

トークン（ポイント・暗号資産）エコミーのイノベーションで高成長を目指す

セレスは、ポイントサイトを中心とするモバイルサービス事業とブロックチェーンを中心とするフィナンシャルサービス事業を手掛ける。「モッピー」などのポイントと暗号資産はいずれもトークンであるとの考えから、両者を主力事業と位置付ける。

我々はセレスの企業 DNA は、「大胆なチャレンジときめ細かい実施」であると捉えている。都木聡社長のチャレンジ精神により、新しいものに挑戦する意欲は旺盛である。一方、ポイントサイトの「モッピー」は、優れた戦術の下で、ポイント設計などのきめ細かい施策が採られ、それが競争力の源泉となっている。他社には簡単にまねできない模倣困難性と言える。

「モッピー」は 2023 年末でアクティブユーザー数が 521 万人と他のサイトを大きく上回る。成功報酬型広告代理店である ASP(アフィリエイト・サービス・プロバイダー)を自社で持ち、消費者、広告主、自社にとって最適なポイントの設計力を持つことが同社の競争力。ポイント・ASP 事業で培ったノウハウを生かした D2C(Direct to Consumer)では、高機能ソールの「ピットソール」がヒット商品となり、急成長。

ブロックチェーンは、国内大手取引所のビットバンクを持分法適用関連会社(23.6%出資)としているほか、暗号資産販売所で 100%子会社のマーキュリーを持つ。マーキュリーは、ステーキングという安定収益源の構築を進める。暗号資産価格の変動によって収益のボラティリティは高いが、NFT など含むイノベーション技術としてブロックチェーンにはポテンシャルがある。

株価は、暗号資産価格の上昇もあり、12 月から大きく上昇してきた。短期的にはビットコインや他の暗号資産の価格動向が同社の株価を左右しよう。中長期では同社の中期経営計画に掲げる売上高 400 億円、経常利益 100 億円に向けて、成長軌道を業績面で示せるかが鍵となる。D2C の高成長やオンラインファクタリングの収益化なども注目される。

株価・出来高



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(3/28)	1,743
年初来高値(3/22)	1,799
年初来安値(1/26)	1,128
52週高値(24/3/22)	1,799
52週安値(23/11/28)	891
発行済株式数(百万株)	11.4
時価総額(十億円)	19.9
EV(十億円)	19.1
自己資本比率(23/12、%)	35.4
ROE(23/12、%)	5.0
PER(24/12 会予、倍)	24.9
PBR(23/12 実績、倍)	2.2
配当利回り(24/12 会予、%)	1.2

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
20/12	20,213	22.4	1,496	70.0	1,816	129.3	744	893.9	67.3	18.0
21/12	23,402	15.8	2,305	54.0	3,499	92.7	2,775	272.7	251.8	40.0
22/12	20,536	NA	1,246	-45.9	679	-80.6	46	-98.3	4.1	20.0
23/12	24,070	17.2	1,118	-10.3	1,217	79.1	451	868.0	39.6	20.0
24/12 会社予想	27,000	12.2	1,600	43.1	1,600	31.4	800	77.3	70.1	20.0

注：22/12期は新収益認識基準の採用により、売上高の前年比はNA

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

目次

1. トークンエコノミーを創造するプラットフォーム	4
2. 都木聡社長の「私の履歴書」と企業 DNA	4
3. ポイント事業	6
1) ポイントサイト「モッピー」	6
2) ASP の「AD.TRACK」および記事広告型メディア	9
3) ポイントサイトの市場動向	10
4) 「モッピー」に見られるセレスの模倣困難性	11
4. 経営戦略論から 5 フォース分析	12
5. D2C 事業	13
6. DX 事業	14
7. ブロックチェーン	16
1) ポイントと暗号資産はいずれもトークン	16
2) ビットバンク	16
3) マーキュリーの「CoinTrade」	19
4) 暗号資産市場の動向	21
8. その他のフィナンシャルサービス	25
1) オンラインファクタリング	25
2) 投資育成事業(CVC)	26
9. 当面の業績動向	27
1) 2023 年 12 月期実績	27
2) 2024 年 12 月期見通し	27
3) 財務体質	29
4) 株主還元	29
10. 中長期展望	30
11. 同業他社比較	32
12. 株価動向とバリュエーション	33
13. リスク要因	36
14. ESG	36
1) ダイバーシティを推進するガバナンス体制	36
2) 中期経営計画における SDGs の取り組み	37
3) セレスのサステナビリティ経営	38
4) セレスの気候変動対策	38
5) セレスの人的資本戦略	39

エグゼクティブサマリー

モバイルサービスとフィナンシャルサービスを手掛ける

セレスは、モバイルサービスとフィナンシャルサービスの2つの事業を手掛ける。モバイルサービスは、国内最大のポイントサイトである「モッピー」を中心とするポイント事業、商品開発から販売まで手掛けるD2C(Direct to Consumer)、SierのDXから成る。フィナンシャルサービスには暗号資産取引所・販売所を運営するブロックチェーン、オンラインファクタリング、投資育成事業(CVC)がある。

企業DNAは「大胆なチャレンジときめ細かい実施」と考える

都木聡社長は、大学生時代から将来の起業を構想するようになり、野村證券(現野村ホールディングス(8604 東証プライム))、サイバーエージェント(4751 東証プライム)を経て起業し、2005年にセレスを設立した。都木社長のセレス設立への思いやその後の同社の事業展開を見ると、同社の企業DNAは「大胆なチャレンジときめ細かい実施」であると捉えられる。成長への強い意欲ときめ細かい戦術の策定と実施が経営に良いバランスを与えていると考えられる。

「モッピー」はポイント設計能力で大きな優位性

「モッピー」は、フィーチャーフォン向けのポイントサイトから始まり、スマホへの移行に際して、PC向けのポイントサイトとの競争に打ち勝って、今日の最大手の地位を獲得。モバイル向けの小さい画面での情報提供やデザイン力で優れていたことが大きかった。その後、成功報酬型広告代理店であるASP(アフィリエイト・サービス・プロバイダー)事業を自ら行い、広告主から直接発注を受ける取引を増やした。その結果、消費者であるユーザーに高めのポイントを付与することが可能となり、会員数が増加し、広告主からより多く使われるサイトとして成長してきた。同社のポイント設計は、消費者、広告主、自社の3者にとってメリットのある綿密なものとなっており、この点が他社に対する模倣困難性と言えよう。

商品開発から販売まで手掛けるD2Cが急成長

モバイルでは、D2Cが現在急成長している。ポイントサイトやASPを手掛ける中で、商品コンセプトや売り方などのノウハウを蓄積し、自ら商品開発から製造(外注)、販売を手掛けるようになった。足元では高機能インソールの「ピットソール」が大ヒットしており、収益が急拡大している。

ブロックチェーンはビットバンクとマーキュリーが特徴ある戦略を持つ

ブロックチェーンは、国内3大暗号資産取引所の一つであるビットバンクに現在23.6%出資し、持分法適用関連会社としている。また、100%子会社として暗号資産販売所「CoinTrade」を運営するマーキュリーを持つ。ビットバンクは主力のビットコイン以外に多くの銘柄を取引できる点に特徴がある。また、三井住友トラスト・ホールディングスと日本デジタルアセットトラスト設立準備会社を設立しており、機関投資家のためのプラットフォームを作る計画である。マーキュリーは、後発であるが、ステーキングという債券利回りのような安定収益源を拡大する方針に舵を切っており、特色を出している。ただし、これらは、暗号資産の相場動向に左右され、収益のボラティリティは大きい。

24/12期はモバイルサービスが回復へ。暗号資産の価格上昇は上振れ余地になり得よう

23/12期決算は、売上高が前期比17.2%増加したものの、営業利益は同10.3%減となった。D2Cが大幅に伸びたものの、ASPなどが低迷したことが大きい。しかし、持分法投資損益が、ビットバンクの収益改善により黒字転換したため、経常利益は増益であった。24/12期は、D2Cのさらなる拡大や「モッピー」の着実な伸びなどにより、会社予想では増収増益の予想。暗号資産の価格動向が読めないため、ビットバンクの持分法投資損益はゼロと仮置きされている。実際には足元では暗号資産価格はビットコインを中心に上昇しており、その恩恵を受ける可能性が十分にある。

中期経営計画2026

中期経営計画2026では、26/12期の売上高400億円、経常利益100億円(モバイルとフィナンシャルでそれぞれ50億円)を目指すとしている。モバイルサービスは事業ごとの変動はあるが、利益面では概ねその線にある。一方、フィナンシャルは、着実に必要な投資を行っているが、暗号資産相場次第とは言え、ハードルは高い。

株価は足元で大幅に上昇しており、短期的には暗号資産価格の影響を受けよう。中長期では会社の成長戦略の実現が鍵に

株価は昨年12月から大きく上昇してきた。暗号資産価格の上昇が大きいとみられる。当面の株価は、ビットコインやその他の銘柄の価格動向に左右されよう。中長期では、ポイントサイトの堅調な拡大に加え、D2Cなどの成長が期待される。ブロックチェーンは暗号資産およびNFTなども含むイノベーションが期待される。これらの成長要因が業績により明確に反映されてくれば、同社の株価は暗号資産価格の影響を受けながらも上昇基調となる期待が高まる。

1. トークンエコミーを創造するプラットフォーム

モバイルサービスはポイント、D2C、DXの3事業

セレス(以下、同社)は、モバイルサービスとフィナンシャルサービスの2つの部門を持つ。モバイルサービスは、ポイント、D2C、DXの3つの事業から成る。ポイントは、国内最大級のポイントサイト「モッピー」の運営、広告主とアフィリエイトメディアをつなぐアフィリエイト・サービス・プロバイダー(以下ASP)である「AD.TRACK」を運営している。D2C(Direct to Consumer)は、健康食品や化粧品などを中心に商品開発から販売までを一貫して手掛けている。DXは、子会社のゆめみ(49.8%出資)がスマホのアプリやWebサイトを中心にソフトウェア開発を行っている。

フィナンシャルサービスは、ブロックチェーン、オンラインファクタリング、CVCの3事業

フィナンシャルサービスは、ブロックチェーン、オンラインファクタリング、投資育成事業(以下、CVC(Corporate Venture Capital))から成る。「ブロックチェーン」は、暗号資産販売所である「CoinTrade」を100%子会社のマーキュリーが運営しているほか、暗号資産取引所の国内大手であるビットバンクが23.6%出資の持分法適用関連会社である。オンラインファクタリングは、フリーランス・個人事業主向けの資金調達を支援する。CVCは、同社の主力事業とのシナジーが見込める分野を主な対象としており、イグジットによる投資リターンを目的としながら、既存事業の価値向上や新規事業の探索も視野に入れている。

図表 1. セレスのセグメント別収益動向(2023年12月期)

(百万円)

セグメント	売上高	構成比	営業利益	構成比	持分法利益
モバイルサービス事業	23,458	97%	3,187	139%	-
ポイント	13,817	57%	2,480	108%	-
D2C	5,053	21%	730	32%	-
DX	4,776	20%	106	5%	-
フィナンシャルサービス事業	611	3%	-897	-39%	78
合計(調整前)	24,070	100%	2,290	100%	
調整額	-		-1,172	-	-
合計	24,070	100%	1,118	-	78

注：営業利益構成比は調整前合計に対する数値

出所：会社資料

2. 都木聡社長の「私の履歴書」と企業DNA

大学時代に起業を構想

創業者の都木聡社長は、1971年生まれの52歳。上智大学経済学部の学生だった時代にニューヨークに訪れたことがその後の人生に大きな影響を与えたそうである。美術館やコンサートホールに多くの実業家が個人として資金面で支援したり、作品を寄贈したりしており、その名前を冠した施設が多くあるなど、個人が多大な社会貢献をしていると同時に後世に名を残していることに感銘を受けたとのことである。一般的なサラリーマン家庭に育った都木氏は、自分がそのような社会貢献をするためには、起業して成功するのが唯一の途であると考え、30歳で起業し、40歳で上場するというプランを自身の中で構想した。

野村証券、サイバーエージェントで経験を積む

ただ、その時点ではインターネットもまだ生まれておらず、どの分野で起業するかなどの具体的な絵は描けていなかった。起業に向けた経験を積む上で、ジェネラリストとして経済全体に携われる仕事が良いと考え、野村証券(現野村ホールディングス(8604 東証プライム))に入社した。野村では支店営業などを行い、顧客として、勃興期であったインターネット企業とも接する機会があった。当時から今後伸びそうな分野として注目はしていたそうである。

2000年には、設立後間もなかった上場前のサイバーエージェント(4751 東証プライム)に移った。野村証券のような大企業ではなく、ベンチャーでいろいろな経験をしたいというのが動機だったと言う。サイバーエージェントでは、社長室長や経営企画室長として上場を経験したり、予算策定、新規事業の立ち上げ、IR、広報など様々な仕事を担った。これらの経験がその後の起業、経営に大いに役立っているとみられる。

2005年にセレスを設立

30歳で起業することを目指しその目標に向かいサイバーエージェントを退職し、携帯電話のコンテンツプロバイダーの会社の経営を経て、2005年にセレスを設立した。

都木社長は上記のように、一般的なサラリーマンの家庭に生まれ育ったとのことであり、大学時代のニューヨーク訪問以前に、特に起業家になることとは縁はなかったそうである。ただ、母方の祖母がブライダル関係のレンタル衣装の会社を設立して経営していたとのことである。当時としては女性が起業し、会社経営を行うというのは非常に珍しかったと思われるので、血筋としてはそうしたものを受け継いでいるかもしれないと都木社長は述べた。

2014年、東証マザーズへ上場

フィーチャーフォン向けのポイントサイトとして始めた「モッピー」は、スマートフォンに移行する中で勝ち残り、現在ではポイントサイトで最大規模を誇っている。2014年10月に東京証券取引所マザーズ市場に上場。都木社長が42歳の時であり、学生時代に構想した人生設計にほぼ沿った経緯となっている。2016年2月には東証第一部へ変更となった。その後、2022年4月には東証の市場区分の変更により東証プライム市場へ移行した。

都木社長は、「モッピー」のポイントも、「ビットコイン」もいずれも仮想通貨（トークン）であるという考えから、ポイントサイトとブロックチェーン技術には親和性があると早い段階から見ていた。このため、2015年にビットバンクに出資し、2017年には持分法適用関連会社とした。同年、100%子会社として暗号資産販売所を運営するマーキュリーを設立し、暗号資産関連の事業への礎を築いた。2018年12月期から連結決算を採用し、モバイルサービス事業とフィナンシャルサービス事業から成る体制となった。

経営理念は「インターネットマーケティングを通じて豊かな世界を実現する」

社名の「セレス」は、ローマ神話の「五穀豊穡の女神」を意味しており、インターネットを通じてリアルな社会を豊かにしたいという都木社長の想いが込められている。また、経営理念である「インターネットマーケティングを通じて豊かな世界を実現する」では、事業範囲を型にはめずに広く定義しつつ、インターネットという定義を設けて事業が分散し過ぎないようにしたとのことである。

企業DNAは「大胆なチャレンジときめ細かい実施」と考えられる

我々は、セレスの企業DNAは、「大胆なチャレンジときめ細かい実施」であると考えている。都木社長の起業の動機でもあるが、社会に貢献することでインパクトを与え、後世に名を残せるような会社になりたい、という意欲が会社の成長戦略にも表れている。ポイントサイト「モッピー」は、PC向けのサイトが中心だった時期に、後発でフィーチャーフォン向けのWebサイトを立ち上げ、スマホへの切り替え時に勝者となり、ポイントサイトで現在の確固たる地位を確立している。また、将来性が不確かであった暗号資産の事業には2015年という早い段階で乗り出している。

一方で、闇雲に成長分野へ進出しているわけではなく、きめ細かい戦術に裏付けられた差別化に向けての施策が採られている。「モッピー」では、よく練られたポイント設計が行われ、適正な利益を確保するためのノウハウを構築してきた。暗号資産では、市場価格の大きな変動の影響は受けながらも、後述のように、ステーキングによる安定的な収益獲得を狙って着実に事業を展開している。都木社長によれば、「モッピー」を中心とするモバイルサービス事業が堅調に収益を伸ばす一方、暗号資産を中心とするフィナンシャルサービス事業は大幅な赤字となっているが、成長を目指すベンチャーとして、社長の想いは社内で共有されているとのことである。

都木社長が実質で 16.3%を保有

株主構成 (2023 年 12 月末) は、都木社長と共同保有者の有限会社ジュノー・アンド・カンパニーが合計で 16.3%を保有している。その他では、サイバーエージェントが 4.4%を保有。

図表 2. 大株主の状況 (2023 年 12 月末)

主要株主	保有比率(%)
(有) ジュノー・アンド・カンパニー	10.33
都木 聡	5.98
(株) サイバーエージェント	4.38
赤浦 徹	2.89
野崎 哲也	1.91
谷地 舘 望	1.86
高橋 秀明	1.75
小林 保裕	1.74

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

同社が 2024 年 2 月 29 日に公表した「プライム上場維持基準の適合に向けた計画に基づく進捗状況」では、2023 年 12 月の流通株式比率は 66.4%としている。図表 2 の大株主による保有分の合計が 30.8%であるため、他はかなりの部分が流通株式となる。なお、外国法人等の保有は 2023 年 12 月末で 4.5%となっている。

3. ポイント事業

1) ポイントサイト「モッピー」

ポイントサイトは成果報酬型のアフィリエイト広告

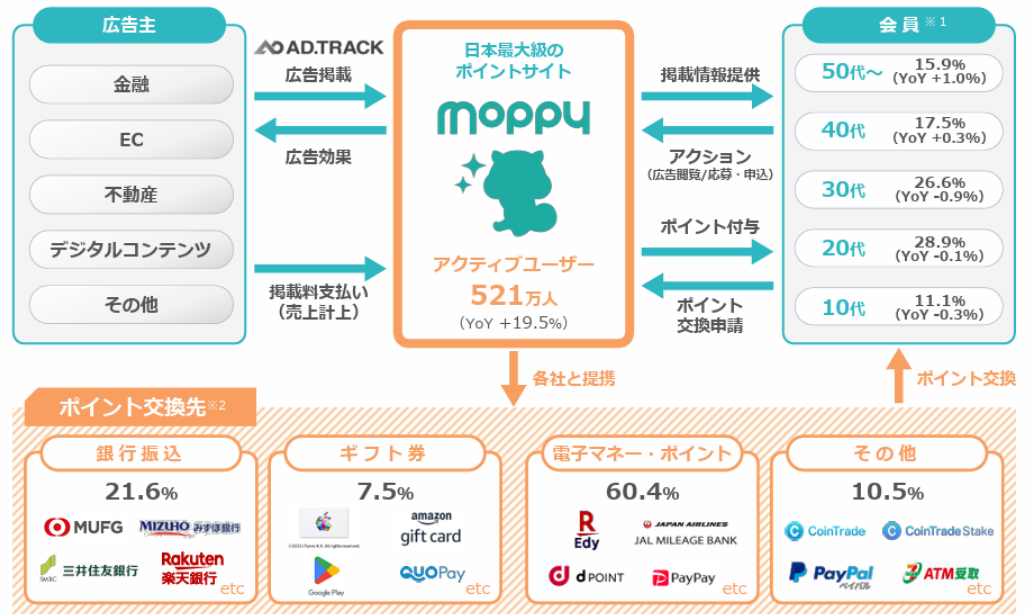
ポイントサイトは、スマホのアプリや PC の Web サイトを通じて商品やサービスを購入したり、広告にアクセスするなどのアクションを起こすことにより、ポイントが付与されるメディアである。図表 3 に示されているように、ポイントサイトは広告主とメディアやアフィリエイトを仲介する ASP という業者を経由して広告を掲載する。また、ポイントサイトを利用する消費者は Web サイトやモバイルアプリから会員登録し、商品やサービスの購入や広告のクリックなどのアクションを起こすとポイントを獲得できる。アフィリエイト広告は成果報酬型であり、こうしたアクションがとられて初めて広告主は広告料を支払う形となる。ポイントサイトはこの広告料を受け取り、その中から会員である消費者にポイントを付与することになる。また、ASP も一定の手数料を受け取る。同社では、自社で運営する「AD.TRACK」が ASP 事業を展開している。

「モッピーPay」を開始

ユーザーはポイントを貯めると、現金やギフト券、電子マネーや他のポイント、暗号資産などに交換することができる。ただし、ユーザーにとってはこれらへの交換に一手間かかることになる。そこで、「モッピー」では、昨年 11 月、SBI 新生銀行グループのプラスと提携して「モッピーPay」を開始した。これにより、Visa のタッチ決済対応加盟店や QUICPay 加盟店での決済に使えるようになり、利便性が上がっている。

図表 3. 「モッピー」のビジネスモデル

モッピーのビジネスモデル



※1 2023年12月末日時点の割合
 ※2 2023年10~12月に発生したポイント交換割合

出所：会社資料

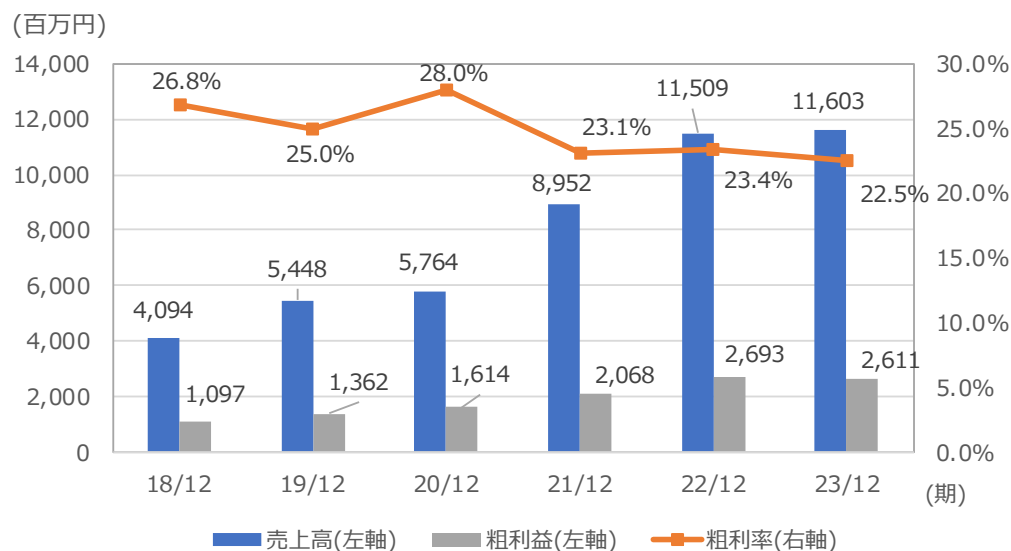
フィーチャーフォン向けから始まった

「モッピー」は、2005年にフィーチャーフォン版 Web サービスとして開始された。その後、2011年にスマホ版 Web サービスが始まり、順調な拡大を遂げてきた。アクティブ会員数は毎年着実に増加し、2023年12月期末には521万人に上っている。「モッピー」の売上高は、2023年12月期までの5年間で年率23.2%、アクティブ会員数は同22.0%で伸びてきた。「モッピー」で扱う商品やサービスは、金融機関（カード申し込みや口座開設など）、EC、不動産、デジタルコンテンツなどが多いとみられるが、金融機関が半分程度を占めている模様。最近ではECやふるさと納税なども増えている模様で、会員が幅広い層に広がっているとみられる。

会員数や売上高はポイントサイトで最大

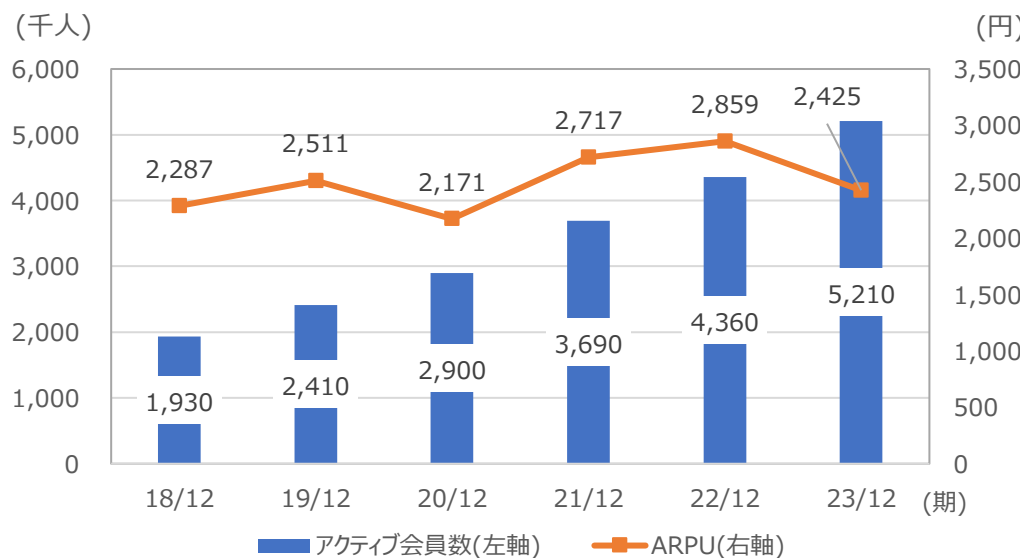
ポイントサイトでは、GMOメディア（6180 東証グロース）の「ポイントタウン」、CARTA HOLDINGS（3688 東証プライム）の「ECナビ」、オズビジョンの「ハピタス」、ファイブゲートの「ポイントインカム」、ちよびリッチの「ちよびリッチ」などがある。「モッピー」はアクティブ会員数、売上高ともに国内最大とみられる。「モッピー」の売上高は116億円（2023年12月期）であり、GMOメディアの「ポイントタウン」を含むメディア事業の売上高54億円（同）、CARTA HOLDINGSの「ECナビ」を含むインターネット関連サービスの売上高71億円（同）を大幅に上回っている。

図表 4. 「モッピー」の売上高と粗利率



注：粗利益は会社開示の売上高と粗利率から計算
 出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 5. 「モッピー」のアクティブ会員数



注：ARPU は、Average Revenue per User
 出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

フィーチャーフォンで小さい画面を扱い慣れてきた「モッピー」が、PC 勢に対して優位に

「モッピー」の優位性は、フィーチャーフォンからスマートフォンに切り替わっていく中で確立された。「モッピー」が 2005 年に後発としてフィーチャーフォン版でローンチされた頃、ポイントサイトは PC 版が主流であり、フィーチャーフォン版は、同社が後に買収する「お財布・com」くらいであった。「ポイントタウン」、「EC ナビ」などは先発で PC 版の Web サービスを行っていた。その後、フィーチャーフォンからスマホに切り替わり始め、フィーチャーフォン版の「モッピー」と、PC 版のポイントサイトがスマホ版に一斉に乗り出すことになった。この時、フィーチャーフォンの小さい画面に Web デザインを作っていた「モッピー」は難なくスマホに移行することができた。しかし、画面の大きい PC 版のサイトはこの移行に苦労するところが多かったとみられる。それでも当初は、スマホのアプリよりも PC 版サイトの方が市場としては圧倒的に大きかったが、一般消費者向けの用途で PC からスマホやタブレットへの移行が進展し、結果的にスマホで優位になった「モッピー」が業界最大手となり、現在に至っている。

その後も「モッピー」が優位性を保っている要因として以下の点が挙げられよう。

自社で ASP を持つ

第 1 に、ASP の「AD.TRACK」を自社内に持つことにより、これを通じて掲載される広告については ASP が取る手数料の分が外部に流出しないため、セレスとしてはユーザーに対してポイントを高く設定する余地が生まれる。ユーザーとしては同じ商品を購入する場合に、当然ポイントの高いサイトを選択して購入する傾向となるため、それだけ「モッピー」でのアクティビティが増える。それにより広告主も売上が上がるサイトとして「モッピー」をより多く使うことになる。

ポイント設計のノウハウ

第 2 に、セレスがポイント設計の高いノウハウを持っていることが挙げられる。広告主にとっては、継続的に商品やサービスを購入してくれる LTV(Life Time Value)の高い消費者がより多く利用するサイトの価値が高い。例えば、クレジットカードに加入するユーザーに対して、初期のポイントだけを高く設計すれば加入者が増える効果があるが、その後、そのカードの利用が増えない可能性が高くなる。一方、加入後にカードを利用する際にポイントを付与するような設計にすれば、LTV を上げることが可能になる。また、他のポイントサイトとポイント付与競争があるため、商品やサービスごとにきめ細かくポイントを設計し、ユーザーにとってメリットがあり、かつ自社の収益を確保できるような設計のノウハウに長けているとみられる。

セレスの信用力

第 3 に、セレスの信用力である。GMO メディアや CARTA HOLDINGS などの大手は別として、ポイントサイトの中には、信用力に欠けるサイト及び運営会社も少なくないとみられる。ユーザーの購買を呼ぶためにポイントを高く設定しすぎて立ち行かなくなったりするサイトもこれまでにあった。ポイントは、貨幣的価値があるため、信用力のない運営会社のサイトは淘汰されていく傾向にある。

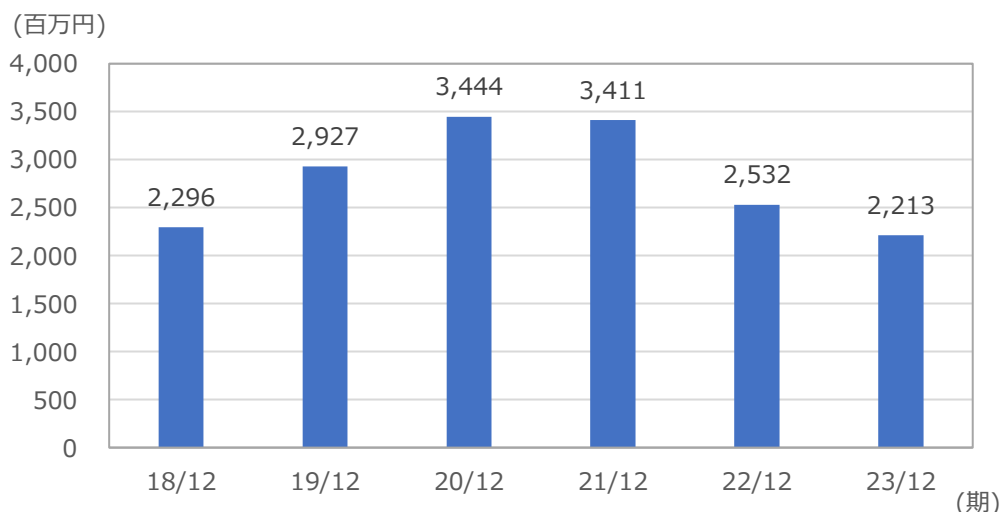
2) ASP の「AD.TRACK」および記事広告型メディア

ASP の「AD.TRACK」を自社で持つ

「AD.TRACK」は、広告主と「モッピー」などのメディアやアフィリエイトをつなぐ ASP の社内サービスであり、成功報酬型広告代理店の役割を担う。アフィリエイトとは、個人が ASP に登録して自身のサイトやブログなどで、広告主の商品やサービスの紹介を書く個人や法人のことである。それを読んだ消費者が購入に至った場合、アフィリエイトが報酬を得られる。「AD.TRACK」は、「モッピー」以外のメディアにも広告主の広告を掲載している。「AD.TRACK」は国内最大のポイントサイト「モッピー」を持つセレスの事業であることから、広告主から見ると付き合いのある ASP と言える。

ASP の大手は、ファンコミュニケーションズ (2461 東証プライム) が手掛ける「A8.ネット」や、LINE ヤフー(4689 東証プライム)傘下のパリュエコマース (2491 東証プライム)、楽天リンクシェアなどが大手であり、「AD.TRACK」はこれらには規模で及ばない。しかし、「モッピー」の競争力を保つ意味でも、グループの収益を拡大する上でも重要な役割を担っている。

図表 6. ポイント事業の「モッピー」以外の売上高



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

薬機法や景表法による広告規制、サードパーティクッキーの規制などの逆風

このところ、ASP、記事広告型メディアには逆風が吹いている。2021年8月に医薬品や化粧品などを対象とする薬機法において、課徴金制度が導入されたが、これは虚偽や誇大な広告などで利益を得た場合、課徴金の支払いを命ずるというものである。また、景表法は2016年に課徴金制度が導入されていた。これにより、広告主は広告内容に慎重になったとみられる。

また、サードパーティクッキー規制の問題も加わっている。サードパーティクッキーとは、アクセスしたウェブサイトとは異なるドメインが発行したクッキーのことで、これがある故に、リマーケティング（過去に訪れたことのあるサイトの広告を、ユーザーが別のサイトを閲覧している時に表示すること）が可能になる。しかし、2020年にAppleがブラウザの「Safari」でサードパーティクッキーをブロックし、Google Chromeでも2024年に廃止する動きがある。このため、アフィリエイト広告などの事業環境は厳しくなった。図表6は、セレスのポイント事業のうち「モッピー」を除く売上高の推移であるが、22/12期および23/12期に減少したのは、大きなウエイトを占める「AD.TRACK」と記事広告型メディアの売上が上記の理由が一因となって減少したことによるとみられる。

薬機法や景表法の広告に対する規制強化の影響は一巡しつつあるとみられるが、サードパーティクッキーの廃止の影響など、当面はASPおよび記事広告型メディアの事業にはやや不透明感が続くと思われる。

3) ポイントサイトの市場動向

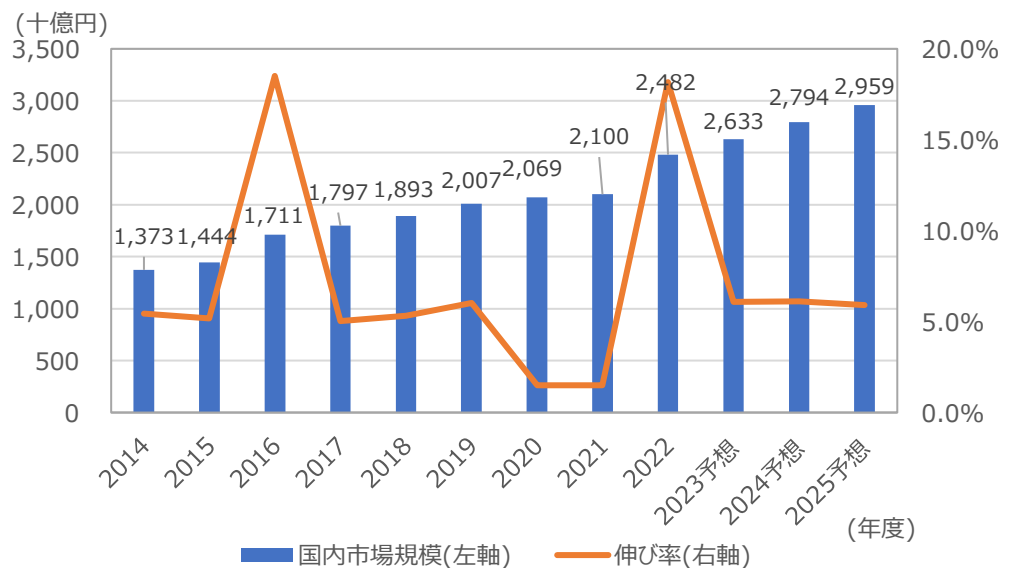
ポイントサービス市場は順調に伸びている。ポイントサイトの成長余地は以前大きい

日本インターネットポイント協議会(JIPC)によれば、参加する企業へのアンケートで回答のあった10社の合計の発行ポイントは、2021年度が175億円、2022年度が186億円とのことである。最大手のセレスが入っていないため、2022年度の「モッピー」の売上116億円を加えると、300億円弱となる。参加企業でもJIPCのアンケートに参加していないサイトもあるため、ポイントサイトの市場規模はこれよりも大きいであろう。図表7は、矢野経済研究所がリリースで発表しているポイントサービス全体の市場規模の推移である。これには、企業ごとに発行しているポイントやマイルージ、クレジットカードや電子マネーに付与されるポイント、ポイントサイトなど全般が含まれる。やはり毎年着実に伸びているが、市場規模は2022年度で約2.5兆円であり、上記のポイントサイトの市場規模はこのうちの2%以下にとどまると推定される。

EC の市場拡大によってポイントサイトの商機も拡大してきたが、企業のポイントも従来のカードからスマホアプリへのシフトが進んでおり、こうした DX 化の動きは従来からスマホを中心に展開してきたポイントサイトにとってプラスの効果をもたらすと予想される。セレスでは、ポイントサイトの成長余地はまだ大きいとみている。

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングが 2021 年 3 月にまとめたレポートでは、ポイントサイトの利用者がどのポイントサイトを選ぶか決める理由を聞いたアンケートについて述べられており、ポイントの交換・換金がしやすいこと、ポイントの還元率が高いこと、口コミや評判が良いこと、インターネット検索の上位にきていること、などが理由として多く挙げられている。「モッピー」は、いずれの点でもユーザーの使い勝手や満足度が高いとみられる。

図表 7. ポイントサービス国内市場規模



注：国内市場規模はポイント発行額

出所： 矢野経済研究所プレスリリースより戦略・アドバイザーズ作成

4) 「モッピー」に見られるセレスの模倣困難性

「モッピー」のポイント設計ノウハウは追従を許さない

同社は、モバイルではポイントサイトやアフィリエイト広告、D2C など、一般的に競争が激しい分野を主戦場としているが、他社に対する差別化を実現している。「モッピー」では、自ら「AD.TRACK」を立ち上げ、広告主から直接請け負ってメディア広告を行う比率を高めてきた。これは当然、広告主と「モッピー」をつないでくれる代理店である ASP(アフィリエイト・サービス・プロバイダー)の不興を買い、ビジネスがやりづらくなる面もあるが、最大のアクティブユーザーを持つ強みを武器にそうした体制を構築してきた。

このことが価格競争力を生み、上記のように、ユーザーである消費者にとって魅力あるポイント付けが可能となった。また、ポイントサイトでの「モッピー」の揺るがぬ地位は、そのポイント設計のノウハウによって構築された。ユーザーにとって魅力あるポイント、広告主にとって LTV の大きいユーザーが購入してくれること、そして会社にとって適正な利益を上げること、というそれぞれに相矛盾するニーズを満たすポイント設計はノウハウの塊と言える。実際、登録者を集めるためにユーザーにポイントのインセンティブを高く設定して薄利に甘んじているポイントサイトが多い中、同社は安定的で相対的に高い利益を生み出している。

自社 ASP を活用する戦略は、上記の同社 DNA と考えられる「大胆なチャレンジ」によって成功したものであり、ポイント設計ノウハウの構築は「きめ細かい実施」であると考えられる。暗号資産でも、後述するように、マーキュリーはステーキングというサービスで預かり資産を増やすという独自のストック型ビジネスに大胆に踏み出しており、銘柄ごとにウォレットを一つずつ構築していくという地道な投資を続けている。その成果が現れるのはこれからであるが、同社の戦略的思考を示す一例として注目できる。

4. 経営戦略論から 5 フォース分析

マイケル・ポーターの 5 フォース分析 でポイントサイトを分析

経営戦略論の視点からは、マイケル・ポーターの 5 フォース分析に基づいて、同社主力のポイントサイトについて事業環境を考えたい。ポイントサイトは競争の激しい事業であり、ポジショニング理論を検討することが参考になると思われる。ポーターによれば、5 つの競争要因として、①新規参入者の脅威、②供給者の交渉力、③買い手の交渉力、④代替品（代替サービス）の脅威、⑤既存企業同士の競争、が挙げられる。

① 新規参入者の脅威

インターネット広告の業界は非常に多くの企業が携わっており、ポイントサイトを運営する企業も極めて多い。今後もインターネット広告を多面的に行いたい企業は、その一環としてポイントサイトに参入してくる可能性が十分に考えられる。また、規模の経済や資金力が特に必要なわけではない。ただし、ブランドの構築、信頼性の醸成、知名度の浸透は、新規参入者にとって容易ではないと考えられる。「モッピー」の知名度と貯めたポイントの換金性、それが確実に行われるといった信頼性などは大きな優位性と言える。

② 供給者の交渉力

ポイントサイトは、一般消費者であるユーザーが供給者と考えられる（ポイントを付与することで購入やサイト訪問などのアクションを供給する）。消費者は多くのポイントサイトから自由に選んで商品やサービスを購入することができるため、供給者の交渉力は強い。一方で、ポイントインセンティブ、安心感、信頼性など、消費者に魅力を提供することで自社サイトに引き付けることは可能であろう。

③ 買い手の交渉力

「モッピー」が最大のアクティブユーザー数を持つことは、広告主やエージェントである ASP にとっても付き合いを不得ないメディアということにつながる。それが故に自社で「AD.TRACK」を運営するという ASP と競争するような事業戦略が可能となっている。

④ 代替品の脅威

潜在的な脅威として、消費財メーカーや化粧品メーカー、小売企業などが自社の Web サイトやアプリで消費者に直接販売し、そのメーカーの商品に交換できるポイントを付与するといった動きが挙げられる。しかし、特定の企業のサイトへ訪問する回数は、豊富な商品やサービスをそろえるポイントサイトに比べて限界がある。結局、ポイントサイトにも広告を掲載する機会が多いとみられる。消費者から見れば、メーカーや小売と、ポイントサイトの両方からポイントを取得できるというメリットがある。

⑤ 既存企業同士の競争

ポイントサイトの間で、ポイント付与競争は常にあり、高く設定しすぎると収益を圧迫する。その中で、消費者にとって魅力あるポイントを付与することで会員数が増え、それが広告主や ASP からの

発注につながり、自社の利益も上がる、という好循環をいかに作り出せるかが鍵となる。「モッピー」はそれが上手くいっているサイトの一つであることは確かであろう。

競争は激しいが、「モッピー」の優位性は変わらないだろう

以上の視点からは、ポイントサイト事業は、参入障壁が低く競争も激しい分野ながら、市場は比較的安定した成長を遂げていること、同社の「モッピー」が優位性を保ち続けている背景が見えてくると言えよう。

5. D2C 事業

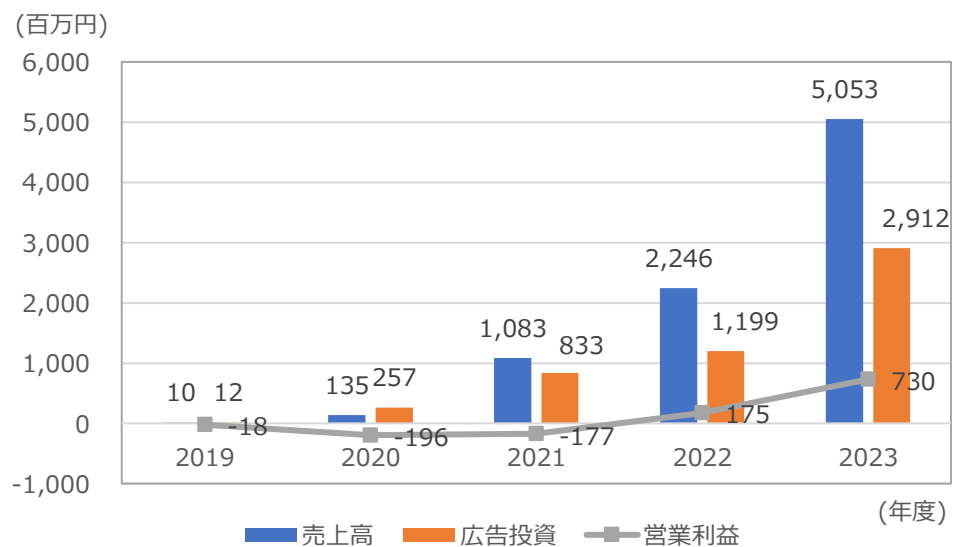
「モッピー」や「AD.TRACK」を通じてノウハウを蓄積

D2C は、自社で製品の企画や開発を行い、OEM で製造を行い、消費者に商品を販売するものである。製造以外も、物流、倉庫、決済などは外注で行っており、マーケティングに専念できる点に特徴がある。現在、健康食品、化粧品を中心に展開しているが、足元では高機能インソールの「ピットソール」が急激に伸びており、D2C の収益の急拡大をけん引している。セレスは、「モッピー」での500万人超の購買データ、「AD.TRACK」や記事広告型メディアを通じて蓄積されたマーケティングノウハウを、商品開発やマーケティング戦略に発揮しており、2022年12月期から利益を上げている。

「ピットソール」の大ヒットで急成長

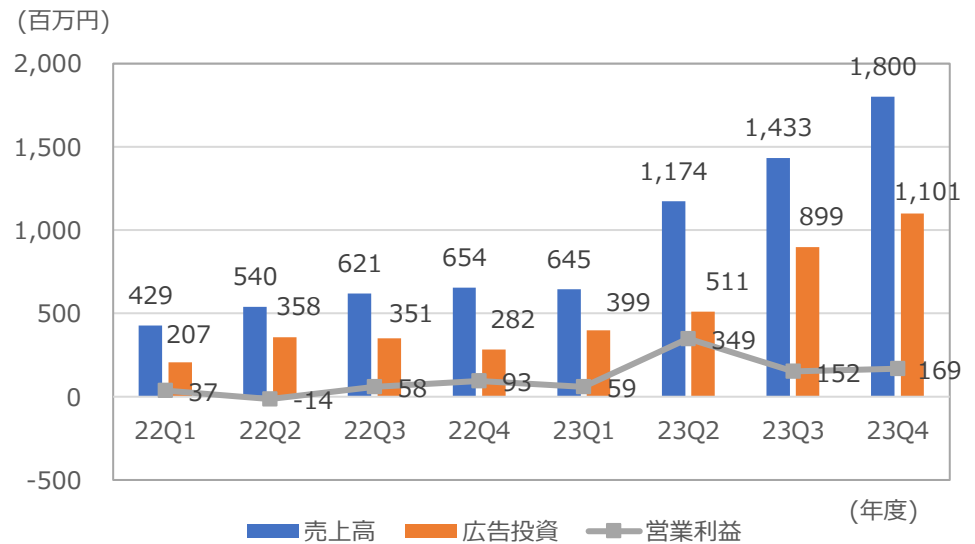
「ピットソール」は、2022年4月に発売され、大きなヒット商品となっている。これは、歩行を快適にし、歩行動作の改善や運動量の増加につながるというもので、体型に関する悩みの改善に焦点を当てている。立方骨と踵骨を支える特許技術を採用している。「ピットソール」は単品販売モデルで、売れる都度、売上が立つことになる。発売から1年半後の2023年10月に50万足、この2月に100万足を突破した。その他では、「オイグルト」、「オフリカケ」などがあり、これらはサブスクリプション型の定期販売商品である。最初に広告宣伝費が大きく出るが、ある回数を経ると利益が急速に上がってくるモデルとなっている。これらの定期販売商品も好調とみられる。この結果、23/12期のD2C事業の売上高は50.5億円、営業利益は7.3億円となった。売上高は四半期ごとに右肩上がりが増加しており、24/12期もさらなる拡大が見込まれる。

図表 8. D2C の収益動向(年度ベース)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 9. D2Cの収益動向(四半期ベース)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

6. DX 事業

子会社のゆめみが運営

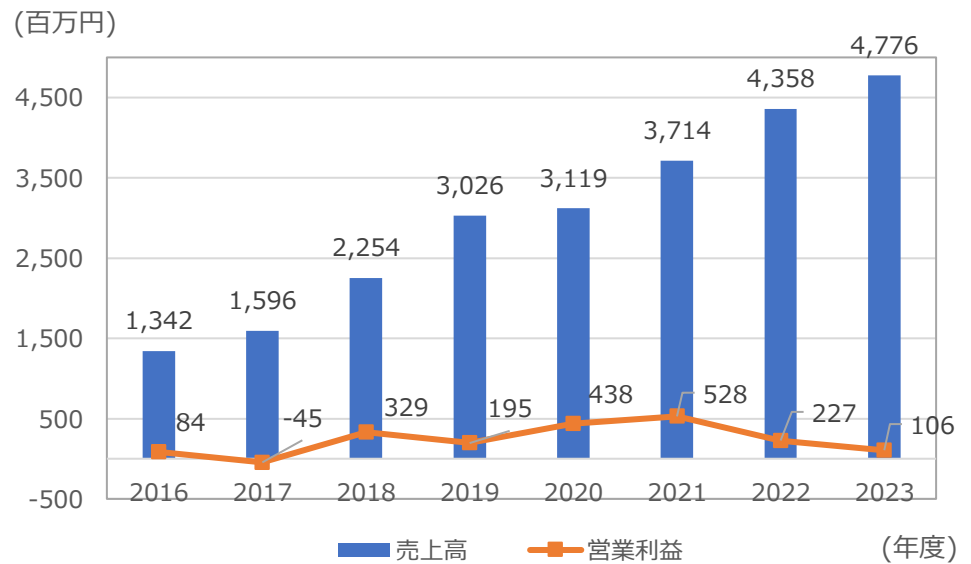
DX 事業は、2016 年に株式会社ゆめみに資本参加し、持分法適用関連会社としたところから始まった。2018 年には子会社化（現在 49.8% 出資）。DX 事業の顧客の業種別では、メーカーが 32.9%、小売・飲食が 23.3%、情報・通信が 17.3%、金融が 5.1%、サービスが 13.6%、その他が 7.8%となっている。セレスの決算説明資料では、具体的な顧客事例として、CO-OP、高島屋(8233 東証プライム)、AU (KDDI (9433 東証プライム) の子会社)、カネボウ化粧品(花王 (4543 東証プライム) の子会社)、マイナビなどが挙げられている。

同事業の特徴は、基本的に中間ベンダーを介さずに顧客から直接受注を受けるプライム案件であること、自社エンジニアによる開発であること、である。中間ベンダーや外注業者が介在しないため、コスト競争力が高く、顧客満足度も高いとみられる。こうしたことは、これまでの実績と営業力、社内のリソースの確保などが前提となるが、「ゆめみ」は好循環を生み出してきた。また、売上が変動する請負の売上比率は 16.5% (23/12 期) に過ぎず、83.5%は、準委任・運用・保守などのリカーリングビジネスで、継続的な収益の確保が可能になっている。

売上は順調に拡大もエンジニア採用増で利益は足踏み

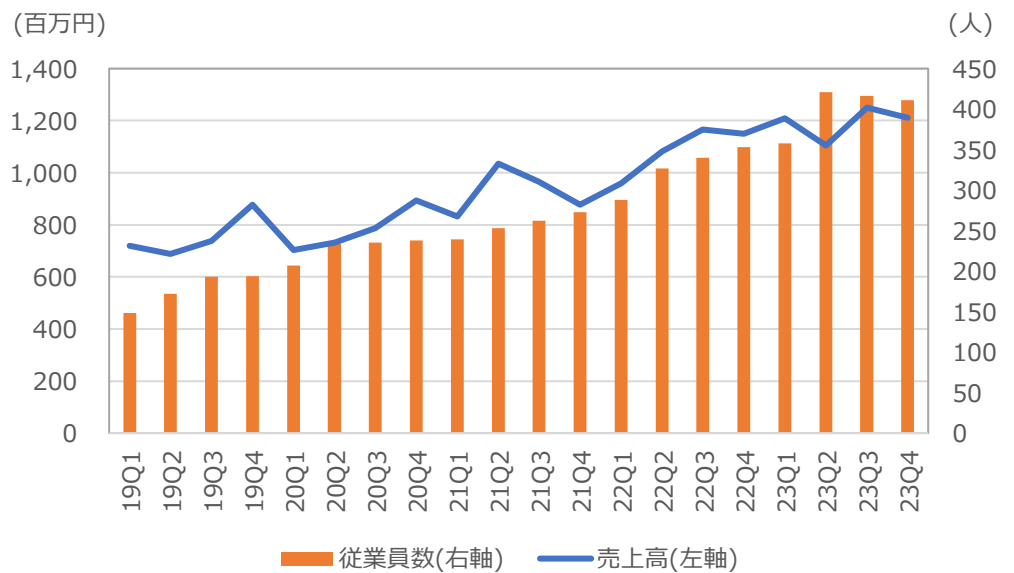
図表 10 にみられるように、売上高は毎年継続的に拡大している。16/12 期から 23/12 期までの年率平均売上高成長率は 19.9%に達する。一方、DX 事業は、エンジニアの確保が経営上の重要課題であり、昨今の日本ではエンジニア不足が深刻化しているため、新卒採用を増やしている。2023 年は 67 名を採用した結果、教育などの費用も増加し、利益を圧迫した。特に新卒社員が入った Q2 では、エンジニア全体の稼働率が 68.0%と Q1 の 73.5%から低下した。新卒社員の稼働率が当初は低いことに加え、教育のために既存社員の時間が取られることも要因となる。2024 年の新卒採用は 30 名に絞られる一方、2023 年の新卒社員が戦力化してくるため、エンジニアの稼働率上昇につながろう。このため、営業利益は 23/12 期をボトムに緩やかに回復基調に向かうと予想される。

図表 10. DX の収益動向



出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 11. DX 事業の売上高と従業員数



出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

7. ブロックチェーン

1) ポイントと暗号資産はいずれもトークン

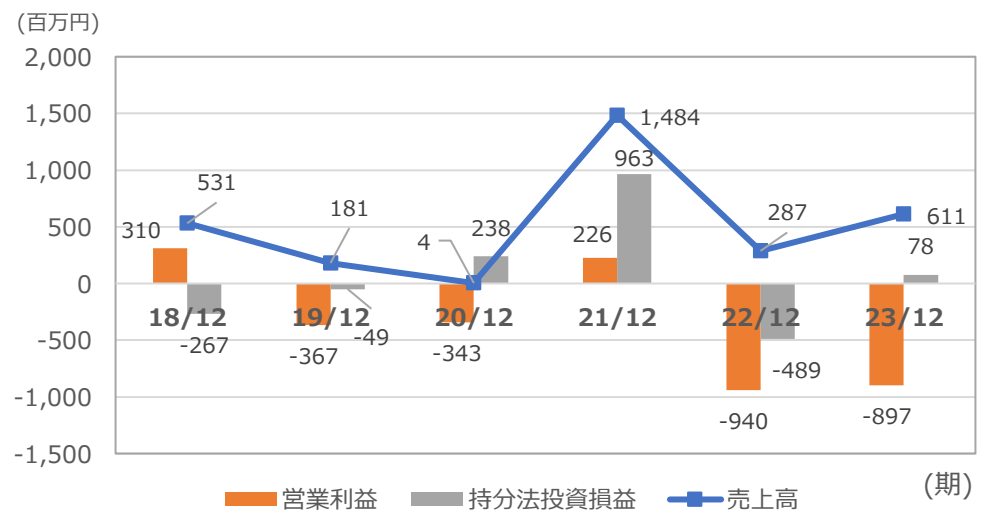
ポイントと暗号資産の親和性

セレスのもう一つのセグメントであるフィナンシャルサービス事業は、ブロックチェーン、オンラインファクタリング、投資育成事業(CVC)から成る。このうち、収益変動が非常に大きく、営業利益および持分法投資利益に多大な影響を及ぼすのはブロックチェーン事業である。

セレスの中期経営計画 2026 では、経営方針として、「ポイント経済圏とブロックチェーンからなる「トークンエコノミー(代用通貨経済圏)」を創造し、社会経済活動の活性化をはかるプラットフォームとなることを目指す」としている。ポイントサイトを主要事業としてきた同社がブロックチェーン事業に乗り出したのは、「モッピー」が発行するポイントも暗号資産も仮想通貨であり、親和性が高いという考え方が背景にある。

都木社長は、暗号資産の将来性に早くから注目し、事業参入を検討してきたが、2015年に暗号資産取引所大手のビットバンクと資本業務提携を行い、2017年7月に持分法関連会社としたところから事業が始まった。当初はビットバンクを子会社化したかったとみられるが、それは実現しなかったものの大きな足掛かりをつかむこととなった。その後、100%子会社としてマーキュリーを設立し、2021年3月に暗号資産販売所「CoinTrade」を開業した。

図表 12. フィナンシャルサービス事業の収益動向



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) ビットバンク

国内の暗号資産 3 大取引所の一角

暗号資産取引所は日本でも多く設立されているが、ビットバンクは、bitFlyer、コインチェック（マネックスグループ（8698 東証プライム）の子会社）とともに 3 大取引所に数えられる。ビットバンクは、2014 年、代表取締役社長の廣末紀之氏が設立し、2017 年 3 月に暗号資産取引所を開始した。2015 年のセレスによる資本参加に加え、2021 年、MIXI（2121 東証プライム）と資本業務提携を結んだ。現在、セレスが 23.6%、MIXI が 27.6%を保有し、2 社の持分法適用関連会社となっている。

安心安全を重視

ビットバンクは、廣末社長が「安心安全」が最も重要であるとインタビュー記事などでコメントしているように、セキュリティに力を入れており、これまでハッキングのような事故は起こしたことがなく、利用者の間では信頼性の高い取引所との評価が定着しているとみられる。ビットバンクは、現物取引のみを扱ってきたが、2024 年中に信用取引を開始する予定である。

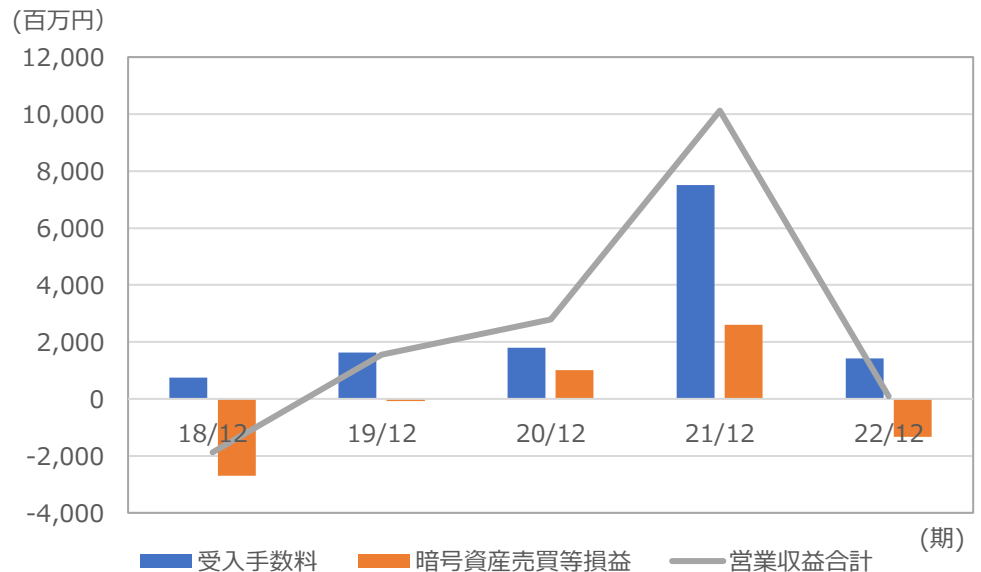
暗号資産の取引所と販売所の機能を持つ

暗号資産交換業者は、取引所形式と販売所形式があり、ビットバンクなどの取引所は一般に販売所の機能も併せ持っている。セレスの子会社のマーキュリーは販売所のみである。取引所は一般に、株式の取引所と同様に、買い手と売り手の売買を成立させ、仲介手数料を受け取る。現在、ビットバンクでは取引金額の 0.1% の手数料を徴収している。他社ではビットコインなどのメジャーな銘柄については手数料がゼロの取引所もある。販売所は、自己で保有する暗号資産を購入希望者に販売する会社である。この場合、スプレッドという形で手数料を徴収することになる。購入希望者に対しては市場価格よりも高い価格で、売却希望者に対しては市場価格よりも低い価格で取引することになる。一般社団法人日本暗号資産取引業協会の資料によれば、取引所の手数料は、ゼロから 0.15% のレンジ、販売所のスプレッドは、0.1% から 21.63% のレンジとなっている。

手数料と評価・売買損益が収益の要素

取引所の収益は、①手数料収入、②評価・売買損益の 2 つから成る。手数料収入は、ビットバンクの場合、メイカーが -0.02%、テイカーが 0.12% である。メイカーとは、その時点で取引板にない価格を提示し、それによって成立した取引を指す。メイカーは、流動性を付与することにより、取引を成立しやすくしてくれるため、手数料がマイナスとなっている。一方、テイカーは取引板に並んだ既存の注文で約定する取引である。テイカーは流動性を下げることになるため、0.12% の手数料を取引所に払うことになる。取引所から見ると、メイカーとテイカーによって取引が成立した場合、差し引きで 0.1% の手数料を得ることになる。手数料は、取引する暗号資産ベースで受け取る。なお、手数料の水準は取引所によって異なり、コインチェックでは手数料はかからない。bitFlyer はメイカーとテイカーの差はなく、直近 30 日間の取引量によって手数料が変わってくる。その他にも、出金手数料や送金手数料などもあり、やはり取引所によって条件が異なる。

図表 13. ビットバンクの売上収益の内訳



出所：ビットバンクのホームページよりストラテジー・アドバイザーズ作成

期末の評価損益は相場によって大きく変動

取引所では、市場参加者が板取引で売買を行うが、取引を円滑に行うため取引所自体も暗号資産を自己保有している。取引所では顧客保有の暗号資産をコールドウォレットで管理しなければならないが、顧客の売買が成立した際、コールドウォレットから暗号資産を出庫するには時間を要するため、ホットウォレットで取引所が保管している自己保有暗号資産で出庫要請に対応している。コールドウォレットは、インターネットから切り離されたペーパーやデバイスなどで物理的に保管するツールであり、ハッキングに対して堅牢な一方で日々の取引を行う上では手間と時間がかかる。ホットウォレットはスマホや PC などのインターネットで接続された環境で保管するもので、取引には便利である一方でハッキングなどのリスクがある。取引所は安全性のために顧客保有暗号資産をコールドウォレットで保管するよう求められている。

自己保有暗号資産については、決算期末の時価で計算した評価損益を売上収益として計上するため、売上収益のボラティリティをさらに大きくする。ビットバンクは販売所機能も持つため、そちらでも自己保有暗号資産の評価・売買損益が発生する。ビットバンクの売上収益は 21/12 期の 101.2 億円から 22/12 期には 0.9 億円へ大幅に減少した。内訳をみると 21/12 期は受取手数料が 75.1 億円、暗号資産売買等損益が 26.1 億円であったのに対し、22/12 期はそれぞれ 14.2 億円、▲13.4 億円となっている。受取手数料のボラティリティも大きいですが、評価・売買損益がそれに拍車をかける。

取り扱い銘柄数が最大級

ビットバンクの特徴は、銘柄数が 38 と多いことで、セレスによれば、円ペア取引では銘柄数が国内最大とのことである（2023 年末同社調べ）。また、重要なことはそれらが実質的に取引可能な状況になっているとみられることである。例えば、bitFlyer はビットコインの取引では日本でトップであるが、それ以外の銘柄の取引量は限られるとみられる。コインチェックも主要銘柄に取引がかなり集中していると推定される。一方、ビットバンクはより幅広い銘柄について顧客が取引しやすい環境を整えているとみられる。このため、セレスの決算説明資料によれば、同社はアルトコイン（ビットコイン以外の銘柄）では、取引量国内トップとのことである。

銘柄数の増加や信用取引で取引量を増やす戦略

ビットバンクの今後の戦略としては、さらに取り扱い銘柄数を増やすこと、信用取引を開始すること、などにより、自社取引所の取引量を増やし、ユーザー数の増加を図ることである。取り扱い銘柄数で国内トップを目指す。

機関投資家を取り込む戦略

もう一つは機関投資家の取り込みである。ビットバンクは、デジタルアセットの資産管理サービスを行う日本デジタルアセットトラスト設立準備会社（JADAT）を設立しており、2022 年 5 月には、三井住友トラスト・ホールディングスと資本参加などの協業を行うことで合意した。信託ライセンスの取得を目指す。これによりカストディ業務が可能となれば、これまでカストディがないことがネックとなっていた機関投資家による暗号資産の取引が日本でも始まることが期待される。また、ステーブルコイン（円やドルなどの法定通貨に価格が連動する暗号資産）や NFT（非代替性トークン）などの取り扱いも目指していく。カストディ預かり資産からの手数料収入が得られるようになれば、ストック型のビジネスとして収益の安定化に貢献するとみられる。

図表 14. 暗号資産 3 大取引所の概要

(百万円)	ビットバンク			コインチェック			bitFlyer		
設立	2014年5月			2012年8月			2014年1月		
取り扱い銘柄数	38			29			22		
取引手数料	メイカー-0.02%、テイク-0.12%			ビットコイン：0%、イーサリアム：メイカー0.05%、テイク-0.1%			約定数量×0.01%~0.15%(ビットコイン)		
出金手数料	550または770円(3万円以上)			407円			220-770円		
業績動向(百万円)									
決算期	20/12	21/12	22/12	21/3	22/3	23/3	20/12	21/12	22/12
営業収益	2,790	10,120	94	20,825	28,508	7,484	7,555	27,503	7,378
営業損益	1,175	5,187	-2,569	13,772	13,820	-835	1,614	17,798	-2,505
当期純損益	965	3,683	-1,967	10,305	9,796	-485	427	12,504	-2,194
純資産	1,514	12,701	10,754	13,150	16,144	10,658	14,968	27,224	25,030
総資産	109,395	248,088	136,644	485,777	539,381	358,956	310,042	639,111	296,543

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) マーキュリーの「CoinTrade」

100%子会社のマーキュリーが販売所「CoinTrade」を運営

セレスは、関連会社としてビットバンクを持つものの、経営の主導権を握るには至らなかったため、100%子会社のマーキュリーを設立し、暗号資産交換業のライセンスを取得した。暗号資産販売所の「CoinTrade」を運営している。「CoinTrade」は、後発であったこともあり、他の取引所/販売所に対する差別化を図り、マーキュリーではステーキングに注力している。以下では、「CoinTrade」の Web サイトの説明を参考に、暗号資産の仕組みとステーキングについて述べる。

ステーキングとは

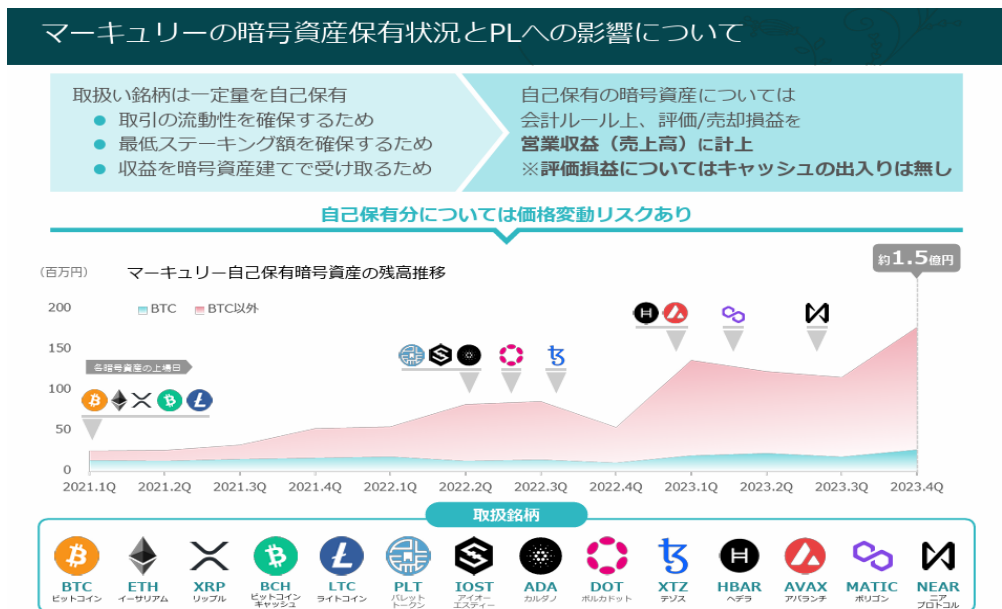
暗号資産の取引や送金などのトランザクションデータをブロックチェーンに記録する主な仕組みには、PoW (Proof of Work) と PoS (Proof of Stake) という 2 つの方式がある。PoW はビットコインが用いるマイニング方式である。ブロックチェーンとデータをつなぐのに適したパラメータの値を計算し、計算を成功させた者がトランザクションデータの承認者となり、マイニング報酬として暗号資産を受け取るものである。コンピューターへの投資が必要であり、大量の電気代も発生するため企業が主体となっており、一般個人が参加するハードルは高い。

PoS は、保有することによって取引を承認することを意味する。暗号資産の保有者に対してランダムにトランザクション承認の権利が与えられる。ランダムに選ばれた者がブロックチェーンにトランザクションデータを記録する。ランダムだが、暗号資産を多く長く保有している方が選ばれる確率は高まる。取引所や販売所が暗号資産の保有者から一定期間、暗号資産を預かって承認者として選ばれやすい状況を作り、得た報酬を預けた人たちと分け合うことになる。これがステーキングである。暗号資産の保有者にとっては、一定期間引き出せなくなるものの、債券の利回りや株式の配当のようなインカムゲインに匹敵する安定した収益を得られる。ただし、預けている間に価格が大きく変動した場合でも売却ができないリスクがある。

ステーキングファームとして存在感

「CoinTrade」が扱っている銘柄数は 14 に達しており、そのうち、ステーキングが行える銘柄は 10 となっている。マーキュリーでは、ステーキングサービスを提供することにより、暗号資産を資産運用の手段の一つとして提案しており、ステーキングファームとしての存在感を高めているとみられる。今後は、ステーキング取り扱い銘柄数を追加するとともに、ユーザー数の拡大、預かり資産残高の増加を目指し、ストック収益を増加させる計画である。

図表 15. 「CoinTrade」が扱う暗号資産と自己保有残高



出所：会社資料

先行投資が続き赤字が継続

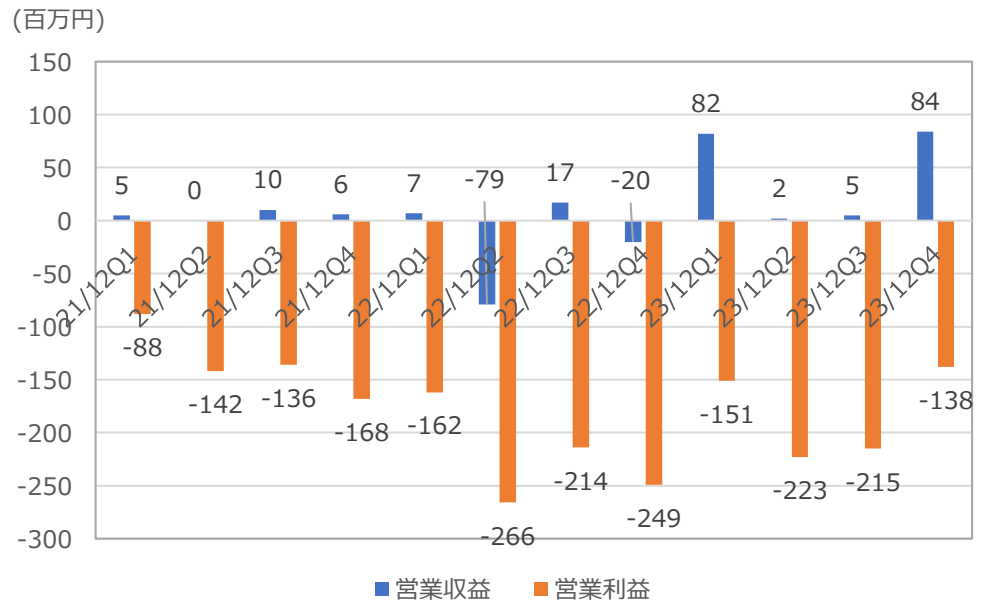
一方、ステーキングのコンセンサスアルゴリズムは銘柄ごとに異なるため、ステーキングサービスを提供するためには、銘柄ごとにシステムを構築しなければならない。このため、マーキュリーでは一定規模の投資が続いており、利益面で負担になっている。創業以来、すべての四半期において営業赤字となっている。セグメント情報によれば、フィナンシャルサービス事業の有形・無形固定資産は、22/12 期が前期比で 3.0 億円、23/12 期が同 2.0 億円増加しているが、このうちマーキュリーのソフトウェアへの投資が大きいとみられる。

マーキュリーの収益は、以下の要因で変動する。①暗号資産の売買によるスプレッド収益、②ステーキングによる収益、③自己保有資産の評価・売却損益、である。

①スプレッドは、売買手数料に相当するもので、外為取引と同様に、売り手からは時価よりも安く買い取り、買い手に対しては高く売ることによって利ザヤを得る。②ステーキングでは、暗号資産の保有者から現物資産を預かり、PoS によって報酬を得る。③マーキュリーは、事業運営上、暗号資産を自己保有する必要がある。それは、取引の流動性を確保すること、最低ステーキング額を確保すること、ステーキングの報酬を暗号資産建てで受け取ること、などが理由である。自己保有分については、評価損益、売却損益を売上収益に計上することになるため、売上収益も暗号資産の相場に応じて大きく変動することになる。ただ、2023 年末にマーキュリーが保有する暗号資産の残高は約 1.5 億円とのことであり(図表 15)、大きなリスクにはならないであろう。

マーキュリーでは、銘柄拡大を続けていく予定であり、そのための投資負担は当面続くとみられる。このため、マーキュリーが短期的に営業損益で黒字化するためには、暗号資産価格が上昇して、評価・売却損益が一定以上の利益貢献をする必要があろう。中期的には、ユーザー数や預かり資産額が増加することにより、ストック型の事業となることが期待され、価格変動の大きい暗号資産事業において、比較的安定した収益源となることが見込まれる。

図表 16. マーキュリーの営業収益と営業利益の推移 (四半期)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

4) 暗号資産市場の動向

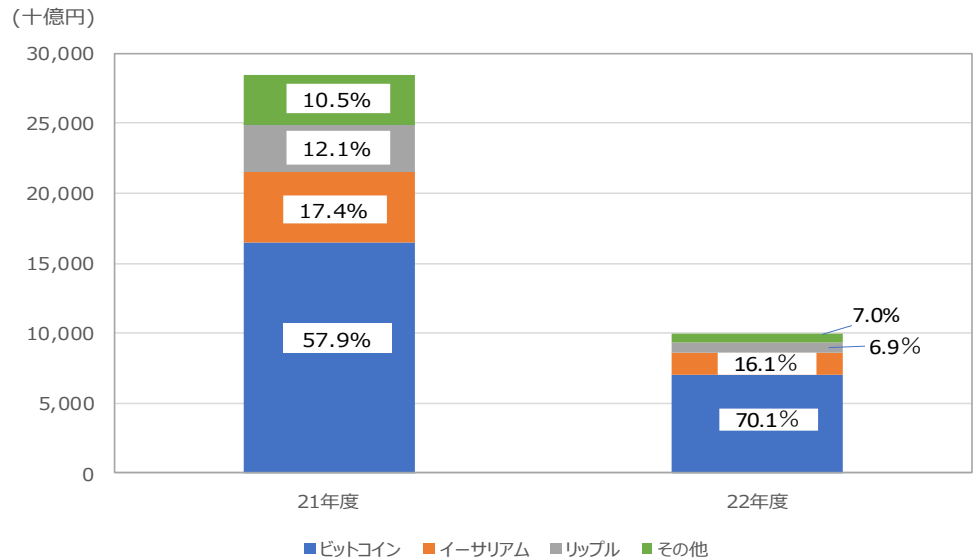
暗号資産は多いがビットコイン、イーサリアムなどの主力銘柄の規模が大きい

暗号資産のグローバル市場では、3月28日時点で、時価総額が2.6兆ドルに達しているが、そのうち、ビットコインが1.4兆ドルと圧倒的に大きく、2位がイーサリアムで約4,200億ドルである。3位以下は1,000億ドル前後またはそれ以下であり、この2つ暗号資産の存在感が大きい。一般社団法人日本暗号資産取引業協会によれば、日本での現物取引では、2022年度はビットコインが取引金額の70%を占め、イーサリアムが16%、リップルが7%と続いているが、やはりビットコインが他を圧倒している。さらに証拠金取引となると、ビットコインが86%を占め、さらに割合が高い。

ビットコインの価格変動が大きく、直近で急騰

価格の動きも銘柄ごとに異なり、ビットコインが最もボラティリティが大きく、イーサリアムがそれに続いている。2023年後半からビットコインの価格が上昇し始め、2024年に入ってから拍車がかかっているが、イーサリアムがある程度それに近い動きをしている以外は、ドル建ての価格はあまり上がっていない。やはり流動性が圧倒的に大きいビットコインは投機的な動きの対象にもなりやすく、ボラティリティも大きい傾向がある。

図表 17. 日本の暗号資産別取引金額割合 (現物)



出所：日本暗号資産取引業協会資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ビットコインの価格は、3月中旬に73,000ドルを超えて史上最高値をつけた。その後一旦調整したが、3月28日時点では70,000ドル前後と高水準で推移している。今年1月、米国のSECがビットコインのETF(上場投資信託)11本を承認したことで、暗号資産価格の上昇に拍車がかかったとみられている。暗号資産はリスクマネーの流入によって価格変動が起こるが、その点では株式市場、特に成長株が多く含まれるNASDAQ総合指数と連動している。NASDAQ総合指数は、基本的には、対象企業の業績動向つまり米国やグローバルの景気動向と、金利動向や金融市場の流動性によって大きく影響を受ける。暗号資産はこのうち特に、市場の流動性との関係が大きいと考えられる。

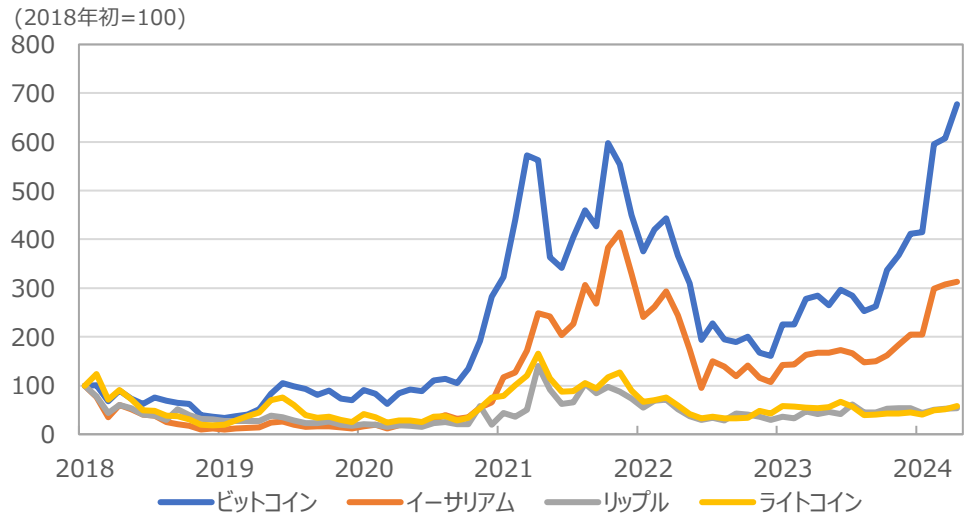
ビットコインは半減期が近い

ビットコインには株式市場や他の外部環境とは関係なく、価格に影響する個別要因がある。それはマイニング報酬の半減期である。ビットコインは発行総量が2,100万個と上限が決められており、マイニングによる発行量を抑えるために、21万ブロックが発行されると報酬が半減する仕組みとなっている。約4年に1度半減期が来るが、次の半減期は2024年4~5月と言われており、現在の価格上昇がその影響を受けている可能性がある。

ビットコインのマイニング報酬はビットコインで受け取るため、報酬が半減すれば発行量も半減することになる。これにより供給が抑えられ、需給は締まる方向になる。また、市場心理からも希少性の高まりから需要が増える可能性がある。ただし、過去の半減期では価格への影響は明確ではない。

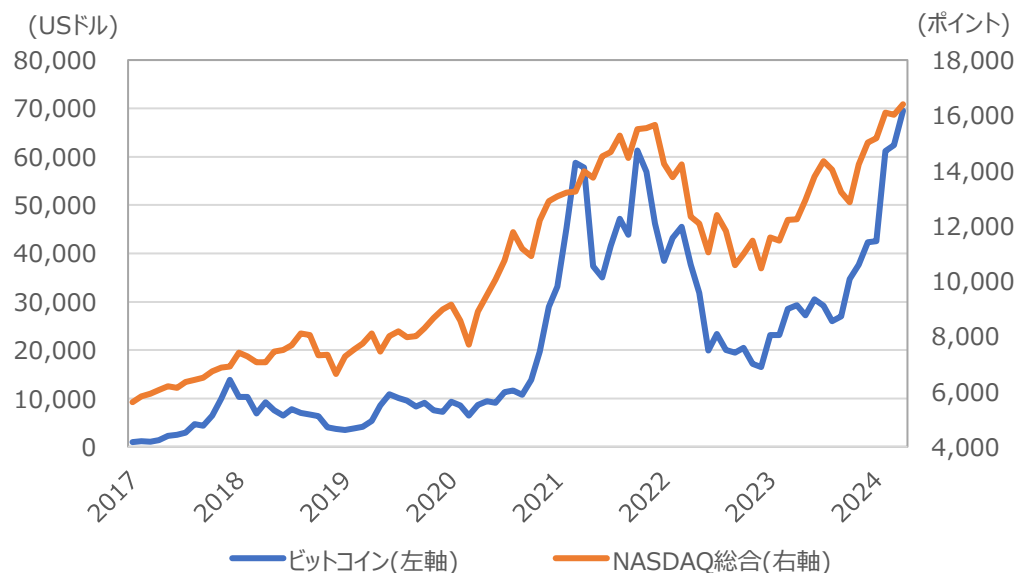
イーサリアムなどのPoSを用いている暗号資産にはビットコインのような半減期はないが、流動性の大きいビットコインの価格変動の影響を受けやすい。イーサリアムの価格変動はビットコインに連動している。他の暗号資産も程度の差はあれ、いずれもビットコインの影響を受けると言える。現在上昇しているビットコイン価格がどうなるか、他の暗号資産がこれに追随するかなどが注目される。

図表 18. 主な暗号資産の市況推移 (指数)



出所： Investing.com よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 19. ビットコインの市況と NASDAQ 総合指数



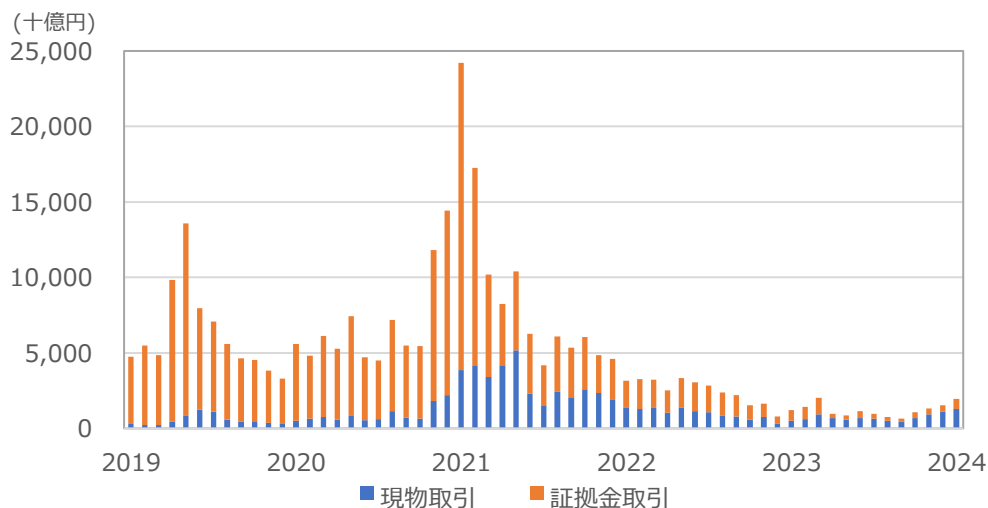
出所： Investing.com などからストラテジー・アドバイザーズ作成

暗号資産の価格上昇が取引量の拡大につながる

暗号資産の取引金額は、当然ながら市況変動が大きくなると増加する傾向がある。特に上昇相場が始まると買い注文が急増する。そして価格がかなり上がったところで利益確定売りを行う参加者が多いとみられる。過去では 2019 年、2021 年の価格高騰時に売買高の大幅な増加を見た。しかし、2023 年の上昇局面では取引高はさほど増えておらず低水準の取引高で推移している。ようやく 2024 年に入って取引高も若干増えてきている模様である。

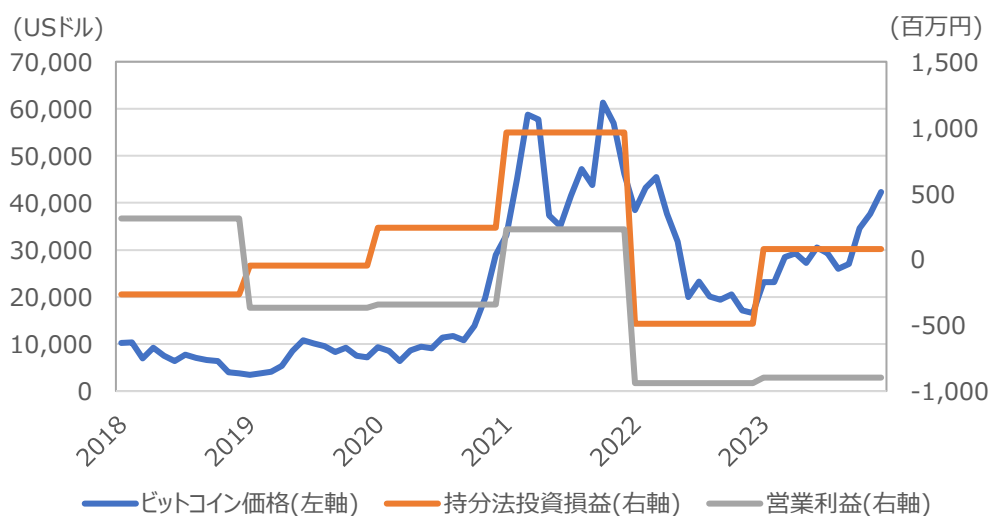
上記のように、持分法適用関連会社のビットバンクと100%子会社のマーキュリーは、取引手数料やスプレッドとともに、市況動向に売上高や利益が影響を受ける。市況が上昇すれば、取引高が増加するとともに、期末の評価・売買損益がプラスに効いてくるため、両社とも利益は市況動向に影響を受ける。このため、図表 21 に見られるように、両社の利益は市況動向と連動性がある。マーキュリーは、ステーキングによるストック型の事業を拡充していく方針であり、現在はそのための投資がかさんで収益を圧迫するなど、暗号資産価格以外の収益変動要因も大きい。

図表 20. 暗号資産別取引金額の推移



出所：日本暗号資産取引業協会資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 21. ビットコイン価格とフィナンシャルサービス事業の収益



出所：会社資料、Investing.com よりストラテジー・アドバイザーズ作成

8. その他のフィナンシャルサービス

1) オンラインファクタリング

フリーランス向けの資金調達支援サービス

ファクタリング事業は子会社のラボルで行っている。2018年にユービジョンから金融情報サイト「資金調達プロ」事業を譲受したことがきっかけとなったが、これは、事業者向けに資金調達情報を提供するポータルサイトである。2020年にフリーランス向け資金調達支援サービス「nugget」（現在の「labol」）のサービスを開始した。現在は、ラボルが、「資金調達プロ」と「labol」、フリーランス向けカード決済サービス「labol カード払い」を運営している。

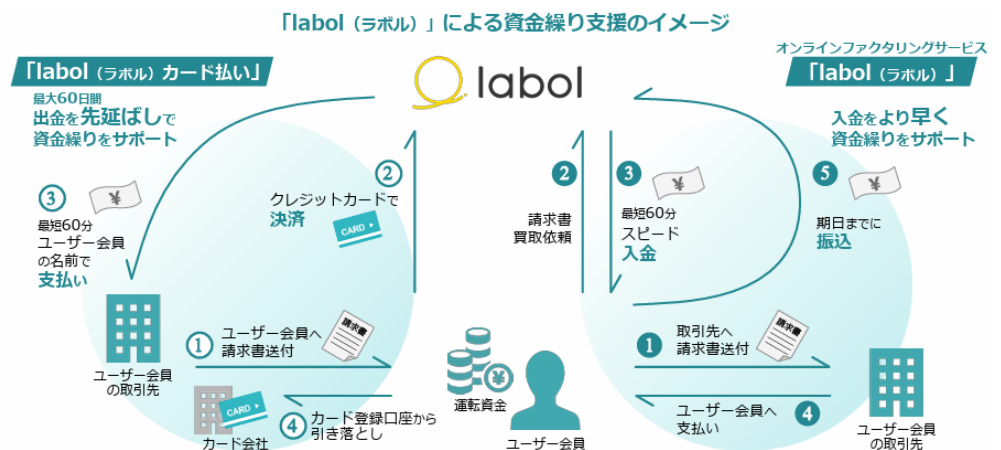
ユーザーから売上債権を買い取る

「labol」が提供するの、ユーザーであるフリーランスから売上債権を買い取り、ユーザーの資金繰りを支援する事業である。ファクタリングには、ユーザーの取引先にファクタリング会社が売上債権を買い取る旨を通知し、取引先から資金を受け取る3者間ファクタリングと、ユーザーの取引先には通知しない2者間ファクタリングがあるが、「labol」は後者である。2者間ファクタリングの場合、貸し倒れのリスクをファクタリング会社が負うことになるため、いかにユーザーと取引先の信用審査を的確に行えるかが鍵となる。それも、オンラインで迅速かつ簡易に判断することがユーザーの使い勝手の改善となり、事業の拡大の要件になると言える。「labol」では、最短60分で入金できるとしている。

ユーザーの支払いをカードを通じて先延ばしする

2022年には、オリエントコーポレーション(8585 東証プライム)と業務提携し、「labol カード払い」のサービスを開始した。これは、カード決済を行いたいユーザーとカード決済を行っていない取引先をつなぐものである。取引先から請求書を受け取ったユーザーがサービスの利用を申し込むと、ラボルから取引先に短期間で資金が支払われる。ユーザーは後日、カード決済で手数料を加えてラボルに支払うという形である。これによりユーザーは最大60日、支払いを遅らせることができ資金繰り面で便益を受ける。

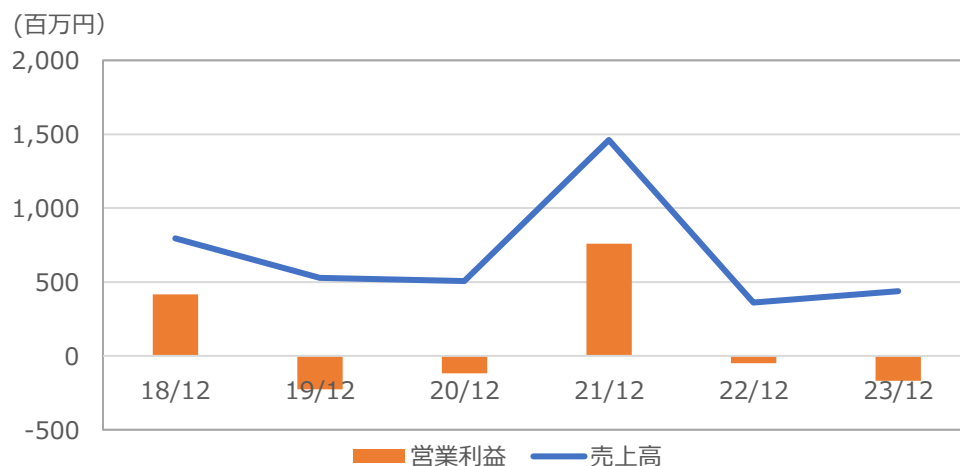
図表 22. 「labol」のフリーランス向け資金繰り支援



出所：会社資料

ラボルは、現在先行投資を行っており、売上は増加しているものの、利益面ではまだ貢献していない。同事業は、ファクタリングやカード払いによって手数料を得ることができる一方、資金繰りの面では債権買取資金負担があり、事業規模が大きくなるとそれが一層増加する。このため、会社はラボルのIPOを計画している。

図表 23. マーキュリーを除くフィナンシャルサービス事業の収益動向



出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) 投資育成事業(CVC)

事業上のシナジーやキャピタルゲインを狙う

CVC は、同社の事業と親和性のあるベンチャー企業を中心に出資する投資業務である。同事業は主に 3 つの目的で行われている。

まず、同社の既存事業に何らかの価値を与えられる企業に投資することで事業上のシナジーを得られる可能性があること、第 2 に、同社の新規事業探索の手段となり得ること、第 3 に純粋な投資としてキャピタルゲインを得ること、である。これまで 52 社に合計 38 億円の投資を実施し、2023 年 12 月期末で 40 社、29.7 億円の投資有価証券がバランスシートにある。うち 4 社 5.1 億円が上場企業である。

同社では、2023 年末、100%子会社のアポロ・キャピタルを設立。Apollo Capital1 号ファンドを設定し、セレスが同ファンドに出資することを決めた。セレスから、モバイル分野の 17 社、簿価約 10 億円を移管している。これまではセレスのバランスシート上の資金を使って投資を行ってきたが、ファンドとして資金を募って運営を行う方針に切り替えた。引き続き連結子会社であるため、収益に影響する。ただし、CVC は全体として、1 件当たりの投資額は少なく、株式の売買による利益変動は限定的であろう。

9. 当面の業績動向

1) 2023年12月期実績

Q3決算発表時の修正予想の線 着地

23/12期決算(2月9日発表)は、売上高が前期比17.2%増の240.7億円、営業利益が同10.3%減の11.1億円であった。期初の会社予想の売上高230億円、営業利益16億円に対して、売上高は超過したものの営業利益は未達となったが、Q3決算発表時に公表されていた修正見通しの売上高240億円、営業利益10億円は若干上回った。

D2C好調の一方で「AD.TRACK」 や記事広告型メディアが低迷

セグメント別では、モバイルサービス事業の売上高は前期比15.8%増、営業利益は同3.2%減であった。サブセグメントで見ると、ポイントの収益が停滞した。売上高は前期比1.6%減、営業利益は同17.2%減となった。「モッピー」の収益は底堅かったが、業界全体としてインターネット広告が低調だったこと、薬機法や景表法による広告表現の規制の影響が続いているとみられること、などによりアフィリエイト広告の「AD.TRACK」や記事広告型メディアがその影響を受けたとみられる。また、「モッピー」は、売上高はユーザーがアクションを取ったタイミングで計上されるが、原価となるポイント付与は広告主による承認が出たタイミングで遅れて計上されるため、タイムラグが生じる。23/12期はQ1にその影響がマイナス方向で出たが、その分を取り戻せなかった。一方、サブセグメントのD2Cは、売上高が前期比2.2倍の51億円、営業利益が同4.2倍の7.3億円と大幅に拡大し、期初予想に対しても大幅な上振れとなった。「ピットソール」の好調な拡大が大きいとみられる。

ビットバンクは若干の黒字に転換

フィナンシャルサービス事業の売上高は、22/12期の2.8億円に対して23/12期は6.1億円、営業利益は同じく▲9.4億円に対して▲8.9億円となった。マーキュリーの営業利益が▲8.9億円から▲7.2億円へ若干改善した。持分法投資利益は、ビットコインの収益回復により、▲4.8億円から0.7億円の黒字に転換した。また、特別損失として、マーキュリーにおけるソフトウェアの減損損失が3.6億円計上された。

2) 2024年12月期見通し

24/12期は全般に増収増益を会社 は予想

24/12期の会社予想は、売上高が前期比12.2%増の270億円、営業利益が同43.1%増の16億円。モバイルサービスはポイント事業が緩やかに回復するとみられている。「モッピー」の会員数増を見込むこと、「AD.TRACK」や記事型広告も下げ止まると予想されている模様。D2Cは引き続き、「ピットソール」を中心に好調が続くとみられている。D2Cは、2023年Q4まで四半期ごとに好調に伸びていたことを考えると、やや保守的であろう。ただ、ヒット商品の動向は不透明感もあるため、慎重に予想しているとみられる。DXは、売上が堅調に伸びる予想の中、23/12期に大きかったエンジニア採用の負担が軽減されてくることから、24/12期は利益が緩やかに回復するとみられている。

フィナンシャルサービスの営業利益は小幅な赤字縮小が見込まれている。マーキュリーは引き続き投資が続き固定費負担は重い、足元でビットコインやイーサリアムの価格が高騰していることを考えると、今後の市況次第ではあるが、上振れ余地があると考えられる。会社は暗号資産の価格上昇の影響は業績予想には織り込んでいないとみられる。

ビットバンクの持分法投資損益はゼロ の織り込み

持分法投資利益は、市況変動の影響が大きいビットバンクの業績予想を立てることが難しいため、ゼロと仮置きされている。2024年年初からこれまでの推移では、ビットコインを中心に暗号資産の価格は総じて上昇しており、やはり一定の利益が上がる可能性は十分にある。2021年12月期のビットバンクの持分法投資利益は9.6億円であった。ビットバンクで扱っている銘柄数は2021年に比べて大幅に増加しており、暗号資産全体に市況上昇や取引高の増加が見られれば、収益インパクトも大きくなるとみられる。

図表 24. セレスのセグメント別収益推移

(百万円)	21/12	22/12	23/12	24/12CoE
モバイルサービス				
売上高	16,467	20,447	23,476	25,720
前年比	NA	24.2%	14.8%	9.6%
ポイント	12,364	14,041	13,817	14,000
前年比	NA	13.6%	-1.6%	1.3%
D2C	1,083	2,246	5,053	6,400
前年比	NA	107.4%	125.0%	26.7%
DX	3,714	4,358	4,776	5,500
前年比	19.1%	17.3%	9.6%	15.2%
セグメント内取引	-694	-198	-170	-180
営業利益	3,020	3,291	3,187	3,760
売上高営業利益率	13.8%	16.3%	13.6%	14.6%
ポイント	NA	2,995	2,480	2,830
売上高営業利益率	NA	21.3%	17.9%	20.2%
D2C	NA	175	730	785
売上高営業利益率	NA	7.8%	14.4%	12.3%
DX	528	227	106	275
売上高営業利益率	14.2%	5.2%	2.2%	5.0%
セグメント内取引	NA	-106	-129	-130
フィナンシャルサービス				
売上高	1,484	287	611	1,300
前年比	NM	-80.7%	112.9%	112.8%
営業利益	226	-940	-897	-780
売上高営業利益率	15.2%	-327.5%	-146.8%	-60.0%
持分法投資損益	963	-489	78	0
調整額				
売上高	-105	-198	-17	-20
営業利益	-941	-1,105	-1,172	-1,380
全社				
売上高	17,846	20,536	24,070	27,000
営業利益	2,305	1,246	1,118	1,600
経常利益	3,499	679	1,217	1,600
当期純利益	2,775	46	451	800
EPS(円)	251.8	4.1	39.6	70.1

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) 財務体質

財務体質は健全

同社のバランスシートは健全と言える。23/12 期末の自己資本は 98.8 億円、自己資本比率は 38.1%、有利子負債は 73.6 億円。現預金が 81.1 億円と多く、ネットキャッシュのポジションにある。CVC の営業投資有価証券が 29.7 億円あるが、一定の減損損失が発生してもバランスシート上の問題はないと考えられる。のれんも 15.3 億円と限定的である。持分法適用関連会社のビットバンクへの投資額は 31.2 億円と大きい。当面のセレスのバランスシートにとって大きな問題にはならないであろう。キャッシュフローの面でも、有形固定資産や無形固定資産への投資額はこのところ限定的であり、今後の M&A などを行う余力もある。暗号資産という収益変動リスクの大きい事業を手掛けているが、同社としてのリスク許容範囲で事業を展開していると言える。

4) 株主還元

当面は安定配当の可能性が高い

セレスは収益ボラティリティが比較的高いが、一株当たり配当は、高水準の利益が出た 21/12 期の 40 円を除くと、24/12 期予想も含めて 3 期連続で 20 円となる。結果として、配当性向も 21/12 期が 15.9%、22/12 期が 484.9%、23/12 期が 50.5%、24/12 期予想 28.5%と変動が大きい。明確な配当性向の方針は示していないが、収益動向や今後の成長投資、DoE などの指標も意識しながら判断していくとみられる。当面は安定的な配当を続ける可能性が高いであろう。

図表 25. セレスのセグメント別収益動向(四半期ベース)

(百万円)	22/12				23/12			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
モバイルサービス								
売上高	4,674	4,961	5,358	5,454	5,314	5,613	5,975	6,574
ポイント	3,324	3,422	3,576	3,719	3,525	3,359	3,325	3,608
D2C	429	541	622	654	645	1,174	1,433	1,801
DX	960	1,082	1,167	1,149	1,210	1,105	1,250	1,211
セグメント内取引	-39	-84	-7	-68	-66	-25	-33	-46
営業利益	1,007	588	878	818	686	762	813	926
ポイント	885	597	798	715	506	609	612	753
D2C	37	-15	59	94	59	349	153	169
DX	93	39	53	42	152	-162	80	36
セグメント内取引	-10	-32	-32	-32	-32	-33	-32	-32
フィナンシャルサービス								
売上高	66	-2	106	117	218	89	99	205
営業利益	-176	-284	-231	-249	-137	-257	-263	-240
持ち分法投資損益	2	-312	-11	-168	109	-36	-99	104
調整額								
売上高	-31	-70	-50	-47	-7	-7	-1	-2
営業利益	-237	-301	-277	-290	-296	-292	-280	-304
全社								
売上高	4,709	4,889	5,414	5,524	5,525	5,695	6,073	6,777
営業利益	594	3	370	279	253	213	270	382

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

10. 中長期展望

中期経営計画 2026 の目標経常利益は 100 億円

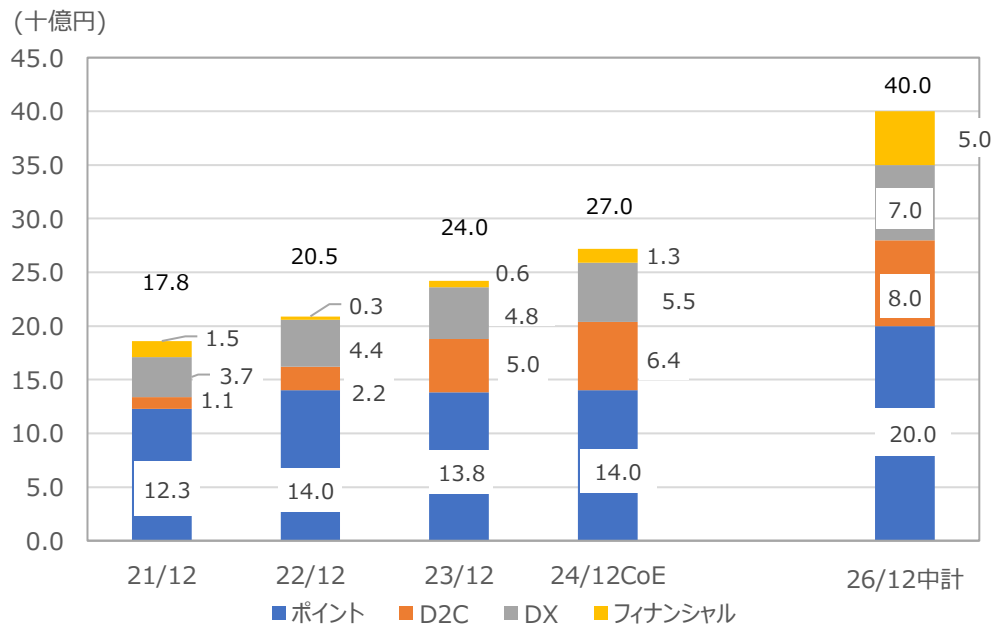
ポイントの売上は出遅れ、D2C は前倒し

2021年に発表した中期経営計画 2026では、経営方針として、「社会経済活動の活性化をはかるため『トークンエコノミー』としてのポイント経済圏とブロックチェーンでプラットフォーム構築を目指す。」としている。モバイルサービスは、「モッピー」を主軸とし、ASP、D2Cによるポイント経済圏を確立する。フィナンシャルサービスでは、暗号資産の取引所や販売所に加え、Web3.0時代の到来により、NFT（非代替性トークン）やDAO（自律分散型組織）などへとその技術の浸透が進むと想定し、ブロックチェーン領域でNo.1企業を目指す。

26/12期の数値目標は、売上高が21/12期の178億円(新収益認識基準ベース)に対して400億円、21/12期の経常利益34.9億円に対して100億円を目指すというものである。

セグメント別では、26/12期のモバイルサービスの売上高が350億円で、経常利益が50億円の目標である。24/12期の会社予想では、同部門の売上高が257億円であり、進捗が遅れている。「モッピー」の会員数は順調に増えており売上も堅調であるが、アフィリエイト広告「AD.TRACK」や記事広告型メディアがインターネット広告市場の調整の影響などを受けたことが要因である。一方、D2Cは当初は意欲的な目標とみられていた模様だが、計画を上回るペースで売上が拡大している。「ピットソール」の大ヒットにより売上高が大幅に拡大している。前倒しでの目標達成が十分に視野に入っている。DXも計画線で推移しているとみられる。

図表 26. セレスのセグメント別売上収益推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

モバイルサービスは利益面では達成可能な範囲

セグメント別利益を考える際に、全社費用が年間 15~20 億円かかると想定されるため、中期経営計画の経常利益目標を達成するためには、モバイルサービスで経常利益 60 億円以上が必要になるであろう。サブセグメント別の経常利益目標は示されていないが、ポイントで売上高 200 億円を上げられれば、営業利益率 20%程度は見込めるため、営業利益で 40 億円程度になるであろう。D2C は売上高営業利益率が二桁はあるため、営業利益は 10 億円程度、DX ももともと 10%以上の売上高営業利益率を上げていたため、やはり営業利益 10 億円程度が見込めよう。そうなればセグメント間調整前で営業利益は 60 億円となる。

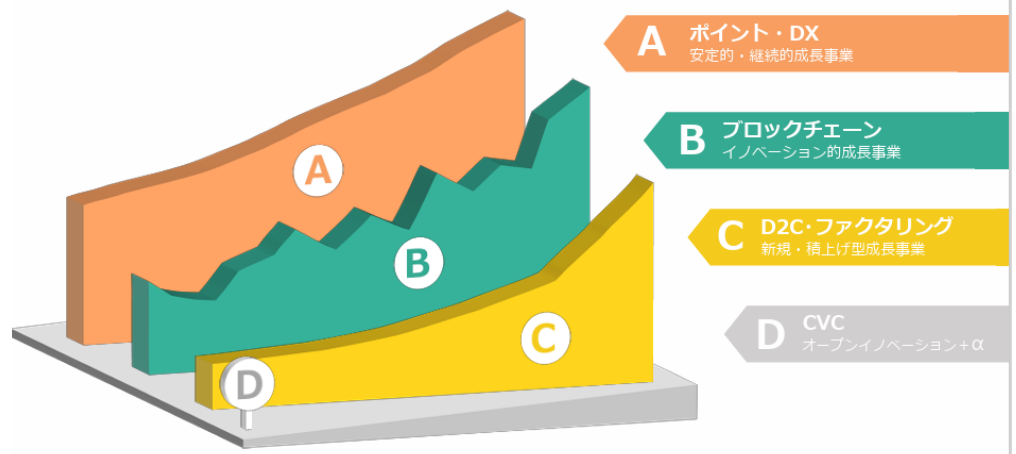
フィナンシャルサービスの達成はハードルが高い

フィナンシャルサービス事業は、これまで最も経常利益が大きかったのが 21/12 期の 14.0 億円であり、50 億円のハードルは高いとみられる。暗号資産の市況の上昇や、CVC での投資リターン拡大など、外部環境の条件が揃うことが必要になるとみられる。持分法適用関連会社のビットバンクは 2021 年に比べて現在の取り扱い銘柄数は 38 と大幅に増えており、さらに増加するとみられることから、21/12 期と同様の好条件になれば、より高い利益が期待できよう。マーキュリーは、固定費負担が重い状況が続くとみられるが、ステーキング銘柄の増加や口座数の増加、預かり資産の増加などによる収益の改善を狙う。フリーランサー向けのオンラインファクタリングのラポルも、先行投資が続いているが、26/12 期までには取り扱い金額の増加である程度回収する局面に入ってくると期待される。CVC は、2024~2026 年累計のイグジット額 50 億円以上を狙う。

会社は、事業ポートフォリオについて、(A)安定的・継続的成長事業であるポイント、DX、(B)イノベーション的成長事業であるブロックチェーン、(C)新規・積み上げ型成長事業である D2C、ファクタリングという 3 つの異なる成長モデルに分けて捉えている。ポイントと DX で安定した成長を続け、ブロックチェーンや D2C で非連続の急成長を目指す、というものである。会社の成長への意欲は非常に強く、積極的な投資を続けている。また、価格変動の大きい暗号資産を取り扱うなど収益変動リスクもある。一方で、投資している分野は既存事業の周辺分野やシナジーのある分野が中心であり、財務体質の健全性を維持しながら行うなど、リスク管理は配慮されていると考えられる。

図表 27. 中期経営計画 2026 に向けた成長イメージ

成長モデルの異なる3つの事業ポートフォリオで中期成長をはかる
ポイント・DXで安定成長しブロックチェーン・D2Cで非連続な急成長を



出所：会社資料

11. 同業他社比較

モバイルサービスの同業他社

セレスの事業ポートフォリオは、「モッピー」を中心とするポイントと、ビットバンク、マーキュリーを中心とする暗号資産の事業にかなり多くの経営資源の投入を行っているユニークなものである。モバイル事業では、「ポイントタウン」を運営する GMO メディア (6180 東証グロス)、「EC ナビ」を運営する CARTA HOLDINGS (3688 東証プライム) が上場企業では競合する。

GMO メディアは、GMO インターネットグループが 66.0%を所有する子会社である。「ポイントタウン」のほか、教育、美容、ゲームなどのメディアを運営している。ブロックチェーンゲームのメディア「ブロックチェーンゲームインフォ」も持っている。23/12 期では売上高の 87%がメディア部門で、その主力が「ポイントタウン」と推定される。残りがソリューション部門。メディア部門の売上高営業利益率は 7.0%である。セレスのポイント事業の 23/12 期の売上高利益率は 13.7%であり、セグメント間の調整を考慮しても、GMO メディアのメディア部門の利益率より高いと推定される。

CARTA HOLDINGS は電通グループの子会社 (出資比率 53.4%) である。CARTA HOLDINGS の 100%子会社である DIGITALICO が「EC ナビ」を運営している。「EC ナビ」などが属するインターネット関連サービスの売上高構成比は 30%であり、売上高営業利益率は 5.6%である。「EC ナビ」以外の事業も多く含まれており、一概には比較できないが、セレスのセグメント間調整を考慮しても、セレスのポイント事業の利益率は高いと推定される。

ASP では、ファンコミュニケーションズ (2461 東証プライム) が運営する「A8.net」が大手である。同事業を含む CPA ソリューション事業は、23/12 期の売上高が 60.1 億円、営業利益が 34.8 億円である。セグメント間調整が▲8.2 億円があるが、それを考慮してもファンコミュニケーションズの収益性は高いと言える。一方、セレスの ASP は足元の利益はわずかと推定される。

ブロックチェーンではマネックスグループ

ブロックチェーンでは、コインチェックを傘下に持つマネックスグループ (8698 東証プライム) が上場企業として挙げられる。コインチェックは暗号資産販売所の取引量がビットバンクよりも大幅に大きいこともあり、価格高騰局面では大きな利益を上げる傾向がみられる。2021 年の高騰局面では非常に高水準の利益を上げ、22/3 期のマネックスグループの税前利益 208 億円のうち 138 億円をクリプトアセット事業が稼いだ。24/3 期 Q3 累計では、同部門の税前利益はトントンとなっている。

図表 28. 同業他社との収益性比較

会社名	コード	決算期	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	経常利益 (税前利益) (百万円)	売上高 営業利益率 (%)	ROE (%)	ROIC (%)	自己資本比率 (%)
セレス	3696	23/12	24,070	1,118	1,217	4.6	5.0	8.1	35.4
GMOメディア	6180	23/12	6,266	533	540	8.5	16.2	37.8	43.5
CARTA HOLDINGS	3688	23/12	24,111	1,301	1,798	5.4	-9.3	58.9	47.2
ファンコミュニケーションズ	2461	23/12	7,396	2,068	2,103	28.0	6.9	NM	76.2
マネックスグループ	8698	23/3	79,304	NA	4,669	NA	3.3	64.6	6.6

注：ファンコミュニケーションズは EV が計算上マイナスになるため不記載

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

12. 株価動向とバリュエーション

昨年 12 月から株価は大幅に上昇

ただし、マネックスグループに対して出遅れ

セレスの株価は、2023 年 12 月に入って上昇し、11 月末の 915 円から足元で約 90%上昇してきた。この間、日経平均が最高値を付けるなど、株式市場全体も大きく上昇したが、セレスの株価上昇は、主に暗号資産価格の上昇によるものであろう。

同社の株価推移を、ポイントサイトの GMO メディア、CARTA HOLDINGS、APS のファンコミュニケーションズ、暗号資産のマネックスグループなどの同業他社と比べると、圧倒的にマネックスグループとの連動性が高い。同社の株価をビットコイン価格と比べると、非常に高い相関関係があることがわかる。ただし、セレスの株価がこのところ好調とは言え、ビットコインの価格が過去最高値を更新する中、マネックスグループの株価はやはりピークに近くへ上昇しているのに対し、セレスの株価はそこまでは回復していない。

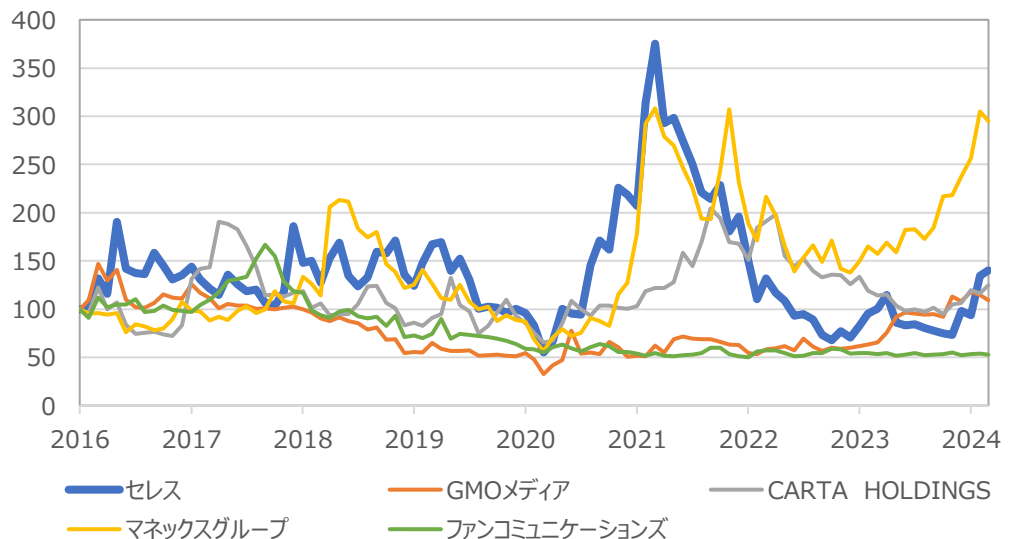
その要因としては、以下の 2 点が考えられよう。

第 1 に、マネックスグループ傘下のコインチェックが、ビットコインを中心に取り扱う取引所であるのに対し、セレスの持分法適用関連会社のビットバンクは、ビットコイン以外の銘柄の取り扱いが多いことに特徴がある。上記のように、ビットコイン以外の銘柄の価格はビットコインのように上昇しておらず、その分で遅れている可能性がある。また、子会社のマーキュリーはステーキングを主体に展開しているため、ビットコイン価格の影響をダイレクトには受けにくい。

第 2 に、セレスの現在の収益源であるモバイルサービスのうち、特に ASP などのインターネット広告の分野は需要が低調であったため、同業他社の株価が低調に推移していると同様、セレスの株価にも影響を与えている可能性はあろう。

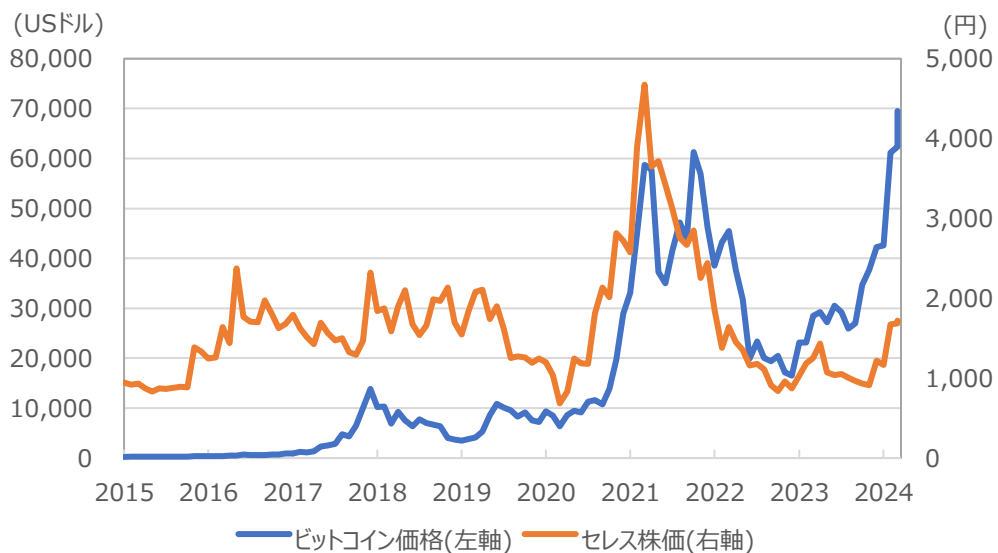
図表 29. 同業他社との株価比較

(2016年初=100)



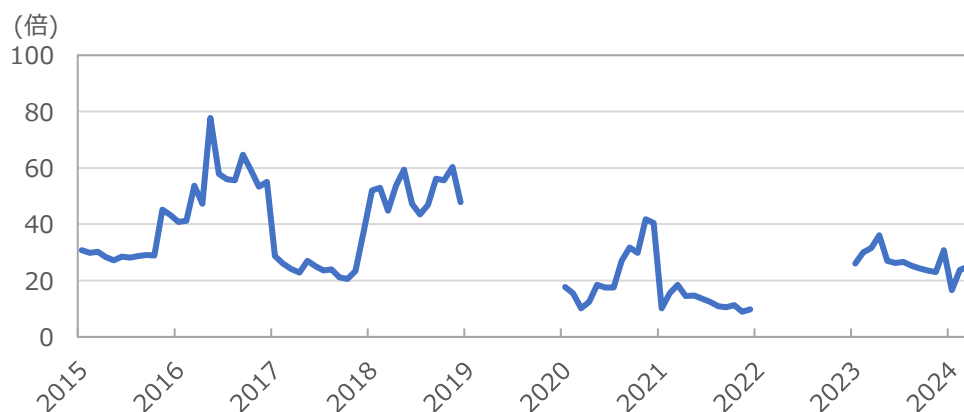
出所：ストラテジー・アドバイザーズ

図表 30. ビットコイン価格とセレスの株価



出所：Investing.com、ストラテジー・アドバイザーズ

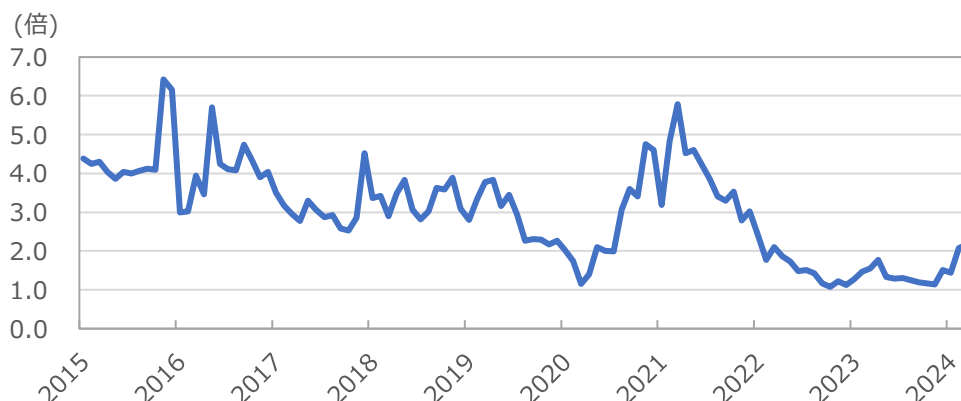
図表 31. PER の推移



注：利益水準が非常に低かった 2019 年、2022 年は除いている

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

図表 32. PBR の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

バリュエーション

セレスの収益は暗号資産の価格変動の影響を受けてボラティリティが大きい傾向にあり、19/12期や22/12期は、当期純利益がほぼ損益トントンの水準まで落ち込み、PERは非常に高くなった。それらの期間を除くと、過去5年間ではPERは15~40倍のレンジで推移している。現在の24/12期予想ベースのPERは23.4倍と上記のレンジではまだアップサイドがあると言える。PBRも2.0倍とこの2年間では高いが、過去のレンジでは高くない。なお、会社が2月9日に公表した「プライム上場維持基準の適合にむけた計画に基づく進捗状況」では、過去5年の業績予想発表翌営業日の予想PERの最小値が15.2倍、中央値が22.6倍としている。上記の我々の推定レンジと同様である。

同業他社との比較は難しいが、セレスのPERは、GMOメディアやファンコミュニケーションズなどのインターネット広告関連よりは高い水準にある。昨年12月以降、おそらく暗号資産価格上昇によりセレスの株価が大きく上げてきたためとみられる。

短期的な株価は、暗号資産価格の動向に左右される可能性が高いであろう。ビットコインやイーサリアムの価格がどこまで上昇するか、また他の銘柄の価格がどこまで追随するかが大きな変動要因となろう。中期的には、セレスのポイント事業での着実な成長、D2Cやファクタリングの拡大、暗号資産の先行投資の回収などのファンダメンタルが注目されよう。暗号資産価格の影響は続くであろうが、成長戦略が収益として顕在化すれば株価も一進一退のレンジ内での動きから上昇軌道へ転じることが期待される。

図表 33. 同業他社とのバリュエーション比較

会社名	コード	直近実績	株価	時価総額	PER	PBR	配当利回り	ROE
			(3/28) (円)	(百万円)	会社予想 (倍)	直近実績 (倍)	会社予想 (%)	直近実績 (%)
セレス	3696	23/12	1,743	19,893	24.9	2.2	1.1	5.0
GMOメディア	6180	23/12	3,095	5,391	12.8	2.3	3.9	16.2
CARTA HOLDINGS	3688	23/12	1,565	39,388	49.2	1.7	3.5	-9.3
ファンコミュニケーションズ	2461	23/12	399	26,433	17.5	1.5	4.8	6.9
マネックスグループ	8698	23/3	894	230,262	NA	2.3	NA	3.3

注：マネックスグループは会社予想を非開示

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

13. リスク要因

暗号資産と CVC は収益変動リスク

同社の事業は、暗号資産や CVC のように、事業の性質上、リスクを伴うものがある。特に暗号資産の価格はこれまでもそうであったように、今後も変動を繰り返すと予想される。このため、損益計算書の面では一定の収益変動が続くことが予想される。ただし、先術したように、バランスシートには余裕があり、またマネジメントもリスク管理は堅実に進んでいるとみられる。

マーキュリーは事業拡大のための投資を続けており、23/12 月期には、同事業のシステムなどに対して 3.8 億円の減損損失を計上している。経常利益段階に加え、当期純利益の段階でも CVC、暗号資産の事業については利益変動をもたらす要因になる。

14. ESG

1) ダイバーシティを推進するガバナンス体制

セレスは、連結子会社 8 社、持分法適用関連会社 1 社を有する。創業者で取締役社長の都木聡氏が 5.98%、都木社長が取締役をつとめるジュノー・アンド・カンパニーが 10.33%を保有する（2023 年 12 月末時点）。組織形態は、監査等委員会設置会社である。

2020 年に、取締役会の任意の諮問機関として、委員の過半数を独立社外取締役とする指名・報酬諮問委員会を設置している。取締役の選解任、代表取締役の選解任（後継者計画を含む）、役員報酬等について審議し、その内容を取締役に答申している。指名委員会、報酬委員会とも、3 名中 2 名が社外取締役である。

取締役 8 名中 3 名で、独立社外取締役は 37.5%である。監査等委員 3 名中、2 名が社外取締役である。コーポレートガバナンス・コード（CG コード、原則 4-8）では、独立社外取締役を少なくとも 3 分の 1 を求めており、CG コードの水準を満たしている。女性取締役は 1 名で、社内取締役（監査等委員）の千歳香奈氏が就任している（女性取締役比率は 12.5%）。

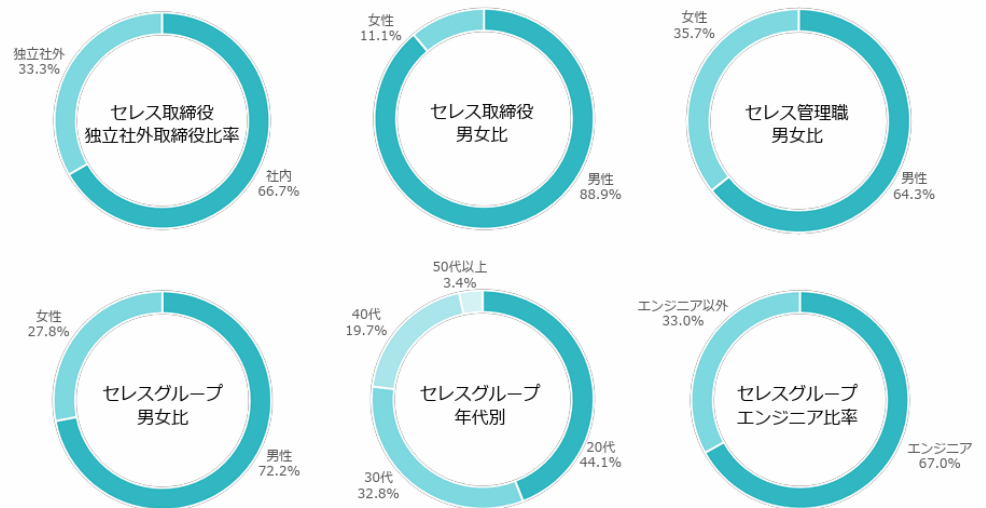
2024 年 3 月に提出されたコーポレートガバナンス報告書によると、CG コードの原則をすべて実施している。

ダイバーシティで先行

2023年12月期の有価証券報告書によれば、セレスの女性管理職比率は13.8%、女性従業員の比率は、27.8%である（2023年末時点）。東京商工リサーチの調査によると、2023年3月期決算の2,456社のうち、女性管理職比率は平均9.4%（記載企業1,706社）であり、セレスの比率は上場企業平均よりも高い水準である。

政府の女性版骨太の方針を受けて、東証は、上場規程を改正し、プライム市場上場企業に対して①2025年をめぐり、女性役員（取締役、監査役、執行役）を1名以上選任するよう努める、②2030年までに、女性役員の比率を30%以上とすることを旨とし、③これらの目標を達成するための行動計画策定を推奨する、と定めている。

図表 34. セレスのダイバーシティの推進（2023年末時点）



注：ここでの管理職は有価証券報告書とは異なる基準

出所：セレス「2023年12月期 決算説明資料」（2024年2月）

2) 中期経営計画におけるSDGsの取り組み

セレスは、「インターネットマーケティングを通じて豊かな世界を実現する」を経営理念に掲げる。2021年に公表された中期経営計画において、ポイント経済圏とブロックチェーンからなる「トークンエコノミー（代用通貨経済圏）」を創造し、社会経済活動の活性化をはかるプラットフォームとなることを中長期的な経営方針としている。

こうした経営理念、経営方針の下、2009年から、中国内モンゴルで植林活動を行うなど、環境対策を推進してきた。2021年に、SDGs 寄付プラットフォーム「モッピー×SDGs」を開設し、モッピー委員会によるSDGsの17個の目標ごとに22団体（中計開示時点は15団体）への寄付できるようになっている。中期経営計画において、推進しているSDGs、ESGは次表の通りである。

図表 35. セレスの中期経営計画における SDGs、ESG の推進

具体的な取り組み	SDGs への貢献
カーボンオフセット実施	グループで使用される電力に伴う CO2 を 100% オフセット
モリッビーの森 (植林)	内蒙古に植林し持続可能な森づくりで CO2 排出量を削減
JCLP・再エネ 100 宣言参画	100%再生可能エネルギーに転換する意思と行動を示し加盟
女性取締役・役職者の登用	女性取締役比率 11.1%、女性管理職比率 36.4%と高水準
社内人材育成	リーダー教育やエンジニア勉強会等の開催で社内人材を育成
高等教育支援活動	慶応義塾大学でブロックチェーン寄附講座を開設
障がい者雇用促進	民間企業の法定雇用率を達成しダイバーシティの充実を推進
各種委員会設置	コーポレートガバナンス強化のため監査等委員会や指名・報酬諮問委員会を設置

注：女性取締役比率、女性管理職比率は 2021 年 12 月末時点。

女性管理職比率は有価証券報告書とは異なる基準。

出所：セレス「中期経営計画 2026 (5ヶ年計画)」(2021 年 12 月)

3) セレスのサステナビリティ経営

セレスは、2022 年 9 月に、代表取締役社長を委員長とするサステナビリティ推進委員会を設置し、横断的かつ機動的にサステナビリティの推進に取り組んでいる。気候変動を含むサステナビリティ全般におけるリスク及び機会の識別・評価・管理およびマテリアリティについて、原則年 1 回審議し、内容を委員長から取締役会に報告する。

サステナビリティ推進委員会は、下記 7 つのマテリアリティを特定している。

- 自社サービスを通じた豊かな社会の実現への貢献
- オープンイノベーションによる社会課題解決・経済発展への貢献
- デジタル広告の公正な運用と業界の健全な発展への貢献
- 環境に配慮した製品・サービスの提供
- 多様な人材の活躍
- 情報セキュリティとプライバシー
- コーポレートガバナンスの強化

サステナビリティを巡る課題解決について、より効果的に経営資源を投入するために、上記 7 つのマテリアリティに注力する。気候変動などの地球環境問題への対応、従業員の健康・労働環境への配慮など、サステナビリティを巡る課題への対応は、リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題であると認識しているとする。

4) セレスの気候変動対策

前述の通り、2009 年より、砂漠化防止のため、中国蒙古における植林活動を行い、1,000 本の苗木を植林した。2021 年より、脱炭素社会の実現に向け、電力使用に伴う排出 CO2 を 100% オフセット (カーボンニュートラル) するとし、「日本気候リーダーズ・パートナーシップ」と「再エネ 100 宣言 Re Action」に加盟している。

7 つのマテリアリティ

TCFD 宣言に賛同

2023年7月に、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）提言に賛同を表明するとともに、TCFD コンソーシアムに参画した。2023年のサステナビリティレポートではTCFDに基づく開示を行っている。

GHG（温室効果ガス）プロトコルにより、スコープ1（自社が直接排出したGHG量）、スコープ2（供給される電気使用に伴って排出されるGHG量）における排出量を測定し、指標としている。スコープ1、およびスコープ2については、2021年度より排出量ゼロを達成している。

Webサービスで使用されるサーバーの電力、およびオフィスで使用される電力を、2021年度から100%再生可能エネルギー由来の電力に変更し、排出CO2の100%削減に取り組む。政府目標の2050年に先立ち「カーボンニュートラル」を達成している。スコープ3（原材料仕入れや販売後に排出されるGHG量）まで含めた排出量の測定と目標設定は実施していない。

PoSはPoWに比べて電力負担が少ない

グループ会社のマーキュリーが運営する暗号資産販売所「CoinTrade（コイントレード）」では、PoS（Proof of Stake）というコンセンサスアルゴリズムを用いる暗号資産でのみステーキングが可能である。ビットコインなどで採用されているPoW（Proof of Work）のように大量の電気と高性能なコンピューターを必要としないため、環境負荷が低い。

5) セレスの人的資本戦略

人材の多様性を重視

セレスは、中長期的な成長戦略として、自社運営メディアの強化に加え、新規メディアの立ち上げ、O2Oビジネスへの進出を進めている。成長戦略を担う人材には多様性を重視する方針である。競争の激しいインターネット分野で事業を展開しているため、将来社会インフラになる可能性のあるブロックチェーン技術にも積極的に投資し、人材の多様化を目指す。様々なバックボーンを有する優秀な人材がセレスに集結し影響しあうことでこれまでにない新しいアイデアが生み出されると考える。

人材育成のために、評価のしくみとして目標管理制度（MBO）を導入している。自らが設定した目標にコミットし、主体的に取り組む人材の育成を期待する。社員のスキルアップを支援すべく、職種や専門領域、役職などに応じて随時社内研修制度を開催し、社外研修制度への支援も行う。そして、幅広いキャリアパスを選択できる仕組みを構築している。

セレスには、会社にとってメリットとなるビジネスや制度、仕組み等に対して役員への提案は積極的に行われる文化がある。新卒の入社時研修で、自社の経営資源を活用した新規事業立案のプログラムを導入している。グループ会社のゆめみでは、「C.xO制度」「執行役員制度」「チャレンジ取締役制度」というユニークな制度を用意している。

「セレス人権方針」

セレスは、人権を尊重し、侵害しないよう「セレス人権方針」を設定している。そして、インフォーマルな社内コミュニケーションを促進するため、社内飲み会補助制度（コミ活）や社内部活制度がある。多様なワークスタイルを確保するため、子育て支援制度、フレックスタイム制度、事業特性に合わせたリアル・リモートワークの組み合わせ、低用量ピルの費用を全額補助する福利厚生制度、住宅手当などにより支援する。

また、2019年に、東京都より「TOKYO働き方改革宣言企業」として承認を受けている。働き方、休み方を改善するため、時間外労働時間1人あたり月平均20時間以下、年次有給休暇の取得率70%以上を目指す。

図表 36. 損益計算書

(百万円)	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12CoE
売上高	10,706	16,510	20,213	23,402	20,536	24,070	27,000
売上原価	6,398	11,416	13,967	15,629	12,472	13,483	
売上総利益	4,308	5,094	6,246	7,773	8,063	10,587	
売上高総利益率	40.2%	30.9%	30.9%	33.2%	39.3%	44.0%	
販売管理費	3,086	4,213	4,749	5,467	6,816	9,468	
営業利益	1,229	880	1,496	2,305	1,246	1,118	1,600
売上高営業利益率	11.5%	5.3%	7.4%	9.8%	6.1%	4.6%	5.9%
営業外収益	1	11	357	1,220	13	147	
受取利息・配当金	0	5	9	7	0	0	
持分法投資利益	0	0	238	963	0	78	
暗号資産売却益	0	4	0	156	0	0	
暗号資産評価益	0	0	73	19	0	0	
その他	1	2	37	75	13	69	
営業外費用	1,225	100	37	26	580	48	
支払利息・割引料	5	10	12	14	20	25	
持分法投資損失	690	49	0	0	489	0	
暗号資産評価損	520	4	0	0	0	0	
その他	10	37	25	12	71	23	
経常利益	-2	792	1,816	3,499	679	1,217	1,600
売上高経常利益率	0.0%	4.8%	9.0%	15.0%	3.3%	5.1%	5.9%
特別利益	244	1	8	896	43	0	
特別損失	178	340	327	389	1	387	
税前利益	64	452	1,496	4,005	721	830	
法人税・住民税・事業税	399	302	704	1,142	910	660	
法人税等調整額	-102	6	-55	-80	-304	-328	
法人税等合計	221	309	649	1,062	606	332	
(法人税率)	345.3%	68.4%	43.4%	26.5%	84.0%	40.0%	
当期純利益	-232	74	744	2,775	46	451	800
売上高当期純利益率	-2.2%	0.4%	3.7%	11.9%	0.2%	1.9%	3.0%
EPS (円)	-28.7	6.8	67.3	251.8	4.1	39.6	70.1
有形・無形固定資産投資	55	320	243	352	70	343	0
減価償却費・のれん償却額	106	302	403	196	426	525	
キャッシュフロー	-126	376	1,147	2,971	472	976	
CFPS (円)	-11	34.0	104.3	269.5	41.8	85.6	
ROE	-6.4%	1.2%	11.8%	35.6%	0.5%	5.0%	
ROIC	NM	3.1%	8.9%	14.5%	1.4%	4.3%	
配当金 (円)	5	14	18	40	20	20	20
期中平均株式数 (百万株)	11.0	11.0	11.0	11.0	11.3	11.4	
期末株式数 (百万株)	10.9	11.1	11.1	11.2	11.4	11.4	

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 37. 貸借対照表

(百万円)	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12
流動資産	7,668	8,342	11,517	13,163	14,413	17,586
現金及び預金	4,367	3,941	6,087	6,842	6,547	8,112
受取手形及び売掛金	1,769	2,457	2,778	2,866	3,545	3,643
営業投資有価証券	868	1,279	1,804	2,300	2,744	2,976
棚卸	448	249	259	247	460	554
その他	216	416	589	908	1,133	2,339
貸倒引当金	0	0	0	0	-16	-38
固定資産	4,248	4,560	4,709	7,071	8,183	8,328
有形固定資産	229	413	296	261	263	361
無形固定資産	1,791	1,347	1,395	1,178	2,129	1,729
のれん	1,623	1,200	938	1,034	1,743	1,537
その他	168	147	0	19	386	192
投資その他	2,227	2,799	3,017	5,632	5,790	6,236
投資有価証券	274	380	562	835	1,095	1,139
関係会社株式	801	722	872	3,604	3,116	3,194
繰延税金資産	726	657	667	835	1,111	1,435
その他	461	1,044	925	365	471	471
総資産	11,917	12,902	16,227	20,234	22,597	25,915
流動負債	4,161	4,710	7,471	8,924	10,558	13,451
買掛金	479	756	1,024	934	832	783
有利子負債	1,736	1,511	2,276	2,846	3,713	5,048
未払法人税	256	338	1,657	1,639	1,343	1,434
ポイント引当金	1,021	1,322	1,693	2,283	3,182	3,921
賞与引当金	31	0	30	50	30	30
その他	638	783	791	1,172	1,458	2,235
固定負債	1,317	1,610	1,663	1,490	2,342	2,417
有利子負債	1,251	1,493	1,546	1,369	2,172	2,314
資産除却債務	58	70	70	70	16	0
その他	8	47	47	51	154	103
純資産	6,437	6,581	7,091	9,819	9,696	10,045
株主資本	5,979	5,933	6,250	9,001	8,761	9,025
資本金・剰余金	4,134	4,173	4,236	4,410	4,572	4,613
利益剰余金	1,852	1,768	2,321	4,899	4,496	4,719
自己株式	-7	-7	-307	-307	-307	-307
その他包括利益累計額	29	166	260	70	120	158
新株予約権	8	7	4	3	1	1
非支配株主持分	420	473	576	744	813	860
総資産	11,917	12,902	16,227	20,234	22,597	25,915
有利子負債	2,987	3,004	3,822	4,215	5,885	7,362
自己資本比率	50.4%	47.3%	40.1%	44.8%	39.3%	35.4%
D/Eレシオ	0.50	0.49	0.59	0.46	0.66	0.80

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 38. キャッシュフロー表

(百万円)	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12
営業活動によるキャッシュフロー						
税引前利益	64	452	1,496	4,006	721	830
減価償却費	85	119	122	184	190	272
のれん償却額	143	153	131	111	183	205
ポイント引当金増減	271	301	371	589	899	738
持分法による投資損益	690	49	-238	-963	489	-78
減損損失	89	320	0	0	0	343
暗号資産評価損益	520	4	-73	-19	32	0
暗号資産売却損益	0	0	0	-156	0	0
売上債権増減額	-603	-661	-297	-72	-666	-148
営業投資有価証券増減額	-411	-228	-514	-660	-385	-170
仕入債務増減額	232	277	266	-96	-101	-48
法人税等支払額	-405	-485	-174	-931	-1,357	-811
その他	-180	469	1,168	-831	96	-72
合計	495	770	2,258	1,162	101	1,061
投資活動によるキャッシュフロー						
有形固定資産の取得による支出	-25	-258	-40	-73	-123	-269
無形固定資産の取得による支出	-69	-70	-361	-105	-292	-234
投資有価証券の取得による支出	-175	-119	-64	-487	-290	-106
その他	-1,193	-670	-17	-122	-1,270	-235
合計	-1,462	-1,117	-482	-787	-1,685	-738
財務活動によるキャッシュフロー						
短期借入金の純増減額	1,150	-350	500	550	600	963
長期借入金の純増減額	606	165	425	37	1,129	569
社債の増減	-30	265	-130	-110	-190	-70
自己株式の取得による支出	0	0	-299	0	0	0
配当金の支払額	-130	-154	-154	-197	-448	-227
その他	101	-9	21	128	100	-2
合計	1,697	-83	363	408	1,191	1,233
キャッシュ増減額	730	-430	2,139	783	-391	1,555
キャッシュ期首残高	3,596	4,327	3,946	6,097	6,883	6,491
新規連結等によるキャッシュ増減	0	49	11	2	0	4
キャッシュ期末残高	4,327	3,946	6,097	6,883	6,491	8,051

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性があります。あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号