音声安定しないことが多いが、同社は、専用ネットワークを用意することにより安定したネットワーク環境を提供している。

データセンターは 14 年 11 月現在において日本、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。

(注 10)ポートとは PC 等のマシンやソフトウェアが外部とデータ交換する際に用いる出入り口。従来同社は利用者を事前登録する ID 制よりも社外参加者の招請が容易なルーム制(入場者数制限のある貸会議室の契約)を採用してきた。

V-CUBE One では部屋数の設定を自由にして、契約された同時接続数内に収まれば会議室を幾つ設定しようと構わないシステムを採用した。利用範囲を広げ、単価向上を狙う意向である。

販売網の拡充については、国内で 4 月に福岡支店、8 月に名古屋営業所を開業したほか、6 月にマレーシア、8 月にインドネシアの各子会社の移転拡張、営業及びマーケティング担当社員の増員等を行った。マレーシア子会社は、同国内及びタイ等の官公庁や教育機関、現地企業等に対して営業活動を行っている。なお、同社の海外事業は現地の企業等を対象としている。

海外拠点に係る投資については、マーケティング活動のための子会社だけでなく、海外データセンターの設置による「Global Link」<sup>注 9</sup>と称するネットワーク構築もあげられよう。同社は 14 年 3 月にロンドンに当該施設を用意した。アジア地域、北米に加え、欧州各国からのアクセスの良い英国を対象国に加え、グローバルな Web 会議の円滑な開催を実現する意向である。

新サービスについては「V-CUBE One」が 9 月 1 日にリリースされた。遠隔地間の会議システムに始まり、利用シーンに合わせて次々に開発されてきた同社のサービスは、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のこうした指摘に対応して同社は、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、料金体系もポート制<sup>注 10</sup>(参加メンバーの利用端末の最大数のみ管理する)の月額課金を導入した。これによりサービスの重ね売りによる契約時一時金収入を失うが、様々なサービス形態を自在に体験することで、顧客組織内のシステム利用率の向上、契約更新率や契約ポート数の増加等に繋がると同社は見込んでいる。

同社はこれと同時に、セキュリティに十分配慮した法人向けテキストチャットサービス「V-CUBE Gate」を無料アプリとして用意した。PC だけでなくスマートフォン等でも利用可能で、「V-CUBE One」との連携、会議開催時間のプッシュ通知等に利用されると見込んでいる。

この他 11 月には、恵比寿ガーデンプレイス(東京都渋谷区)内に、

Web セミナー配信専用スタジオ「Studio Octo (スタジオオクト)」を開設し運用を開始した。VIP を招聘する Web セミナーにも対応可能な上級な内装、最新機材を用意したスタジオであり、エムスリー (2413 東証一部) との合弁会社エムキューブによる医療業界向けセミナーをはじめ、リクナビ上の会社説明会、金融機関のオンラインセミナー等、当該スタジオの提供による同社サービスの利用促進を図る意向である。

(注 11) 発行された新株予約権の総数は 2,000 個、予約権 1 個当たりの付与株式数は 100 株、予約権の発行価額は 2,000 円/個、権利行使価額は 4,020 円、権利行使期間は 16 年 4 月から 20 年 3 月までである。のれん償却前営業利益を行使条件に取り入れている。

## > 業績動向

**国内外ともに大幅増収を達成、営業利益は前年同期比 3.3 倍に。**

### ◆ 有償ストック・オプションの発行を決議

同社は 9 月 11 日の取締役会で、募集新株予約権 (有償ストック・オプション<sup>注 11</sup>) の発行を決議した。新株予約権の行使に際して、15/12 期及び 16/12 期のいずれかの期におけるのれん償却前営業利益が、(ア) 13 億円を超過した場合、予約権の 50%まで、(イ) 15 億円を超過した場合は同 100%行使可能となるという条件を付している。のれん償却前営業利益を業績向上のコミットメントの対象指標としたところに、積極的な M&A 推進の意思が窺われる。

### ◆ 14 年 12 月期第 2 四半期決算

14/12 期第 2 四半期累計 (1~6 月期、以下、上期) 決算は、売上高 1,733 百万円 (前年同期比 54.9%増)、営業利益 107 百万円 (同 229.9%増)、経常利益 83 百万円 (同 99.5%増)、純利益 31 百万円 (同 20.8%減) であった。売上高が国内外ともに前年同期に比べ大幅に伸長し、増収効果で大幅営業増益を達成した (図表 3)。

売上原価は、(ア) クラウド型サービスの原価は軽微で固定的だが、(イ) PVC の提供する電子黒板システムは PC 等を仕入れて一括納品されるため原価率が高いこと、(ウ) サーバ等ハードウェアも一括納品されるオンプレミス型サービスが伸長していることから、増収率を僅かに下回る伸び率ながら、前年同期比 211 百万円増加した。主な増加項目は仕入増 101 百万円、ソフトウェア償却費 27 百万円、その他外注費 78 百万円である。

販売費及び一般管理費は前年同期比 327 百万円増加した。新卒入社及び中途採用、PVC の子会社化 (5 月より連結) 等で人件費等が同 138 百万円増加したほか、販売政策費が同 58 百万円増、支払手数料が同 53 百万円増、のれん償却費が同 20 百万円増等となっている。

図表 3 14 年 12 月期第 2 四半期決算の概要 (単位: 百万円)

項目	13/12期 上期	14/12期 上期	前年 同期比	事前 予想	達成率
売上高	1,119	1,733	54.9%	1,862	93.1%
売上原価	410	621	51.5%	—	—
販売費及び一般管理費	676	1,004	48.5%	—	—
営業利益	32	107	229.9%	108	98.9%
経常利益	42	83	99.5%	100	83.1%
純利益	40	31	-20.8%	42	75.4%

(出所) 決算短信等に基づき証券リサーチセンター作成

(注 12)PVC 子会社化についてパイオニアと基本合意に達した14年3月に、当該事項と合わせて開示された修正値である。

同社の事前予想<sup>注12</sup>に対する達成率は図表3に示した通りで、売上高の差異はPVCの季節性(学校の夏休みの期間に電子黒板システムの納品が集中すること)を見誤ったことが主な要因である。経常利益及び純利益の未達要因は、事前に見込んでいなかった費用の発生によるもので、営業外費用及び特別損失にそれぞれ、為替差損19百万円(13/12期上期は差益23百万円)、自己新株予約権評価損17百万円が計上されている。

売上高の内訳をみると、14/12期上期はクラウド型サービス、オンプレミス型サービス共に前年同期に比べ高い伸びとなったほか、前年同期に無かった電子黒板システム等のアプライアンス及び中国事業が大幅増収に貢献した(図表4)。

図表4 売上高の内訳 (単位:百万円)

	13/12 上期	同下期	14/12期 上期	前年 同期比
国内小計	1,082	1,203	1,544	42.7%
クラウド型	904	1,039	1,190	31.7%
オンプレミス型	127	117	189	48.8%
アプライアンス	—	—	51	—
その他	50	47	112	127.7%
海外事業	37	202	188	408.7%
うち中国	—	145	146	—
うち中国以外	37	57	42	15.4%

(出所) 決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

**クラウド型が伸び悩む一方、オンプレミス型及びアプライアンスが急拡大。**

(注 13)顧客の料金支払い形態には、(ア)スポット的に開催されるWebセミナーの料金を都度支払う、(イ)月額課金で毎月料金を支払う、(ウ)1年~3年の契約で料金を一括払いする、の3種類がある。長期契約で一括払いされた料金について同社は、営業経費を考慮し8割を契約当月に、残りを契約期間に案分して売上高に計上している。

#### ◆ 14年12月期第3四半期決算

14/12期第3四半期累計決算は、売上高3,296百万円(前年同期比86.3%増)、営業利益198百万円(同52.9%増)、経常利益254百万円(同106.2%増)、純利益91百万円(同1.7%増)であった(次頁図表5)。5月に連結対象となったPVCの売上高が加わり、前年同期に比べ大幅増収となった。増収率に比べ営業増益率が低いのは、第3四半期に採算性が相対的に低いPVCの電子黒板システムの繁忙期を迎えたためである。経常増益率が営業増益率よりも高いのは、海外子会社への貸付金に係る為替差益の発生で営業外収益が増大したためである。

国内売上高は前年同期比75.1%増、海外売上高は中国が同10.9倍、中国を除く海外は13/12期に販売構成比が高かったタイ(官公庁向けが主体)における政変の影響が続き、同6.1%減であった。

国内の業態別売上高をみると、主力のクラウド型サービスの前年同期比増収率が鈍化していることが分かる(上期は同31.7%増)。これについて同社は、長期契約で料金を一括払い<sup>注13</sup>する顧客が第3四半期には少なかったという四半期決算のテクニカルな要因であり、利用実態は右肩上がりのトレンドを維持していると説明している。これを示すの



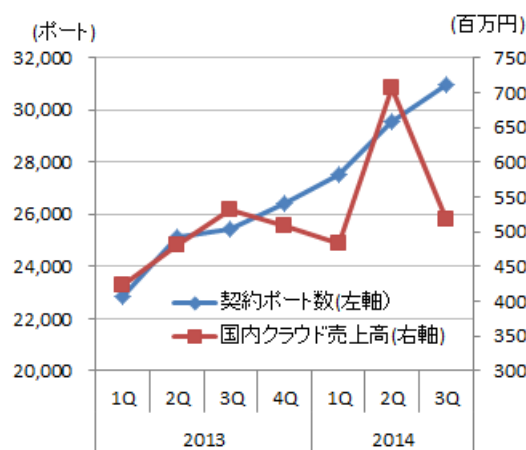
が図表 6 で、国内クラウド売上高は四半期ごとにばらついているが、契約ポート数（売上高に概ね比例する同時接続可能な利用口数）は順調に増加している。実数は非開示ながら利用時間も契約ポート数とリンクして伸長していることが決算説明会資料に示された。なお、同社は契約ポート数及び利用時間を KPI として今後も四半期決算で開示していく意向である。

図表 5 14 年 12 月期第 3 四半期決算概要 (単位：百万円)

項目	13/12期 3Q累計	14/12期 3Q累計	前年 同期比	進捗率
売上高	1,769	3,296	86.3%	70.1%
うち日本	1,670	2,924	75.1%	—
クラウド型	1,435	1,707	19.0%	—
オンプレミス型	167	463	176.0%	—
アプライアンス	—	580	—	—
その他	67	172	156.6%	—
うち中国	28	306	991.5%	—
うち中国以外の海外	71	66	-6.9%	—
営業利益	129	198	52.9%	37.6%
経常利益	123	254	106.2%	47.7%
純利益	89	91	1.7%	28.4%

(出所) 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 6 国内契約ポート数の推移



(出所) 決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

高成長を見込む会社予想は据え置かれた。クラウドの予想売上高は減額に。

### ◆ ブイキューブによる 14 年 12 月期 (通期) 業績予想

14/12 期 (通期) 業績予想について同社は、14 年 3 月に修正した売上高 4,705 百万円 (前期比 86.3%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)、純利益 322 百万円 (同 40.1%増) の予想数値を据え置いた。

売上高の内訳は、国内事業売上高 4,075 百万円 (前期比 78.3%増)、海外事業売上高 630 百万円 (同 163.6%増) となっている。14/12 期第 1 四半期決算公表時に示された予想から国内事業売上高が 1.0%増額 (前回 4,036 百万円→今回 4,075 百万円) となる一方、海外事業売上高のうち中国が 2.3% (473 百万円→462 百万円)、中国以外が 14.3% (196 百万円→168 百万円) それぞれ減額された。タイの政変等で海外事業の予算消化が遅れた上期実績を反映した修正である。

国内事業はクラウド型サービスが順調に売上高を伸ばすだけでなく、オンプレミス型サービスも大幅増収になると同社は見込んでいる。ただ、国内売上高の業態別構成については第 3 四半期決算時に見直され、クラウド型が 117 百万円減額される一方、通期予算を第 3 四半期でほぼ達成したオンプレミス型はさらに売上高の上乗せが見込まれるとして同額増額された。オンプレミス型については金融機関向けを中心に

販売増を見込んでいるほか、設計業務向けなど同社と異なる得意領域に実績のある PVC の貢献にも期待を寄せている。

文教向けが中心のアプライアンスは納品が容易な夏季休暇のある第 3 四半期に需要期を迎え、期間売上高は通期予算の 63%に相当する 529 百万円に達した。新ブランド「xSync (バイシンク)」を立ち上げ、9 月に製品発表会を開催した他、他社との業務提携を積極的に進めており、さらなる販売拡大を見込んでいる。

(注 14) 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。

海外事業については、中国において好調に進展している上海 GM 向けプロジェクト<sup>注 14</sup>の継続や他の自動車メーカーへの横展開等による販売拡大を、マレーシアやインドネシアの子会社においても増員によるマーケティング活動の活性化で、タイ案件を除き開拓中のプロジェクトの成約増加を見込んでいる。

利益面では、前期比 2,180 百万円の売上高の増加により、以下の費用増加要因を吸収し前期比大幅増益になると同社は見込んでいる。

売上原価は前期比 1,040 百万円増加し、売上原価率は 13/12 期の 33%から 40.0%に 6.7%ポイント上昇すると同社はみている。PC 等周辺装置の仕入が発生するアプライアンスやオンプレミス型サービスの伸長、オンプレミス型を主体とする海外事業の拡大に伴い、仕入が前期比 615 百万円、外注費等が同 344 百万円増加するとしている。

販売費及び一般管理費は同 890 百万円増加するが、売上高に対する比率は 13/12 期の 55.7%から 48.8%に 6.9%ポイント低下すると同社は見込んでいる。主な増加費用項目は、人件費 404 百万円、販売政策費 140 百万円、のれん償却費 57 百万円、その他 288 百万円である。

図表 7 バイキューブによる 14 年 12 期業績予想

(単位：百万円)

	13/12期 通期	対売上高 総計比	14/12期 通期 CE	前期比	対売上高 総計比	13/12 上期	13/12期 下期	14/12期 上期	14/12期 下期 CE	前年 同期比
国内事業	2,285	90.5%	4,075	78.3%	86.6%	1,082	1,203	1,544	2,531	110.4%
クラウド型	1,943	77.0%	2,384	22.7%	50.7%	904	1,039	1,190	1,194	14.9%
オンプレミス型	244	9.7%	612	150.8%	13.0%	127	117	189	423	261.5%
アプライアンス	—	—	842	—	17.9%	—	—	51	791	—
その他	97	3.8%	237	144.3%	5.0%	50	47	112	125	166.0%
海外事業	239	9.5%	630	163.6%	13.4%	37	202	188	442	118.8%
うち中国	145	5.7%	462	218.6%	9.8%	—	145	146	316	117.9%
うち中国以外	94	3.7%	168	78.7%	3.6%	37	57	42	126	121.1%
売上高総計	2,525	100.0%	4,705	86.3%	100.0%	1,119	1,406	1,733	2,972	111.4%
売上原価	842	33.3%	1,882	123.5%	40.0%	410	432	621	1,261	191.9%
販売費及び一般管理費	1,406	55.7%	2,296	63.3%	48.8%	676	730	1,004	1,292	77.0%
営業利益	276	11.0%	527	90.6%	11.2%	32	244	107	420	72.1%
経常利益	263	10.4%	534	102.6%	11.3%	42	221	83	451	104.1%
純利益	230	9.1%	322	40.1%	6.8%	40	190	31	291	53.2%

(注) CEは会社予想、売上原価と販売費及び一般管理費は決算説明会資料の増減益予想要因分析に記載の増減額と実績から推計、下期の数値は通期と上期の差で、何れも百万円単位で算出

(出所) 決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

14/12期はバイキューブ予想が概ね妥当と判断した。

(注 15)文部科学省の前掲調査によれば、13年度において電子黒板を導入済の学校の割合は全国平均 76.4%(前年度は 74.7%)、最高の都道府県は佐賀県の96.8%、最低は宮崎県の50.5%である。

クラウド型の減速、アプライアンスの伸長を考慮して中期予想を見直した。

#### ◆ 証券リサーチセンターによる 14 年 12 月期業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)は、14/12期上期及び第3四半期実績に基づき、14/12期通期予想を見直し、前回予想(14年3月)から売上高を400百万円、営業利益及び経常利益を100百万円、純利益を60百万円減額した(次頁図表8)。前回予想ではPVC買収の公表に伴い当該会社を含めた事業別売上高や費用構成の予想が困難であったが、新予想ではこれらも織り込んだ。

同社予想に比べ、売上高、利益ともに低い数値としたのは、(ア)PVCのアプライアンス事業について、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少なくない現状<sup>注15</sup>を考慮したこと、(イ)PVCについて、採算改善に向け選別受注を進めていることを十分に考慮したこと、(ウ)戒厳令が解かれず情勢の不透明なタイにおけるプロジェクト停滞等、海外事業について、計画が未達に終わる懸念を持ったこと等のためである。

利益面については、利幅の薄い事業の売り上げ減少の影響は少ないと考える一方、同社の修正予想のようにクラウド型とオンプレミス型の売上高の入れ替わりがあれば採算性が低下することを考慮した。

当センターの前回予想は、クラウド型サービスについて、上場による知名度上昇や代理店の販売積極化等により、新規契約獲得ペースが上昇すると想定し、同社の期初予想(2,346百万円、但しPVCは含まない)を上回る売上高(2,500百万円)を見込んでいた。しかし上期決算を見る限り、堅調に拡販が進んでいるが獲得ペースの急上昇はなかった模様である。当センターは「V-CUBE One」のリリースによる代理店や見込客の同社サービスへの理解の進展、販売加速は15/12期以降と考え、14/12期予想売上高を下方修正し、利益面もそれに従い減額した。

#### ◆ 中期業績見通し

同社は15/12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、売上高100億円、営業利益30億円～40億円の早期達成という大まかな数値をあげている。また14年9月11日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13億円並びに15億円を上回ることを行使条件としている。

当センターは、14/12期と同様の理由に基づきクラウド型の成長速度を下方修正する一方、原価率の高いアプライアンスの販売増加を考慮して、15/12期及び16/12期予想の見直しを行った(次頁図表8)。なお、同社が積極的な取組を成長戦略の一つに掲げる同業者の事業買収は予想に織り込んでいないが、この期間に実現すれば成長速度は高まろう。

15/12期予想は売上高68億円(前期比47.8%増)、営業利益10億円(同

**PVC の電子黒板システム等アプライアンスは倍増を見込む。**

**16/12 期はクラウド型サービスの高伸長による利益率の改善を見込む。**

100.0%増)、純利益 6 億円 (同 100.0%増) とした。

PVC のアプライアンス販売については、予算消化意欲が高まる年度末も含む通期の営業活動や教育現場の姿勢の変化を見込み、販売額は前期比倍増すると想定した。オンプレミス型主体の海外売上高の伸びも見込み、売上原価率は 14/12 期よりも 1.0%ポイント上昇すると想定とした。しかし販売費及び一般管理費の伸びは、PVC のコストがさらに 4 カ月分加算されるとしても、14/12 期を下回ると想定したため、売上高営業利益率については前期比 3.8%ポイント改善を見込んでいる。

16/12 期については、売上高を前回予想と同水準に据え置く一方で利益は下方修正したが、前期比倍増ペースで営業利益が増加するという見方を継続した。新サービス浸透や代理店の積極化、業務提携による利用形態の増加等を見込み、クラウド型サービスの前期比増収率を 38.2%と 15/12 期の 36.0%よりも高く設定した。これに伴い売上原価率は前期比 2.3%ポイント改善すると考えた。販売費及び一般管理費の対売上高比率も PVC 買収による費用増の一巡で同 5.2%ポイント低下すると想定した。

図表 8 ブイキューブの中期業績予想モデル

(単位:百万円)

項目 / 決算期	12/12	13/12	14/12 CE	14/12 IBE	14/12 新E	15/12 IBE	15/12 新E	16/12 IBE	16/12 新E
売上高	2,005	2,525	4,705	5,000	4,600	7,000	6,800	9,000	9,000
(前期比増減率)	18.9%	25.9%	86.3%	98.0%	82.2%	40.0%	47.8%	28.6%	32.4%
日本	1,953	2,285	4,075	—	4,000	—	5,900	—	7,800
(前期比増減率)	—	17.0%	78.3%	—	75.1%	—	47.5%	—	32.2%
うちクラウド型	1,580	1,943	2,384	—	2,400	—	3,400	—	4,700
うちオンプレミス型	258	244	612	—	600	—	600	—	700
うちアプライアンス	—	—	842	—	800	—	1,600	—	2,000
うち その他	114	97	237	—	200	—	300	—	400
海外	51	239	630	—	600	—	900	—	1,200
(前期比増減率)	—	365.0%	163.6%	—	151.0%	—	50.0%	—	33.3%
売上原価	761	842	1,882	—	1,875	—	2,800	—	3,500
(前期比増減率)	7.8%	10.6%	123.5%	—	122.7%	—	49.3%	—	25.0%
(対売上高比)	38.0%	33.3%	40.0%	—	40.8%	—	41.2%	—	38.9%
販売費及び一般管理費	1,138	1,406	2,296	—	2,250	—	3,000	—	3,500
(前期比増減率)	20.1%	23.6%	63.3%	—	60.0%	—	33.3%	—	16.7%
(対売上高比)	56.8%	55.7%	48.8%	—	48.9%	—	44.1%	—	38.9%
営業利益	105	276	527	600	475	1,200	1,000	2,500	2,000
(前期比増減率)	221.9%	162.9%	90.6%	117.4%	72.1%	100.0%	110.5%	108.3%	100.0%
(対売上高比)	5.2%	11.0%	11.2%	12.0%	10.3%	17.1%	14.7%	27.8%	22.2%
経常利益	107	263	534	600	500	1,200	1,000	2,500	2,000
(前期比増減率)	702.9%	146.3%	102.6%	128.1%	90.1%	100.0%	100.0%	108.3%	100.0%
純利益	116	230	322	360	300	750	600	1,500	1,200
(前期比増減率)	—	97.2%	40.1%	56.5%	30.4%	108.3%	100.0%	100.0%	100.0%

(出所) 証券リサーチセンター



> 投資に際しての留意点

成長に向けた設備投資資金確保を重視し無配継続の公算が大きい。

厳密な比較は困難だがPERはエムスリーより低水準。

◆ 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、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、(ア) 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、(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。

◆ 株価バリュエーション

企業向けグループウェアの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(4776 東証一部)、動画配信のASP サービスや配信サイト及びコンテンツの受託制作等を行っているJストリーム(4308 東証マザーズ)、医療従事者専門情報サイトの運営等を行っており、同社がベンチマークとしているエムスリー(2413 東証一部)との株価バリュエーションの比較を試みた(図表9)。

同社の今期予想基準PERは48.7倍、当センターの今期予想EPSに基づくPERは52.4倍で、エムスリーの70.6倍を下回るが、Jストリームの20.7倍よりも大幅に高い水準にある。同社の前期実績基準PBR4.1倍は、やはりJストリームよりも高いが、サイボウズと同水準で、エムスリーを下回る。

しかし、中期的な成長力を考慮すれば、同社の株価に割高感はないと当センターは考えている。

図表9 類似会社とのバリュエーション指標の比較

銘柄 コード 市場 直前決算期		ブイキューブ 3681 東証マザーズ 13/12	サイボウズ 4776 東証一部 13/12	Jストリーム 4308 東証マザーズ 14/3	エムスリー 2413 東証一部 14/3
株価(11月14日)	円	3,440	387	410	1,965
時価総額	億円	157.3	204.1	57.5	6,354.3
今期予想売上高	百万円	4,705	5,800	4,700	50,000
前期比増減率	%	86.3	11.6	3.2	35.5
今期予想営業利益	百万円	527	-200	260	15,000
前期比増減率	%	90.6	—	-7.2	21.7
今期予想売上高営業利益率	%	11.2	-3.4	5.5	30.0
今期予想基準PER	倍	48.7	—	20.7	70.6
前期実績基準PBR	倍	4.1	4.9	1.7	17.4
今期予想配当利回り	%	0.0	0.9	0.0	未定(0.7%)*

(注) 予想業績は各社の四半期含む直前期決算短信に依拠。エムスリーの配当利回り( )内は前期実績基準(出所)決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

**高成長が織り込まれた妥当な株価水準と考えられる。**

なお、サイボウズはビジネスモデルをライセンス販売からクラウド型サービスへ移行中であり、広告宣伝を含む先行投資が嵩むため、14/12期会社予想業績は営業利益、当期純利益ともに赤字転落としている。このため、今期予想基準 PER が算出できない。エムスリーは14/3期より会計基準をIFRSに移行しているため、またJストリームとは決算期の違いから、やはり厳密な意味でのバリュエーション指標の比較は困難であると言えよう。

2頁株価チャートにみられるように、同社の株価及び対TOPIX相対株価は、13年12月の上場後、13年末をピークに低落傾向を辿ってきた。マザーズ市場においてはこの間、一部のモバイルゲーム企業をはじめ、それまで業績、株価ともに低迷していた銘柄が何らかのニュースを契機に人気化し急騰する事例が相次ぎ、業績の裏付けを問わず物色されてきたと考えられる。同社は上場時に高い評価を得ており、業績の裏付けにより高水準のPERが維持されてきたと考えるべきであろう。

なお、同社の株価及び対TOPIX相対株価は、14年5月の第1四半期決算公表による業績拡大基調の確認、6月2日に開催された世界経済フォーラム ジャパン・ミーティングにおける同社のサービスの採用(東京とアジア及び欧米の11都市を結ぶWeb会議の実施)のニュース等で一時反転した。最近では、国内拠点間のコミュニケーションに限定されていたPVCのサービスを14年10月以降は顧客の海外拠点にも提供するというニュースや、有償ストック・オプション発行のニュースに株価は反応している。有償ストック・オプションについては、発行決議日の発行済株式数に対して最大で約4.4%の希薄化が生じることになるが、株式市場は将来の業績に対する同社のコミットメントを実現可能な中期予想利益と解釈し、前向きに評価していると考えられる。

相対株価が上昇基調に転じるには、投資家の予想を超える好決算や同業者のM&A等の新たな施策の公表等が必要と考えられる。

## 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

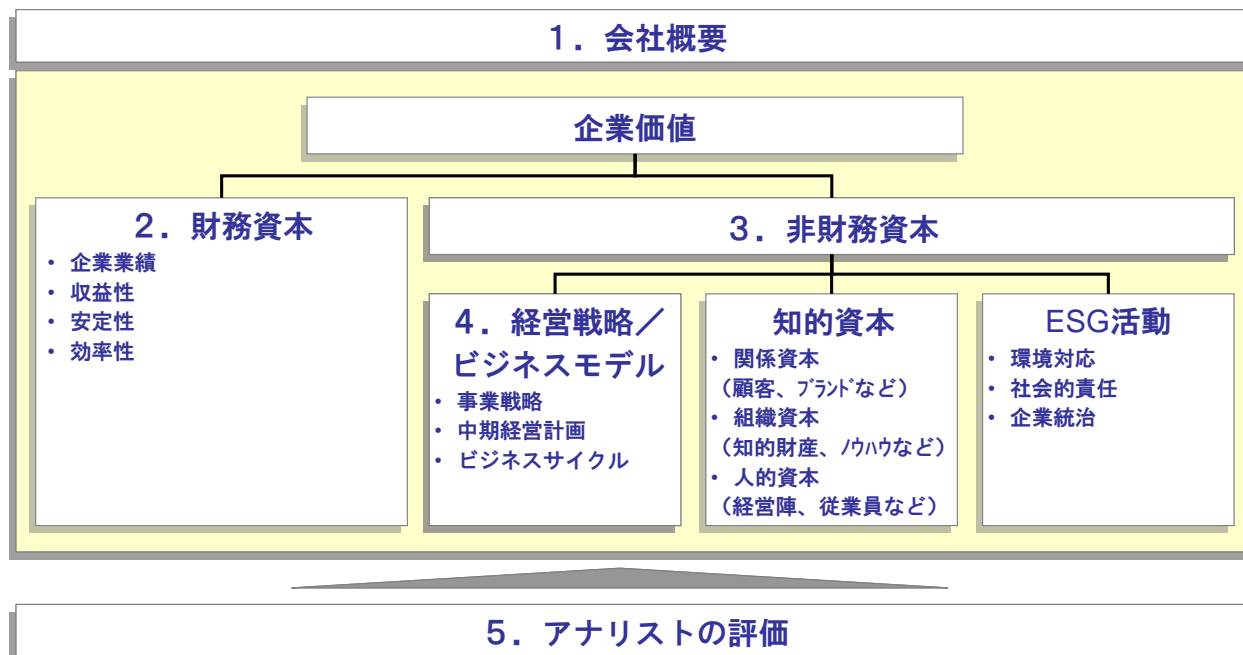
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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ないと、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。