

Path (パス)

グループ化による EC 事業への本格参入で、バリュエーションは一新へ

アナリスト 堀 篤

東証マザーズ 3840

株価 208 円 (9月7日) 想定株価 406 円

時価総額 34 億円

単位 100 株

2014年3月の第三者割当増資以降、大株主・経営陣が交代。新経営陣が事業を再構築。旅行、メディア、通信販売事業などをグループに取り入れ、一定のアクティブユーザーに対する市場、「コミュニティ型マーケット」の創造に着手している。

Price Gap 要因

現状、新たな経営陣は、中期的な戦略のバックボーンを作るため、投資活動を進めているが、その過程で、戦略が見えつつある。株価にはまだそこが反映されていない。



本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

① 事業紹介



旅行会社パストラベル（当時社名アトラス）は、法人向け旅行手配会社。2013年2月に子会社化。

株式会社 gift で出版する雑誌 Dress は、アラフォー世代向けの女性向け雑誌。読者同士で「Dress 部活」と言われるリアルの活動をしており、現在 18 の部活動が行われている（2014年12月子会社化）

このほか、Path マーケティングが EC 事業を行う子会社として設立されている。（2014年12月設立）

マドゥレクスは、化粧品通信販売会社。

マドゥレクスの商品開発会社であるジヴァスタジオも、Path で子会社化して

本レポートに掲載された情報・見直し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

いる（2015年8月子会社化）。

② 経営陣とその経営方針

現経営陣は、CEOの柴田氏、COOの瀧谷氏ともに、TSUTAYAを運営するCCC（カルチャーコンビニエンスクラブ）などで実績がある経営者だ。

この二人が中心となり、Pathの事業構成が、今、形作られている局面にある。

柴田氏は、他にも外資系コンサルティング会社の日本法人社長を勤めるなど、組織開発の専門であり、瀧谷氏は経営戦略の構築を得意とする。これまでの経験や、それぞれの知見を活かし、事業・企業を見付け出し、グループ化し、再生をしていく、というスタイルが、Pathの姿だろう。

彼らの強みは、グループ内に取りこんでからの再生力にある。

連結後の売上、利益が、連結前の単純加算よりもどの程度ドライブできるか、が、同社の存在意義を示すところになる。

同社が、多くの再生上場企業と違うのは、2014年年初には、決済事業と旅行事業はあったものの、経営陣が変わる直前の2014年3月期には売り上げが3億85百万円程度しかなく、ほぼ0からのスタートに近かった、ということだ。かつ、柴田氏ら経営陣は、初めから、特定の既存事業をここに取りこもうとしていたわけではない。

このような0からのスタートに近い上場企業では、特定の有力な1企業の取り込みに、その再生が頼られやすいが、同社の場合は、特定の企業ではなく、初めに「コンセプトありき」の再生事業となっている、珍しいケースと言える。

そのコンセプトが、「コミュニティ型マーケティング」だ。

経営陣が語る「コミュニティ型マーケティング」とは、

- (1) 一定のテーマの下に、帰属意識が強いコミュニティを作る。
- (2) そのコミュニティに対し、様々なサービスや商品を提供し、流通させる。
- (3) コミュニティからの情報発信による、よりよい商品開発を継続する。

そういった「経済圏」を創出し、事業の中心に据える、という考え方だ。

こういった事業形態を作るには、すでに一定の帰属意識を持ったコミュニティ

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

を買収するか、そのようなコミュニティを作る可能性が高いサービスを、グループ内に持ち、質量ともに強化していくことが必要となるだろう。

また、プロフィットを生むのはそこで扱われるサービスであり商材だ。つまり、そのサービスや商材をどこから持ってくるか、という課題が生じる。そこで商品開発力を持った企業との協力が必要となるだろう。

このことを、同社が具体的に表現しているのが、「通販とメディアの融合」だ。

ただし、同社が目指すのは、経営陣が CCC で経験してきた「Tカード」のようなものではない。より強い帰属意識を持ち、購買率・参加率が高い小型コミュニティと、そこから来る、より切実な消費者ニーズの情報、そしてそれに応える商品開発力だ。

このサイクルが生れたときに、同社の成長モデルは大きな評価を得るだろう。

女性向け雑誌 **DRESS** では、リアルな「部活」を企画し、読者をそこに参加させることで、より帰属意識の強いコミュニティを創出させており、グループのメディアの中核と位置づけられている。

また、今回買収した化粧品販売会社は、10 数年前から続く化粧品の通信販売を行っている。同時に、商品企画・開発機能、EC・流通の機能を持っており、通信販売会社として、グループの中核となるだろう。

Path としては、まず、それぞれの事業体を把握し、コミュニティとしての質・量を作ることが重要な仕事となる。

そして、次のステップにおいて、コミュニティへの外部からのサービス・商材の投下を行い、利益を出すことができれば、そこで利益率は上がるだろう。

あるいはコミュニティ同士の交流、商品・サービス交流などにより、さらに新たなコミュニティや、市場を創出することもできるかもしれない。

そして、3 つ目のステップが。コミュニティのマーケティング機能を生み出し、製品開発機能とリンクさせることだ。

始めは、コミュニティへの商品供給からの市場開発となるだろうが、コミュニティが機能すれば、需要サイドからのアプローチが可能となる。

これらのステップが、同社評価の本番となるだろう。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

③ 今回の M&A により、成長の基盤が揃った

マードゥレクス、ジヴァスタジオの買収によって、通販・商品企画・流通の機能がグループ内に揃ったが、このことは、「gift」と合わせ、同社が目指している「メディアと通販の融合」の基本材料が揃ったことを意味している。

料理器具はとりあえず揃った、というべきだろうか。

あとはここで、何をどう料理していくか、が、経営手腕の見せ所だろう。

マードゥレクス社は「エクスポーテ」「女優肌」といった化粧品を主力商材としているが、「エクスポーテ」は 2001 年からのロングセラーであり、「女優肌」も 2006 年解禁から 600 万人以上の体験者を持つ、安定した商品だ。

2009 年には、全日本 DM 大賞で銀賞を受賞し、他にも商品としての受賞歴は華やかだ。

販売方法としては、TV ショッピングを中心に、カタログ、ラジオ、Web 通販と、あらゆる手法を採っており、会員は 100 万人を超える。

商品の安定性も魅力だが、通販のシステムとして、安定した機能を継続し、ユーザーを開拓してきたという実績が、Path への評価としては最も重要な部分だ。

gift が運営する「DRESS」の客層とほぼ重なる、というメリットもあるので、商材の投入がしやすいのはもちろん、コミュニティとしての相互乗り入れも可能だ。

だとすれば、前項で紹介した 3 つのステップを実現しやすい。

意外と早い時期に、シナジー効果が目に見える可能性もあるだろう。

④ 直近の業績動向

同社の業績予想については、会社側予想もなく、また、前期までの数値は全く参考にならない。

そこで、まず既存事業の予想と、買収した企業の実績と連結期間を組み合わせて、今期から来期の数値を単純に想定する。

既存事業

コンサルティング事業、決済事業

前期 71 百万円の売上で 53 百万円の利益

今期は、コンサルティング能力をグループ内のシナジー発揮などに傾注するので、両事業はほぼ読まない。

旅行事業

前期 432 百万円の売上で、9 百万円の赤字。今期は、回復基調。赤字は縮小。ほぼ 0 ベースを狙える。

メディア事業（前期連結 3 か月）

前期 112 百万円の売上、74 百万円の赤字。

雑誌・広告収入は横ばいだが、コスト削減とコミュニティへの商材流通に期待。

今期通期寄与なので、売上は約 3 億 50 百万円、営業利益は 20 百万円程度の赤字か。

通販事業（今期連結 6 か月）

前期通期実績は、2 社で 42 億 2 百万円、営業利益 42 百万円。

（※内部取引は不明）

単純計算なら、今期寄与は、2 社で営業利益で 20 百万円。

今期は、シナジー効果は時間的な制約により限定的だろう。

ただし、上記の単純計算においても、ほぼ営業利益ベースで 0 に近い数値が可能となる。

企業価値の本質ではないが、今期予想、についてのポイントは、メディア事業

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

の利益が握っているだろう。

今期中に、ある程度のシナジーが生み出されれば、このセグメントが黒字化することも考えられるが、何ものなければ20百万円以上の赤字を計上する可能性もある。

今期末（2016年3月期）の業績については、以下を予想する。

単位：千円 2016年は予想

	2014		2015		2016	
売上	385,267		616,900		2,370,000	
売上総利益	52,038	13.5%	81,007	13.1%		
販売管理費	149,910	38.9%	240,246	38.9%		
営業利益	-97,871	-25.4%	-159,238	-25.8%	8,000	0.3%
経常利益	-122,906	-31.9%	-175,362	-28.4%	-2,000	-0.1%
当期利益	-150,126	-39.0%	-150,051	-24.3%	-2,000	-0.1%
純資産	39,915	32.0%	384,449	60.3%	1,514,987	
平均			212,182		949,718	
総資産	124,674		637,732			
平均			381,203			
ROE			-70.7%		-0.2%	
ROA			-46.0%			
セグメント						
コンサルティング			60,907		10,000	
			49,818	81.8%	2,000	
決済代行	18,787		11,108		10,000	
	-828	-4.4%	3,290	29.6%	0	
旅行	366,479		432,198		500,000	
	-17,824	-4.9%	-9,160	-2.1%	-2,000	
メディア			112,685		350,000	
			-74,262	-65.9%	-12,000	
通販					1,500,000	
					20,000	
発行済み株式数	82,968		11,633,800	5,244,800	16,878,600	
	6,460		646,000		0	
差引	76,508		10,987,800		16,878,600	
平均			9,319,300		13,098,950	
EPS			-13.7		-0.1	
BPS			35.0		89.8	
SPS			56.1		140.4	

データが不足し、売上総利益の予想は記載していない。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

⑤ 中期的な成長性

同社が、まだ「買収」可能な資金力と構想力を保持していることから、基本的なスタートラインを、現在の売上 23 億程度と置くことは、暫定的な意味にしかならないだろう。また、流通額そのものを売上とするスタイルから考えて、売り上げ規模は、今後の事業構成によって大きく変わる。

現状の同社連結売上の 75%程度を占める「通信販売」部門は、化粧品通販という捉え方をすると、平均的な成長率は年率 1%~2%程度の市場だ。

この分野では、足元の中堅上場企業（化粧品販売）の状況は、かなりバラツキがある。

中堅上場企業 3 社の直近四半期 通販売上前年同期比

シーボン通販部門 1Q (4月~6月)	+0.4%
ドクターシーラボ通信販売部門 3Q (2月~4月)	+4.7%
ファンケル 1Q 国内売上 (4月~6月)	+28.3%

ここでは、消費税増税の影響が出ているにも関わらず、各社、健闘しているといえる。消費税の影響を考えると、実質的には上記数値に 2%~3%程度の上乗せが妥当かもしれない。

とはいえ、数値は一定の水準ではなく、シーボンとファンケルでは大きな差が出ている。

(ただし、ファンケルは通信販売主力だが、販売チャネルごとの数値がなく、厳密な比較はできない)

これらの差異は、ブランド力や企画力、販売力（通信販売の経験値など）によって出てくるものだろう。

マードゥレクスおよびジヴァスタジオの能力の高さと、Path 社のマーケティング戦略によっては、10%以上の成長性は十分に狙える。

Path の戦略的な取り組みにより、通信販売部門の中期成長率は、現段階では以下のように考えたい。ただし、化粧品以外の商材がどのように付加されるかを、ある程度保守的に入れ込むこととする。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

化粧品通販の戦略的な成長率を参考に、2017年3月期の成長率を年10%
通信販売市場全体の成長率を参考に、2018年3月期の年間の成長率を年率12%
(2013年度で8.3%とされている)

2019年、2020年3月期の成長率を、コミュニティマーケティングの完成期と
みて、年率20%の成長。

したがって、この5年間の売上高平均成長率は、16.4%とする(ただし連結寄
与の期間の関係により、下表では数値が異なる)。

そのほか、メディア部門、旅行部門の動向も踏まえ、以下のように、中期的な
業績予想を作成する。

		2016	2017	2018	2019	2020	平均成長率
連結	売上高	2,370,000	4,590,000	5,174,000	6,168,500	7,325,435	52.3%
	営業利益	8,000	156,000	246,600	421,130	506,956	
	経常利益	-2,000	146,000	236,600	411,130	496,956	
	当期利益		87,600	141,960	246,678	298,174	
	EPS		5.2	8.4	14.6	17.7	21.3%
通信販売	売上	1,500,000	3,600,000	4,032,000	4,838,400	5,806,080	71.8%
	利益	20,000	144,000	201,600	362,880	435,456	519.3%
旅行	売上	500,000	550,000	660,000	825,000	990,000	24.5%
	利益	-2,000	10,000	33,000	41,250	49,500	
メディア	売上	350,000	420,000	462,000	485,100	509,355	11.4%
	利益	-12,000	0	10,000	15,000	20,000	
コンサル・決済	売上	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	0.0%
	利益	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	0.0%

2017年3月期は、マードウレクス、ジヴァスタジオの通期寄与により、売上高
ベースは上昇する。

ただし、現時点が、連結の事業構成の中途にあることを考えると、上記数値は
あくまで暫定的なものとなる。

なお、税効果から、実際の数値は、上記表中の営業利益が実現した場合は、当
期利益は表中の数値よりも高くなる。しかし本レポートでは、中期的な企業価
値を算定するのが主旨なので、あくまで実効税率40%として算定することにす
る。

⑥ テクニカル

(下段は MACD)



株価の調整は、かなりの水準まで進んだ。

一旦、2015年5月の第三者割当増資による株価急騰以前の水準に戻っており、ここで目先の調整は終了したと見てよいだろう。

下値から見た場合の3分の1戻し、400円の水準は、初めの戻り目標となる。ただし、それ以降は、出来高を伴う水準となり、それなりに売り物をこなさなくては上がらないだろう。

400円の次は、買収材料で瞬間的につけた480円近辺が、次の目標値となる。日数がかかる可能性があるが、出来高分布で考えた場合、2か月間程度が、必要とする日数だろう。

⑦ 想定株価の算定

同社の株価算定は、現段階では、一定の事業構成の予想をしながら行う必要がある。現実の株価は、現時点での連結数値以上に、期待値に左右されるからだ。

同社が今後、投資に回す資金は、税効果によるキャッシュを含め、今後1年半で10億円程度は可能と考える。

その場合、10億円分の投資から期待される収益を、年間80百万円程度（投資

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

収益率 8%) と仮定すると、その EPS に対する寄与度は 4.5 円程度と考えられる。

この数値を、上記表中の EPS に加えると、

2017 年 3 月期 9.7 円
2018 年 3 月期 12.9 円
2019 年 3 月期 19.1 円
2020 年 3 月期 22.2 円

となる。

中期 EPS 成長率が 21.3%、PEG=1.5 とすると、

PER=31.95 倍

2017 年 3 月期 EPS 9.7 円に対して 31.95 倍=310 円

PEG=2.0 の場合

PER=42.6 倍

EPS=9.7 円として、413 円

PEG=2 倍は割高とも思えるが、EPS 算定で、新規事業とのシナジー効果を見逃しているため、その分、許容範囲とする。

また、実際の EPS には税効果が見られるが、本レポートではそれを考慮していない EPS を採用しているため、ここで PER42.6 倍とした場合でも、実際には 25.5 倍にしかならない。

以上のことから、PEG=2 を中心値として採用する。

テクニカルベースでは、前述したように、400 円近辺から 480 円への値動きが想定される。

本レポートでは、現時点で、400 円から 413 円を中心的なバリューストし、その中心値を想定株価とする。

想定株価 406 円

本レポートに掲載された情報・見直し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1. 本レポートは、株式会社日本マネジコ（以下弊社）が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引に関する最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なってください。
2. 当資料に掲載されている内容の著作権は、原則として弊社に帰属いたします。本レポートにおいて提供される情報につきまして、弊社の承諾を得ずに当該資料の複製、販売、表示、配布、公表、頒布または営利目的の利用を行なう権利を有しません。
3. 本レポートは、弊社が信頼に足ると判断した資料、情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性、適時性などに、投資者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またはその他の損害について、弊社が責任を負うものではありませんのでご了承ください。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。