

Company Report

2025年12月10日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ

藤野 敬太



25/12期 Q3 累計決算は「モッピー」を中心にモバイルサービスの好調が続く。暗号資産は回復待ちだが、モバイルサービスの垂直統合型モデル強化の動きは引き続き評価

セレス（以下、同社）の25/12期第3四半期（以下、Q3）累計決算の売上高は前年同期比10.1%増、営業利益は同35.9%増と大幅に拡大した。一方、前年同期は黒字だった持分法適用関連会社のビットバンクが、収益改善傾向にあるものの累計では赤字が残ったために、経常利益は同19.6%増に留まった。

モバイルサービスは好調である。主力の「モッピー」は、Q3（7-9月）の売上高が前年同期比32.1%増と大幅に拡大し、粗利益額も大きく伸びた。引き続き金融関係の売上の大幅な増加が継続したほか、EC関連物流額の過去最高更新も貢献した。

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とともに、2025年1-3月の暗号資産価格下落の影響が尾を引いているが、四半期別収益は回復傾向にある。暗号資産価格の短期的なボラティリティは高まっているものの、フィナンシャルサービスは業績回復を待つ局面と言える。

25/12期第2四半期に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、同社の競争優位性（模倣困難性）が一段と強化されるものとして評価したい。

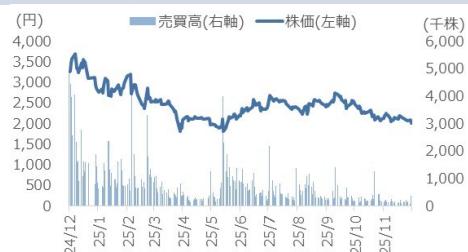
株価は2024年12月に直近高値を付けた後、暗号資産価格の低下に伴い調整してきた。暗号資産価格が上昇に転じても株価の戻りは鈍く、足元のバリュエーションは同業他社と比べて割安感のある水準にとどまっている。暗号資産業界での同社のポジションが強化される方向にあることと、モバイルサービスにおける同社の模倣困難性が強化されていることから、同社に対する再評価が進めば、バリュエーションの上昇を伴う株価上昇が期待されよう。

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 Q3累計	20,218	16.9	1,429	94.2	1,524	107.5	845	660.4	73.71	-
25/12 Q3累計	22,268	10.1	1,943	35.9	1,823	19.6	2,391	182.8	207.5	-
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	80.0

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

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(12/9)	2,007
52週間高値(24/12/16)	3,700
52週間安値(25/5/23)	1,806
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)	23.2
EV(十億円)	20.1
自己資本比率(24/12、%)	33.8
ROE(24/12 実績、%)	14.6
PER(25/12 会予、倍)	6.9
PBR(24/12 実績、倍)	2.1
配当利回り(25/12 会予、%)	4.0

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

1. 25/12 期 Q3 累計業績は引き続きポイント事業が牽引

Q3 累計は期中のゆめみの売却がありながらも前年同期比増収・営業増益

セレス（以下、同社）の25/12 期第3四半期（以下、Q3）累計決算は、売上高が前年同期比 10.1% 増の 222.6 億円、EBITDA が同 168.3% 増の 49.1 億円、営業利益が同 35.9% 増の 19.4 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 78.4%、EBITDA で 81.2%、営業利益で 68.2%、経常利益で 56.1%、親会社株主に帰属する当期純利益で 71.4% である。

2025 年 5 月のゆめみの売却により、DX 事業については前年同期では 9 か月分、今期では 6 か月分の計上となるが、その分を差し引いても増収増益となった。

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 0.8 億円が発生し、経常利益は同 19.6% 増の 18.2 億円となった（ただし中間期の投資損失が 3.5 億円だったため、Q3（7-9 月）の 3 ヶ月では投資利益が発生）。ゆめみの売却により関係会社株式売却益 27.6 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四半期期純利益は同 182.8% 増の 23.9 億円となった。

Q3 累計のモバイルサービス事業の売上高は前年同期比 10.3% 増、セグメント利益が同 22.3% 増と拡大しているが、Q3（7-9 月）では、売上高は同 11.3% 減、営業利益は同 16.6% 減と減収減益となった。Q3 の 3 ヶ月で減収減益となっているのは、前年同期にあった DX が Q3 からなくなったことが主因であり、ポイント事業自体は引き続き好調を維持している。

Q3（7-9 月）のサブセグメント別内訳は、売上高、セグメント利益の順に、ポイントが同 36.3% 増の 47.3 億円、同 31.8% 増の 10.3 億円、D2C が同 36.7% 減の 12.2 億円、0.3 億円の赤字（前年同期は 2.4 億円の黒字）となった。DX は前年同期の売上高 12.4 億円、セグメント利益 1.4 億円に対し、ともにゼロとなっている。D2C は、主力製品の価格改定に伴うプロモーション見直しによる一時的な販売停滞と、一部商品在庫の評価損計上により、セグメント赤字となり、DX はゆめみの売却で消失したが、ポイントの好調でカバーした格好である。

フィナンシャルサービス事業は、Q3 累計では ▲7.4 億円のセグメント赤字だが、Q3（7-9 月）だけでもみると、子会社のマーキュリーの赤字縮小が見られる。

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）とイシス（旧エムコーポレーション）の完全子会社化（6 月 30 日公表）、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えと「選択と集中」を一段と進めていく。

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 期中間期のみの貢献となり、Q3 以降は連結対象から外れることになった。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 27.6 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 億円へ上方修正となった。

この業績予想は、Q3 決算時点では据え置かれている。

图表 1. 25/12 期 Q3 決算のセグメント別動向(百万円)

セグメント	25/12 Q3	YoY		25/12 Q3累計 (A)	YoY	進捗率 (A)/(B)	25/12 通期CoE (B)	YoY
		増減	QoQ 増減					
売上高	6,414	-9.2%	-21.5%	22,268	10.1%	78.4%	28,400	2.5%
モバイルサービス事業	5,872	-11.3%	-24.1%	21,136	10.3%	73.3%	28,845	10.2%
ポイント	4,732	36.3%	4.0%	14,218	35.7%	81.7%	17,410	20.9%
D2C	1,225	-36.7%	-19.5%	3,862	-29.0%	61.6%	6,270	-10.9%
DX	-	-	-	3,153	-	105.1%	3,000	-38.3%
フィナンシャルサービス事業	550	22.4%	27.9%	1,143	7.3%	61.1%	1,870	22.1%
営業利益	481	-22.1%	-20.0%	1,943	35.9%	68.2%	2,850	27.9%
モバイルサービス事業	953	-16.6%	-23.1%	3,734	22.3%	79.3%	4,710	7.2%
ポイント	1,033	31.8%	10.2%	3,122	37.5%	90.5%	3,450	9.7%
D2C	-36	-	-	140	-81.0%	16.1%	870	-6.7%
DX	-	-	-	599	-	157.6%	380	-14.8%
フィナンシャルサービス事業	-145	-	-	-741	-	154.4%	-480	-51.6%
調整額	-326	-	-	-1,049	-	85.3%	-1,230	4.6%
持分法投資損益	272	-	136.6%	-87	-	-	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

モバイルサービス事業は、ポイントサイト売上高とその他売上高に区分される。

1) ポイントが好調

Q3 からポイントサイトに「Point Income」が加わる

Q3（7-9月）のポイントサイト売上高は、「モッピー」の好調持続と「Point Income」連結化により前年同期比40.1%増収、その他売上高はAD.TRACKと不動産メディアの営業力強化により10.9%増収となった。

ポイントサイト売上高に関して、「Point Income」が9月から連結化されたことにより、同社のポイントサイトは従来からの「モッピー」と「Point Income」の2サイト体制となった。Q3には「Point Income」は1か月分の計上となった。

Q3（7-9月）のポイントサイト売上高（「モッピー」と「Point Income」の売上高の合計）は、「モッピー」の好調持続と「Point Income」連結化により前年同期比40.1%増収、その他売上高はAD.TRACKと不動産メディアの営業力強化により10.9%増収となった。

「モッピー」の収益拡大が牽引

ポイントサイト売上高のうち、Q3（7-9月）の「モッピー」の売上高は、前年同期比32.1%増の39.7億円と大幅に増加した。

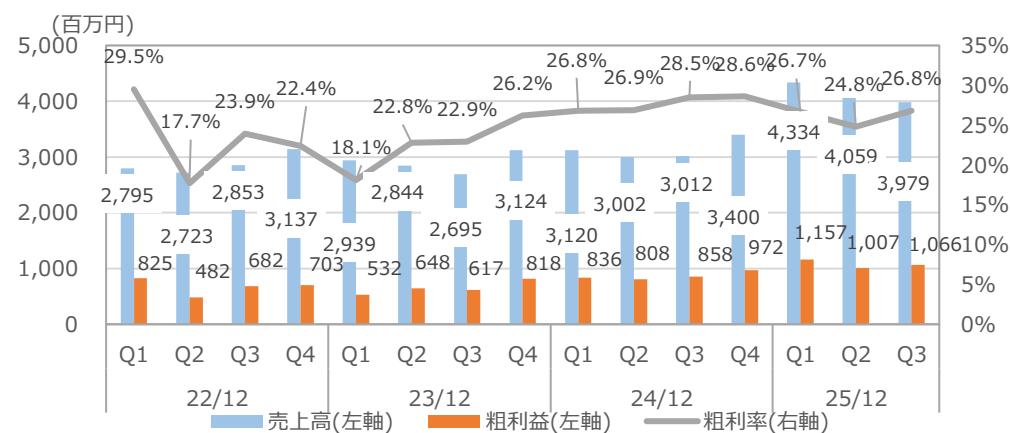
Q3のアクティブ会員数は、前年同期比12.7%増、前四半期比3.6%増の626万人と堅調な増加を示している。また、ARPU(アクティブ会員1人当たりの平均売上)も、前四半期比で5.0%減となったものの、前年同期比17.9%増の646円で推移しており、高水準を維持している。

金融商品の拡充を背景に、銀行や証券等の金融機関向けの売上が全体を牽引する状況が続いているが、EC関連物流額も過去最高を更新するなど、「モッピー」のポイントサイトとしての集客力が高まっていることが売上高の増加につながっている。

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%と前期からの高水準を維持したものの、第2四半期（以下、Q2）で24.8%といったん低下し、Q3で26.8%とQ1の水準を回復した。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。

その結果、「モッピー」の粗利益はQ3累計で32.3億円（前年同期比29.1%増）、Q3（7-9月）の3ヶ月では10.6億円（前年同期比24.2%増、前四半期比5.9%増）で推移したと推定される。高単価である金融案件の増加にEC関連物流額の増加が加わり、売上総利益の増加につながっている状況がうかがえる。

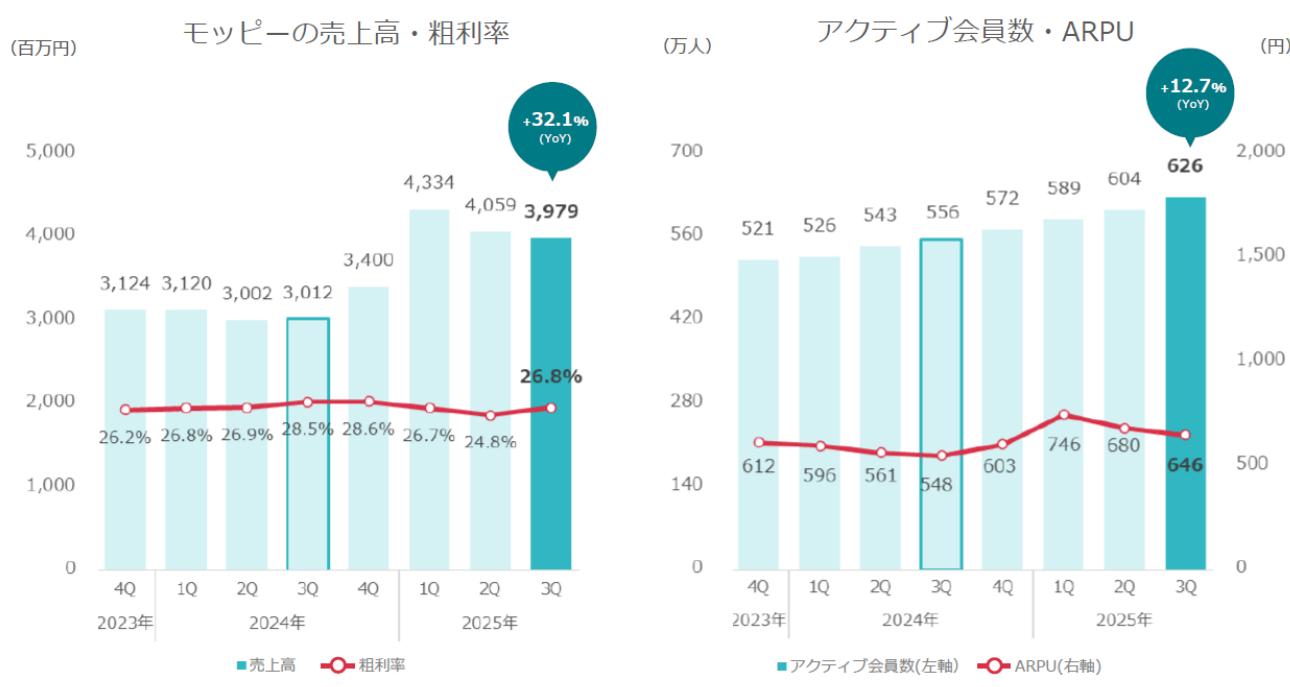
図表2.「モッピー」の売上高と粗利率（四半期ベース）



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



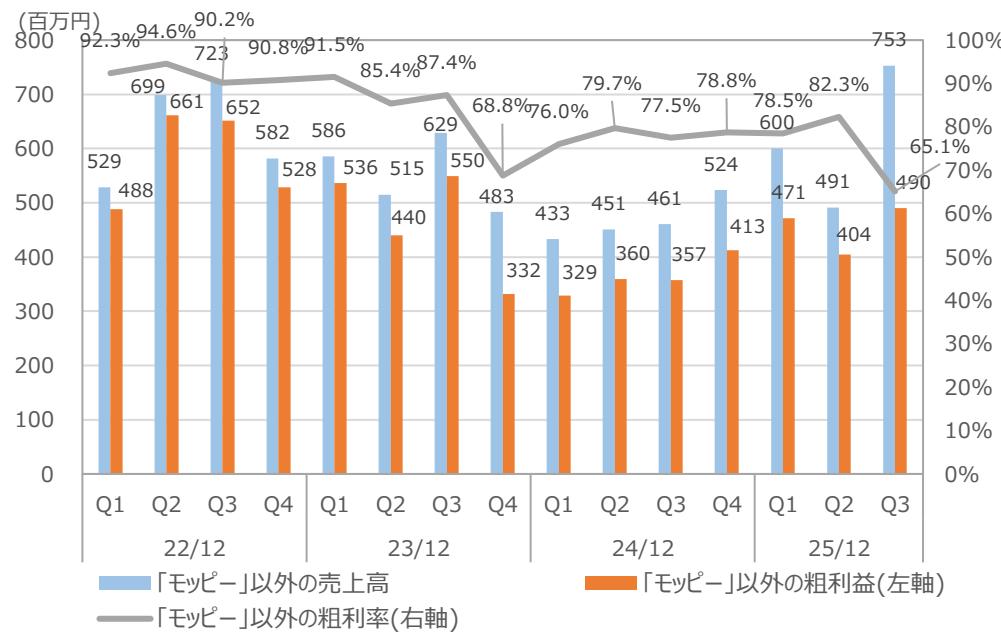
※ アクティブ会員数は、メールアドレス受信可能な会員数です。
※ ARPUは、モッピーの四半期売上高を期中平均のモッピーアクティブ会員数で除して算出しております。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ポイントサイト以外のその他売上高も収益は増加

ポイント事業の中のその他売上高（ポイントサイト以外の売上高）の収益も、Q3 累計で 16.0 億円と前年同期比 19.1% 増となった。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、Q3 で同 8.9% 増の 5.1 億円であった。

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)



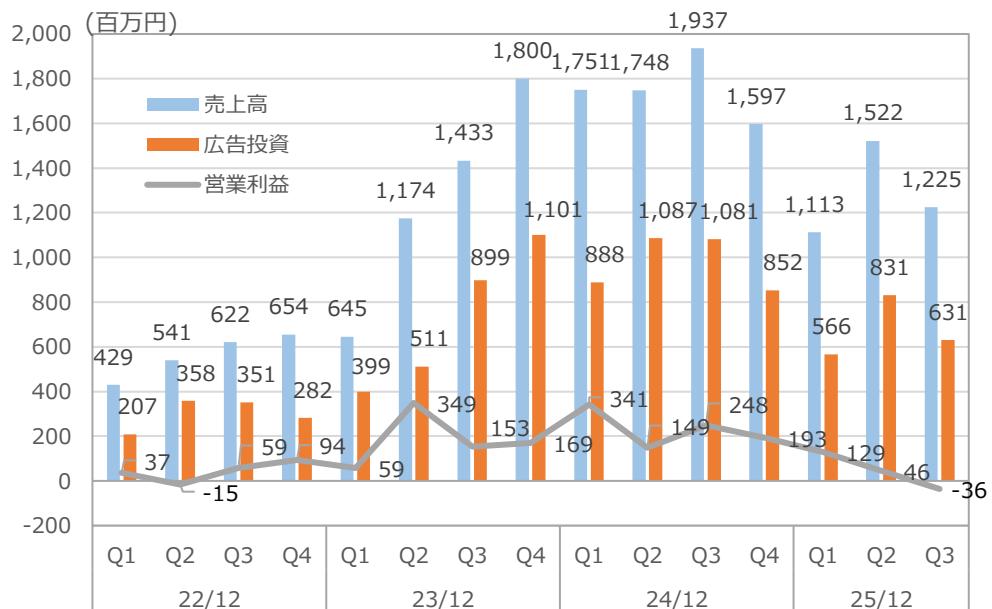
注：粗利益は会社開示の売上高と粗利率から計算。25/12 期 Q2 は粗利益の開示なし
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) D2C は Q3 単独では営業損失も、累計では黒字を維持

25/12 期 Q3 累計の D2C の売上高は前年同期比 29.0% 減の 38.6 億円、営業利益は同 81.0% 減の 1.4 億円と大幅に減少した。Q3 (7-9 月) の D2C の売上高は前年同期比 36.7% 減の 12.2 億円、営業利益は▲0.36 億円と赤字（前年同期は 1.49 億円の黒字）となつた。

主力の高機能インソールの「ピットソール」は、販路拡大の一環としてリアル店舗での販売強化にも取り組んでいる。店頭での販売に適した価格帯とするため、価格改定（値下げ）を実施した。その結果、ウェブ広告における許容 CPA（顧客獲得単価）が低下し、インフルエンサー経由の販売が減少したこと、販売全体が一時的に停滞したことである。足元では、新規インフルエンサーのアサインなどプロモーションのテコ入れを進め、販売の回復を目指している。また、使用期限切れの一部商品在庫に対する評価損の計上（0.75 億円）が重なり、Q3 (7-9 月) では営業損失となつた。

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 (25/12 期中間期をもって消失)

25/12 期中間期までに DX 事業は大幅回復

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 期中間期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。

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

同社は 49.8% を保有していた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つ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 Q3 以降はゆめみの業績は連結決算から外れ、DX 事業は消失した。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 27.6 億円が発生した。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 の垂直統合型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していく方針であり、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) (25/12 期 Q2 で終了)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3. フィナンシャルサービス事業

1) Q3 累計では赤字は残るが四半期別では回復傾向

マーキュリーは Q3 累計では前年同期比で悪化だが、四半期別では Q1 を底に回復傾向

関連会社のビットバンクの持分法投資損益も Q3 累計では大幅減益だが、マーキュリー同様 Q1 を底に回復傾向

2025 年の暗号資産市場は、短期の調整と中長期の成長継続という二面性を持って推移

暗号資産販売所を手掛けるマーキュリーの Q3 累計業績は、営業収益が 0.21 億円、営業損益が ▲6.21 億円となり、前年同期のそれぞれ 0.87 億円、▲5.59 億円から悪化した。

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、Q3 で 1.09 億円、▲1.21 億円と推移した。営業収益がマイナスになるのは、自己保有の暗号資産について、評価・売却損益が計上されるためである。

関連会社ビットバンクの持分法投資損益も Q3 累計では ▲0.87 億円と、前年同期の 0.96 億円の黒字から大幅な減益となった。

なお、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、Q3 で 2.7 億円と推移しており、マーキュリーと同様、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。

2025 年の暗号資産市場は、四半期ごとに明確なトレンド転換がみられる展開となった。まず 25/12 期 Q1 (1-3 月) は、2024 年末の大統領選後の急騰の反動で利益確定売りが広がり、暗号資産全体の時価総額は四半期で 20% 超の下落と、調整色の強い局面となった。

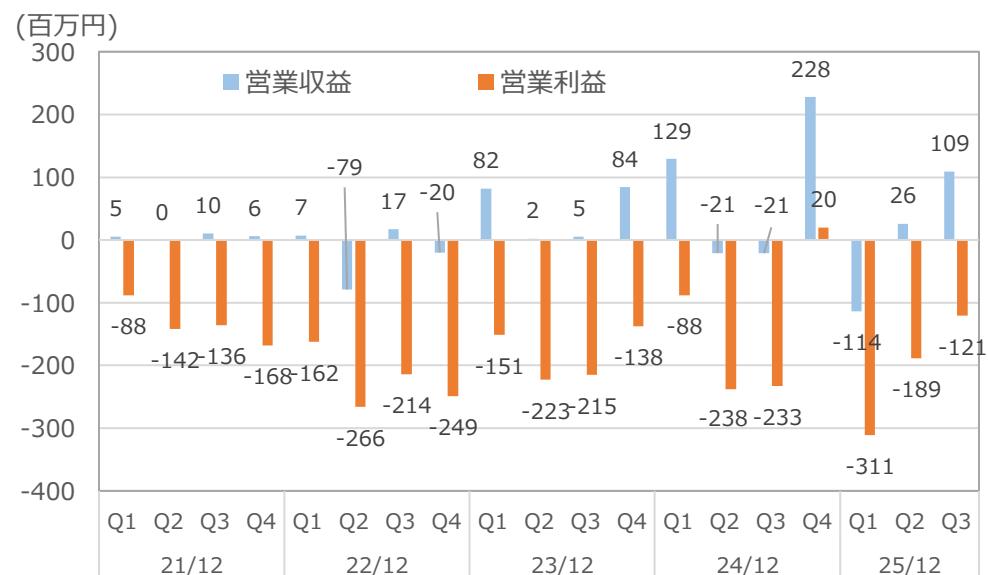
Q2 (4-6 月) は下落一巡後の底固めが進み、ビットコイン現物 ETF を中心に資金流入が徐々に戻ったことで、市況は落ち着きを取り戻した。大手取引所の業績改善やインフラ整備の進展も相まって、需給が安定した時期といえる。

そして Q3 (7-9 月) に入ると、ETF 流入の再加速や海外機関投資家のリスク選好改善を背景に、市場は再び強い上昇基調に転じた。暗号資産の時価総額は 3 ヶ月間で大幅に回復し、ビットコインは 9 月末時点で再び 10 万ドルに迫る水準まで上昇するなど、力強い反発局面となつた。

その延長線上で、10 月にはビットコインが一時的に史上最高値を更新し、市場全体としても再び強気ムードが優勢となる場面がみられた。総じて 2025 年は、前半の大幅な調整を経て、夏以降は ETF 主導の資金流入が市場回復を牽引した一年だったと評価できる。

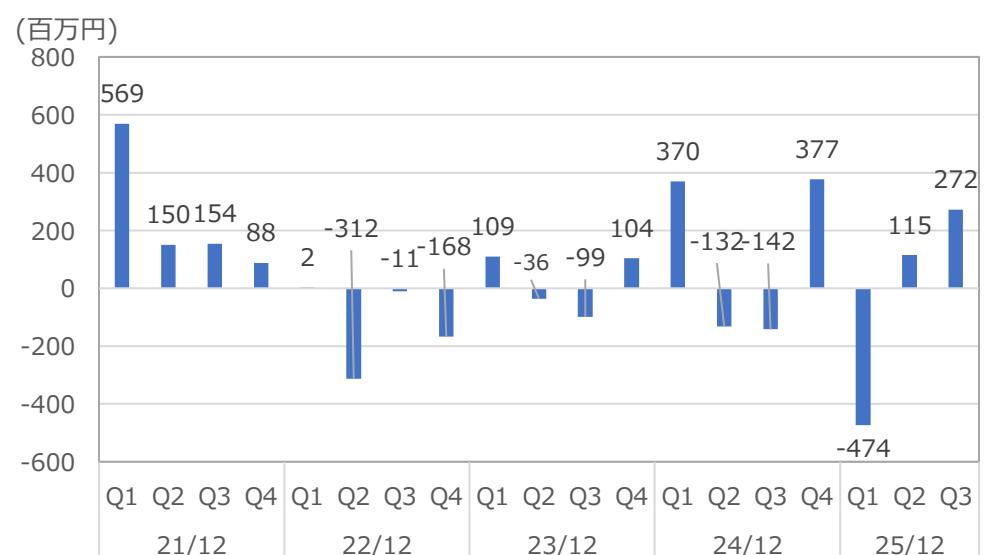
こうした 2025 年の推移を踏まえると、足元の暗号資産市場は、短期の調整と中長期の成長継続という二面性を持つ局面にあると言えよう。

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

短期的なボラティリティは大きいが 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

暗号資産市場は、短期的な調整局面にありつつも、中長期では引き続きポジティブな構造変化が続いている。ビットコインは 2025 年 8 月や 10 月に一時 12 万ドル超の過去最高値をつけた後、現在は 9 万ドル前後での調整過程にあるが、ネットワーク価値を下回る水準にあるとの分析もあり、過去の値動きのパターンを踏襲すると、反発余地がある局面とも見られる。

制度・インフラ面では追い風が続く。2025 年夏に米国で「GENIUS 法（ステーブルコイン規制法）」が成立し、ステーブルコインを含む暗号資産の規制枠組みが整備されたことで、銀行や運用会社を含む伝統的金融機関の参入がさらに進みやすい環境となった。ステーブルコインやデジタル資産インフラへの関心も高まり、「投機」から「金融システムとの融合」へという中長期トレンドがより明確になりつつある。

足元では、金利上昇や ETF 資金の流出などでボラティリティが高まりやすいが、制度整備の進展や実需の拡大を踏まえると、全体としては依然として成長余地の大きい市場環境が続いていると言える。

日本では金商法の対象となる見通し

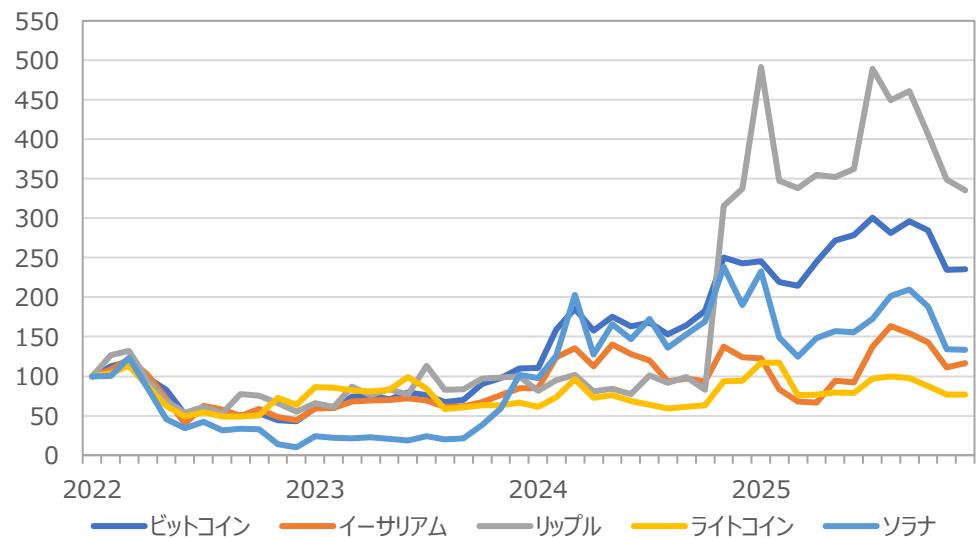
日本では、暗号資産を資金決済法から金融商品取引法（金商法）へ一本化する動きが明確になり、税制についても、現行の総合課税（雑所得、最大 55%）から株式と同じ申告分離課税（約 20%）への移行や、損失繰越控除（最大 3 年）の導入が本格検討されている。これが実現すれば、海外 ETF との税制差が解消し、国内での暗号資産 ETF 上場に向けた環境が整う。

金商法ベースの規制は情報開示や資産保護を強化するため、個人投資家にとっては安心感が高まり、市場の健全な拡大が期待される。また、業界再編が進むことで、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が存在感をさらに高め、サービス水準の向上にもつながると考えられる。

全体として、日本市場は制度整備と信頼性向上を背景に、投資資金の呼び込みや暗号資産の本格的な普及に向けたポジティブな局面に入っている。

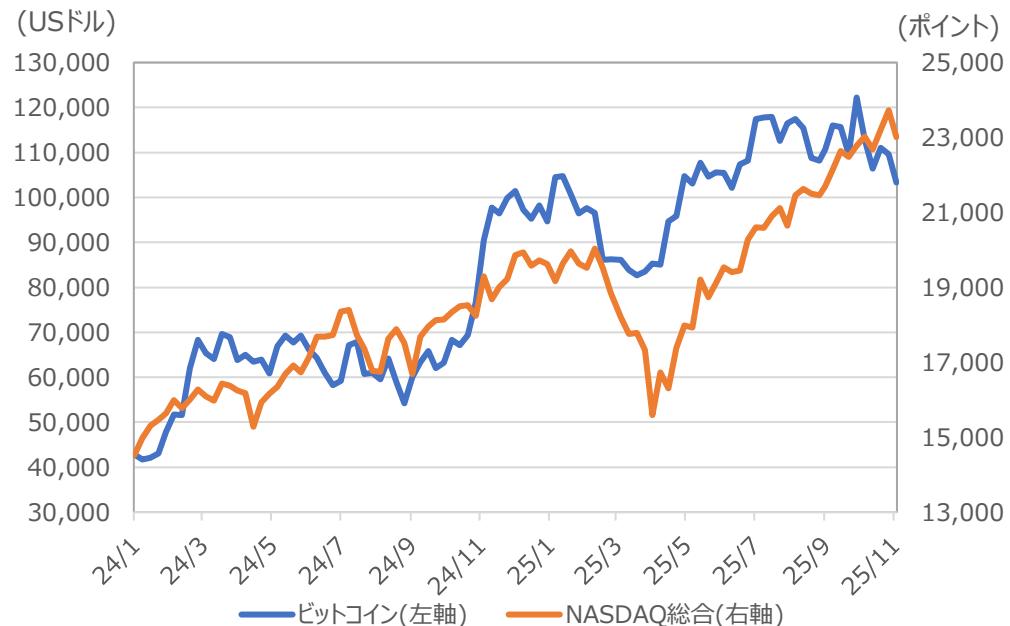
図表 9. 主要暗号資産の価格推移（2021 年末 = 100 とした推移）

(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) ラボルは大きく成長

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) は前年同期比 2.3 倍、25/12 期 Q3 累計の売上高は前年同期比 85.6% 増と増収増益となった。投資が続いているものの、GMV 拡大により利益も確保している模様である。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 ▲0.51 億円の減益であった。これは前年同期に投資先での有価証券売却益があったが、本期には相当する売却益がなかったことによるところが大きい。

4. 25/12 期業績見通し

5 月に修正された会社予想は Q3 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）、EBITDA 60.5 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。Q3 決算発表時点で、修正後の通期予想は据え置かれている。

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、既存のサービスにおいては、ポイント事業の「モッピー」の好調が牽引する状況は変わらないと見られる。加えて、後述する通り、D2C とポイントの両領域で M&A を実施した影響が加わってくる。中でもポイント事業の「Point Income」は 2025 年 9 月から連結業績に取り込まれ、同事業の増収に貢献している。

既存のモバイルサービスの進捗は順調の模様

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、四半期別では回復傾向にあるものの、Q3 累計ではまだ営業利益の赤字が残っている。

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

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 月末に比べて足元は大きく上回っており、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。ただし、暗号資産の価格の短期的なボラティリティが高いことには注意を要する。

25/12 期業績は、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

実施済みの M&A や提携による影響は今のところ大きくない

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ろう。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。

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イシス（旧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 東証グロース）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 とイシスは第 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ている。DINETTE とイシスについては大きな影響はないと見られるが、「Point Income」については収益貢献の開示が始まっている。

5. 同業他社の動向

「モッピー」の伸びは GMO メディアの「Point Town」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 東証グロース）、「EC ナビ」を運営する CARTA HOLDINGS 等が挙げられる。このうち、CARTA HOLDINGS には 2025 年になって NTT ドコモによる TOB が実施されて非公開株化されたことで、情報が得られなくなった。

ポイントサイトの同業他社の代表格である 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 Q3 累計の売上高は前年同期比 11.8% 増の 48.4 億円、営業利益が同 39.4% 増の 7.0 億円であった。メディア事業のうち、ポイント関連の Q3（7-9 月）の売上総利益は同 9.6% 増だったが、同期間、同社の「モッピー」の売上総利益は同 24.2% 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る状況が続いているとみられる。

ファンコミュニケーションズの「A8.net」は Q3 に前年同期比減少に転じる

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 Q3 累計の取扱高は前年同期比 4.1% 増の 166.5 億円となった。四半期別には、Q1 は前年同期比 21.6% 増の 58.9 億円、Q2 は同 2.1% 増の 55.8 億円、Q3 は同 8.9% 減の 51.7 億円と推移した。Q3 で前年同期比減少に転じたのは、特定ジャンルの広告予算見直しによるものであるとしている。

マネックスグループの Coincheck も 7-9 月にセグメント損失が縮小

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 4-9 月期 (6 ヶ月) の営業収益は前年同期比 38.4% 増の 71.1 億円でセグメント損失は△3.4 億円 (前年同期は 5.1 億円の利益) となつた。4-6 月期の 3 ヶ月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 (前年同期は 6.4 億円の利益) であったことから、7-9 月にセグメント損失を縮小させていることが分かる。

実際、4-9 月の 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) 関連の収益は同 45.4% 減と厳しい状況が続いているが、販売所取引の増減に左右されやすいトレーディング収益は同 24.8% 増 (4-6 月は前年同期比 15.4% 減) となっており、7-9 月の暗号資産市場の上昇の恩恵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競争優位性 (模倣困難性)

モバイルサービス事業における競争 優位性 (模倣困難性) は垂直 統合型モデルと、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) の全機能を自社グループ内に垂直統合することで、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。

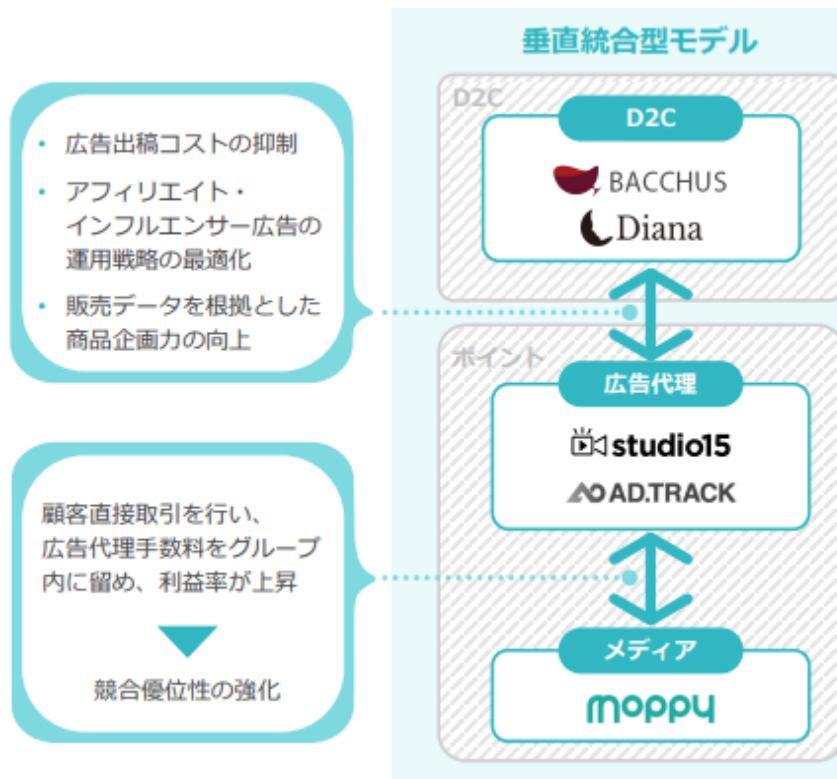
この垂直統合型モデルと、それを可能としている精緻なポイント設計ノウハウこそが、他社に真似されることのない、同社固有の競争優位性 (模倣困難性) の源泉であるとストラテジー・アドバイザーズでは評価している。

垂直統合型モデルの利点は、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「好循環」を生み出しやすいこともまた、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。

このように、各機能の強化がグループ全体の価値向上に波及しやすい構造を持つため、広告主・広告代理・メディアのいずれかの機能を補完・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高い親和性を持つ施策であると位置付けられる。

図表 11. 垂直統合型モデル



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期の事業ポートフォリオ入れ替え

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つたことと、ゆめみにとってはアクセセンチュアの傘下に入る方が、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）。いずれも同社の既存事業とのシナジーが高い領域に的を絞った投資であり、DX 事業から得たリソースをモバイルサービス事業の成長ドライバーへと機動的に再配分した形となっている。

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に注目していきたい。

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

2025年に入り、暗号資産市況は1-3月の大幅調整を経て、4-6月に底固め、7-9月にかけてビットコインが10万ドル前後まで反発するなど、暗号資産の市況は持ち直した。こうした流れを受けて、同社株も夏場にかけては上昇基調をたどったものの、2024年12月末の水準にはなお届いていない。

その後、10月以降は金利動向やマクロ要因を背景にリスク選好が揺れ戻し、暗号資産価格も一時的に調整したため、同社株の戻りは限定的となった。Coinbase (COIN, NAS) のような純粋な暗号資産関連株が市況改善に素直に反応して上昇している一方、複数事業を有する同社やマネックスグループは、暗号資産市況との連動性が相対的に薄まるもあり、株価の回復ペースは緩やかにとどまっている。

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もあり、6.9倍と低位にある。特別利益の影響を除くEPS145円を基準としてもPERは14倍近くであり、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関連会社ビットバンクは、1-3月期は大きく赤字となつたが、7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ボラティリティが拡大していることから、短期的な動向を予想するのは難しい。しかし、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中長期に見れば基本的には良好と考えられる。

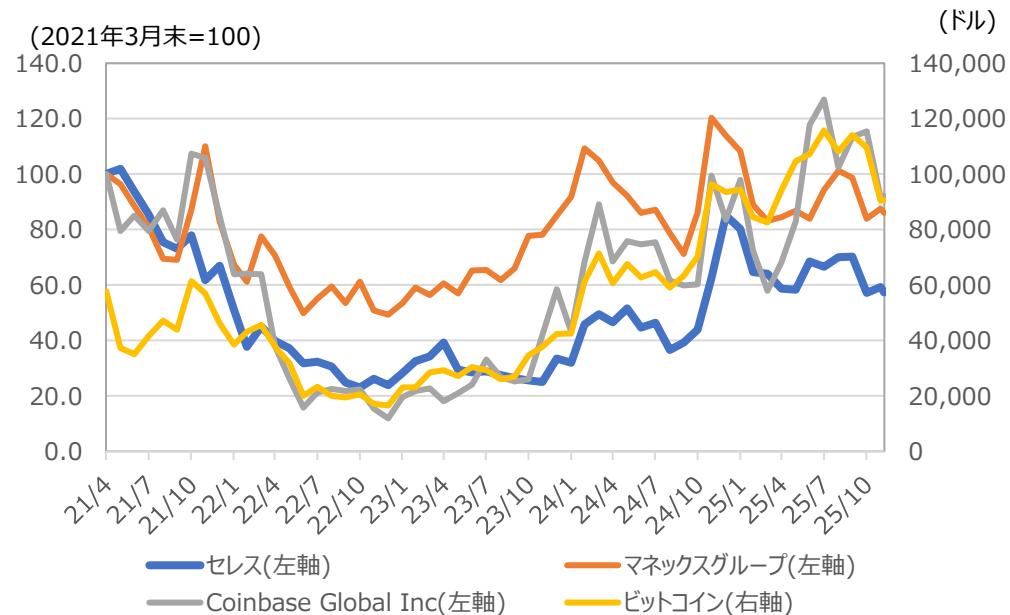
また、同社のモバイルサービス事業は主力のポイントを中心に好調であり、堅調な成長が見込まれる。暗号資産をめぐる環境の改善やモバイルサービス事業の着実な成長ポテンシャルを考慮すると、現在の株価には出遅れ感があると言えよう。

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型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、広告主(D2C)、広告代理、メディア(ポイントサイト)を組み合わせた同社のビジネスモデルにおいて、シナジーの高い領域を厚くしていく取り組みであり、同社の競争優位性(模倣困難性)を一段と高める施策として評価できる。こうした取り組みが市場に浸透していくことで、同社のビジネスモデルと中長期的な成長ストーリーに改めて投資家の関心が向かうと予想される。

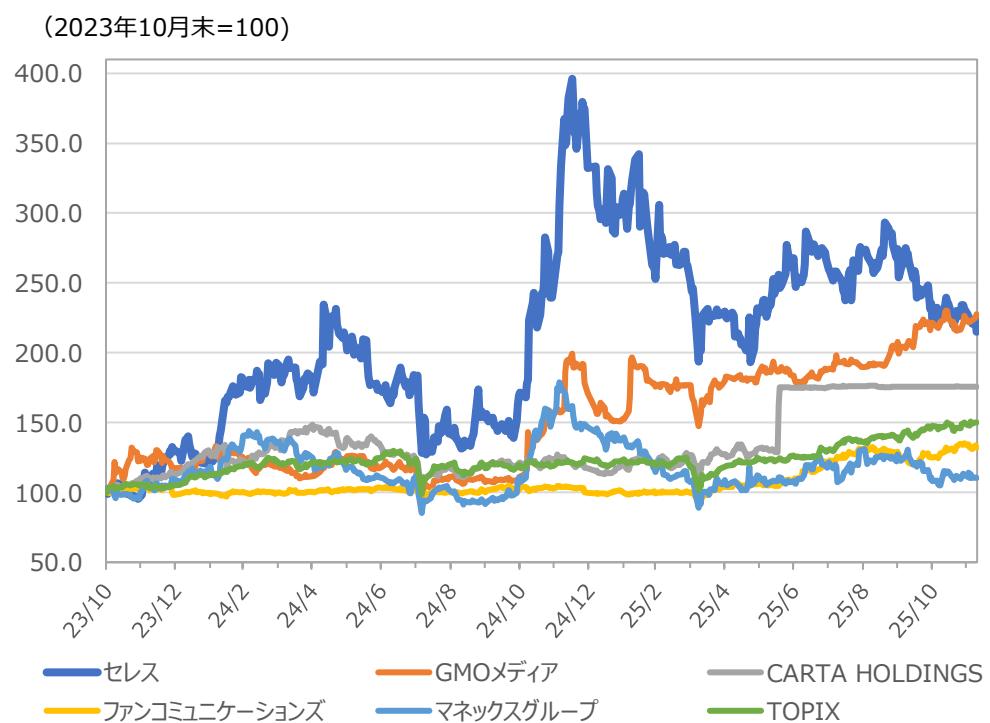
また、暗号資産事業へのイノベーションのための投資なども強化され、暗号資産交換業者としての優位性を高めることも期待される。これらの施策への再評価が進めば、収益成長だけでなく、株価バリュエーションの向上にもつながろう。

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	時価総額	PER	PBR	EV/EBITDA	配当利回り	ROE	ROE
			(12/9)	会社予想	直近実績	会社予想	会社予想	直近実績	会社予想	(%)
			(円)	(百万円)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	(%)
セレス	3696	24/12	2,007	23,160	13.8	2.1	6.1	4.0	14.6	16.5
GMOメディア	6180	24/12	5,960	10,689	16.1	3.8	9.0	4.0	21.9	22.4
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	533	35,319	27.6	2.0	8.5	5.1	7.9	7.3
マネックスグループ	8698	25/3	725	182,240	NA	1.5	NA	4.2	-4.0	NA
Coinbase Global	COIN	24/12	274.20	69,548	34.0	6.8	21.7	NA	31.1	17.1

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。

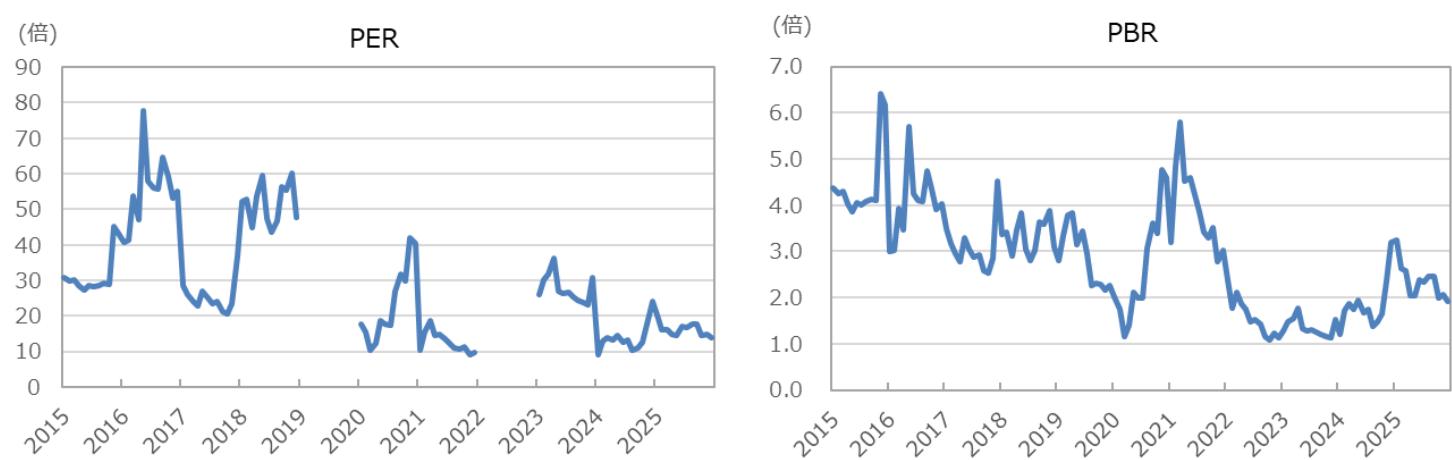
会社予想 ROE は会社予想の純利益を、前通期末の自己資本と直近四半期末の自己資本の期中平均で割って求めている。

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の実績を足して計算。

Coinbase Global の株価及び時価総額はドルベース（12/8 終値、CARTA HOLDINGS は 12/5 終値）。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	Q3
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	5,872
前年比	13.7%	13.1%	11.5%	20.5%	18.1%	11.7%	10.8%	6.8%	19.9%	23.5%	-11.3%
ポイント	3,525	3,359	3,324	3,607	3,553	3,453	3,473	3,924	4,934	4,551	4,732
前年比	6.0%	-1.8%	-7.0%	-3.0%	0.8%	2.8%	4.5%	8.8%	38.9%	31.8%	36.3%
D2C	645	1,174	1,433	1,800	1,751	1,748	1,937	1,597	1,113	1,522	1,225
前年比	50.3%	117.0%	130.4%	175.2%	171.5%	48.9%	35.2%	-11.3%	-36.4%	-12.9%	-36.8%
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	-4	-85
営業利益	686	762	812	926	1,119	789	1,143	1,343	1,539	1,240	953
前年比	-31.9%	29.6%	-7.5%	13.2%	63.1%	3.5%	40.7%	45.0%	37.6%	57.1%	-16.6%
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%	16.2%
ポイント	506	609	612	753	782	705	784	874	1,152	937	1,033
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%	21.8%
D2C	59	349	153	169	341	149	248	193	129	46	-36
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%	-2.9%
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	-43
フィナンシャルサービス											
売上高	218	89	99	205	447	168	449	467	162	430	550
前年比	230.3%	NM	-6.6%	75.2%	105.0%	88.8%	353.8%	127.8%	-63.6%	155.3%	22.4%
営業利益	-137	-256	-263	-239	-54	-412	-267	-256	-357	-237	-145
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%	-26.4%
持ち分法投資損益	109	-36	-99	104	370	-132	-142	377	-474	115	272
調整額											
売上高	-7	-7	-1	-2	-4	-2	-2	0	0	-2	-8
営業利益	-294	-293	-279	-304	-351	-278	-257	-289	-321	-401	-326
全社											
売上高	5,525	5,695	6,072	6,777	6,718	6,433	7,066	7,489	7,686	8,168	6,414
営業利益	253	212	270	382	713	98	618	798	860	601	481
経常利益	352	179	203	483	1,140	-71	454	1,154	352	715	754
当期純利益	201	153	-243	340	832	-159	172	635	-57	1,609	839

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 (通期ベース)

(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	80.0
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 (通期ベース)

(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
貰掛金	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 (通期ベース)

(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に限り、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