

ホリスティック企業レポート セレス 3696 東証マザーズ

フル・レポート
2015年5月1日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20150428

高成長を続けるスマートフォン広告市場で成功報酬型のメディア事業を展開 会員基盤を保有する企業の買収や業務提携により事業を拡大

1. 会社の概要

- ・セレス(以下、同社)は、成功報酬型のスマートフォンメディア事業を展開している。事業セグメントはポイントサイトの「モッピー」、「モバトク通帳」、「お財布.com」を運営するポイントメディア事業、採用課金型アルバイト求人サイト「モッピージョブ」を運営するHRメディア事業で構成されている。
- ・スマートフォンでのサイト運営力と200万人を超える会員が最大の強み。

2. 財務面の分析

- ・収益の柱はポイントメディア事業で、同社売上高の98.8%を占める。
- ・12/12期以降はスマートフォンへのシフトや各種販促、事業買収等が成功し会員数が急拡大した。14/12期の売上高は前期比106%増と、2期連続で倍増し2,420百万円、営業利益は前期比109%増の329百万円となった。

3. 非財務面の分析

- ・代表取締役の都木(たかぎ)氏をはじめ、サイバーエージェントやインタースペース、リンクシェア・ジャパン等、アフィリエイト広告市場を先駆けて拡大してきたベンチャー企業出身の取締役が半数を占め、今後も同市場の拡大に寄与していくものと思われる。

4. 経営戦略の分析

- ・上場時に調達した資金は、M&Aによる会員の拡大、業務提携による広告コンテンツの拡充に向けられ、高いシナジー効果により同社の成長に大きく寄与する見込みである。
- ・第二、第三の収益の柱として、非会員もターゲットとした、HRメディア事業などの広告事業の拡大や、O2O事業への新規展開を模索している。

5. アナリストの評価

- ・今後も拡大が予想されるポイントメディア市場において、同社の強みはスマートフォンチャンネルでの顧客獲得、コンテンツ設計ノウハウである。
- ・証券リサーチセンターは15/12期業績について、会社予想発表後に「お財布.com」を買収したことを踏まえ、同社予想を上回る売上高3,637百万円(前期比50.3%増)、営業利益488百万円(同48.2%増)と予想する。

アナリスト:内山和也、松尾十作
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

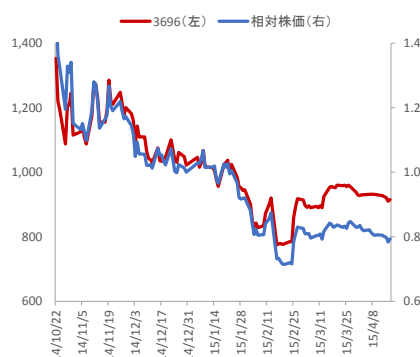
	2015/4/17
株価(円)	915
発行済株式数(千株)	9,180
時価総額(百万円)	8,399

	前期	今期	来期
PER(倍)	26.9	26.8	20.7
PBR(倍)	5.5	4.3	3.6
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1ヵ月	3ヵ月	12ヵ月
リターン(%)	-3.0	-2.7	-
対TOPIX	-4.0	-16.5	-

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2014/12/30

【3696 セレス 業種:情報・通信業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/12	582	-19.0	-4	—	-5	—	-10	—	-1.4	20.1	0.0
2013/12	1,171	101.3	156	—	154	—	90	—	12.1	32.2	0.0
2014/12	2,420	106.6	329	109.7	308	100.2	293	225.9	38.1	186.0	0.0
2015/12 CE	2,808	16.0	381	15.9	378	22.7	244	-16.9	27.9	—	0.0
2015/12 E	3,637	50.3	488	48.3	485	57.5	314	7.2	35.8	222.0	0.0
2016/12 E	4,638	27.5	628	28.7	625	28.9	405	29.0	46.3	268.3	0.0
2017/12 E	5,501	18.6	815	29.8	812	29.9	526	29.9	60.2	328.4	0.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、1株当たり指標は株式分割修正後

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 今後の戦略
- － 今後の業績見通し

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 業績予想
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 急成長を続ける成功報酬型のスマートフォンメディア事業者

セレス（以下、同社）は、主にスマートフォンをチャンネルとした成功報酬型のメディア事業を展開している。同社が創業した05年にフィーチャーフォン向けのポイントメディア事業「モッピー」を立ち上げ、その後携帯端末がスマートフォンにとって代われつつあった11年に、媒体の主軸をスマートフォンに大きくシフトした。その後は13/12期、14/12期と2期連続で売上高を倍増させている急成長企業である。

同社の事業セグメントは、会員向けにゲームやCM視聴、アプリダウンロード、各種契約によってユーザーにポイントが貯まり、同社が広告の成功報酬を得る「ポイントメディア事業」、会員・非会員向けに求人情報を提供し、採用が決まった時にのみ求人広告主から採用課金（成功報酬）を得る「HRメディア事業」で構成されている。

ポイントメディア事業が収益の柱となっており、同社の売上高の98.8%（14/12期）を占めている（図表1）。主力サイトの「モッピー」はスマートフォン向けのポイントメディアとしては国内最大級に成長した。また、13年12月にファイブゲート株式会社より事業譲受した「モバトク通帳」も合わせて2サイトを運営しており、14年12月時点の会員数は178万人^{注1}に上る。広告主は約1,000社に上り、常時3,000~4,000の広告コンテンツを掲載している。

注1) 会員数の定義はそれぞれ、
モッピー：メールが届く
モバトク通帳：退会していない

ポイント発行額も順調に増加しており、14年6月時点での累計ポイント発行額は112億ポイント=38億円相当、発行残高は2.0億円相当を超え、14年12月時点での発行残高は2.6億円相当となっている。

さらに15年4月に株式会社オープンキューブから「お財布.com」を買収したことにより会員基盤はさらに拡大し200万人を大きく超えた模様である。中期的には会員数500万人を目指している。

ポイントメディア事業のサイト別の特徴は以下の通り。

1. **モッピー**：同社立ち上げと同年の05年に立ち上げ、今年で10年目を迎える老舗のポイントメディアサイトで、スマートフォン向けでは国内最大級である。会員数は90万人~100万人に達すると推定される。ゲームコンテンツやガチャ等の工夫により、会員の来訪頻度が非常に高いことが特徴。クレジットカードや証券口座など金融系の申込による売上の割合が3割を占める。獲得したポイントは手数料無しでiTunesコード、amazonギフト券、WAONポイント等に変換できる他、数十円~数百円相当の手数料を支払うことで銀行口座へ送金することが可能である。

2. モバトク通帳：13年にファイブゲートより事業譲受した。会員数は80万人～90万人と推定される。サイトの作りはモッピーと比較してシンプルだが、ポイントの付与率が高いことが特徴。モッピーと同様に金融系の申込による売上割合が高く、アプリインストールの割合が比較的高いことも特色である。獲得したポイントは100円～250円相当のポイントを支払うことで、各銀行口座へ送金することが可能である。
3. お財布.com：15年4月にオープンキューブから買収。同サイトは04年にサービスを開始し、10年以上の実績を持つ老舗サイトである。14年末で約50万人^{注2}の有効会員を有し、会員の利用頻度が高いこと、女性や30歳以上といったモッピーやモバトク通帳とは異なる会員層が多いことが特色である。

注2) お財布.comは会員数を225万人としているが、同社の会員の定義で再集計すると50万人程度になる見込み

また、これまで同社の売上比率が低かったEコマースへの誘導による売上の割合が高く、同サイト経由でのECの流通総額は年間150億円(14年)にも上る。獲得したポイントはモッピーと同様に現金相当のポイントに手数料無料で変換できる他、150円相当の手数料を支払うことで銀行口座へ送金することが可能。

HRメディア事業は、10年11月にモッピージョブのサイト立ち上げによって開始された。同社売上高の1.2%(14/12期)に留まるが、今後3年以内に同事業売上高を3割にまで引き上げ、第二の収益の柱に育てていく計画である。

ポイントメディア事業が会員向けの事業であるのに対し、モッピージョブは会員だけでなく非会員に対しても求人情報を提供している。同社は非会員向けの事業を収益の第二の柱に成長させることを目指しており、モッピージョブをその第一弾として位置付けている。

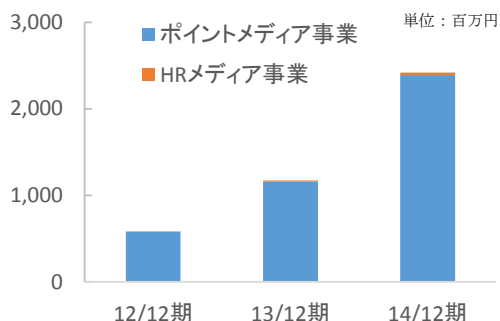
非会員向けの事業は検索エンジン経由の訪問が収益の鍵となるため、検索エンジンマーケティングを強化していく方針である。15年2月には株式会社グローバルパワーからASP型専用求人サイトサービス「センキュー！」事業を譲り受けた。モッピージョブでも同様のASP機能を提供しており、オウンドメディアの提供も強化している。

HRメディア事業(モッピージョブ)の特徴は、10年11月にサービスを開始した採用課金型の求人サイトと言う点にある。同サイト上に求人広告を掲載し、採用が決定した場合に求人広告主から採用課金を得る。サイト上の掲載原稿社数は直近1年半で2.5倍に拡大しており3.4万社(14/12期)に達している(図表2)。

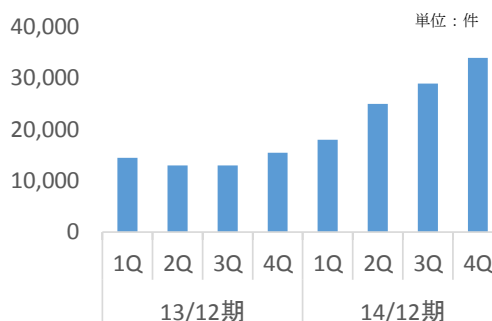
同社は、会員向けポイントメディア、一般ユーザー向けメディアに続

き、ポイント×スマートフォンの運用ノウハウを生かし、O2O 事業への新規事業展開を検証している。

【 図表 1 】 事業部別の売上高推移



【 図表 2 】 モッピージョブの求人件数推移



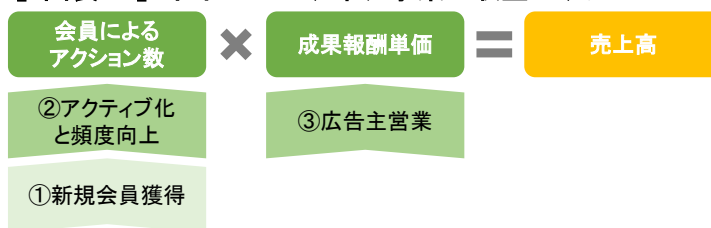
(出所) 図表 1 及び 2 とも、セレスの決算説明資料より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 会員アクション×成功報酬単価によるシンプルな収益モデル

同社の成長を牽引するポイントメディア事業は、「会員によるアクション数」×「成功報酬単価」によって売上高が決まるシンプルなビジネスモデルである。この為、収益を上げるための同社のアクションは、①WEB マーケティング等を通じた新規会員獲得、②お得・楽しいサイトコンテンツの充実による会員のアクティブ化と訪問頻度やアクション数の向上、③広告代理店や直営業等の広告主営業の強化による成功報酬単価の引き上げの3点に集約される (図表 3)。

【 図表 3 】 ポイントメディア事業の収益モデル



(出所) セレスの決算説明資料より証券リサーチセンター作成

- ① 新規会員獲得: スマートフォン利用者の拡大に伴いプロモーション手法を改善したことでスマートフォン版の会員数を拡大させている。また、13年12月にモバトク通帳(買収時の会員数66万人)、15年4月にお財布.com(14年12月末会員数50万人)を買収し、“会員を買う”意味でのM&Aも積極的に実施している。さらに、今後HRメディア事業を始めとする非会員向けのサービスが拡大していけば、それらのサービスを入り口としてポイントメディア事業へ誘導することで両サービスのシナジー効果も期

待できよう。

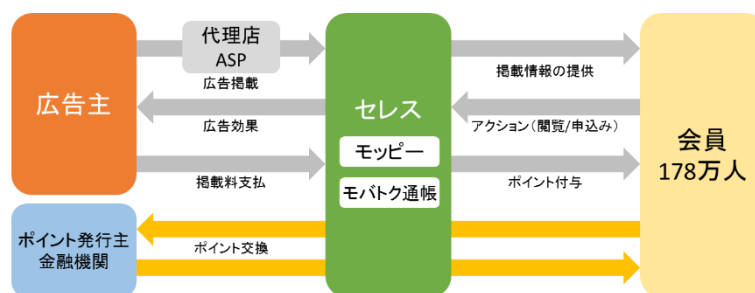
- ② 会員のアクティブ化と頻度向上: 同社は「ポイントを貯める、ポイントが使える、それ自体が楽しく、わくわくすること」をサービスの根本に据えたサイト設計を行っている。多様で簡単なゲームコンテンツやユーザーの目線を意識したポイント表示の配置設計等、ユーザーを飽きさせない UI/UX ^{注3} を実現している。上場時に調達した資金の一部はエンジニアの採用・育成にも充てられる見込みである。
- ③ 広告主営業の強化: ポイントメディア事業の2サイト合計で1,000社以上の広告主と契約し、常時3,000~4,000の広告コンテンツを掲載している。上場後は信用力や知名度の向上も寄与し、さらなる広告主拡大につながっている。

注3)

UI: ユーザーインターフェース (user interface) の略称で、ユーザーが利用するサービスの画面デザインを意味する。

UX: ユーザーエクスペリエンス (user experience) の略称で、ユーザーが特定のサービスを利用した際に得られる経験や満足の総称。

【 図表 4 】 ポイントメディア事業のビジネスモデル



(出所) セレスの決算説明資料より証券リサーチセンター作成

◆ スマートフォンの成功報酬型広告に特化

事業立ち上げの05年から11年まではフィーチャーフォンを主軸に事業を展開していた同社は、11年末に主力とする媒体をスマートフォンに転換した。転換期の12/12期は前期比減収となったものの、翌期以降はこのスマートフォンへの媒体転換が奏功し、2期連続で売上高は前期比倍増の成長を遂げている。

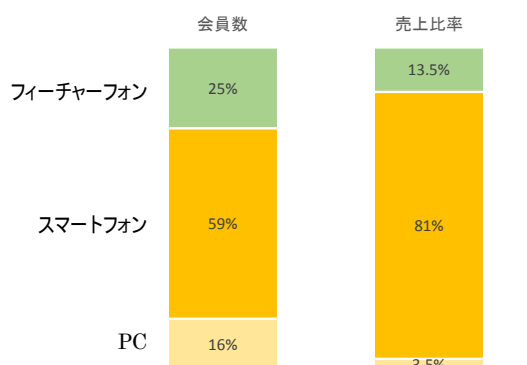
同社のポイントメディア事業の会員178万人(14/12期)の内、59%(105万人)がスマートフォンユーザーである(図表5)。一方で売上高に占めるスマートフォンユーザーの割合は81%を占め、スマートフォンユーザーが同社の収益に大きく貢献していることがわかる。同社ユーザーの主軸としてスマートフォンユーザーは今後もさらに拡大していくと予想される。

注 4) 出所: 「2015 年スマートフォン広告市場動向調査」 CyberZ/シードプランニング

注 5) 出所: D2C 独自調査より

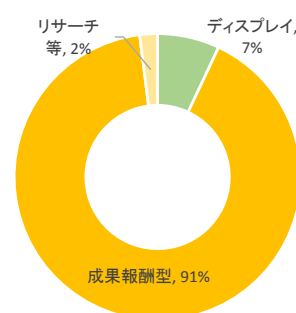
同社の売上高の 91% (14/12 期) を「成功報酬型」の広告が占めている (図表 6)。成功報酬型広告は、ユーザーのアクションに対してのみ広告料が発生する為、テレビや雑誌などの他メディアへの出稿よりもコストが抑えられ、広告主にとってメリットが大きい。成功報酬型広告は、スマートフォン広告市場 3,008 億円^{注 4}の内、約 20%の 600 億円^{注 5}を占めている。スマートフォン広告市場は今後 3 年で 1.5 倍になると予想されており、市場規模の拡大と共に今後も同社の成長をけん引していくと予想される。

【 図表 5 】 スマートフォン比率 (14/12 期)



(出所) セレスの決算説明資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 6 】 広告形態別の売上内訳 (14/12 期)



(出所) セレスの決算説明資料より証券リサーチセンター作成

◆ 積極的な M&A により一気に業容を拡大

同社は 13 年以降、会員の拡大やサービスの拡大を目的とした事業の買収や業務提携に積極的である。

13 年 12 月にファイブゲート株式会社より「モバトク通帳」事業を譲受、さらに 15 年 4 月にオープンキューブより「お財布.com」を買収した (図表 7)。同社のビジネスにおいてポイントメディアサイトの買収は、①会員の獲得、②新規広告主の獲得、③広告主営業の効率化の 3 点で非常に投資効果の大きい投資である。

- ① **会員の獲得**: モバトク通帳の買収では 66 万人、お財布.com の買収では約 50 万人の会員が新たに同社に加わった。WEB 上の顧客獲得コストは一人当たり 1,000 円を超えとも言われる中、モバトク通帳、お財布.com の買収では、一人当たり約 200 円~300 円で優良な会員を獲得できたことになる。

- ② 新規広告主の獲得：サイトを買収した場合コンテンツはそのまま引き継がれる為、買収したサイトの広告主との取引チャンネルを取得することになる。通常よりも低コストで新規広告主を開拓することが可能になる。
- ③ 広告主営業力の増強と効率化：買収先サイトと既存の広告主が重複している場合も多く、営業窓口が一本化されることで1社に対してより多くの媒体でまとめて広告コンテンツの交渉を行うことができるようになることで原価率の圧縮＝売上総利益率の向上に寄与することも想定される。また営業チャンネルを統一することができるため、営業コストの圧縮にもつながる。

このようなM&Aのメリットを最大限に生かし切ったことも2期連続の前期比倍増という近年の売上高拡大につながった要因であると考えられる。今後も積極的にポイントメディアサイトを中心に、会員基盤を持った企業やサイトの買収を積極的に実施していくものと思われる。

また、15年2月の「センキュー！」事業の譲受により、HRメディア事業のASP機能の提供によるオウンドメディア提供も強化する。

【 図表 7 】 事業買収・譲受の年表

	時期	サービス名称	買収価額 (億円)	会員数 (万人)	相手先企業	人員
1	13年12月	モバトク通帳	1.0	66	ファイブゲート	無し
2	15年02月	センキュー！	—	—	グローバルパワー	無し
3	15年04月	お財布.com	1.5	50	オープンキューブ	10名

(出所)セレスのプレスリリースより証券リサーチセンター作成

> 市場構造とポジション

◆ 売上高の拡大に伴って利益率も向上する高収益モデル

同社のビジネスは売上総利益率が40%前後と一定して高く、広告宣伝費や人件費などの販売費及び一般管理費は、基本的には規模に比例して拡大しない為、売上高の拡大に伴って利益率が向上していく高収益モデルである。

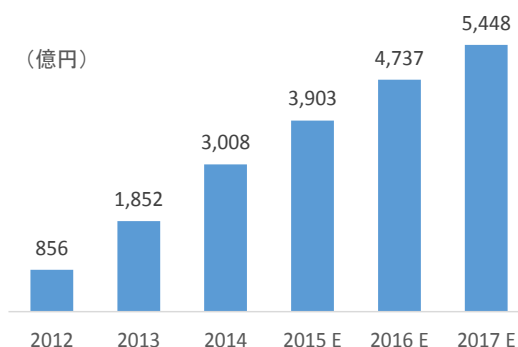
13/12期～14/12期にかけて、売上高が倍増したのに対して営業利益率が横ばいであることの要因については、会員獲得やHRメディアの認知向上を目的として積極的に広告販促費を投下したこと、業容の拡大に伴い人員を増員したことなどが挙げられる。

◆ スマートフォン広告市場は11年から3年で10倍の規模に

同社が事業を展開するスマートフォン広告の市場規模はスマートフォンの利用者増に伴って急拡大しており、14年には3,008億円に達し、

オンライン広告市場の 30%を占めている。予想を上回る早さで市場規模が拡大しており、17 年には約 5,500 億円に達する見込みである(図表 8)。

【図表 8】スマートフォン広告市場規模の推移



(出所) 株式会社 CyberZ/シードプランニング共同調べ (2015 年度版)

◆ **ポイントメディアサイトは 98 年から勃興し 04 年ごろから乱立**

ポイントメディアサイト、いわゆる“お小遣い稼ぎサイト”とも呼ばれるサイトは、PC とインターネットが各家庭に普及し始めた 98 年から立ち上がった。さらにフィーチャーフォンが各個人に普及し流通業者各社がポイントの活用を拡大していった 04 年ごろから一気に急増し、大小さまざまなポイントメディアサイトが乱立した。

2000 年代は同社の運営するモッピーと、同社が 15 年 4 月に買収したお財布.com の 2 強を他社が追いかけるかたちであったが、デバイスがスマートフォンにシフトしてきた 12 年以降はモッピーやファイブゲートの運営するポイントインカムなどが会員数を拡大させている。

◆ **今後も再編が進むと予想されるポイントメディアサイト**

現在、ポイントメディアサイトは同社の運営する「モッピー」、「モバトク通帳」、「お財布.com」に加え、「Gendama」や「ライフマイル」を運営するリアルワールド (3691 東証マザーズ)、「EC ナビ」や「リサーチパネル^{注6)}」などを運営する VOYAGE GROUP (3688 東証マザーズ)、「ポイントインカム」を運営するファイブゲート、「ハピタス」を運営するオズビジョン等の数社に集約されてきた。

広告販促による会員数拡大と広告営業力が事業成長の鍵を握るポイントメディアサイト市場においては、現状ですでに数百万人の会員と広告主を獲得している数社と、その他のサイトとの格差が拡大しつつある。同社はサイトの買収を積極的に進めているが、同市場においては同社を含め、今後もサイトの再編が進むと推察する。

注 6) リサーチパネルは VOYAGE GROUP の 60%子会社であるリサーチパネル社が運営

◆ 求人広告における成功報酬型広告は将来的にシェア 3 割を見込む
求人広告市場全体で見ると、まだまだフロムエーやタウンワークとい
った紙媒体のシェアが高い。またインターネットの求人広告では 02
年からサービスを展開しているバイトルドットコムが高いシェアを
維持している。

同社が第二の柱として成長を加速させている WEB 経由の成功報酬型
の求人広告は、ジョブセンスを運営するリブセンス (6054 東証一部)
が市場を立ち上げ、拡大をけん引している。現在はジョブセンスを筆
頭に中小さまざまな成功報酬型の求人サイトが乱立しつつある状態
で、SEM^{注7} 出稿の成否が事業の成長を左右していくものと考えられ
る。

また、求人広告市場約 1 兆円の中で、成功報酬型広告の市場シェアは
推定 1%~2%に留まるが、同広告の広告主に対するメリットを考慮す
れば、将来的には推定 20%~30%=最大 3,000 億円程度の市場規模に
まで拡大していくと推察される。

注 7)

SEM: サーチエンジンマーケティング (search engine marketing) の
略称。検索エンジンから自社サイ
トへの訪問者を増やすマーケテ
ィング手法。

> 沿革と経営理念

◆ 05年設立のベンチャー企業

同社は05年1月に現社長の都木聡(たかぎ さとし)氏を含む3名で立ち上げられたベンチャー企業である。同氏は上智大学経済学部を卒業後、野村證券株式会社に入社し営業を含む6年間の経験を積んだ後、00年に上場前のサイバーエージェントに転職した。サイバーエージェントでは社長室や経営企画室に所属し、ECサイトやアフィリエイトサービス、広告事業、モバイルサービスなど様々な事業の立ち上げを経験し、当時の経験が同社の立ち上げと成長に大きく影響している。

設立時のコンセプトは、同社立ち上げ前年の04年に登場したおサイフケータイを使って「モバイルインターネットの価値をポイントで束ねていく」というものであった。こうしてモバイルのポイントサービス「モッピー」を05年5月にezweb向け、9月にi-mode向けにオープンした。当初からモバイルに特化したサービスであったが、設立から5年後の10年4月にPC版サービスも開始した。また同年11月には採用課金型アルバイト・パート求人サイトの「モッピージョブ」を開始した。スマートフォン市場が徐々に立上りつつあった11年にモッピー及びモッピージョブのスマートフォン版サービスを開始し、これをきっかけに同社の業容は大きく拡大した。

14年10月に東証マザーズに上場。同社にとっての上場の意義は、同社の発行するポイントの信用を高め、認知度の向上により事業をさらに拡大していくことにある。

◆ 「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」

同社の社名はギリシャ神話の「五穀豊穡の女神」に由来し、社会に対して新たな価値を提供することによって豊かな世界の実現に貢献したいという想いが込められている。この創業来の想いのもと、経営理念として「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」を掲げ、「自社の運営するメディアの利用価値を最大化する」というミッションを実現することを目指して事業を展開している。

ミッションの実現に向けて、受託サービスや他社のポイントサービス開発の支援ではなく、あくまで自社でポイントサービスを展開し、自社のユーザーを持ってサービスを展開していくことに強いこだわりを持って事業を運営している。

◆ 社長の都木氏の関連会社が13.63%の筆頭株主

上場時点の筆頭株主は、同社設立当初から主要取引先として同社の成長を支えてきた株式会社シーイー・モバイルであった(750,000株、保有比率17.48%)が、上場と同時に同社が300,000株を市場に売却したため、14/12期末時点の筆頭株主は、社長の都木氏の資産管理会

社である有限会社ジュノー・アンド・カンパニー (保有比率 13.47%) である。ベンチャーキャピタルであるインキュベイトキャピタル 5号投資事業有限責任組合が 11.42%、創業メンバーの一人で現求人広告事業本部長の高橋秀明氏が 10.27%、株式会社シーエー・モバイルが 10.27%、投資会社である SBI ビービー・モバイル投資事業有限責任組合が 5.41%、同社社長の都木氏が 5.02% (有限会社ジュノー・アンド・カンパニーの持ち分を合わせると 18.49%) を保有している (図表 9)。

【 図表 9 】 大株主の状況 (14 年 12 月末時点)

有限会社ジュノー・アンド・カンパニー	13.47%
インキュベイトキャピタル5号投資事業有限責任組合	11.42%
高橋 秀明	10.27%
株式会社シーエー・モバイル	10.27%
SBIビービー・モバイル投資事業有限責任組合	5.41%
都木 聡	5.02%
谷地館 望	5.02%
野口 淳	5.02%
住友商事株式会社	2.40%
小林 保裕	2.28%

(出所) セレス 第 10 期株主総会招集通知

◆ 取締役 6 名、監査役 3 名体制

同社の取締役会は 6 名で構成されている。このうち、創業社長の都木氏、インタースペース社出身で現副社長兼メディア本部長の野崎哲也氏、サイバーエージェントやトラフィックゲートを経て創業時からセレスに参加している求人広告事業本部長の高橋秀明氏、三菱証券出身で管理本部長の小林保裕氏、富士ソフト ABC 社出身で取締役システム本部長の高岸博史氏の 5 名が常勤取締役を務め、サイボウズ創業者で現サイボウズ・ラボの代表取締役を務める畑慎也氏が社外取締役を務めている。このように同社の取締役会はモバイルインターネットビジネスに精通したメンバーで構成されている。

同社の監査役は 3 名で構成されており、常勤監査役に監査法人トーマツ出身の栗山千勢 (くわやま ちせ) 氏、社外監査役には元野村総合研究所副社長であり現在は BEENOS 株式会社の監査役も兼任している高橋由人氏とデジタルアーツ株式会社の監査役も兼任している弁護士の上杉昌隆氏を置いている。

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆スマートフォンシフトにより売上高は2期連続倍増

同社が業績を公表している09/12期以降の売上高を見ると、スマートフォンに軸足を移したことが軌道に乗り始めた13/12期以降に前期比倍増の急成長を果たしていることがわかる。11年は総出荷台数ベースでスマートフォンがフィーチャーフォンを初めて超えた年であり、このタイミングに他社に先駆けて主力とする媒体をスマートフォンに転換したことが、同社の成長に大きく寄与している。12/12期は売上高を落としているが、これはスマートフォンの出荷台数に対して広告市場においてスマートフォンシフトが一足遅れていたためである。

◆14年12月期は売上高倍増により営業利益は109.7%増

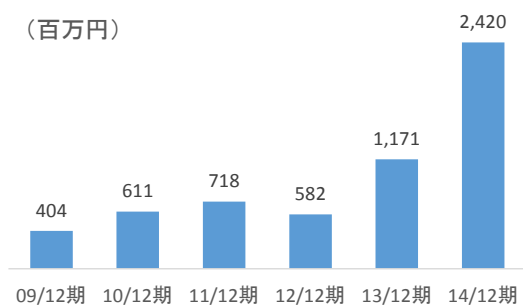
ポイントメディアにおける各種プロモーションが奏功し、14/12期末会員数が13/12期末比で1.5倍の178万人に増加した。さらにスマートフォン広告市場の拡大が寄与し、コンテンツ数やコンバージョン単価が上がったことで、14/12期の売上高は前期比106.6%増となった(図表10)。

売上原価について、ポイント原価率は売上高比0.6%ポイント上昇したがポイント引当金繰入額の売上高比が1.2%ポイント低下したことなどにより売上総利益率は0.9%ポイント改善し、売上総利益は前期比111.4%増の933百万円となった。

販売費および一般管理費については、売上高倍増により固定費割合は大幅に縮小したが、積極的に広告宣伝費を投下したことや人員拡大による人件費増により対売上高比0.7%ポイント上昇し604百万円となった。これにより営業利益は前期比109.7%増の329百万円となった。

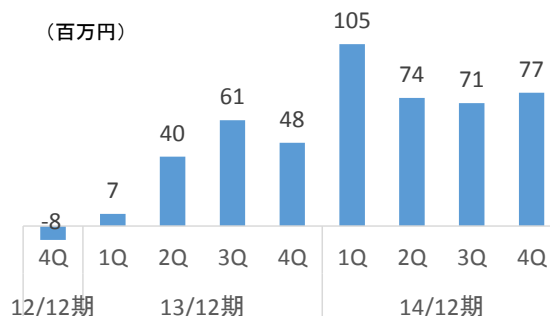
四半期別では14/12期の第1四半期に売上高、営業利益が急増しているがこれは消費税増税前の駆け込み需要によるものである(図表11)。

【図表10】セレスの売上高推移



(出所) 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【図表11】セレスの四半期営業利益推移



(出所) 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 東証マザーズ上場による資金調達で自己資本を拡充

14年10月の東証マザーズ上場で約11億円を調達した結果、同社の自己資本比率は13/12期末の28.2%から14/12期末には65.5%に上昇した(図表12)。同様に現預金比率(現預金/流動負債×100)も61.6%から251.9%へ高まるなど、財務面での安全性は高まった。

◆ 調達資金の投資先に注目

同社のビジネスモデルは、多額の有形固定資産投資を必要としない。近年の同社のM&A状況や都木社長の上場時のコメントを参考にすれば、今後も積極的に事業買収を進めていくことも予想される。ポイントメディア事業の強化だけでなく、HRメディア事業を含む一般ユーザー向けのサービスや、新規事業としての展開を模索しているO2Oサービスに関するM&Aも含め、今後の動向に注目したい。

【図表12】主な経営指標の推移

決算期		12/12	13/12	14/12
売上高	百万円	582	1,171	2,420
営業利益	百万円	-4	156	329
経常利益	百万円	-5	154	308
当期純利益	百万円	-10	90	293
純資産	百万円	150	240	1,629
総資産	百万円	397	854	2,488
自己資本比率	%	37.8	28.2	65.5
自己資本利益率	%	-	46.1	31.4
売上高営業利益率	%	-0.9	13.4	13.6
従業員数	人	30	35	38
一人当たり売上高	百万円	19	33	64

(出所) 有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

> 同業他社との比較

◆ スマートフォン比率の高さが最大の特徴

ポイントメディア事業の競合先として挙げられる企業は、Gendamaやライフマイルを運営するリアルワールド、ECナビやリサーチパネルを運営するVOYAGE GROUP、ポイントインカムを運営するファイブゲートなどがある(図表13)。

【図表13】主要ポイントメディアサイト比較

	閲覧・課金	アプリインストール	申込み(金融)	Eコマース	リサーチ
	<ul style="list-style-type: none"> コンテンツプロバイダー 音楽系 コミック系 ビデオ・オン・デマンド 等 	<ul style="list-style-type: none"> ゲームアプリ ニュース系アプリ カジュアルゲームアプリ ツール系アプリ 等 	<ul style="list-style-type: none"> クレジットカード申し込み 保険代理店送客 中古車・引越し比較 高額商品の資料請求 等 	<ul style="list-style-type: none"> 通販系コマースサイト 大手モール 化粧品・健康食品通販 無料サンプル商材 等 	<ul style="list-style-type: none"> 通販系コマースサイト 大手モール 化粧品・健康食品通販 無料サンプル商材 等
SP	ポイントインカム(200万人)			お財布.com(50万人)	
		モッピー・モバトク通帳(178万人)			
PC			Gendama(400万人) ライフマイル(470万人)	ECナビ(102万人) ハビタス(140万人)	マクロミル等

(出所) 同社決算発表説明会、ヒアリングなどを基に証券リサーチセンター作成

モッピー・モバトク通帳の会員数は14/12期末時点、他社会員数は15年3月時点の各社HP公表値

これらの同業他社サイトの中であって、同社の特徴としてはスマートフォン比率の高さが挙げられる。PC 市場は今後も横ばいが続く予想されるが、スマートフォン市場は今後数年間は高い確率で拡大していく市場である。また O2O サービスなど、ネットとリアルとの連携が進んでいくことを考えても、スマートフォンの優位性は高い。このスマートフォン市場において競合優位性を保っていることは、今後も同社の強みとなり、同社の持続的な成長に寄与するだろう。

◆ 同社の特徴は高い成長性と安全性

同社と財務指標を比較する上場企業として、前述のリアルワールド、VOUAGE GROUP、さらに HR メディア事業のベンチマークとして採用課金型の求人サイト市場をけん引しているリブセンスを挙げた(図表 14)。ポイントメディア事業を展開する三社で比較すると、特筆すべき同社の特徴は、圧倒的に高い成長性と安全性である。

また、会員数では他二社に劣るものの、会員一人当たり売上高が最も高いことにも同社のサイト運営方針の特徴が表れている。

【 図表 14 】 同業他社との財務指標比較

会社名 (基準決算期)		セレス (2014/12期)	リアルワールド (2014/9期)	VOYAGE G (2014/9期)	リブセンス (2014/12期)
規模	売上高(百万円)	2,420	2,766	15,046	4,279
	経常利益(百万円)	308	196	1,890	644
	総資産(百万円)	2,488	2,088	9,962	3,422
収益性	自己資本利益率	31.4%	14.6%	38.5%	14.1%
	総資産経常利益率	18.5%	11.9%	23.0%	18.7%
	売上高経常利益率	12.8%	7.1%	12.6%	14.9%
成長性	売上高成長率(3年平均)	49.9%	--	--	55.7%
	経常利益成長率(同上)	--	--	--	8.3%
	総資産成長率(同上)	84.5%	--	--	37.2%
安全性	自己資本比率	65.5%	54.1%	41.8%	89.3%
	流動比率	352.9%	208.5%	155.7%	865.4%
	現預金比率	251.9%	129.6%	102.5%	701.4%
KPI	会員数(万人)	178	890	700	--
	会員一人当たり売上高(円)	1,343	311	941	--
	従業員数(人)	38	68	289	118
	従業員一人当たり売上高(百万円)	64	41	52	36
	スマートフォン売上高比率	81%	--	40%	--
	求人広告原稿数(件)	34,076	--	--	122,410

(出所) 各社決算短信、決算発表資料、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ スマートフォン市場で他社を一步リードするサイト開発力

同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表 15 に示した。同社の知的資本としては、モバイルマーケティングに精通した経営陣と、彼らから生み出されたスマートフォン市場で他社を一步リードするコンテンツ開発、UI/UX 設計ノウハウが注目できよう。同社は「自社会員を獲得し」、「会員が楽しめること」を第一優先にコンテンツやサイトを設計しており、このことが利用頻度の高い優良な会員や優良な広告主の獲得を可能にする背景のひとつとなっている。

【 図表 15 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	<ul style="list-style-type: none"> ● ポイントメディアサイト、モッピー、モバトク通帳の会員 ● HR メディア、モッピージョブを訪問する求職者 	<ul style="list-style-type: none"> ● 会員数 ● 各サイト UU ● ジョブ成約者数 	<ul style="list-style-type: none"> ● 178 万人 ● 非開示 ● 非開示
	ブランド	<ul style="list-style-type: none"> ● 国内最大級のポイントメディアサイト ● 特にスマートフォン上で多くのユーザーを獲得 	<ul style="list-style-type: none"> ● システム開発元 ● ブランド名 	<ul style="list-style-type: none"> ● 自社開発 ● モッピー、モバトク通帳、お財布.com
	事業パートナー	<ul style="list-style-type: none"> ● 広告主 ● 広告代理店 	<ul style="list-style-type: none"> ● 広告主数 	<ul style="list-style-type: none"> ● 1,000 社
組織資本	プロセス	<ul style="list-style-type: none"> ● 利益率が高くかつシンプルなビジネスモデル ● シナジー効果の高い M&A による事業拡大 	<ul style="list-style-type: none"> ● 営業利益率 ● 増収率 	<ul style="list-style-type: none"> ● 13.6% ● 106.6%増
	知的財産・ノウハウ	<ul style="list-style-type: none"> ● 利用者を飽きさせないゲームや広告コンテンツ ● 特にスマートフォン上で強みを発揮しているサイト設計ノウハウ 	<ul style="list-style-type: none"> ● 掲載広告数 	<ul style="list-style-type: none"> ● 3,000 ~ 4,000 コンテンツ
人的資本	経営陣	<ul style="list-style-type: none"> ● 社長を含めネットベンチャーを経験し、アフィリエイト広告市場を開拓してきた経営陣 	<ul style="list-style-type: none"> ● 売上高成長率 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2 期連続 2 倍成長
	従業員	<ul style="list-style-type: none"> ● 比較的若い平均年齢 ● スキルのある人材を集め、少数精鋭による効率的な事業運営 	<ul style="list-style-type: none"> ● 従業員数 ● 平均年齢 ● 一人当たり売上 	<ul style="list-style-type: none"> ● 38 名 ● 31.9 歳 ● 64 百万円

(出所) 有価証券報告書、ヒアリング、株主総会招集通知を基に証券リサーチセンター作成。KPI の数値は 14/12 期末

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は 09 年より中国の内モンゴル自治区で、環境問題や経済発展に伴い発生する問題への取り組みとして、「モリッピ一植樹プロジェクト」という植林活動を行っている。これまでに 1,054 本の植林を行い、現地のカーボンオフセット活動や貧困解決に貢献している。同社は特に「緑化活動の主役は私たちではなく現地の人々である」という理念のもと、現地住民との協力関係を重点に置き、持続的な活動の維持、拡大に注力している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社の「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」という経営理念は、同社の目指す社会との関わりを表すメッセージである。同社の展開する事業によって、数百万人にのぼるユーザーに対し便利で豊かな消費活動やサービス利用を促進し、また広告主となっている 1,000 社以上の企業に対して新たな顧客獲得機会を提供している。

また同社は、誰にでも働きやすい職場づくりを目指し、産休、育休制度を整備している。ライフワークバランスへの配慮も心がけており、労使関係は良好な状況を保っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は社外取締役サイボウズ株式会社の創業者の一人である畑慎也氏、社外監査役に元野村総合研究所副社長で、現在 BEENOS の監査役なども務めている高橋由人氏、デジタルアーツの監査役も兼任している弁護士の上杉昌隆氏を置き、社外からの十分な監視体制を布いている。三者は同社の株式を保有しておらず、監督における独立性は保たれていると推察される。

4. 経営戦略

> 今後の戦略

◆ ポイントメディアに続く第二、第三の柱に注目

同社はポイントメディア事業の売上が殆どを占めており、今後はこれに続く第二、第三の収益源を育てていくことが中期的な課題となっている。

第二の柱に育てるべく、現在 HR メディア事業で展開しているような一般ユーザー (=非会員) 向けの WEB サービス事業を成功に導くことを目指している。HR メディア事業を成功へ導くことはもちろんのこと、他事業領域への参入も計画している。同事業は、同社のスマートフォン上の UI、UX 設計の強みや広告主各社に対する営業力の強み、成功報酬型広告のモデル、すでにある 178 万人を超える会員基盤の強みを生かすことができる領域である。

同事業を成功に導くことができれば、サービス利用からポイント付与などを通じて同社の他サイトの会員化を促すことができ、サービス利用からシームレスに会員獲得ができるようになる。HR メディア以外に対象となるメディアとしては、ウェディングや保険、価格比較サイト等が想定される。

第三の柱となる事業としては、現在はオンライン上で閉じている同社のサービスを、実店舗 (Off line) を絡めた O2O 事業へ展開することを計画している。ポイントによる来店誘導のサービスとしてはスポットライトの提供するスマホや楽天チェックなどが挙げられるが、どちらも収益化には至っていないと考えられ、より低コストかつ付加価値の高いサービスを模索している。同社は「ネットとリアルのハブになる」ことを目的に、今年中にいくつかのサービスを立ち上げることを目指している。スマートフォンにおいて最大級のポイントメディアサイトを持つ同社にしかできない新しい事業の展開を期待したい。

◆ 引き続き M&A による事業拡大に期待

同社はお客様専用求人サイト ASP の「センキュー！」を 15 年 2 月に譲り受け、さらに EC 誘導に強いポイントメディアサイトである「お財布.com」を 15 年 4 月に買収した。

センキュー！の買収により導入企業を引き継ぐことから、同社が提供しているオウンドメディアの強化に直結し、HR メディア事業の収益化に貢献すると考えられる。

お財布.com は、これまで同社が比較的手薄だった E コマース誘導に強みを持っており、また人員 10 名も同時に異動した為、新たな広告主開拓やサイト運営ノウハウは他 2 サイトにも応用できる。またお財

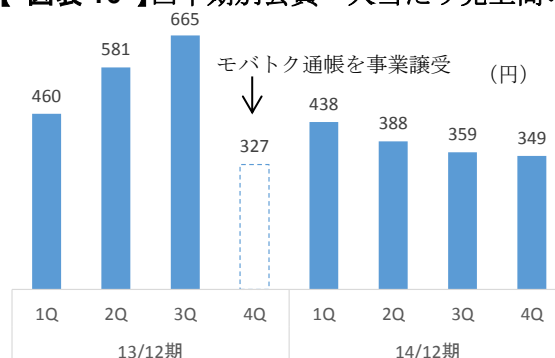
布.com が得意とする媒体は PC であり、同社の持つスマートフォン運営のノウハウをお財布布.com に生かすことで、サイトの価値をさらに向上させていく方針である。

同社のビジネスモデル、及び同市場においては M&A によるメリットが高く、上場により獲得した資金の使途として今後さらに積極的な M&A を展開していくことが予想される。

◆ ポイントメディア事業の会員一人当たり売上高の減少に課題

順調に成長を続けている同社のポイントメディア事業であるが、会員数が拡大している一方で、会員一人当たり売上高は減少傾向にある。四半期での推移を見ると 13/12 期第 3 四半期には 665 円まで上昇していた会員一人当たり売上高は、モバトク通帳の買収によりその後の 14/12 期第 1 四半期には 438 円まで低下し、その後四半期毎に 7% ずつ低下している (図表 16)。これは、モッピーよりもモバトク通帳の会員の利用頻度が低かったことも一因であるが、直近の低下の速度を見ると、現行会員の利用頻度低下や離反が生じてしまっているものと考えられる。持続的な成長を続けるためにも、利用頻度の低下や離反を防ぐ為のコンテンツやサイト設計の強化を期待したい。

【図表 16】四半期別会員一人当たり売上高の推移



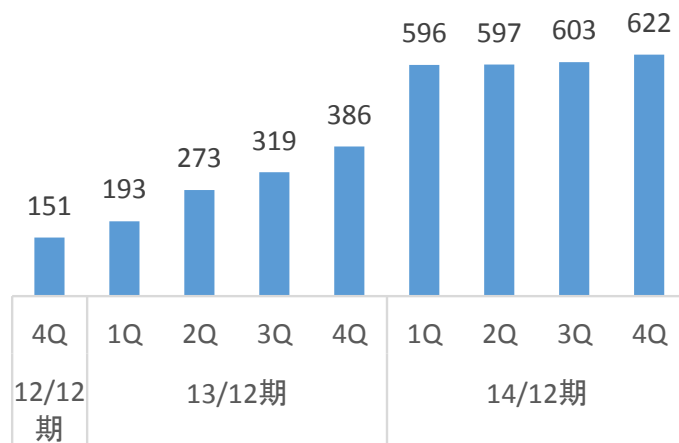
(出所) セレス決算発表資料より証券リサーチセンター作成

> 今後の業績見通し

◆ 15年12月期の会社計画は営業利益15.9%増の見通し

同社の 15/12 期計画は、売上高を 16.0% 増の 2,808 百万円、営業利益を 15.9% 増の 381 百万円、当期純利益を 16.9% 減の 244 百万円としている。直近 2 期の売上高倍増ペースからは比較的保守的な印象を受けるが、これは、1)14/12 期の大幅な増収が消費増税による駆け込み需要によるものであったこと、2)直近四半期の成長率鈍化を受けての計画となっている (図表 17)。当期純利益が前期比マイナスの計画となっている点については、14/12 期の法人税等調整額が大きく、純利益が膨らんでいる為である。

【 図表 17 】 四半期売上高の推移 (単位：百万円)



(出所) セレス決算発表資料より証券リサーチセンター作成

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ モバイルマーケティング市場に精通した経営陣が強みの源泉

同社はスマートフォン市場で最大級のポイントメディアブランドであるモッピーや178万人の有効会員、1,000社以上の広告主企業との取引等、多くの強みを持っているが、これらの強みの源泉はモバイルマーケティング市場に精通した経営陣にある(図表18)。創業社長の都木氏を始めとする、高成長を遂げたネットベンチャーを経験してきた複数の経営陣による迅速な優先順位付けと意思決定により、迅速かつ適切なM&A、業務提携の判断、適切かつ大胆な広告販促費投下による会員数拡大を実現している。

一方で中長期的な視点では、経営陣のノウハウを受け継ぐ人材の育成や、ポイントメディアに続く第二第三の収益源の育成に課題も残る。

【 図表 18 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ● モバイルマーケティング市場に精通した経営陣 ● 広告提供会社 1,000 社以上、3,000~4,000 の広告コンテンツ ● スマートフォン市場で最大級のポイントメディアブランド「モッピー」 ● 顧客を飽きさせないサイトコンテンツの設計・運用ノウハウ ● 178 万人の有効会員 ● 多岐にわたるポイント交換先
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ● 売上高がポイントメディア事業の一本足で、第二、第三の収益源育成に課題 ● 特定人物への依存度が高い事業運営 ● 急成長を支えるための人材育成に課題
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ● モバイル端末におけるスマートフォン比率の拡大 ● スマートフォン広告市場規模の持続的な拡大 ● 景況感の好転による有効求人倍率の高まり
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ● 競争激化による利益率の低下 ● ポイントや仮想通貨に対する規制強化リスク ● ポイント流通市場の成長鈍化

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 理念に基づいた的確な優先順位付けとリソースの集中

同社の経営戦略として評価されるポイントは、一貫した理念に基づき、常に中長期的な視点で資金やリソースを集中させていることである。同社はただ単に売上高を上げるためだけの他社のポイント運営代行やメディア開発受託などを一切受けていない。この姿勢が表れている具体的な戦略の例としては、1)会員を楽しませることを第一に考えたサイト設計、2)他社に先駆けて成功を取めたスマートフォンシフト、3)M&Aによる効率的な事業拡大などが挙げられる。

◆ 会員を楽しませることを第一に考えたサイト設計

都木社長は、14年12月15日付の株式新聞のインタビューにおいて、「ポイントがたまる、たまったポイントが使える、それ自体が楽しく、わくわくすることです。このことが当社サービスの根本にあって、ユーザー数増につながっており、当社としては当社サイトが常に楽しく、飽きられないようにしなくてはいけないと考えています」と語っている。これが形になったサイトとして、スマートフォン市場では最大級のポイントメディアサイトであるモッピーが同社の成長をけん引している。

注8)

ガチャ：訪問してクリックするだけでランダムにポイント等のアイテムが入手できる仕組み。

モッピーは、ゲームやガチャ^{注8)}など、毎日遊んでいるだけでポイントが貯まるコンテンツを多数展開しており、これがスマートフォンユーザーに特に評価され、利用頻度を高めている一因である。同社は、一部の他社が行っているようなメールの大量配信による販促は行わないと断言しており、今後もこの一貫した理念に基づいたサイト運営により、持続的な成長を遂げると期待できる。

◆ 他社に先駆けて成功を取めたスマートフォンシフト

同社は11年末に主力媒体をスマートフォンに大きくシフトした。その直後の12/12期は売上高を前期比マイナスに落としたものの、結果的にはこれが大きな転換点となり現在の急成長につながっている。

11年には初めてスマートフォンの出荷台数がフィーチャーフォンを上回ったものの、所有台数の割合では依然として10%に留まり、モバイル広告市場の主戦場はまだフィーチャーフォンであった。このように短期的な収益ではなく、常に中長期的な視野に立って大きく方針を転換し、リソースをシフト、集中させることができる経営陣の意思決定により近年の高成長が実現している。

◆ M&Aによる効率的な事業拡大

これまで述べてきたとおり、同社は近年積極的な事業買収に乗り出している。これらの買収は、シナジーの不透明な多角化を目指すものではなく、すべてコア事業の拡大に寄与するものである。上場によって獲得した資金の使途として、今後も積極的なM&Aに乗り出していくものと考えられる。

> 業績予想

◆ 15年12月期は48.2%営業増益と予想

同社は先に述べたように15/12期について売上高が前期比16.0%増の2,808百万円、営業利益は同15.9%増の381百万円と予想している。

当センターでは、同社計画の発表後にお財布.comの買収を発表したことなどを受け、15/12期業績予想を、売上高は前期比50.3%増の3,637百万円、営業利益は同48.3%増の488百万円、当期純利益は同7.2%増の314百万円と予想する(図表19)。

1. 15/12期のお財布.comの売上高を約10億円と予測する。4月に買収を完了している為、このうち3四半期分の売上高がセレスの15/12期決算に合算される。
2. 会員数は、14/12期末時点での会員数178万人に加え、お財布.comの会員約50万人が追加され、さらに同社が積極的な広告販促を実施していくことで、15/12期末には250万人~300万人の会員数に達していると予想した。
3. 今後の課題として挙げた一人当たり売上高について、直近では四半期毎に減少傾向が続いているが、お財布.comの買収により他サイトでもEコマース誘導などのコンテンツが拡充されるなどの効果を見込み、一定の歯止めがかかると想定した。
4. 同社のビジネスにおいては、売上原価の大部分(14/12期実績で91.6%)をポイント原価が占めている。今後同社が取引を拡大していくであろうEコマース事業者のビジネスモデルは、その他金融事業者やアプリケーション開発事業者と比較して利益率が低いビジネスモデルである為、同社がEコマース誘導による売上を拡大させていった場合、ポイント原価率は高くなる可能性が高い。このことから同センターでは15/12期の売上総利益率は14/12期よりも低下すると予想した。
5. 販売費及び一般管理費について、同社は今後も積極的に広告販促費を投下していくことを明言している。また、人件費についても、お財布.comから移動する10名の人員を含め、業容の拡大に伴って積極的に人員を増員していく見込みである。一方で売上高の拡大に伴い、管理人件費や地代家賃などの固定費的な費用は比率が下がるため、販売費及び一般管理費の売上高比率は圧縮されると想定し、売上総利益率の低下を相殺し、営業利益率は14/12月期とほぼ同水準になると想定した。

◆ 証券リサーチセンターによる中期業績予想

同社は具体的な中期経営計画を公表していないが、現在の収益の柱であるポイントメディア事業の持続的な成長に加え、第二の柱として HR メディア事業を成長させていくことや、第三の柱として O2O 事業を立ち上げ拡大させていくことなどを見据え、中期的に売上高 100 億円の大台に乗せることを目指している。

当センターでは、図表 19 に示したように、同社の 16/12 期の業績については 27.5%増収、28.9%営業増益、17/12 期の業績については 18.6%増収、29.8%営業増益とし、高成長が持続すると予想した。予想の前提は以下のとおりである。

1. 同社は今後も積極的に M&A を実施していく考えを示しており、図表 20 に示したように十分な現金も保有している。しかし M&A についてはタイミングや買収先企業の規模などを含めて予測不可能な側面があるため、当センターの予想の範囲外とした。この為、同社が予想期間内に M&A を実施した場合、その成否によって収益状況が大きく異なってくることが想定される。
2. ポイントメディア事業の事業成長を左右する会員数拡大に向けて、今後とも同社は積極的に広告販促費を投じていく見込みであるが、大手サイトによる競争激化や市場の飽和などを考慮すると、拡大ペースは鈍化していくものと考えられる。17/12 期の売上高の前期比成長率が 16/12 期から減速すると予測しているのはこのためである。
3. 同社は、HR メディア事業の売上高を今後 3 年以内に 3 割にまで引き上げることを目標として掲げているが、順調に每期 2 倍以上の成長を続けた場合を想定しても、17/12 期時点では売上高の 5%程度に留まると予想した。
4. O2O 事業については事業開始前であるため未知数であるが、同社の強みである既存の会員基盤や取引先等を最大限生かすことで、今後 3 年で 1 億円強の売上高規模に成長させていると予想した。
5. 売り上げ規模の拡大に伴い固定費率が低下していくことが想定される為、17/12 期時点での営業利益率は 14/12 期よりも高い水準にあると予想した。

【 図表 19 】 セレスの中期業績予想 (損益計算書)

(百万円)	12/12期	13/12期	14/12期	15/12期 CE	15/12期 E	16/12期 E	17/12期 E
ポイントメディア事業							
会員数(万人)	37	118	178	---	286	351	420
モッピー	37	52	---	---	124	156	188
モバトク通帳		66	---	---	102	118	134
お財布.com					60	77	98
一人当たり売上(円/人)	1,567	985	1,343	---	1,246	1,267	1,214
売上高	579	1,161	2,390	---	3,563	4,443	5,096
(前年比)		100.4%	105.7%		58.6%	17.2%	14.7%
その他事業							
売上高	2	10	30	---	74	195	404
(前年比)		305.7%	206.9%	---	148.0%	161.9%	107.4%
売上高合計	582	1,171	2,420	2,808	3,637	4,638	5,501
(前年比)	-19.0%	101.3%	106.6%	16.0%	50.3%	27.5%	18.6%
売上原価	348	730	1,487	---	2,281	2,891	3,415
(対売上高比)	59.8%	62.3%	61.4%	---	62.7%	62.3%	62.1%
売上総利益	233	441	933	---	1,356	1,747	2,085
(前年比)		88.7%	111.4%	---	45.4%	28.8%	19.4%
(対売上高比)	40.2%	37.7%	38.6%	---	37.3%	37.7%	37.9%
広告宣伝費	33	51	212	---	360	450	500
給与手当	61	70	106	---	211	301	368
その他	143	162	286	---	298	332	367
販売費及び一般管理費	238	284	604	---	869	1,118	1,270
(対売上高比)	41.0%	24.3%	25.0%	---	23.9%	24.1%	23.1%
営業利益	-4	156	329	381	488	628	815
(前年比)	-	-	109.7%	15.9%	48.3%	28.7%	29.8%
(対売上高比)	-0.8%	13.4%	13.6%	13.6%	13.4%	13.5%	14.8%
経常利益	-5	154	308	378	485	625	812
(前年比)	-	-	100.2%	22.7%	57.5%	28.9%	29.9%
(対売上高比)	-0.9%	13.2%	12.8%	13.5%	13.3%	13.5%	14.8%
当期純利益	-10	90	293	244	314	405	526
(前年比)	-	-	225.9%	-16.9%	7.2%	29.0%	29.9%
(対売上高比)	-0.9%	13.2%	12.1%	13.5%	8.6%	8.7%	9.6%

(出所) 決算発表資料、14/12 期決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

【 図表 20 】 セレスの中期業績予想 (貸借対照表)

(百万円)	12/12期	13/12期	14/12期	15/12期 CE	15/12期 E	16/12期 E	17/12期 E
資産の部							
流動資産							
現金及び預金	176	272	1,595	---	1,466	1,740	2,211
その他流動資産	164	364	639	---	1,040	1,326	1,573
流動資産合計	340	636	2,235	---	2,506	3,067	3,784
固定資産							
有形固定資産	8	16	22	---	26	31	37
無形固定資産	27	177	173	---	293	270	255
投資、その他の資産	21	23	57	---	66	79	96
固定資産合計	57	217	253	---	386	380	389
資産合計	397	854	2,488	---	2,893	3,448	4,174
負債の部							
流動負債							
ポイント引当金	119	203	256	---	345	355	356
その他流動負債	88	239	376	---	380	440	520
流動負債合計	207	442	633	---	725	795	876
固定負債	39	171	225	---	224	304	423
負債合計	247	613	858	---	950	1,100	1,300
純資産部							
株主資本							
資本金	80	80	336	---	336	336	336
資本剰余金	44	44	871	---	871	871	871
利益剰余金	45	135	429	---	743	1,148	1,674
自己株式	-19	-19	-7	---	-7	-7	-7
純資産合計	150	240	1,629	---	1,943	2,348	2,874
負債純資産合計	397	854	2,488	---	2,893	3,448	4,174
自己資本比率	37.8%	28.2%	65.5%	---	67.2%	68.1%	68.9%
従業員数(人)	24	31	38	---	60	75	90
(外、平均臨時雇用者数)	6	4	10	---	12	15	18
一人当たり売上高(百万円)	24	38	64	---	61	62	61
EPS (円)	-1.4	12.1	38.1	27.9	35.8	46.3	60.2
BPS (円)	20.1	32.2	38.1	---	222.0	268.3	328.4

(注) 1株当たり指標は株式分割修正後

(出所) 決算発表資料、14/12期決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 当面は将来の投資に向けた内部留保を優先

同社は株主への利益還元を重要な経営課題と認識しているものの、将来の投資や財務基盤強化に向けた内部留保を優先するため、現時点で配当開始時期は定めておらず、株主優待制度なども設けていない。

当センターは利益剰余金の積み上げが進むであろう 17/12 期には、配当性向 10~20%程度の配当を行う可能性があると予想する。

◆ 長期的な成長は HR メディア事業、O2O 事業の成否に注目

同社が主力とするポイントメディアサイト市場では、同社を含め 200 万人~400 万人規模の会員を有するサイトが複数存在している。しかし、サイトの特性から、会員は複数サイトに登録しているケースが多いと考えられ、また有効会員の比率などを考えると、現行の市場ユーザーは 500 万人~1,000 万人のレンジに収まる規模と推測される。

ポイントメディアサイト市場については PC 版の立ち上り以降 17 年が経過した中で、今後ユーザーの入れ替わりは想定できるが、大規模な変化は期待できない。また、会員一人当たりの売上高は大きく拡大するような性質のものではない為、同社が同市場だけで長期的な成長を遂げることに限界があると推察される。

同社が持続的な成長を遂げるためには、HR メディア事業を始めとする一般ユーザー向けのアフィリエイトサイトや、O2O 事業など、一般ユーザーのより日常の消費を促進する市場に切り込んでいく必要がある。これらの新規事業の成否によっては同社の成長に陰りが見えてくる場合があることも留意しておきたい。

◆ 一般的なセキュリティリスクにも留意

同社は多くの個人情報や会員の資産(ポイント)を管理している。これらのセンシティブな情報を扱う企業の一般的なリスクとして、情報漏えいリスク、ハッキング、バグなどによるポイントの盗難や消失のリスクが存在する。ポイントは発行体の信用に基づいて発行されている為、個人情報の漏えいやポイント資産に関する混乱が一度でも発生してしまえば、同社が信用を失うことが予想される。ポイントが一度に現金化されてしまった場合、キャッシュフローを圧迫し同社の財務状況に大きく影響を与えることにも留意しておきたい。

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

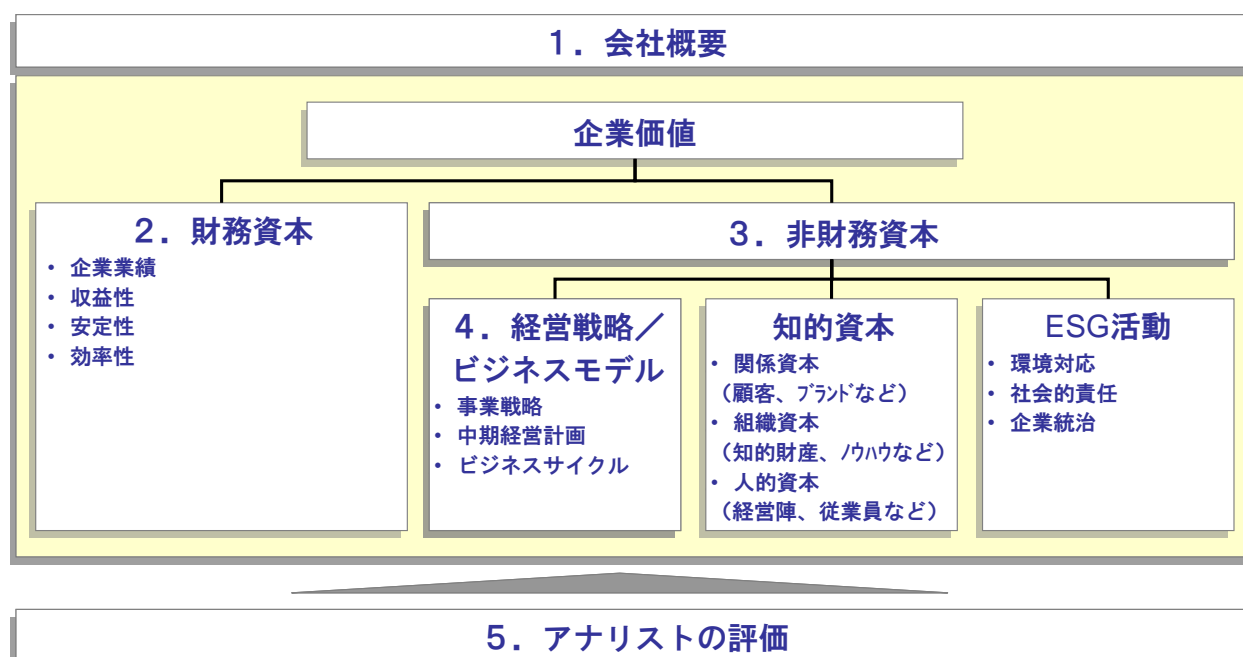
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment：環境、Society：社会、Governance：企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。