

バイキューブ

3681 東証 1 部

<https://jp.vcube.com/ir/>

2016 年 10 月 6 日 (木)

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
森本 展正

[企業情報はこちら >>>](#)

■ アジア No.1 のビジュアルコミュニケーション プラットフォームを目指す

ビジュアルコミュニケーション市場の国内リーディング・カンパニー。国内外でのワークスタイル変革市場の深耕、社会インフラ化により「アジア No.1 のビジュアルコミュニケーションプラットフォーム」を目指す。

バイキューブ <3681> は、離れた場所同士を映像と音声で結び、今まで移動して会わないとできなかったコミュニケーションを実現するビジュアルコミュニケーションサービスプロバイダー。ユーザー目線に立った様々なニーズに対応する機能を備えた豊富なサービスラインアップによる品ぞろえでビジネスのあらゆるコミュニケーションをつなぐ環境を提供し、企業の新しい働き方の実現を支援するワークスタイルの変革を推進する。

Web 会議や Web セミナーに代表される「V-CUBE」は国内外の法人企業、教育機関、官公庁など累計で 5,000 社以上の導入実績を有し、Web 会議サービス (SaaS) 市場の国内シェア No.1 の地位を盤石なものとしているほか、アジア地域でも米国シスコシステムズに次いで No.2 のシェアを確保する。2013 年の株式上場後は、「アジア No.1 のビジュアルコミュニケーションプラットフォーム」を目指し、積極的な M&A と戦略的アライアンスによる事業戦略を展開している。

同社が 2016 年 2 月にグループとして初めて公表した 2016 年中期経営計画 (新たな成長ステージへ) は、「アジア No.1 のビジュアルコミュニケーションプラットフォーム」を目指すこれまでの基本方針のもと、2016 年 12 月以降は、1) ワークスタイル変革市場の深耕、2) 社会インフラ化、3) アジアを中心とした海外での事業拡大、——の 3 つの重点施策を実行することにより、2018 年 12 月期に売上高 139 億円、営業利益 30 億円を達成、中長期的にはアジア地域におけるデファクトスタンダードとなり、営業利益率 30% 以上、ROE20% 以上、中国、シンガポール、インドを中心とする事業展開により海外売上比率 40% を達成するという目標を掲げた。ビジュアルコミュニケーションの国内、海外市場ともに開拓余地は大きいことから、重点施策の遂行による今後の動向が注目される。

中計初年度の 2016 年 12 月期第 2 四半期累計期間 (1 月 -6 月) の連結業績は、売上高が前年同期比 25.8% 増の 3,397 百万円、営業利益は同 98.0% 減の 4 百万円、親会社株主に帰属する四半期純損失は 420 百万円 (前年同期は 68 百万円の四半期純利益を計上) と 2 ケタ増収ながら大幅な営業減益、四半期純利益は赤字転落となり、売上高、利益ともに期初会社計画を下回った。英国の EU 離脱の動きに絡んだ急激な円高の影響に加えて、中国のオンライン教育関連の課金遅延や国内金融機関を中心とする意思決定の遅れによるオンプレミスの売上未達、などがマイナス要因として働いた。

2016 年 12 月期会社計画は、第 2 四半期累計期間業績の計画未達と、中国のオンライン教育関連の課金遅延と円高による円ベースの連結売上高、営業利益ダウン等の下期のマイナス要因を考慮し、売上高 8,200 百万円 (前期比 34.8% 増)、営業利益 444 百万円 (同 27.6% 増)、親会社株主に帰属する当期純損失 183 百万円 (前期は 93 百万円の純利益を計上) へ売上高、利益ともに下方修正された。しかし、売上高、営業利益については依然として前期比で 2 ケタ成長を見込む内容となっており、収益の拡大トレンドに大きな変化はない。

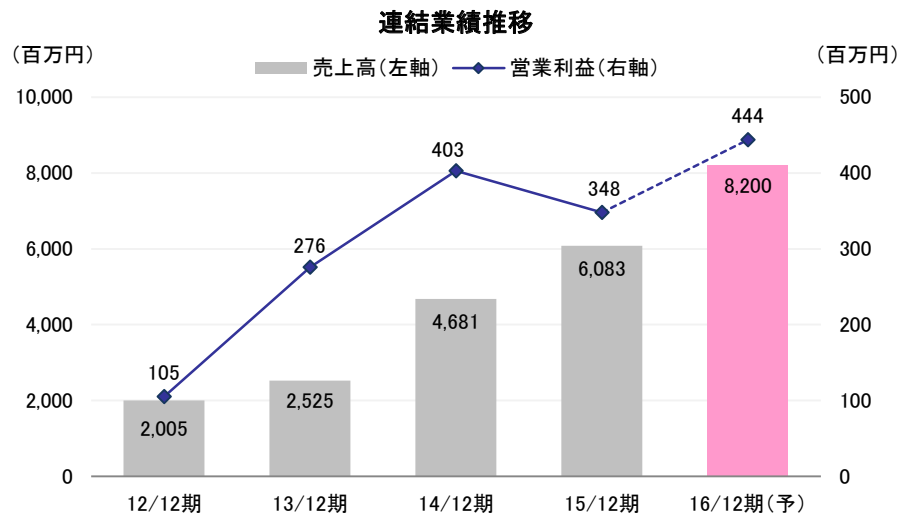
2016 年 10 月 6 日（木）

弊社では、下方修正された 2016 年 12 月期会社計画は、第 2 四半期の下振れ要因となった中国のオンライン教育関連の売上高を今期見込みから除外したこと、想定為替レートも第 2 四半期の実績以上の円高へ修正したことなどから判断し、業績の更なる下振れリスクは後退したと見ている。通期計画の達成可否を占う手掛かりとして、第 3 四半期（7 月 -9 月）に売上高が集中する電子黒板や技術課題解決の目途が立った「V-CUBE Box」のアプライアンスと、パイプラインが国内金融機関を中心に積み上がっているオンプレミス型の今後の売上動向を注目したい。

同社は、企業体質の強化及び積極的な事業展開に備えるために内部留保の充実を図り、財務体質の強化と成長のための投資に充当することが、株主に対する最大の利益還元につながるの考えに基づき、2015 年 12 月期までは配当を実施していなかった。2016 年 2 月 15 日公表の中期経営計画において、2016 年 12 月期は、これまでの投資が一巡し収穫時期に入ったとの判断から、配当性向 20% を目安に配当開始を検討することを発表していたが、2016 年 8 月 10 日時点において、配当予想は無配のままである。

Check Point

- ・2016 年 12 月期第 2 四半期累計連結業績は、売上高は 2 ケタ成長を確保したものの、中国のオンライン教育関連の課金遅れや、オンプレミス型、アプライアンスの計画未達により、売上高、利益ともに計画未達となった
- ・2016 年 12 月期連結業績は期初計画を下方修正したものの、売上高、営業利益は依然として 2 ケタ成長を確保し、過去最高を更新する見通し
- ・市場シェアの更なるアップの切り札である「V-CUBE Box」のパイプラインは順調、オンプレミス型も金融機関向けを中心に順調



出所: 同社決算説明資料をもとにフィスコ作成

■要約.....	1
■会社概要.....	4
(1) 会社概要	4
(2) 沿革	5
(3) 大株主の状況	7
■社長インタビュー	8
■事業内容.....	9
(1) 販売形態	10
(2) 販売チャネル	10
(3) 顧客基盤	10
(4) ビジネスモデル	11
(5) 主要サービスの内容	12
■市場環境、競合、強みと弱み、事業等のリスク	14
(1) 市場規模	14
(2) 競合	16
(3) 強みと弱み	17
(4) 事業等のリスク	17
■業績動向.....	20
(1) 過去の業績動向.....	20
a) 2008 年 12 月期から 2014 年 12 月期	20
b) 2015 年 12 月期連結業績の概要	20
c) 財務状況（2008 年 12 月期から 2015 年 12 月期）	20
(2) 成長戦略	21
a) 上場後の成長戦略の概要	21
b) 2016 年中期経営計画について	21
(3) 2016 年 12 月期会社計画と 2016 年に入ってから取り組み	25
a) 2016 年 12 月期の期初会社計画の概要	25
b) 2016 年に入ってから取り組み	26
c) トピック	29
d) 第 15 回新株予約権発行による資金調達	30
(4) 2016 年 12 月期第 2 四半期累計連結業績	30
a) 第 2 四半期累計連結業績の概要	30
b) 販売形態別	32
c) 地域別	34
(5) 財務状態	34
(6) 2016 年 12 月期会社計画の修正と見通し	36
■株主還元	38

2016 年 10 月 6 日（木）

※ 1 テレビ会議と同様に映像（ビデオ）と音声を使って、遠方の相手とのコミュニケーションを可能にするシステム。従来のテレビ会議システム（ビデオ会議システム）のように高価な専用システムを導入する必要がなく、インターネット接続環境、PC（パソコン）やモバイル端末（スマートフォンやタブレット）、カメラ・マイクがあれば、世界中どこからでも利用することができる。

※ 2 同社がアジア地域を選んだ理由は、ユーザー対象となる人口が多く、“face to face（お互いの顔を見る）”のビジュアルコミュニケーションを重要視する文化があることに加え、交通インフラが十分に整備されていない地域もあるため、Web 会議システムに対する需要が大きいものと判断。加えて、同社は、シスコシステムズ等の米国系大手企業が本格展開しにくい国、すなわち「英語が通じにくい国」、「アメリカの文化と合わない国」に営業機会があると考えた。海外では競合の米国系大手企業が入り込めていないローカル企業を主なターゲットとして注力している。

■ 会社概要

アジア No.1 を目指す

Web 会議システムの国内リーディング・カンパニー

(1) 会社概要

同社はビジュアルコミュニケーションツールの企画、開発、販売、運用、保守を手掛け、国内外の法人企業、教育機関、官公庁などのユーザーに対して主にクラウドベースでビジュアルコミュニケーションサービスを提供する。ビジュアルコミュニケーションの黎明期の 2004 年に Web 会議システム※ 1 を自社開発し、改良を加えて、同市場へ参入。高品質でユーザー目線に立ったきめ細かなサービス、品揃えや 24 時間・365 日のサポート体制などが評価され、Web 会議「ASP（クラウド）型」及び「ASP（クラウド）型＋SI（オンプレミス）型」市場において 9 年連続してシェア No.1 を獲得。主力の Web 会議サービス「V-CUBE ミーティング」を中心に 5,000 社を超える企業へ導入実績を誇り、国内トップの座を不動のものにしている。さらに、2014 年にパイオニアソリューションズ（株）（現パイオニア VC（株）、以下 PVC）を子会社化したことにより、Web 会議「SI（オンプレミス）型」の分野でもシェア No.1 を獲得し、国内 Web 会議市場の全分野でのシェア No.1 を獲得し、国内リーディング・カンパニーである。

経営理念として「私たち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します」を掲げ、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・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事業を展開している。

同社は日本国内にとどまらず、「アジア No.1 のビジュアルコミュニケーションプラットフォーム」を目指し、今後高い成長が期待できるアジア地域へ積極的な事業展開※ 2 を行っており、米国 Cisco Systems, Inc.（以下、シスコシステムズ）に次ぐアジア地域第 2 位のシェアを獲得している。2013 年 12 月に会社の知名度・認知度の一段の向上と事業拡大のための資金調達を目的として、東京証券取引所マザーズ市場へ株式を上場。2015 年 7 月には同市場第 1 部に指定された。

同社グループは 2016 年 6 月末、アジアを中心に海外 13 社、国内 6 社の全 19 社で構成されている。グループの役員・従業員数は 529 人（国内 306 人、海外 223 人）で、内訳は営業・マーケティング 192 人、技術者 263 人、管理部門 74 人と、技術力と営業力を兼ね備えた人員構成となっている。オフィスは世界 15 カ所（国内 7 ヶ所、海外 8 ヶ所）、データセンターも日本のほか、米国（米国東、米国西）、中国、香港、シンガポール、マレーシア、インドネシア、インドなど世界 15 ヶ所に保有する。



ブイキューブ

3681 東証 1 部

<https://jp.vcube.com/ir/>

2016 年 10 月 6 日（木）

※1 同社が掲げている標語「V-cube provides Visual Communication Vehicle.」の 3 つの V に由来する。

※2 テレビ会議システムが高くて買えなかったことがきっかけ。

同社の主要グループ会社

会社名	住所	事業内容	議決権の所有割合
（連結子会社）			
パイオニア VC（株）	日本	産業用・業務用システム製品の企画・開発・販売・保守	85.05%
アイスタディ（株）〈2345〉	日本	e ラーニング学習ソフトウェア、学習管理システムの開発・販売	67.51%
V-cube USA, Inc.	米国	ビジュアルコミュニケーションサービスの提供	100.00%
V-cube Malaysia Sdn. Bhd.	マレーシア	ビジュアルコミュニケーションサービスの提供	100.00%
V-cube Global Services Pte. Ltd.	シンガポール	R&D センター、アジア地域統括持株会社	100.00%
PT. V-CUBE INDONESIA	インドネシア	ビジュアルコミュニケーションサービスの提供	95.00%
V-cube Global Operations Pte. Ltd.	シンガポール	データセンター・通信回線の運用	100.00%
V-cube Singapore Pte.Ltd.	シンガポール	ビジュアルコミュニケーションサービスの提供	100.00%
BRAV International Limited	中国（香港）	ビジュアルコミュニケーションサービスの提供	100.00%
威立方（天津）信息技術有限公司	中国（天津）	ビジュアルコミュニケーションサービスの提供	100.00%
Wizlearn Technologies Pte. Ltd.	シンガポール	教育プラットフォームの提供	100.00%
（持分法適用会社）			
エムキューブ（株）	日本	ビジュアルコミュニケーションサービスの提供	49.00%

出所：有価証券報告書をもとにフィスコ作成

リーマンショック後に選択と集中により事業を一本化、株式上場後に積極的な買収を展開し事業拡大ペースが加速

（2）沿革

同社の前身は、創業者で同社代表取締役社長の間下直晃（ましたなおあき）氏が慶應義塾大学在学中の 1998 年 10 月に、Web 制作やアプリ開発など Web ソリューションの提供を行うことを目的として設立した（有）ブイキューブインターネット。2001 年 1 月に事業の本格化に合わせて株式会社へ改組し、同時に社名を（株）ブイキューブ※1 に変更した。その後、2002 年 3 月に日本で初めて慶應義塾大学と資本提携を行い、Web ソリューションやモバイルソリューションを提供するとともに、大学などとの共同研究をベースとした新規事業を展開する。

2003 年 4 月に米国ロサンゼルスに V-cube USA, Inc. を設立し、モバイルアプリの北米進出を果たす。2004 年 1 月に急速に発展するブロードバンドインフラの上で提供されるビジュアルコミュニケーションインフラを構築・販売する会社として、株式会社ブイキューブブロードコミュニケーションを設立し、米国社員と効率的にコミュニケーションを行う手段として自社開発※2 した Web 会議システムに改良を加えて、「nice to meet you」（現「V-CUBE」）として販売を開始した。2005 年 9 月に旧ブイキューブを子会社化後、2006 年に入ってからビジュアルコミュニケーションサービス事業特化と既存の他の事業の縮小を決断。同年 3 月に旧ブイキューブを吸収合併し、同年 4 月に社名を（株）ブイキューブに変更した。

2008 年 9 月に起きたリーマンショックの影響により最終段階まで進んでいた上場準備を中止。一方で、リーマンショックを引き金としてビジュアルコミュニケーションサービスに対する需要が高まったことや、クラウド型サービスに対するユーザーの理解度や利用姿勢の変化を受けて、ビジュアルコミュニケーションサービス事業 1 本に選択・集中することを決断し、2010 年 5 月にはサービス名を「nice to meet you」から「V-CUBE」へ変更した。



バイキューブ

3681 東証 1 部

<https://jp.vcube.com/ir/>

2016 年 10 月 6 日（木）

※ 1 最初にマレーシアを選んだのは、潜在成長性が高く、進出コストがシンガポールに比べ低かったことが主な理由。

※ 2 シンガポールを研究開発の拠点としてだけでなく、アジア地域へのサービス展開の拠点として活動して行くことを目的として地域統括持株会社としての機能を追加した。加えて、同社のグローバル化を狙い間下社長がシンガポールへ移住した。

こうした国内の動きと並行し、インテルキャピタルなどから資金調達し、2009 年 8 月にマレーシア（クアラルンプール）※ 1 に情報収集拠点として駐在員事務所を開設したのに続き、同年 12 月にはマレーシアに V-cube Malaysia Sdn. Bhd. を設立し、アジア展開を開始した。さらに、2012 年 1 月に技術開発機能の強化を目的としてシンガポールに V-cube Singapore R&D Centre Pte. Ltd. を設立（2012 年 12 月に社名を V-cube Global Services Pte. Ltd. へ変更※ 2、以下、V-cube Global Services）したのに続き、同年 7 月にはインドネシアに PT. V-CUBE INDONESIA を設立。さらに、2013 年 8 月には中国市場へ本格的に展開するため、BRAV International Limited（以下、BRAV）及び同社の子会社である天津柏鋭丰科技有限公司（現威立方（天津）信息技术有限公司）を連結子会社化すると同時に、シンガポールにおける販売拠点として V-cube Singapore Pte. Ltd. を設立するなど、積極的にアジアの拠点整備、拡大を進めた。

2013 年 12 月に会社の知名度・認知度の一段の向上と事業拡大のための資金調達を目的として、東京証券取引所マザーズ市場へ株式を上場。上場後は、国内外で積極的な M&A を中心とする事業拡大戦略を展開。2014 年 2 月に医療分野におけるビジュアルコミュニケーションプラットフォームに関する合併契約を医療情報専門サイト m3.com 等を運営するエムスリー〈2413〉と締結し、同年 3 月にエムキューブ（株）を設立したほか、同年 5 月にパイオニア〈6773〉の子会社で電子黒板・Web 会議サービスを提供する PVC を連結子会社化した。さらに、2015 年 10 月には教育・研修分野の強化を目的として、シンガポール最大の教育プラットフォーム提供会社 Wizlearn Technologies Pte. Ltd.（以下、Wizlearn）を連結子会社化したのに続き、同年 12 月にはシステム・テクノロジー・アイ〈2345〉（社名を 2016 年 4 月にアイスタディへ変更、以下アイスタディ）を TOB により連結子会社化した。

沿革

1998年10月	Web ソリューションサービスを目的とした、（有）バイキューブインターネットを設立
2001年 1月	（株）バイキューブインターネットへ組織変更
2002年 3月	慶應義塾大学と資本提携
2002年12月	（株）バイキューブへ社名変更
2003年 4月	アメリカマーケットへの展開を目的として、アメリカ・ロサンゼルスに V-cube USA, Inc. を設立
2004年 5月	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提供を目的として、（株）バイキューブブロードコミュニケーションを設立
2009年12月	東南アジア展開の活動拠点として、マレーシア・クアラルンプールに V-cube Malaysia Sdn. Bhd. を設立
2010年 5月	主力サービス名称を「nice to meet you」から「V-CUBE」へ変更
2012年 1月	技術開発の強化を目的として、V-cube Global Services Pte. Ltd.（旧 V-cube Singapore R&D Centre Pte. Ltd.）をシンガポールに設立
2012年 7月	PT. V-CUBE INDONESIA をインドネシア・ジャカルタに設立
2013年 5月	全世界の V-CUBE サービスのインフラ提供を行う目的として、V-cube Global Operations Pte. Ltd. を設立
2013年 8月	中国マーケットに本格的に展開するため、BRAV International Limited 及び同社の子会社である威立方（天津）信息技术有限公司（旧天津柏鋭丰科技有限公司）を連結子会社化
2013年 8月	シンガポールにおける販売拠点として、V-cube Singapore Pte. Ltd. を設立
2013年12月	株式を東京証券取引所マザーズ市場へ上場
2014年 2月	医療分野におけるビジュアルコミュニケーションプラットフォームに関する合併契約を締結し、エムキューブ（株）を設立
2014年 5月	パイオニア VC（株）（旧・パイオニアソリューションズ（株））を連結子会社化
2015年 7月	東京証券取引所市場第 1 部へ市場変更
2015年10月	ロボット関連事業の強化を目的として、（株）バイキューブロボティクス・ジャパンを設立
2015年10月	教育・研修分野の強化を目的として、アジア地域統括持株会社 V-cube Global Services Pte. Ltd. が、シンガポール最大の教育プラットフォーム提供会社 Wizlearn Technologies Pte. Ltd. を連結子会社化
2015年12月	教育・研修分野の強化を目的として、アイスタディ（株）（旧・（株）システム・テクノロジー・アイ）を連結子会社化
2016年 1月	開発体制の強化を目的として、（株）バイキューブテクニカルワークスを設立

出所：同社 HP よりフィスコ作成



バイキューブ

3681 東証 1 部

<https://jp.vcube.com/ir/>

2016 年 10 月 6 日（木）

間下社長が間接保有を含め 26% 強を所有する筆頭株主

(3) 大株主の状況

2016 年 6 月末の大株主の状況を見ると、創業者で代表取締役社長の間下氏が 4,518.8 千株（所有比率 23.33%）保有し筆頭株主であるほか、同氏の資産管理会社トミーコンサルティングが 680 千株（同 3.51%）を保有し第 4 位の大株主となっている。間下氏は間接保有分を合わせると、合計で 5,198 千株（同 26.84%）を保有する。

同社の関係者では、代表取締役副社長の高田雅也（たかだまさや）氏が 300 千株（同 1.55%）を保有し第 8 位。また、同社の関連会社エムキューブの共同出資企業であるエムスリーが 363 千株（同 1.88%）を保有し第 7 位であるほか、取引先の（株）ミライトが 240 千株（同 1.24%）を保有し第 10 位となっている。

大株主の状況（2016 年 6 月末）

順位	氏名または名称	所有株式数	所有比率	備考
1	間下直晃	4,518,800	23.33%	同社代表取締役社長
2	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	2,075,700	10.72%	
3	日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	1,174,200	6.06%	
4	トミーコンサルティング	680,000	3.51%	間下直晃氏の資産管理会社
5	日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口 9）	472,200	2.44%	
6	株式会社 SBI 証券	384,800	1.99%	
7	エムスリー株式会社	363,600	1.88%	業務提携先
8	高田雅也	300,000	1.55%	同社代表取締役副社長
9	資産管理サービス信託銀行株式会社（証券投資信託口）	267,400	1.38%	
10	株式会社ミライト	240,000	1.24%	取引先
大株主上位 10 位合計		10,476,700	54.09%	
発行済株式数		19,368,000	－	
潜在株式数		5,005,400	25.8%	

出所：四半期報告書

なお、同社は役員、従業員に対するストックオプション制度を採用しているほか、今年 4 月にメリルリンチ日本証券（株）（以下、メリルリンチ）を割当先とする新株予約権を発行しており、これらによる潜在株式数は 2016 年 6 月末現在で 5,005.4 千株、発行済株式数に対する比率は 25.8% となっている。

社長インタビュー



間下直晃

株式会社バイキューブ
代表取締役社長

Q1. ビジュアルコミュニケーションサービス事業を育ててきた 間下社長の思いについてお聞かせください。

間下社長：

もともと始めたきっかけは、自分たちで使いたかったからです。必要に迫られて考えて作り上げたものでした。それが世の中に広がって、世の中の人により便利になっていく。仕事の質が上がり、生活の質が上がっていくことで、社会の質を上げていくことにつながっていく。これは、もともと我々の経営理念の根幹にある「ICT（情報通信技術）の活用によって人間社会の質を上げる。」というものに通じています。

たまたま出会ったビジュアルコミュニケーションだけれども、世の中への貢献という意味では文化を作るくらい重たいものだと思っています。

ビジュアルコミュニケーションに特化して 10 年が経ちますが、ようやく動き始めたという感じがあります。国を挙げての、在宅勤務への後押しなどもあり、ようやく社会が動き始めたところとの印象を持っています。

10 年かけて、ようやくここまで来ることができました。これからは、一般的に使われていく世の中にしていきたいし、そうなっていくと思います。企業の利用にとどまらず、家庭の主婦や学生など、一般の人にも使ってもらえるようにしていきたいと思っています。

Q2. 少し気の早い質問ですが、アジア No.1 のその後の、間下社長の夢を聞かせてください。

間下社長：

確かに少し気が早いですね。今、アジア No.2 なので、No.1 は難しくないと思います。ただし、小さい市場で No.1 になってもしかたないので、大きな市場になるように、アジアで普及させていくことが重要だと考えています。ビジュアルコミュニケーションは奥が深いので、これを使っていくことでいろいろな周辺事業が生まれてくると思っています。地域的には、アジアを中心にやっていくことは変わらないでしょう。先進国と違い、伸びていく市場だと認識しています。分野で言えば、医療と教育、金融を基盤として動いていきたい。特に医療と教育は、先生が不足している実情があり、社会としても深刻な課題となっています。行政の受付窓口を遠隔化して対応するなど、できることはたくさん広がっています。

Q3. 株式市場の参加者へメッセージをお願いします。

間下社長：

当たり前ですが、開示姿勢としては、良いことも悪いことも開示していきます。ビジュアルコミュニケーションを使うことで投資家との対話も進むと思うので、ほかの上場企業もどんどん使って欲しいし、是非、オンライン化を進めて欲しいです。

世の中を変えていくというロングタームな事業なので、是非、ロングタームで見たいと思います。

2016 年 10 月 6 日（木）

※ 1 顧客側で高価なハードウェアの購入が必要なく、アプリケーション機能をインターネット経由で提供するサービス。

※ 2 顧客ニーズに合わせてカスタマイズし、顧客のイントラネット内にシステムを導入するサービス。

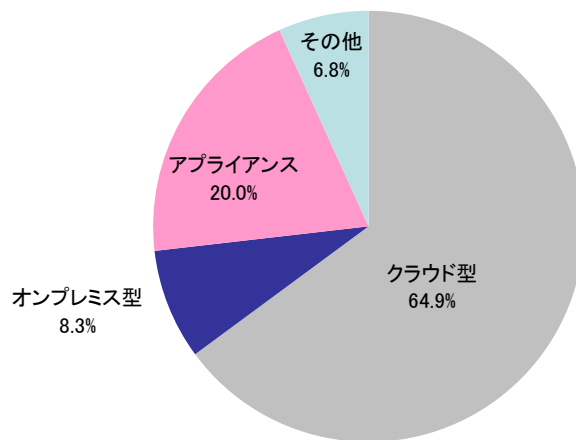
■ 事業内容

ストック型のクラウド型サービスが主力

同社グループが提供しているビジュアルコミュニケーションサービスは、「いつでも、どこでも、『だれでも』使える」をコンセプトに、ユーザーの PC あるいはスマートフォン、タブレット端末等のモバイル端末から、インターネットを通じて、遠くの相手とお互いの顔や資料を共有しながら遠隔会議を行う Web 会議サービス、あるいはオンラインセミナー等に代表される、文字や音声だけでなく、映像も含めたコミュニケーションサービスである。

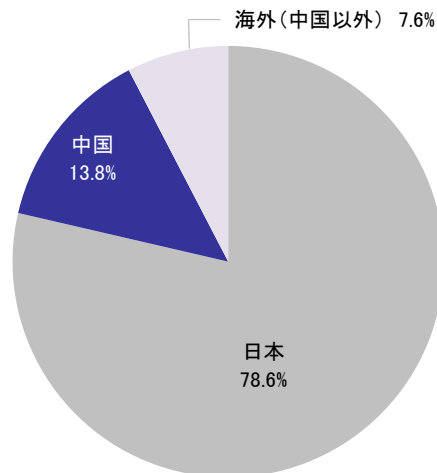
事業は、ビジュアルコミュニケーションサービス事業の単一セグメントであるため、セグメントの開示はなく、製品及びサービスごとにクラウド型※1、オンプレミス型※2、アプライアンス、その他、——の 4 つの categories に区分した販売形態別と、日本、中国、海外（中国以外）の 3 つの地域に区分した販売地域別の開示が行われている。2015 年 12 月期における販売形態別売上構成比はクラウド型 64.9%、オンプレミス型 8.3%、アプライアンス 20.0%、その他 6.8%。一方、地域別売上構成比は日本 78.6%、中国 13.8%、海外（中国以外）7.6% であった。

販売形態別売上構成比(2015年12月期)



出所：同社決算説明資料をもとにフィスコ作成

地域別売上構成比(2015年12月期)



出所：同社決算説明資料をもとにフィスコ作成

(1) 販売形態

a) クラウド型サービス

同社グループで管理している世界各国に展開されたサーバーに、インターネットを通じてアクセスし、必要な時に、必要な分だけサービスを利用する販売形態。顧客はサーバーを用意、管理する必要がないため、サーバー管理費やシステム保守費用を支払う必要はなく、月々の定額利用料等を支払うのみ。

b) オンプレミス型サービス

サーバーごとにライセンスを販売し、顧客自身が管理・運用しながら利用する販売形態。自社専用の Web 会議システムを構築したい、アクセス制御等のセキュリティポリシーの影響でクラウド型サービスを導入することが難しい等のユーザー（具体的には、教育機関、官公庁、金融機関など）ニーズに対応するため、クラウド型サービスとしてサービス展開しているものをカスタマイズ可能な形で、ライセンス販売している。

c) アプライアンス

教育機関を中心に電子黒板システム、官公庁や企業を中心にディスカッションテーブル、企業を中心にテレビ会議システム「V-CUBE Box」等の販売を行う。ハードウェアとソフトウェアを一体とした販売形態。電子黒板システムとディスカッションテーブルは主に PVC で、テレビ会議システムは同社グループ全体で販売している。

d) その他

ビジュアルコミュニケーションに関わるハードウェア（Web カメラ、ヘッドセット、エコーキャンセラ付きマイク、大型液晶ディスプレイ等）等の販売を行う。

(2) 販売チャネル

クラウド型及びオンプレミス型ともに販売方法は、同社営業による直販のほか、販売代理店経由、OEM（他社ブランド名でのサービス提供）の 3 種類。国内販売に関して見ると、クラウド型の場合、新規契約の 4 割が代理店経由、オンプレミス型は約 7 割が代理店経由となっている。一方、PVC が手掛ける電子黒板はほぼ販売代理店経由となっている。

国内の販売代理店は、大塚商会 <4768>、キヤノンマーケティングジャパン <8060>、東日本電信電話（株）、NTT ドコモ <9437> などの NTT グループ会社、ソフトバンク コマース & サービス（株）、（株）日立システムズ、コネクシオ <9422>、日本ユニシス <8056>、内田洋行 <8057> など、大手システムインテグレータ、通信キャリアのグループ会社、IT ベンダー等が同社のサービスを販売している。

(3) 顧客基盤

同社グループの顧客は、中小企業から上場大手企業、官公庁、教育機関、各種団体まで幅広く、業種に偏りが無い。これまで累計で 5,000 社以上のユーザーに対する導入実績を有する。加えて、2015 年に買収したアイスタディはメガバンクを含む大手金融機関など 400 社以上の既存顧客として有するほか、e ラーニング製品を個人向けに販売している。一方、海外の顧客は、現地企業、現地政府が主要顧客となっており、90% 以上のウエイトを占める。



バイキューブ

3681 東証 1 部

<https://jp.vcube.com/ir/>

2016 年 10 月 6 日（木）

※ 1 ポートとはサービス利用の単位のこと。ポート制による料金体系は 2014 年 9 月の「V-CUBE One」のリリースにあわせて導入された。それ以前は、ルーム制（同時に利用する部屋数を基準とした契約形態）を採用していたが、ポート制は部屋数の設定を自由にして契約された同時接続数を上限とする。料金は、定価で 1 ポート当たり月額 11,000 円、10 ポートからを基本契約としている。

※ 2 様々なサービスを体験することで、利用率の向上、契約更新率の上昇（解約率の低下）や契約ポート数の増加を狙っている。

(4) ビジネスモデル

a) 積み上げ型のビジネスモデル

同社の売上高の 3 分の 2 を占め、主力となっているクラウド型サービスは基本的に月額課金であるため、年間の売上高は契約数（契約ポート※ 1 数）× 単価（1 ポート当たり月額利用料）× 12 ヶ月となり、基本的に解約がなければ、新規契約分が純増するという積み上げ（ストック）型のビジネスモデルである。

月額利用料は、利用規模によって異なる（例えば、5 千円から数百万円までとかなり幅広い）ものの、契約先を増やすことと、1 社当たりの契約利用料（契約ポート数 × 契約ポート単価）を増加させることが同社の売上高の増加につながる。スイッチングコストが高いため、一度契約すると途中解約する企業は少なく、大部分が契約を継続する長期利用となっている。同社によると、「V-CUBE ミーティング」の前バージョンの解約率は年間 10% 程度であるが、接続性、画質や音質を大幅に改善した最新バージョンの「V-CUBE ミーティング」5 や、パッケージサービス「V-CUBE One」の導入※ 2 効果により、今後解約率の低下が見込まれる。

オンプレミス型サービスについては、クラウド型サービスの約 3 年分の利用料相当額のようなものであるが、オンプレミス型でも保守契約が継続されるため、顧客数の積み上げが売上拡大につながる仕組みとなっている。加えて、ハードウェアとソフトウェアを一体として取り扱う、電子黒板、テレビ会議システム「V-CUBE Box」などを含むアプライアンスの売上高がある。

b) コスト（費用）の構造

主なコストは、サーバー関連費用、通信回線（専用線）費用、ソフトウェア開発費用、営業費用などである。サーバーは外部のデータセンターを利用しているが、一部は同社グループ専用サーバーとして利用している。顧客（利用量）の増加に伴ってある程度サーバーを増強していく必要があり、サーバー関連費用は多少増加するが、規模が大きくなればなるほど売上高に対する比率は下がる。また、通信回線費用も同様で、売上規模の拡大ほどにはコストは増加しない構造となっている。このため、クラウド型、オンプレミス型ともに限界利益率は約 90% と極めて高い。

ただ、クラウド型の場合、ソフトウェア投資コストや営業費用を長期にわたって回収するため、新規ユーザー獲得のために営業人員を大幅に増員するような経費先行投下期間では当該期間の収益が悪化する場合がある。

アプライアンスに関しては、電子黒板では大型液晶ディスプレイを仕入れて販売するため、売上高の増加に比例して、売上原価が増える点に留意する必要がある。

2016 年 10 月 6 日（木）

(5) 主要サービスの内容

同社グループが提供する主要サービスは、「V-CUBE」、子会社 PVC による「xSync（バイシンク）」、子会社アイスタディによる「iStudy（アイスタディ）」、シンガポール子会社 Wizlearn による「ASKnLearn」がある。

a) V-CUBE

「V-CUBE」はビジュアルコミュニケーションサービスの総称で、サービスは PC 及びスマートフォン、タブレット端末等のモバイル端末で利用可能。

「V-CUBE」の主要サービス一覧

サービス名	サービスの概要・特長
V-CUBE ミーティング	インターネット上（PC やモバイルなど様々な環境で使用できる）で Web 会議を開催することができる HD 対応の映像と高い接続性を誇る高品質のサービス。参加者は、インターネット環境があれば簡単に Web 会議を世界中にいる相手と開催することが可能。相手の顔を見て話ができるだけでなく、資料や PC の画面を全員で共有する機能や、Web 会議を録画して議事録として利用することができる録画機能、テレビ会議システムと連携するテレビ会議連携機能等を備えている。
V-CUBE セミナー	インターネット上で受講可能な Web セミナーを開催することができるサービス。インターネットが利用できる環境であれば、講師も受講者も世界中どこからでも研修・授業に参加でき、会場の設営・運営や会場に移動する手間等を省けるため、簡単かつ安価にセミナーを開催することができるとともに、対象を全世界に広げることが可能となる。資料や PC の画面を共有できる機能や、書き込みにより講師に質問可能なチャット機能、リアルタイムに集計できるアンケート機能、受講者の映像による受講者発言機能等を備える。最大 1 万人が受講可能。
V-CUBE セールス & サポート	離れた相手と PC やタブレット等の端末を通して対面営業や顧客サポートを行うためのサービス。相手に専用ソフトウェアのインストールなどの負担をかけずに少ない手順で窓口に誘導できるため、営業担当者の顔や営業資料を見せながらコミュニケーションが図れる対面営業の他、ご案内窓口、カスタマーサポート、カウンセリング等の場面においても利用可能。
V-CUBE ドキュメント	Android® 搭載のタブレット端末や iPad を使って同じ資料を閲覧し、参加者全員でホワイトボードに書き込みも可能な、ペーパーレスの会議システム。
V-CUBE Gate	高いセキュリティにより、企業等が安心して簡単に利用できる無料の法人専用テキストチャットサービス。「V-CUBE」各サービスとのシームレスな連携機能を備える。デバイスセッション管理等のきめ細やかな管理で、より強固なセキュリティを実現できる、有料プランも用意。
V-CUBE トランスレーター	インターネット回線を使い、どこからでも通訳オペレーターと接続することができるクラウドサービス。英語・中国語等の複数言語の通訳、医療通訳、文字通訳に対応。
V-CUBE Box	低コストで導入できる拡張性の高いテレビ会議システム。リモコンで操作ができる会議室設置型で、一般的なテレビ会議システムより安く、同等以上の高画質・高音質を実現。

注：色付きは「V-CUBE One」のサービス

出所：有価証券報告書、同社 HP よりフィスコ作成

同社はビジュアルコミュニケーションツールの利用シーン拡大を図るため、1 つのライセンスで「V-CUBE ミーティング」「V-CUBE セミナー」「V-CUBE セールス & サポート」「V-CUBE ドキュメント」「V-CUBE Gate」の 5 つのサービスが利用できるパッケージサービス「V-CUBE One」の提供を 2014 年 9 月に開始した。

主力の Web 会議サービスの「V-CUBE ミーティング」は 2015 年 9 月に 9 年ぶりとなる本格的なバージョンアップを行った。バージョンアップされた「V-CUBE ミーティング」5 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たことで、高い接続性、高画質及び高音質を実現している。

2016 年 10 月 6 日（木）

※ Multipoint Control Unit の略で、多地点接続装置のこと。テレビ会議の画像・音声データを他の拠点に転送するネットワーク装置で、これにより経費削減・移動時間の短縮にもつながり、高い費用対効果が期待できる。

同社では、テレビ会議市場への参入、切り崩しの切り札として、2015 年末から低価格な会議室設置型テレビ会議システム「V-CUBE Box」の販売を開始した。「V-CUBE Box」は機器の操作に不慣れな人でも迷わず操作できる簡単リモコンと、カメラやマイクスピーカーをパッケージにしたものでありながら、HD 対応の映像・自動調整されるクリアな音声という高い品質を確保、高額な MCU※なしで 100 拠点以上の接続を実現する。加えて、他社が製造したテレビ会議システムとの相互接続も可能という特長を有し、運用コストを含めると他社のテレビ会議システムの約 3 分の 1 の価格での利用を可能としている。

さらに、「V-CUBE」には、保険代理店、銀行業、教育業、住宅業、製造業向け等の業種別ソリューションサービスもそろえている。

b) xSync（バイシンク）

2014 年 5 月に子会社化した PVC が提供するビジュアルコラボレーションサービスの総称。提供するサービスは「xSync」（電子黒板（xSync Board）とタブレット端末間を連携させた協働学習支援システムによるサービス）と、「xSync Prime Collaboration」（映像と音声だけでなく、PC デスクトップ画面を高精細に再現性高くリアルタイムに共有することができる Web 会議サービス）等がある。

c) iStudy（アイスタディ）

2015 年 12 月に子会社化したアイスタディが大手金融機関等を中心とする企業の教育・研修インフラとして提供するサービスの総称。提供するサービスには、主力の「iStudy Enterprise Server」（企業向けの、スキル診断から学習管理までを広くサポートするイントラ型の総合学習管理システム）ほか、「iStudy Cloud」（インターネットを通して e ラーニングコンテンツをいつでも、どこでも学習・管理できるクラウド型の e ラーニング学習管理システム）や、「iStudy Creator」（マイクロソフトの Office アプリケーションで作成したドキュメントを e ラーニングコンテンツに変換するコンテンツ作成ツール）等がある。

d) ASKLearn

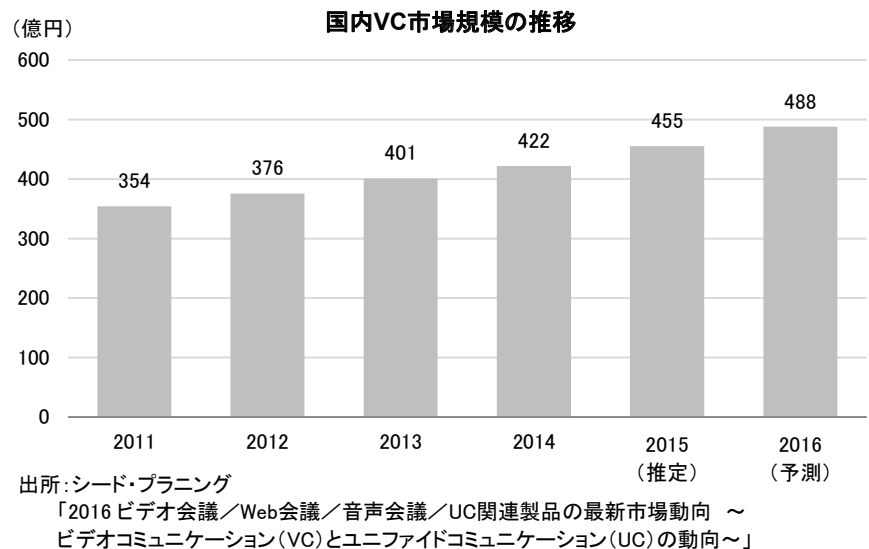
2015 年 10 月に子会社化したシンガポール最大の教育プラットフォーム提供会社 Wizlearn が主にシンガポールの学校向けに提供している、e ラーニングツールと管理機能を備えた学習管理システム。世界的に先進的な教育 ICT に取り組んでいるシンガポールにおいて、16 年にわたりサービスを提供し、シンガポールの公立学校の 5 割強に導入される等の実績を誇る。

■市場環境、競合、強みと弱み、事業等のリスク

主力の Web 会議システムの潜在市場は 1,000 億円規模との予想も

(1) 市場規模

2000 年代初頭に誕生した国内のビデオコミュニケーション市場（既存のビデオ（テレビ）会議／Web 会議／音声会議のビジュアルコミュニケーション市場と、新しい動きのユニファイドコミュニケーション市場の両方を対象）は、スマートフォン、タブレット端末、クラウドの普及などを支援材料として、緩やかであるがその規模を拡大し続けている。市場調査・コンサルティング会社の（株）シード・プランニングによると、その市場規模は 2011 年の 354 億円から 2015 年には 455 億円まで成長したと推定しており、年率 6.5% 成長の安定成長となっている。



こうした状況下で、同社の主力事業である Web 会議システムの市場規模は 2015 年に 120 億円へ成長したと推定され、2011 年から 2015 年までの平均成長率は 7.1% とビデオコミュニケーション市場全体の伸びを上回るペースとなっている。これは、Web 会議システムがテレビ会議システムのように高価な設備を必要としないこと、インターネット接続環境、PC やモバイル端末（スマートフォンやタブレット）、カメラ・マイクがあれば、世界中どこからでも利用することができるなどの手軽さが受けた結果と考えられる。加えて、テレビ会議に比べ、映像・音声の質が劣っている点に難点があったが、技術の進歩によりこれらが克服され、テレビ会議と遜色のない水準になってきたことなども成長の要因と言える。

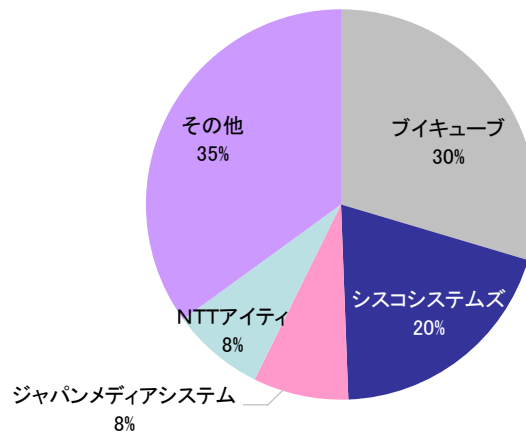
手持ちの PC、タブレット、スマートフォンなどのアプリとして提供されている機能を使い、テレビ会議や Web 会議など同様のコミュニケーションが可能となっており、これらの無料通信ソフトを含めたビデオコミュニケーション市場は今後も成長が続くと予想される。こうした状況下で、法人利用で見ると、クオリティとコストの費用対効果、セキュリティなどを考慮する必要があるため、高価なテレビ会議システム市場や足元急成長を遂げている無料通信ソフト市場を巻き取りながら、Web 会議システム市場は成長すると予想される。このため、Web 会議システムの潜在市場は依然として大きく、国内 Web 会議システムの市場規模はワークスタイルの変革の動きと相まって 1,000 億円規模へ成長すると見込まれている。

シェア拡大のライバルは外資系大手企業

(2) 競合

Web 会議サービスそのものはソフトウェアであり、特別に高度な技術が必要とするものではないため、市場の参入障壁は比較的 low、競合企業は多いが、継続的に収益を上げるのは難しい市場と言われている。市場シェア 2 位のシスコシステムズ（ブランド名：WebEX）、同シェア 3 位のジャパンメディアシステム（株）（同：LiveOn（ライブオン））同シェア 4 位の NTT アイティ（株）（同：MeetingPlaza）のほか、Web 会議システム専門企業エイネット（株）（同：Fresh Voice）や、ブラザー工業〈6448〉（同：OmniJoin）、富士通〈6702〉（同：JoinMeeting easy）などの大手電機・機械メーカーも競合企業である。

Web会議システム(ASP+SI)市場シェア(2015年、金額ベース)



出所:シード・プランニング「2016 ビデオ会議／Web会議／音声会議／UC関連製品の最新市場動向～ビデオコミュニケーション(VC)とユニファイドコミュニケーション(UC)の動向～」

一方、同社が 2015 年末に提供を開始したテレビ会議システムのメーカーは、世界のテレビ会議のリーディング・カンパニーである Polycom, Inc.（以下、ポリコム）や、シスコシステムズなどの外資系企業のほか、ソニー〈6758〉、パナソニックなど日本の大手メーカーを挙げることができる。

※ システム導入後、24 時間 365 日体制でサポート。使い方に関する質問から、突発的なトラブルまで迅速に対応する体制を整えている。

Web 会議システムの事業規模で同業他社を圧倒、 規模のメリットで差別化

(3) 強みと弱み

同社のビジュアルコミュニケーション市場における強みは、専用のハードウェアを必要とする高価なテレビ会議システムに比べ、いつでもどこでも使える安価な Web 会議システムを提供すること。さらに、Web 会議システム市場においては、競合が多数存在する中で、ユーザー目線での開発や優れた技術の活用などにより、様々な高品質で使い勝手の良いサービスを提供し、サポート※する体制を構築してきたことが大きな差別化要因となっている。これらにより市場の黎明期から Web 会議システム市場でトップシェアを獲得し、結果として同業他社に比べ Web 会議システムの事業規模が大きく成長したことにより、ユーザー当たりのコスト低減が図れ、同業他社に対して圧倒的な開発力、インフラ力を有することになったことが更なる差別化要因として働いていると考えられ、同社の優位性は不動のものになっている。

加えて、アジアの展開力も強みとして考えられる。各海外拠点のデータセンター間を専用ネットワークで接続するサービスを、アジアを中心とした世界 15 ヶ所（日本、米国（米国東・米国西）、中国、香港、シンガポール、マレーシア、インドネシア、インド、ベトナム、タイ、フィリピン、イギリス、オーストラリア、ブラジル）で提供するとともに、多言語対応（日本語、英語、中国語（簡体・繁体）、フランス語、インドネシア語、タイ語、韓国語）、英語対応可能なサポートセンターの拡充など、グローバル展開を行える体制を構築していることも強みと言えよう。

特にアジア地域においては、各国内での通信環境は比較的良好であっても各国間での通信環境（国際通信回線）は不安定な場合が多く、各国間でのテレビ会議などでは支障が出るケースがある。その点で同社サービスは、国際間の専用線を設置していることから各国間であっても通信環境が安定していることは大きな差別化要因となっている。

一方、同社の弱みは、株式上場前に比べると知名度は向上したものの、シスコシステムズなどの外資系大手企業のほか、国内の大手通信・メーカー系企業のグループ会社といった競合他社に比べると、同社の企業としての知名度は相対的に低いことにある。この課題解決のため、同社では、ビジュアルコミュニケーションの市場拡大に併せ、費用対効果を考えた広告宣伝費の投下による知名度向上策を将来的に検討するとしている。

市場の開拓者として市場成長の時間軸が最大のリスク

(4) 事業等のリスク

事業等のリスクとしては、ビジュアルコミュニケーション市場の成長の時間軸のリスク、グループ製品の地方自治体への販売に関するリスク、人員の確保・グループ会社管理等に関するリスク、為替変動（円高）リスクなどを挙げることができる。また、事業とは直接関係のないその他のリスクとして新株予約権行使による希薄化リスクが考えられる。

a) 市場成長の時間軸のリスク

同社のメインビジネスであるビジュアルコミュニケーションの市場は先に見たように成長余地の大きい市場と見られている。同社では、今後の市場の成長を期待し、相次ぐ企業買収や継続的なソフトウェア投資、販売活動強化などの先行投資を行っており、市場の成長に見合った持続的な成長を実現することを目指している。

具体的に同社が推進しているワークスタイルの変革の深耕や、社会インフラ化を進めるには、業界の先駆者として世の中の考え方や流れなどの動きを大きく変えて行く必要がある。

※ 1 連結子会社数は、マザーズ市場上場直後の 2013 年 12 月期末の 8 社から、2015 年 12 月末は 14 社へ拡大。

※ 2 2016 年 12 月期第 2 四半期累計期間における海外売上高比率は 25.1%（内訳は中国 10.5%、その他 14.6%）。

こうした動きによる変化が同社の想定どおりのペースで進捗し、市場が成長しなければ、先行投資を想定の間で回収できず、業績が想定どおりに伸びない可能性がある。

b) グループ製品の地方自治体への販売に関するリスク

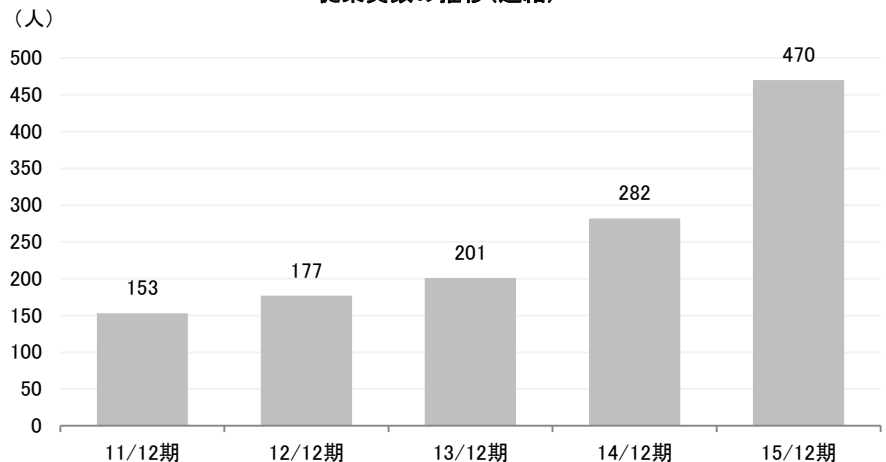
同社の販売形態区分の 1 つのアプライアンスは、現状、PVC による電子黒板システムが大半を占めており、主に日本の地方自治体を最終販売先として公立学校へ納品している。そのため、アプライアンスの売上高は、電子黒板システムの販売先の性質上、日本の国家予算の変動や地方自治体への予算配賦状況、地方自治体における予算の消化状況等によって、大きく影響を受ける可能性がある。

c) 人員の確保・育成とグループ会社・社員の管理に関するリスク

同社では、今後の成長には営業、システム開発を中心として優秀な人材を不可欠としており、このため、新卒・中途の採用体制を確立するとともに、人材の育成を行ってきた。今後についても企業買収を含めて積極的な投資を継続し、事業規模、地域を拡大する計画となっている。こうした事業規模、地域の拡大に対応した人材獲得、人材育成が円滑に進まず、適正な人員配置が困難となる場合には、競争力の低下や事業拡大の制約をもたらす、事業及び業績に影響を与える可能性がある。

加えて、足元積極的な企業買収により 2016 年 6 月末現在、同社の役員・従業員数は 529 人（内訳は、国内 306 人、海外 223 人）、グループ企業数は 19 社（国内 6 社、海外 13 社）と、グループ会社数※ 1、グループ社員数が急拡大しており、グループ会社、及びグループ会社社員に対するマネジメント体制の強化が課題となっている。特に、中国子会社の予算管理を含めた管理体制の整備、強化は 2016 年 12 月期第 2 四半期累計期間の計画未達、通期計画の下方修正を考えると当面取り組むべき課題と言える。

従業員数の推移(連結)



出所: 有価証券報告書をもとにフィスコ作成

d) 為替変動（円高）によるリスク

海外事業の拡大により為替変動（円高）による業績下振れのリスクが顕在化している。具体的な影響としては、1) 連結決算で取り込まれる海外での売上高と営業利益の目減り（主に中国元、シンガポールドルの影響による）、2) 外貨建て資産（主に海外子会社への貸付金で、6 月末の邦貨換算資産額は約 28 億円で大半はシンガポールドル建て）の評価替えに伴う営業外損失の発生、を挙げることができる。2016 年 12 月第 2 四半期累計期間決算における円高による売上高・営業利益の目減り※ 2 による影響額は売上高 22 百万円、営業利益 14 百万円であったのに対して、資産評価替えによる影響額は 385 百万円と、資産評価替えによる影響が大きかった。



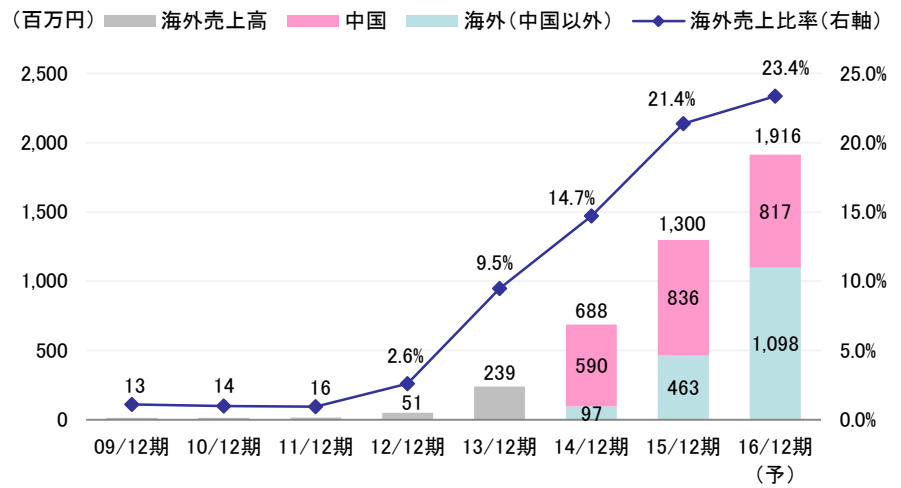
バイキューブ

3681 東証 1 部

<https://jp.vcube.com/ir/>

2016 年 10 月 6 日（木）

海外売上高と海外売上比率の推移



出所: 同社決算説明資料をもとにフィスコ作成

同社は「アジア No.1 のビジュアルコミュニケーションプラットフォーム」を目指し、アジア地域での事業拡大を行っており、中長期で海外売上比率 40% を目指しているため、為替変動（円高）が業績に与える影響は今後一段と大きくなると予想される。同社では事業進捗の実態を表す営業利益を重視する一方で、外貨建て資産への影響額が大きいいため、為替予約によるヘッジも検討している。

e) 新株予約権行使による希薄化リスク

事業とは直接関係のないその他のリスクとして、新株予約権行使による希薄化リスクがある。同社では、役員及び従業員の業績向上に対する意欲や士気を一層高めることを目的として、同社グループの役員及び従業員に対して新株予約権を付与しているほか、中長期での事業拡大のための資金確保を目的としてメリルリンチを割当先として新株予約権を発行している。これらの潜在株式数は 6 月末現在 5,005.4 千株となっており、発行済株式数 19,368 千株の 25.8% に相当する。なお、メリルリンチを割当先とする潜在株式数は 2,560 千株、同 13.2% に相当する。

一方、役員及び従業員についての潜在株式数は 2,445.4 千株、同 12.6% であるが、第 13 回新株予約権（潜在株式数 702.8 千株）と第 14 回新株予約権（同 1,005 千株）の権利行使には同社の業績が条件※となっている点に留意する必要がある。

※ 第 13 回の行使条件は、2016 年 12 月期ののれん償却前営業利益（営業利益とのれん償却費の合計）が 13 億円を超過した場合、割り当てられた新株予約権の 50% まで、15 億円を超過した場合、すべての新株予約権となっている。一方、第 14 回については 2016 年 12 月期から 18 年 12 月期までのいずれかの期ののれん償却前営業利益が 30 億円を超過した場合に全額行使可能となる。

■業績動向

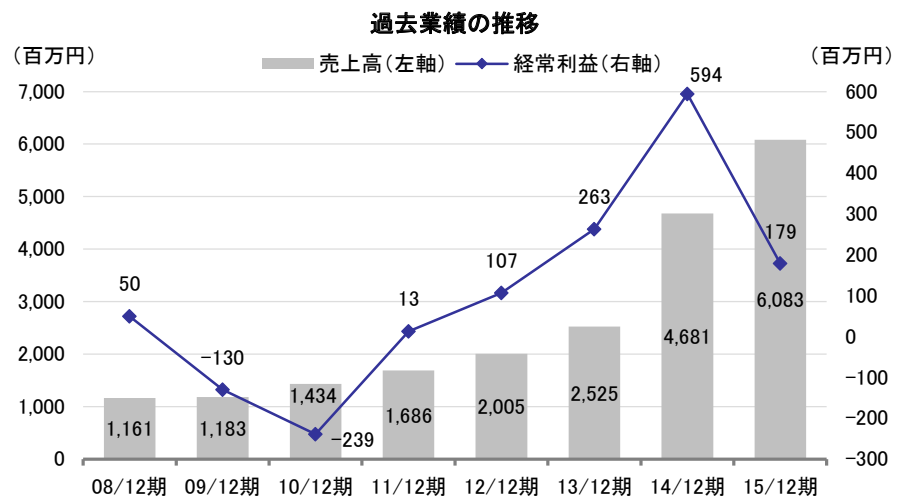
2011 年以降はクラウド型の順調な伸びと積極的な M&A で売上高・利益ともに成長トレンドへ

(1) 過去の業績動向

a) 2008 年 12 月期から 2014 年 12 月期

開示されている 2008 年 12 月期以降の業績動向を見ると、ビジュアルコミュニケーションサービス事業への選択と集中を決断し、クラウド型サービスの積極的な拡販を行った 2009 年 12 月期以降、ユーザーのコスト意識の高まりの動きとあいまってクラウド型サービスの売上高は順調に拡大。M&A 展開を積極化させた 2013 年 12 月期以降は成長ペースが一段と加速している。

一方、利益については、2009 年 12 月期と 2010 年 12 月期は、一括支払い型のオンプレミス型サービスから月額制のクラウド型サービスへのシフトが進み、クラウド型の売上増大、オンプレミス型の売上減少という売上構成の変化で、先行経費としての人件費を中心とする営業コストを吸収できなかったために、経常利益は一時的に赤字転落した。しかし、売上規模が一定規模以上となり損益分岐点を越えた 2011 年 12 月期以降は売上高の増加に足並みを合わせる格好で、利益も成長トレンドに転換、そのペースが加速する格好となっていた。



注: 11/12期以降は連結。それ以前は単独の数値

出所: 有価証券報告書をもとにフィスコ作成



バイキューブ

3681 東証 1 部

<https://jp.vcube.com/ir/>

2016 年 10 月 6 日（木）

b) 2015 年 12 月期連結業績の概要

2015 年 12 月期の連結業績は、売上高が前期比 30.0% 増の 6,083 百万円、営業利益は同 13.7% 減の 348 百万円、当期純利益は同 64.2% 減の 93 百万円と、大幅増収となったものの、営業利益は減益となった。

2015 年 12 月連結業績の概要

（単位：百万円）

	14/12 期		15/12 期		
	実績	売上比	実績	売上比	前期比
売上高	4,681	—	6,083	—	30.0%
売上原価	1,980	42.3%	2,729	44.9%	37.8%
売上総利益	2,701	57.7%	3,354	55.1%	24.2%
販管費	2,297	49.1%	3,006	49.4%	30.8%
営業利益	403	8.6%	348	5.7%	-13.7%
経常利益	594	12.7%	179	3.0%	-69.8%
親会社株主に帰属する 当期純利益	261	5.6%	93	1.5%	-64.2%

出所：同社決算説明資料をもとにフィスコ作成

売上高が大幅に伸びたのは、1) 国内はクラウド型サービスが順調に拡大したことに加えて、PVC によるアプライアンスが順調に拡大した、2) 海外では中国が順調に拡大したことやシンガポールの Wizlearn の買収がプラス寄与した、——などによる。

にもかかわらず、営業減益となったのは、アプライアンスの売上増加に伴う売上原価の増加、サービス（プロダクト）の強化のため売上原価の増加や販売体制の強化のための販管費の増加がマイナス要因として働いたことが要因。具体的には、サービス強化のためのソフトウェア償却費が 184 百万円、拡大のためのインフラ等の追加コストが 54 百万円増加したことなどが売上原価の嵩上げ要因として働いた結果、売上総利益率は 2014 年 12 月期の 57.7% から 55.1% へ低下した。加えて、販売体制の強化のための営業人件費 430 百万円、販売政策費 43 百万円、営業人員増加に伴う地代家賃等の増加 164 百万円など、投資回収が長期にわたる費用の増加により販管費が前期に比べ 708 百万円増加したこともマイナス要因として働いた。これらの結果、営業利益率は 8.6% から 5.7% へ 2.9 ポイント低下した。

c) 財務状況（2008 年 12 月期から 2015 年 12 月期）

一方、財務状況を見ると、2009 年 12 月期と 2010 年 12 月期の赤字計上により、2010 年 12 月期末の純資産は 58 百万円へ減少、自己資本比率は 3.6% へ低下した。財務の健全化を図るために、(株)東電通※（2011 年 3 月）、Premiere Global Services s.a.r.l.（同年 6 月）、(株)グロービス・キャピタル・パートナーズ（Globis Fund III ,L.P. Globis Fund III (B),L.P.：同年 7 月）に対して第三者割当増資を実施。その後は、収益回復・拡大に伴う利益の積み上げと東京証券取引所マザーズ上場に伴う資金調達により 2013 年 12 月期末に自己資本比率は 74.7% まで上昇し、財務の健全化が大幅に進展した。

上場後は、2014 年 12 月期の PVC、2015 年 12 月期の Wizlearn、アイスタディの相次ぐ買収の影響により、有利子負債が増大したことなどから、自己資本比率は 2015 年 12 月期末には 42.2% まで低下した。

※ 東電通は大明（株）と（株）コミュニティアと経営統合し共同持株会社ミライト・ホールディングス<1417>を設立。現在はその完全子会社である（株）ミライトとなっている。

財務状況、経営指標の推移

（単位：百万円）

	08/12 期	09/12 期	10/12 期	11/12 期	12/12 期	13/12 期	14/12 期	15/12 期
総資産	1,169	1,560	1,623	1,717	2,095	5,030	6,257	10,156
負債合計	649	1,297	1,565	1,156	1,421	1,273	1,857	5,554
純資産	520	262	58	561	674	3,757	4,400	4,601
負債純資産合計	1,169	1,560	1,623	1,717	2,095	5,030	6,257	10,156
連結従業員数（人）	—	—	—	153	177	201	282	470
単独従業員数（人）	114	115	132	139	154	160	178	186
売上高経常利益率	4.4%	-11.0%	-16.7%	0.8%	5.3%	10.5%	12.7%	3.0%
自己資本比率	44.5%	16.8%	3.6%	32.7%	32.2%	74.7%	65.5%	42.2%

注：11/2 期から連結。それ以前は単独の数値

出所：有価証券報告書をもとにフィスコ作成

「アジア No.1 のビジュアルコミュニケーションプラットフォーム」を目指す

(2) 成長戦略

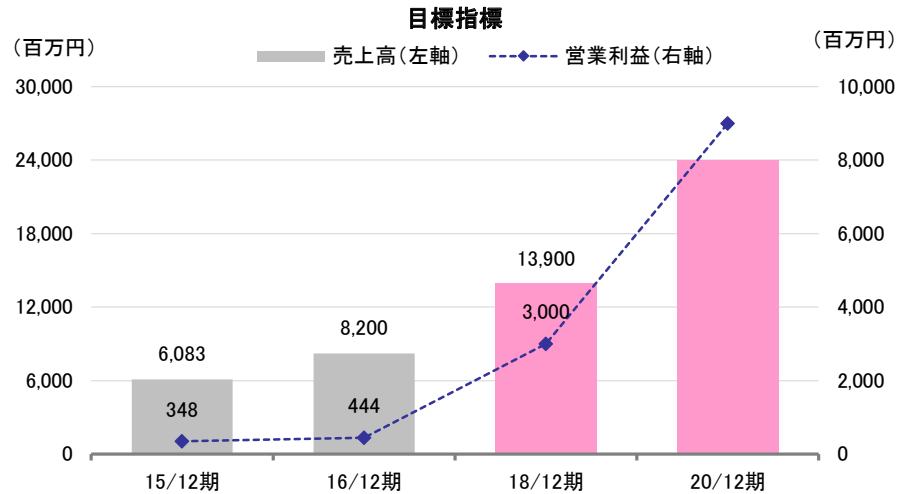
a) 同社の成長戦略の概要

同社は、「いつでも」・「どこでも」・『だれでも』使えるビジュアルコミュニケーションサービスをコンセプトとして、Web 会議サービス、Web セミナーサービスを中心とした商品開発・提供に努めることにより、「アジア No.1 のビジュアルコミュニケーションプラットフォーム」を目指し、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 3 つを柱とする成長戦略を掲げて、積極的な M&A で事業の拡大を図ってきた。

具体的には、海外では中国の BRAV とその子会社（2013 年）、シンガポールの Wizlearn（2015 年）、国内では PVC（2014 年）、アイスタディ（2015 年）など積極的な買収に加えて、他社とのアライアンスにより、顧客基盤や業界特化ソリューションの幅を広げたほか、中国、シンガポールを中心にサービス地域の拡大を図った。

b) 2016 年中期経営計画について

同社がグループとして 2016 年 2 月に初めて公表した 2016 年中期経営計画（新たな成長ステージへ）は、これまでの「アジア No.1 のビジュアルコミュニケーションプラットフォーム」を目指す基本方針のもと、2016 年～2018 年をグループでのシナジーを最大化し、上場から 2015 年までの投資を回収することにより、売上高・利益の最大化を目指すと同時に、その先に向けての積極投資を継続する収穫と成長の期間とする。さらに、2019 年～2020 年は、ワークスタイル変革、社会インフラへの採用をアジア各国で拡大していくことによりアジア地域におけるデファクトスタンダードを目指すデファクトへの挑戦期間として位置付けている。これらにより、2018 年 12 月期に売上高 139 億円、営業利益 30 億円、中長期的には営業利益率 30% 以上、ROE20% 以上、中国、シンガポール、インドを中心とする事業展開により海外売上高比率 40% とすることを目標として掲げた。



出所：同社決算説明資料をもとにフィスコ作成

この中期経営計画の目標達成に向けて、2016 年 12 月期以降は、1) ワークスタイル変革市場の深耕——Web 会議・テレビ会議分野でのシェア拡大、利用シーンの拡大、普及の加速と日常性の実現、グループシナジーの最大化、2) 社会インフラ化、3) アジアを中心とした海外での事業拡大、——という 3 つの重点施策を遂行することにより、売上高・利益の拡大を図る計画となっている。3 つの重点施策の内容は以下のとおり。

1) ワークスタイル変革市場の深耕

同社が 2004 年から取り組んできたワークスタイル変革市場の深耕は、Web 会議・テレビ会議分野でのシェア拡大、利用シーンの拡大、普及の加速と日常性の実現、グループシナジーの最大化という 4 つの施策により、ビジュアルコミュニケーションによるワークスタイル変革を推進し、クラウドサービスの一層の利用拡大を図るというものだ。

○ Web 会議・テレビ会議分野でのシェア拡大

将来的には 1,000 億円市場へ拡大すると予想されているワークスタイル変革のためのプラットフォームである Web 会議の市場シェアを一段と高める。加えて、2015 年末に「V-CUBE Box」を投入しテレビ会議市場へも参入。これら両方の製品を提供することで、更なるシェア拡大を図る。

○ 利用シーンの拡大

複数のサービスを 1 パッケージで利用する「V-CUBE One」の導入、普及が進んでおり、単なる Web 会議から幅広い利用シーンに対応するビジュアルコミュニケーションソリューションを提供することにより、競合製品との差別化を一層強化する。

○ 普及の加速と日常性の実現

製品の企業利用の多いマイクロソフトとのクラウド分野での協業（同社グループのシステム基盤を日本マイクロソフトが提供する Azure に移行、これにより認証基盤連携でシングルサインオンが可能になり両社のクラウドサービスがシームレスで利用可能になった）によりビジュアルコミュニケーションの普及の加速を見込むほか、法人専用の無料テキストチャットサービス「V-CUBE Gate」※の導入推進によりビジュアルコミュニケーションの一段の利用拡大を図る。

※ 同社の Web 会議と連携しているので、ワンクリックで他のサービスに入って利用することもできる。このため、主力サービスへの入口（Gate）となることから「V-CUBE Gate」と名付けられた。



バイキューブ

3681 東証 1 部

<https://jp.vcube.com/ir/>

2016 年 10 月 6 日（木）

○グループシナジーの最大化

2015 年の Wizlearn、アイスタディの 2 社の買収で強化した教育分野でのグループシナジーの最大化を目指す。オンデマンド中心の e ラーニングに「V-CUBE」が持つリアルタイムサービスを組み合わせることで、市場での差別化とクロスセルによる売上拡大を図るというものだ。アイスタディを例にとると、同社グループが抱える 5,000 社以上の既存顧客に対してアイスタディの学習管理システム等のサービスを組み合わせるほか、アイスタディの既存顧客 400 社に対しては、「V-CUBE」のサービスを組み合わせることで、企業内の会議と研修というインフラ基盤を押さえることによる市場での差別化と、クロスセルによる売上拡大を図る。

2) 社会インフラ化

Web 会議やテレビ会議などのビジュアルコミュニケーションの利用は企業内にとどまらず、今後は人々のさまざまな生活シーンで活用される、すなわち「社会インフラ」として組み込まれると見込んでいる。同社では、特に規制緩和・強化、国策によって利用シーンが一段と拡大する教育、医療、金融、ロボティクスの 4 つの分野を重点的にフォーカスし、市場の育成・シェア獲得に注力する計画である。ビジネスモデルは、様々なサービスと連携することにより、システム利用料ではなく、インフラ利用料としてパートナー企業と利益をシェアするモデルの構築を目指している。

○教育（EduTech）

同社は、教育分野におけるビジュアルコミュニケーション活用を成長戦略の 1 つの柱として掲げ、教育業界向けのソリューションの開発に加えて、PVC、Wizlearn、アイスタディの子会社化を実施。教育の ICT 化、遠隔教育、研修のオンライン化、e ラーニングなどをカバーするグループ体制を構築している。

ちなみに、2020 年における国内教育関連での市場規模は約 2,568 億円と予測されている。その内訳は、電子黒板を中心としたアクティブラーニングが 120 億円、学校における遠隔教育 / e ラーニングが 533 億円、校務情報化 / 学務支援システムが 185 億円、教育産業市場（学習塾、通信教育等）における活用が 1,730 億円となっている。

○医療（MedTech）

医療関連サービスを提供するエムスリーとの合併会社のエムキューブが、医療従事者向けビジュアルコミュニケーションプラットフォームの提供、製薬企業向けのデジタルマーケティング支援等、メディカルヘルス分野に特化したソリューションを提供している。

2015 年にエムキューブと共同で、医師、薬剤師、患者がスマートフォン等を利用して Web 会議サービスでオンラインによる処方薬の対面販売を実現するビジュアルコミュニケーションサービスの開発を開始した。エムキューブと連携しながら、遠隔医療、遠隔介護、遠隔処方等、メディカルヘルス分野での利便性の高いビジュアルコミュニケーションサービスを開発・提供する方針であったが、2016 年 12 月期第 2 四半期の計画未達を受けて、同社では合併の取り組みの見直しを検討している。

○金融（FinTech）

メガバンク、地銀、信金、信託銀行、その他金融機関等、FinTech 事業者等の金融機関におけるオムニチャネル化（遠隔窓口業務、資産運用相談、相続相談、外交員支援、遠隔セミナーによる商品紹介、遠隔営業等）の動きや、IT 不動産重要事項説明・IT 接客など不動産業界を含め、Web 会議やオンラインセミナー等の同社のサービスが FinTech のコミュニケーションインフラとして利用が進んでおり、今後の一段の拡大が見込まれる状況にある。

2016 年 10 月 6 日（木）

※ 1 Application Programming Interface の略。一般に Web サービスなどで提供されるソフトウェアサービスに対し、外部システムから一定の手順と認証を経て、対象機能のコントロールやデータの取得 / 登録などのアクセスを可能にする規格の総称。これにより異なる複数のシステム間のサービス連携が可能となる。

※ 2 Software Development Kit の略。主にソフトウェアベンダーが自社製品との連携開発を推進するために提供される開発者向けツールキットの総称。ユーザーは SDK に含まれる既成のプログラムパッケージを利用し、ベンダーの提供する要素技術や機能を取り入れたソフトウェアを簡易に開発することが可能。

※ 3 2016 年 5 月に VRJ は経営の独立性を高め、拡大する市場への臨機応変なソリューション展開、投資活動を通じて事業拡大を実現するのを目的として、(株)グロービス・キャピタル・パートナーズとツネイシキャピタル(株)を引受先とする第三者割当増資を実施した。

エスクロー・エージェント・ジャパン〈6093〉と提携し、地方銀行や信用組合などの金融機関に対して各種金融商品の非対面販売に必要な専門業務を行うプラットフォームを提供しているほか、遠隔金銭消費貸借契約締結、乗り合い保険代理店向け内部監査などでも提携し、サービスを提供している。加えて、同社では、こうした金融機関や FinTech 事業者のニーズに対応するために、オンライン対面コミュニケーションを FinTech サービスに組み込むことができる金融機関向けビジュアルコミュニケーション API※¹・SDK※² 提供サービス「FinTech アダプター」の提供を開始した。

○ロボティクス

同社はドローンを中心とするロボティクス分野も重点分野の 1 つとして注力している。同社は、Rapyuta Robotics(株)へ出資し、ビジュアルコミュニケーションとドローンを組み合わせたサービスを提供するために各種の実証実験等に取り組んでいる。加えて、ロボティクスを活用したハードウェアのソリューション提供やサービス開発に関する意思決定の迅速化を図るとともに、機動力と柔軟性を高め、同社グループの更なる成長を図るべく、2015 年 10 月に(株)ブイキューブロボティクス・ジャパン※³（以下、VRJ）を設立。クラウド型ドローンによる遠隔監視ソリューションを展開する。

業務用ドローン関連の市場は、地方自治体における災害対策、警察、消防での利用、橋梁やダムなどのインフラ点検、工場・大規模施設のメンテナンスなどを含めて将来的には 1,000 億円に達すると予想されており、VRJ は 2018 年から本格的に立ち上がることが期待されている。

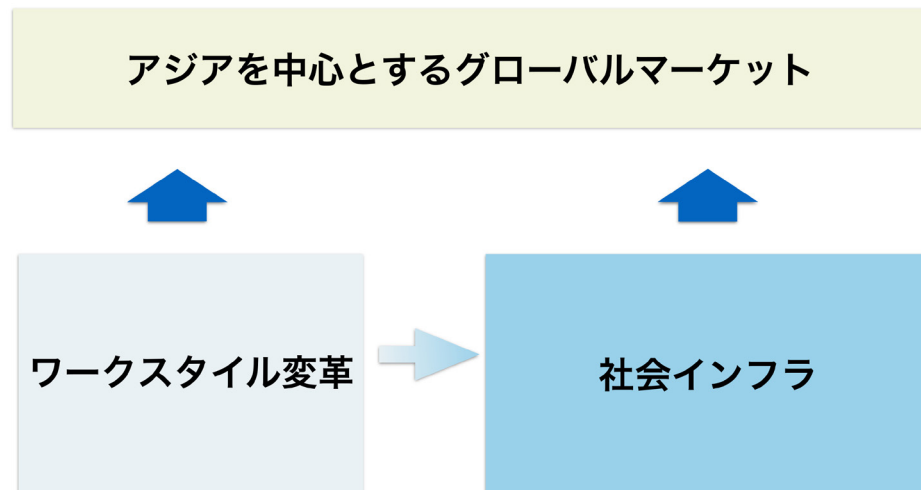
同社のもつビジュアルコミュニケーションサービスとドローンを組み合わせることで、リアルタイムにハイクオリティの撮影映像を V-CUBE システム上で確認できることになる。Web 会議でドローン利用が可能になるサービスは同社の独壇場になる可能性は高いが、こうしたサービスのニーズは今後大いに広がっていくことが期待できよう。

3) アジアを中心とした海外での事業拡大

「ワークスタイル変革」と「社会インフラ化」については、日本以外のアジア市場へも展開する計画で、海外売上高比率（2016 年 12 月期業績予想修正後目標 23%）をできるだけ早く 40% まで引き上げること为目标としている。主に中国、東南アジア、インドで事業を展開しているが、中国、シンガポール、インドでの事業展開が中心となる見込み。

特に、インドについては足元 200 億円程度のビジュアルコミュニケーション市場規模が今後 3,000 億円程度まで拡大する可能性があるとしており、アジア最大のポテンシャルを持つ市場として開拓に注力する方針だ。

重点施策の展開イメージ



出所：会社資料

中計初年度の 2016 年 12 月期はこれまでの投資の第 1 次収穫期

(3) 2016 年 12 月期の期初会社計画と 2016 年に入ってから取り組み

a) 2016 年 12 月期の期初会社計画の概要（2016 年 2 月 12 日公表）

この中期経営計画の初年度となる 2016 年 12 月期の期初会社計画は、売上高が前期比 39.7% 増の 8,500 百万円、営業利益は同 141.2% 増の 839 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 594.2% 増の 650 百万円と、これまでの事業投資を売上拡大につなげ、利益の大幅増加を目指すという内容であった。

2016 年 12 月期の期初会社計画の概要

（単位：百万円）

	15/12 期			16/12 期		
	実績	売上比	増減率	計画	売上比	前期比
売上高	6,083	—	30.0%	8,500	—	39.7%
売上原価	2,729	44.9%	37.8%	3,772	44.4%	38.2%
売上総利益	3,354	55.1%	24.2%	4,728	55.6%	40.9%
販管費	3,006	49.4%	30.8%	3,889	45.8%	29.4%
営業利益	348	5.7%	−13.7%	839	9.9%	141.2%
経常利益	179	3.0%	−69.8%	771	9.1%	329.5%
親会社株主に帰属する 当期純利益	93	1.5%	−64.2%	650	7.6%	594.2%

出所：同社決算説明資料をもとにフィスコ作成

前期比で 40% 近い増収を予想するのは、クラウド型サービス、オンプレミス型サービス、アプライアンスがそれぞれ順調に成長すると予想したことによる。地域別では、全般的に堅調に推移すると予想するが、中国では教育事業者向けオンライン教育サービスの進捗を大きく見込むほか、中国以外の海外では Wizlearn の連結効果と、タイを中心とした堅調な伸長を見込むことにより、海外売上高は前期比 1.7 倍、海外売上比率は 26% を予想していた。

一方、営業利益は、2017 年 12 月期以降の更なる成長に備えた 50 名強の人員投資などを含む積極的な投資を継続するものの、売上規模の拡大による利益の大幅増という限界利益率の高い収益モデルにより、前期に比べ 2.4 倍の増益を予想し、第 1 次収穫期を目指すというものであった。

b) 2016 年に入ってからからの取り組み

2016 年に入ってから同社の取り組みに関する主要なプレスリリースは以下のとおりであるが、中期経営計画の内容に沿って、様々なサービスの提供、戦略的なアライアンスの発表が数多く行われており、事業展開を加速させるための施策が着実に実行されているのがうかがえる内容となっている。

同社とグループ会社のプレスリリース一覧

ブイキューブ

月	内容
1	(株)「ブイキューブテクニカルワークス」を設立、仙台に開発拠点を開設
1	(株) ベネッセコーポレーションが幼児・小学生向け英語通信教育事業で取り組んでいるオンラインレッスンの映像コミュニケーションインフラとして「V-CUBE」を提供
1	(株) エスクロー・エーエージェント・ジャパンと「保険代理店向け Web 内部監査サービス」を提供
2	日本マイクロソフト(株)とビジュアルコミュニケーションにおけるワークスタイル変革を推進するために、両社クラウドサービスを連携し、協業
2	多言語通訳サービス「V-CUBE トランスレーター」の対応分野に医療通訳サービス「mediPhone」のスタッフによる医療通訳（英語、中国語、韓国語）を追加
3	(株) エスクロー・エーエージェント・ジャパンと(株) 西日本シティ銀行に Web 会議を活用した各種金融商品の非対面販売に必要な専門業務を行う「金融機関プラットフォームサービス」におけるローン契約スキームを締結
3	インド最大手の INTELLISYS とビジュアルコミュニケーション分野で提携
3	金融機関および FinTech 事業者向けにオンライン対面コミュニケーションを Fintech サービスに組み込むことができる「Fintech アダプター」の提供を開始
3	アイスタディの学習管理システムと「V-CUBE セミナー」の連携を開始
4	IT 関連及びデジタルコンテンツの人材養成スクール、デジタルハリウッド福岡校と福岡の子育てママの在宅ワーク支援で協力
5	(株) 学研メディカル秀潤社がインドネシアで開始した医師・歯科医師を対象とした e ラーニング事業のコミュニケーションインフラとして、「V-CUBE」の提供を開始
6	Logitech International とビジュアルコミュニケーションサービスの拡販をグローバルで推進するパートナーとして提携
6	(株) サウンドファンと Web 会議サービスでの利用を対象に、難聴者向けスピーカー「ミライスピーカー」の独占販売契約を締結
9	Qumu Corporation、エンタープライズビデオ分野で戦略的パートナー提携

グループ会社

月	内容
1	アイスタディ、インドで教育プラットフォームを提供する Fliplearn Education Private Limited と業務提携
2	アイスタディ、ブイキューブの所有する Web セミナーの開催・配信ができる専用スタジオ「Studio Octo」を利用したオンデマンド学習コンテンツ制作サービスの提供開始
3	アイスタディ、学習管理システム「iStudy Enterprise Server」を導入するユーザーに対して、業界に特化したコンテンツ及び用途別コンテンツをセットにしたパッケージ商品の販売を開始
3	アイスタディ、日本ユニシス〈8056〉と日本ユニシスの USB メモリ型認証キー「SASTIK」と学習管理システム「iStudy Enterprise Server」の共同販売を開始
3	アイスタディ、マイクロソフトの「Office365」と学習管理システム「iStudy Enterprise Server」をクラウド連携させるサービスの提供を開始
3	アイスタディ、日本 IBM(株)が提供するエンタープライズ向けパブリック・クラウド「SoftLayer」を学習管理システム「iStudy Enterprise Server」のシステム基盤のひとつとして採用。日本 IBM が SoftLayer 業界業務プロファイルのなかの「社内研修プロファイル」として掲載し、IBM のビジネスパートナーとしてユーザーに「iStudy Enterprise Server」を提供
3	アイスタディ、PVC が提供する電子黒板 / 協働学習ソフトウェア「xSync」と文教向け学習管理システム「iStudy LMS アカデミックエディション」を連携させ、新たに文教市場へ参入
3	アイスタディ、IBM が提供する人工知能 Watson を活用した次世代人材学習基盤システム / VR 研修の開発を開始、2017 年 3 月期内の提供を目指す
4	エムキューブ、治験・臨床研究における情報共有とコミュニケーションをサポートする「治験ラーニングサイトパッケージ」の提供を開始
5	PVC、遠隔教育や協働学習を実現する「xSync」にデジタルアーツ〈2326〉の「i-FILTER ブラウザー & クラウド」を採用
5	PVC、協働学習を実現する「xSync」とマイクロソフト「Office365」のクラウドストレージ「OneDrive for Business」との連携サービスの提供を開始
6	アイスタディ、システム開発者向けに「IBM Bluemix」研修サービスを提供開始

出所：同社 HP よりフィスコ作成



バイキューブ

3681 東証 1 部

<https://jp.vcube.com/ir/>

2016 年 10 月 6 日（木）

※ 1 Fliplearn のサービスは提供開始後わずか 7 ヶ月で、約 2,000 の学校と約 40 万人（足元では 100 万人）の生徒及び保護者に利用されるプラットフォームに成長している。

※ 2 INTELLISYS の Web 会議サービス名。128kbps という狭帯域における映像と音声のスムーズな送受信や複数拠点への同時配信を実現するマルチキャストに優れた技術を保有しており、大規模配信に強みがある。

以下、2016 年に入ってから戦略的アライアンスについて見てみた。

1) 子会社アイスタディ、インドの EduTech カンパニー Fliplearn との業務提携（1 月）

子会社アイスタディがインドで教育プラットフォームを提供する Fliplearn Education Private Limited ※ 1（以下、Fliplearn（フリップラーン）、本社インド）と業務提携を行い、インド市場での事業展開を開始した。提携の内容は、Fliplearn が提供する LMS（学習管理システム：Learning Management System）とオンデマンド中心のコンテンツに、アイスタディが提供する「iStudy」と同社が提供する「V-CUBE ミーティング」と「V-CUBE セミナー」を組み合わせた「iStudy Live」（Fliplearn への独占提供権を獲得）を提供することで、リアルタイムかつ双方向での授業環境を加えることにより、サービスの相互補完、より高い学習効果の提供が可能になる。

ビジネスモデルは、Fliplearn が自社サービス利用中の学生から授業料として料金を回収し、その一部を「iStudy Live」の利用料としてアイスタディが受け取る仕組み。2016 年中のサービス提供開始を予定している。

2) 日本マイクロソフトとクラウド分野での協業（2 月）

同社と日本マイクロソフトは、ビジュアルコミュニケーションによるワークスタイル変革を推進することを狙い、両社のクラウドサービスを連携し、クラウド分野で協業した。同社の VC サービス「V-CUBE」と日本マイクロソフトの「Office365」との連携ソリューションを開発、2 月より提供を開始した。マイクロソフトの顧客に対して同社の Web 会議サービスの普及促進と、「Office365」の代理店による同社製品、サービスの拡販を狙ったものと言える。

具体的な内容は、「Office365」の最新機能を最大限に活かした「V-CUBE」ソリューションを開発するために「V-CUBE」のシステムインフラを「Amazon Web Services」から「Microsoft Azure」への移行と、「V-CUBE」と「Office365」の連携ソリューションの提供（「Office365」から「V-CUBE」へのシングルサインオンや、「V-CUBE」を利用する Web 会議や Web セミナーの予約情報の「Office365」の「Outlook」へのスケジュール自動同期を実現）。今後については、マイクロソフトの持つ高度な分析技術を活用し、自動翻訳による多言語コミュニケーションや機械学習分野の技術を活用したソリューションを提供していく予定であるほか、「V-CUBE」の「Windows10」対応アプリケーションの開発・提供も進めることになっている。

また、子会社アイスタディも 5 月から「Office365」との連携サービスの提供を開始している。

3) インド最大手の Web 会議サービス事業者 INTELLISYS とビジュアルコミュニケーション分野で提携（3 月）

同社とインド最大手の Web 会議サービス事業者の INTELLISYS Technologies & Research Pvt. Ltd.（以下、INTELLISYS、本社インド）とビジュアルコミュニケーション分野で提携した。提携の内容は、インド国内における「V-CUBE」サービスの提供とアジアで使いやすいサービスを目指した技術交流の 2 点で、インドのみならずアジア地域における競争優位性を高め、ビジュアルコミュニケーション市場の拡大を図るのが狙い。

提携により、INTELLISYS は自社サービスの「Vennfer」※ 2 と「V-CUBE」を顧客ニーズに合わせて提供することで、インド国内における収益拡大とビジュアルコミュニケーション市場自体の成長を目指す。加えて、「V-CUBE Box」も販売することで、インド国内におけるテレビ会議市場に進出する。一方、同社は「Vennfer」と「V-CUBE」の技術交流を深め、インターネット環境が不安定な地域でも快適に利用できるビジュアルコミュニケーションサービスへの進化を目指し、アジア地域における展開を加速する。



バイキューブ

3681 東証 1 部

<https://jp.vcube.com/ir/>

2016 年 10 月 6 日（木）

※ 完全なビデオ会議ソリューションによって、パートナーが販売とマーケティング機会を拡大させるのを支援する。

さらに、6 月には INTELLISYS と共同で、西ベンガル州コルカタ市を含むコルカタ都市圏の衛星都市である Bidhannagar Municipal Corporation と同市政府が推進しているスマートシティミッションに協力することで合意した。

4) Logitech International と VC サービスの拡販をグローバルで推進するパートナーとして提携（6 月）

同社とビジネスデバイス市場における世界のリーディング・カンパニー Logitech International（以下、Logitech、本社スイス）は、両社製品・サービスの販売並びに R&D を強力に推進するパートナーとして提携した。提携の内容は、ロジクールのカンファレンスカメラをバイキューブのテレビ会議システムの映像音声デバイスとして採用、バイキューブのテレビ会議システム「V-CUBE Box」のグローバルでの拡販、両社のユーザーの利便性の向上を目指した製品・サービスの共同開発の 3 点。

同社は Logitech がグローバルで実施している Logitech Collaboration Program※の APAC 初のパートナー企業に認定された。

Web 会議などのビジュアルコミュニケーションサービスは、業務効率化や生産性の向上を実現する仕組みとして幅広い企業で採用が進んでいるが、低価格で高品質なシステムへのニーズが増加してきている。実際、同社が 2015 年に市場投入した「V-CUBE Box」は、従来のテレビ会議システムと比較して約 3 分の 1 の費用で利用でき、市場で好評を博している。今後、両社の製品・サービスを組み合わせることで、さらなる製品の高付加価値化が進んでいく可能性も高い。今回の提携は部品の安定調達による製品の安定供給にもつながっていくことになる。展開力の強化が図れることで、今後は市場規模の拡大余地が大きいアジア地域を中心にして、潜在需要の取り込みに注力していく計画だ。

5) 米国 Qumu Corporation と日本並びにアジア太平洋地域のエンタープライズ向けビデオコンテンツ管理の分野で戦略的パートナー提携（9 月）

同社とエンタープライズ向けビデオ領域の世界的なリーディング・カンパニーである Qumu Corporation（以下、Qumu、本社米国ミネソタ州ミネアポリス）は、日本並びにアジア太平洋地域のエンタープライズ向けビデオコンテンツ管理の分野で戦略的パートナー提携した。提携の内容は、Qumu のビデオコンテンツマネジメントソリューションの拡販と連携ソリューションの開発の 2 点。

同社は、Qumu の日本法人であるクムジャパン（株）の経営に参画。同時に、日本を中心としたアジアで、Qumu のビデオコンテンツ管理ソリューションの提供を開始する。Qumu が提供するソリューションでは、セキュリティや内部統制への対応といった、エンタープライズに必要とされる高度なニーズを満たしており、グローバルに事業展開する企業で、映像を活用した情報共有による競争力向上のために導入が進んでいる。同社の VC 分野とエンタープライズ向けビデオコンテンツ管理分野は今後融合が進むと見られることから、実績と競争力がある Qumu のソリューションを採用することにより独自開発よりコストを抑えられるメリットがある。日本並びにアジア各国向けにローカライズして展開し、研修やトレーニング、情報共有といった企業内コミュニケーションで活用できるサービスを提供する予定。

同社にとっては、自社開発での対応と比べて、コストが低減でき、リスクも大きく低下することができる。また、輸入モデルを同社の国内販路を活かして拡大させることで、円高メリットを享受できる体制も構築されることになる。

クムジャパンの既存顧客や代理店はバイキューブが全部引き取ることになり、日本やアジアをほぼ独占的に担当することになる。Qumu でのグローバルで来る案件も獲得できることになるが、Gartner 社から受ける高評価の効果は大きく、これまで同社がリーチできなかったような企業との接点も増加して、販路が大きく広がっていく契機となる可能性もあろう。



バイキューブ

3681 東証 1 部

<https://jp.vcube.com/ir/>

2016 年 10 月 6 日（木）

c) トピックス

1) 教育関連

2016 年 5 月には、子会社のパイオニア VC が、文部科学省が推進する「人口減少社会における ICT の活用による教育の質の維持向上にかかる実証事業」の参画自治体である富山県南砺市に、同市内の 6 つの小中学校を相互接続し、電子黒板とタブレット端末を活用した遠隔協働学習を実現する仕組みとして、ビジュアルコラボレーションサービス「xSync（バイ シンク）」を提供している。南砺市教育委員会からは同サービスに関して、教師にとっても児童・生徒にとってもわかりやすい簡単な操作性、複数校を接続してもスムーズな授業を実現できる安定性などの点で高い評価を得ているもよう。総務省が 20 年までに全国すべての小・中・高校に無線 LAN「Wi-Fi」を導入する方針とも一部で報じられており、バイキューブグループのサービスにおいても、このような政策支援の動きが波及していく余地があろう。ちなみに、会社側の資料によると、学校における遠隔教育 / e-ラーニングだけをとってみても、2020 年の市場規模は 533 億円と大きな拡大が想定されている。さらに、国内教育関連における 2020 年のビジュアルコミュニケーション市場の規模は約 2,568 億円まで広がるとみられている。

加えて、「xSync（バイ シンク）」を利用した学習環境の安全性を向上させるため、6 月から Web フィルタリング機能を追加している。デジタルアーツの「i-FILTER ブラウザー & クラウド」を採用することで、タブレット端末を用いた校外学習や家庭での持ち帰り学習においても、児童・生徒が安全にインターネットを利用できるようにする。教室での ICT 環境が整った学校からは、「教育上好ましくない Web サイトの閲覧を防止する仕組みを準備して欲しい」といった安全対策への要望も多かったもようだが、「i-FILTER ブラウザー & クラウド」を採用することによって、Web サイトの閲覧範囲を教師が柔軟に制御することが可能となる。これまでの課題解決によって、「xSync」のニーズの一段の広がりにつながる可能性もあろう。

また、「xSync（バイ シンク）」と日本マイクロソフトの提供する Office 365 のクラウドストレージ「OneDrive for Business」との連携サービスを提供開始している。教師は普段利用している「Office 365」のアカウントで、「OneDrive for Business」に保存した授業用資料の「xSync」での利用や、児童・生徒が「xSync」で提出した学習データの「OneDrive for Business」への自動保存ができるようになる。

「xSync」で実施していた授業用資料の保存や学習データの移行が不要となるため、教師の手間が軽減されるとともに、児童・生徒への学習データの配布が簡便になることから、授業中の学習データを利用した持ち帰り学習なども取り組みやすくなる。今後は、グループ会社のアイスタディが提供する学習管理システム「iStudy LMS アカデミックエディション」との連携も進め、「OneDrive for Business」に保存されている学習データを用いた児童・生徒それぞれの学習記録を容易に管理できる仕組みなどの整備も進めていく計画だ。

2) インドネシアにおける医療関係者向け e-ラーニング・インフラに採用

学研メディカル秀潤社が、インドネシアで開始した同国の医師・歯科医師を対象とした e-ラーニング事業の映像コミュニケーションインフラとして、「V-CUBE」を採用した。同社は、グローバルでの開発・サポート体制で、インドネシアの医療環境向上に貢献する仕組みを提供する。

医師・歯科医師免許が 5 年毎の更新制であるインドネシアにおいて、免許更新に必要な研修受講ポイントの約半分を、オンライン教育で獲得できる仕組みを支える。学研メディカル秀潤社は、インドネシアでの新規オンライン教育事業のインフラとして、「V-CUBE」のオンライン教育事業における実績のほか、インドネシア語で安定利用が可能なビジュアルコミュニケーションを提供でき、カスタマイズ開発や現地語サポートに対応できるサービスである点を評価している。



バイキューブ

3681 東証 1 部

<https://jp.vcube.com/ir/>

2016 年 10 月 6 日（木）

※ 当初行使価額は 1,494 円。ただし行使価額は、本新株予約権の各行使請求の効力発生日の直前取引日の同社普通株式の終値の 91% に相当する金額に修正されるが、その価額が下限行使価額を下回る場合には、下限行使価額を修正後の行使価額とする。

3) 災害など緊急時対策における「V-CUBE」とドローン

熊本地震における BCP（事業継続）対策としての「V-CUBE」が、和歌山県庁で利用された。和歌山県では、熊本地震の支援として県職員 10 数名を熊本県や益城町に派遣したが、その際、現地派遣職員と和歌山県庁にいる職員が場所によって異なる被害状況やガレキの処理状況など現地の様子を正確に共有して、的確な支援を図っていくため、「V-CUBE」を活用したもよう。

鮮明な映像とスムーズな音声に加えて、モバイルデバイスで現地の被害状況を動画や写真で中継しながら、ロケーションが異なる全関係者で同時に共有する Web 会議が可能となったことで、刻々と変化する現地からのニーズを的確に把握した素早い決定や報告が実施できたと和歌山県庁からは評価されたようだ。

また、業務用ドローンを利用して、災害等の緊急時対策などで、スムーズに状況確認を実現し、適切な対策がとれるサービスの提供も進めている。災害対策企業としての位置づけなどが今後高まっていく可能性もあろう。

d) 第 15 回新株予約権発行による資金調達

同社は 4 月 15 日、中期経営計画に沿って、社会インフラとしてのビジュアルコミュニケーションの事業展開を進めていくに当たって必要な将来の技術や新機能へのソフトウェア開発投資及び、同社が持っていない技術や事業を取り込んで成長を加速させるための買収を含む事業提携の資金確保等を目的として、メルリンチを割当先とする行使価額調整条項付き第 15 回新株予約権（第三者割当て）による資金調達を行った。

その内容は、新株予約権数 3 万個、新株予約権 1 個当たり 634 円（発行総額 19.02 百万円）、行使期間：2016 年 4 月 18 日～2018 年 4 月 17 日、潜在株式数 3,000 千株、資金の調達額 4,494.02 百万円となっている。

潜在株式数 3,000 千株の上限行使価額はなく、下限行使価額は 1,196 円※で、下限行使価額でも潜在株式数は 3,000 千株と一定であるため、権利行使による希薄化率は 15.90%（発行決議日現在の発行済株式総数に対する割合）。8 月末までに 440 千株が権利行使済（平均行使価格 1,212 円）で、資金調達額は 533.4 百万円となっている。

売上高は 2 ケタ増収を確保し高い成長を維持したものの、会社計画比では未達に

(4) 2016 年 12 月期第 2 四半期累計の連結業績（2016 年 8 月 10 日公表）

a) 第 2 四半期累計の連結業績の概要

2016 年 12 月期第 2 四半期累計（1 月～6 月）の連結業績は、売上高が前年同期比 25.8% 増の 3,397 百万円、営業利益は同 98.0% 減の 3 百万円、親会社株主に帰属する四半期純損失は 420 百万円（前年同期は 68 百万円の四半期純利益を計上）となり、2 ケタ増収ながら大幅な営業減益、四半期純利益は赤字転落となった。



バイキューブ

3681 東証 1 部

<https://jp.vcube.com/ir/>

2016 年 10 月 6 日（木）

2016 年第 2 四半期累計連結業績の概要

（単位：百万円）

	15/12 期 2Q 累計		16/12 期 2Q 累計					計画 差異
	実績	売上比	期初 計画	実績	売上比	前年 同期比	計画 達比率	
売上高	2,699	—	3,644	3,397	—	25.8%	25.8%	-247
売上原価	1,032	38.2%	—	1,629	48.0%	57.9%	—	—
売上総利益	1,667	61.8%	—	1,767	52.0%	6.0%	—	—
販管費	1,473	54.6%	—	1,764	51.9%	19.7%	—	—
営業利益	194	7.2%	148	3	0.1%	-98.0%	-98.0%	-144
経常利益	200	7.4%	105	-412	—	—	—	-517
税引前四半期利益	200	7.4%	—	-446	—	—	—	—
四半期純利益	62	2.3%	—	-437	—	—	—	—
親会社株主に帰属する 四半期純利益	68	2.5%	112	-420	—	—	—	-532

出所：同社決算説明資料をもとにフィスコ作成

売上高は、円高による円換算の海外売上高の目減りがマイナス要因として働いたものの、クラウド型サービスの拡大に加えて、前期に買収した 2 社が寄与したことにより、2 ケタの増収を確保した。売上原価は、継続的な開発投資による償却費の増加、買収に伴う製造関連人件費・外注費等の増加などにより売上高の伸びを上回る同 57.9% の増加となり、1,629 百万円へ拡大した。このため、売上総利益率は、利益率の高い中国クラウドやオンプレミス型の売上高の減少という売上構成の変化もマイナス要因となったために、前年同期の 61.8% から 52.0% へ 9.8 ポイント低下した。販管費は前期までの積極的な販売活動・開発投資の影響により 1,764 百万円へ増加した。結果として営業利益は 3 百万円にとどまった。なお、四半期純利益が 420 百万円の純損失と赤字転落したのは、海外子会社に対する貸付金の為替評価損 385 百万円が営業外損失として発生したことが主要因。

期初会社計画（売上高 3,644 百万円、営業利益 148 百万円、経常利益 105 百万円）対比※では、売上高で 247 百万円、営業利益で 144 百万円、経常利益で 517 百万円計画を下回った。具体的な下振れ要因は以下のとおりであるが、主な要因として、1) オンプレミスの売上高未達、2) アプライアンスの売上高未達、3) 中国のオンライン教育関連の課金開始遅延、4) エムキューブの売上高未達——などが売上高、営業利益ともにマイナス要因として働いたほか、教育関連の外注費・仕入増、配信人権費増が営業利益のマイナス要因となった。

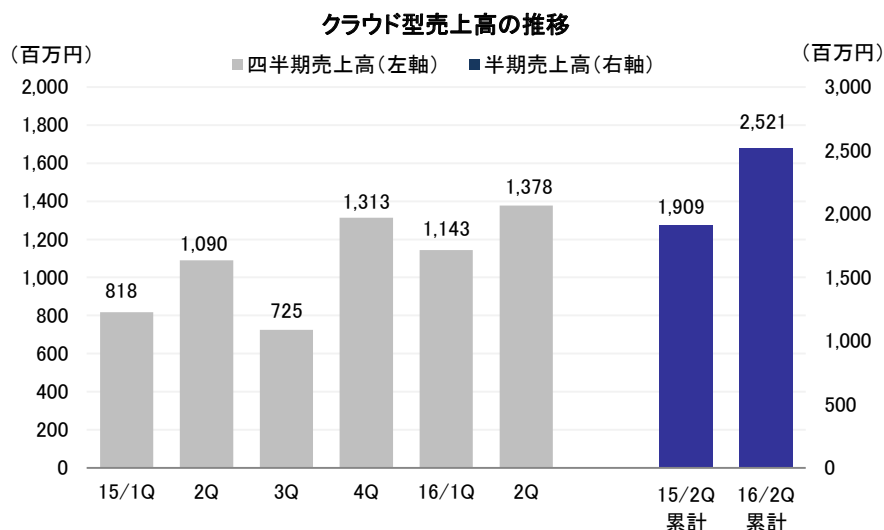
経常利益、親会社株主に帰属する四半期純利益の下振れは、営業利益の未達に加えて、円高による海外子会社への外貨建貸付金の為替評価差損が主要因。なお、この為替評価差損による現金支出は生じない。

※ 同社は 6 月末の為替レートの確定を受けて、7 月 1 日付けで 2016 年第 2 四半期累計の連結業績予想を売上高 3,405 百万円、営業損失 34 百万円、経常損失 439 百万円、親会社株主に帰属する四半期純損失 444 百万円へそれぞれ下方修正した。

b) 販売形態別

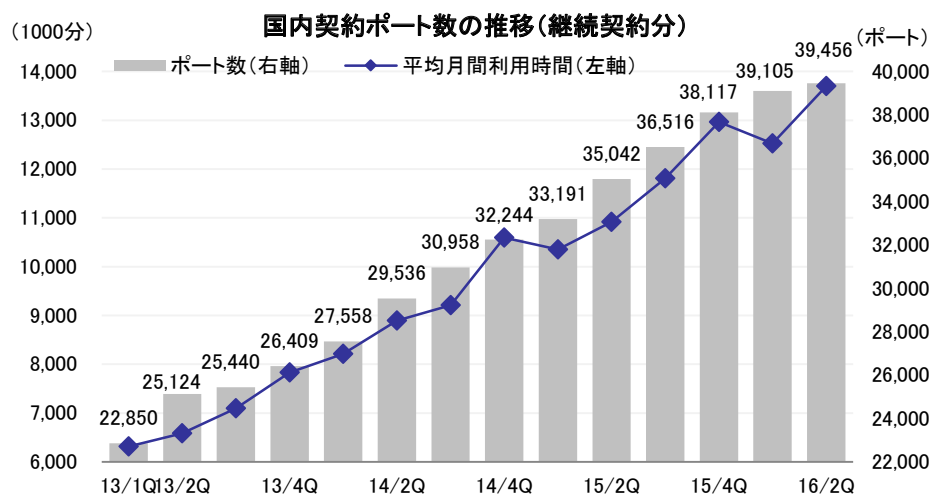
1) クラウド型サービス

売上高は前年同期比 32.1%増の 2,521 百万円となった。前期に買収した子会社 Wizlearn 及びアイスタディの 2 社がプラス要因として働いたことに加えて、国内では、「V-CUBE」の顧客開拓が順調に推移した。特に、第 2 四半期（4 月 -6 月）には既存大口ユーザーの「V-CUBE One」への切り替えが複数あり契約単価の大幅な上昇要因となった。



出所: 同社決算説明資料をもとにフィスコ作成

同社が KPI として見ている国内契約ポート数の推移を見ると、第 2 四半期のポート数は前四半期比 0.9% 増の微増にとどまったものの、ポート単価は第 1 四半期（1 月 -3 月）の 4,465 円から 4,622 円へ急上昇した。同社によると、「V-CUBE One」への大口ユーザーの切り替えが新年度入りした第 2 四半期初頭に発生したことが影響したことによるもので、ポート単価が第 1 四半期と変わらないと仮定すると、ポート数の増加数は 1,732 ポートと過去 1 年間で最大の増加となっており、問題ではない。

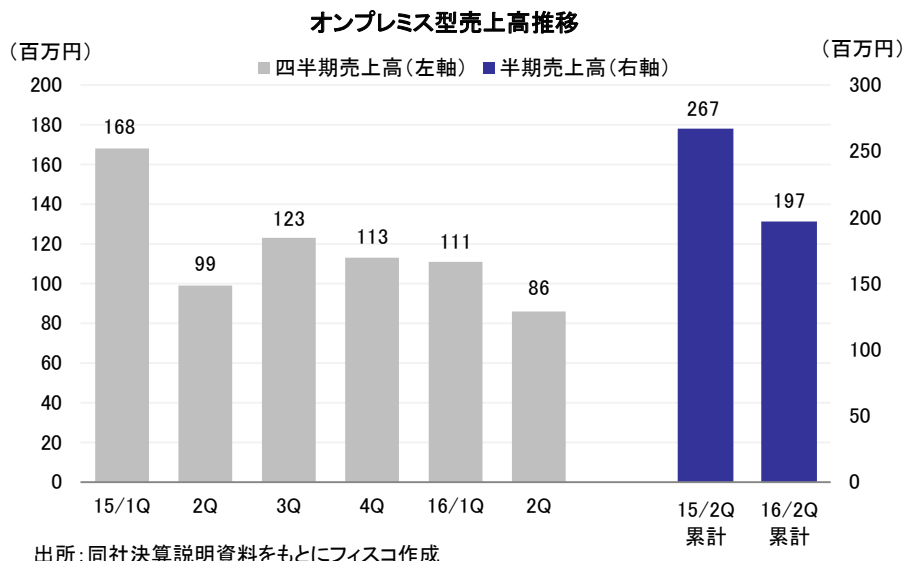


注: 平均月間利用時間は V-CUBE ミーティング、セミナー、セールス&サポートのライブ利用時間

出所: 同社決算説明資料をもとにフィスコ作成

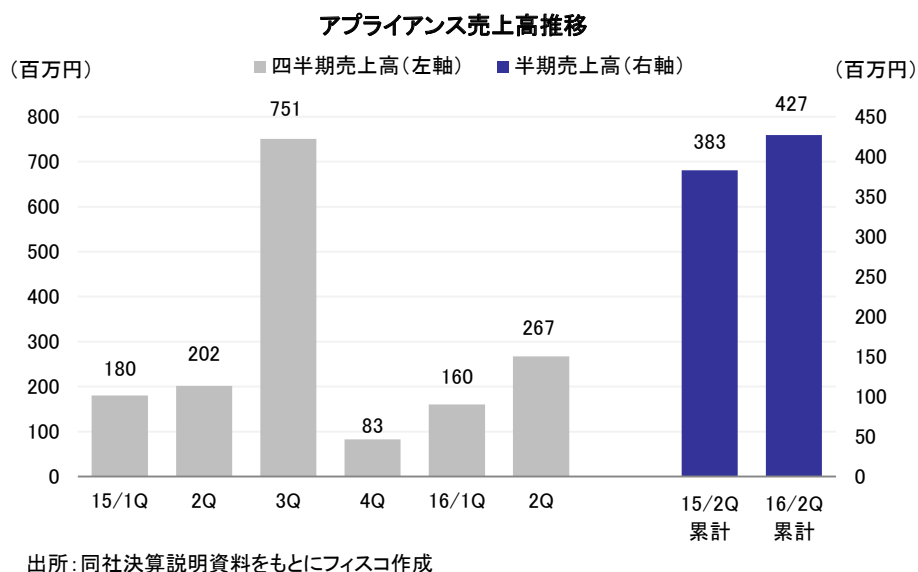
2) オンプレミス型サービス

売上高は前年同期比 26.2% 減の 197 百万円と減収を余儀なくされた。クラウド化の流れを受けて、売上トレンドは減少傾向が続いている。ただ、金融機関を中心にパイプラインは順調に積み上がる傾向にあるものの、ユーザーの意思決定に時間がかかる格好となっており、2 ケタ減収が続く要因として働いたと見られる。



3) アプライアンス

売上高は前年同期比 11.6% 増の 427 百万円となった。教育機関を中心に電子黒板システム、官公庁や企業を中心にディスカッションテーブル、企業を中心にテレビ会議システム「V-CUBE Box」を販売しているが、熊本地震の影響などにより電子黒板の売上高が一部上がらなかったものの、「V-CUBE Box」のパイプラインは順調となっている。「V-CUBE Box」が一部の導入検討企業のシステム環境に依存する技術課題の影響で納入遅延の動きが見受けられたものの、上期販売実績は 152 台に達した。



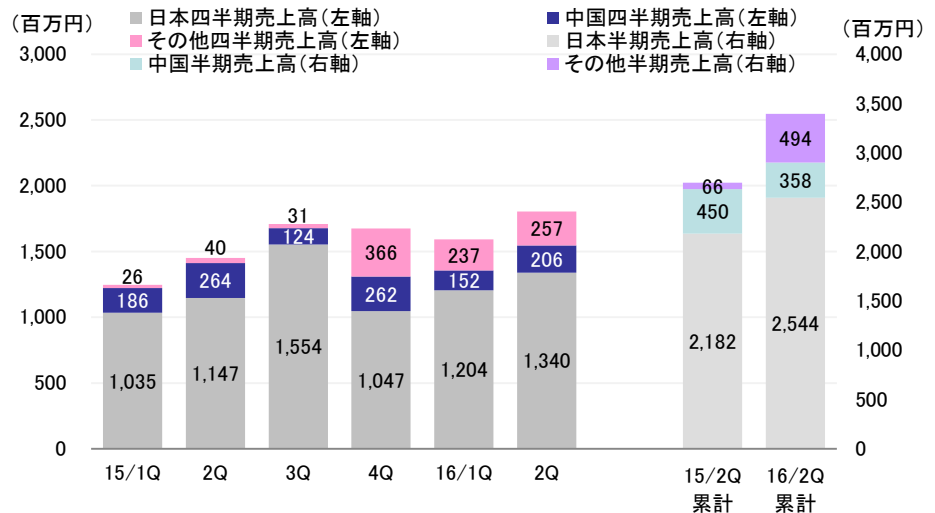
4) その他

売上高は前年同期比 79.0% 増の 250 百万円となった。ハードウェアの販売が順調であったことに加えて、アイスタディを買収した効果が嵩上げ要因として働いた。

c) 地域別

日本の売上高はクラウドの成長がけん引し前年同期比 16.6% 増の 2,544 百万円となった。一方、海外については、中国の売上高が為替と自動車関係の年間売上バランスの変化の影響により同 20.4% 減の 358 百万円へ減少した。対照的に、海外（中国以外）の売上高は Wizlearn の連結寄与が売上拡大のドライバーとなり同 7.4 倍の 494 百万円と大幅に拡大した。この結果、海外売上比率は 19.2% から 25.1% へ上昇した。

地域別売上高推移



出所：同社決算説明資料をもとにフィスコ作成

今後の企業買収を考慮しても自己資本比率 40%維持を目指す

(5) 財務状態

a) 貸借対照表

2016 年 6 月末の財務状態について見ると、総資産は 9,908 百万円となり前期末に比べ 247 百万円減少した。内訳を見ると、流動資産は 447 百万円減少した。これは、有価証券の減少 217 百万円、売上債権の減少 166 百万円などが主要因。対照的に、固定資産は、無形固定資産の減少 206 百万円があったものの、投資その他の資産の増加 375 百万円などにより 200 百万円の増加となった。

負債は前期末比 403 百万円増加し 5,957 百万円となった。流動負債は 1 年内返済予定の長期借入金が 319 百万円増加したものの、短期借入金が 1,687 百万円減少したことなどから、1,357 百万円減少した。一方、固定負債は、主に長期借入金が 1,763 百万円増加したことから、1,761 百万円増加した。なお、有利子負債残高は今後の機動的な事業展開に備え金融機関からの借入を増やしたために前期末に比べ 395 百万円増加し 4,578 百万円となった。

一方、純資産は同 650 百万円減少し 3,950 百万円となった。純資産が減少したのは、新株予約権の行使に伴う株式発行による資金調達で資本金及び資本剰余金がそれぞれ 274 百万円増加するなどのプラス要因があったものの、子会社 BRAV の株式を追加取得したことが資本剰余金の 653 百万円減少要因となったほか、利益剰余金の減少 420 百万円、為替換算調整勘定の減少 202 百万円等がマイナス要因として働いたことによる。

b) キャッシュ・フロー計算書

第 2 四半期累計期間末の現金及び現金同等物の残高は 1,836 百万円となり、前期末と比較して 156 百万円の減少となった。

各キャッシュ・フローの状況を見ると、営業キャッシュ・フローは 510 百万円の収入となった。これは、税金等調整前四半期純損失 446 百万円を計上したものの、減価償却費 418 百万円及び為替差損 293 百万円等を計上したほか、仕入債務が 167 百万円増加し、前受金が 105 百万円増加したことなどによる。一方、投資キャッシュ・フローは 881 百万円の支出となった。これは主に、無形固定資産の取得による支出 676 百万円、有形固定資産の取得による支出 83 百万円、敷金及び保証金の差入による支出 46 百万円等があったためだ。財務キャッシュ・フローは 347 百万円の収入となった。短期借入金の返済による支出 1,687 百万円、長期借入金の返済による支出 287 百万円、連結の範囲の変更を伴わない子会社株式の取得による支出 884 百万円等がマイナス要因となったが、長期借入れによる収入 2,352 百万円、株式の発行による収入 548 百万円、非支配株主からの払込みによる収入 209 百万円があったためだ。

c) 経営指標

経営指標を見ると、借入金の増加などにより健全性を表す自己資本比率は前期末の 44.2% から 36.2% へ低下した。今後についても事業拡大のために積極的な企業買収が行われる可能性があるが、同社では自己資本比率 40% は維持したいとしている。

貸借対照表、キャッシュ・フロー計算書及び経営指標

・貸借対照表

(単位：百万円)

	14/12 期	15/12 期	16/12 期 2Q	前期末比	主要増減要因
流動資産	2,987	4,453	4,006	-447	現金及び預金 +64、 有価証券 -217、売上債権 -166
固定資産	3,270	5,702	5,902	200	投資その他の資産 +375、 無形固定資産 -206 (内訳：ソフトウェア仮勘定 +290、 のれん -341 ソフトウェア -153)
総資産	6,257	10,156	9,908	-247	
流動負債	1,350	4,345	2,987	-1,357	1 年内返済予定の長期借入金 +319、 短期借入金 -1,687
固定負債	506	1,209	2,970	1,761	長期借入金 +1,763
負債合計	1,857	5,554	5,957	403	
(有利子負債残高)	805	4,183	4,578	395	
(ネットキャッシュ)	480	-2,167	-2,715	-547	
純資産	4,400	4,601	3,950	-650	資本金 +274、非支配株主持分 +24、 資本剰余金 -350、利益剰余金 -420
負債純資産合計	6,257	10,156	9,908	-247	

・キャッシュ・フロー計算書

営業キャッシュ・フロー	-307	582	510	
投資キャッシュ・フロー	-1,508	-3,037	-881	
財務キャッシュ・フロー	69	3,422	347	
現金及び同等物	1,068	1,992	1,836	-156

・経営指標

< 健全性 >			
流動比率	221.2%	102.5%	134.1%
自己資本比率	65.5%	42.2%	36.2%
< 収益性 >			
ROE	6.7%	2.2%	-
総資産経常利益率	10.5%	2.2%	-
営業利益率	8.6%	5.7%	0.1%

出所：有価証券報告書をもとにフィスコ作成

2016 年 10 月 6 日（木）

通期予想を下方修正するも依然として前期比 2 ケタ成長見込む

(6) 2016 年 12 月期会社計画の修正と見通し

2016 年 12 月期の期初会社計画（売上高 8,500 百万円、営業利益 839 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 650 百万円）は、売上高 8,200 百万円（前期比 34.8% 増）、営業利益 444 百万円（同 27.6% 増）、親会社株主に帰属する当期純損失 183 百万円（前期は 93 百万円の純利益を計上）へ売上高、利益ともに下方修正された。しかし、売上高、営業利益については依然として前期比で 2 ケタ成長を見込む内容となっており、業績の拡大トレンドに変化はない。

2016 年 12 月期の修正会社計画の概要

（単位：百万円）

	15/12 期		16/12 期					計画 差異
	実績	売上比	期初 計画	修正 計画	売上比	前期比	期初 計画比	
売上高	6,083	—	8,500	8,200	—	34.8%	96.5%	-300
売上原価	2,729	44.9%	3,772	4,141	50.5%	51.7%	109.8%	369
売上総利益	3,354	55.1%	4,728	4,059	49.5%	21.0%	85.9%	-669
販管費	3,006	49.4%	3,889	3,614	44.1%	20.2%	92.9%	-275
営業利益	348	5.7%	839	444	5.4%	27.6%	52.9%	-395
経常利益	179	3.0%	771	7	0.1%	-95.6%	0.9%	-763
親会社株主に帰属する 当期純利益	93	1.5%	650	-183	—	—	—	-834

出所：同社決算説明資料等をもとにフィスコ作成

売上高が前期比で 34.8% 増と高い伸びとなるのは、クラウド型、オンプレミス型、アプライアンスのいずれも 30% 以上の高い伸びを予想していることによる。一方、売上原価は製造関連人件費・外注費等の増加、利益率の高い継続的な投資によるソフトウェア償却費増などにより、同 51.7% 増の 4,141 百万円へ増加するものの、クラウド型、オンプレミス型の売上高の増加等により売上総利益は同 21.0% 増の 4,059 百万円と増益になると予想している。なお、売上総利益率は、ハードウェアを含むアプライアンスのウエイトが高まるという売上構成の変化により 49.5% と前期に比べ 5.6 ポイント低下する見込みとなっている。加えて、販管費も販売活動投資による人件費の増加などにより同 20.2% 増の 3,614 百万円へ増加すると予想している。これらの結果、営業利益は同 27.6% 増益を確保するが、営業利益率は前期の 5.7% から 5.4% へ 0.3 ポイント低下すると見ている。

a) 期初計画対比の売上高、営業利益の修正要因

期初会社計画に対する売上高、営業利益の増減要因について具体的に見ると、売上高が 300 百万円下方修正された要因は、オンプレミスの上振れ（影響額：+76 百万円）と国内クラウドの上振れ（同：+64 百万円）等がプラス要因を見込むものの、中国のオンライン教育関連の課金遅延（同：-176 百万円）、円高による円ベースの連結売上高ダウン（同：-145 百万円）、アプライアンスの未達（同：-75 百万円）、医療系合併会社エムキューブの未達（同：-46 百万円）がマイナス要因として働くと予想するためだ。

一方、営業利益の下振れ（同：-395 百万円）の要因は、中国のオンライン教育関連の課金遅延（同：-176 百万円）、教育関連の外注費・仕入増、配信人件費増（同：-106 百万円）、円高による円ベースの営業利益ダウン（同：-60 百万円）、エムキューブの売上未達（同：-46 百万円）、アプライアンスの売上未達（同：-23 百万円）などを挙げることができる。また、経常利益の下振れ（同：-763 百万円）は、営業利益の未達（同 -395 百万円）に加えて、第 2 四半期累計期間に発生した海外子会社の外貨建貸付金の評価損（同：-385 百万円）による。

b) 販売形態別売上高について

販売形態別売上高について見ると、クラウド型サービスの売上高は、中国売上等の下方修正で期初計画比 297 百万円下方修正され 5,206 百万円へ変更されたものの、前期比では 31.9% の高い伸びを見込んでおり、国内、シンガポールで堅調に推移すると予想している。

一方、オンプレミス型サービスは期初計画比 83 百万円上方修正され前期比 57.6% 増の 794 百万円と予想している。第 2 四半期までは、国内金融機関の意思決定に時間がかかる課題によりマイナス要因となっていたが、積み上がっているパイプラインから判断し金融機関向けの好調を見込むほか、タイでの成長を予想している。

アプライアンスの売上高については、期初計画比で 72 百万円下方修正され 1,704 百万円となったものの、前期比では 39.9% 増の高い成長を予想している。これは、第 3 四半期（7 月～9 月）に売上高が集中する電子黒板の拡大と、技術課題解決の目途が立った「V-CUBE Box」の下期 400 台の販売を見込むことが要因。

販売形態別売上高計画

（単位：百万円）

販売形態別	15/12 期	16/12 期				
	実績	期初計画 (a)	前期比	修正計画 (b)	前期比	修正額 (b)-(a)
クラウド	3,947	5,504	39.4%	5,206	31.9%	-297
オンプレミス	504	710	40.9%	794	57.6%	83
アプライアンス	1,218	1,776	45.8%	1,704	39.9%	-72
その他	413	509	23.2%	494	19.7%	-14
合計	6,083	8,500	39.7%	8,200	34.8%	-300

出所：同社決算説明資料をもとにフィスコ作成

c) 販売地域別売上高について

地域別の売上高については、国内売上高はクラウド型の堅調推移に加えて、金融機関を中心とするオンプレミス型の伸長及び電子黒板、「V-CUBE Box」の販売拡大によるアプライアンスの伸長から期初計画どおりの前期比 31.4% 増の 6,284 百万円を見込む。

一方、海外売上について見ると、中国の売上高は、円高による円換算の売上減少とオンライン教育関連の課金開始を来期に変更したために、前期比 2.3% 減の 817 百万円へ期初計画比 310 百万円下方修正された。対照的に、中国以外の海外売上高は期初計画比 10 百万円上方修正され、前期比 137.0% 増の 1,098 百万円と予想している。これは、Wizlearn の連結効果によるシンガポールの売上拡大に加えて、タイがオンプレミス型を中心に堅調に推移する見込みであることを反映した。これらの結果、海外売上高は前期比 1.5 倍の 1,916 百万円へ拡大、海外売上比率 23% を予想している。

地域別売上高計画

（単位：百万円）

販売地域別	15/12 期	16/12 期				
	実績	期初計画 (a)	前期比	修正計画 (b)	前期比	修正額 (b)-(a)
日本売上	4,783	6,284	31.4%	6,284	31.4%	0
中国売上	836	1,127	34.8%	817	-2.3%	-310
海外売上 (中国以外)	463	1,087	134.6%	1,098	137.0%	10
合計	6,083	8,500	39.7%	8,200	34.8%	-300

出所：同社決算説明資料をもとにフィスコ作成

■業績動向

d) 2016 年 12 月期見通し

弊社では、下方修正された 2016 年 12 月期会社計画は、第 2 四半期の大きな下振れ要因となった中国のオンライン教育関連の売上高を今期は見込まないことと、想定為替レートも第 2 四半期までの実績以上の円高へ修正したことから判断し、更なる業績の下振れリスクは後退しつつあると考える。通期計画の達成可否を占う手掛かりとして、第 3 四半期（7 月～9 月）に売上高が集中する電子黒板や技術課題解決の目途が立った「V-CUBE Box」のアプリケーションと、パイプラインが金融機関を中心に積み上がっているオンプレミス型の今後の売上動向を注目したい。

なお、同社の海外売上高は、主に人民元とシンガポールドルの変動の影響を受ける傾向にある。外貨建て資産の評価損益は、シンガポールドルの変動の影響がほとんどであり、米ドルの変動の影響が多少ある。

主要通貨の為替レートの実績と計画

レート (円)	期中平均			期末			期初想定	修正想定
	15/12期 上期	15/12期	16/12期 上期	15年 6月末	15年 12月末	16年 6月末	16/12期	16/12期 下期
人民元	19.32	19.22	17.08	19.74	18.34	15.46	18.00	15.00
シンガポールドル	89.08	88.11	80.92	91.04	85.35	76.43	81.00	75.00
米ドル	120.24	121.05	111.85	122.48	120.54	102.96	117.00	102.00

出所：同社決算説明資料

■株主還元

連結配当性向 20%を目安に配当実施の検討を開始

同社は、株主への利益還元については重要な経営課題の 1 つとして認識しており、企業体質の強化及び積極的な事業展開に備えるために内部留保の充実を図り、財務体質の強化と成長のための投資に充当することが、株主に対する最大の利益還元につながるとの考えに基づき、2015 年 12 月期までは配当を実施していなかった。

同社は、2016 年 2 月 15 日公表の中期経営計画において、2016 年 12 月期は、これまでの投資が一巡し、収穫時期に入ったとの判断から、配当性向 20%を目安に配当開始を検討すると発表した。しかしながら、2016 年 8 月 10 日時点において、2016 年 12 月期の配当予想は無配のままである。

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ