

25/12 期中間期は「モッピー」を中心にモバイルサービスが好調。暗号資産は回復待ちだが、モバイルサービスの垂直統合モデル強化の動きを評価

セレス（以下、同社）の25/12期中間期（以下、H1）の売上高は前年同期比20.6%増、営業利益は同80.1%増と大幅に拡大した。一方、持分法適用関連会社のビットバンクが赤字となり、経常利益は同0.1%減であった。モバイルサービスが好調だった一方で、フィナンシャルサービスは1-3月の暗号資産価格下落の影響を受けた。

モバイルサービスの主力の「モッピー」は、H1の売上高が前年同期比37.1%増と大幅に拡大し、粗利益額も大きく伸びた。大手銀行のデジタル口座開設など、金融関係の売上の大幅な増加が継続したようだ。

フィナンシャルサービスは、暗号資産交換業を手掛けるマーキュリー、持分法適用関連会社ビットバンクの収益がともに厳しかった。2024年12月末から2025年3月末にかけて暗号資産時価総額が18.3%下落した影響が大きかった。ただし、4月下旬以降は暗号資産価格も回復しており、フィナンシャルサービスの業績回復を待つ局面と言える。

DX事業の子会社のゆめみの全株式を売却し、ほぼ同時期にモバイルサービスに関連する4件のM&Aあるいは資本業務提携を実施し、「選択と集中」を行う形での事業ポートフォリオの入れ替えを実施した。ストラテジー・アドバイザーズでは、広告主（D2C）、広告代理、メディア（ポイントサイト）の全機能を垂直統合した体制と、それを可能としているポイント設計ノウハウが、他社に真似されることのない、同社の模倣困難性としている。直近の動きは、同社の模倣困難性が強化されるものとして評価したい。

株価は2024年12月に直近高値を付けた後、暗号資産価格の低下に伴い調整してきた。4月下旬以降の暗号資産価格が上昇に転じても株価の戻りは鈍く、足元のバリュエーションは同業他社と比べて低位にある。暗号資産業界での同社のポジションが強化される方向にあること、モバイルサービスにおける同社の模倣困難性が強化されていることから、同社に対する再評価が進めば、バリュエーションの上昇を伴う株価上昇が期待されよう。

株価・出来高(1年間)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(9/12)	2,438
52週間高値(24/12/16)	3,700
52週間安値(24/9/17)	1,246
上場来高値(21/3/18)	5,110
上場来安値(20/3/19)	558
発行済株式数(百万株)	11.5
時価総額(十億円)	28.1
EV(十億円)	25.1
自己資本比率(24/12、%)	33.8
ROE(24/12実績、%)	14.6
PER(25/12会予、倍)	8.4
PBR(24/12実績、倍)	2.5
配当利回り(25/12会予、%)	2.5

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)
24/12 H1	13,151	17.2	811	74.1	1,069	101.2	673	90.1	58.77	-
25/12 H1	15,854	20.6	1,461	80.1	1,068	-0.1	1,552	130.6	134.77	-
21/12	23,402	15.8	2,305	54.0	3,499	92.7	2,775	272.7	251.7	40.0
22/12	20,536	-	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	39.5	20.0
24/12	27,706	15.1	2,228	99.2	2,677	119.8	1,480	228.2	128.9	60.0
25/12 会社予想	28,400	2.5	2,850	27.9	3,250	21.4	3,350	126.4	291.0	60.0

注：22/12期は新収益認識基準の採用により、売上高の前年比はなし

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

1. 25/12 期中間期は引き続きポイント事業が牽引

中間期は前年同期比増収・営業増益だが、ビットバンクの赤字により経常利益は微減

セレス（以下、同社）の 25/12 期中間期（以下、H1）決算は、売上高が前年同期比 20.6%増の 158.5 億円、EBITDA が同 187.3%増の 35.6 億円、営業利益が同 80.1%増の 14.6 億円となった。持分法適用関連会社のビットバンクが赤字となって持分法による投資損失 3.5 億円が発生し、経常利益は同 0.1%減の 10.6 億円となったが、ゆめみの売却により関係会社株式売却益 22.6 億円が特別利益として計上されたため、親会社株主に帰属する中間期純利益は同 130.6%増の 15.5 億円となった。

25/12 期通期会社計画に対する進捗率は、売上高で 55.8%、EBITDA で 58.9%、営業利益で 51.3%、経常利益で 32.9%、親会社株主に帰属する当期純利益で 46.3%である。

**モバイルサービス事業の増収増益と
フィナンシャルサービス事業の営業赤字という状況**

セグメント別では、モバイルサービス事業の売上高が前年同期比 21.7%増、セグメント利益が同 45.7%増と大幅に拡大した。サブセグメントでは D2C が主力製品の前期の急拡大後の反動減の影響を受けたものの、ポイントと DX が大幅に収益を伸ばした。フィナンシャルサービス事業は、子会社のマーキュリーが赤字となり、セグメント利益は▲5.9 億円の赤字となった。

**DX 事業の譲渡資金で新たな M&A
を実施。選択と集中が明確になった
事業ポートフォリオの入れ替わり**

同社は、第 1 四半期（以下、Q1）決算発表時に公表した、DX 事業の子会社ゆめみの譲渡を 5 月 30 日に完了した。

一方、D2C における DINETTE のグループ会社化（5 月 29 日公表）とエムコーポレーションの完全子会社化（6 月 30 日公表）が、ポイントにおける Point Income 譲受契約締結（7 月 18 日公表）があり、事業ポートフォリオの入れ替わりがあった。

**DX 事業の譲渡完了によって
2025 年 5 月に修正された会社
予想は中間決算時点では据え置き**

ゆめみの譲渡完了の影響を織り込み、同社は 5 月 30 日に業績予想を修正した。ゆめみは 25/12 期 H1 のみの貢献となり、下期は連結対象から外れる。このため、売上高は 307.0 億円から 284.0 億円へ、営業利益は 30.0 億円から 28.5 億円へ修正された。一方、特別利益として関係会社株式売却益 22.6 億円が計上されることから、親会社株主に帰属する当期純利益の予想は 21.0 億円から 33.5 億円へ修正となった。この業績予想は、中間決算時点では据え置かれている。

図表 1. 25/12 期 中間期決算のセグメント別動向(百万円)

セグメント	25/12 Q1	25/12 Q2	YoY 増減	QoQ 増減	25/12 H1 (A)	YoY 増減	進捗率 (A)/(B)	25/12 通期CoE (B)	YoY 増減
売上高	7,686	8,168	27.0%	6.3%	15,854	20.6%	55.8%	28,400	2.5%
モバイルサービス事業	7,523	7,740	23.5%	2.9%	15,263	21.7%	52.9%	28,845	10.2%
ポイント	4,934	4,551	31.8%	-7.8%	9,485	35.4%	54.5%	17,410	20.9%
D2C	1,113	1,522	-12.9%	36.7%	2,636	-24.7%	42.0%	6,270	-10.9%
DX	1,481	1,671	48.4%	12.8%	3,153	49.4%	105.1%	3,000	-38.3%
フィナンシャルサービス事業	162	430	155.3%	165.4%	593	-3.7%	31.7%	1,870	22.1%
営業利益	860	601	512.2%	-30.1%	1,461	80.1%	51.3%	2,850	27.9%
モバイルサービス事業	1,539	1,240	57.1%	-19.4%	2,780	45.7%	59.0%	4,710	7.2%
ポイント	1,152	937	33.0%	-18.7%	2,089	40.5%	60.6%	3,450	9.7%
D2C	129	46	-68.7%	-64.3%	176	-64.0%	20.2%	870	-6.7%
DX	290	309	-	6.6%	599	-	157.6%	380	-14.8%
フィナンシャルサービス事業	-357	-237	-	-33.6%	-595	-	124.0%	-480	-51.6%
調整額	-321	-401	-	24.9%	-723	-	58.8%	-1,230	4.6%
持分法投資損益	-474	115	-	-	-359	-	-	NA	NA

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2. モバイルサービス事業

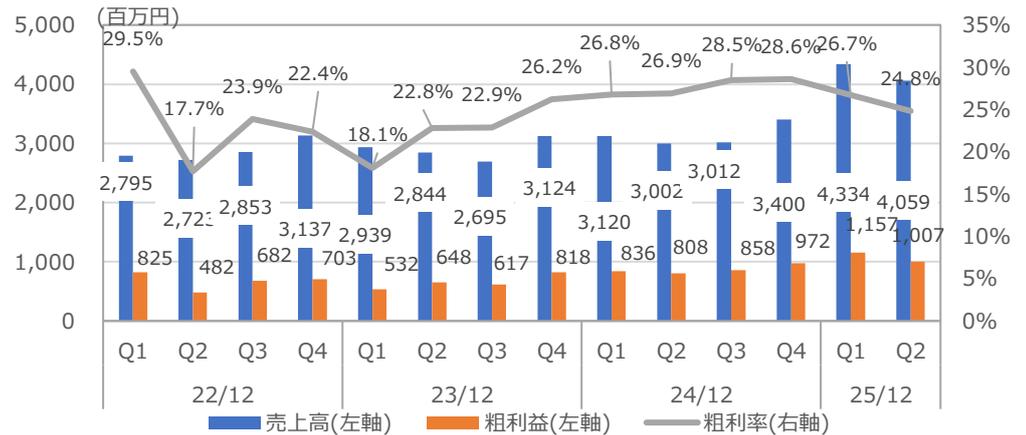
1) ポイントが好調

「モッピー」の収益拡大が牽引

H1の「モッピー」の売上高は、前年同期比37.1%増の83.9億円と大幅に増加した。アクティブ会員数がQ1で同12.0%増の589万人、Q2で同11.2%増の604万人と堅調な増加を示している。また、ARPU(アクティブ会員1人当たりの平均売上)もQ1で同25.2%増の746円、Q2で同21.2%増の680円と高水準を維持している。Q1に引き続き、産業別では銀行や証券などの金融機関向けの売上が全体を牽引した模様である。大手銀行のデジタル口座開設や証券会社のNISA口座開設など、金融商品の拡充に伴い、「モッピー」を通じての購買が続いているとみられる。

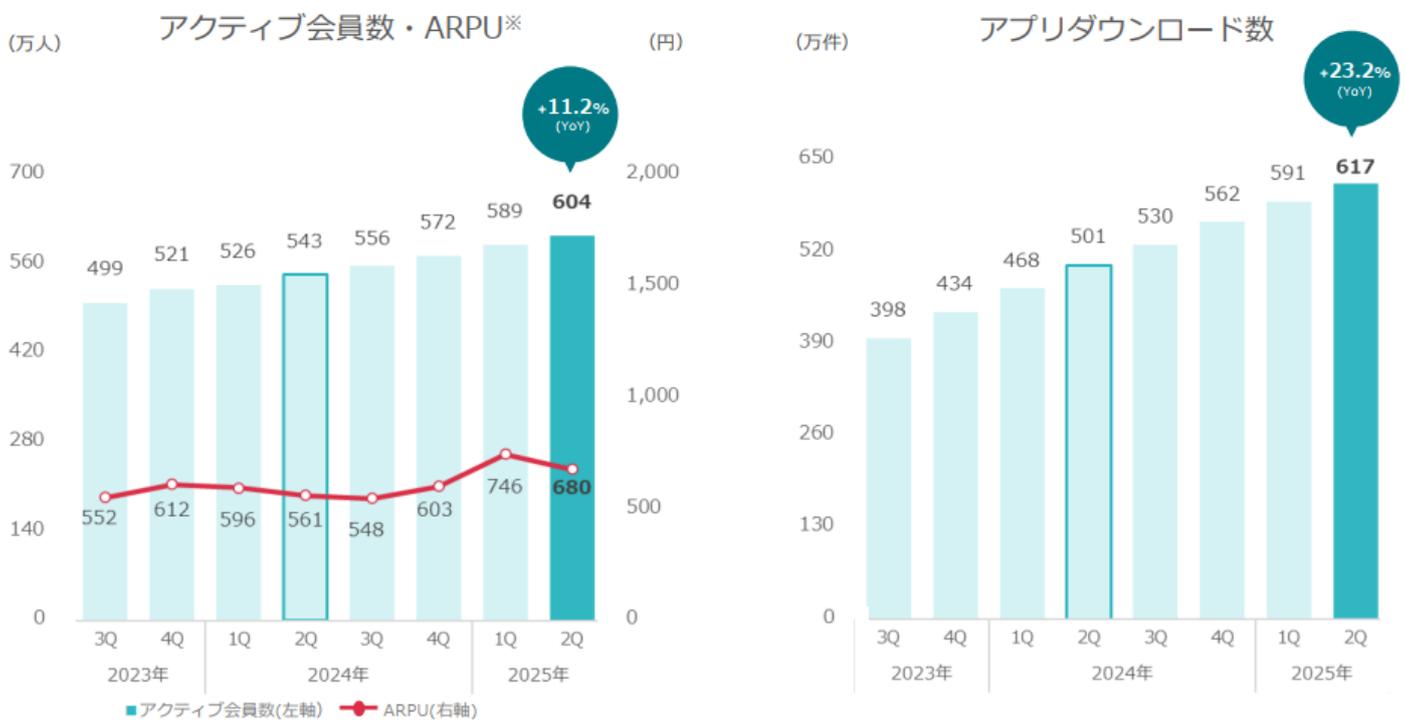
金融案件は単価が高い分ポイント還元率が高く、原価率は高めとなる。粗利率はQ1で26.7%と高水準を維持したものの、Q2で24.8%と低下した。しかし、社内のASP(Affiliate Service Provider)であるAD.TRACKを経由した売上高が増加基調にあることが、利益率を支えていると推察される。粗利益はH1に21.5億円(前年同期比31.6%増)、四半期別にはQ1に11.5億円(前年同期比38.4%増)、Q2に10.0億円(同24.6%増)で推移したと推定され、高単価である金融案件の増加が売上総利益の増加につながっている状況がうかがえる。

図表 2. 「モッピー」の売上高と粗利率 (四半期ベース)



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 3. 「モッピー」のアクティブ会員数の推移



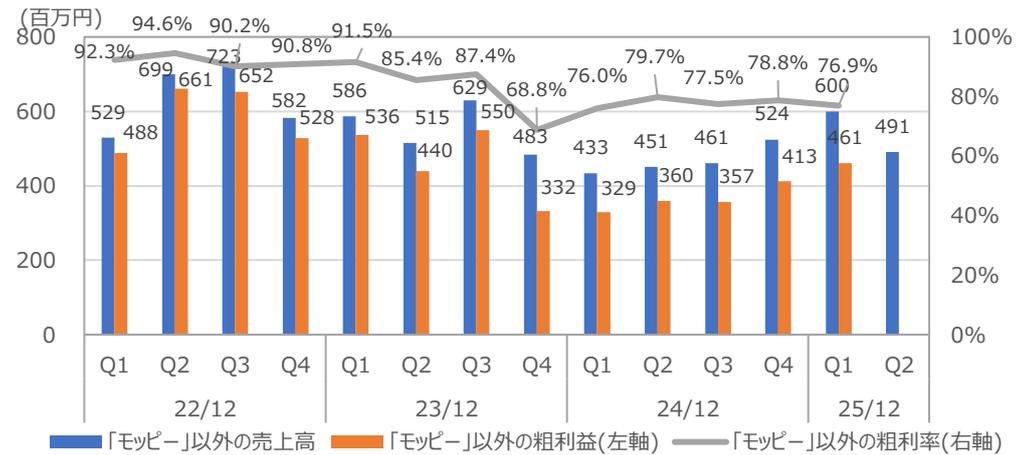
※ ARPUは、モッピーの四半期売上高を期中平均のモッピーアクティブ会員数で除して算出しております。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

「モッピー」以外にも収益は増加

ポイント事業の中の「モッピー」以外の収益も増加した。「モッピー」を除く売上高は、H1で前年同期比23.4%増の10.9億円、四半期別にはQ1で同38.6%増の6.0億円、Q2で同8.9%増の4.9億円であったと推定される。

図表 4. 「モッピー」以外のポイント事業の売上高と粗利率(四半期ベース)



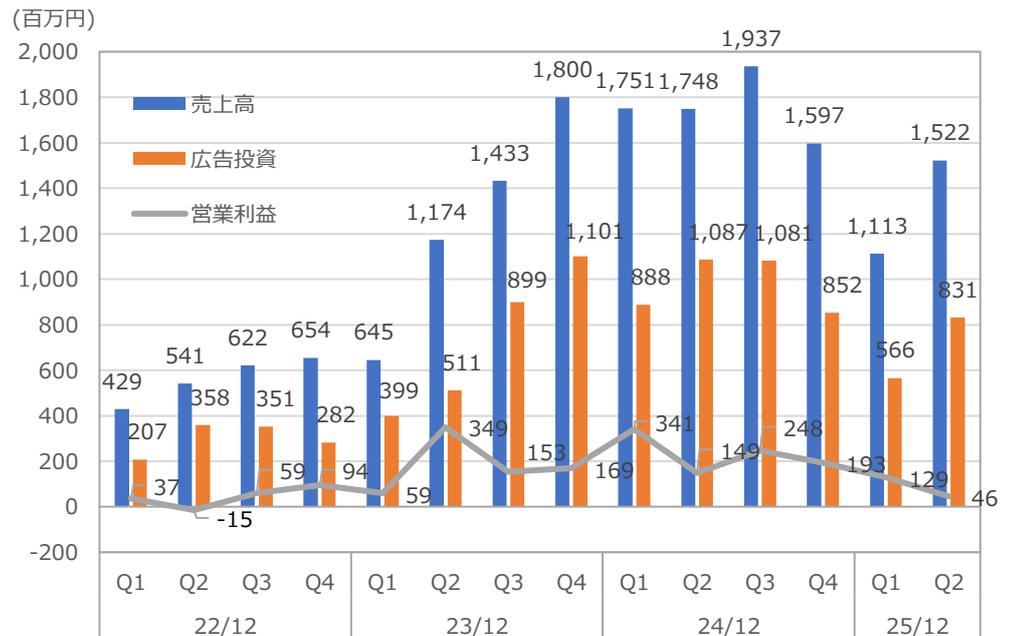
注：粗利益は会社開示の売上高と粗利率から計算。25/12 期 Q2 は粗利益の開示なし
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) D2C は最悪期を脱した可能性

H1 の D2C は大幅な減収減益だが最悪期を脱した可能性

25/12 期 H1 の D2C の売上高は前年同期比 24.7%減の 26.3 億円、営業利益は同 64.0%減の 1.7 億円と大幅に減少した。前期に急拡大した高機能インソールの「ピットソール」は、EC モールにおける転売や模造品の被害等の影響により顧客獲得コストが上昇し、十分な広告投資が実施できずに、Q1 において売上高が大幅に減少した。しかし、プロモーションの捩入れと転売・模造品対策の推進、SKU (Stock Keeping Unit、受発注や在庫管理のための最小単位) 数の拡大によって Q2 に回復に向かい、最悪期は脱したように見える。

図表 5. D2C 事業の動向 (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

3) DX 事業

DX 事業の収益は大幅に回復

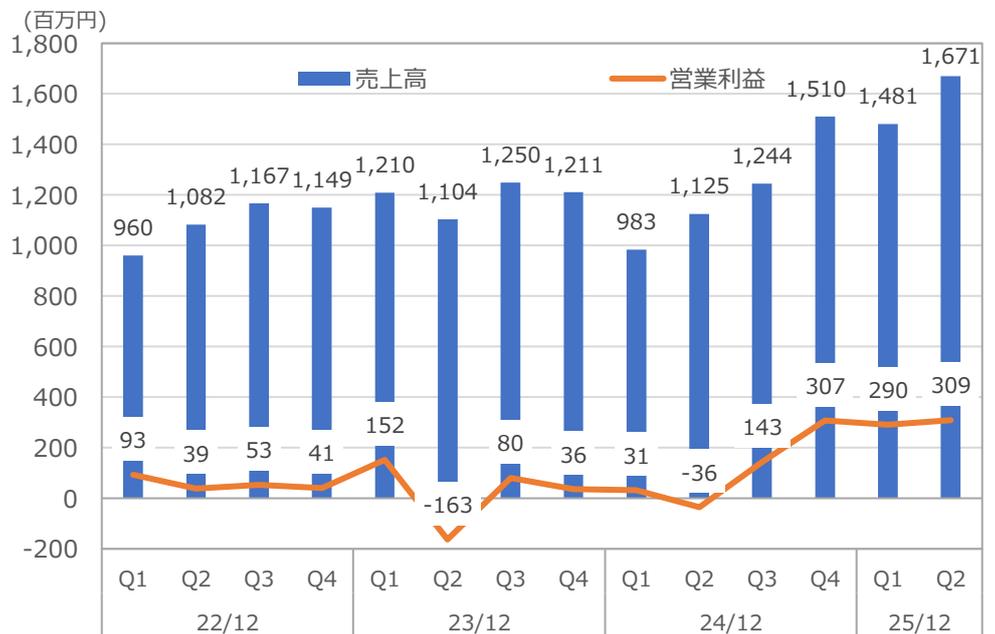
しかしポイント事業とのシナジーが十分に得られなかったとして、ゆめみの全株式を譲渡し、DX 事業は消失

子会社のゆめみが行っている DX 事業は、停滞期から脱し、収益が大幅に増加している。25/12 期 H1 の売上高は前年同期比 49.4%増の 31.5 億円、営業利益は前年同期の▲4 百万円の赤字から 5.9 億円の黒字へと大きく回復した。24/12 以降、比較的小型のデザインなどの案件の受注獲得に努め、エンジニアの稼働率を高めることに成功したことが要因である。

前述の通り、同社は 49.8%を保有する子会社ゆめみの株式をすべてアクセンチュアに譲渡した。ゆめみの業績は回復したものの、当初狙っていたようなポイント事業とのシナジーは十分に得られなかったと判断したことによる。ゆめみにとっても、アクセンチュアの傘下となることで成長ポテンシャルが拡大すると判断された模様である。

ゆめみの全株式の譲渡により、25/12 期下期からゆめみの業績は連結決算から外れ、DX 事業は消失する。譲渡額は 37 億円であり、連結ベースで関係会社株式売却益 23 億円が発生する。同社としては、今回の譲渡によって得られた資金を活かして、ポイント・D2C の垂直統合モデルを強化するためのロールアップ型の M&A を推進するとともに、暗号資産に戦略的に投資を行っていく方針であり、実際に 5 月から 7 月にかけて、複数の M&A 及び資本提携を実施したことを開示している。

図表 6. ゆめみ(DX)の収益動向(四半期ベース)



出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

3. フィナンシャルサービス事業

1) 特に第1四半期の暗号資産価格下落の影響を受ける

マーキュリーと関連会社のビットバンクの収益が減少

暗号資産販売所を手掛けるマーキュリーのH1業績は、営業収益が▲0.88億円、営業損益が▲5.0億円となり、前年同期のそれぞれ▲0.42億円、▲4.7億円から悪化した。営業収益が赤字となるのは、自己保有の暗号資産について、評価・売却損益を計上するためである。関連会社ビットバンクの持分法投資損益も▲3.5億円と、前年同期の2.3億円の黒字から大幅な減益となった。

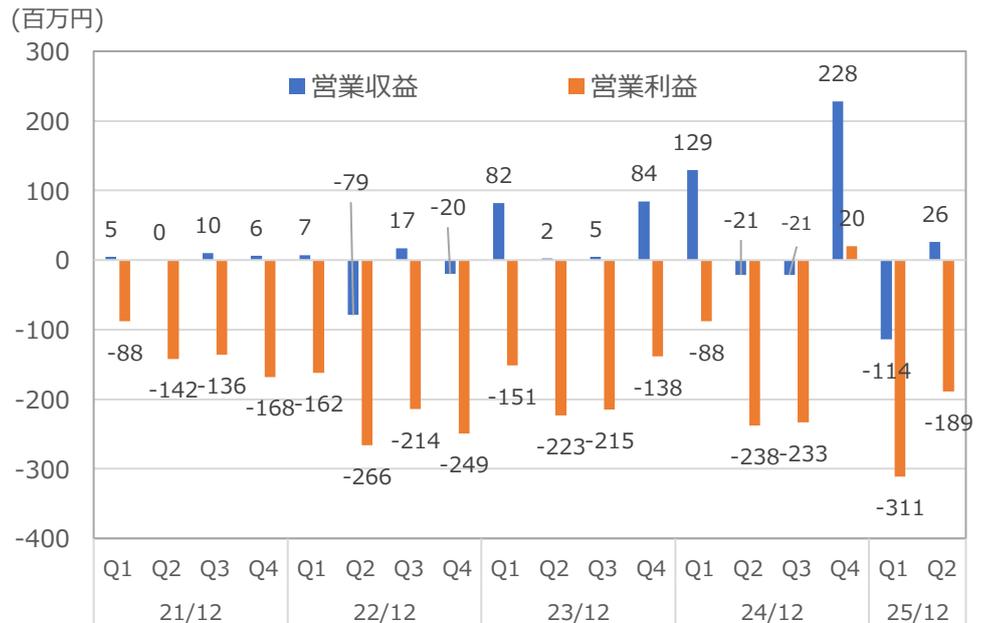
なお、四半期別にみると、マーキュリーの営業収益と営業損益はそれぞれ、Q1で▲1.14億円、▲3.11億円、Q2で0.26億円、▲1.89億円と推移した。ビットバンクの持分法投資損益も、Q1で▲4.7億円、Q2で1.1億円と推移しており、主にQ1における暗号資産価格の下落が大きく影響したと推定される。

Q1に大きく下落した暗号資産の時価総額はQ2に需給が改善したBitcoin主導で反発

暗号資産の時価総額は、24/12期末から25/12期Q1末にかけて約18%下落した。2024年11月の米国大統領選で、暗号資産にポジティブなスタンスのトランプ氏が勝利したことを受けて、暗号資産市況が大きく上昇していたが、その反動減で、Q1はやや大きい下落となった。

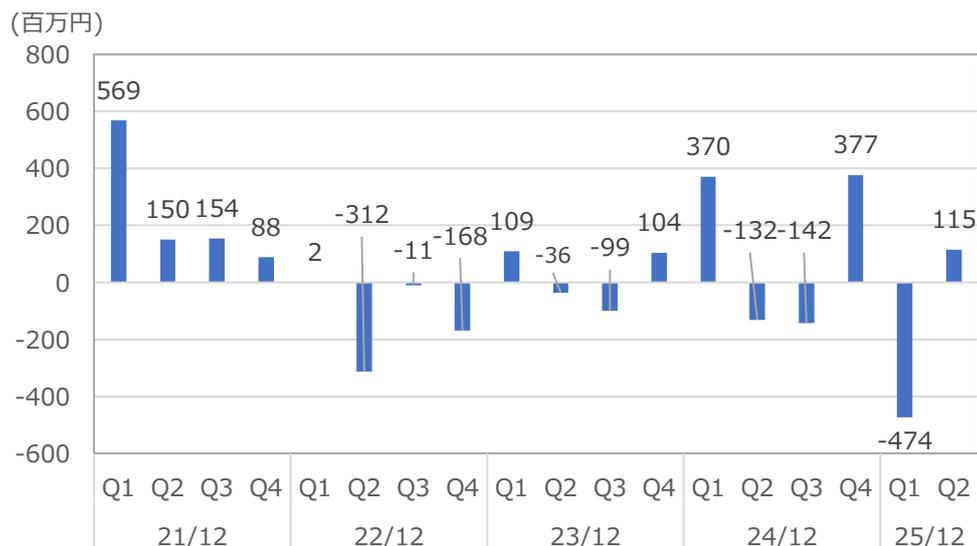
Q2に入ると、ビットコイン現物ETFへの資金流入が再加速して需給が改善したことに加え、コインベースのS&P500採用等の象徴的イベントがあった。Q1末からQ2末にかけて、暗号資産の時価総額は約24%回復し、ビットコインは10万ドル超で史上最高値更新となるなど、ビットコイン主導の反発局面となった。

図表 7. マーキュリーの収益動向



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 8. 持分法投資損益 (ビットバンク)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

暗号資産市場は基本的にポジティブな環境が続く見通し

暗号資産市場については、今後も基本的にはポジティブな環境が続くとみられる。ビットコインはETF 資金流入の再加速や規制環境の整備を背景に 12 万ドル超の史上高値を更新しており、更なる上昇余地も期待されている。イーサリアムもステーキング需要や制度整備への期待から反発基調を維持していると見られる。米国ではステーブルコイン規制法が成立し、市場インフラも強化されており、今後は伝統的金融との結びつきが一層進む可能性がある。

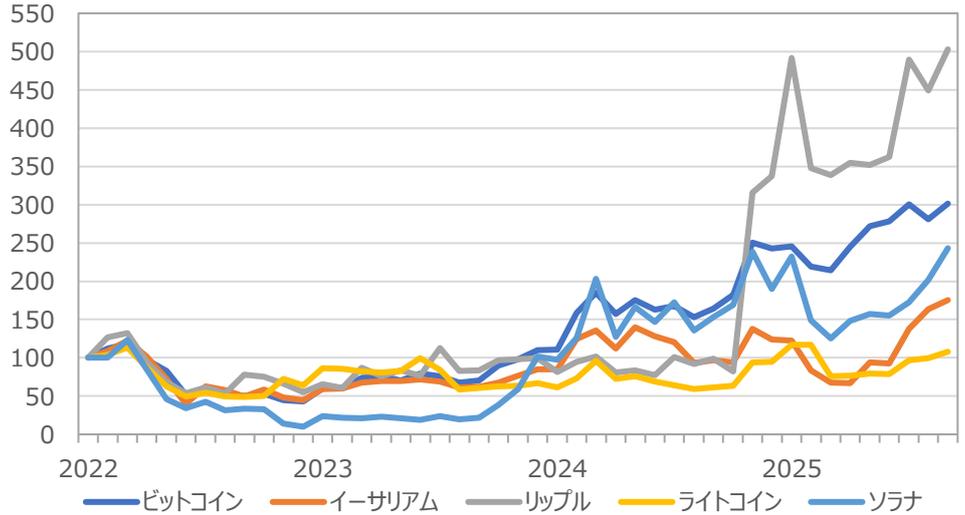
日本では金商法の対象となる見通し

日本では、暗号資産を、従来の資金決済法ではなく、金融商品取引法（金商法）のみで規制する検討が進んでいる。金商法における投資対象となると、現行の総合課税（雑所得、最大 55%）から、株式等と同様に 20%の申告分離課税への移行が視野に入り、損失の繰越控除（最大 3 年）の導入も検討されている。

これらが実現すれば、暗号資産と ETF との税制格差が解消され、暗号資産 ETF の国内導入も現実味を帯びることになり、暗号資産市場への資金流入が増加することが期待されよう。一方で、金商法への移行により情報開示や資産保護等の規制強化が進み、業界の再編につながることも考えられる。こうした動きは、暗号資産交換業を営むマーキュリーや関連会社のビットバンクにとっては、業界におけるポジションを高める機会になるなどの追い風になると考えられる。

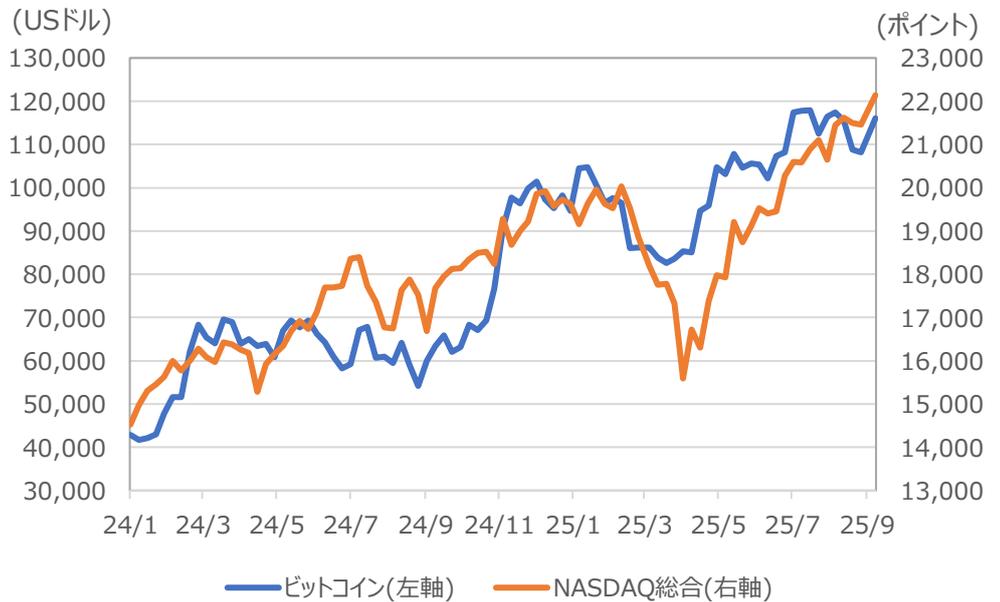
図表 9. 主要暗号資産の価格推移

(2021年末 = 100)



出所： Investing.com、ストラテジー・アドバイザーズ

図表 10. ビットコインの価格と NASDAQ 総合指数



出所： Investing.com、ストラテジー・アドバイザーズ

2) ラボルは急速に成長

ラボルは大幅に売上高を増やし、赤字額も縮小

オンラインファクタリングのラボルは、ファクタリングのGMV（Gross Merchandise Value：流通取引総額）が増加し、25/12期H1の売上高は前年同期比77.6%増と大幅に増加した。投資が続いているため、依然赤字とみられるが、赤字額は縮小した模様である。なお、IPOを準備中である。

また、投資育成事業（CVC）は、前年同期比0.6円の増益であった。

4. 25/12 期業績見通し

5 月に修正された会社予想は H1 決算時点では据え置き

25/12 期について、同社は、売上高 284.0 億円（前期比 2.5%増）、EBITDA60.5 億円（同 92.3%増）、営業利益 28.5 億円（同 27.9%増）、経常利益 32.5 億円（同 21.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 33.5 億円（同 126.2%増）と予想している。

前述の通り、同社は子会社のゆめみの株式譲渡の影響を考慮し、5 月 30 日に通期の業績予想を上記の通りに修正した。H1 決算発表時点で、修正後の通期予想は据え置かれている。

既存のモバイルサービスの進捗は順調の模様

上記の 25/12 期通期予想の事業別の内訳の開示はない。ただし、「モッピー」が牽引する形で H1 のモバイルサービスの通期予想に対する進捗は高かった模様である。既存サービスの状況が続くことが期待されるのに加え、後述する通り、D2C とポイントの両領域で M&A を実施した影響が 25/12 期の後半に加わってくる予定である。

H1 で進捗の低かったフィナンシャルサービスは収益回復を期待

一方、フィナンシャルサービスは、Q1 の暗号資産価格の停滞により、売上高の進捗率は低く、また営業利益は赤字となった。

フィナンシャルサービスの中心を占める暗号資産関連ビジネスは、マーキュリーにおけるステーキングなどでの差別化、銘柄数の拡大、投資の継続など、事業の強化は着実に進んでいるとみられる。それでも、短期的な業績という観点では、25/12 期会社予想の達成のためには、暗号資産の価格上昇が必要と考えられる。実際、ビットコインをはじめとして暗号資産の価格は 3 月末に比べて足元までは上昇しており、このまま推移すればフィナンシャルサービスの収益が回復していくことが期待される。

以上から、25/12 期の会社全体の業績については、フィナンシャルサービスの中の暗号資産の収益動向が鍵を握ることになる。一方、モバイルサービス事業は D2C 分野の回復動向次第の部分はあるものの、既存のポイント分野の拡大が続く見通しから、全体として業績拡大の見通しの確度は高いとみられる。

実施済みの M&A や提携による影響は現在精査中

子会社ゆめみの譲渡による税引後キャッシュ 27.5 億円の活用として、既に 4 件の M&A あるいは資本業務提携を公表している。

D2C 分野：コスメブランドを扱う DINETTE をグループ会社化（6 月 5 日公表）

D2C 分野：スキンケアブランドを扱うエムコーポレーションの完全子会社化（6 月 27 日公表）

ポイント分野：サイバー・バズ（7069 東証グロス）と資本業務提携（6 月 30 日公表）

ポイント分野：「Point Income」の譲受契約締結（7 月 18 日公表）

それぞれについて具体的な取得額の等の開示はないが、DINETTE とエムコーポレーションについては、第 3 四半期から、「Point Income」は 2025 年 9 月 1 日から同社の連結業績に取り込まれる（業績への具体的な影響は現在精査中）。

5. 同業他社の動向

「モッピー」の伸びは他社サービスを上回る

ポイント事業の同業他社としては、ポイントサイトの「Point Town」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)等が挙げられる。

GMO メディアの決算では、「Point Town」を含むメディア事業の 25/12 期 H1 の売上高は前年同期比 11.6%増の 32.7 億円、営業利益が同 39.9%増の 4.7 億円であった。メディア事業のうち、ポイント関連の Q2 (4~6 月の 3 ヶ月) の売上総利益は同 8.9%増だったが、同期間、同社の「モッピー」の売上総利益は同 24.6%増であった。

また、CARTA HOLDINGS の「EC ナビ」については、NTT ドコモによる TOB が実施され、非公開株化が予定されている。そのため、決算説明等の詳細の開示がなくなったが、Q1 (1~3 月の 3 ヶ月) において、「EC ナビ」を含むメディア・ソリューション事業の売上高は同 3.3%減の 12.5 億円であったのに対し、同社の「モッピー」の Q1 の売上高は同 38.9%増であった。

これらより、「モッピー」の伸びは他社サービスを上回っており、ポイントメディアでは他社サービスにさらに差を広げていると考えられる。

ファンコミュニケーションズの「A8.net」は 24/12 期 Q3 以降回復基調

ASP では、国内最大級の「A8.net」を運営しているのがファンコミュニケーションズ(2461 東証プライム)である。「A8.net」の 25/12 期 H1 の取扱高は前年同期比 11.3%増の 114.8 億円 (Q1 は前年同期比 21.6%増の 58.9 億円、Q2 は同 1.3%増の 55.8 億円) となった。24/12 期前半までは厳しかったが、24/12 期 Q3 から前年同期比でプラスに転じている。

マネックスグループの Coincheck も減収

マネックスグループ(8698 東証プライム)のセグメント情報によると、マネックスグループの連結子会社で、2024 年 12 月に米国 NASDAQ に上場した日本の暗号資産取引所大手である Coincheck N.V. (CNCK, NAS)の 2025 年 4-6 月期の営業収益は前年同期比 13.4%減の 27.0 億円で、セグメント損失は△12.5 億円となった (前年同期は 6.4 億円の利益)。営業収益の減少の多くは IEO (Initial Exchange Offering : 企業による暗号資産を用いたプロジェクト推進のための資金調達手法) 関連の収益の剥落によるものだが、販売所取引の減少によるトレーディング収益も同 15.4%減となっており、1-3 月の暗号資産市場の下落の影響を受けたと見られる。

6. エクイティストーリー

1) モバイルサービス事業における模倣困難性

モバイルサービス事業における模倣困難性は垂直統合モデルと、それを可能としているポイント設計ノウハウ

モバイルサービスの業界において、そもそも、魅力あるポイントを得たいというユーザーのニーズ、LTV の大きいユーザーに購入してほしいという広告主のニーズ、適正な利益を上げたいというサービス提供者のニーズは、相矛盾している。同社は、業界最大のアクティブユーザーを持つ「モッピー」を中心に、広告主 (D2C)、広告代理、メディア (ポイントサイト) の全機能を垂直統合した体制を構築することで、これらの相矛盾するニーズすべてを満たすサービス展開を実現している。

この垂直統合モデルと、それを可能としているポイント設計ノウハウが、他社に真似されることのない、同社の模倣困難性であるとストラテジー・アドバイザーズでは評価している。

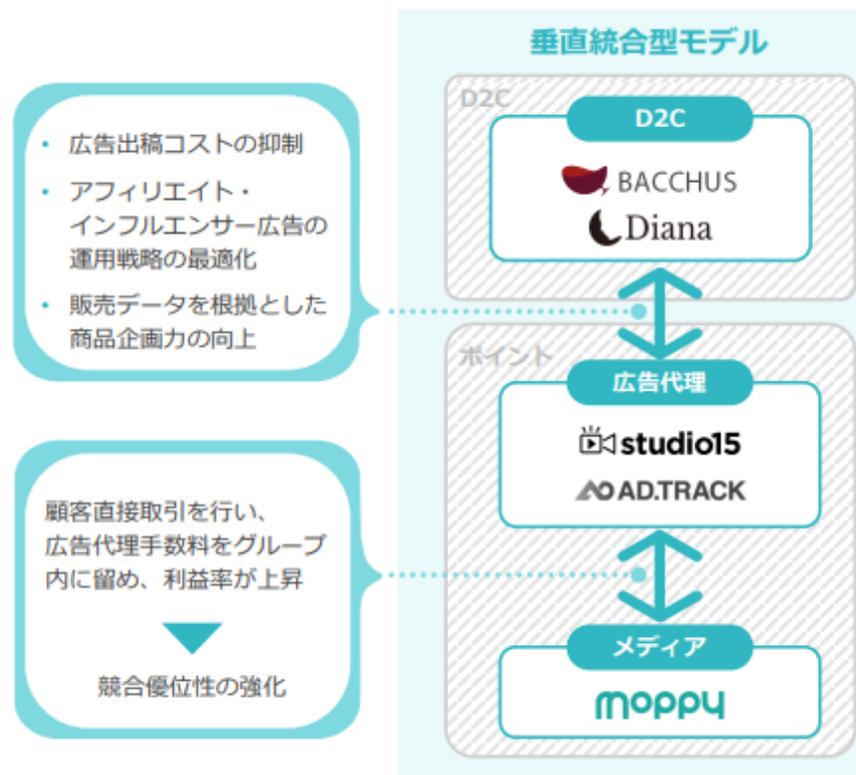
垂直統合モデルの利点

垂直統合モデルの利点は、相矛盾するニーズの全体最適を図ることを可能にすることだけではない。どの機能を強化しても、セットで他の機能も強化できることもまた、利点となっている。

例えば、広告主の方で売れる製品・サービスを持つことができれば、その製品・サービスを購入したいユーザーがメディアに集まり、その分メディアの力が強化される。広告代理の方で他社メディアを開拓すれば、その分広告主の製品・サービスが売れるようになり、広告主が潤う。メディアの方でユーザーが増えれば、広告主の製品・サービスの購入者が増加し、その広告効果が認められれば、出稿増という形で広告代理も潤うことになる。

このような特性のため、各機能を強化することを目的とした M&A は、同社全体のビジネスモデル強化との親和性が高いと言える。

図表 11. 垂直統合モデル



出所：会社資料

2) モバイルサービス事業における「選択と集中」

25/12 期 H1 の事業ポートフォリオ入れ替え

25/12 期 H1 は、事業ポートフォリオ入れ替えに対する同社の考え方が明確になった期と言える。

まずは、モバイルサービス事業のうち、ゆめみの全株式の売却により DX から撤退した。元々同社は、スマートデバイスを活用した One to One マーケティング領域のサービスの推進等を期待して 2018 年にゆめみをグループ会社とした。ゆめみは同社の連結収益には貢献してきたものの、シナジーが想定していたようには上がらなかったことと、ゆめみにとってはアクセントの傘下に入る方が、成長ポテンシャルがより拡大すると考えられることから、今回の売却につながった。

同社は、ゆめみの売却資金約 37 億円を活用して、すかさず 4 件の M&A・資本提携を実行した（D2C 分野の DINETTE のグループ会社化及びスキンケアブランドを扱うエムコーポレーションの完全子会社化、ポイント分野のサイバー・バズとの資本業務提携及び「Point Income」の譲受）。

これは、モバイルサービス事業において「選択と集中」を図っていく意思を明確にし、同社の模倣困難性の要である垂直統合型モデルの強化を図ったという意味合いがあり、ストラテジー・アドバイザーズではこの動きを評価している。今後もこのような動きが見られるかどうか注目していきたい。

6. 株価の見通し

暗号資産の価格は 4 月下旬以降回復しているが株価回復は鈍い

2024 年 11 月 5 日の米国大統領選挙でトランプ氏が勝利する可能性が高まった 11 月初めから、暗号資産価格が上昇し、それに伴い同社の株価も上昇し、12 月 16 日には直近の高値 3,700 円（終値ベース）をつけた。その後、金融市場が米政権の関税政策などの影響を懸念してリスクオフになったことを受け、株式市場全体が停滞し、同社の株価も影響を受けた。先述のように暗号資産の価格はビットコインを中心に 4 月下旬から上昇してきており、Coinbase(COIN, NAS)の株価は連れ高しているが、他の事業も持つ同社やマネックスグループの株価の戻りは鈍い。

バリュエーションは低位

25/12 期のセレスの会社予想ベース PER は、子会社ゆめみの株式譲渡益が計上されることもあり、8.4 倍と低位にある。特別利益の影響を除く EPS174.4 円を基準としても PER は 14.0 倍であり、同業他社と比べて低位にある。同社の過去の PER レンジを見ても、現在の水準はボトム圏に位置している。

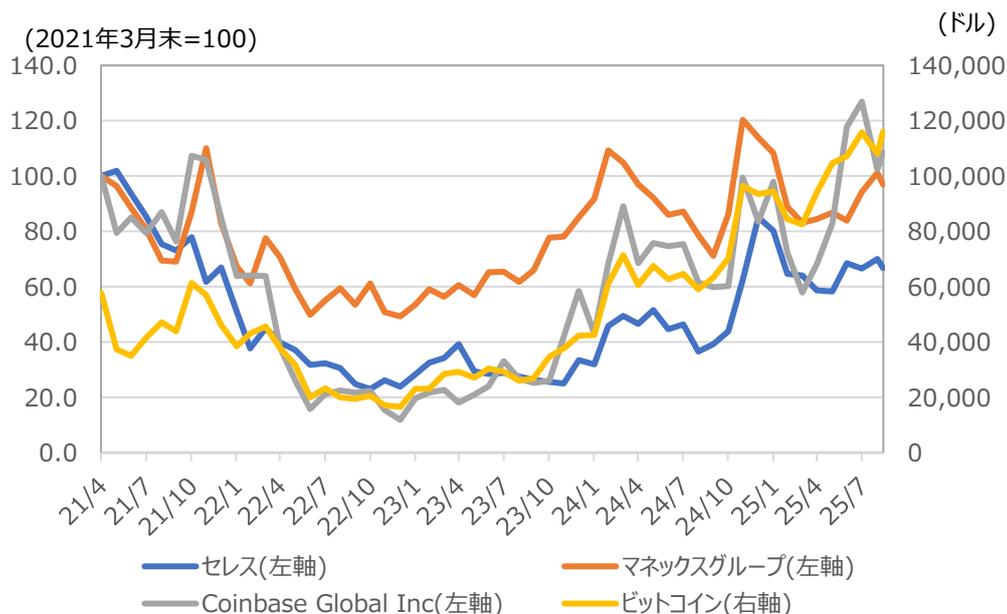
株価には出遅れ感

セレスの暗号資産の子会社マーキュリーや関連会社ビットバンクは、1-3 月期は赤字となったが、4 月以降の暗号資産価格の上昇を受けて、収益は回復基調にある。暗号資産価格の短期的な動向を予想するのは難しいが、米国での法整備や日本での金商法による分離課税の導入の可能性など、暗号資産をめぐる環境は基本的に良好と考えられる。また、同社のモバイルサービス事業は主力のポイントを中心に好調であり、堅調な成長が見込まれる。こうした点を考慮すると、現在の株価には出遅れ感があると言えよう。

中期的にも注目される

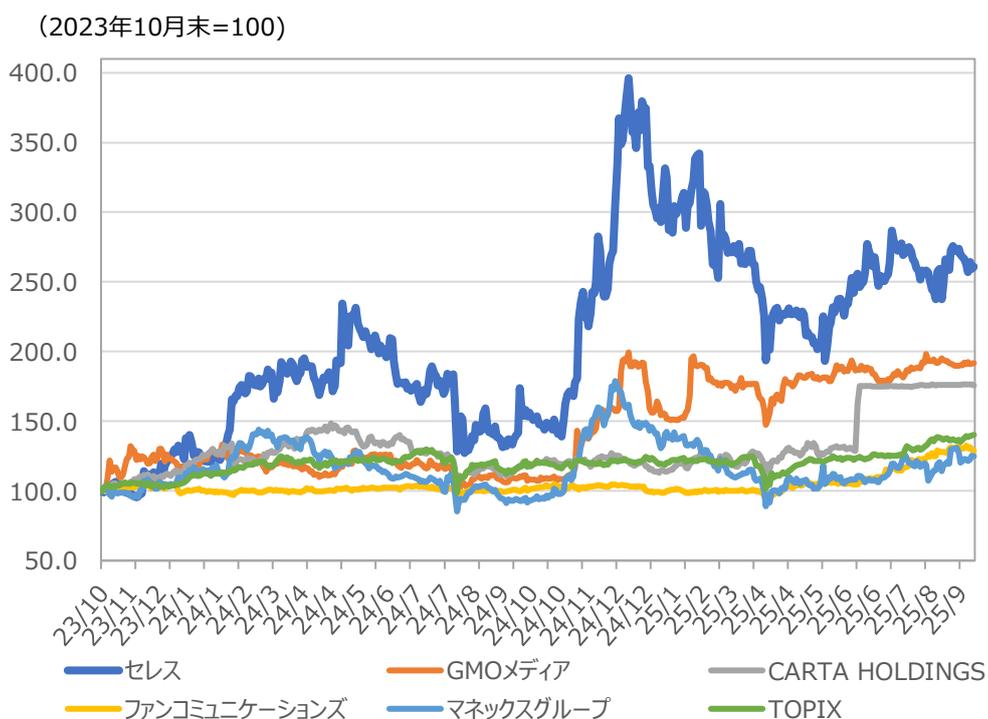
中期的にも、ゆめみの株式譲渡で得た資金を、モバイルサービス事業の垂直統合モデルの強化のために使う方針を打ち出し、実際に 4 件の M&A あるいは資本業務提携に活用している。個別には大きな案件ではないかもしれないが、模倣困難性の強化につながる施策であり、同社のビジネスモデルと成長性に改めて目が向けられると予想される。また、暗号資産事業へのイノベーションのための投資なども強化され、暗号資産交換業者としての優位性を高めることも期待される。これらの施策への再評価が進めば、株価バリュエーションの向上にもつながろう。

図表 12. ビットコイン価格と暗号資産関連銘柄の株価(指数)



注：Coinbase Global (COIN, NAS)は、ドルベースの株価の指数
出所：ストラテジー・アドバイザーズ

図表 13. 同業他社との株価推移の比較



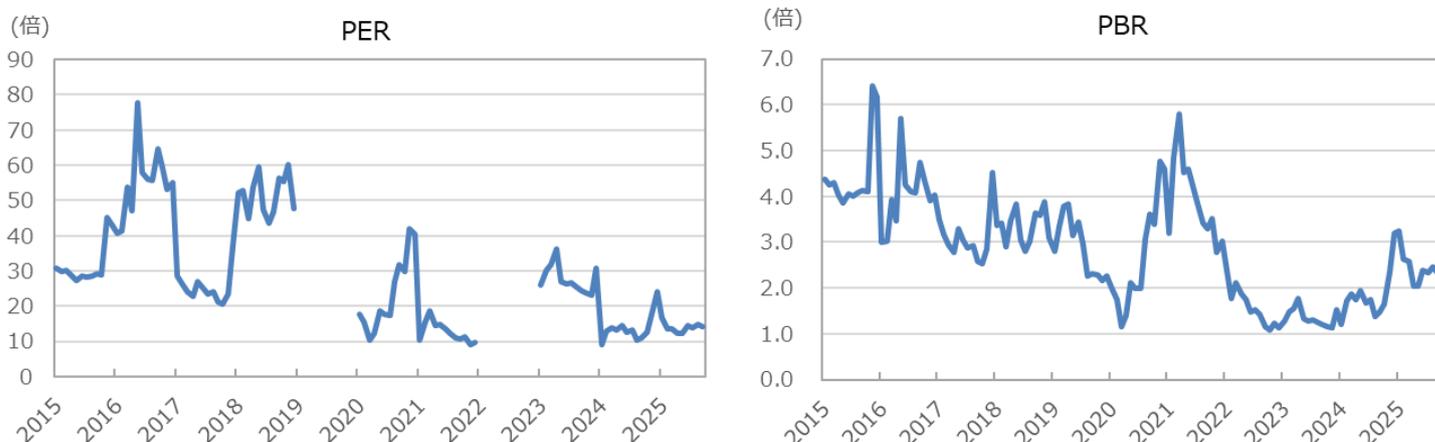
出所：ストラテジー・アドバイザーズ

図表 14. 同業他社とのバリュエーション比較

会社名	コード	直近決算	株価 (9/12) (円)	時価総額 (百万円)	PER	PBR	EV/EBITDA	配当利回り	ROE	ROE
					会社予想 (倍)	直近実績 (倍)	会社予想 (倍)	会社予想 (%)	直近実績 (%)	会社予想 (%)
セレス	3696	24/12	2,438	28,135	14.0	2.5	7.6	2.5	14.6	17.3
GMOメディア	6180	24/12	5,020	9,003	13.6	3.2	7.3	4.8	21.9	23.1
CARTA HOLDINGS	3688	24/12	2,091	52,903	29.4	2.2	11.4	0.0	7.1	7.4
ファンコミュニケーションズ	2461	24/12	518	34,317	26.8	1.9	8.0	5.2	7.9	7.2
マネックスグループ	8698	25/3	820	205,945	NA	1.7	NA	3.7	-4.0	NA
Coinbase Global	COIN	24/12	323.04	81,936	41.7	8.0	25.5	NA	31.1	19.5

注：セレスのPER(会社予想)、ROE(会社予想)は、子会社ゆめみの株式譲渡益 23 億円を除いて計算。
 会社予想 ROE は会社予想の純利益を、前通期末の自己資本と直近四半期末の自己資本の期中平均で割って求めている。
 EBITDA の予想は、会社予想の営業利益と直近年度の減価償却費実績足して計算。
 Coinbase Global の株価及び時価総額はドルベース。PER や EV/EBITDA は、FactSet のコンセンサス予想による。
 出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 15. PER と PBR の推移



注：PER(会社予想)は、子会社ゆめみの株式譲渡益 23 億円を除いて計算。
 出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 16. セグメント動向と業績推移(四半期ベース)

(百万円)	23/12				24/12				25/12	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
モバイルサービス										
売上高	5,314	5,613	5,974	6,574	6,275	6,267	6,619	7,022	7,523	7,740
前年比	13.7%	13.1%	11.5%	20.5%	18.1%	11.7%	10.8%	6.8%	19.9%	23.5%
ポイント	3,525	3,359	3,324	3,607	3,553	3,453	3,473	3,924	4,934	4,551
前年比	6.0%	-1.8%	-7.0%	-3.0%	0.8%	2.8%	4.5%	8.8%	38.9%	31.8%
D2C	645	1,174	1,433	1,800	1,751	1,748	1,937	1,597	1,113	1,522
前年比	50.3%	117.0%	130.4%	175.2%	171.5%	48.9%	35.2%	-11.3%	-36.4%	-12.9%
DX	1,210	1,104	1,250	1,211	983	1,125	1,244	1,510	1,481	1,671
前年比	26.0%	2.0%	7.1%	5.4%	-18.8%	1.9%	-0.4%	24.7%	50.6%	48.4%
セグメント内取引	-66	-24	-33	-44	-13	-59	-35	-9	-7	
営業利益	686	762	812	926	1,119	789	1,143	1,343	1,539	1,240
前年比	-31.9%	29.6%	-7.5%	13.2%	63.1%	3.5%	40.7%	45.0%	37.6%	57.1%
売上高営業利益率	12.9%	13.6%	13.6%	14.1%	17.8%	12.6%	17.3%	19.1%	20.5%	16.0%
ポイント	506	609	612	753	782	705	784	874	1,152	937
売上高営業利益率	14.4%	18.1%	18.4%	20.9%	22.0%	20.4%	22.6%	22.3%	23.3%	20.6%
D2C	59	349	153	169	341	149	248	193	129	46
売上高営業利益率	9.1%	29.7%	10.7%	9.4%	19.5%	8.5%	12.8%	12.1%	11.6%	3.0%
DX	152	-162	80	36	31	-35	143	307	290	309
売上高営業利益率	12.6%	-14.7%	6.4%	3.0%	3.2%	-3.1%	11.5%	20.3%	19.6%	18.5%
セグメント内取引	-32	-33	-32	-32	-36	-28	-32	-33	-32	-53
フィナンシャルサービス										
売上高	218	89	99	205	447	168	449	467	162	430
前年比	230.3%	NM	-6.6%	75.2%	105.0%	88.8%	353.8%	127.8%	-63.6%	155.3%
営業利益	-137	-256	-263	-239	-54	-412	-267	-256	-357	-237
売上高営業利益率	-62.8%	-287.6%	-265.7%	-116.6%	-12.1%	-245.2%	-59.5%	-54.8%	-220.4%	-55.1%
持ち分法投資損益	109	-36	-99	104	370	-132	-142	377	-474	0
調整額										
売上高	-7	-7	-1	-2	-4	-2	-2	-1	0	-2
営業利益	-294	-293	-279	-304	-351	-278	-257	-289	-321	-401
全社										
売上高	5,525	5,695	6,072	6,777	6,718	6,433	7,066	7,488	7,686	8,168
営業利益	253	212	270	382	713	98	618	798	860	601
経常利益	352	179	203	483	1,140	-71	455	1,153	352	715
当期純利益	201	153	-243	340	832	-159	172	635	-57	1,609

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 17. 損益計算書

(百万円)	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12CoE
売上高	16,510	20,213	23,402	20,536	24,070	27,706	28,400
売上原価	11,416	13,967	15,629	12,472	13,483	14,370	-
売上総利益	5,094	6,246	7,773	8,063	10,587	13,335	-
売上高総利益率	30.9%	30.9%	33.2%	39.3%	44.0%	48.1%	-
販売管理費	4,213	4,749	5,467	6,816	9,468	11,107	-
営業利益	880	1,496	2,305	1,246	1,118	2,228	2,850
売上高営業利益率	5.3%	7.4%	9.8%	6.1%	4.6%	8.0%	10.0%
営業外収益	11	357	1,220	13	147	507	-
受取利息・配当金	5	9	7	0	0	1	-
持分法投資利益	0	238	963	0	78	472	-
暗号資産売却益	4	0	156	0	0	0	-
暗号資産評価益	0	73	19	0	0	0	-
その他	2	37	75	13	69	34	-
営業外費用	100	37	26	580	48	58	-
支払利息・割引料	10	12	14	20	25	40	-
持分法投資損失	49	0	0	489	0	0	-
暗号資産評価損	4	0	0	0	0	0	-
その他	37	25	12	71	23	17	-
経常利益	792	1,816	3,499	679	1,217	2,677	3,250
売上高経常利益率	4.8%	9.0%	15.0%	3.3%	5.1%	9.7%	11.4%
特別利益	1	8	896	43	0	17	-
特別損失	340	327	389	1	387	310	-
税前利益	452	1,496	4,005	721	830	2,384	-
法人税・住民税・事業税	302	704	1,142	910	660	1,026	-
法人税等調整額	6	-55	-80	-304	-328	-171	-
法人税等合計	309	649	1,062	606	332	855	-
(法人税率)	68.4%	43.4%	26.5%	84.0%	40.0%	35.9%	-
当期純利益	74	744	2,775	46	451	1,480	3,350
売上高当期純利益率	0.4%	3.7%	11.9%	0.2%	1.9%	5.3%	11.8%
EPS (円)	6.8	67.3	251.8	4.1	39.6	129.0	291.0
有形・無形固定資産投資	320	243	352	70	343	223	-
減価償却費・のれん償却額	302	403	196	426	525	584	-
キャッシュフロー	376	1,147	2,971	472	976	2,064	-
CFPS (円)	34.0	104.3	269.5	41.8	85.6	179.7	-
ROE	1.2%	11.8%	35.6%	0.5%	5.0%	14.6%	-
ROIC	3.1%	8.9%	14.5%	1.4%	4.3%	7.7%	-
配当金 (円)	14.0	18.0	40.0	20.0	20.0	60.0	60.0
期中平均株式数 (百万株)	11.0	11.0	11.0	11.3	11.4	11.5	-
期末株式数 (百万株)	11.1	11.1	11.2	11.4	11.4	11.5	-

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 18. 貸借対照表

(百万円)	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
流動資産	8,342	11,517	13,163	14,413	17,586	23,850
現金及び預金	3,941	6,087	6,842	6,547	8,112	11,574
受取手形及び売掛金	2,457	2,778	2,866	3,545	3,643	3,901
営業投資有価証券	1,279	1,804	2,300	2,744	2,976	2,527
棚卸	249	259	247	460	554	2,050
その他	416	589	908	1,133	2,339	1,904
貸倒引当金	0	0	0	-16	-38	-181
固定資産	4,560	4,709	7,071	8,183	8,328	9,125
有形固定資産	413	296	261	263	361	779
無形固定資産	1,347	1,395	1,178	2,129	1,729	1,487
のれん	1,200	938	1,034	1,743	1,537	1,331
その他	147	0	19	386	192	155
投資その他	2,799	3,017	5,632	5,790	6,236	6,858
投資有価証券	380	562	835	1,095	1,139	1,143
関係会社株式	722	872	3,604	3,116	3,194	3,600
繰延税金資産	657	667	835	1,111	1,435	1,638
その他	1,044	925	365	471	471	492
総資産	12,902	16,227	20,234	22,597	25,915	32,976
流動負債	4,710	7,471	8,924	10,558	13,451	16,852
買掛金	756	1,024	934	832	783	865
有利子負債	1,511	2,276	2,846	3,713	5,048	6,424
未払法人税	338	1,657	1,639	1,343	1,434	1,886
ポイント引当金	1,322	1,693	2,283	3,182	3,921	4,339
賞与引当金	0	30	50	30	30	65
その他	783	791	1,172	1,458	2,235	1,603
固定負債	1,610	1,663	1,490	2,342	2,417	3,402
有利子負債	1,493	1,546	1,369	2,172	2,314	3,090
資産除却債務	70	70	70	16	0	278
その他	47	47	51	154	103	33
純資産	6,581	7,091	9,819	9,696	10,045	12,721
株主資本	5,933	6,250	9,001	8,761	9,025	11,055
資本金・剰余金	4,173	4,236	4,410	4,572	4,613	5,392
利益剰余金	1,768	2,321	4,899	4,496	4,719	5,972
自己株式	-7	-307	-307	-307	-307	-307
その他包括利益累計額	166	260	70	120	158	92
新株予約権	7	4	3	1	1	0
非支配株主持分	473	576	744	813	860	1,572
負債純資産合計	12,902	16,227	20,234	22,597	25,915	32,976
有利子負債	3,004	3,822	4,215	5,885	7,362	9,514
自己資本	6,099	6,510	9,071	8,881	9,183	11,147
BPS(円)	551.1	588.6	807.2	779.8	804.6	968.5
自己資本比率	47.3%	40.1%	44.8%	39.3%	35.4%	33.8%
D/Eレシオ	0.49	0.59	0.46	0.66	0.80	0.85

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 19. キャッシュ・フロー計算書

(百万円)	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
営業活動によるキャッシュ・フロー						
税引前利益	452	1,496	4,006	721	830	2,384
減価償却費	119	122	184	190	272	250
のれん償却額	153	131	111	183	205	205
ポイント引当金増減	301	371	589	899	738	417
持分法による投資損益	49	-238	-963	489	-78	-472
減損損失	320	0	0	0	343	223
暗号資産評価損益	4	-73	-19	32	0	0
暗号資産売却損益	0	0	-156	0	0	0
売上債権増減額	-661	-297	-72	-666	-148	-322
商品及び製品の増減額	0	0	0	-175	-176	-1,471
営業投資有価証券増減額	-228	-514	-660	-385	-170	342
仕入債務増減額	277	266	-96	-101	-48	82
法人税等支払額	-485	-174	-931	-1,357	-811	-516
その他	469	1,168	-831	271	104	-400
合計	770	2,258	1,162	101	1,061	722
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	-258	-40	-73	-123	-269	-324
無形固定資産の取得による支出	-70	-361	-105	-292	-234	-292
投資有価証券の取得による支出	-119	-64	-487	-290	-106	-128
その他	-670	-17	-122	-1,270	-235	226
合計	-1,117	-482	-787	-1,685	-738	-518
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	-350	500	550	600	963	1,015
長期借入金の純増減額	165	425	37	1,129	569	1,137
社債の増減	265	-130	-110	-190	-70	-55
自己株式の取得による支出	0	-299	0	0	0	0
配当金の支払額	-154	-154	-197	-448	-227	-228
その他	-9	21	128	100	-2	1,397
合計	-83	363	408	1,191	1,233	3,266
キャッシュ増減額	-430	2,139	783	-391	1,555	3,469
キャッシュ期首残高	4,327	3,946	6,097	6,883	6,491	8,051
新規連結等によるキャッシュ増減	49	11	2	0	4	0
キャッシュ期末残高	3,946	6,097	6,883	6,491	8,051	11,520

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