

本プレゼンテーションに際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本プレゼンテーションは特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。

ひびき・パース・アドバイザーズ Pte. Ltd.

# ひびき・パス・アドバイザーズ



|        |                                                 |                                                                                                                             |
|--------|-------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 会社名    | Hibiki Path Advisors Pte. Ltd. / ひびき・パス・アドバイザーズ |                                                                                                                             |
| 代表者    | 清水 雄也                                           |                                                                                                                             |
| 創業     | 2015年11月20日（2016年3月営業開始）                        |                                                                                                                             |
| 株主     | 代表者及び経営陣が100%保有                                 |                                                                                                                             |
| 事業内容   | シンガポール金融庁資産運用免許業者（Reg.201541140R）               |                                                                                                                             |
| 主要顧客   | 国内外の年金基金及び公益財団等                                 |                                                                                                                             |
| 本社所在地  | 9 Raffles Place, #26-01, Singapore 048619       |                                                                                                                             |
| 自社メディア | Website                                         | <a href="https://www.hibiki-path-advisors.com">https://www.hibiki-path-advisors.com</a>                                     |
|        | Hibiki Investment News                          | <a href="https://hibiki-investment-news.com">https://hibiki-investment-news.com</a>                                         |
|        | X                                               | <a href="https://x.com/news_hibiki">https://x.com/news_hibiki</a>                                                           |
|        | LinkedIn                                        | <a href="https://www.linkedin.com/company/hibiki-path-advisors/">https://www.linkedin.com/company/hibiki-path-advisors/</a> |

## 投資対象企業の特徴

- 日本の株式市場に上場している中型・小型株
- 成長の端境期、もしくは業績悪化局面にあるため株価が割安となっている企業
- 株主と歩調を合わせ、共に長い時間軸で価値を実現していくイメージを描ける企業
- 3年～5年以上の時間軸で長くお付き合いの出来る企業



# マンドム（4917）の発表されたMBOについて

2025年9月17日



# 本プレゼンテーションの趣旨



- Hibiki Path Advisors（「私ども」「ひびき」）の主要投資先の一つであるマンダム（証券コード 4917）がMBOを発表され、それに関する私どもの見解のご説明
- 私どもからマンダム（「マンダム」「当社」）取締役会及び特別委員会へ送付したご質問状のご紹介

# マンダムのブランド例



SILKYGIRL



LÚCIDO-L



めよう、  
のニオイケア



PIXY  
My Beauty, My Energy

# マンダムの解説



## 沿革

- 1927年に金鶴香水として創業、1970年の「マンダム」大ヒットにより社名変更、1978年に「GATSBY」販売開始
- 国内男性化粧品市場で25%超、男性ヘアスタイリングで50%超シェア
- 1969年にインドネシアにも進出、東南アジアにおいても高知名度

## 事業データ & 株価バリュエーション

- 売上（26/3会社予想）843億円、営業利益（同）35億円、時価総額927億円  
（9/12終値2,053円株価 & 自己株除ベース – 自己株含める場合990億円）
- PER 16.9x、PBR 1.2x、EV/EBITDA 5.9x（全て27/3予想ベース）

（注）PER、PBR、EV/EBITDAの前提となる利益予想はマンダムの中期経営計画をベースに弊社予想

# 化粧品・トイレタリー各社バリュエーション



| コード     | 会社名     | 時価総額<br>(億円) | EV<br>(億円) | PBR<br>(実績ベース) | EV / EBITDA<br>(26年度予) |
|---------|---------|--------------|------------|----------------|------------------------|
| 4917    | マンダム    | 927          | 675        | 1.4x           | 5.9x                   |
| 4911    | 資生堂     | 9,466        | 12,031     | 1.5x           | 9.1x                   |
| 4922    | コーセー    | 3,378        | 2,566      | 1.3x           | 7.7x                   |
| 4927    | ポーラオルHD | 2,903        | 2,405      | 1.8x           | 9.4x                   |
| 4928    | ノエビアHD  | 1,581        | 1,434      | 3.2x           | 11.2x                  |
| 4919    | ミルボン    | 818          | 701        | 1.7x           | 7.2x                   |
| 4933    | I n e   | 268          | 262        | 1.5x           | 4.2x                   |
| Average |         |              |            | 1.8x           | 8.1x                   |
| Median  |         |              |            | 1.6x           | 8.4x                   |

## 注記

9/12終値ベース（時価総額は、自己株除く発行済株式数で計算）

ネットデットは短期・長期有利子負債から現預金を差し引いて計算

マンダムのEBITDA予想値は、両FAの平均値。その他はBBG予想値

マンダムは3月決算、ノエビアは9月決算、その他は12月決算

Source Bloomberg

# 今年3月にご送付したご提言書の内容



- 本源的価値は最低でも一株3,050円※（3/31株価1,320円から+131%）
- 資本市場の評価が低い原因として過度に保守的なBSマネジメントを指摘
- 企業価値向上策として以下の4点をご提案
  1. ブランド別開示を行い、各ブランドストーリーを資本市場に浸透させるべく訴求
  2. 他社アジア展開加速の中、先行者として差別化戦略を再考し、投資家に道筋を開示
  3. 株式報酬インセンティブ付与の範囲の拡充及び増額を検討すべき
  4. その上で2桁水準のROE目標を明示し、目標に沿った資本配分に強くコミット

※ ひびきの独自試算数値、詳細は企業価値向上策ご提言書（[リンク](#)）のp.8~9をご覧ください。

## 今回のMBOの要点4つ



- 1,960円TOB価格による時価総額は885億円（内530億円は三菱UFJ銀行よりローン）、Valuation: PER 16.1x、EV/EBITDA 5.4x (27/3予)、PBR 1.2x (実績)
- 創業家は非公開化後に再出資をし33.4%を所有予定、非公開化後も西村元延会長、西村健社長の経営トップ体制及び1/3の取締役構成を確保
- 66.7%はプライベートエクイティ大手CVC Capital Partnersがスポンサーとして出資、創業家と協働で企業価値向上及び「3年以内の再上場」を目指す
- 現在はTOB予告の状態であり、ベトナム競争法クリアランス後の9月下旬を目途に実際のTOB開始を計画

（注）PER、PBR、EV/EBITDAの前提となる利益予想はマンダムの中期経営計画をベースに弊社予想

# 今回のMBOにつき私どもから3点コメント



1. 非連続な成長を追求する「攻め」のMBOに大儀はある
2. 取締役会、特別委員会の価格引き上げ活動は評価
  - しかしいくつかの疑問点 . . .
3. 1,960円という価格に関しては、企業価値を十分に反映していないと考える

# マンドム 25/3期決算説明会資料 P.18



## 5-1. PBR拡大のための当社の主な取り組みと時系列イメージ

収益性改善と成長のための取り組みを着実に実行し、将来の成長可能性を投資家の皆さまに今まで以上に丁寧にお伝えすることに注力し、株式価値の挽回を図ります。

### ROE 拡大の取り組み

#### 収益性改善

##### 日本における構造改革

(⇒P.24)

- ・適正価格への改定
- ・不採算SKUの削減
- ・原材料の戦略的調達化
- ・代替可能な原材料への切り替え

##### インドネシアにおける事業再生

(⇒P.27)

- ・主軸ブランド「ギャツビー」「ピクシー」に対するマーケティング再強化
- ・製造表低減、原価低減の取り組み

##### BSマネジメント

(⇒P.19)

- ・自社株式購入による資本効率改善
- ・手元現金の適正水準の見直し
- ・借入金も視野に入れた最適資本構成の検討
- ・政策保有株式売却の更なる削減



### PER 拡大を意識した取り組み

#### 将来の成長期待

##### 新規領域への取り組み、投資

(⇒P.28)

- ・D2Cチャネルへの取り組み強化
- ・社外ECチャネルの売上拡大
- ・化粧品周辺の健・清・美・楽領域への進出
- ・小売業様との取り組み強化
- ・アジアにおけるビジネスエリア拡充

##### 既存チャネル強化

(⇒P.28)

- ・既存流通向け新ブランドの強化「ZFACE」「Levata」「T/ME U」
- ・「ギャツビー」「ピクシー」のリブランディングによる売上挽回

##### 資本コストを下げるための取り組み

(⇒P.18)

- ・グループガバナンス、リスクマネジメントの強化
- ・IR活動、開示情報の充実

#### M&A

既存売上構成の低いカテゴリーの国内外のブランド、企業がターゲット



### MP-14中の企業価値・株主価値拡大 Target

| 期      | 2026年3月期 | 2027年3月期 | 2028年3月期 |
|--------|----------|----------|----------|
| 連結営業利益 | 3,500百万円 | 7,500百万円 | 9,000百万円 |
| 営業利益率  | 4.1%     | 8.0%     | 9.0%     |

#### 安定した株主還元実施と、資本市場・投資家との対話強化



## 疑問点 4つ

- 特別委員会の活動として、最初のMBO提示価格の1,600円から、7度も価格を引き上げていただいた点は評価。しかしその最終局面にて特別委員会側が2,100円を逆提示したものの、その翌日に、前の提案価格の1,950円を10円引き上げただけの価格にすぐ合意している点
- DCF法による株式価値算定の際、執行側と特別委員会側で同じ事業計画を元に評価を行っているとは明記されているが、そのフリーキャッシュフローの前提に大きく乖離がある点
- 株式価値算定の際、市場価格法とDCF法が用いられているが、一般的に多くのケースで採用されている類似企業比較法が今回敢えて採用されていない点
- TOB価格に「期待されるシナジーを一切反映していない」点

- 非連続な成長を目指す「攻めのMBO」の大儀は評価。このような強い覚悟を持ち、リスクを取って中長期目線で企業価値を最大化する姿勢とその精神性については、企業の一ファンとしては応援
- 開示資料を拝見し、執行側と特別委員会の交渉過程の内容にはいくつか疑問点を感じ、ご質問状を送付した上で、一般株主の皆様に対しても開示
  - リンク：MBO実施に係るご質問状のご送付について
- 1,960円のTOB価格に関しては、十分に企業価値を反映していると感じていない

# 連絡先及びご注意事項



**ひびき・パス・アドバイザーズ Pte. Ltd.**

**Email:**

[info@hibiki-path-advisors.com](mailto:info@hibiki-path-advisors.com)

**Website:**

[www.hibiki-path-advisors.com](http://www.hibiki-path-advisors.com)

<https://hibiki-investment-news.com>

[x.com/news\\_hibiki](https://news_hibiki.com)

本プレゼンテーションに際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本プレゼンテーションは特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。