



ジャパネットによる
当社株式に対する公開買付けの開始予定への当社意見

2026年8月31日

株式会社ツインバード 証券コード： 6897

目次

1. 当社意見の概要
2. 当社意見の公表に至るまでの経緯
3. 当社が本取引に反対する理由①：当社事業に生じ得る重大なディスシナジー
ディスシナジー(A)：資本関係の変化により生じ得る事業構造上のリスク
ディスシナジー(B)：経営方針の相違により生じ得るリスク
4. 当社が本取引に反対する理由②：ジャパネットが主張するシナジー
5. 当社が本取引に反対する理由③：中期経営計画に基づいた事業運営
中期経営計画の公表について

目次

1. 当社意見の概要

2. 当社意見の公表に至るまでの経緯

3. 当社が本取引に反対する理由①：当社事業に生じ得る重大なディスシナジー

ディスシナジー(A)：資本関係の変化により生じ得る事業構造上のリスク

ディスシナジー(B)：経営方針の相違により生じ得るリスク

4. 当社が本取引に反対する理由②：ジャパネットが主張するシナジー

5. 当社が本取引に反対する理由③：中期経営計画に基づいた事業運営

中期経営計画の公表について

当社意見の概要

株式会社ジャパネットホールディングス（以下「ジャパネット」という）による当社の完全子会社化（以下「本取引」という）を目的とした、当社株式に対する公開買付け（以下「本公開買付け」という）に関して、当社の企業価値及び株主共同の利益の観点から慎重に検討を行った結果、反対の意見（賛同しない旨の意見）を表明します

当社が本取引に反対する（賛同しない）理由

1 本取引により当社事業に重大なディスシナジーが生じ得る

- 本取引が実行された場合、主として、(A)資本関係の変化により生じ得る事業構造上のリスク及び(B)経営方針の相違により生じ得るリスクが存在し、本取引により当社事業に重大なディスシナジーが生じ得ると判断
- また、下記②のとおり、ジャパネットが企図するシナジーは、その実現可能性や効果を具体的に基礎づける根拠があるとは認められず、ディスシナジーを上回るような具体的な実現可能性のあるシナジーを見込むことは困難であると判断

2 ジャパネットが主張するシナジーの実現可能性や効果を具体的に基礎づける根拠がない

- ジャパネットは、本取引における主要なシナジー項目として、(A)チャネルミックスでの当社製品の販売拡大、(B)既存事業の製造移管、(C)ブランド力の飛躍的向上、(D)共同商品企画による商品開発力強化、(E)物流センター・コールセンターの統合及び業務効率化、(F)上場維持コスト及びバックオフィス業務負荷の低減並びに(G)B2B・B2Cの役割分担及び経営基盤の強化を主張しているものの、当社は、当該シナジーの実現可能性や効果を具体的に基礎づける根拠があるとは認められないと判断

3 本取引を実施せず、中期経営計画¹に基づく事業運営を継続することは、当社の企業価値向上及び株主共同の利益に資するものである

- 当社は、中期経営計画を前提とした当社の株式価値の見込み等も踏まえ、本取引を実施せず、中期経営計画に基づいて事業運営を継続することは、当社の企業価値向上に資するものであり、株主共同の利益の観点からも合理的であると判断

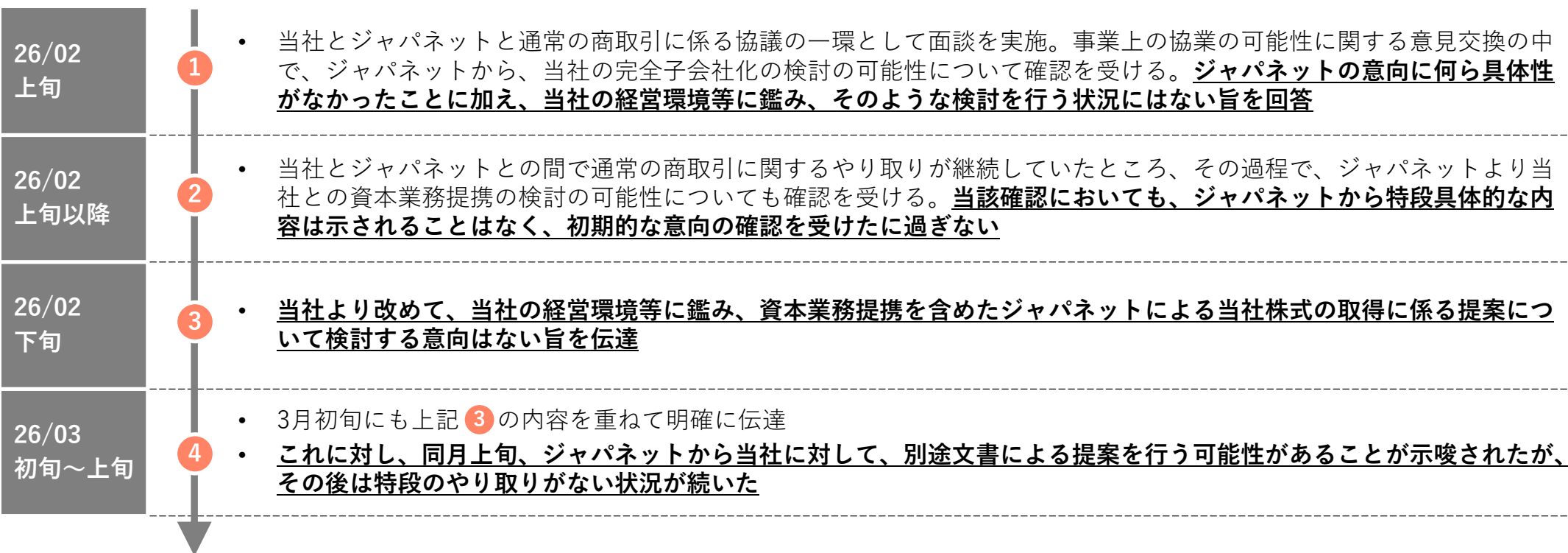
1. 当社の中期経営計画の詳細に関しては、本日2026年8月31日に公表した「新 中期経営計画 2026-2030の策定に関するお知らせ」をご参照ください

目次

1. 当社意見の概要
- 2. 当社意見の公表に至るまでの経緯**
3. 当社が本取引に反対する理由①：当社事業に生じ得る重大なディスシナジー
ディスシナジー(A)：資本関係の変化により生じ得る事業構造上のリスク
ディスシナジー(B)：経営方針の相違により生じ得るリスク
4. 当社が本取引に反対する理由②：ジャパネットが主張するシナジー
5. 当社が本取引に反対する理由③：中期経営計画に基づいた事業運営
中期経営計画の公表について

当社意見の公表に至るまでの経緯（1/3）

- 本取引に関するジャパネットとの協議の開始から、意向表明書の受領に至る前までの経緯は以下の通り
- ジャパネットによる本公開買付けの開始予定の公表¹（以下「ジャパネットプレスリリース」という）においては、ジャパネットが当社から、ジャパネットによる完全子会社化ではなく3分の1程度の出資にとどめる形での資本業務提携から始めたいとの提案を受けた旨の記載があるが、当社からジャパネットに対して、そのような提案を行った事実は存在しない



1. 公表資料名「株式会社ツインバード（証券コード：6897）に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」

当社意見の公表に至るまでの経緯（2/3）

- 当社は、ジャパネットの意向表明書が真摯な買収提案に該当する可能性が否定できないと判断し、特別委員会を設置
- 当社と特別委員会は、本取引の内容及び本取引により生じ得るシナジー・ディスシナジーを慎重に検討するため、複数回の書面での質問を実施。また、ジャパネットから当社への質問に対して、回答を行った

26/05/11

5

- ジャパネットより、本公開買付けを通じて当社株式を非公開化することを提案する法的拘束力を持たない意向表明書（以下「本意向表明書」という）を受領

26/05/27

6

- 当社は、本意向表明書に記載された本取引の提案が真摯な買収提案に該当する可能性が否定できないと判断し、当社の独立社外取締役である田中通泰、加藤善孝、大田陸介の3名により構成される特別委員会を設置（加藤善孝及び大田陸介は監査等委員）

26/06/19

7

- ジャパネットが当社との合意なく、ジャパネットプレスリリースを公表
- ジャパネットプレスリリースの記載には、本公開買付けの価格を800円とすること、本公開買付けの開始に際しては、当社が本公開買付けに賛同する旨の意見表明を行うことを含む前提条件が定められており、当該前提条件が充足された場合、2026年10月下旬を目途に公開買付けを開始することを予定していること等が含まれる

26/06~08

8

- ジャパネットに対し、当社の現状と課題等、本取引の効果・影響等、本取引のストラクチャー等及び本取引後の経営方針等に関して書面による質問を行い、ジャパネットから書面による回答を受ける
- また、特別委員会において独自に検討を行った上で、ジャパネットに対し、本取引によって創出されるシナジー等その他の影響及び本取引後の経営方針等に関して書面による質問を行い、ジャパネットから書面による回答を受ける
- その後、当該回答内容を踏まえ、特別委員会においてさらに検討を進めた上で、ジャパネットに対し、本取引後の施策及びそれによって創出されるシナジー等に関して書面による質問を行い、ジャパネットから書面による回答を受ける
- ジャパネットからも当社の事業及び人事労務等に関して書面による質問を複数回受けたため、随時ジャパネットに対して書面にて回答。当社は、当該回答に関しても、特別委員会の確認を得た上で行った

当社意見の公表に至るまでの経緯（3/3）

- 当社と特別委員会は、本取引の検討に際して、書面での質問に加えて、ジャパネットと対面での面談を実施
- 当社は、特別委員会における検討及び特別委員会から提出を受けた答申書の内容を最大限尊重し、当社の企業価値及び株主共同の利益の観点から慎重に検討を行った結果、本公開買付けに対して反対の意見（賛同しない旨の意見）を表明することを取締役会で決議

26/08/20

9

- 当社と特別委員会は、ジャパネットと対面での面談を実施
- ジャパネットから、本取引の意義・目的、本取引後の経営方針及び本取引によって創出されるとされるシナジー等について説明を受けるとともに、これらに関する質疑応答を行った

26/08/31

10

- 特別委員会が「当社取締役会は本取引を実施するべきではなく、かつ、本公開買付けについて賛同するべきでないと思料する」旨の答申書を当社取締役会に提出
- 当社取締役会において、取締役全員の一致により、本公開買付けに対して反対の意見（賛同しない旨の意見）を表明することを決議

目次

1. 当社意見の概要
2. 当社意見の公表に至るまでの経緯
3. 当社が本取引に反対する理由①：当社事業に生じ得る重大なディスシナジー
ディスシナジー(A)：資本関係の変化により生じ得る事業構造上のリスク
ディスシナジー(B)：経営方針の相違により生じ得るリスク
4. 当社が本取引に反対する理由②：ジャパネットが主張するシナジー
5. 当社が本取引に反対する理由③：中期経営計画に基づいた事業運営
中期経営計画の公表について

ディスシナジー(A)：資本関係の変化により生じ得る事業構造上のリスク

ディスシナジー：量販店との間の取引が停止又は縮小するリスク

ジャパネットと直接・間接的な資本関係が強まることで、既存の重要な顧客である量販店との間の取引が停止又は縮小するリスクが存在

- 当社が取引を行っている主要な量販店は10社に満たないところ、実際に、ジャパネットプレスリリースが公表されて以降、複数の量販店から、当社がジャパネットの傘下となることに対する懸念が示されている（実際の量販店からのコメントは以下赤枠内を参照）。このような声に表れているとおり、取引先である量販店との取引が停止又は縮小した場合には、当社は、量販チャンネルにおける売上高（2027年2月期売上高約33.3億円）のうち約23億円を失う可能性がある。また、中期経営計画の対象期間である5年間では累計で87億円規模の売上高を失う可能性がある。量販店経由での売上高は、売上高全体の3分の1程度に相当し事業全体への影響も大きい
- 加えて、家電メーカーである当社にとって、(i)高付加価値ブランドとしての認知度を維持・向上させること、及び(ii)競合他社製品との比較により当社製品が選ばれた理由又は選ばれなかった理由を収集し、製品開発へ反映する機会を確保することという観点から、消費者が当社の製品に実際に触れる場は重要であるため、量販店との間の取引が停止又は縮小することにより、他のチャンネルにおける取引も含めて当社の事業全体に重大な影響を与える可能性がある

量販店からのコメント

- ✓ 「ツインバードとジャパネットが一緒になるのであれば今後、今までどおりの付き合いは難しくなる」
- ✓ 「今までよりも条件や欠品に対しては厳しく言わざるを得なくなる」
- ✓ 「ツインバードとジャパネットが一緒になるのであれば経営判断にはなるが、通常どおりに取引を続けていくのは難しくなると思う」
- ✓ 「ジャパネットに情報（取引条件、販売状況など含め）が流れるようなことがあれば、取引停止という判断になるかもしれない」

目次

1. 当社意見の概要
2. 当社意見の公表に至るまでの経緯
3. 当社が本取引に反対する理由①：当社事業に生じ得る重大なディスシナジー
ディスシナジー(A)：資本関係の変化により生じ得る事業構造上のリスク
ディスシナジー(B)：経営方針の相違により生じ得るリスク
4. 当社が本取引に反対する理由②：ジャパネットが主張するシナジー
5. 当社が本取引に反対する理由③：中期経営計画に基づいた事業運営
中期経営計画の公表について

ディスシナジー(B)：経営方針の相違により生じ得るリスク（1/4）

ディスシナジー：既存ユーザー（消費者）の離反のリスク

本取引を実行した場合に、当社製品を購入してくださる当社のファンというべき消費者の皆様の離反のリスクが存在

- ジャパネットにおいては、強力なメディア力を活かし、幅広い層へ分かりやすい機能を持つ製品を大量に販売するビジネスモデルをとっていると思われるところ、このビジネスモデルは、「匠プレミアムシリーズ」をはじめとして、デザインや質感に特有のこだわりを持つ顧客層に向けた高付加価値製品を主力とする当社のビジネスモデルとは、製品の訴求方法やターゲット層が根本的に異なるといえる
- そのため、ジャパネットの傘下となることにより、高付加価値ブランドとしての当社の認知度が低下し、当社が従来ターゲットとする消費者が離反する可能性がある
- この影響を定量的に見積もることは容易ではないものの、上記のような当社製品を支持いただいている消費者の皆様の離反が生じることは、当社の収益基盤が毀損されることを意味しており、当社経営の維持にも影響を及ぼし得るものであり、少なくとも当社の将来キャッシュ・フローに与える悪影響は無視できないものとなると認識

ディスシナジー(B)：経営方針の相違により生じ得るリスク（2/4）

ディスシナジー：当社の成長領域であるB2B事業等が停滞するリスク

ジャパネット向けB2C製品の大規模な開発及び量産対応が優先された場合、既存の企画・開発人材及び生産設備が当該対応に振り向けられ、成長の柱と位置付けるB2B事業及び高付加価値製品の開発が長期にわたり遅延又は停滞するリスクが存在

- 当社は、高付加価値製品への集中及び収益性の高いB2B領域へのシフトを重要な成長戦略と位置付け、本日に別途公表した中期経営計画においても、売上総利益率が相対的に高い、当社の独自技術であるFPSC¹を活用したFPSC事業やソリューション事業等の高収益なB2B領域へ経営資源を集中させる事業ポートフォリオの变革を計画
- 一方、ジャパネットは、当社の技術力とジャパネットの販売力を組み合わせることにより、単価2万円程度の商品（ジャパネットPB（プライベートブランド）製品）を開発し、これを年間30万台から50万台規模で販売し、さらに近い将来にはそのようなコアモデルを5ラインナップ以上へ拡充することを構想しているところ、このような構想を実現するためには、大規模な設備投資、生産ラインの新設・増強、多数の人員の採用並びに相当量の企画・開発・品質管理及び生産管理リソースが必要になるものと考えられる。しかし、当社の開発・製造人員及び生産能力には限りがあり、また、新たな人材及び生産設備を短期間で整備することも容易ではない。このような状況において、**ジャパネット向けB2C製品の大規模な開発及び量産対応が優先された場合、当社の既存の企画・開発人材及び生産設備が当該対応に振り向けられ、当社が成長の柱と位置付けるB2B事業及び高付加価値製品の開発が長期間にわたり遅延し、又は停滞する可能性**がある
- また、ジャパネット向け製品の開発及び生産に経営資源が集中した場合には、ギフト流通事業者が消費者から代金を前受けするビジネスの性質上、厳格な商品供給と納期管理が要求される**ギフト（カタログ）向け製品その他の既存製品について、生産及び在庫確保の優先度が相対的に低下し、欠品、納期の長期化又は取扱商品の縮小等を通じて、既存販路における売上高が減少する可能性**もある

1. FPSC（フリー・ピストン・スターリング・クーラー）とは、冷媒にヘリウムガスを用いたスターリング冷凍機をいいます

ディスシナジー(B)：経営方針の相違により生じ得るリスク (3/4)

ディスシナジー：役職員の離反等に係るリスク

本取引が実行された場合、当社が従来採用してきたビジネスモデル及びこれを前提として形成されてきた企業文化が大きく変容することにより、企画・開発人材を中心とする当社の役職員が離反するリスクが存在

- 当社は「多品種小ロット・高付加価値」の製品開発及び製造を特徴とし、企画・開発部門の従業員をはじめとする各担当者が、比較的若い段階から、自らの裁量と責任の下で商品の企画、設計、開発及び市場投入まで一貫して関与できる点が、当社で勤務することの重要な意義及び魅力の一つと認識。一方、ジャパネットは、単価2万円程度の商品（ジャパネットPB製品）について年間30万台から50万台規模の販売を目指し、近い将来にはそのようなコアモデルを5ラインナップ以上に拡充することを構想。この構想の実現には、当社の従来の「多品種小ロット・高付加価値」を中心とする事業運営から、限られた特定製品群を大量に開発・生産・販売する事業運営へと、ビジネスモデルを相当程度変革する必要があるものと考えられる
- 上記の変革により、当社の企画・開発部門における業務内容、意思決定の方法及び各担当者に与えられる裁量の範囲が大きく変化し、当社で勤務し続ける意義及び魅力を失う可能性がある。その結果、当社の企業価値の重要な源泉である企画・開発人材が離職し、又は新たな人材の採用が困難となるリスクがある。実際に、当社のものづくりに対する理念は、ジャパネットのものづくりに対する思想及び志向とは異なるとの認識から、本取引に強く反対する旨の意見が当社の複数の従業員から寄せられており、従業員の離反リスクは単なる抽象的な可能性にとどまるものではないと考えている
- ジャパネットによる採用面での支援が行われるとしても、当社が必要とする高度な企画・開発能力及び当社固有の製品・技術に関する知見を有する人材を短期間で多数採用することは容易ではない。また、既存の役職員が有する暗黙知、社内外の人的関係及び当社のものでものづくりに関する経験は、単純な人員補充によって直ちに代替できるものではないため、中核人材が離職した場合には、当社の製品開発力及び事業運営に長期的な悪影響が生じる可能性がある

ディスシナジー(B)：経営方針の相違により生じ得るリスク（4/4）

ディスシナジー：地域におけるサプライチェーン等の毀損のリスク

当社と長年にわたり信頼関係を構築してきた地域の取引先との取引慣行が失われ、地域の職人技術・ものづくりの価値を尊重する姿勢に対する信頼が損なわれる可能性が存在

- 当社は、燕三条発のものづくり企業として、同地域における地場産業の集積、協力会社、人材、地域団体その他の関係者との長年にわたる信頼関係に支えられて事業を営んできている。当社製品の背景にある燕三条地域に根差したものづくりの基盤は、単なる販売上の訴求要素にとどまらず、商品開発力、品質への信頼及び人材採用・定着の基盤を構成する重要な要素である
- とりわけ当社は、燕三条地域又はその近隣の新潟県下において、委託先や調達先として約30社の取引先を有している。その多くは、当社と長年にわたり取引を継続してきた取引先であり、製品の企画や開発の段階から当社との間で協議を行い、相互の信頼関係の下で受発注量を決定するなど、当社製品への深い理解に基づき、当社の生産等の事業活動を支える重要なステークホルダーである
- 当社が、ジャパネットの完全子会社となり、ジャパネット向けのPB製品の大量生産・大量販売を志向するビジネスモデルへ転換する場合には、製品の開発・企画段階から実務に大きな変動を及ぼすこととなる。長年にわたり委託先や調達先等の協力会社との間で培ってきた、地域におけるサプライチェーンを少なくとも一時的には破壊し、再構築することが不可避であると見込まれる。これに伴い、当社と長年にわたり信頼関係を構築してきた地域の取引先との取引慣行も失われ、地域の職人技術・ものづくりの価値を尊重する姿勢に対する信頼が損なわれる可能性がある
- その結果、当社の調達・開発・製造体制、採用力及び地域連携に影響を及ぼし、当社が将来にわたり生み出すキャッシュ・フローの金額、発生時期及び継続性に関する不確実性を高めるものと考えられる

目次

1. 当社意見の概要
2. 当社意見の公表に至るまでの経緯
3. 当社が本取引に反対する理由①：当社事業に生じ得る重大なディスシナジー
ディスシナジー(A)：資本関係の変化により生じ得る事業構造上のリスク
ディスシナジー(B)：経営方針の相違により生じ得るリスク
- 4. 当社が本取引に反対する理由②：ジャパネットが主張するシナジー**
5. 当社が本取引に反対する理由③：中期経営計画に基づいた事業運営
中期経営計画の公表について

ジャパネットが主張するシナジーの実現可能性や効果を具体的に基礎づける根拠がない（1/4）

- ジャパネットは、本意向表明書やジャパネットプレスリリース等を通じて、当社との主なシナジー項目として、以下（A）から（F）の6点¹を主張。当社は、**シナジーの実現可能性や効果を具体的に基礎づける根拠があるとは認められないと判断**

ジャパネットの主張するシナジー

(A) チャンネルミックス
や共同商品開発による
販売拡大

チャンネルミックスによる
当社製品の販売
拡大
(短期的施策)



当社の判断

- ジャパネットは、同社が保有する複数の販売チャネルを活用して当社製品の認知度向上及び販売拡大を実現すると主張しているが、**直近の当社製品のジャパネット向けの売上高は約2,000万円にとどまる。このような実績からも、ジャパネットの販売チャネルの活用により、当然のように当社製品の販売が急拡大すると見込むことは難しい**
- 販売拡大の蓋然性を検証するためには、販売対象商品、販売数量の立上がり、販売価格、利益率、販促費、返品・在庫リスク、販売チャネル別の計画、既存販路への影響、必要となる生産能力及び設備投資等の**具体的な前提が必要となるが、これらの多くは本取引実行後の協議事項とされている**
- ジャパネットからは、当社及び特別委員会からのシナジーの具体化の要請等を踏まえ、短期的な販売拡大策として、2026年8月10日になって、当社が本公開買付けに賛同し、本公開買付けが成立することを条件として、「匠プレミアム」全自動コーヒーメーカー100,000台及び単機能電子レンジ50,000台を含む合計約30億円の商品を発注する予定である旨の提案がなされた。もっとも、当該発注に関しては、当社から確認を行ったものの、**具体的な発注時期や納入時期等の取引条件は明らかにされておらず、また、当該発注に係る取引の期間についても、「走りながら」考えるため、1年では短く、2年を要するかもしれないが、現時点では具体的な計画はない旨の回答**がなされるにとどまっている
- したがって、当社としては、**ジャパネットの販売力を活用した販売拡大の可能性自体は否定しないものの、ジャパネットによる合計約30億円の発注予定も含めて、その具体的な実現可能性及び当社の売上・利益への純増効果を現時点で客観的に検証することは困難であると考え**

1. P.4に記載のジャパネットが主張するシナジー項目について、(A)チャンネルミックスでの当社製品の販売拡大について、ジャパネットとの質疑応答の過程で、中長期的には、チャンネルミックスにとどまらず、ジャパネットと当社の共同商品開発による販売拡大を行うものとの説明がなされたため、また、(C)ブランド力の飛躍的向上及び(D)共同商品企画による商品開発力強化は関連するところもあるため、それぞれまとめて記載している

ジャパネットが主張するシナジーの実現可能性や効果を具体的に基礎づける根拠がない（2/4）

- ジャパネットは、本意向表明書やジャパネットプレスリリース等を通じて、当社との主なシナジー項目として、以下（A）から（F）の6点¹を主張。当社は、**シナジーの実現可能性や効果を具体的に基礎づける根拠があるとは認められないと判断**

ジャパネットの主張するシナジー

(A) チャンネルミックス
や共同商品開発による
販売拡大

共同商品開発による
ジャパネットのPB製品
の販売拡大
(中長期的施策)



当社の判断

- ジャパネットは、当社からの販売拡大のシナジー施策の具体化の要請に対し、中長期的には、1商品当たり年間30万台から50万台規模の商品（ジャパネットPB製品）を複数展開することを構想している旨を回答している。しかし、**ジャパネットが構想する販売拡大の蓋然性を検証するために必要な具体的な前提の多くは、本取引実行後の協議事項とされている**
- ジャパネットからは、2026年8月27日になって、**布団乾燥機、トースター及び体組成計のPB製品化を検討している旨の提案を受けたものの**、当該提案に関しても、シナジーの実現可能性を検討するためには、前提として対象製品の仕様書を確認の上、当社側で製造可否を判断する必要があるところ、当社はそれまで再三にわたりジャパネットに対して仕様書の提示を求めてきたにもかかわらず、**今回においても仕様書は提示されていない**。さらに、**上記3商品のPB製品の販売数量及び売上高は、ジャパネットにおける同種製品の過去の販売実績をそのまま当社における将来販売数量として用いたものと見受けられる**。本来新たな商品の企画を行うにあたっては、市場環境、需要動向、供給体制等を踏まえて製品仕様や想定販売台数を検証する必要があることから、**上記3商品のPB製品化によるシナジーについては、具体的かつ蓋然性のあるシナジーとして認めることは困難であると考えている**
- したがって、**PB製品化は、現段階では本取引実行後に具体化される将来的な構想にとどまり、確実かつ大規模な売上高又は利益への貢献が見込まれることを客観的に確認することはできず、ジャパネットが構想する1商品当たり年間30万台から50万台規模の販売が中長期的に実現することや、当社の収益力及び企業価値が持続的に向上することは裏付けられていない**

1. P.4に記載のジャパネットが主張するシナジー項目について、(A)チャンネルミックスでの当社製品の販売拡大について、ジャパネットとの質疑応答の過程で、中長期的には、チャンネルミックスにとどまらず、ジャパネットと当社の共同商品開発による販売拡大を行うものとの説明がなされたため、また、(C)ブランド力の飛躍的向上及び(D)共同商品企画による商品開発力強化は関連するところもあるため、それぞれまとめて記載している

ジャパネットが主張するシナジーの実現可能性や効果を具体的に基礎づける根拠がない（3/4）

- ジャパネットは、本意向表明書やジャパネットプレスリリース等を通じて、当社との主なシナジー項目として、以下（A）から（F）の6点¹を主張。当社は、**シナジーの実現可能性や効果を具体的に基礎づける根拠があるとは認められないと判断**

ジャパネットの主張するシナジー

(B) 既存事業の製造移管

(C) ブランド力の向上及び商品開発力の強化

(D) 物流センター・コールセンターの統合及び業務効率化

当社の判断

- ウォーターサーバーの製造移管について、実現可能性の検証には、少なくとも対象となる具体的な製品、現物又はサンプル、目標仕様及び品質基準、想定数量、目標とする調達価格又は卸売価格、納期並びに販売計画が示される必要があるところ、**ウォーターサーバーについては、実機を基礎として本取引実行後に再設計することが想定されている**。そのため、現時点では、**品質、コスト及び納期の観点から製造可能性を検証するための基本的な前提自体が確定していない**
- したがって、**製造移管は、現段階では本取引実行後に具体化される将来的な構想にとどまり、确实かつ大規模な売上高又は利益への貢献が見込まれることを客観的に確認することはできないと考える**
- ジャパネットの発信力や顧客データ等の活用により、当社製品の認知度向上や顧客ニーズを商品開発に反映する機会の拡大が生じる可能性自体は否定しないものの、本取引による量販店等の既存取引先及び消費者の離反や、それに伴う消費者が当社製品に実際に触れる機会の減少等により、**当社が構築してきた高付加価値ブランドとしての位置付けが毀損する可能性がある**。また、商品開発についても、**ジャパネットが構想する大量生産・大量販売を前提とする商品開発が、当社の商品開発力の向上にどの程度寄与するかは明らかではない**
- ジャパネットが有する物流機能及びコールセンターを利用することによって、一部業務について効率化又は負担軽減が生じる可能性自体は否定しないものの、現時点では、その**実施方法及び時期、必要となる費用並びに削減可能な費用額等は明らかにされておらず、また、統合を含めたコールセンターのあり方についても今後の協議事項とされている**
- そのため、**本項目のシナジーによる具体的な効果を検証することは困難であると考え**

1. P.4に記載のジャパネットが主張するシナジー項目について、(A)チャネルミックスでの当社製品の販売拡大について、ジャパネットとの質疑応答の過程で、中長期的には、チャネルミックスにとどまらず、ジャパネットと当社の共同商品開発による販売拡大を行うものとの説明がなされたため、また、(C)ブランド力の飛躍的向上及び(D)共同商品企画による商品開発力強化は関連するところもあるため、それぞれまとめて記載している

ジャパネットが主張するシナジーの実現可能性や効果を具体的に基礎づける根拠がない（4/4）

- ジャパネットは、本意向表明書やジャパネットプレスリリース等を通じて、当社との主なシナジー項目として、以下（A）から（F）の6点¹を主張。当社は、シナジーの実現可能性や効果を具体的に基礎づける根拠があるとは認められないと判断

ジャパネットの主張するシナジー

(E) 上場維持コスト及びバックオフィス業務負荷の低減



当社の判断

- 非上場化による上場関連費用の削減や、ジャパネットのリソース活用によるバックオフィス等の業務負担軽減・コスト削減の可能性自体は否定しないものの、当社が上場を維持し続けることは人材採用における競争力の源泉や従業員の定着及び燕三条地域に根差した上場企業という信頼に支えられた取引先や地域社会との強固な関係基盤という当社の持続的な成長に寄与する重要なメリットがあると考え
- また、ジャパネットのリソースを活用したバックオフィス業務のサポートに関しては、具体的な実施方法等も本取引後の協議事項とされているにとどまる
- 以上を踏まえると、これらの削減効果は限定的又は中長期的な企業価値を毀損する可能性もあると考える

(F) B2B・B2Cの役割分担及び経営基盤の強化



- ジャパネットの資金力を活用することで、一定の金利負担の軽減や設備投資を行いやすくなる可能性自体は否定しないものの、当社はB2B事業及び高付加価値製品を成長領域と位置付けている一方、ジャパネットが構想するB2C向け製品の大規模な開発・量産対応には相当な経営資源を要するところ、B2B事業に必要な人員、設備及び予算等を具体的にどのように確保するかは明らかにされていない
- したがって、ジャパネットがいうB2B・B2Cの役割分担が、当社の既存の成長戦略を阻害することなく企業価値の向上につながるかについては不明であると考え

1. P.4に記載のジャパネットが主張するシナジー項目について、(A)チャネルミックスでの当社製品の販売拡大について、ジャパネットとの質疑応答の過程で、中長期的には、チャネルミックスにとどまらず、ジャパネットと当社の共同商品開発による販売拡大を行うものとの説明がなされたため、また、(C)ブランド力の飛躍的向上及び(D)共同商品企画による商品開発力強化は関連するところもあるため、それぞれまとめて記載している

目次

1. 当社意見の概要
2. 当社意見の公表に至るまでの経緯
3. 当社が本取引に反対する理由①：当社事業に生じ得る重大なディスシナジー
ディスシナジー(A)：資本関係の変化により生じ得る事業構造上のリスク
ディスシナジー(B)：経営方針の相違により生じ得るリスク
4. 当社が本取引に反対する理由②：ジャパネットが主張するシナジー
5. 当社が本取引に反対する理由③：中期経営計画に基づいた事業運営
中期経営計画の公表について

中期経営計画に基づく事業運営が当社の企業価値向上及び株主共同の利益に資する（1/2）

- 当社は、中期経営計画において、競争環境が激化する大型白物家電を中心とした量販チャネルから、当社の強みである技術力や柔軟な開発力を生かせる収益性の高い事業領域へ経営資源をシフトさせる事業構造の転換を企図¹
- 以下の施策の実行により、2029年2月期には売上高105億円、営業利益6億円（営業利益率6%）、ROE8%以上を目指し、中期経営計画の最終年度である2031年2月期には売上高117億円、営業利益14億円（営業利益率12%）、ROE13%以上へと、大幅な収益成長及び資本収益性の改善を見込む

✓ 企業価値向上策①：収益構造の再構築

当社の強みである技術力や柔軟な開発力を最大限に活かすべく、収益性の高いFPSC事業、ソリューション事業、D2Cチャネル、及び収益性の高い小型家電を中心とした量販店向け事業に経営資源を集中投下する事業ポートフォリオの再設計を推進し、高付加価値製品等へのシフトを進めることで、売上総利益率を足許（2026年2月期実績）の23.7%から2029年2月期に32.7%、最終年度である2031年2月期に36.3%へと大幅に引き上げる計画。また、B2B事業を中心とした新規販路の開拓による増収効果として、足許比で28億円の売上高増加を見込む

✓ 企業価値向上策②：変動費・固定費の最適化

収益性の高い販売チャネルへのシフトや不採算事業の縮小による効果に加え、全社的な固定費の最適化（変動費化）を推進。新基幹システム・AI活用等の業務効率化及び外部委託の活用を通じた人件費の抑制、大型白物家電の事業縮小に伴う外部保管料・運搬費等といった物流費の削減や、新基幹システム投資の償却費負担の大幅な減少等を見込む。これらにより、販売費及び一般管理費の売上高比率を、足許の33%から2029年2月期には約27%、最終年度である2031年2月期には約24%へと引き下げる計画。また、適正な在庫管理を徹底することで、在庫回転率を足許の2.9回から2031年2月期には5.7回へと引き上げ、抜本的に経営効率と資産効率を高める



当社が本取引を実施せず、中期経営計画に基づいて事業運営を継続することは、

当社の企業価値向上に資するものであり、株主共同の利益の観点からも合理的であると判断²

1. 当社が中期経営計画において販売チャネルポートフォリオの転換を見込んでいる量販チャネルの減収は、当社の経営方針に基づく戦略的かつ計画的な事業構造改革を企図したものであり、本取引の実行により懸念される、競合関係に伴う既存量販店からの突発的かつ不可逆的な取引停止・縮小（約23億円規模の売上急減や商品の体験価値提供機能の喪失等）という重大なディスシナジーとは本質的に異なるものと認識しております 2. なお、中期経営計画を前提とした当社の株式価値の見込み等に関して、当社アドバイザーの株式会社プルータス・コンサルティングより助言を得ています

中期経営計画に基づく事業運営が当社の企業価値向上及び株主共同の利益に資する（2/2）

- 当社は、中期経営計画において、競争環境が激化する大型白物家電を中心とした量販チャネルから、当社の強みである技術力や柔軟な開発力を生かせる収益性の高い事業領域へ経営資源をシフトさせる事業構造の転換を企図¹
- 以下の施策の実行により、2029年2月期には売上高105億円、営業利益6億円（営業利益率6%）、ROE8%以上を目指し、中期経営計画の最終年度である2031年2月期には売上高117億円、営業利益14億円（営業利益率12%）、ROE13%以上へと、大幅な収益成長及び資本収益性の改善を見込む

✓ 企業価値向上策③：成長事業の推進

FPSC事業及びD2C事業の拡大をさらに加速させる方針。FPSC事業においては、医薬・バイオ向けの超低温冷凍庫（完成品）のラインナップ拡充とともに国内外の販売網を構築し、超低温ソリューション事業へ転換することで、売上総利益額で2025年度比4.8億円の増加を見込む。D2C（直販）事業においては、従来の「製品を販売して完結するモデル」から脱却し、自社アセットを最大限活用した「循環型」EC事業の構築を進める。具体的には、集客及び会員数の拡大を図りつつ、自社アセットを活用したサブスクリプションやリセール、デジタルギフト等の多様な顧客接点を増大させ、顧客生涯価値（LTV）を最大化する循環型ビジネスを構築することで、売上総利益額で2025年度比5.7億円の増加を見込む

✓ 企業価値向上策④：資本コストや株価を意識した資本政策の実行

資本コスト水準を上回るROEの達成とPBR1倍以上の実現を明確な目標として掲げ、これまでの配当方針を抜本的に見直すことで、株主の皆様への還元強化を打ち出す。事業活動から創出されるキャッシュを、新製品開発等の成長投資へ約2割、株主還元へ約3割、有利子負債の返済を通じた財務基盤の安定化に約3割を振り向けつつ、残る約2割を予備枠として事業環境に応じて成長投資又は株主還元へ充当することを想定。配当性向及びDOE（株主資本配当率）を基準とした安定的な累進配当を行うことを基本方針としつつ、機動的に自己株式取得を組み合わせることで、中期経営計画の対象期間全体において総還元性向75%～100%程度となる積極的な資本政策を実行していく考え



当社が本取引を実施せず、中期経営計画に基づいて事業運営を継続することは、

当社の企業価値向上に資するものであり、株主共同の利益の観点からも合理的であると判断²

1. 当社が中期経営計画において販売チャネルポートフォリオの転換を見込んでいる量販チャネルの減収は、当社の経営方針に基づく戦略的かつ計画的な事業構造改革を企図したものであり、本取引の実行により懸念される、競合関係化に伴う既存量販店からの突発的かつ不可逆的な取引停止・縮小（約23億円規模の売上急減や商品の体験価値提供機能の喪失等）という重大なディスシナジーとは本質的に異なるものと認識しております 2. なお、中期経営計画を前提とした当社の株式価値の見込み等に関して、当社アドバイザーの株式会社プルータス・コンサルティングより助言を得ています

目次

1. 当社意見の概要
2. 当社意見の公表に至るまでの経緯
3. 当社が本取引に反対する理由①：当社事業に生じ得る重大なディスシナジー
ディスシナジー(A)：資本関係の変化により生じ得る事業構造上のリスク
ディスシナジー(B)：経営方針の相違により生じ得るリスク
4. 当社が本取引に反対する理由②：ジャパネットが主張するシナジー
5. 当社が本取引に反対する理由③：中期経営計画に基づいた事業運営
中期経営計画の公表について

中期経営計画の公表について

- 当社は本日、中期経営計画を公表¹しており、以下を含む施策を実施することで当社の企業価値向上を目指してまいります
- 本公開買付けへの反対の意見（賛同しない旨の意見）の表明により、当社は独立経営及び上場維持を継続することを決定いたしました。上場企業として、更なる企業価値の向上を実現すべく、経営に邁進してまいります

1 事業戦略：当社の強みである技術力や柔軟な開発力を生かせる収益性の高い事業領域へ経営資源をシフトさせる事業構造の転換

- 競争環境が激化する大型白物家電を中心とした量販チャネルから、当社の強みである技術力や柔軟な開発力を生かせる収益性の高い事業領域へ経営資源をシフトさせる事業構造の転換を企図
- 基本戦略として「売上偏重でなく高収益事業への転換による利益の最大化」を掲げ、具体的な事業戦略として①事業ポートフォリオの再設計等を通じた収益構造の再構築、②変動費・固定費の最適化、③成長事業と位置付けるFPSC事業及びD2C事業の推進に取り組む

2 資本戦略：資本コストや株価を意識した資本政策の実行

- 資本コスト水準を上回るROEの達成とPBR1倍以上の実現を明確な目標として掲げ、これまでの配当方針を抜本的に見直すことで、株主の還元強化を打ち出す
- 株主還元方針に関しては、配当性向及びDOE（株主資本配当率）を基準とした安定的な累進配当を行うことを基本方針としつつ、機動的に自己株式の取得を組み合わせることで、中期経営計画の対象期間全体において総還元性向75%～100%程度となる積極的な資本政策を実行していく考え

経営計画数値

売上高	117億円（2031年2月期）	ROE	13%以上（2031年2月期）
営業利益	14億円（2031年2月期）	総還元性向	75%～100%
営業利益率	12%（2031年2月期）	PBR	1倍以上

1. 当社の中期経営計画の詳細に関しては、本日2026年8月31日に公表した「新 中期経営計画 2026-2030の策定に関するお知らせ」をご参照ください



TWINBIRD