

大阪府大阪市中央区十二軒町 5-12  
株式会社マンダム  
取締役会 御中  
特別委員会 御中

### MBO 実施に係るご質問状のご送付について

貴社の株式を運用顧客口座にて保有しております、シンガポールに拠点を置く機関投資家のひびき・パス・アドバイザーズ（以下、「Hibiki」及び「私ども」といいます。）と申します。本年 9 月 10 日に、貴社は MBO（以下、「本 MBO」といいます。）を発表されておりますが、その御決議に至るプロセスの開示資料の中でいくつか疑問が生じ、質問状をご送付させていただき運びとなりました。なお、本書簡は Hibiki が運営するウェブサイト他にて公表をさせていただき予定です。また、ご回答の形式は、フェア・ディスクロージャーの観点で個別でのご連絡ではなく、公開開示資料という形を希望いたします。

まず、最初に、創業家の西村元延様、西村健様が、強いご覚悟を持って事業の新たな成長のために非公開化を行うというご判断を下されたその意志力にご英断には心から敬意を表したいと存じます。そして、次に、今年 2 月に創業家及び CVC Capital Partners（以下、その子会社と総称して「CVC」といいます。）より初期的意向表明を受領されて以降、ご発表に至るまでおよそ半年の間、貴社の取締役会、特別委員会及び管理部門の現場の皆様の多大な努力と苦労があったことも同時に推察され、一株主として、労いの気持ちを表明したく存じます。本当に有難うございます。

私どもは、昨年 7 月から株主となり、本年 3 月 31 日付で貴社へご送付した「[企業価値向上施策ご提言書](#)」をはじめとして、貴社の企業価値向上のため断続的にコミュニケーションを取らせていただいております。それはひとえに私どもが貴社の企業風土とブランドのファンであり、皆様のポテンシャルに並々ならぬものを感じていたからです。そして、私どもからの数々のアプローチに拒否反応を見せることなく、親身に、そして真摯に対話に応じてくださっていた点にも、この場を借りて御礼申し上げます。

特に本 MBO 発表の直前となる 26/3 期 1Q の業績発表では、コロナ以降の業績の低迷もあり苦戦してきた貴社が、私どもの「[2025 年 8 月 8 日 株式会社マンダム 決算発表コメント](#)」にも一部記載の通り、①構造改革費用が大部分を占めるその他項目のマイナス影響 9 億円程度を考慮しても、業績が回復している点（年内の支払いを想定されていた国内構造改革費用のかなりの部分を直近期（1Q）に前倒し計上した上でも前年比で大幅な改善）、②インドネシア事業も構造改革費用を今期約 10 億円程度計上する前提においても、通年で前年度比 18 億円の利益改善を期待できる点等を取材にてお伺いし、西村社長の強いリーダーシップのもとで、構造改革の成果が着実にあがりつつあることに期待を新たにしておりました。そして構造改革局面を支えてきた投資家として、ROE2 桁を目指せる状況にまで基礎体力を拡充され、28/3 期の目標株価 3,000 円<sup>1</sup>を公言する点にも貴社の強い自信を感じ取っておりました。

<sup>1</sup> [2025 年 3 月期決算説明会資料](#) (p.18)

一方で、私どもの投資先の多くに率直に申し上げている通り、また貴社へのご提言書にも記載させていただいた通り、企業として中長期の成長のために本当に断行すべきこと、及びそれを実現する道筋の過程は、上場維持ありきではないことも事実です。現在の構造改革をやり切り、将来の持続的成長の土台を固めるため、様々な知見を有する CVC と連携し、覚悟を持って本質的な企業価値創造を「攻めの非公開化」という形で成し遂げようとされる創業家である西村元延様、西村健様のご姿勢には、まさしく「大義」があると感じております。このようなリスクを取る判断のできる経営力こそが、今後人口減少が加速し、今までの想像と違うグローバル社会に突入しつつある時代、日本の企業や産業の再生には必要不可欠なものでしょう。

上記の通り、私どもは本 MBO の全体の考え方やその背景及び目的には異存はございません。しかし、一株主として、本 MBO の公開買付価格については、特別委員会の皆様の株主価値を最大化するための不屈の交渉の努力によって当初提案の 1,600 円より価格が 7 度引き上げられて 1,960 円に至っていることは理解をしつつ、残念ながら貴社の本源的な企業価値を十分に反映していないと見ております。貴社は 25/3 期投資家向け決算説明資料にて、28/3 期の目標株価を 3,000 円と開示しておりましたが、そのご発表から半年と経たない中で開示された本 MBO において、その目標値と今回発表の公開買付価格の大きな乖離に関し十分な説明がなされていると言えません。このような当初の問題意識に基づき、発表された賛同表明及び応募推奨、さらに特別委員会の答申書を詳細に拝見した上で、お伺いしたいことを整理し、添付の通りご質問状を作成させていただきました。

一般株主に対する公正性確保、特に MBO という取引の特性を踏まえた公正性担保の観点から、真摯にご回答いただけることを心より期待しております。

2025 年 9 月 15 日

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.



## ご質問状

### 1. 公開買付価格決定のプロセスについて

特別委員会提案の公開買付価格 2,100 円（答申書 P10）に対し 1,960 円という低い価格で買付価格が決定されてしまった経緯を、取締役会・特別委員会内での議論内容を中心に詳細にご回答ください。答申書によると、特別委員会は 9 月 5 日の買付者からの第 7 回提案価格 1,950 円に対し 2,100 円を逆提案されましたが、その翌日、第 8 回提案価格 1,960 円という、前回より 10 円だけ高い水準が公開買付者により提案され、その価格が承認されたとのこと。『当社及び本特別委員会は、（中略）第 8 回提案価格は既に公正な価格であると判断できる水準に達していること、及び、更なる交渉を継続したとしてもこれ以上の引き上げがなされる余地は低いと見込まれること等から、第 8 回提案価格を応諾するに至ったものである。』との記載（答申書 P25）は拝見した上で、2,100 円の特別委員会の提案に対し、その翌日に 1,960 円という大幅に低い価格を特別委員会として妥当と判断された論理的根拠が不明瞭と考えております。1,960 円という水準は、特別委員会側のフェアネス・オピニオンにおける DCF 法の株式価値範囲 1,778 円～2,902 円の下位 20%を下回る水準です。特別委員会の皆様はこの過程でどのような議論を行い、1,960 円を承認されたのか、また、本件を決議された 9 月 10 日の取締役会での審議において、この最終局面における特別委員会側の意思決定の過程及びその内容について、審議に参加された取締役より適切な質疑がなされたのか、につき、ご説明をいただきたく存じます。

### 2. 公開買付価格決定の算定に利用された FCF の前提について

答申書 P32 では、特別委員会のアドバイザーであるブルータス・コンサルティング（以下、「ブルータス」）と執行側のアドバイザーである大和証券（以下、「大和」）の DCF 法による株式価値算定の基礎となった前提として「事業計画は同一」であり「その内容は、その前提条件、作成経緯及び当社の現状に照らして合理的であると認められる。」と明記されています。しかし、DCF 法の根幹をなす FCF の前提につき、開示されている 26/3 期～28/3 期の合計で大和試算がブルータス試算比▲78 億円と大きく乖離しており、特にその初年度 26/3 期（9 か月）については、▲60 億円と極めて大きい差となっております。これは、執行側の DCF 法のレンジである 1,649 円～2,454 円の、特に下限値に多大な影響を与えているものと推測され、最終的な公開買付価格の決定と MBO の賛同表明の決議に重大な影響があるものと考えます。両社、同一の事業計画から算定されている企業価値評価につき、このような大きな FCF 水準乖離が生じているその要因につき特別委員会内でどのような整理がなされ、さらに、答申を受けた取締役会内で本前提数値の大きな乖離およびその要因につき、決議に至る審議の過程で疑義が提示されることはなかったのでしょうか。また、その疑義が提示された上で、アドバイザー及び事務局から説明がなされていた場合、その内容を株主にご説明をいただきたく存じます。

### 3. 類似企業比較法の不採用について

本件の株式価値算定については、市場株価法と DCF 法が用いられております。他方、実務上は案件の性質に応じて類似企業比較法（マルチプル法）を併用する事例も多数見受けられます。貴社の属する化粧品・トイレタリー業界は、国内で上場している類似企業も豊富に存在する上に、業界の特性上、他業界より EBITDA が安定しており指標としての信頼性が高いとされる中で、本件で敢えて当該手法を採用

しなかった理由について、特別委員会内及び取締役会内で審議がなされたのでしょうか。また、なされたとした場合に、採用しない最終判断として、どのような整理がなされたのか、ご説明をいただきたく存じます。

※尚、ご参考までに、マンダムの競合他社比較（化粧品セクター）における 2026 年度 EV/EBITDA の平均は約 8.1 倍（図 1）、両 FA（大和・プルータス）によるマンダムの 27/3 期 EBITDA 予想平均は 115 億円。この前提で EV を求め、ネットデットを調整し株式数で割り戻すと、一株当たりの理論値は約 2,620 円となります（Hibiki 試算）。また、この水準は市場ベースのマルチプルによる評価であり、MBO では一般にコントロール・プレミアムの考慮余地があることを踏まえれば、その水準よりさらに高い価格が正当化されるものと考えます。

図 1：競合他社との比較

コード	会社名	時価総額 (億円)	EV (億円)	PBR	EV / EBITDA (26年度)
4917	マンダム	885	633	1.3x	5.5x
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

※マンダムの時価総額は公開買付価格 1,960 円ベース。その他の株価は 9/12 終値ベース。ネットデットは短期・長期有利子負債（リース債務を含む）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。26 年度の記載は、マンダムに関する 27/3 期（現在進行期の翌期）を想定しており、競合他社は同様の考え方で、現在進行期の翌期を利用（ノエビアは 26/9 期、その他は 26/12 期）

（出所：Bloomberg）

#### 4. 買収後のシナジーや非公開化メリットの公開買付価格への反映について

株式非公開化を通じて、CVC が提案されている幅広い企業価値向上策を断行されることが見込まれる中で、企業価値にはアップサイドが存在します。具体的には、貴社開示資料（MBO の実施予定に関する賛同の意見表明及び応募の推奨に関するお知らせ P.12-14）に記載されております、①M&A・業務提携等における CVC のネットワーク及び PMI 知見、②東南アジア市場、特にインドネシアにおける CVC の強固なネットワークと豊富な経験（インドネシアを含む東南アジア各国に複数の現地拠点、プロフェッショナルネットワーク）、③アジア地域のコンシューマー領域における豊富な投資実績に基づく業界知見、④CVC の既存投資先との連携による販売チャネルや販促施策等の面で実効性ある売上・コスト 両面

でのシナジー、といった幅広いシナジーに加えて、これまでに私どもが提言させていただいてきた、財務体質の抜本的な改善（余剰現預金や政策保有株式への対応）等の実現が期待されます。かかる前提において、これらのシナジーを考慮しない事業計画に基づき算定された前出の1,960円が公開買付価格として取締役会で承認可決されたと見受けられます。[経済産業省が規定する公正な M&A に関する指針](#)においては、「M&A を行わなければ実現できない価値については、M&A によって一般株主はスクイズ・アウトされることとなるものの、一般株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると考えられる」と明記されておりますが、貴社開示資料（MBO の実施予定に関する賛同の意見表明及び応募の推奨に関するお知らせ P23、P25 ほか）で、株式価格算定根拠においては、「本取引の実行により実現することが期待されるシナジー効果については、現時点において収益に与える影響を具体的に見積もることが困難であるため、当該財務予測には反映しておりません。」とあり、一見、同指針で提示されている考え方との乖離が見受けられます。非公開化によるシナジーや実現可能となる構造改革の効果を一切考慮しないことが合理的との判断に至った特別委員会及び取締役会における審議内容を可能な範囲でご説明下さい。

以上

本書簡の作成に際してはデータ、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、本書簡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。