

アッヴィ (MDY:A3、S&P:A-) の事業概要と 同社のクレジット投資評価

チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

上田 祐介

[本レポートのサマリー]

1. 本レポートの目的

p. 1

本レポートでは、AbbVie. Corp (以下、アッヴィ) の、FY2023 Q4 までの四半期決算を元に、アッヴィの経営状況や主要商品市場の現状を確認し、同社に対するクレジット評価を行う。

2. アッヴィの事業概要

p. 2

- アッヴィは、免疫疾患、神経科学、がん腫瘍、美容系、アイケアなどの疾患領域に強みがある医薬品メーカー。主要製薬会社中で売上高 4 位 (FY2023)。
- 総売上のおよそ半分を免疫系医薬品、30%強を神経科学系、がん腫瘍、美容系医薬品が占めている。
- 特許切れや薬価交渉制度の導入により減収の可能性がある。
- 免疫疾患、がん腫瘍領域におけるプレゼンスは下がり、中核神経領域におけるプレゼンスは高まる予想。M&A による新規パイプライン及び、新規疾患領域の拡大も期待できる。

3. アッヴィの業績状況

p.12

- アッヴィの FY2023 Q3-Q4 決算: 売上高、営業利益は共に FY2023Q3 から増収となったものの、対前年比では減収、減益。
- 免疫疾患領域の売上高に占める商品構成が大きく変化している。
- 通年売上高の対前年比変化率を比較すると神経科学では 20%ほどの増収、免疫疾患、がん腫瘍、アイケアなどではそれぞれ 10%の減収。
- 地域別売上高をみると米国が 8 割ほどの売上構成比を占めており、米国特有の制度である薬価交渉制度は、同業他社よりアッヴィに影響を与えやすい。

4. アッヴィの財務状況

p.15

- 自己資本比率は前年度同期比で 5%ほど減少し 7.7%に低下。
- ネット有利子負債は前年度同期比で 5%ほど減少。ただし M&A 対応で 2024 年 2 月に実施した巨額起債の影響で FY2024 Q1 以降が再度増大の見込み。
- 有利子負債返済の余力指標である「ネット有利子負債/EBTDA 倍率」も過去 3 年間に改善傾向。こちらも起債影響で一時的に悪化の可能性。

5. アッヴィの信用格付、及び社債の投資評価

p.18

- アッヴィの信用格付は、Moody's から A3 格、S&P からは A- 格と高い信用能力を評価し、両格付機関共に発行体格付けの見通しを「安定的」としている。
- 2023 年中頃までに警戒されていた経営課題は、新薬の売上成長、2 件の大型 M&A 成功、2024 年 2 月の大型起債の成功によりおおむね解消。
- 同社社債スプレッドのタイト化はリスク要因の改善を織り込んだ適正評価。
- 同社は、同業他社より米国の政治的リスクの影響を受けやすい。この点から、20 年超の社債よりも 10 年近辺の社債を推奨。

5バリューアセット アナリスト・レポート

アッヴィ (MDY:A3、S&P:A-) の事業概要と同社のクレジット投資評価

5バリューアセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

1. 本レポートの目的

本レポートでは、AbbVie. Corp (以下、アッヴィ)の、FY2023 Q4までの四半期決算を元に、アッヴィの経営状況や主要商品市場の現状を確認し、同社に対するクレジット評価を行う。なお、本レポートでは、2024年2月20日公表の2023年度年次報告書までの決算を参照している。

なお、本レポートでは同社の事業年度を下記の基準で表記している点にご注意されたい。

2022年度(FY2022)は2022年1月1日から2022年12月末まで、2023年度(FY2023)は2023年1月1日から2023年12月末までとして表記する。

四半期の決算表記については、FQ1が1~3月、FQ2が4~6月、FQ3が7~9月、そしてFQ4が10~12月として記載される。

2. アッヴィの事業概要

アッヴィの事業概要

[ポイント]

- アッヴィは、免疫疾患、神経科学、がん腫瘍、美容系、アイケアなどの疾患領域に強みがある医薬品メーカー。
- 総売上のおよそ半分を免疫系医薬品、30%強を神経科学系、がん腫瘍、美容系医薬品が占めている。
- 売上高の柱となっていた処方薬の特許消失により、FY2022Q4 から FY2023Q1 にかけて減収。その後、FY2023Q2 より反転して増収に。

アッヴィ (AbbVie Inc.) は世界的医薬品メーカー。免疫疾患、神経科学、がん腫瘍、美容系、アイケアなどの疾患領域に強みがある。多発性硬化症、パーキンソン病、アルツハイマー病などの治療薬も製造している。主要領域に関する詳細は次表に示している。

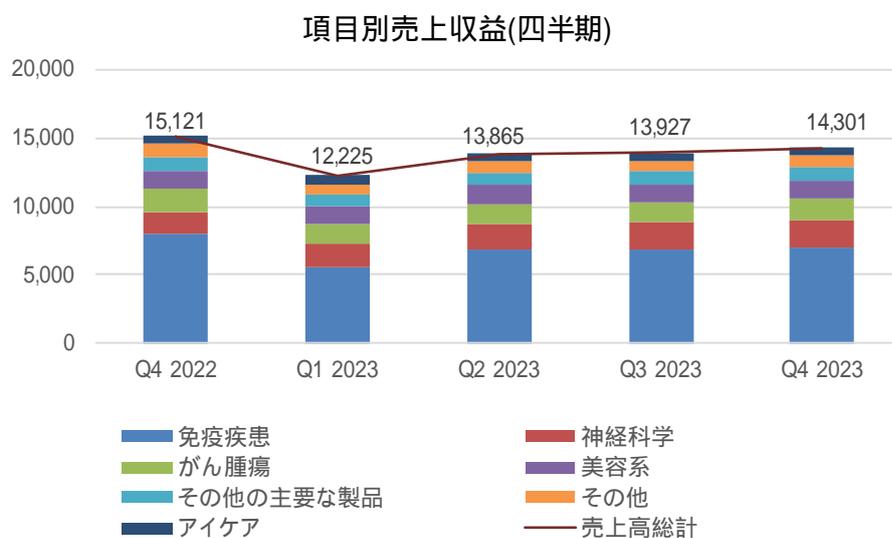
項目、適応症	主要製品	FY2023 売上高 (百万米ドル)	構成比 (%)
免疫疾患 (Immunology)	Humira, Skyrizi, Rinvoq	26,136	48.1%
神経科学 (Neuroscience)	Botox Therapeutic, Vraylar, Ubrelyvy	7,717	14.2%
がん腫瘍 (Oncology)	Imbruvica, Venclexta, Epkinly	5,915	10.9%
美容系 (Aesthetics)	Botox Cosmetic, Juvederm Collection	5,294	9.7%
アイケア (Eye Care)	Ozurdex, Lumigan/Ganfort, Restasis	2,415	4.4%
その他	Mavyret, Creon, Linzess/Constella	6,841	12.6%
合計		54,318	100.0%

出所：アッヴィ開示資料より5バリューアセットで作成

以下の図表 1 にはアッヴィの項目別の四半期売上高の推移、そして図表 2 では項目別の年間売上高の構成と推移を示した。同図表に示された通り、アッヴィの事業構造は下記の特徴と傾向を示している。

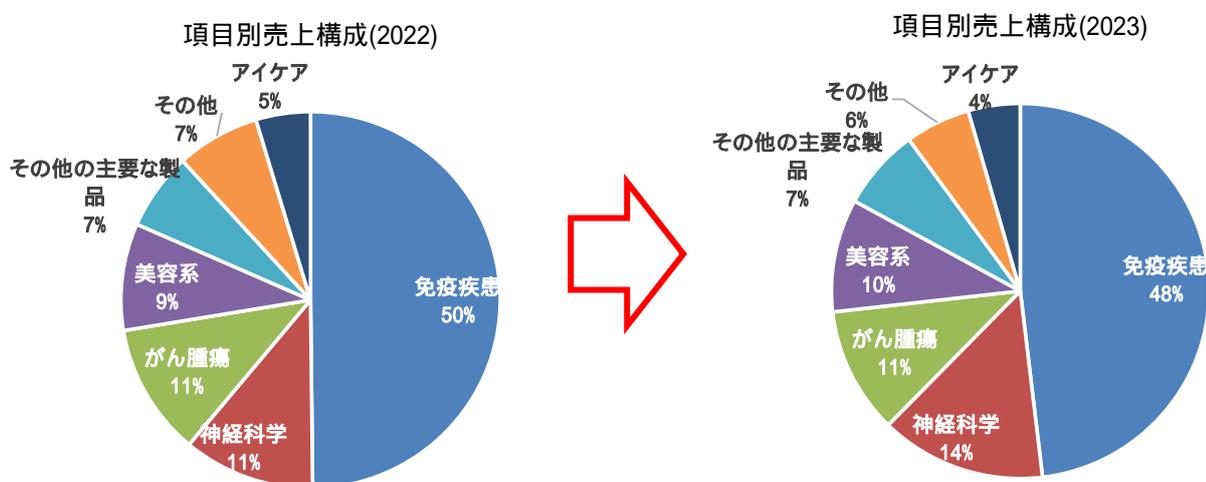
- FY2022Q4 から FY2023Q1 にかけて減収。その後、FY2023Q2 より反転して増収に。
- アッヴィの売上高のうち免疫系 (Immunology) 医薬品が半分を、その他がん腫瘍 (Oncology)、美容系 (Aesthetics)、神経科学系 (Neuroscience) 医薬品がそれぞれ各 1 割前後を占めている。
- 免疫系 (Immunology) 医薬品に関しては、アッヴィの最大の収益源であった関節炎治療薬 Humira の特許が 2023 年初頭に切れたため FY2023Q1 は減収。さらに売上高 9% を占める Rinvoq は 2024 年 8 月に特許切れを迎え今後の収益への影響は避けられない。
- 神経科学 (Neuroscience) は一般に中核神経治療薬市場 (CNS) に分類される。Vraylar は増収傾向にあり、同市場のおよそ 10% を占めるまでに成長している。
- がん腫瘍 (Oncology) 医薬品に関して、FY2023 は前年比較で横ばい。ただし、Imbruvica は 2023 年 8 月に公表された薬価交渉制度の適応薬になっており、今後アッヴィの同じ市場内でのプレゼンスは縮小すると予想される。
- 美容系 (Aesthetics)、アイケアに関しては、安定的な売上高を保っている。

図表1 アッヴィの四半期売上高 (単位:百万米ドル)



出所: アッヴィ開示資料より5バリューアセットで作成

図表2 アッヴィの項目別年間売上高の構成とその推移



出所: アッヴィ開示資料より5バリューアセットで作成

製薬業界とアッヴィの状況

[ポイント]

- FY2023における売上高は主要製薬会社中4位、売上の約半分を免疫領域が占める。
- 特許権が切れると自社開発製品を模倣した競合品が市場に台頭し、売上の減収要因となる。同社の総売上高(FY2023)の計34%を占めているブロックバスターの特許がFY2024末に切れる予定。
- 同社は2023Q4に大型M&Aを二件発表した。がん腫瘍と神経科学領域での有望パイプラインの取得の狙いがある。
- 同社が得意とする大衆薬において、薬価交渉制度の導入により、特定薬の単価が強制的に引き下げられ、各製薬会社の利益回収機会を抑制させる懸念がある。

製薬業界には、他業界では見られないような構造上の問題点や環境上の問題点が見られ、そうした業界の特性を踏まえて各企業の投資評価を行う必要がある。そのため、着目点の整理と理解が重要となる。例えば、製薬業界のビジネスモデルの理解には、下記の各項目等に関する各社と業界内での事業構造を追うことが必要となる。

- (i). 製薬市場における差別化要因と同社の競争状況
- (ii). 同社製品の売上高と特許期限
- (iii). 創薬コスト(研究開発費)の高騰とプレゼンス維持に向けたM&A戦略
- (iv). インフレ抑制法(IRA)成立の影響可能性

なお、これらの評価ポイントに関する全体的な説明を、別のレポート¹で概観している。これらも合わせてご参照いただきたい。

(i) 製薬市場における差別化要因と同社の競争状況

FY2023における医薬品売上高上位のグローバルな主要製薬会社を図表3で比較した。FY2023に最も高い売上高となったのは、世界で最も売れている処方薬Keytrudaを25(10億米ドル)売り上げたメルク(米)となった。また、製薬業界の主要企業上位13社のうち9社が米国企業であり、アッヴィ(米)は4位であった。ただし、製薬業界の事業は、それぞれの疾患領域毎に細分化され、専門領域内での競争が行われている。このため、単に売上高だけで競争力の多寡や特許権を含む商品の優位性などを評価することはできない。

こうした点を明らかにするため、主要企業各社がそれぞれの疾患領域においてより高い売上高占有率を占めているかを図表4にまとめた。同図が示す通り、各企業が注力している市場セグメント(疾患領域)が異なることが分かる。アッヴィに着目すると、疾患領域別にみた主要事業は免疫疾患、眼科(アイケア)、中核神経疾患(神経科学)となっており、特に免疫疾患薬は企業の総売上高の20%以上を占めている。アッヴィは、主要製薬会社中の売上高シェアでは4番目の規模だが、同社の売上高の約48.1%を占める免疫疾患領域ではトップシェアを有しており、一定の競争力を伴った差別化に成功していることが確認できる。一方で、主要疾患領域自体は1つに絞っているものの、企業全体の総売上高に対しては小さい占

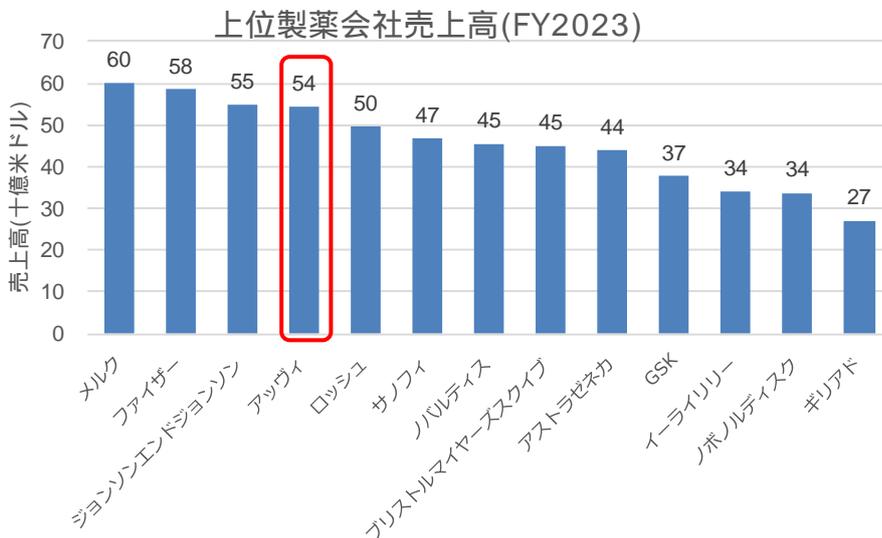
アッヴィはFY2023における医薬品売上高で4位となった。同社売上のおよそ半分を免疫疾患領域が占める

¹ “グローバル製薬業界の特性と評価のポイント”、2024年3月21日、5バリュアセット、上田 祐介

“製薬会社別・疾患領域別に捉える製薬市場の動向”、2024年4月2日、5バリュアセット、上田 祐介

有率となる分野(眼科、中核神経疾患、消化器疾患)に関しても、各分野における同業他社対比の市場占有率が高い領域を複数保有している(図表4の青線部)。こうした観点から、これらの企業の経営リスクが分散化されている、とみなせる。

図表3 FY2023 上位製薬会社別売上高



出所: 各社開示情報より、5バリューアセットで作成

注: 一部企業について薬品販売の売上高のみを比較しており、総売上高と一致しない

図表4 主要企業疾患領域別売上高割合一覧 (単位: 百万米ドル)

疾患領域	企業										
	メルク	ファイザー	ジョンソンエンドジョンソン	アッヴィ	ロシュ	BMS	サノフィ	ノボノルディスク	イーライリリー	キリアド	その他企業
がん腫瘍	27,590 (45.9%)	11,627 (20.3%)	17,661 (32.2%)	5,915 (10.9%)	21,208 (42.8%)	16,457 (36.6%)	1,092 (2.7%)	-	6,658 (19.5%)	2,932 (11%)	-
免疫疾患	897 (14.9%)	4,236 (7.4%)	18,052 (32.9%)	26,136 (48.1%)	6,935 (14%)	13,743 (30.5%)	11,146 (27.9%)	-	3,796 (11.1%)	-	-
糖尿病	3,366 (5.6%)	-	-	-	-	-	2,985 (6.9%)	31,219 (92.6%)	19,667 (57.6%)	-	-
ワクチン	12,331 (20.5%)	19,437 (34%)	1,117 (2%)	-	-	-	5,875 (13.6%)	-	-	-	-
疾患領域	622 (1%)	10,068 (17.6%)	5,920 (10.8%)	-	4,607 (9.3%)	12,437 (27.6%)	6,926 (17.3%)	-	-	142 (5.2%)	-
感染症	1,911 (3.2%)	1,279 (2.2%)	4,418 (8%)	-	1,173 (2.4%)	-	-	-	-	18,175 (67%)	-
呼吸器疾患	-	-	-	-	2,423 (5.4%)	-	-	-	-	-	パーテックス 8,945
眼科	-	-	-	3,035 (5.6%)	3,183 (6.4%)	-	-	-	-	-	リジェネロン 5,720
希少疾患	-	1,309 (2.2%)	-	-	-	-	2,291 (5.7%)	2,491 (7.4%)	-	-	アストラゼネカ 6,110
中核神経疾患	231 (3.8%)	-	-	1,223 (2.3%)	1,580 (3.5%)	110 (2.4%)	918 (2.3%)	-	714 (2.1%)	-	バイオジェン 2,754
消化器疾患	-	-	-	1,108 (2%)	-	-	-	-	-	-	-
総売上高	60,115 (100%)	58,495 (100%)	54,759 (100%)	54,318 (100%)	49,569 (100%)	45,006 (100%)	46,343 (100%)	33,710 (100%)	34,124 (100%)	27,116 (100%)	-

出所: 各社開示データと Bloomberg データより、5バリューアセットで作成

(ii) 同社製品の売上高と特許期限

同社の総売上高 (FY2023) の計 34% を占めているブロックバスターの特許が FY2024 末に切れる予定

一般に、製薬業界では特許権切れに起因する事業への影響を評価することが重要となる。独占的な製品の特許権が切れると自社開発製品を模倣した競合品(バイオシミュラー・ジェネリック医薬品)が市場シェアを広げ、販売単価の下落やシェアの喪失などが生じうるためだ。以下の図表 5 には、アッヴィの製品別売上高と占有率、及び主要製品の特許切れ予定年を示した。最大のブロックバスターであった Humira の特許は FY2023 初頭に切れており、今後、2024 年の終わりまでに Rinvoq も特許切れを迎える予定である。同社の総売上高 (FY2023) の計 34% を占めている 2 つのブロックバスターの特許切れの影響は大きい。一方、売上高占有率 2 位となっている Skyrizi は FY2022 Q1 から売上高を伸張させており、今後の売上高を支える最大ブロックバスターとなるとみられている。

図表 5 製品別売上高と占有率(アッヴィ) (単位:百万米ドル)

薬品名	英語名	適応症	特許切れ 予定年	Q1 2023		Q2 2023		Q3 2023		Q4 2023		FY 2022		FY 2023	
				売上高	占有率										
ヒュミラ	Humira	免疫系疾患	2023	5,334	36%	4,012	27%	3,547	25%	3,304	23%	21,237	37%	14,404	27%
スキリージ	Skyrizi	免疫系疾患	2033	895	6%	1,883	12%	2,126	15%	2,394	17%	5,165	9%	7,763	14%
リンヴォック	Rinvoq	免疫系疾患	2024	517	3%	918	6%	1,110	8%	1,255	9%	2,522	4%	3,969	7%
イムブルピカ	Imbruvica	がん腫瘍	2027	1,385	9%	907	6%	908	7%	903	6%	4,568	8%	3,596	7%
その他			-	5,760	39%	6,145	41%	6,236	45%	6,445	45%	24,562	42%	24,586	45%
売上高・収益			-	14,886	100%	15,121	100%	13,927	100%	14,301	100%	58,054	100%	54,318	100%

出所: Bloomberg, FDA データより 5 バリュースセットで作成

(iii) 創薬コスト(研究開発費)の高騰と、製薬事業の安定維持に向けた M&A 戦略

製薬業界では、経営戦略に合わせた M&A が活発化

目的は主に研究開発費の高騰と長期化に対応した創薬パイプラインの確保

製薬業界では経営戦略に合わせた M&A を通じて、経営リスクを軽減させる動きが活発化している。主な要因は二点ある。一つ目は薬品の研究開発費の高騰である。1995 年から 2007 年に臨床試験が行われた 106 の薬品の開発コストは、1 薬品あたり 2.55(10 億米ドル)であり、1983 年から 1994 年の値と比較すると 2.5 倍の増加であった。これは各企業の経営リスクが増大する傾向があることを意味しており、リスク回避が模索されている。二つ目は製薬会社がプレゼンスを維持するためには複数の医薬品パイプラインを保有しつつ、新規の創薬パイプラインを継続していくことが持続的な経営のために必要となるためである。創薬パイプラインを維持する手段には、主に自社開発を行う方法と新技術を発見したバイオベンチャーなどの買収(M&A)の二つがあり、企業戦略に応じて選択可能である。こうした背景からリスクを低減しつつ、事業を安定的に継続する目的で M&A が頻繁に行われている。

以下ではアッヴィのパイプラインの詳細と M&A 事例についてまとめる。

一般に製薬業界では創薬にかかる過程(治験～承認)はフェーズ 1～3 の三段階に分類されている。図表 6 は主要企業各社がパイプラインをフェーズごとにどれだけ保有しているかを示している。

図表6 創薬フェーズごとの保有薬品数 (2023/12 末時点)

	フェーズ	フェーズ	フェーズ	申請	計
メルク	33	45	12	-	90
ファイザー	41	34	31	6	112
ジョンソンエンドジョンソン	20	20	39	11	90
アッヴィ	24	26	20	5	75
ロッシュ	59	31	49	13	152
BMS	30	25	34	-	89
サノフィ	21	32	28	2	83
ノボノルディスク	17	9	13	2	41
イーライリリー	21	25	23	1	70
ギリアド	14	26	13	2	55
アストラゼネカ	15	11	25	-	51
GSK	29	39	23	3	94

出所: 各社開示情報をもとに、5バリュアセットで作成

アッヴィの総保有件数は他企業と比較して多くはないものの、各フェーズに対して均等に保有しており、経営リスク軽減に向けて創薬パイプラインを途切らせないための対策がとられていることがわかる。

同社は 2023Q4 に大型 M&A を二件発表

がん腫瘍と神経科学領域での有望パイプラインの取得が狙い

図表7には2022年12月～2024年2月までに行われた主要製薬企業におけるM&A案件を示した。アッヴィが行ったM&A案件は免疫ジェンとセレベルの買収の2件であった。一件目の免疫ジェン買収の狙いはがん腫瘍領域におけるシェアの拡大にある。この買収により、卵巣がんを適応症として唯一承認されたELAHEREのほか、固形がん領域における有望パイプラインの取得が可能となった。1株あたり31.26米ドルで買収が行われ、FY2024半ばに買収が完了する予定である。二件目のセレベル買収は精神疾患や神経疾患に関してアンメットニーズ(満たされていない需要)が残る分野への対応を急ぐ狙いがある。セレベルの最新開発薬品である emraclidine はG7で500万人以上の患者がいるとされている統合失調症に対する有効性と安全性が示されており、アルツハイマー病治療にも可能性が示されるなど注目が集まっている。1株あたり45米ドルで買収が行われ、FY2024半ばに買収が完了する予定である。

図表7 主要製薬企業における過去一年程度のM&A案件

発表 時期	買収元		買収先		買収額 (十億米ドル)
	企業名	主要疾患領域	企業名	主要疾患領域	
2022/12	アムジェン	免疫疾患	ホライゾン	希少疾患	27.8
2023/1	アストラゼネカ	がん腫瘍・希少疾患	シンコール	循環器疾患・腎臓病	1.3
2023/3	ファイザー	ワクチン・心臓病	シージェン	がん腫瘍	43
2023/4	メルク	がん腫瘍	プロメテウス	自己免疫疾患	10.8
2023/6			ダイス	自己免疫疾患	2.4
2023/6	イーライリリー	糖尿病・がん腫瘍	シギロン	糖尿病	3.46
2023/7			バーサニス	心血管・代謝疾患	1.93
2023/7	バイオジェン	中核神経系	リアタ	神経疾患・希少疾患	7.3
2023/11			イミュノジェン	がん腫瘍	10.1
2023/12	アッヴィ	免疫疾患・がん腫瘍	セレベル	パーキンソン病と統合失調症治療薬	8.7
2024/1	J&J	がん腫瘍・免疫疾患	アンプレックス	がん腫瘍	2
2024/2	ギリアド	感染症	シーマベイ	肝疾患	4.3

出所: 各社の発表より、5バリュアセットで作成

(iv) インフレ抑制法(IRA)成立の影響可能性

薬価交渉制度:
インフレ抑制法により、一部の薬品に対して公定薬価を定める。製薬会社の成長性と安定性に悪影響を与える可能性

米国で独占的な大衆医薬品には影響が大きい可能性

- 類似薬が多い
- 米国以外の販売が多い
- 希少疾患薬などの薬品では悪影響は限定

2022年8月にインフレ抑制法(IRA)の成立により、製薬業界の最大市場である米国において、高額医薬品の利益を抑え、価格上昇を抑止することを目的とした薬価交渉制度が導入された。薬価交渉制度では、ジェネリック医薬品やバイオシミラーのない新薬のうち、米国政府出資の高齢者向け医療保険「メディケア」の支出額の大きい大衆薬から選定し、保健福祉省が製薬会社と薬局・薬剤給付管理会社と直接交渉して公定薬価を設けることになる。ただし、制度の対象外となる項目も設定されている。

同制度の導入により、米国での大衆医薬品の売上高が大きい企業では薬価の引き下げに起因した潜在経営リスクが顕在化しやすい。一方、米国以外での売上高が大きかったり、希少疾病用医薬品の売上高が大きい企業では、同種のリスクは抑制されやすい。

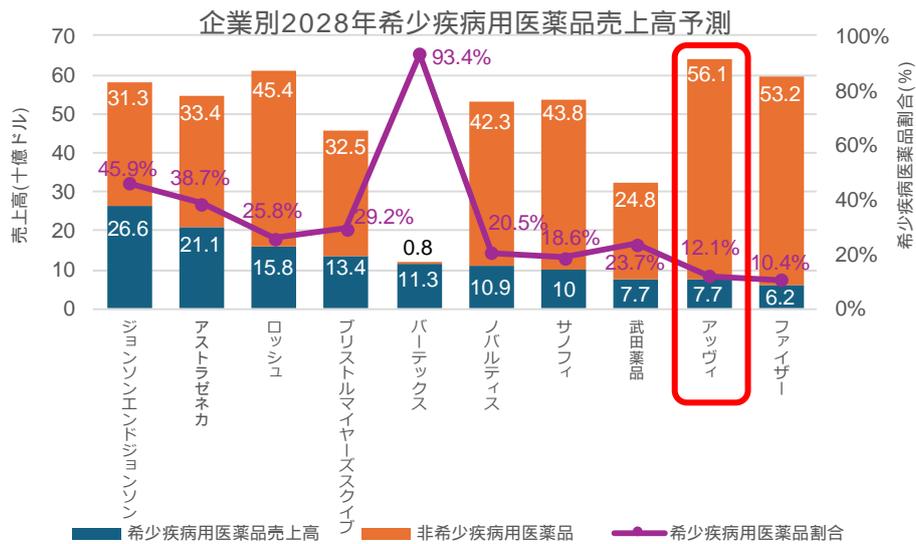
図表8は2023年8月に公表された薬価交渉制度適応薬となる10品目である。アッヴィの製品ではがん腫瘍領域のImbruvicaが指定されており、2026年初頭より新制度の適応がなされることになり、今後の売上高に影響を及ぼすとみられる。また、アッヴィでは今後2028年にかけて希少疾患用の医薬品の売上高構成比が低くなる予想がなされている(図表9)。このように、アッヴィは大衆向けブロックバスターを多く抱えている構造のため、新制度に起因した経営リスクが他社よりも相対的に高いと言える。

図表8 2023年8月公表の薬価交渉制度適応薬となる10品目一覧

交渉対象薬	疾患領域	薬品種類	企業名	メディケア支払額 (2021)(十億米ドル)
Eliquis	心臓病	分子薬品	ブリistolマイヤーズスクイブ・ファイザー	12.6
Jardiance	糖尿病	分子薬品	ベーリンガーインゲルハイム・イーライリリー	3.7
Xarelto	心臓病	分子薬品	ジョンソンエンドジョンソン	5.2
Januvia	糖尿病	分子薬品	メルク	4.1
Farxiga	糖尿病・心不全・腎臓病	分子薬品	アストラゼネカ	1.4
Entresto	心臓病	分子薬品	ノバルティス	1.7
Enbrel	免疫疾患	バイオ薬品	アムジェン	0.59
Imbruvica	がん腫瘍	分子薬品	アッヴィ	3.2
Stelara	免疫疾患	バイオ薬品	ジョンソンエンドジョンソン	1.6
Novolog	インスリン製剤	バイオ薬品	ノボノルディスク	0.54

出所: EvaluatePharma "World Preview 2023: Pharma's Age of Uncertainty | Evaluate" より、5バリュアセットで作成

図表9 企業別2028年希少疾患用医薬品売上高予測



出所: Evaluate Pharma データより5バリュアセットで作成, WORLD PREVIEW 2022 Outlook to 2028: Patents and Pricing (evaluate.com)

アッヴィの主要疾患領域別の事業状況

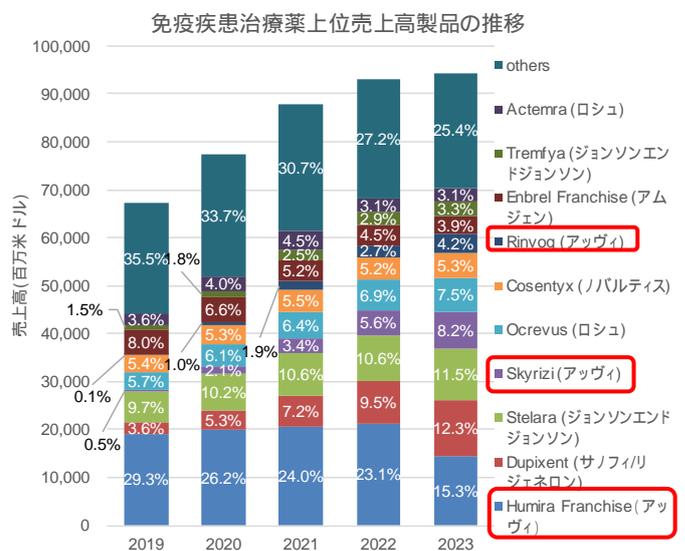
[ポイント]

- 疾病領域別にアッヴィの位置づけを確認。
- 免疫疾患、がん腫瘍領域におけるプレゼンスは下がる予想。
- 中核神経領域におけるプレゼンスは高まる予想。
- M&Aによる新規パイプライン、及び新規疾患領域の拡大も期待できる。

1.免疫疾患(Immunology)

アッヴィは免疫疾患領域において最も高い占有率を維持している。主に Humira、Skyrizi、Rinvoq を販売しており、同社は 2023 年の市場総売上上の 27.7% を占めた。2023 年 Humira(アッヴィ)は 2023 年 Q1 に特許権が切れ大幅な減収となった。さらに Rinvoq(アッヴィ)の特許権が 2024 年内に切れる問題が重なり、免疫疾患薬市場内でのプレゼンスが下がる予想。

図表 10 免疫疾患上位売上高製品の推移

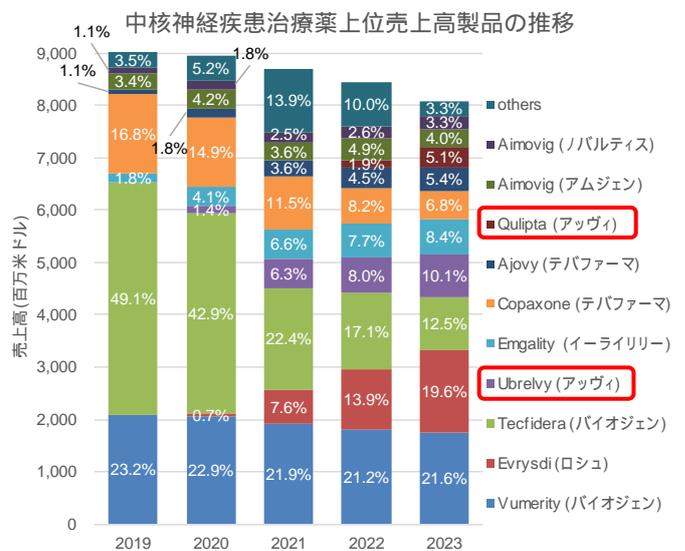


出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成

2.中核神経(神経科学)

アッヴィの神経科学領域が該当とする。FY2021 ~ FY2023 にかけて同社製品である Ubrelyv と Qulipta はそれぞれ占有率が 12%、1.8% 上昇した。これまで最も高い占有率であった Vumerity(バイオジェン)と Tecfidera(バイオジェン)の減収が続く中での増収により、今後同疾患領域内での同社のプレゼンスが高まると予想される。さらに、2023 年 12 月に発表されたセレベル買収により中核神経薬市場におけるプレゼンスはさらに拡大しやすい。

図表 11 中核神経上位売上高製品の推移



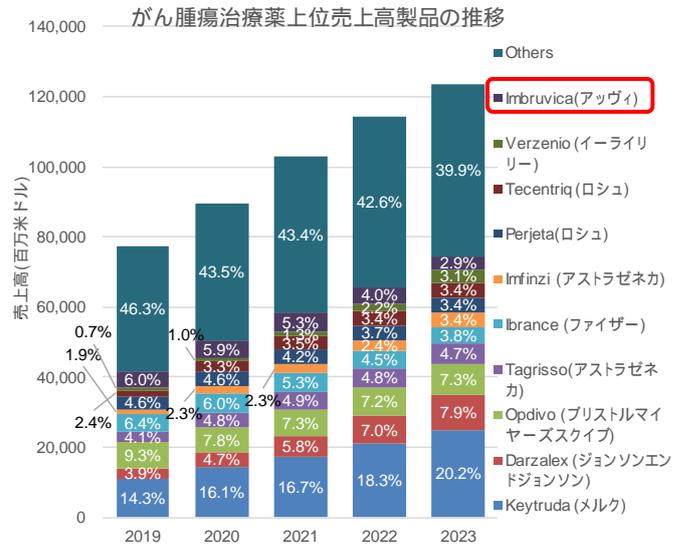
出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成

3.がん腫瘍(Oncology)

アッヴィのがん腫瘍領域における主要製品は Imbruvica である。しかし、FY2020～FY2023 にかけて占有率は 5.9%から 2.9%に変化し、半分ほどまでに落ち込んでいる。今後は 2023 年 8 月に公表された米国の薬価交渉制度の適応薬となったため、今後アッヴィの同疾患領域内でのプレゼンスは縮小すると予想される。

一方で、2023 年 11 月に発表された免疫ジェン買収により、がん腫瘍に関する創薬パイプラインを確保したことから、同疾患領域内でのプレゼンスが大きく拡大する可能性もある。

図表 12 がん腫瘍上位売上高製品の推移



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

3. アッヴィの業績状況

[ポイント]

- アッヴィの FY2023 Q3-Q4 決算: 売上高、営業利益は共に FY2023Q3 から増収増益となったものの、対前年比では減収減益となった。Humira による特許切れがマイナス、Syrizi、Rinvoq の売上増加がプラスに寄与。
- 免疫疾患領域の売上高に占める商品構成は大きく変化。
- 通期売上高の対前年比変化率を比較すると、神経科学では Vralar の補助療法承認などにより約 20% の増収。免疫疾患/がん腫瘍/アイケアなどではそれぞれ 10% の減収。
- 売上高を地域別で見ると、米国が約 8 割の売上構成比を占めており、製薬業界の米国依存度を 25 ポイントほど上回っている。
- 米国の売上高が大きいアッヴィでは、薬価交渉制度が影響しやすい。

P/L と事業セグメント別の傾向と対策

ここでは、直近までの損益計算書に基づき、アッヴィの収益力について確認する。前述の通り、同社のビジネスにおける収益の柱は主に免疫疾患、神経科学、がん腫瘍、美容系である。同社ビジネスの損益状況について、これら項目と照らし合わせて確認していく。

アッヴィの FY2023Q4 における全社ベースの売上高は直前期より+374(百万米ドル)伸長して 14,301(百万米ドル)となった。この結果、営業損益は直前期より+914(百万米ドル)伸長して 3,195(百万米ドル)の黒字となった。売上高の増加は、主に免疫疾患項目によるものであった。ただし、2023 年初頭に特許が切れた影響により競合品が台頭し、Humira は年間を通して大幅な収益減となった。Skyrizi、Rinvoq の売上が順調に伸張しており、免疫疾患項目全体として伸張した形だが、前年同期と比較すると売上高と営業損益は共に減少となっていた。このようなことから、Skyrizi、Rinvoq の収益増は Humira の特許切れによる収益減を完全に埋め切れていないことがわかる。この他、神経科学の増収は主に Vraylar、Ubrelyv の市場シェア拡大と市場成長によるものである。Vraylar が成人用うつ病障害の補助療法として承認されたことが好材料となった。

セグメント別に通年売上高の対前年比変化率を比較すると神経科学では+20%程度の増収であったのに対し、免疫疾患、がん腫瘍、アイケアなどではそれぞれ 10%程度の減収となっていた他、その他の項目では 26.6%の減収であった。全体としては 6.4%の減収となった。

四半期決算では、売上高、営業損益は直前四半期対比で増収増益
年次決算では前年比では減収減益

売上変動要因;
Humira による特許切れがマイナス、新製品の Syrizi、Rinvoq がプラスに寄与

Vraylar の補助療法承認などにより、神経科学領域の売上高は前年比で+20%ほどに

図表 13 アッヴィの売上高推移・損益計算書（単位：百万米ドル）

[事業セグメント別売上高推移]

項目別	四半期売上高					通年売上高				変化率
	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	FY 2022		FY 2023		
	売上高					売上高	構成比	売上高	構成比	
免疫疾患(Immunology)	7,925	5,587	6,813	6,783	6,953	28,924	49.8%	26,136	48.1%	-9.6%
神経科学(Neuroscience)	1,710	1,695	1,885	2,043	2,094	6,528	11.2%	7,717	14.2%	18.2%
がん腫瘍(Oncology)	1,631	1,416	1,478	1,512	1,509	6,577	11.3%	5,915	10.9%	-10.1%
美容系(Aesthetics)	1,287	1,300	1,384	1,239	1,371	5,333	9.2%	5,294	9.7%	-0.7%
その他の主要な製品	986	928	947	963	968	3,854	6.6%	3,806	7.0%	-1.2%
その他	992	691	741	782	821	4,137	7.1%	3,035	5.6%	-26.6%
アイケア(Eye Care)	590	608	617	605	585	2,701	4.7%	2,415	4.4%	-10.6%
売上高総計	15,121	12,225	13,865	13,927	14,301	58,054	1.0	54,318	1.0	-6.4%

[損益計算書]

損益計算書	FQ4 2022	FQ1 2023	FQ2 2023	FQ3 2023	FQ4 2023	前年	FY 2022	FY 2023	年次
	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	同期比	2022/12/31	2023/12/31	変化率
売上高・営業収益	15,121	12,225	13,865	13,927	14,301	-5.4%	58,054	54,318	-6%
売上原価	4,170	3,986	4,240	6,485	5,704	36.8%	17,414	20,415	17%
売上総利益	10,951	8,239	9,625	7,442	8,597	-21.5%	40,640	33,903	-17%
販売費及び一般管理費	3,417	3,039	3,268	3,372	3,193	-6.6%	15,260	12,872	-16%
+ 研究開発(R&D)	1,790	2,292	1,733	1,723	1,927	7.7%	6,510	7,675	18%
営業費用	5,449	5,471	5,112	5,161	5,402	-0.9%	22,523	21,146	-6%
営業損益	5,502	2,768	4,513	2,281	3,195	-41.9%	18,117	12,757	-30%
税引前損益(GAAP)	2,965	475	2,610	1,953	1,212	-59.1%	13,477	6,250	-54%
法人税損益	493	234	583	172	388	-21.3%	1,632	1,377	-16%
純利益(GAAP)	2,473	239	2,024	1,778	822	-66.8%	11,836	4,863	-59%
EBITDA	7,659	4,895	6,773	4,516	5,271	-31.2%	26,785	21,644	-19%

[売上高・営業利益の推移]

アッヴィの四半期売上高/営業利益の推移

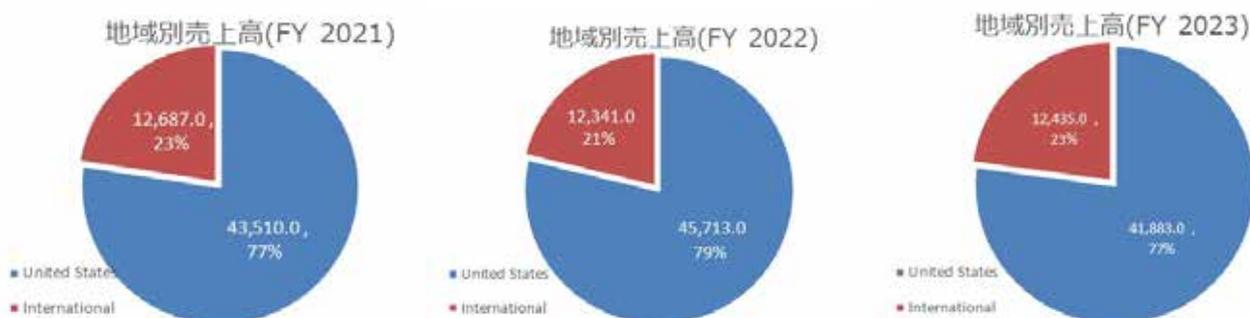


出所: アッヴィ開示資料より5バリュースセットで作成

アッヴィの地域セグメント別売上高の傾向

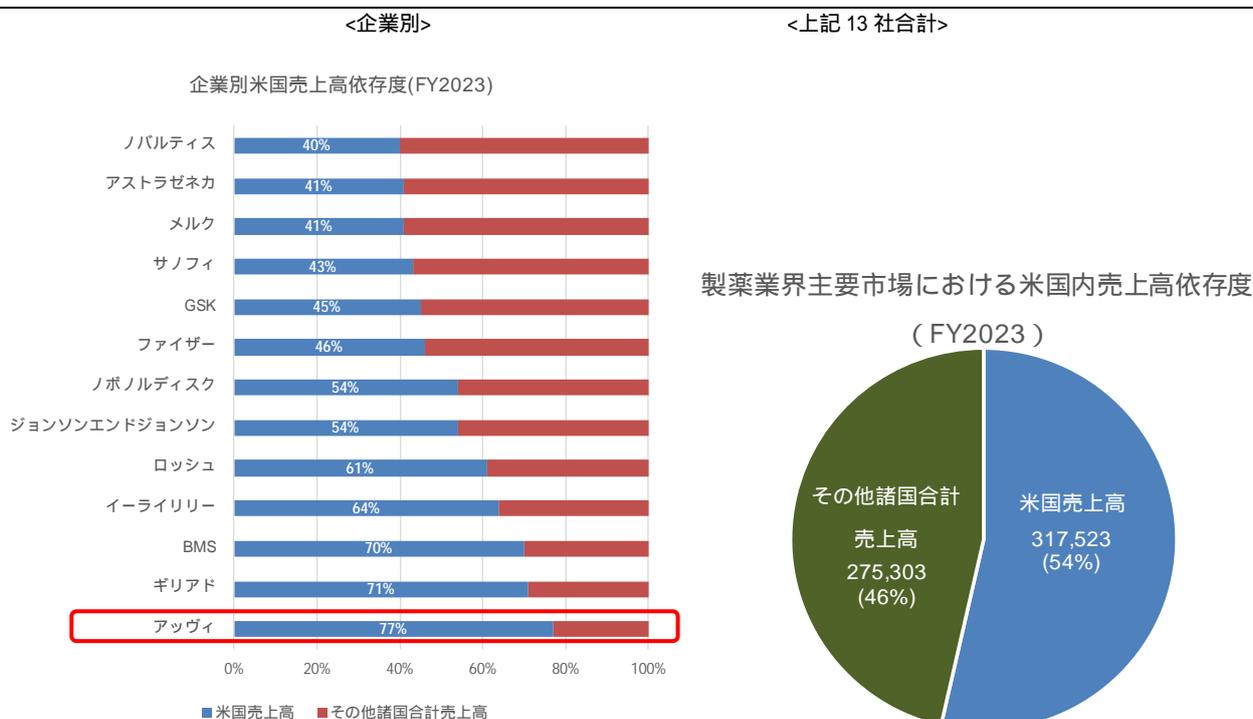
次に、アッヴィの地域別売上について確認する。図表 14 より、アッヴィの米国における売上高構成比は 8 割弱を占めており、直近 3 年間に構成比の大きな変化は見られなかった。図表 15 には FY2023 売上高における米国内売上高依存度を示した。主要製薬各社の医薬品売上高は米国に集中（総売上高の平均 54% 程度を依存）しており米国市場への集中は回避しにくい状況にある。その中でアッヴィは平均をさらに+25%程度上回る依存度を示している。前述のとおり、過剰な米国への集中には知的財産権に関する政策スタンスに起因した薬価交渉制度など米国特有の要因が存在する。もし米国に集中せずに地域分散等が図られれば回避可能なリスクであるが、アッヴィは同種のリスクを回避しにくいと言える。

図表 14 アッヴィの地域別売上高 (単位:百万米ドル)



出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成

図表 15 FY2023 売上高における米国内売上高依存度 (単位:百万米ドル)



出所: 各社開示情報をもとに、5バリューアセットで作成

4. アップの財務状況

[ポイント]

- 積極的な株主還元で財務比率は悪化。自己資本比率は前年度同期比で 5 ポイント近く減少し、7.7%まで低下。FY2024 Q1 以降には、FY2023 末に発表した M&A の影響で、さらに自己資本比率の劣化が生じやすい。
- ネット有利子負債は圧縮を継続。前年度同期比で-5%ほど圧縮。資金創出能力の指標である EBITDA はおおそ横ばい。FY2024 Q1 決算では再度有利子負債が増大見込み。
- 有利子負債返済の返済能力の指標である「ネット有利子負債/EBITDA 倍率」は概ね減少傾向を継続。同指標の FY2024 Q1 以降に一時的に悪化の見込み。
- Humira の特許切れによって悪化したキャッシュフローの各指標は回復。フリーCF で再度債務の圧縮を継続しやすい状況。

自己資本比率は 7.7% ~ 12.5%を推移しており近年は低下傾向
利益水準を上回る高水準の配当支払い継続が主要因

ネット有利子負債は前年度同期比で 15%ほど減少。FY2024 Q1 決算では再度有利子負債が増大の見込み

ネット有利子負債 EBITDA 倍率は 2~3 倍の健全な水準で推移。同指標の FY2024 Q1 以降に一時的に悪化の見込み

Humira の特許切れによって悪化したキャッシュフローの各指標は回復
フリーCF で再度債務の圧縮を継続しやすい状況

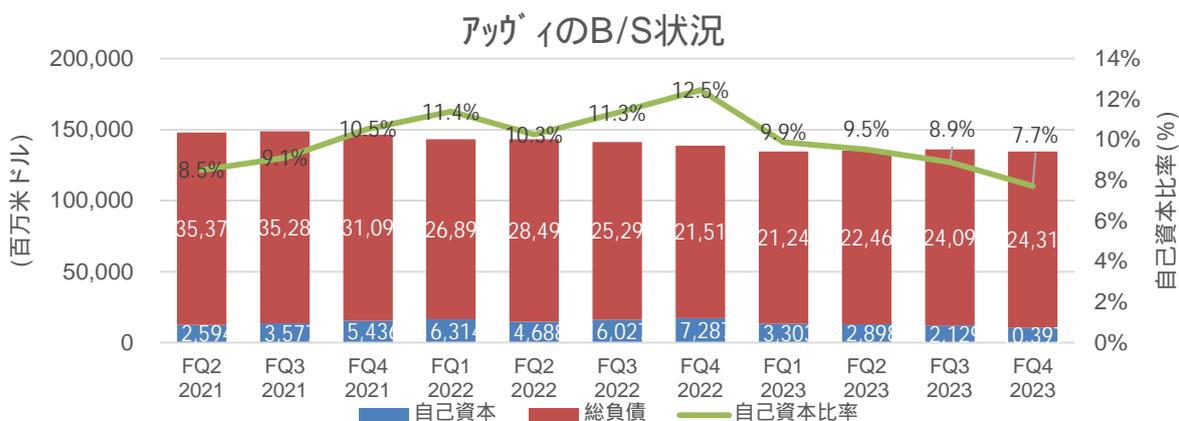
以下の図表 16 にはアップの自己資本比率の推移を、図表 17 には有利子負債と手元流動性の推移を、図表 18 にはネット有利子負債 EBITDA 倍率の推移をそれぞれ示した。また、図表 19 には貸借対照表・キャッシュフロー計算書の主要項目をそれぞれ抜粋した。

同社の自己資本比率は 7.7% ~ 12.5%の範囲で推移していた。FY2022Q4 から FY2023Q4 にかけて減少傾向が続いた結果、この期間に 5%ほど減少しており、ストックベースでみた財務状況は若干の悪化傾向があると言える(図表 16)。利益水準を上回る高水準の配当支払いを継続したことが財務の劣化につながったと見られる。この他、FY2024 Q1 以降には、FY2023 末に発表した M&A の影響で、さらに自己資本比率の劣化が生じやすいだろう。

その一方、ネット有利子負債の水準は FY202Q2 以降減少傾向が継続しており、FY2023Q4 は前年度同期で 15%ほど減少している(図表 17)。ただし、2024 年 2 月には M&A 資金の調達のため多額の起債を実施しており、FY2024 Q1 決算では再度有利子負債が増大することは意識しておく必要がある。一方、EBITDA は FY2022Q4 から FY2023Q1 にかけて大幅に下落があったものの他の時期は安定しており、既存債務の返済能力に大きな低下は見られない(図表 18)。この結果、返済能力の指標である「ネット有利子負債 EBITDA 倍率」は 2~3 倍と健全な水準で徐々に水準を切り下げつつ安定的に推移している。同社の債務返済余力は改善を継続していると言えよう。

この他の財務面での評価ポイントとして、営業キャッシュフローが FY2022Q4 から FY2023Q1 にかけて Humira の特許切れにより大幅に減少したものの、FY2023Q3 には FY2022Q4 の水準にまで回復した点が挙げられる(図表 19)。投資 CF は安定した水準にあるため、フリーキャッシュフローにも同様の改善傾向がみられた。こうした潤沢なフリーキャッシュフローを背景に、同社では有利子負債の圧縮を進めており、財務 CF はコンスタントにマイナスの値を示している。以上から、フロー面で見た資金回転能力の改善が、財務の健全性を安定的に支えている状況が確認できる。よって、2024 年 2 月に実施した巨額の起債影響により一時的に債務が増大しても、その後のフリーCF で再度債務の圧縮を継続しやすいものと考えられる。

図表 16 アップルの自己資本比率の推移



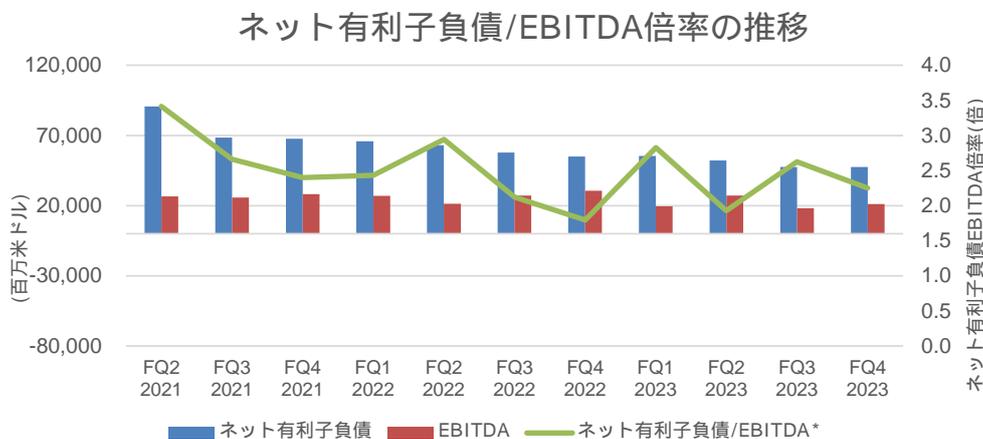
出所:アップル開示資料より5バリュアセットで作成

図表 17 アップルの有利子負債と手元流動性の推移



出所:アップル開示資料より5バリュアセットで作成 (注): 図中では手元流動性をマイナスで、有利子負債をプラスで示している

図表 18 アップルのネット有利子負債/EBITDA 倍率の推移



出所:アップル開示資料より5バリュアセットで作成 (注): EBITDA、倍率については四半期の値を4倍して年換算し表示している点に注意

図表 19 アップルの貸借対照表・キャッシュフロー計算書（単位:百万米ドル）

[貸借対照表]

貸借対照表	FQ1 2022 2022/3/31	FQ2 2022 2022/6/30	FQ3 2022 2022/9/30	FQ4 2022 2022/12/31	FQ1 2023 2023/3/31	FQ2 2023 2023/6/30	FQ3 2023 2023/9/30	FQ4 2023 2023/12/31
売掛金等合計	10,733	11,237	10,743	11,254	11,473	11,491	11,412	11,155
+ 現金及び現金同等物	6,098	8,521	11,832	9,201	6,711	8,759	13,287	12,814
手元流動性	7,572	9,961	11,879	9,229	6,722	8,766	13,290	12,816
+ 在庫	3,483	3,396	3,172	3,579	3,833	4,055	3,981	4,099
流動資産総額	26,509	29,100	30,364	28,463	26,488	28,852	33,224	33,002
+ 固定資産純額	5,075	4,958	4,893	5,672	4,931	4,943	4,934	5,733
+ 総長期投資	260	244	235	241	257	288	275	304
+ その他固定資産	111,367	108,884	105,833	104,429	102,868	101,284	97,788	95,672
資産総額	143,211	143,186	141,325	138,805	134,544	135,367	136,221	134,711
流動負債総額	32,521	34,473	32,712	29,538	27,590	32,239	34,773	37,841
+ 短期債務	9,952	11,930	9,207	4,302	2,801	5,203	5,115	7,357
+ その他流動負債	22,569	22,543	23,505	22,302	24,789	27,036	29,658	26,796
+ 長期債務	63,522	61,002	60,399	59,889	59,292	55,812	55,631	52,929
非流動負債総額	30,854	33,023	32,187	32,091	34,359	34,418	33,688	33,544
合計負債	126,897	128,498	125,298	121,518	121,241	122,469	124,092	124,314
自己資本合計	16,314	14,688	16,027	17,287	13,303	12,898	12,129	10,397
総資本(負債+資本)	143,211	143,186	141,325	138,805	134,544	135,367	136,221	134,711

[キャッシュフロー計算書]

キャッシュフローの状況	FQ1 2022 2022/3/31	FQ2 2022 2022/6/30	FQ3 2022 2022/9/30	FQ4 2022 2022/12/31	FQ1 2023 2023/3/31	FQ2 2023 2023/6/30	FQ3 2023 2023/9/30	FQ4 2023 2023/12/31
営業活動によるキャッシュフロー	4,908	5,005	7,602	7,428	4,193	6,319	7,574	4,753
投資活動によるキャッシュフロー	-162	-143	-177	-213	-175	-178	-219	-205
フリーキャッシュフロー	4,746	4,862	7,425	7,215	4,018	6,141	7,355	4,548
財務活動によるキャッシュフロー	-6,965	-2,712	-5,577	-9,611	-6,184	-3,930	-2,677	-4,426
現金及び現金同等物の期末残高	-2,219	2,150	1,848	-2,396	-2,166	2,211	4,678	122

出所:アップル開示資料より5バリュースセットで作成

5. アッヴィの信用格付、及び社債の投資評価

[ポイント]

- アッヴィの信用格付は、Moody's から A3 格、S&P からは A- 格と高い信用能力を評価し、両格付機関共に発行体格付けの見通しを「安定的」としている。
2023 年中頃までに警戒されていた経営課題は、新薬の売上成長、2 件の大型 M&A、2024 年 2 月には複数の年限にまたがった大型起債の成功によりおおむね解消。
- スプレッドのタイト化はリスク要因の改善を織り込んだ適正評価。
- より米国の政治的リスクの影響を受けやすい点には注意が必要だ。この点から、20 年超の社債よりも 10 年近辺の社債を推奨。

本セクションでは、アッヴィ社債の投資評価を行う。

信用格付け機関の評価

以下の図表 20 には、アッヴィの信用格付(発行体格付)を示した。アッヴィは Moody's から A3 格、S & P からは A- 格と、発行体としての相対的に高い信用力評価を受けている。さらに両格付機関共に発行体格付けの見通しを「安定的」としており、今後のビジネスモデルの安定性も一定程度評価している

図表 20 アッヴィの発行体格付け一覧(2023/4/9 時点)

	発行体格付					
	Moody's		S&P		Fitch	
	格付/Outlook	日付	格付/Outlook	日付	格付/Outlook	日付
発行体格付け	A3	2023/12/07	A-	2023/11/02	-	-
格付け見通し	STABLE	2023/08/28	STABLE	2023/11/02	-	-

出所: アッヴィ開示資料より 5 バリュースセットで作成

注: 海外格付けについては巻末の無登録格付けに関する説明書を参照していただきたい。

社債の市場価格とその推移

以下の図表 22、23 には、アッヴィ社債のスプレッドと利回りの推移、及び期間構造を示した。同図表が示すとおり、2023 年から 2024 年までの期間を通じて、同社社債の信用スプレッドは低下を続けている。

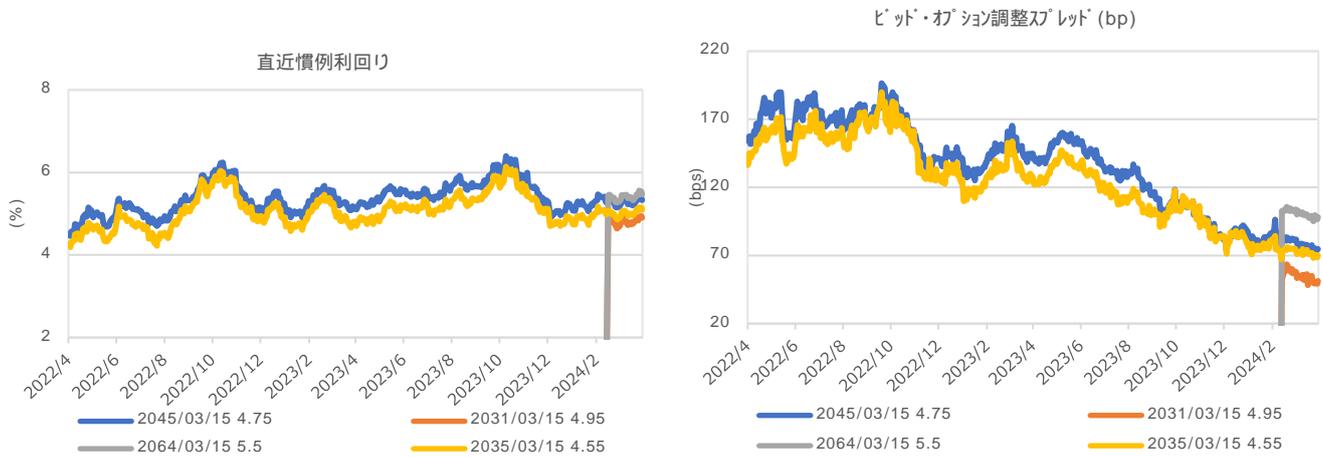
一方で、同社社債スプレッドの期間構造については、一部の例外を除きおおむねフラットな水準を取っている。これは、同社のビジネスモデルや元利金の支払い能力が中長期的にも安定しやすいと市場参加者が評価していることを意味している。

図表 21 アップヴィ社債の利回り/スプレッド例 (2024年4月16日時点)

ISINコード	満期	初回コール日	クーポン	通貨	残高 (百万現地 通貨)	残高 (百万米ド ル)	S&P 格付	劣後 債	コール可 能	リスク国	直近慣例利 回り	ミッド・オブ・ショ ン調整スプレ ッド (bp)
US00287YDR71	2027/03/15	2027/02/15	4.800	USD	2,250	2,250	A-	N	Y	US	5.24	36.6
US00287YDS54	2029/03/15	2029/02/15	4.800	USD	2,500	2,500	A-	N	Y	US	5.25	53.9
US00287YDT38	2031/03/15	2031/01/15	4.950	USD	2,000	2,000	A-	N	Y	US	5.32	61.2
US00287YCY32	2035/03/15	2034/09/15	4.550	USD	1,681	1,681	A-	N	Y	US	5.45	74.9
US00287YCA55	2039/11/21	2039/05/21	4.050	USD	4,000	4,000	A-	N	Y	US	5.57	76.9
US00287YDB20	2045/03/15	2044/09/15	4.750	USD	827	827	A-	N	Y	US	5.68	79.6
US00287YDX40	2064/03/15	2063/09/15	5.500	USD	1,500	1,500	A-	N	Y	US	5.79	102.3

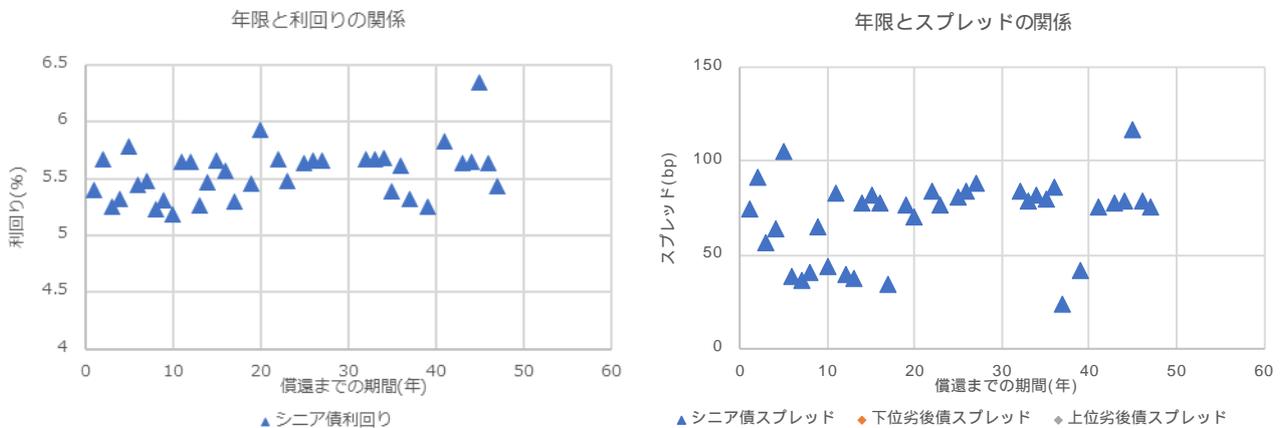
出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

図表 22 アップヴィ社債のスプレッド・利回りの推移



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

図表 23 アップヴィ社債の利回り/スプレッド・カーブ(2024年4月16日時点)



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

同社社債の投資評価

2023年中頃までに警戒されていた経営課題は、新薬の売上成長、2件の大型 M&A、2024年2月には複数の年限にまたがった大型起債の成功によりおおむね解消

同社社債スプレッドのタイト化はリスク要因の改善を織り込んだ適正評価
同社

より米国の政治的リスクの影響を受けやすい点には注意が必要

同社は免疫疾患領域を主要疾患領域としつつも、各分野における市場占有率が高い領域を複数保有し、FY2023では製薬業界4位の売上高を誇っている。2023年中頃までには特許権切れや薬価交渉制度などの影響により、大幅な収益減の可能性が警戒されていた。しかし、新薬の売上が順調に成長し、さらに2件の大型 M&A を成功させ、創薬パイプラインの安定確保も行った。さらに、2024年2月には複数の年限にまたがった大型起債を成功させ、今後の償還スケジュールの管理も安定化した。よって、2024年においては前年に懸念されたアッヴィの不安定要因の多くが解消されていると弊社では考えている。

また短期要因として、FY2024 Q1 決算公表時には、有利子負債の増加により財務指標はおおむね悪化しやすいものの、現在の資金回転状況が維持できれば、社債の元利金の支払い能力がさらに改善する状況も期待しやすい。

アッヴィ社債の市場スプレッドは、既に事業モデルの安定化を織り込み相当に水準が切り下がっている。しかし、その背景には明確なファンダメンタルの裏付けがある。よって同社社債に十分な投資価値があることは疑いがない。

ただし、米国の大衆薬への依存度が高い同社社債は、他の製薬会社との相対評価で見ただけの場合、より米国の政治的リスクの影響を受けやすい点には注意が必要だ。この点から、20年超の社債よりも10年近辺の社債を推奨したい。

以上

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、誠実義務、利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

<p>ムーディーズ・インベスターズ・サービスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://www.moodys.com/pages/default.ja.aspx))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。</p> <p>ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。</p>	<p>S&P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.spglobal.com/ratings/jp/index)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」(https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered)に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について S&P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性及び流通市場での価格を示すものでもありません。</p> <p>信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。</p> <p>S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。</p>	<p>フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.fitchratings.com/ja/)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(https://www.fitchratings.com/ja/regulatory/)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一セグメントの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。</p> <p>フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。</p>
--	---	--

この情報は、2022年8月10日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、5VA が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は5バリューアセット株式会社(以下、5VA)が行っております。

5VA では調査部門の活動(リサーチレポート作成、リサーチ情報の伝達を含む)に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチレポートが公開される前後3か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト(以下、同アナリスト)は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で5VA が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性を客観的に検証しておりません。本資料内で5VA 以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について5VA は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。5VA は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証も表明しておりません。また、5VA は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において5VA が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。5VA では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、5VA は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、5VA では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。5VA は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況) についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあり得ます。5VA では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、5VA 及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と5VA 並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることにご注意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、5VA では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright 5VA Co., Ltd. All rights reserved.

本資料は5VAの著作物であり、著作権法により保護されております。

5VAの書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1丁目4-1
丸の内永楽ビルディング 20階
5バリューアセット株式会社 調査部
(金融商品仲介業者 近畿財務局第437号)

この書面は金融商品仲介業者（以下、弊社）が所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し、広告又は広告類似配布物をお客様にお渡しする場合と一緒にお渡しする書面です。お取引前に下記内容をご理解くださいますようお願い申し上げます。

広告等補完書面（金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示）

金融商品仲介業者の商号	5バリューアセット株式会社 登録番号：近畿財務局長（金仲）第 437 号
楽天証券株式会社	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号 加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、 一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会
東海東京証券株式会社	金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号 加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、 一般社団法人第二種金融商品取引業協会、 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人日本 STO 協会
マネックス証券株式会社	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号 加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、 一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人日本号資産取引業協会、 一般社団法人投資顧問業協会
株式会社 SBI 証券	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 44 号、 商品先物取引業者 加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、 一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本 STO 協会、 日本商品先物取引協会

【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む。）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます。）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます。）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等（上記記載）の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

(202403_159) (2016年5月) 0390900204