

## 【表紙】

【提出書類】	意見表明報告書の訂正報告書
【提出先】	関東財務局長
【提出日】	2026年2月9日
【報告者の名称】	株式会社マンダム
【報告者の所在地】	大阪府大阪市中央区十二軒町5番12号
【最寄りの連絡場所】	大阪府大阪市中央区十二軒町5番12号
【電話番号】	06-6767-5020
【事務連絡者氏名】	CFO 澤田 正典
【縦覧に供する場所】	株式会社マンダム (大阪府大阪市中央区十二軒町5番12号) 株式会社東京証券取引所 (東京都中央区日本橋兜町2番1号)

- (注1) 本書中の「当社」とは、株式会社マンダムをいいます。
- (注2) 本書中の「公開買付者」とは、カロンホールディングス株式会社をいいます。
- (注3) 本書中の記載において計数が四捨五入又は切捨てされている場合、合計として記載される数値は必ずしも計数の総和と一致しません。
- (注4) 本書中の「法」とは、金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。）をいいます。
- (注5) 本書中の「府令」とは、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（平成2年大蔵省令第38号。その後の改正を含みます。）をいいます。
- (注6) 本書中の「株券等」とは、株式に係る権利をいいます。
- (注7) 本書中の記載において、日数又は日時の記載がある場合は、特段の記載がない限り、日本国における日数又は日時を指すものとします。
- (注8) 本書の提出に係る公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）は、日本で設立された会社である当社の普通株式（以下「当社株式」といいます。）を対象としてあります。本公開買付けは、日本法で定められた手続及び情報開示基準を遵守して実施されますが、これらの手続及び基準は、米国における手続及び情報開示基準とは必ずしも同じではありません。特に米国1934年証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934。その後の改正を含み、以下「米国1934年証券取引所法」といいます。）第13条(e)項又は第14条(d)項及び同条の下で定められた規則は本公開買付けには適用されず、本公開買付けはこれらの手続及び基準に沿ったものではありません。本書及び本書の参照書類に含まれ又は言及されている全ての財務情報は米国の会計基準に基づくものではなく、米国の会計基準に基づいて作成された財務情報と同等又は比較可能であるものとは限りません。また、公開買付者は米国外で設立された法人であり、その役員の一部又は全部は米国居住者ではないため、米国の証券関連法に基づき発生する権利又は要求を行使することが困難となる可能性があります。米国の証券関連法の違反を根拠として、米国外の法人及びその役員に対して、米国外の裁判所において法的手続を取ることができない可能性があります。加えて、米国外の法人並びに当該法人の子会社及び関連者（affiliate）に米国の裁判所の管轄が認められるとは限りません。
- (注9) 本公開買付けに関する全ての手続は、特段の記載がない限り、全て日本語において行われるものとします。本公開買付けに関する書類の全部又は一部については英語で作成されますが、当該英語の書類と日本語の書類との間に翻訳が存した場合には、日本語の書類が優先するものとします。
- (注10) 本書には、米国1933年証券法（Securities Act of 1933。その後の改正を含みます。）第27A条及び米国1934年証券取引所法第21E条で定義された「将来に関する記述」（forward-looking statements）が含まれています。既知若しくは未知のリスク、不確実性又はその他の要因により、実際の結果が「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等と大きく異なることがあります。公開買付者又はその関連者（affiliate）は、「将来に関する記述」として明示的又は黙示的に示された予測等が結果的に正しくなることを約束することはできません。本書中の「将来に関する記述」は、本書提出日時点で公開買付者が有する情報を基に作成されたものであり、法令又は金融商品取引所規則で義務付けられている場合を除き、公開買付者又はその関連者は、将来の事象や状況を反映するために、その記述を更新したり修正したりする義務を負うものではありません。
- (注11) 公開買付者及びその関連者（当社を含みます。）並びにそれらの各ファイナンシャル・アドバイザー並びに公開買付代理人（これらの関連者を含みます。）は、それらの通常の業務の範囲において、日本の金融商品取引関連法制上許容される範囲で、米国1934年証券取引所法規則第14e - 5条(b)の要件に従い、当社株式を自己又は顧客の勘定で本公開買付けの開始前、又は本公開買付けの買付け等の期間（以下「公開買付期間」といいます。）中に本公開買付けによらず買付け等又はそれに向けた行為を行う可能性があります。そのよ

うな買付け等に関する情報が日本で開示された場合には、当該買付けを行った者が、そのウェブサイト上で  
英語で開示します。

## 1【意見表明報告書の訂正報告書の提出理由】

当社が2025年9月26日付で提出いたしました意見表明報告書（2025年11月4日付で提出いたしました意見表明報告書の訂正報告書、同月7日付で提出いたしました意見表明報告書の訂正報告書、同月19日付で提出いたしました意見表明報告書の訂正報告書、同年12月4日付で提出いたしました意見表明報告書の訂正報告書、同月15日付で提出いたしました意見表明報告書の訂正報告書、同月16日付で提出いたしました意見表明報告書の訂正報告書、2026年1月6日付で提出いたしました意見表明報告書の訂正報告書、同月14日付で提出いたしました意見表明報告書の訂正報告書、同月16日付で提出いたしました意見表明報告書の訂正報告書及び同月29日付で提出いたしました意見表明報告書の訂正報告書により訂正された事項を含みます。）の記載事項の一部に訂正すべき事項が生じましたので、これを訂正するため、法第27条の10第8項において準用する法第27条の8第2項の規定に基づき、意見表明報告書の訂正報告書を提出するものです。

## 2【訂正事項】

### 3 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

- (1) 本公司買付けに関する意見の内容
- (2) 意見の根拠及び理由

当社が本公司買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

- (6) 本公司買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公司買付けの公正性を担保するための措置

当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得

当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見

## 3【訂正前の内容及び訂正後の内容】

訂正箇所には下線を付しております。

### 3 【当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由】

#### (1) 本公開買付けに関する意見の内容

(訂正前)

当社は、本特別委員会から提出を受けた本追加答申書(3)の内容を最大限に尊重しながら、本買付価格変更等の条件変更後の本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するものであるか等の観点から本公開買付けに対する当社の2025年11月4日付意見を変更すべきかについて、慎重に検討を行った結果、2025年12月4日開催の当社取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「( ) 2025年11月4日開催の当社取締役会以降2025年12月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容並びにその後の経緯」に記載の根拠及び理由により、本公開買付けに賛同する旨の意見は維持する一方で、本公開買付けは、魅力的な価格により当社株式を売却する合理的な機会を当社の株主の皆様に対して提供するものであるといえるものの、現時点においては、当社が本手続を実施していることを踏まえ、引き続き、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨することのは非について中立の立場をとった上で、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについては、株主の皆様のご判断に委ねる旨を決議いたしました。当該当社取締役会決議の詳細は下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

(訂正後)

当社は、本特別委員会から提出を受けた本追加答申書(3)の内容を最大限に尊重しながら、本買付価格変更等の条件変更後の本公開買付けを含む本取引が当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するものであるか等の観点から本公開買付けに対する当社の2025年11月4日付意見を変更すべきかについて、慎重に検討を行った結果、2025年12月4日開催の当社取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「( ) 2025年11月4日開催の当社取締役会以降2025年12月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容並びにその後の経緯」に記載の根拠及び理由により、本公開買付けに賛同する旨の意見は維持する一方で、本公開買付けは、魅力的な価格により当社株式を売却する合理的な機会を当社の株主の皆様に対して提供するものであるといえるものの、現時点においては、当社が本手続を実施していることを踏まえ、引き続き、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募することを推奨することのは非について中立の立場をとった上で、当社の株主の皆様が本公開買付けに応募するか否かについては、株主の皆様のご判断に委ねる旨を決議いたしました(以下「2025年12月4日付意見」といいます。)。当該当社取締役会決議の詳細は下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

その後、当社は、下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「( ) 本取引とKKR提案取引の比較検討の経緯及び2026年2月9日開催の当社取締役会における判断内容」に記載のとおり、公開買付者及びKKR(下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「( ) 2025年11月4日開催の当社取締役会以降2025年12月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容並びにその後の経緯」において定義します。以下同じです。)の双方から、それぞれが提案する当社の企業価値向上策等についての説明を受けました。加えて、公開買付者からは、2026年2月6日、本公開買付けに関し、当社が本公開買付けに対して賛同の意見を表明するとともに、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨を当社取締役会において決議することを前提条件として、本公開買付価格を当社株式1株当たり3,105円に変更する旨(以下「第3回買付価格変更」といいます。)を含む価格変更提案書(以下「2026年2月6日付提案書」といいます。)を受領しました。これらを受け、当社は、第3回買付価格変更等の条件変更後の本公開買付けを含む本取引とKKR提案取引(下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「( ) 2025年11月4日開催の当社取締役会以降2025年12月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容並びにその後の経緯」において定義します。以下同じです。)とを比較し、いずれがより一層当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するものであるか等の観点から慎重に検討しました。

そして、2026年2月8日、当社取締役会は、本特別委員会から、当社が、本取引は当社の企業価値の向上に資するに引き続き判断し、かつ、本取引が、KKR提案取引と比較してもより一層、当社の企業価値の向上に資するに判断することは合理的であると認められ、したがって、当社取締役会が、本公開買付けに対して賛同するべきであるとの本特別委員会の意見には変更はない旨、及び、第3回買付価格変更後の本公開買付価格による本公開買付けは、当社株主に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供するものといえるため、第3回買付価格変更が行われることを前提として、当社取締役会は、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきであると考える旨の2026年2月8日付追加答申書(4)(以下「本追加答申書(4)」といいます。)の提出を受けました。本追加答申書(4)の内容その他本特別委員会の意見については、下記

「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。

当社は、本特別委員会から提出を受けた本追加答申書(4)の内容を最大限に尊重しながら、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策とKKRの提案する当社の企業価値向上策のいずれがより当社の企業価値の向上に資するかという観点を中心に、本公開買付けに対する当社の2025年12月4日付意見を変更すべきかについて、慎重かつ丁寧に検討を行った結果、2026年2月9日開催の当社取締役会において、下記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「( ) 本取引とKKR提案取引の比較検討の経緯及び2026年2月9日開催の当社取締役会における判断内容」に記載の根拠及び理由により、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策は、KKRの提案する当社の企業価値向上策と比較して、より一層当社の企業価値の向上に資するものであるとの結論に至り、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、第3回買付価格変更が行われることを前提として、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の決議(以下「本決議」といいます。)をいたしました。当該当社取締役会決議の詳細は下記「(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。そして、当社は、本決議後直ちに、公開買付者に対し、本決議を行った旨を連絡したところ、その後直ちに、公開買付者から、第3回買付価格変更を行う旨を決定したとの連絡を受領しました。

## (2) 意見の根拠及び理由

当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由

( ) 2025年11月4日開催の当社取締役会以降2025年12月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容並びにその後の経緯

(訂正前)

その後、当社は、第三者候補者であるKohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. (関係会社及び関連ファンドを含み、以下「KKR」といいます。)から、2026年1月13日付で、当社株式に対する公開買付け(以下「KKR公開買付け」といいます。)及びスクイーズアウトを通じた当社株式の非公開化(かかる一連の取引を以下「KKR提案取引」といいます。)に係る法的拘束力のある意向表明書(以下「2026年1月13日付意向表明書」といいます。)を受領いたしました。2026年1月13日付意向表明書においては、KKR提案取引の1株当たり株式価値(公開買付価格)は3,100円とされております(注22)。また、2026年1月13日付意向表明書によれば、KKRは2026年1月下旬までにKKR公開買付けを開始することを目指すとのことです、かかるスケジュールは当社との協議・交渉の結果その他の理由により変更される可能性があるとのことです、また、KKR公開買付けの開始には複数の前提条件が設けられています(注23)。

<中略>

当社は、今後、2026年1月13日付意向表明書の内容も踏まえて、KKRとの協議ややり取りを行うことなどにより、KKR提案取引が当社の企業価値においては株主共同の利益に資するものであるか、また、KKR提案取引が実現可能性のあるものであるかなどについて慎重に検討を行っていく予定です。

なお、公開買付者によれば、公開買付者は、2026年1月28日付で、本公開買付価格を2,520円から2,600円に引き上げる旨の第2回買付価格変更を決定したことです。また、公開買付者によれば、公開買付者、Lumina International Holdings及び西村家株主は、第2回買付価格変更によるCVCファンドからの出資額の増加に伴い、西村家株主が所有することとなる新SPCの議決権の割合の合計が、本再出資(応募合意株主)及び本再出資(不応募合意株主)の完了時点において、総議決権の21.8%となることにつき合意しているとのことです。これらの詳細については、上記「本公開買付けの概要」をご参照ください。

(訂正後)

その後、当社は、第三者候補者であるKohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. (関係会社及び関連ファンドを含み、以下「KKR」といいます。)から、2026年1月13日付で、当社株式に対する公開買付け(以下「KKR公開買付け」といいます。)及びスクイーズアウトを通じた当社株式の非公開化(かかる一連の取引を以下「KKR提案取引」といいます。)に係る法的拘束力のある意向表明書(以下「2026年1月13日付意向表明書」といいます。)を受領いたしました。2026年1月13日付意向表明書においては、KKR提案取引の1株当たり株式価値(公開買付価格)は3,100円とされております(以下「KKR提案価格」といいます。)(注22)。また、2026年1月13日付意向表明書によれば、KKRは2026年1月下旬までにKKR公開買付けを開始することを目指すとのことです、かかるスケジュールは当社との協議・交渉の結果その他の理由により変更される可能性があるとのことです、また、KKR公開買付けの開始には複数の前提条件が設けられています(注23)。

<中略>

なお、公開買付者によれば、公開買付者は、2026年1月28日付で、本公開買付価格を2,520円から2,600円に引き上げる旨の第2回買付価格変更を決定したとのことです。また、公開買付者によれば、公開買付者、Lumina International Holdings及び西村家株主は、第2回買付価格変更によるCVCファンドからの出資額の増加に伴い、西村家株主が所有することとなる新SPCの議決権の割合の合計が、本再出資（応募合意株主）及び本再出資（不応募合意株主）の完了時点において、総議決権の21.8%となることにつき合意しているとのことです。これらの詳細については、上記「本公開買付けの概要」をご参照ください。

( ) 本取引とKKR提案取引の比較検討の経緯及び2026年2月9日開催の当社取締役会における判断内容

当社は、本対応方針の導入後、本手続の一環として当社株式の非公開化に関する入札プロセス（以下「本入札プロセス」といいます。）を実施することとし、2025年11月中旬以降、本入札プロセスに关心を示し、当社のファイナンシャル・アドバイザーである大和証券を通じて本入札プロセスに関する初期的な確認・協議を行った計8社のプライベートエクイティファンド（KKRを含みます。）のうち、本入札プロセスに参加する意向を示し、当社に対して秘密保持誓約書を提出した計3社のプライベートエクイティファンド（KKRを含みます。）を候補者として、本入札プロセスに関する入札案内（以下「本プロセスレター」といいます。）を送付しました。当社は、本プロセスレターにおいて、各候補者に対し、当社の企業価値向上策を記載した書面を2025年12月10日に、法的拘束力のある意向表明書（バインディングオファー）を2025年12月24日（以下「本提出期限」といいます。）に、それぞれ当社に提出することを要請しました。

その後、上記「（ ）2025年11月4日開催の当社取締役会以降2025年12月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容並びにその後の経緯」に記載のとおり、当社は、2025年12月10付で、KKRから、当社の企業価値向上策を記載した書面（以下「KKR企業価値向上策提案書」といいます。）とともに、2025年12月10日付意向表明書を受領しました。これを受け、当社は、2025年12月15日付当社プレスリリースのとおり、2025年12月10日付意向表明書を受領した旨を公表しました（但し、2025年12月10日付意向表明書は法的拘束力を有しないものであったことから、KKRの名前の公表は行いませんでした。）。

2025年12月10日付意向表明書の受領以降、当社は、公開買付者及びKKRの双方から、それぞれが提案する当社の企業価値向上策等についての説明を受け、検討を重ねました。加えて、公開買付者からは、2026年2月6日、本公開買付けに関し、2026年2月6日付提案書を受領しました。これらを受け、当社は、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策とKKRの提案する当社の企業価値向上策のいずれがより当社の企業価値の向上に資するかという観点を中心に、慎重かつ丁寧に比較検討を行いました。

具体的には、当社は、2025年12月10日付意向表明書の受領を踏まえ、本特別委員会と連名で、2025年12月12日付で、KKRに対し、2025年12月10日付意向表明書（KKR企業価値向上策提案書を含みます。）記載の内容に関する質問を行い、KKRから、2025年12月13日付で回答（以下「2025年12月13日付回答」といいます。）を受領しました。

また、当社は、当社Cx0ら（西村健氏を除きます。以下本（ ）において同じです。）全員で2025年12月10日付意向表明書及び2025年12月13日付回答の検討を行い、2025年12月15日には当社Cx0らとKKRとの面談も実施しましたが、それを受け、当社Cx0らは、KKRの提案する当社の企業価値向上策は抽象的であり、当社の実情を踏まえたものとは考えられないこと等から、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策の方がより当社の企業価値の向上に資すると考えました。もっとも、これに対しては、当社は、本特別委員会から、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策がKKRの提案する当社の企業価値向上策よりも優位であると当社Cx0らが判断した理由が、公開買付者と比較してKKRが当社Cx0らと協議をする時間が限られていたことにある可能性があるとの考え方から、KKRから法的拘束力のある意向表明書（バインディングオファー）を受領した場合、企業価値向上策についてKKRとの間で更に議論を深めるよう要請を受けました。

本手続は、当初、本プロセスレターに記載のとおり、本提出期限までに法的拘束力のある意向表明書が提出されなかった場合には終了することが想定されていたところ、KKRからは、本提出期限までに、法的拘束力のある意向表明書（バインディングオファー）は提出されませんでした。もっとも、2025年12月10日付意向表明書において、KKRは、KKR提案取引における当社株式1株当たりの株式価値として、同日時点の本公開買付価格（2,520円）を上回る価格をレンジで示しており、また、2026年1月上旬に法的拘束力のある提案を行う予定である旨記載していたこと等から、当社は、本特別委員会と協議の上、本提出期限までに法的拘束力のある意向表明書が提出されなかつことをもって直ちに本手続を終了するのではなく、引き続きKKRからの法的拘束力のある提案を待つこととしました。

その後、上記「（ ）2025年11月4日開催の当社取締役会以降2025年12月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容並びにその後の経緯」に記載のとおり、当社は、本提出期限後の2026年1月13日付で、KKRから、KKR提案取引に関する法的拘束力のある意向表明書（バインディングオファー）として、2026年1月13日付意向表明書を受領しました（なお、2026年1月13日付意向表明書では、当社の企業価値向上策について、2025年12月10日付意向表明書とともに送付を受けたKKR企業価値向上策提案書及び2025年12月13日付回答の概要が記載されていました。また、当社Cx0らは、当社の競争力の源泉である研究開発施設を含む本社及び化粧品製造を行う福崎工場については、今後の操業の柔軟性や景気耐性等の観点から、継続的に保有することを希望していたものの、KKR提案価格はKKR提案取引後にこれらの不動産

を売却（流動化）することを前提とした価格とされていました。）。これを受け、当社は、2026年1月14日付当社プレスリリースのとおり、KKRから2026年1月13日付意向表明書を受領した旨を公表しました。なお、本入札プロセスにおいて、KKR以外の候補者から法的拘束力の有無を問わず意向表明書の提出がなされることはありませんでした。

当社は、2026年1月13日付意向表明書の受領を踏まえ、2026年1月17日付で、KKRに対し、2026年1月13日付意向表明書記載の内容（それまでに提案を受けた当社の企業価値向上策に関する内容を含みます。）に関する質問を行ったところ、KKRからは、2026年1月19日付で回答を受領しました。当社は、当社Cx0ら全員で2026年1月13日付意向表明書及び当社からの質問に対するKKRからの2026年1月19日付の回答の検討を行った上、本特別委員会からの上記要請も踏まえ、当社Cx0らにおいて、2026年1月23日及び2026年1月28日に、KKRの提案する当社の企業価値向上策についてKKRとの間で改めて協議を実施し、その後追加の質疑応答も行いましたが、かかる協議等を踏まえても、引き続き、下記のとおり、KKRの提案する当社の企業価値向上策よりも公開買付者の提案する当社の企業価値向上策の方が、現在の当社の事業環境及び経営課題を踏まえた事業戦略に合致し、より具体的で実現に至る蓋然性も高く、かつより迅速に実行を開始できると思われることから、より一層、当社の企業価値の向上に資すると考えました。

他方で、当社は、公開買付者の要請により当社が公表した2026年1月28日付「（変更）公開買付届出書の訂正届出書の提出に伴う「株式会社マンダム（証券コード：4917）の株券等に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」の変更に関するお知らせ」により、公開買付者がKKR提案価格と同等の水準に本公開買付価格を引き上げる余地を検討している旨を認識しました。

以上の状況、及び下記のとおり現在の不安定な状況が今後も継続するとかえって当社の企業価値を毀損する結果となるおそれがあることを踏まえ、当社は、本特別委員会と協議の上、2026年2月2日、KKRに対し、当社の企業価値向上策等に係る追加の提案・説明等があるのであれば2026年2月6日までに提示するよう求めるとともに、公開買付者に対しても当社の企業価値向上策等に係る追加の提案・説明等があるのであれば2026年2月6日までに提示するよう求めるのと併せ、本公開買付価格を引き上げる意向の有無について確認を行いました。

その後、当社は、公開買付者から、2026年2月2日、当社の企業価値向上策等に関する説明書を受領し、公開買付者からの求めに応じ、公開買付者から当社の企業価値向上策等について説明を受けました。その後、2026年2月6日、当社は、公開買付者から、当社が本公開買付けに対して賛同の意見を表明するとともに、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨する旨を当社取締役会において決議することを前提条件として、第3回買付価格変更を行う旨を含む2026年2月6日付提案書の提出を受けました。また、公開買付者からは、第3回買付価格変更前の本公開買付価格は、当社不動産の流動化を前提としない提案であったが、現在の当社株式の株価水準等を踏まえると、本取引を遂行するためには、KKR提案価格と同等の水準に本公開買付価格を引き上げることが必要であり、かかる引き上げを実現するため、本取引の実行後に、当社本社及び福崎工場の不動産を、セール・アンド・リースバック取引により流動化する（以下「本不動産流動化」といいます。）方針に変更した旨の説明を受けました。

他方、当社は、KKRから、2026年2月2日、KKR公開買付けの準備状況等に関する資料及びインドネシア・海外における企業価値向上策等に関する資料を受領し、その検討を行いました。

当社は、このような協議・検討の過程において、主に以下の2点において、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策の方が、KKRの提案する当社の企業価値向上策よりも、現在の当社の事業環境及び経営課題を踏まえた事業戦略に合致していると考えました。

#### (a) 東南アジア（特にインドネシア）事業の成長

公開買付者からは、当社において、インドネシア市場における成長のために、Traditional Trade（注26）市場を網羅し圧倒的なプレゼンスを有する当社の既存の流通パートナーとの関係性の維持・強化を重視していることを踏まえ、既存の流通パートナーとの関係性を維持・強化することが提案されました。一方で、当社において、インドネシアにおける経済環境の変化や技術の進歩にも適切に対応できるよう、既存の流通パートナーとの関係性を維持・強化しつつそれを補完する形で、Modern Trade（注27）市場及びオンライン市場における新たな流通ルートの拡大を加速することが提案され、そのための施策として、CVCの投資先等を活用した具体的な施策が提案されました。

これに対し、KKRからも、インドネシアのTraditional Trade市場における流通ネットワークの改善策やModern Trade市場での強化策が示されました。その施策は一般的なものにとどまっており、当社が重視する当社の既存の流通パートナーに対する十分な配慮を踏まえた具体的な施策であるか定かではないと考えました。

（注26） 地域密着型の個人経営の小規模店舗や露店等の伝統的小売網をいいます。

（注27） ショッピングモール、スーパーマーケット、コンビニエンスストア等の近代的小売網をいいます。

(b) ブランドポートフォリオの再構築を通じた経営資源の最適な分配

公開買付によれば、CVCは、強いブランド力を有する既存商品から利益を創出するとともに、新商品・新ブランドへの着実な再投資を行い新たな利益創出を実現するというサイクルを継続的に回すことが不可欠との前提の下、地域別ブランドポートフォリオを明確に定義・運用し、市場環境の変化に応じた定期的な優先順位の見直しを行うことで、成長原資の確保と経営資源（人材・投資・時間）の最適配分を可能とする支援を実施する方針とのことであり、かかる方針は当社の事業戦略に合致していると考えました。また、公開買付によれば、CVCにおけるかかる支援の具体的な実績として株式会社ファイントゥディ（以下「FT社」という。）への支援が挙げられるところ、CVCは2021年7月のFT社への投資以降、ブランドポートフォリオを「経営管理の中核」に据えた上で、従来よりも高価格帯市場への参入を含む新規ブランドの上市と新たな主力ブランドの創出を達成しており、これら一連のプロセスで得られたCVC独自の知見を活かすことが可能のことであり、また、実際にもFT社への支援の経験に基づき、具体的かつきめ細かい施策が提案されました。FT社は、日本及びアジアの一般市場において、ヘアケア・ボディケア・男性化粧品を生産販売する一般化粧品製造販売会社であり、現時点では当社の競合会社の一社であり、当社と比較して、商品カテゴリー・販売エリア・販売チャネルはいずれも類似しており、また、当社と同様に日本及び東南アジアに生産拠点を有するなど製造地域における類似性もあることからすれば、FT社に対する支援においてCVCが講じた上記の具体的かつきめ細やかな施策は当社におけるブランドポートフォリオの再構築において十分に活用を見込むことができると考えました。

これに対しKKRによれば、KKRは当社が中期経営計画で成長領域と位置付けた分野に対し、必要な経営リソースを集中投下し、当社の主要ブランドであるGATSBY、LUCIDOに並ぶヒーローブランドの育成を支援する意向があるとのことでしたが、KKRの役割はヒーローブランド育成に向けた後方支援（当社取締役会としての適切な予算設定及びモニタリングの実施や、重点施策へのリソース配分と進捗管理の支援）とされ、ブランドポートフォリオの再構築そのものの具体的な支援策までは提示されませんでした。また、KKRによれば、KKRにおける当社事業と類似する事業を営む企業への投資実績としてスイスのWella International Operations Switzerland S.à.r.l.（以下「Wella社」という。）への投資が存在することであり、これにより得られた知見を当社の事業運営に活用することは一応期待できると考えられます。しかしながら、当社は、Wella社の流通ネットワークは当社が重点化していないサロン流通が主であるほか、販売エリアに関しても当社が重点化していない欧米が中心であるなど、かかる知見は、現在の当社の事業環境及び経営課題に必ずしも適合しておらず、かかる知見が当社の事業にどの程度活用できるかは定かではないと考えました。

加えて、当社としては、当社グループの足元の業況は必ずしも順調ではなく、一刻も早く企業価値向上策を実行する必要があると考えているところ、当社CX0らと公開買付者及びKKRそれぞれとの協議等を踏まえると、公開買付の方方が当社グループの事業の課題を的確に把握した上でより具体的な企業価値向上策を提案できていると考えており、公開買付による当社の企業価値向上策の方がより実現の蓋然性が高く、かつ迅速に取り組むことができると考えました。

以上を踏まえ、当社は、KKRによるKKR提案取引と比較しても、公開買付者による本取引がより一層当社の企業価値の向上に資すると判断しました。

また、第3回買付価格変更後の本公開買付価格については、本買付価格変更前の本公開買付価格（1,960円）を含めた本取引の取引条件の公正性は確保されているとの当社取締役会の判断の前提となった事実には変更はないこと、本株式価値算定書（大和証券）における市場株価法に基づく算定結果のレンジ（1,378円から1,503円）の上限の倍以上の価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ（1,649円から2,454円）の上限をも大幅に上回る価格であり、また、本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）における市場株価法に基づく算定結果のレンジ（1,378円から1,503円）の上限の倍以上の価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ（1,778円から2,902円）の上限をも有意に上回る価格であること、本買付価格変更前の本公開買付価格（1,960円）を1,145円（比率にして約58.42%）上回る価格であるだけでなく、本公開買付けの開始予定の公表日の前営業日である2025年9月9日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値1,503円に対して106.59%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,436円に対して116.23%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,422円に対して118.35%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,378円に対して125.33%のプレミアムが付された価格であり、これは、経済産業省が策定した「公正なM&Aの在り方に関する指針」の公表日である2019年6月28日以降に公表され、かつ、2025年9月9日までに成立した、当社が上場している市場である東京証券取引所プライム市場の上場会社を対象としたマネジメント・バイアウト（MBO）による非公開化を企図した公開買付けの事例36件（但し、不成立となったものの、再度公開買付けを実施したことにより成立した事例を除く。）（プレミアム水準の平均値は、公表日の前営業日が43.17%、直近1ヶ月間が45.63%、直近3ヶ月間が46.77%、直近6ヶ月間が47.17%であり、プレミアム水準の中央値は、公表日の前営業日が40.85%、直近1ヶ月間が44.92%、直近3ヶ月間が46.46%、直近6ヶ月間が43.94%。）と比較しても非常に高い水準といえることから、当社の株主の皆様にとって十分に高い水準の価格と考えております。

加えて、公開買付によれば、本公開買付けの条件等については、第3回買付価格変更のほか、主に以下の変更を予定しているとのことです、以下の理由から、当社は、これらの変更が当社の事業運営に重大な悪影響を与えるものとまではいえないと判断しております。

・決済資金の調達条件の変更

公開買付によれば、第3回買付価格変更に伴い、公開買付者は、本公開買付けに要する資金等として、合計1,490億円を要するところ、(一)三菱UFJ銀行からの融資について、融資予定額の上限は第3回買付価格変更前の600億円から変更ではなく、(二)CVCファンドから間接的に受ける出資額として890億円が予定されているとのことです。この点、公開買付によれば、公開買付者は、2031年3月期には本取引に要する資金等として調達した融資について、当社事業から創出されるキャッシュ・フローからの全額返済を見込んだ事業計画を前提に第3回買付価格変更を行うとのことであり、かかる説明を前提とすれば、上記の資金調達が、本取引後の当社の事業運営に重大な悪影響を与えるものではないと判断しております。

・不動産の流動化

公開買付によれば、第3回買付価格変更前の本公開買付価格は、当社不動産の流動化を前提としない提案であったとのことです、公開買付者は、第3回買付価格変更後の本公開買付価格をKKR提案価格と同等の水準に引き上げるため、本取引の実行後に、本不動産流動化を実施する方針に変更したとのことです。この点、化粧品の製造販売を行っている当社の事業の性質上、とりわけ研究開発施設を含む本社及び化粧品製造を行う福崎工場は、重要性が高い事業用の不動産であり、当社の競争力の源泉ともいえることから、そのような不動産を流動化した場合、当社の操業の柔軟性や景気耐性等に恒常的な影響が生じ、事業リスクが押し上げられるリスクも否定できないため、慎重な検討が必要であると考えられます。もっとも、公開買付によれば、本不動産流動化によるリースバックの形態としては、当社による長期・安定的な継続利用が可能となるよう、当社と不動産保有会社との間で長期の定期賃貸借契約を締結することを想定しており、また、賃戻しオプションの設定等を通じて当社の長期・安定的な継続利用を契約上担保することであり、かかる説明を前提とすれば、本不動産流動化は、当社の中長期的な事業運営に一定のリスクを生じさせるものの、本取引後の当社の事業運営に重大な悪影響を与えるものとまではいえないと判断しております。

以上に加え、公開買付によれば、本取引に関しては、その実行に必要な日本及びベトナムにおける競争法に基づく許認可等の取得は全て完了しているとのことであり、早期に本公開買付けを完了することが可能である一方、KKRによれば、KKR提案取引に関しては、2026年2月2日時点において、ベトナムにおける当該許認可等の取得のために2ヶ月程度を要するとのことであり、仮に直ちにKKR公開買付けが開始されたとしても、その決済までには2ヶ月以上を要することが想定されることを踏まえると、当社は、第3回買付価格変更等の条件変更後の本公開買付けは、当社の株主の皆様に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供するものといえると判断しました。

なお、当社は、上記のとおり第3回買付価格変更等の条件変更後の本公開買付けを含む本取引とKKR提案取引とを比較し、いずれがより一層当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するものであるか等の観点から検討するとともに、本手続の終了時期についても慎重に検討を行いました。

具体的には、本公開買付けが開始された以降の当社を取り巻く状況といたしましては、本公開買付期間は、本公開買付けの開始時点では、2025年9月26日から2025年11月10日まで(30営業日)と定められていたものの、その後複数回延長され、2026年2月8日時点で、法定の原則的な最大の公開買付期間(60営業日)を大きく超える2026年2月12日まで(90営業日)延長されており、このような不安定な状況が長期間継続していることから、当社において、本来は事業の成長に割くべき当社の経営のリソースが、長期間にわたり本手続や本取引及びKKR提案取引の検討等のために割かれ、当社の事業の改善に向けた取組みにも少なからず遅れが生じております。また、当社グループの従業員からは、これ以上不安定な立場に置かれることについて不安の声が上がっており、当社としては、その離脱のおそれも生じていると考えているほか、取引先を含むその他の当社グループのステークホルダーからも懸念の声が寄せられております。

また、今後、公開買付者やKKRにより第3回買付価格変更後の本公開買付価格よりも更に高い価格で当社株式の非公開化が行われる場合には、CVC及びKKRのプライベートエクイティファンドとしての性質上、当社の財務構成における負債性資本の増加(本取引又はKKR提案取引の完了後に行われる可能性のある自己資本から負債性資本へのリキャピタリゼーションを含む。)その他の理由により、本取引やKKR提案取引後に、当社の財務状況を悪化させ、当社の事業運営に充てられる資金がひっ迫することや、当社が財務コバンツに抵触するおそれが生じること等が懸念されます。加えて、上記のとおり、当社Cx0らは、当社の中長期的な事業運営に支障が生じるリスクを避けるため、当社本社及び福崎工場等の不動産を継続保有することを希望していましたが、当該希望にかかるわらず、KKRからは、2026年1月13日付意向表明書において、これらの不動産の売却(流動化)を実施することを前提としたKKR提案価格が提示され、これを受けて、公開買付者においても、第3回買付価格変更に際し、本取引の実行後に本不動産流動化を行うことを想定するよう事業計画の変更がなされたという経緯等も踏まえると、今後本手続を更に継続した場合、本不動産流動化以外にも、当社の事業の解体や当社の事業に必要不可欠な事業用資産の売却等が検討される可能性も否定できません。当社としては、これらは、当社の持続的かつ安定的な成長戦略の実施を阻害し、当社の事業上の選択肢を狭めるば

かりでなく、当社のデフォルトリスクを高める可能性も生じさせるなど、当社の事業運営や経営に悪影響を与える可能性も否定できませんと考へております。

以上を踏まえると、当社としては、本手続による現在の不安定な状況が今後も継続することは、当社の事業遂行に支障を生じさせ、当社の企業価値を毀損する結果となるおそれもあると考へております。

そのような状況において、上記のとおり、当社としては、本取引は、KKR提案取引と比較してもより一層、当社の企業価値の向上に資すると考る上、第3回買付価格変更後の本公開買付価格は、当社の株主の皆様にとって十分に高い水準の価格であると判断しております。

また、KKR提案価格は、本手続において提案された唯一の法的拘束力のある意向表明書（バインディングオファー）であるKKRからの2026年1月13日付意向表明書によるものですが、上記のとおり、2026年1月13日付意向表明書は、当社がKKRに対して伝達していた法的拘束力のある意向表明書の提出期限である2025年12月24日を徒過してKKRの意向により決定されたタイミングで提出されたものであり、かかる経緯を踏まえれば、当社としては、当社の企業価値ひいては株主価値の最大化のため、KKRに対して十分な検討期間が提供され、かつ、KKRにとっても十分な検討期間を経た上での提案であると考へております。加えて、上記のとおり、当社は、KKRに対する複数回の書面での質問及び複数回の面談、協議等を経てKKR提案取引について検討を行っております。

以上のこれまでの経緯と現在の状況を総合的に勘案し、当社としては、本取引の長期化等による当社の企業価値の毀損を回避する観点、及び、当社の株主の皆様に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供し、株主共同の利益を図る観点から、当社取締役会において、第3回買付価格変更等の条件変更後の本公開買付けを含む本取引とKKR提案取引のいずれがより一層当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するものであるかについて結論を出すことに伴って本手続を終了するべきと判断しました。また、当社は、本手続の終了に伴い、KKRに対し、KKRが当社に差し入れた秘密保持誓約書に基づき当社が開示した秘密情報を破棄することを要請したいと考えました。

そして、2026年2月8日、当社取締役会は、本特別委員会から、当社が、本取引は当社の企業価値の向上に資すると引き続き判断し、かつ、本取引が、KKR提案取引と比較してもより一層、当社の企業価値の向上に資すると判断することは合理的であると認められ、したがって、当社取締役会が、本公開買付けに対して賛同するべきであるとの本特別委員会の意見には変更はない旨、及び、第3回買付価格変更後の本公開買付価格による本公開買付けは、当社株主に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供するものといえるため、第3回買付価格変更が行われることを前提として、当社取締役会は、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきであると考える旨の本追加答申書(4)の提出を受けました。なお、本追加答申書(4)において、本特別委員会は、KKR公開買付けについて、本特別委員会において、当社取締役会が賛同意見を表明し、第3回買付価格変更が行われることを前提として応募推奨することを決議すべきであると考える本公開買付けと折一的な関係にあるため、第3回買付価格変更が行われる場合、当社取締役会はこれに対して賛同すべきでないと考える旨、及び当社が、本追加答申書(4)に基づく意見表明に伴って本手続を終了することが望ましく、また、本手続を終了する以上、KKRに対し、KKRが当社に差し入れた秘密保持誓約書に基づき当社が開示した秘密情報を破棄するよう要請することも不合理な対応ではないと考える旨も併せて記載されております。本追加答申書(4)の内容その他本特別委員会の意見については、下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得」をご参照ください。

以上の検討及び経緯を踏まえて、当社は、本特別委員会から提出を受けた本追加答申書(4)の内容を最大限に尊重しながら、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策とKKRの提案する当社の企業価値向上策のいずれがより当社の企業価値の向上に資するかという観点を中心に、本公開買付けに対する当社の2025年12月4日付意見を変更すべきかについて、慎重に検討を行った結果、2026年2月9日開催の当社取締役会において、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策は、KKRの提案する当社の企業価値向上策と比較して、より一層当社の企業価値の向上に資するものであるとの結論に至り、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、第3回買付価格変更が行われることを前提として、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の本決議をいたしました。また、併せて、当社は、当該当社取締役会において、本決議を踏まえ、KKR公開買付けが本公開買付けと折一的な関係にあることから、KKR公開買付けに対して賛同しない旨の決議をするとともに、本手続を終了する旨を決議いたしました。なお、当社は、KKRに対し、限られた日程の下においても本手続に参加頂いたことに深い謝意を伝えるとともに、本手続の終了を伝達し、また、KKRが当社に差し入れた秘密保持誓約書に基づき、当社が開示した秘密情報を破棄頂くよう要請いたしました。当該当社取締役会の各決議の詳細は下記「(6)本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」の「当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見」をご参照ください。

(6) 本公開買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置

当社における独立した特別委員会の設置及び答申書の取得

(訂正前)

( ) 本追加答申書(2)提出後の検討の経緯及び判断内容

<前略>

このような状況を踏まえると、本特別委員会としては、当社取締役会が、当社の株主に対し、本公開買付けに応募することを推奨するべきであるとまで述べることは困難である。したがって、当社取締役会は、当社の株主に対し、本公開買付けに応募することの是非について中立の立場をとった上で、当社の株主が本公開買付けに応募するか否かについては、株主の判断に委ねるべきであると考える。

(訂正後)

( ) 本追加答申書(2)提出後本追加答申書(3)提出までの検討の経緯及び判断内容

<前略>

このような状況を踏まえると、本特別委員会としては、当社取締役会が、当社の株主に対し、本公開買付けに応募することを推奨するべきであるとまで述べることは困難である。したがって、当社取締役会は、当社の株主に対し、本公開買付けに応募することの是非について中立の立場をとった上で、当社の株主が本公開買付けに応募するか否かについては、株主の判断に委ねるべきであると考える。

( ) 本追加答申書(3)提出後の検討の経緯及び判断内容

その後、本特別委員会は、2025年12月5日以降、2026年2月8日までの間、合計14回の委員会を開催するとともに、各会日間においても電子メール等を通じて報告・情報共有等を行うなどして、本取引に関し、本追加答申書(3)における答申内容を変更する必要がないか（以下「本検討事項（CVC）」といいます。）、及び上記「(2) 意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「（）2025年11月4日開催の当社取締役会以降2025年12月4日開催の当社取締役会までの検討の経緯及び同取締役会における判断内容並びにその後の経緯」に記載の当社による本特別委員会に対するKKR提案取引に係る委嘱事項（以下「本委嘱事項（KKR）」といいます。）について慎重な協議及び検討を行いました。本特別委員会は、これらの協議・検討にあたって、必要に応じて、当社のリーガル・アドバイザーである森・濱田松本法律事務所、当社のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関である大和証券、並びに、本特別委員会独自のファイナンシャル・アドバイザー及び第三者算定機関であるブルータス・コンサルティングからの専門的助言を受けております。

具体的には、本特別委員会は、当社から、2025年11月4日以降、市場価格の推移や売買数量を含む市場の動向及び本株式買集めの状況、これらの状況を踏まえた公開買付による検討状況、本手続の状況並びに本入札プロセスにおける各候補者との協議・検討状況等について報告・説明を受けるとともに、2025年12月10日以降、当社が、KKRから2025年12月10日付意向表明書及び2026年1月13日付意向表明書を受領したこと並びに公開買付から2026年2月6日付提案書を受領したこと、並びにそれらの内容について説明を受け、また、これらに関して当社、KKR及び公開買付者らに対する質問及び面談を行い、当社からの見解を聴取するとともに、それらの内容について検討しました。

本特別委員会は、このように本検討事項（CVC）及び本委嘱事項（KKR）について慎重に協議及び検討した結果、2026年2月8日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本追加答申書(4)を提出いたしました。

(A) 答申内容

・本検討事項（CVC）に関する答申

当社が、本取引は当社の企業価値の向上に資すると引き続き判断し、かつ、本取引が、KKR提案取引と比較してもより一層、当社の企業価値の向上に資すると判断することは合理的であると認められる。したがって、当社取締役会が、本公開買付けに対して賛同するべきであるとの本特別委員会の意見には変更はない。

また、第3回買付価格変更後の本公開買付価格による本公開買付けは、当社株主に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供するものといえるため、第3回買付価格変更が行われることを前提として、原意見を変更し、当社取締役会は、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきであると考える。

加えて、本取引は、当社の一般株主にとって公正なものであると考える旨の本特別委員会の意見に変更はない。

・本委嘱事項（KKR）に関する答申

KKR公開買付けは、本特別委員会において、当社取締役会が賛同意見を表明し、第3回買付価格変更が行われることを前提として応募推奨することを決議すべきであると考える本公開買付けと折衷的

関係にあるため、第3回買付価格変更が行われる場合、当社取締役会は、KKR公開買付けに対して賛同すべきでないと考える。

また、当社の一般株主にとっての公正さという観点でも、本取引の方がKKR提案取引よりも望ましいと考える。

## (B) 答申理由

### A) 本検討事項（CVC）に関する意見の理由

#### (a) 当社の企業価値向上に資するか否かの検討に関する事項

##### (ア) 原意見答申後の変更について

公開買付者によれば、第3回買付価格変更のほか、本取引が当社の企業価値向上に資するとの当社の判断は合理的であるとした原意見が前提とする本公開買付けのその他の条件等に、以下を含む条件等の変更が生じるが、当社は、当該条件等の変更はいずれも本取引後の当社の事業運営に重大な悪影響を与えるものとまではいえないと判断しているとのことである。

##### (イ) 決済資金の調達条件

公開買付者によれば、第3回買付価格変更に伴い、公開買付者は、本公開買付けに要する資金等として、合計1,490億円を要するところ、（一）三菱UFJ銀行からの融資について、融資予定額の上限は第3回買付価格変更前の600億円から変更ではなく、（二）CVCファンドから間接的に受ける出資額として890億円が予定されているとのことである。

この点、公開買付者によれば、公開買付者は、2031年3月期には本取引に要する資金等として調達した融資について、当社事業から創出されるキャッシュ・フローからの全額返済を見込んだ事業計画を前提に第3回買付価格変更を行うことを予定しているとのことであり、かかる説明を前提とすれば、当社において、上記の資金調達が、本取引後の当社の事業運営に重大な悪影響を与えるものではないと判断することも合理性があるといえる。

##### (ウ) 不動産の流動化

公開買付者によれば、第3回買付価格変更前の本公開買付価格は、当社不動産の流動化を前提としない提案であったとのことであるが、公開買付者は、第3回買付価格変更後の本公開買付価格をKKR提案価格と同等の水準に引き上げるため、本取引の実行後に、本不動産流動化を実施する方針に変更したとのことである。この点、化粧品の製造販売を行っている当社の事業の性質上、とりわけ研究開発施設を含む本社及び化粧品製造を行う福崎工場は、重要性が高い事業用の不動産であり、競争力の源泉ともいえる。そのような不動産を流動化した場合、当社の操業の柔軟性や景気耐性等に恒常的な影響が生じ、事業リスクが押し上げられるリスクも否定できないため、かかる不動産の継続保有を希望していた当社（西村健氏を除きます。以下本（一）において同じです。）の意向も理解できないわけではなく、慎重な検討が必要であると考えられる。もっとも、公開買付者によれば、本不動産流動化によるリースバックの形態としては、当社による長期・安定的な継続利用が可能となるよう、当社と不動産保有会社との間で長期間の定期賃貸借契約を締結することを想定しており、また、買戻しオプションの設定等を通じて当社の長期・安定的な継続利用を契約上担保することであり、かかる説明を前提とすれば、当社において、本不動産流動化は、当社の中長期的な事業運営に一定のリスクを生じさせるものの、本取引後の当社の事業運営に重大な悪影響を与えるものとまではいえないと判断することは不合理とはいえない。

なお、KKRによる2026年1月13日付意向表明書によれば、KKR提案取引においても、当社本社及び福崎工場等の不動産流動化が予定されており、上記点に関しては本取引と同様に妥当するといえる。

#### (イ) 公開買付者の企業価値向上策とKKRの企業価値向上策の比較

公開買付者の企業価値向上策とKKRの企業価値向上策の比較に関する当社の検討結果は上記「（二）意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」に記載のとおりであり、その内容は、いずれも当社の置かれた事業環境及び経営課題を踏まえた事業戦略並びに公開買付者及びKKRそれぞれからの提案・説明内容を踏まえたものといえ、合理的な内容であると認められる。

とりわけ、公開買付者の企業価値向上策のうち、インドネシア事業において既存の流通パートナーとの信頼関係を維持しつつ、公開買付者の投資先等を用いてModern Trade及びオンライン市場を補完・拡張するという経営戦略、並びにFT社への投資などを通じてCVCが培ったノウハウを生かしてブランドポートフォリオを経営管理の中核に据え、成長原資の確保と経営資

源の最適配分を実現するという経営戦略は、いずれも当社の経営課題の解決に直結しうるものであり、加えて、公開買付者は、当該経営戦略を実現させるための具体的な施策を示しているといえること等から、当社の評価は合理的といえる。

以上より、本特別委員会としては、当社の上記認識・評価を踏まえ、KKRによるKKR提案取引と比較して、公開買付者による本取引がより一層当社の企業価値の向上に資するとの当社の判断は合理的であると考える。

#### (ウ) 小括

上記のほか、本追加答申書(4)前の各答申書（以下「原答申書」という。）において検討した、（ ）当社グループの事業環境及び経営課題、（ ）本取引の意義（メリット）、並びに（ ）本取引のデメリットに係る検討内容に関し、変更すべき事情は、特段見当たらない。

以上を踏まえると、当社が、本取引は当社の企業価値の向上に資すると引き続き判断し、かつ、本取引が、KKR提案取引と比較してもより一層、当社の企業価値の向上に資すると判断することは合理的であると考える。

#### (b) 本取引の取引条件の公正性の検討に関する事項

##### (ア) 第3回買付価格変更

本事業計画は、その内容、重要な前提条件及び作成経緯等に鑑みても、大和証券及びブルータス・コンサルティングの各株式価値算定の前提となる事業計画として合理性がある旨の判断を変更すべき事情はなく、また、大和証券及びブルータス・コンサルティングが作成した各株式価値算定書の作成日である2025年9月9日以降、本事業計画の修正を要する後発事象等の発生はない。その他、ブルータス・コンサルティングによれば、本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）及び本フェアネス・オピニオンについて、その作成日である2025年9月9日以降、内容に変更を与える前提事実等に変更はないとのことであり、大和証券によれば、本株式価値算定書（大和証券）について、その作成日である2025年9月9日以降、内容に変更を与える前提事実に変更はないとのことである。

その上で、第3回買付価格変更後の本公開買付価格（3,105円）は、本株式価値算定書（大和証券）における市場株価法に基づく算定結果のレンジ（1,378円から1,503円）の上限の倍以上の価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ（1,649円から2,454円）の上限をも大幅に上回る価格である。また、本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）における市場株価法に基づく算定結果のレンジ（1,378円から1,503円）の上限の倍以上の価格であり、かつ、DCF法の算定結果のレンジ（1,778円から2,902円）の上限をも有意に上回る価格である。

加えて、第3回買付価格変更後の本公開買付価格（3,105円）は、本公開買付けの開始時点の本公開買付価格（1,960円）を1,145円（比率にして約58.42%）上回る価格であるだけでなく、本公開買付けの開始予定の公表日の前営業日である2025年9月9日の東京証券取引所プライム市場における当社株式の終値1,503円に対して106.59%、同日までの過去1ヶ月間の終値単純平均値1,436円に対して116.23%、同過去3ヶ月間の終値単純平均値1,422円に対して118.35%、同過去6ヶ月間の終値単純平均値1,378円に対して125.33%のプレミアムが付された価格である。これは、経済産業省が策定した「公正なM&Aの在り方に関する指針」の公表日である2019年6月28日以降に公表され、かつ、2025年9月9日までに成立した、当社が上場している市場である東京証券取引所プライム市場の上場会社を対象としたMBOによる非公開化を企図した公開買付けの事例36件（但し、不成立となったものの、再度公開買付けを実施したことにより成立した事例を除く。）（プレミアム水準の平均値は、公表日の前営業日が43.17%、直近1ヶ月間が45.63%、直近3ヶ月間が46.77%、直近6ヶ月間が47.17%であり、プレミアム水準の中央値は、公表日の前営業日が40.85%、直近1ヶ月間が44.92%、直近3ヶ月間が46.46%、直近6ヶ月間が43.94%。）と比較しても、非常に高い水準といえる。

以上からすれば、第3回買付価格変更後の本公開買付価格（3,105円）は十分に高い水準の価格であるといえる。

##### (イ) KKR提案取引の取引条件との比較

公開買付者によれば、本取引に関しては、その実行に必要な日本及びベトナムにおける競争法に基づく許認可等の取得は全て完了しているとのことであり、早期に本公開買付けを完了することが可能である。

一方、KKRによれば、KKR提案取引に関しては、2026年2月2日時点において、ベトナムにおける当該許認可等の取得のために2か月程度を要するとのことであり、仮に直ちにKKR

R公開買付けが開始されたとしても、その決済までには2か月以上を要することが想定される。

(ウ) 小括

以上のほか、本取引の取引条件の公正性が認められたとした原答申書の検討結果を変更すべき事情は特段見当たらない。

以上を踏まえると、第3回買付価格変更等の条件変更後の本公開買付けは、当社株主に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供するものといえる。

(c) 本取引に係る手続の公正性の検討に関する事項

本取引に係る手続の公正性が認められたとした原答申書の検討結果を変更すべき事情は特段見当たらない。

(d) 総括

以上とおり、当社が、本取引は当社の企業価値の向上に資すると引き続き判断し、かつ、本取引が、KKR提案取引と比較してもより一層、当社の企業価値の向上に資すると判断することは合理的であると考える。したがって、当社取締役会が、本公開買付けに対して賛同するべきであるとの本特別委員会の意見は変更すべきでない。

また、第3回買付価格変更後の本公開買付価格は、当社株主に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供するものといえるため、第3回買付価格変更が行われることを前提として、原意見を変更し、当社取締役会は、当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨するべきであると考える。

以上を踏まえると、本取引は、当社の一般株主にとって公正なものであると考える旨の本特別委員会の意見を変更すべきではない。

B) 本委嘱事項（KKR）に関する意見の理由

以上とおり、本特別委員会は、当社取締役会は、本公開買付けについて賛同するとともに、第3回買付価格変更が行われることを前提として当社の株主に対して本公開買付けへの応募を推奨すべきであると考えるところ、KKR公開買付けは、本公開買付けと折一的な関係にあるため、第3回買付価格変更が行われる場合、当社取締役会はこれに対して賛同すべきでないと考える。

また、当社の一般株主にとっての公正さという観点でも、本取引の方がKKR提案取引よりも望ましいと考える。

C) これまでの経緯と現在の状況を踏まえた補足意見

当社は、本取引の長期化等による当社の企業価値の毀損を回避する観点、及び、当社の株主の皆様に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供し、株主共同の利益を図る観点から、当社取締役会において、第3回買付価格変更等の条件変更後の本公開買付けを含む本取引とKKR提案取引のいずれがより一層当社の企業価値ひいては株主共同の利益に資するものであるかについて結論を出すことに伴い本手続を終了するべきと考えている。また、当社は、本手続の終了に伴い、KKRに対し、KKRが当社に差し入れた秘密保持誓約書に基づき当社が開示した秘密情報を破棄することを要請したいと考えている。

この点、本公開買付期間は、本公開買付けの開始時点では、2025年9月26日から2025年11月10日まで（30営業日）と定められていたが、その後複数回延長され、現在、法定の原則的な最大の公開買付期間（60営業日）を大きく超える2026年2月12日まで（90営業日）延長されている。このような不安定な状況が長期間継続していることから、当社において、本来は事業の成長に割くべき当社の経営のリソースが、長期間にわたり本手続や本取引及びKKR提案取引の検討等のために割かれ、当社の事業の改善に向けた取組みにも少なからず遅れが生じている。また、当社グループの従業員からはこれ以上不安定な立場に置かれることについて不安の声が上がっており、その離脱のおそれも生じているほか、取引先を含むその他の当社グループのステークホルダーからも懸念の声が寄せられている。

また、今後、公開買付者やKKRにより本公開買付価格よりも更に高い価格で当社株式の非公開化が行われる場合には、CVC及びKKRのプライベートエクイティファンドとしての性質上、当社の財務構成における負債性資本の増加（本取引及びKKR提案取引の完了後に行われる可能性のある自己資本から負債性資本へのリキャピタリゼーションを含む。）その他の理由により、本取引やKKR提案取引後に、当社の財務状況を悪化させ、当社の事業運営に充てられる資金がひっ迫することや、当社が財務コバナンツに抵触するおそれが生じること等が懸念される。加えて、当社Cx0らは、当社の中長期的な事業運営に支障が生じるリスクを避けるため、当社本社及び福崎工場等の不動産を継続

保有することを希望していたが、当該希望にかかわらず、KKRからは、2026年1月13日付意向表明書において、これらの不動産の売却（流動化）を実施することを前提としたKKR提案価格が提示され、これを受けて、公開買付者においても、第3回買付価格変更に際し、本取引の実行後に本不動産流動化を行うことを想定するよう事業計画の変更がなされた。このような経緯等も踏まえると、今後本手続を更に継続した場合、本不動産流動化以外にも、当社の事業の解体や当社の事業に必要不可欠な事業用資産の売却等が検討される可能性も否定できない。これらは、当社の持続的かつ安定的な成長戦略の実施を阻害し、当社の事業上の選択肢を狭めるばかりでなく、当社のデフォルトリスクを高める可能性も生じさせるなど、当社の事業運営や経営に悪影響を与える可能性も否定できないと考えられる。

以上を踏まえれば、本手続による現在の不安定な状況が今後も継続することは、当社の事業遂行に支障を生じさせ、当社の企業価値を毀損する結果となるおそれもあると考えられる。

その一方で、今般、KKR提案取引と比較してもより一層、当社の企業価値の向上に資すると考えられる本取引に関し、公開買付者から、第3回買付価格変更後の本公開買付価格の提案がなされているところ、かかる本公開買付価格は、本株式価値算定書（ブルータス・コンサルティング）、本フェアネス・オピニオン、本株式価値算定書（大和証券）、同種のMBO事例におけるプレミアム水準との比較といった各観点に照らしても十分に高い水準の価格であるといえる。

また、KKR提案価格は、本手続において提案された唯一の法的拘束力のある意向表明書（バイディングオファー）であるKKRによる2026年1月13日付意向表明書によるものであるが、上記のとおり、2026年1月13日付意向表明書は、当社がKKRに対して伝達した本提出期限（2025年12月24日）を徒過してKKRの意向により決定されたタイミングで提出されたものであり、かかる経緯を踏まえれば、当社の企業価値ひいては株主価値の最大化のため、KKRに対して十分な検討期間が提供され、かつ、KKRにとっても十分な検討期間を経た上での提案であるといえる。加えて、上記のとおり、当社及び本特別委員会は、KKRに対する複数回の書面での質問及び複数回の面談、協議等を経てKKR提案について検討を行った結果、本答申に至ったものである。

以上のこれまでの経緯と現在の状況を総合的に勘案すれば、本取引の長期化等による当社の企業価値の毀損を回避する観点、及び、当社株主に対して十分に高い水準の価格により当社株式を売却する合理的な機会をより早期かつ確実に提供し、株主共同の利益を図る観点から、当社が、本追加答申書(4)に基づく意見表明に伴って本手続を終了することが望ましいと考える。また、本手続を終了する以上、KKRに対し、KKRが当社に差し入れた秘密保持誓約書に基づき当社が開示した秘密情報を破棄するよう要請することも不合理な対応ではないと考える。

当社における利害関係を有しない取締役全員の承認及び利害関係を有しない監査役全員の異議がない旨の意見（訂正前）

上記取締役会には、当社の監査役3名全員が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。

なお、当社の取締役のうち、当社の代表取締役会長である西村元延氏及び代表取締役社長である西村健氏については、（ ）本公開買付けが、両氏との協議に基づいて、公開買付者が実施するものであること、（ ）両氏は、本スクリーズアウト手続完了後に、公開買付者親会社（なお、本ストラクチャー変更後においては新SPCを意味します。）に本再出資を行う予定であること、また、本公開買付け成立後も引き続き当社の経営全般に関わっていく予定であることから、それぞれ本取引に関して当社との間で構造的な利益相反状態にあるため、上記各取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者らとの協議及び交渉にも一切参加しておりません。

（訂正後）

上記取締役会には、当社の監査役3名全員が出席し、出席した監査役はいずれも上記決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べてありました。

その後、当社は、本特別委員会から提出を受けた本追加答申書(4)の内容を最大限に尊重しながら、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策とKKRの提案する当社の企業価値向上策のいずれがより当社の企業価値の向上に資するかという観点を中心、本公開買付けに対する当社の2025年12月4日付意見を変更すべきかについて、慎重に検討を行った結果、2026年2月9日開催の当社取締役会において、審議及び決議に参加した当社の取締役（取締役合計7名のうち、西村元延氏及び西村健氏の2名を除く5名）の全員一致で、上記「(2)意見の根拠及び理由」の「当社が本公開買付けに賛同するに至った意思決定の過程及び理由」の「（ ）本取引とKKR提案取引の比較検討の経緯及び2026年2月9日開催の当社取締役会における判断内容」に記載の根拠及び理由により、公開買付者の提案する当社の企業価値向上策は、KKRの提案する当社の企業価値向上策と比較して、より一層当社の企業価値の向上に資するものであるとの結論に至り、本公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、第3回買付価格変更が行われることを前提として、当社の株主の皆様に対して本公開買付けに応募することを推奨する旨の本決議をいたしました。また、併せて、当社は、当該当社取締役会において、本決議を踏

まえ、KKR公開買付けが本公開買付けと折一的な関係にあることから、KKR公開買付けに対して賛同しない旨の決議をするとともに、本手続を終了する旨を決議いたしました。なお、当社は、KKRに対し、限られた日程の下においても本手続に参加頂いたことに深い謝意を伝えるとともに、本手続の終了を伝達し、また、KKRが当社に差し入れた秘密保持誓約書に基づき、当社が開示した秘密情報を破棄頂くよう要請いたしました。

上記取締役会には、当社の監査役3名全員が出席し、出席した監査役はいずれも上記各決議を行うことについて異議がない旨の意見を述べております。

なお、当社の取締役のうち、当社の代表取締役会長である西村元延氏及び代表取締役社長である西村健氏については、( )本公開買付けが、両氏との協議に基づいて、公開買付者が実施することであること、( )両氏は、本スケイズアウト手続完了後に、公開買付者親会社（なお、本ストラクチャー変更後においては新SPCを意味します。）に本再出資を行う予定であること、また、本公開買付け成立後も引き続き当社の経営全般に関わっていく予定であること、( )KKR公開買付けが本公開買付けと折一的な関係にあることから、それぞれ本取引及びKKR提案取引に関して当社との間で構造的な利益相反状態にあるため、上記各取締役会における審議及び決議には一切参加しておらず、また、当社の立場において公開買付者ら又はKKRとの協議及び交渉にも一切参加していません。

以上