

# ホリスティック企業レポート ソラコム

## 147A 東証グロース

新規上場会社紹介レポート  
2024年4月9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 20240408

世界で 600 万の契約回線を持つ IoT プラットフォーム「SORACOM」を提供  
大企業之力を利用した成長と上場を目指す「スイングバイ IPO」を実現

## 【147A ソラコム 業種: 情報・通信業】

アナリスト: 大間知 淳 +81(0)3-6812-2521  
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

| 決算期      | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | EPS<br>(円) | BPS<br>(円) | 配当金<br>(円) |
|----------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 2022/3   | 5,450        | -          | 501           | -          | 465           | -          | 337          | -          | 8.8        | 97.3       | 0.0        |
| 2023/3   | 6,299        | 15.6       | 101           | -79.8      | 112           | -75.8      | 70           | -79.0      | 1.8        | 99.3       | 0.0        |
| 2024/3 予 | 8,031        | 27.5       | 654           | 6.5x       | 592           | 5.3x       | 435          | 6.1x       | 11.3       | -          | 0.0        |

- (注) 1. 連結ベース  
2. 2024/3期は会社予想。予想EPSは公募株式数(4,733,800株)を含めた予定期中平均株式数により算出  
3. 2022年12月30日付けで1:3の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

| 【株式情報】  | 【会社基本情報】           | 【その他】                    |
|---------|--------------------|--------------------------|
| 株価      | 2,014円(2024年4月8日)  | 本店所在地 東京都港区              |
| 発行済株式総数 | 43,220,809株        | 設立年月日 2014年11月10日        |
| 時価総額    | 87,047百万円          | 代表者 玉川 憲                 |
| 上場初値    | 1,563円(2024年3月26日) | 従業員数 150人(2024年1月)       |
| 公募・売価格  | 870円               | 事業年度 4月1日~翌年3月31日        |
| 1単元の株式数 | 100株               | 定時株主総会 毎事業年度末日の翌日から3か月以内 |
|         |                    | 【主幹事証券会社】<br>みずほ証券       |
|         |                    | 【監査人】<br>有限責任あざさ監査法人     |

## &gt; 事業内容

## ◆ 世界で 600 万の契約回線を持つ IoT プラットフォーマー

ソラコム(以下、同社)は、世界で 600 万の契約回線を持つ IoT プラットフォーム「SORACOM」を開発、提供している。IoT(Internet of Things)とは、あらゆるモノがインターネットにつながり、情報交換することで相互に制御する仕組みである。同社グループは、同社、英国子会社、米国子会社の 3 社で構成されている。

同社は、日本 IBM や、AWS(Amazon Web Services)のデータセンターを運営するアマゾンデータサービスジャパンで勤務した技術者である現代表取締役社長 CEO の玉川憲氏らによって、14 年 11 月に設立された。共同創業者である舩渡大地常務取締役 COO と安川健太常務取締役 CTO は、同社設立 3 カ月後の 15 年 2 月に取締役に就任している。

## ◆ KDDI による子会社化から上場に至った経緯

信用力の低さから大企業との契約締結に課題を抱え、契約回線数が 8 万にとどまっていた同社と、IoT ビジネスの強化を目指していた KDDI(9433 東証プライム)の思惑が一致したため、同社は、17 年 8 月に、KDDI の連結子会社(上場前の出資比率は 65.7%)となった。上場時の公募増資と売出しにより、出資比率は 44.4%に低下し、同社は KDDI の子会社から持分法適用会社に移行した。

KDDI グループ入り後、契約回線数は急増したが、同社は更なる成長を模索した。その際、同社が採用したのが「スイングバイ IPO」というコンセプトである。スイングバイとは、「大きな惑星の引力を使うことで宇宙船や探査機を再加速し、より遠くまで進む」という宇宙航行技術であり、ベンチャー企業が

大手企業の様々な力を利用し、IPOを通過点として更なる成長を目指すことを意味している。

17年8月のグループ化に伴い、KDDIは、五十嵐知子氏(現取締役 CFO、21年に同社に転籍)と藤井彰人氏を取締役として派遣し、21年6月には岩松カール氏を取締役(監査等委員)として派遣している。24年4月時点では、取締役8名のうち、五十嵐氏を含む4名が業務執行を行う取締役、2名が独立社外取締役、残り2名がKDDI在籍者となっている。

同社は、KDDIの「IoT世界基盤」(グローバルIoTアクセス)の基礎となる通信ネットワークにSORACOMのプラットフォームを提供しているほか、技術開発支援等の業務を受託している。KDDI向け売上高の割合は、22/3期は約8%、23/3期には約7%で推移した。

同社は、IoTプラットフォーム事業の単一セグメントであるが、サービスを継続的に提供することから生じる「リカーリング収益(プラットフォーム利用料)」と、同一顧客から每期必ずしも継続的に計上できるものではない「インクリメンタル収益(商品販売及びその他)」に売上高を分類している。23/3期の売上高構成比はリカーリング収益68.7%、インクリメンタル収益31.3%となっており、継続的な収益であるリカーリング収益が中心を占めている(図表1)。

【図表1】収益モデル別売上高の推移

|     | 収益モデル別     | 22/3期     |        | 23/3期     |        | 24/3期3Q累計 |        |
|-----|------------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
|     |            | 金額(千円)    | 構成比    | 金額(千円)    | 構成比    | 金額(千円)    | 構成比    |
| 売上高 |            | 5,450,617 | 100.0% | 6,299,403 | 100.0% | 5,454,279 | 100.0% |
|     | リカーリング収益   | 3,348,895 | 61.4%  | 4,325,662 | 68.7%  | 3,943,894 | 72.3%  |
|     | インクリメンタル収益 | 2,101,721 | 38.6%  | 1,973,740 | 31.3%  | 1,510,384 | 27.7%  |
|     | 商品販売       | 1,839,877 | 33.8%  | 1,747,388 | 27.7%  | 1,119,307 | 20.5%  |
|     | その他        | 261,844   | 4.8%   | 226,352   | 3.6%   | 391,077   | 7.2%   |

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

#### ◆ SORACOMのサービスの概要と特徴

##### (1) サービスの概要

テクノロジーの高度化が進む中、企業がIoTを導入するには、デバイス等のハードウェアや、データ通信、セキュリティ、生成AI等の多くの技術要素が複雑に絡む様々な課題への対処が必要となっている。

同社グループは、顧客企業がIoTを導入、運用する際に直面する共通課題を解決するIoTプラットフォームSORACOMにおいて包括的なサービスを提供している。具体的には、インターフェースや、IoTデバイス(通信モジュール、センサー、クラウド型カメラ、スマートメーター等)やSIM(通信利用者を識別するために固有の番号が割り当てられたカード)等のハードウェア、

通信回線(コネクティビティ)、データ保存や可視化機能等のアプリケーションソフトウェア、各種ネットワークサービス等をプラットフォームサービスとしてワンストップで提供している。

様々な IoT サービスを始めるための必要な機能がレゴのブロックの様にモジュールとして揃っているため、顧客企業は、同社グループが Web 上で提供する IoT ストアから、SIM1 枚、デバイス 1 個から購入し、迅速かつ効率的に IoT サービスを始めることが可能となっている。同社では、規模や将来性等を踏まえて、IoT に精通したアカウントマネージャーを付けて対応している顧客をメジャーアカウント、それ以外をセルフサービスアカウントと呼んでいる。セルフサービスアカウントの中からも、契約回線数やデータ通信料の増加により、プラットフォーム利用料が急拡大した結果、メジャーアカウントに成長した例も多いようである。

同社は、SORACOM を利用した IoT 導入を支援するパートナープログラムを構築しており、顧客企業が IoT 活用を進める上での課題を解決するエコシステムを形成している。23 年 12 月末では 220 社を超えるエコシステムパートナー企業が登録されており、これらが供給する IoT デバイスは 200 種以上となっている。

## (2) サービスの特徴と技術的優位性

SORACOM の特徴と技術的優位性として、同社は以下の点を挙げている。

### 1) パブリック・クラウド上に構築した独自のモバイル・コア

端末の制御や、加入者情報の管理、通信経路の設定等を行うモバイル・コア(モバイル通信の基幹システム)は、従来、交換機やサーバー等のハードウェア上で構築されていたため、設備投資負担が大きく、ベンチャー企業では手掛けにくいものであった。同社グループは、AWS 等のパブリック・クラウド上にソフトウェアベースで独自のモバイル・コアを構築し、コスト競争力と高い拡張性を実現している。関連する特許を 70 件以上有しており、SORACOM の技術的優位の源泉となっている。

### 2) 継続的な機能更新とサービス拡張

同社は、顧客企業からのフィードバックに基づき、継続的に機能の更新やサービスの拡張を行っており、現時点で 387 の機能を顧客に提供している。近年は、平均 2 週間の開発サイクルで新機能を提供しており、SORACOM のアップデートを通じて、顧客は先端技術の導入や利便性が増したサービスの利用が可能となっている。

### 3) 多様な通信規格への対応とクラウドとの高い親和性

SORACOM は、セルラー回線(3G~5G)だけでなく、Sigfox<sup>注1</sup>等の LPWA<sup>注2</sup>回線等の様々な通信規格に対応しているほか、仮想 SIM を発行するこ

(注1) Sigfox とは、フランスの UnaBiz SAS 社が各国のオペレータを通じて提供する低価格、低消費電力、長距離伝送、通信の安定性を持つ IoT 向け無線通信規格である。

(注2) LPWA (Low Power Wide Area) とは、低消費電力で長距離の通信ができる、IoT 用途での利用に適した無線通信技術全般を意味している。

(注3) Ethernetとは、主に室内でコンピューターや電子機器を接続する通信規格である。

とにより、Wi-Fi や有線 Ethernet<sup>注3</sup> のインターネット回線等で接続するデバイスを提供している。また、多様な通信規格による接続を通じて収集されたデータを SORACOM 上で、一元的かつ容易に管理することができる設計(Connectivity Agnostic と称している)を採用している。

加えて、SORACOM はパブリック・クラウド上で構築されているため、同じくパブリック・クラウド上に構築された顧客システムとの互換性が非常に高いほか、データセンター等のプライベート・クラウドを含めた、他のクラウドサービスとの連携も容易(Cloud Agnostic と称している)である。Connectivity Agnostic と Cloud Agnostic が、SORACOM の機能柔軟性における特徴となっている。

#### 4) グローバル・カバレッジ

SORACOM は、グローバルでサービスを展開することを目的に開発された結果、15年9月に日本でサービスを開始してから、約1年後の16年11月に米国で、17年2月に欧州で開始される等、早くから海外でもサービスが提供されている。同社の海外における接続回線は、欧州、米国、アジアの複数のキャリアとの契約により、当該キャリアがローミング接続<sup>注4</sup>する各地域の通信キャリア回線を含めて調達されている。結果、23年12月末では、接続可能な移動体通信事業者は世界で392キャリアに達しており、180の国と地域で利用が可能となっている。

(注4) ローミング接続とは、通信事業者間の提携により、利用者が契約しているサービス事業者のサービスエリア外であっても、提携先の事業者のエリア内であれば、同様のサービスを利用できることを意味している。

#### 5) 強固なセキュリティ

IoT プラットフォームを構築するにあたり、同社は17年に情報セキュリティマネジメントシステム(ISMS)の国際規格であるISO/IEC 27001:2013の認証を取得したほか、AWS Foundational Technical Review等の外部機関によるシステム脆弱性診断を実施し、指摘事項に対応することで、強固なセキュリティを構築している。

#### 6) 顧客ストックの蓄積と事業拡大

IoT サービスの特性として、一度導入されたサービスが継続利用される傾向が強く、サービス開始以降、顧客数は増加が続いている。また、同社グループの事業においては、導入時におけるIoTデバイスの販売や各種セットアップ料等の初期費用等から成るインクリメンタル収益に加えて、データ通信量等のサービス利用に応じた継続課金であるリカーリング収益を獲得する収益構造であることから、比較的、事業が安定して拡大するビジネスモデルとなっている。

#### (3) 提供サービスの種類と収益の内訳

リカーリング収益(プラットフォーム利用料)は、通信サービス、ネットワークサービス、アプリケーションサービス、その他に分類されている。

## 1) 通信サービス(コネクティビティ)

IoT 向けの通信接続サービスを「SORACOM Air」の名称にて提供している。当該サービスにおいては、通信サービスにかかる従量課金による継続収入を得ており、リカーリング収益の主要な収益源となっている。

(注 5) LoRaWAN とは、長距離(Long Range)での通信が可能な低消費電力のIoT向け無線通信規格である。

(注 6) LTE-M とは、LTEの一部周波数帯域のみを利用する通信規格である。

(注 7) Starlink とは、米 SpaceX が提供する、高速で低遅延なインターネット環境を実現する衛星通信サービスである。

主力の通信サービスであるセルラー通信(携帯電話向け周波数帯である2G/3G/LTE/5Gに対応したデータ通信SIM「IoT SIM」)は、国内向け回線とグローバル回線に区分され、世界180の国と地域をカバーしている。また、LPWA通信では、Sigfoxに加え、LoRaWAN<sup>注5</sup>やLTE-M<sup>注6</sup>のネットワークを利用した通信サービスも提供している。その他、Starlink<sup>注7</sup>等の衛星通信を提供している。また、Wi-Fi、有線通信、衛星通信等の通信経路に限らず、ネットワーク上でデータを暗号化して通信を行い、SORACOMの機能を利用できる「SORACOM Arc」も提供している。

## 2) ネットワークサービス

IoTシステム運用に際しては、通常、安全性の確保、通信方向の制御、取得したデータの利用等、通信サービス(コネクティビティ)の利用だけでは対応できない様々な課題が生じる。これらの課題を解決するために、VPN<sup>注8</sup>接続や物理専用線により、IoTデバイスから各種クラウドや顧客データセンターまでを安全に接続するサービスや、同社通信サービスによって繋がるIoTデバイスに必要に応じて遠隔から安全にアクセスできるサービス等を提供している。同社は、ネットワークサービス上の顧客データの利用状況に応じた従量課金による継続収入を得ている。

(注 8) VPN (Virtual Private Network) とは、暗号化等によりセキュリティを高めることを目的として一般的なインターネット回線の中に作られた仮想的なプライベートネットワークである。

## 3) アプリケーションサービス

IoTデバイスから送信されるセンサーデータ等を時系列で保存する機能や、データを可視化するダッシュボードの作成/共有サービス、各種クラウドやAI/機械学習等のサービスへのデータ転送サービス、IoTデバイスの管理等のIoTデータ活用やIoTデバイス活用における課題を解決する機能等、自社開発した機能やサービスを提供している。アプリケーションサービスでも、顧客データの利用状況に応じた従量課金による継続収入を得ている。

## 4) その他(KDDI向けプラットフォーム提供)

業務委託契約に基づき、KDDIが構築する「IoT世界基盤(グローバルIoTアクセス)」の基礎となる通信ネットワークについて、SORACOMを提供し、継続収入を得ている。

一方、インクリメンタル収益は、商品販売とその他(プロフェッショナルサービス及び業務受託)に分類されている。

## 1) 商品販売

通信サービス提供時の回線契約に伴い、通常提供される通信用IoT SIM

に加えて、顧客の要望に応じて、通信モジュール、カメラ・GPS・センサー等の IoT デバイス等の商品を仕入販売している。また、特定大口顧客向けにはスマートメーター等の商品も販売している。

## 2) プロフェッショナルサービス

同社グループの IoT プロフェッショナルコンサルタントが、顧客企業の IoT 導入プロジェクトにかかる技術要素や課題の整理、実行計画立案の支援等のコンサルティングサービス等を提供している。

商品販売やプロフェッショナルサービスは、顧客が IoT 事業を始めるときだけでなく、IoT 事業の拡大に伴って継続的に増加する収益と位置付けられる。

## 3) 業務受託

業務委託契約に基づき、KDDIからソフトウェア開発等の業務を受託しており、個々の受託案件毎に業務受託収入を得ている。

### ◆ 高水準の売上総利益率や資本効率の高さに特徴がある

同社の売上原価は、主として、商品仕入高、通信費、減価償却費、労務費等によって構成されている。リカーリング収益(プラットフォーム利用料)の売上原価の大部分は、通信費(変動費及び固定費からなる国内外の通信会社向けの狭義の通信費及びクラウド事業者向けのクラウド利用料)であり、他にはソフトウェアの減価償却費も計上されている。

一方、インクリメンタル収益に分類される商品販売の売上原価は、主に SIM と IoT デバイス等の仕入原価(商品仕入高)が該当する。インクリメンタル収益のその他(プロフェッショナルサービス及び業務受託)の売上原価は、主として労務費が該当する。

リカーリング収益の売上総利益率は、60~70%と安定的に高く、利益への貢献度が高い。22/3 期の 62.1%から 24/3 期第 3 四半期累計期間に 66.1%へと上昇したのは、増収効果により固定費負担が軽減したためである。一方、インクリメンタル収益の売上総利益率は、22/3 期以降、25%~50%で推移している。利益率が低い商品販売と、利益率が高いその他(プロフェッショナルサービス及び業務受託)の売上高構成比の変動が、インクリメンタル収益の売上総利益率の主要な変動要因となっている。

全体としては、リカーリング収益の売上高構成比の上昇により、売上総利益率は、22/3 期の 50.0%から 24/3 期第 3 四半期累計期間には 60.4%に上昇しており、高い水準を確保している。

一方、23/3 期の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は 3,168 百万円であったが、販管費率は 50.3%と高水準となっている。内訳としては、給料手

当が1,843百万円、広告宣伝費が291百万円、賞与引当金繰入額が42百万円であり、固定費が中心と推測される。営業利益率については、23/3期は販管費率の高さにより1.6%にとどまったが、24/3期第3四半期累計期間においては、売上総利益率の上昇と、増収効果等による販管費率の改善により、営業利益率は11.8%へと上昇し、良好な水準となっている。

23/3期末において、有利子負債依存度は0.4%に過ぎず(少額のリース債務のみ)、自己資本比率は67.5%と高水準である。負債の中心は、契約負債(1,134百万円、負債純資産合計比20.0%、前払い契約となっている顧客からのプラットフォーム利用料に係る前受金)や買掛金(196百万円、同3.5%、商品仕入及び通信費)である。

資産サイドを見ると、23/3期末において、売掛金(売上債権)が889百万円、商品(棚卸資産)が373百万円であることから、運転資本(売上債権+棚卸資産-仕入債務-契約負債)は67百万円のマイナスと資金繰りについて余裕のある状態であった。なお、24/3期第3四半期末の運転資本は、売掛金の増加や契約負債の減少により、253百万円のプラスに増加した。これが季節性によるものか否かは不明である。

総資産(5,663百万円)の62.4%を占めるのは現金及び預金である。有形固定資産(94百万円)、無形固定資産(187百万円、自社開発ソフトウェア等)と投資その他の資産(306百万円)によって構成される固定資産合計は588百万円に過ぎない。

固定資産合計に運転資本を加算した投下資本は521百万円である。売上高を投下資本で除した投下資本回転率は12.1回と高水準を誇る。結果、低い営業利益率を高い投下資本回転率で補い、投下資本利益率(Return on Invested Capital、以下、ROIC)は12.7%を確保している。なお、ROICの分子となる税引後営業利益は、同社の法定実効税率34.6%(23/3期)を使って算出した。

#### ◆ 売上高、売上総利益率、リカーリング収益等を重視している

同社は、経営成績を評価するためのKPIとして、売上高、売上総利益率、営業利益率に加え、リカーリング収益、課金アカウント数<sup>注9</sup>、リカーリング収益のARPA<sup>注10</sup>を挙げている。KPIの推移は図表2の通りである。23/3期においては、課金アカウント数とARPAの増加に伴い、リカーリング収益が前期比29.2%増となり、売上高の増加と売上総利益率の上昇を牽引した。

また、同社は、海外売上高(国内顧客向け海外回線に係る売上高を含む)と海外売上高比率も開示している。グローバル回線の利用が増加した結果、23/3期の海外売上高は2,153百万円(海外売上高比率34.2%)と、前期の1,396百万円(同25.6%)から拡大している。

(注9) 課金アカウント数とは、各期末月にリカーリング収益が発生したアカウント数であり、同一顧客企業等が部署や業務別に複数の口座を有する場合が含まれている。

(注10) ARPA(Average Revenue Per Account)とは、1アカウントあたりの平均売上金額を意味している。



【 図表 2 】 KPI 等の推移

|                   | 内訳         | 22/3期 |        | 23/3期 |        | 24/3期3Q累計 |        |
|-------------------|------------|-------|--------|-------|--------|-----------|--------|
|                   |            |       | 構成比    |       | 構成比    |           | 構成比    |
| 売上高 (百万円)         |            | 5,450 | 100.0% | 6,299 | 100.0% | 5,454     | 100.0% |
|                   | リカーリング収益   | 3,348 | 61.4%  | 4,325 | 68.7%  | 3,943     | 72.3%  |
|                   | インクリメンタル収益 | 2,101 | 38.6%  | 1,973 | 31.3%  | 1,510     | 27.7%  |
| 売上総利益率            |            | 50.0% | —      | 51.9% | —      | 60.4%     | —      |
|                   | リカーリング収益   | 62.1% | —      | 63.3% | —      | 66.1%     | —      |
|                   | インクリメンタル収益 | 30.8% | —      | 27.1% | —      | 45.5%     | —      |
| 営業利益率             |            | 9.2%  | —      | 1.6%  | —      | 11.8%     | —      |
| 課金アカウント数 (件)      |            | 7,111 | —      | 7,588 | —      | 7,908     | —      |
| リカーリング収益のARPA(千円) |            | 502   | —      | 589   | —      | 525       | —      |
| 海外売上高(百万円)        |            | 1,396 | —      | 2,153 | —      | —         | —      |
| 海外売上高比率           |            | 25.6% | —      | 34.2% | —      | —         | —      |

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

23/3 期における海外売上高の内訳は、英国子会社による国または地域における売上高が 1,689 百万円、米国子会社による国または地域における売上高が 464 百万円であった。なお、23/3 期における英国子会社の業績は、売上高 2,008 百万円、経常利益 433 百万円、当期純利益 352 百万円と高い利益率を誇っている。英国子会社の売上高には米国子会社向けの SIM 等の販売や通信回線の提供によるものが含まれている。

◆ **大手顧客に依存しているが、最大手の日本瓦斯への依存度は低下**  
SIM1 枚、デバイス 1 個からセルフサービスで IoT サービスを開始できる手軽さ等により、23 年 12 月末時点において、直近 1 カ月間でリカーリング収益が発生した課金アカウント数は 7,000 を超えている。しかし、取引先上位 1 割の課金アカウントによる売上高の割合は概ね 9 割を超えており、大手顧客への依存度は高い。

主要顧客としては、日本瓦斯(8174 東証プライム)、セコム(9735 東証プライム)、ヤマトホールディングス(9064 東証プライム)の連結子会社であるヤマト運輸、オムロン(6645 東証プライム)、ソースネクスト(4344 東証プライム)の連結子会社であるポケットク、世界 35 カ国以上でサービスを提供する英国の決済サービス企業である SumUp Inc.等が挙げられる。

中でも、100 万台以上の規模でスマートガスメーターによる自動検針を行っている日本瓦斯への依存度が高く、売上高に占める日本瓦斯向けの割合は、22/3 期には 34.3%に達していた(図表 3)。しかし、日本瓦斯向け IoT デバイスの初期導入の一巡と、その他顧客向けの売上高の拡大により、売上高に占める日本瓦斯向けの割合は低下傾向となっている。

【 図表 3 】 日本瓦斯向け売上高の推移

| 相手先  | 22/3期       |           | 23/3期       |           | 24/3期3Q累計   |           |
|------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|
|      | 金額<br>(百万円) | 割合<br>(%) | 金額<br>(百万円) | 割合<br>(%) | 金額<br>(百万円) | 割合<br>(%) |
| 日本瓦斯 | 1,869       | 34.3      | 1,640       | 26.0      | 1,288       | 23.6      |

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

**> 特色・強み****◆ SORACOM を通じて構築したビジネスモデル等に特徴がある**

同社の特色及び強みの多くは、SORACOM を通じて同社が構築している独自のビジネスモデルや経営戦略に関係している。

具体的には、(1)大企業の力を利用して成長と上場の両立を目指す「シングバイ IPO」を実現したこと、(2)グローバルでサービスを展開することを目的に開発された IoT プラットホーム SORACOM は 180 の国と地域で利用が可能となっていること、(3)23/3 期の海外売上比率が 34.2%に達していること、(4)パブリック・クラウド上にソフトウェアベースで独自開発したモバイル・コアを構築し、コスト競争力と高い拡張性を実現していること、(5)プラットフォーム利用料等の継続収入であるリカーリング収益が 23/3 期売上高の 68.7%を占めていること、(6)売上総利益率や資本効率が高いこと等が特色及び強みとして挙げられる。

**> 事業環境****◆ IoT プラットフォーム関連の世界市場は拡大が見込まれている**

同社は、IoT プラットフォーム事業において、IoT プラットフォーム市場や IoT 関連のサービス市場のうち、コネクティビティ、サービス、ソフトウェア及びハードウェアを対象市場として想定している。

生成 AI や 5G 等の分野での技術革新の進展は、コネクテッドカーやスマートシティといった様々な領域において IoT の展開を促進すると期待されている。IDC が公表した「IDC's Worldwide Internet of Things Spending Guide (2023 年 5 月)」の予測に基づいて、同社は、IoT プラットフォーム市場や IoT 関連のサービス市場の 26 年における分野別の世界市場規模を、コネクティビティ市場 787 億ドル(22 年時点は 589 億ドル)、サービス市場 4,275 億ドル、ソフトウェア市場 2,168 億ドル、ハードウェア市場 3,714 億ドル、合計 1 兆 946 億ドルと推定している。

**◆ 競合**

IoT サービスを提供する企業としては、Amazon Web Services(サービス名 AWS IoT)や、Microsoft(同 Azure IoT)、エヌ・ティ・ティ・コミュニケーションズ(同 Things Cloud)等が挙げられる。同社によれば、Amazon Web Services や Microsoft は競合先というより、クラウドサービス事業者として同社のパートナーであると認識している。また、IoT 関連企業の多くは、特定の分野や業界向けに限定された製品やサービス、機能を提供しているのに対し、同社は、包

括的な各種の IoT サービス、機能を業界横断的に提供するという点で、独自のポジショニングを構築していると説明している。

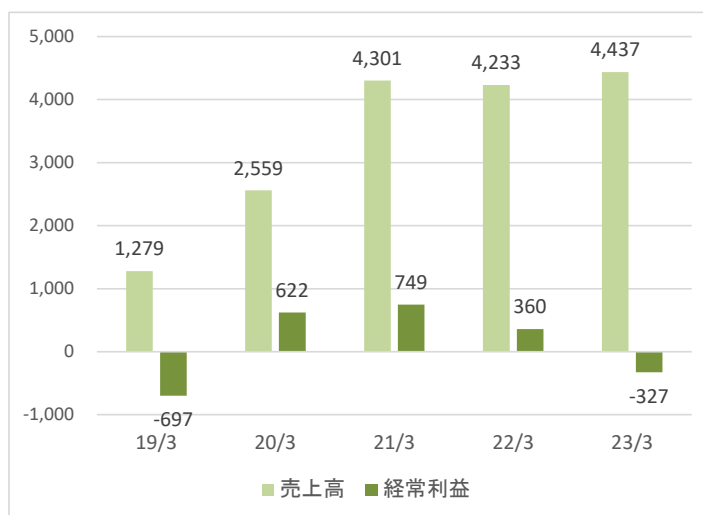
## > 業績

### ◆ 過去の業績推移

届出目論見書には、同社の設立 6 期目にあたる 19/3 期からの業績が記載されている。単体売上高については、19/3 期から 21/3 期において、課金アカウント数と ARPA が共に増加し、リカーリング収益が拡大したことや、インクリメンタル収益も増加したことから、年平均 83.4%増となった(図表 4)。しかし、リカーリング収益の増加とインクリメンタル収益の減少が拮抗し、21/3 期から 23/3 期における単体売上高は年平均 1.6%増にとどまっている。

【 図表 4 】 単体業績推移

(単位:百万円)



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

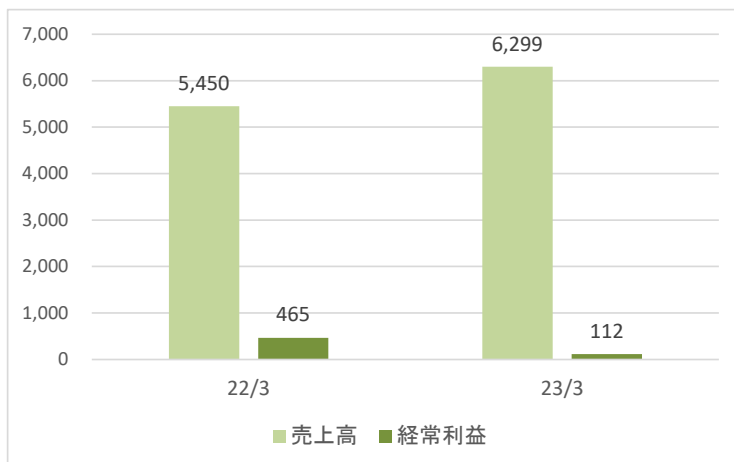
単体経常損益については、19/3 期は、人材投資やマーケティング投資による高水準の販管費負担により損失を計上した。20/3 期から 21/3 期においては、増収効果により高水準の利益を確保した。しかし、22/3 期以降は、売上高の伸び悩みや上場準備に伴う人件費等の増加により、減益傾向となり、23/3 期は損失を計上している。

一方、23/3 期の連結売上高は、海外売上高の拡大により前期比 15.6%増の 6,299 百万円となり、売上高の連単倍率は前期の 1.29 倍から 1.42 倍に上昇した(図表 5)。

連結経常利益については、英国子会社が高水準の利益を上げていることから、22/3 期は 465 百万円(単体は 360 百万円)、23/3 期は 112 百万円(同 327 百万円の損失)と、利益を確保している。

【 図表 5 】 連結業績推移

(単位:百万円)



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 23年3月期業績

23/3期業績は、売上高6,299百万円(前期比15.6%増)、営業利益101百万円(同79.8%減)、経常利益112百万円(同75.8%減)、親会社株主に帰属する当期純利益70百万円(同79.0%減)であった(図表6)。

【 図表 6 】 22年3月期以降の業績

|                 | 内訳         | 22/3期       |            | 23/3期       |            |            | 24/3期3Q累計   |            |
|-----------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|
|                 |            | 金額<br>(百万円) | 構成比<br>(%) | 金額<br>(百万円) | 構成比<br>(%) | 前期比<br>(%) | 金額<br>(百万円) | 構成比<br>(%) |
| 売上高             |            | 5,450       | 100.0      | 6,299       | 100.0      | 15.6       | 5,454       | 100.0      |
|                 | リカーリング収益   | 3,348       | 61.4       | 4,325       | 68.7       | 29.2       | 3,943       | 72.3       |
|                 | インクリメンタル収益 | 2,101       | 38.6       | 1,973       | 31.3       | -6.1       | 1,510       | 27.7       |
|                 | 商品販売       | 1,839       | 33.8       | 1,747       | 27.7       | -5.0       | 1,119       | 20.5       |
|                 | その他        | 261         | 4.8        | 226         | 3.6        | -13.6      | 391         | 7.2        |
| 売上原価            |            | 2,723       | 50.0       | 3,029       | 48.1       | 11.2       | 2,159       | 39.6       |
| 売上総利益           |            | 2,727       | 50.0       | 3,270       | 51.9       | 19.9       | 3,295       | 60.4       |
| 販売費及び一般管理費      |            | 2,226       | 40.8       | 3,168       | 50.3       | 42.3       | 2,650       | 48.6       |
|                 | 給料手当       | 1,160       | 21.3       | 1,843       | 29.3       | 58.9       | -           | -          |
|                 | 広告宣伝費      | 239         | 4.4        | 291         | 4.6        | 22.0       | -           | -          |
|                 | 賞与引当金繰入額   | 16          | 0.3        | 42          | 0.7        | 151.4      | -           | -          |
|                 | その他        | 810         | 14.9       | 991         | 15.7       | 22.4       | -           | -          |
| 営業利益            |            | 501         | 9.2        | 101         | 1.6        | -79.8      | 644         | 11.8       |
| 経常利益            |            | 465         | 8.5        | 112         | 1.8        | -75.8      | 632         | 11.6       |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 |            | 337         | 6.2        | 70          | 1.1        | -79.0      | 456         | 8.4        |

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

収益モデル別売上高については、リカーリング収益が4,325百万円(前期比29.2%増)、インクリメンタル収益が1,973百万円(同6.1%減)であった。リカー

リング収益に関係する、23/3 期末の課金アカウント数は 7,588 件(前期末は 7,111 件)、23/3 期の ARPA は 589 千円(前期は 502 千円)であった。インクリメンタル収益の内訳では、大手顧客の IoT デバイスの初期導入の一巡により、商品販売が 1,747 百万円(前期比 5.0%減)となったほか、その他も 226 百万円(同 13.6%減)にとどまった。

売上総利益率は、利益率が高いリカーリング収益の構成比が上昇したため、22/3 期の 50.0%から 51.9%に上昇した。リカーリング収益の売上総利益率が前期の 62.1%から 63.3%に上昇した一方、利益率が低い商品販売の構成比上昇に伴い、インクリメンタル収益の売上総利益率は前期の 30.8%から 27.1%に低下した。

販管費は、海外事業拡大を企図した人員体制の強化やマーケティングの積極化に伴い、人件費等が大幅に増加したため、前期比 42.3%増加した。販管費の伸びが増収率を上回ったことから、販管費率は前期の 40.8%から 50.3%に上昇した。結果、営業利益率は 1.6%と、同 7.6%ポイント悪化した。なお、従業員数は前期末比 25 名増の 143 名であった。

#### ◆ 24 年 3 月期第 3 四半期累計期間業績

24/3 期第 3 四半期累計期間業績は、売上高 5,454 百万円(前年同期の未監査数値との比較では 13.8%増)、営業利益 644 百万円(前年同期は 0 百万円の損失)、経常利益 632 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益 456 百万円(同 0 百万円の損失)であった。

収益モデル別売上高は、リカーリング収益が 3,943 百万円(前年同期は 3,179 百万円)、インクリメンタル収益が 1,510 百万円(うち、商品販売 1,119 百万円、その他 391 百万円)であった。リカーリング収益の拡大が継続している一方、商品販売は減少基調で推移した模様である。なお、リカーリング収益に関係する 24/3 期第 3 四半期末の課金アカウント数は 7,908 件(前期末は 7,588 件)、24/3 期第 3 四半期累計期間の ARPA は 525 千円(前通期は 589 千円)であった。

売上総利益率は、利益率が高いリカーリング収益の構成比上昇と、利益率が低い商品販売の構成比低下により、前通期の 51.9%から 60.4%に上昇した。一方、販管費率は、増収効果等により、前通期の 50.3%から 48.6%に低下した。結果、営業利益率は 11.8%と、前通期比 10.2%ポイント改善した。なお、24 年 1 月末の従業員数は前期末比 7 名増の 150 名であった。

#### ◆ 24 年 3 月期の会社計画

24/3 期の会社計画は、売上高 8,031 百万円(前期比 27.5%増)、営業利益 654 百万円(同 6.5 倍)、経常利益 592 百万円(同 5.3 倍)、親会社株主に帰属する当期純利益 435 百万円(同 6.1 倍)である。

収益モデル別売上高は、リカーリング収益が 5,429 百万円(前期比 25.5%増)、インクリメンタル収益が 2,602 百万円(同 31.8%増)を見込んでいる。リカーリング収益に係る 24/3 期末の課金アカウント数は 8,040 件(前期末比 5.9%増)、ARPA は 694 千円(前期は 589 千円)を前提としている。

主として通信費と商品仕入高からなる売上原価は、リカーリング収益比率の上昇等に伴い、3,530 百万円(前期比 16.6%増)を見込んでおり、売上総利益は 4,500 百万円(同 37.6%増)を計画している。一方、販管費については、人件費 2,578 百万円(同 8.6%増)、広告宣伝費 433 百万円、上場関連費用 140 百万円、外形標準課税適用による租税公課の増加額 60 百万円等を想定し、3,845 百万円(同 21.4%増)と見込んでいる。営業外費用は 63 百万円(為替差損や上場関連費用)を見込んでいる。一方、特別損益は見込んでいない。従業員数は前期末比 2 割強の増加を見込んでいる。

## > 経営課題/リスク

### ◆ 海外市場における事業成長等が経営課題

同社の海外売上高比率は、23/3 期において前期比 8.6%ポイント上昇の 34.2%となる等、近年、拡大しているが、同社は国内市場を大幅に上回る規模である海外市場における事業成長を経営課題として認識している。海外拠点における営業体制の強化や、海外顧客基盤の拡大に向けた知名度の向上に取り組む方針である。

### ◆ IoT 市場の成長鈍化リスク

同社は、国内外で拡大を続けている IoT プラットフォーム事業に特化している。国内外の景気の低迷や設備投資の縮小、法的規制の導入や変更、技術革新の停滞等に伴い、IoT 市場の成長が鈍化する場合には、同社の事業展開や業績に影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 為替変動に伴うリスク

同社は、海外顧客向けの販売(国内顧客向けの海外回線販売を含む)及び海外通信回線の調達について外貨建てで取引している。また、SIM 及びデバイス部品については海外事業者から仕入れており、為替変動の影響を受けている。同社は、現在、1 円の円高米ドル安が進行した場合、年間売上高は 20 百万円減少する一方、外貨建ての売上原価や販管費の支払いがあるため、営業損益への影響は限定的としている。しかし、将来的に、為替変動による影響に変化が生じた場合には、同社の事業展開や業績に影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 日本瓦斯等の大手顧客に対する依存について

23/3 期において、取引先上位 1 割の課金アカウントによる売上高の割合は 9 割を超えており、大手顧客への依存度が高い。中でも、日本瓦斯への売上高の割合は、22/3 期においては 34.3%に達していたが、IoT デバイス(ス

マートガスメーター)の初期導入の一巡や、日本瓦斯以外の顧客への販売増加により、24/3 期第 3 四半期累計期間には 23.6%に低下している。

現時点で日本瓦斯を含めた大手顧客との関係は良好であるものの、将来、契約の見直しや、相手方の経営方針に変更が生じた場合は、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

#### ◆ 大株主の株式売却リスク

同社の親会社であったKDDIは、公募増資や売出しを実施した上場時点でも、同社株式の 44.4%を保有している。KDDIは、持分法適用会社に該当する水準にて同社株式の保有を継続すると見られるが、将来、同社株式の全部、または、一部を売却する場合、同社の株価に影響を及ぼす可能性がある。

#### ◆ 流通株式比率の低さについて

同社の流通株式比率は、上場時点で 27.2%となり、東京証券取引所グロース市場の上場維持基準である 25%以上を満たしている。しかし、将来、流通株式比率が 25%未満となった場合は、期限内に基準に適合しないと上場廃止基準に該当するため、注意が必要である。

#### ◆ 新株予約権の行使に伴う株式価値の希薄化について

同社は、役員及び従業員に対するインセンティブを目的として、新株予約権を付与している。新株予約権が行使された場合、同社株式が新たに発行され、既存株主が有する株式の価値及び議決権割合が希薄化する可能性がある。新株予約権による潜在株式数は 4,921,029 株であり、上場時の発行済株式総数の 11.4%に達している。

#### ◆ 配当について

同社は、財務体質の強化と事業の継続的な拡大発展のために必要な内部留保の充実を優先し、創業以来、配当を実施していない。将来的には、株主への利益還元を検討する方針であるが、現時点において配当実施の可能性や実施時期等については未定としている。

【 図表 7 】 財務諸表

| 損益計算書      | 2022/3 |       | 2023/3 |       | 2024/3 3Q累計 |       |
|------------|--------|-------|--------|-------|-------------|-------|
|            | (百万円)  | (%)   | (百万円)  | (%)   | (百万円)       | (%)   |
| 売上高        | 5,450  | 100.0 | 6,299  | 100.0 | 5,454       | 100.0 |
| 売上原価       | 2,723  | 50.0  | 3,029  | 48.1  | 2,159       | 39.6  |
| 売上総利益      | 2,727  | 50.0  | 3,270  | 51.9  | 3,295       | 60.4  |
| 販売費及び一般管理費 | 2,226  | 40.8  | 3,168  | 50.3  | 2,650       | 48.6  |
| 営業利益       | 501    | 9.2   | 101    | 1.6   | 644         | 11.8  |
| 営業外収益      | 3      | -     | 19     | -     | 0           | -     |
| 営業外費用      | 38     | -     | 7      | -     | 12          | -     |
| 経常利益       | 465    | 8.5   | 112    | 1.8   | 632         | 11.6  |
| 税引前当期純利益   | 467    | 8.6   | 168    | 2.7   | 632         | 11.6  |
| 当期純利益      | 337    | 6.2   | 70     | 1.1   | 456         | 8.4   |

| 貸借対照表         | 2022/3 |       | 2023/3 |       | 2024/3 3Q |       |
|---------------|--------|-------|--------|-------|-----------|-------|
|               | (百万円)  | (%)   | (百万円)  | (%)   | (百万円)     | (%)   |
| 流動資産          | 5,090  | 90.3  | 5,074  | 89.6  | 5,298     | 88.5  |
| 現金及び預金        | 1,623  | 28.8  | 3,532  | 62.4  | 3,621     | 60.5  |
| 売上債権          | 788    | 14.0  | 889    | 15.7  | 1,027     | 17.2  |
| 棚卸資産          | 357    | 6.3   | 373    | 6.6   | 379       | 6.3   |
| 固定資産          | 544    | 9.7   | 588    | 10.4  | 685       | 11.5  |
| 有形固定資産        | 61     | 1.1   | 94     | 1.7   | 93        | 1.6   |
| 無形固定資産        | 140    | 2.5   | 187    | 3.3   | 259       | 4.3   |
| 投資その他の資産      | 342    | 6.1   | 306    | 5.4   | 331       | 5.5   |
| 総資産           | 5,634  | 100.0 | 5,663  | 100.0 | 5,984     | 100.0 |
| 流動負債          | 1,736  | 30.8  | 1,649  | 29.1  | 1,463     | 24.5  |
| 買入債務          | 156    | 2.8   | 196    | 3.5   | 277       | 4.6   |
| 短期借入金         | -      | -     | -      | -     | -         | -     |
| 1年内返済予定の長期借入金 | -      | -     | -      | -     | -         | -     |
| 契約負債(前受金)     | 1,329  | 23.6  | 1,134  | 20.0  | 875       | 14.6  |
| 固定負債          | 57     | 1.0   | 51     | 0.9   | 59        | 1.0   |
| 長期借入金         | -      | -     | -      | -     | -         | -     |
| 純資産           | 3,841  | 68.2  | 3,962  | 70.0  | 4,461     | 74.6  |
| 自己資本          | 3,743  | 66.4  | 3,823  | 67.5  | 4,317     | 72.2  |

| キャッシュ・フロー計算書   | 2022/3 | 2023/3 |
|----------------|--------|--------|
|                | (百万円)  | (百万円)  |
| 営業キャッシュ・フロー    | 219    | -222   |
| 減価償却費          | 55     | 68     |
| 投資キャッシュ・フロー    | -1,148 | 2,007  |
| 財務キャッシュ・フロー    | -8     | 29     |
| 配当金の支払額        | -      | -      |
| 現金及び現金同等物の増減額  | -938   | 1,909  |
| 現金及び現金同等物の期末残高 | 1,623  | 3,532  |

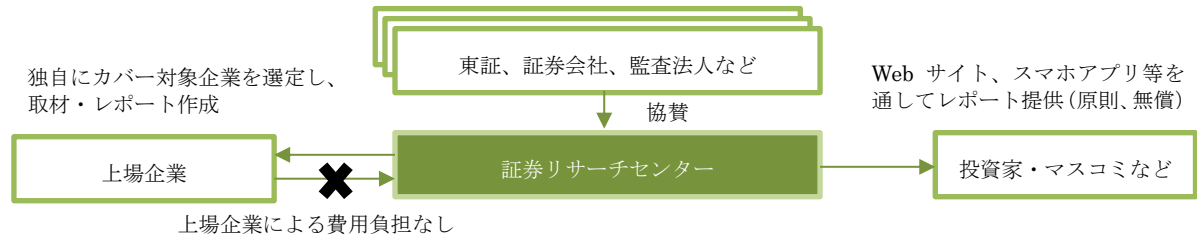
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成



## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

|                    |                  |                   |              |
|--------------------|------------------|-------------------|--------------|
| 株式会社東京証券取引所        | S M B C 日興証券株式会社 | 大和証券株式会社          | 野村證券株式会社     |
| みずほ証券株式会社          | EY 新日本有限責任監査法人   | 有限責任あずさ監査法人       | 株式会社 I C M G |
| 太陽有限責任監査法人         | 有限責任監査法人トーマツ     | 株式会社 S B I 証券     | 三優監査法人       |
| PwC Japan 有限責任監査法人 | いちよし証券株式会社       | J トラストグローバル証券株式会社 |              |
| 監査法人 A&A パートナーズ    | 仰星監査法人           | 監査法人アヴァンティア       | 宝印刷株式会社      |
| 株式会社プロネクサス         | 日本証券業協会          | 公益社団法人日本証券アナリスト協会 |              |

### ■後援

|                      |                 |
|----------------------|-----------------|
| 株式会社名古屋証券取引所         | 証券会員制法人札幌証券取引所  |
| 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 | 一般社団法人日本 IR 協議会 |

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。