

# ギリアド・サイエンシズ (MDY:A3、S&P:BBB+) の 事業概要と投資評価

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、Gilead Sciences, Inc. (以下、ギリアド・サイエンシズ) の、FY2024 Q1 までの決算を元に、ギリアド・サイエンシズの経営状況や主要商品市場の現状を確認し、同社に対する投資評価を行う。

### 2. ギリアド・サイエンシズの事業概要

p. 2

#### ギリアド・サイエンシズの事業概要

- 総売上上の7割弱をHIV 対処薬、各1割前後をがん腫瘍や肝臓病、Veklury (コロナ対処薬) がそれぞれ占めている。

#### 製薬業界とギリアド・サイエンシズの状況

- Biktarvy (HIV 対処薬) はギリアドにおける総売上上の44%を占めている。長期間の服用により収益も長期に継続しやすく、特許期限がFY2036まで有効であることから競合品の台頭による収益低下の恐れもない。今後も同薬への収益構造の集中が見込まれる。

#### ギリアド・サイエンシズの主要疾患領域別の事業状況

### 3. ギリアド・サイエンシズの業績状況

p. 13

- 四半期決算の売上は対直前期比でやや減少。HIV 項目における季節性の減収と、COVID-19 蔓延の終息によるVekluryの構造的な減収が主な要因。ただし収益構造に大きな変化は見られない。
- 四半期決算の営業損益は大幅な赤字。主な要因はシーマベイ買収に伴う関連費用の発生によるもので、影響は一時的とみる。

### 4. ギリアド・サイエンシズの財務状況

p. 15

- 自己資本比率はFY2023Q4の36.6%まで上昇傾向を継続していたが、FY2024Q1には大型M&A実施の影響により31.0%まで5.6ポイントの低下。
- 同社は特許期間が長く市場を独占しているBiktarvyにより強力なCF創出能力を保持。M&Aに伴う財務の一時的な劣化をカバーし健全性を維持できている状況。

### 5. ギリアド・サイエンシズの信用格付、及び社債の投資評価

p. 18

- ギリアド・サイエンシズは競合他社に侵食されにくい安定したビジネスモデルを構築。
- 同社のビジネスモデルは、製薬会社の中でも長期的に安定しやすい。こうした特性から長期間にわたる安定保有を前提に、同社の株式や債券への投資を行いやすい。
- 残存15年近辺(2036~2041年満期)の債券投資により、5.5%程度の利回りを目標とする債券投資に優位性。
- 配当利回りも4.5%程度の同社株式にも、社債と同様に長期保有を前提とした場合に十分な投資価値がある。

承認済 20240523  
5valueasset compliance

## 5バリューアセット アナリスト・レポート

## ギリアド・サイエンシズ(MDY:A3, S&amp;P:BBB+)の事業概要と投資評価

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、Gilead Sciences Inc. (ギリアド・サイエンシズ) の、FY2024Q1 までの四半期決算を元に、ギリアド・サイエンシズの経営状況や主要商品市場の現状を確認し、同社に対する投資評価を行う。なお、本レポートでは、2024年4月25日公表の2024年度第1四半期決算までを参照している。

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。

ギリアド・サイエンシズはHIV感染症に対する対処薬において、独占的な地位を有する。HIVは感染後に同対処薬の投薬を継続することで発症を抑えることが出来る。一方で、発症した場合の致死率は高いため、一旦感染した患者は継続的に同対処薬の購入と投薬を継続しやすい。こうした状況から、ギリアド・サイエンシズは競合他社に侵食されにくい安定したビジネスモデルを構築している。また、糖尿病薬などの大衆薬とは異なり、患者が限定されやすいことから、アメリカのインフレ対策法により導入された、薬価交渉制度などによる強制的な販売単価の減額対象となりにくいとも考える。

これらの状況から、同社の社債及び株式は長期の安定保有を前提とした投資を行いやすい対象だと、弊社では考えている。

## 2. ギリアド・サイエンシズの事業概要

### ギリアド・サイエンシズの事業概要

#### [ポイント]

- ギリアド・サイエンシズは HIV や AIDS を含む感染症、肝臓疾患、循環器疾患を主な事業分野とするバイオ医薬品メーカー。
- 総売上の 7 割弱を HIV 対処薬、各 1 割前後をがん腫瘍や肝臓病、Veklury がそれぞれ占めている。
- ギリアド・サイエンシズの最大の収益源である Biktarvy は依然として高い売上高を維持。Biktarvy の特許は 2036 年まで有効予定であり、今後も安定した収益が見込まれる。

ギリアド・サイエンシズ(Gilead Sciences Inc.) (以下「ギリアド」と表記)はグローバルに事業を展開するバイオ医薬品メーカー。カリフォルニアに本社を置き 35 カ国以上に事業を展開。HIV や AIDS を含む感染症、肝臓疾患、循環器疾患を同社の医薬品事業がカバーする主な疾患領域としている。同社の主要疾患領域に関する詳細を次表に示した。

図表 1 ギリアドの医薬品事業における主な疾患領域

項目、適応症	主要製品名	FY2023 売上高 (百万米ドル)	構成比 (%)
HIV	Biktarvy, Genvoya, Descovy, Odefsey	18,175	67.0%
がん腫瘍(Oncology)	Yescarta(Cell Therapy ), Trodelvy	2,932	10.8%
肝臓病(Liver Disease)	Epclusa, Harvoni, Vemlidy	2,784	10.3%
Veklury (コロナ等対処薬)	Remdesivir(レムデシビル)	2,184	8.1%
その他		1,041	3.8%
合計		27,116	100.0%

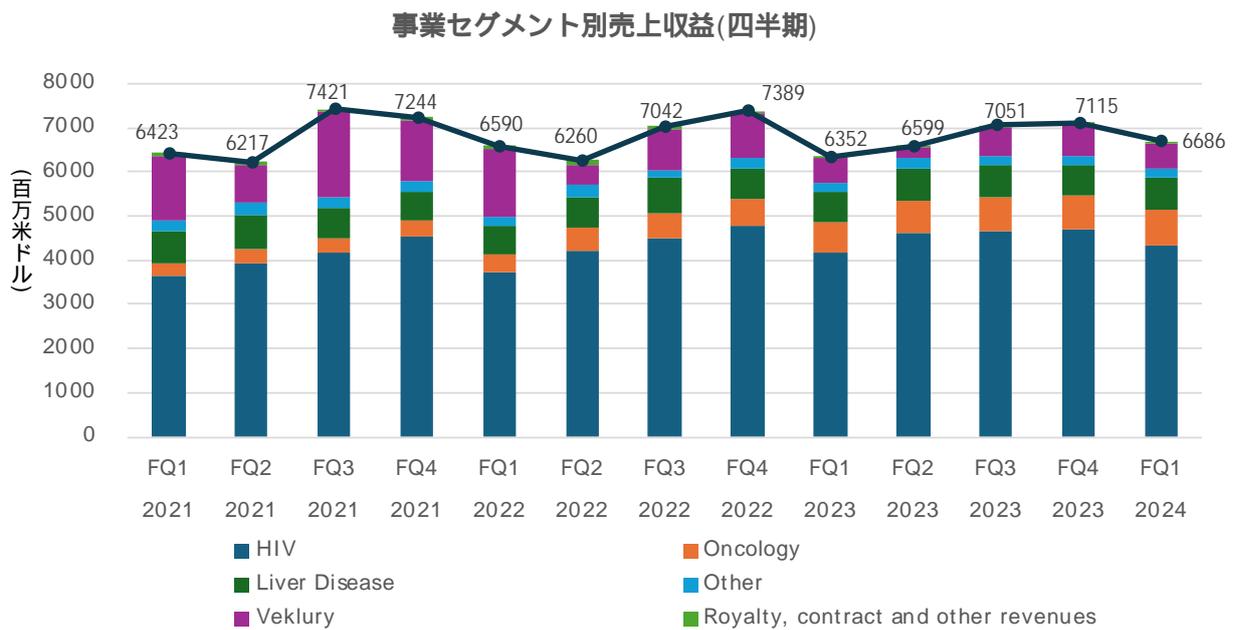
出所: ギリアド・サイエンシズ開示資料より5パリュアセットで作成。

また、以下の図表 2 にはギリアドの事業セグメント別の四半期売上高の推移を、図表 3 には事業セグメント別の年間売上高の構成を2時点について比較した。これらの図表に示した通り、ギリアドの事業構造は下記の特徴と傾向を示している。

- 同社の売上の 7 割弱を HIV 対処薬、そして各 1 割前後をがん腫瘍や肝臓病、コロナ等対処薬である Veklury がそれぞれ占めている。
- HIV 対処薬に関しては需要拡大により FY2023 は対前年度比で+6%の増収。特にギリアドの最大の収益源である HIV 対処薬の Biktarvy は依然として高い売上高を誇っており、製薬業界における製品別売上高は 5 位であった。
- がん腫瘍領域に関して FY2023 は対前年度比で+37%収益増加。主な要因は乳がんの治療薬 Trodelvy による大幅な増収によるもの。乳がんに対する認知度の向上と同製品のシェア拡大が増収に繋がった。

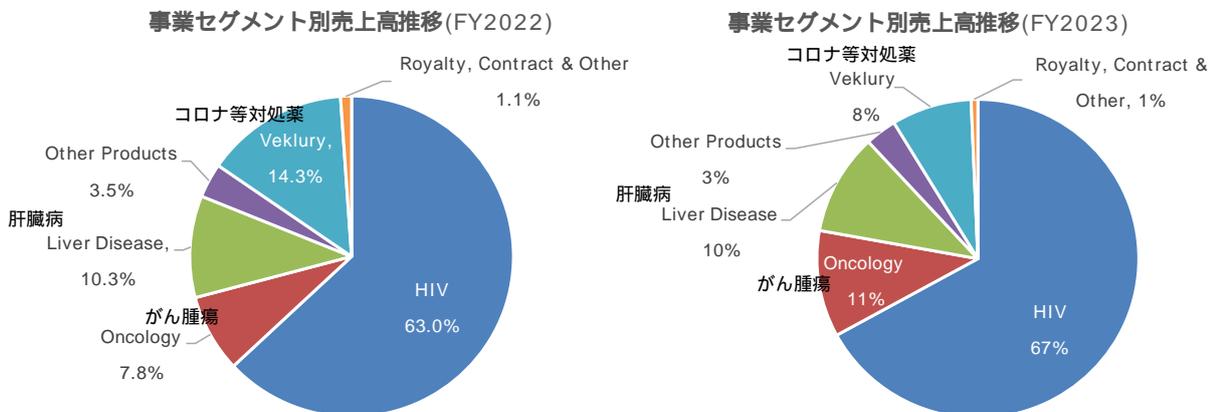
- 肝臓病領域に関して、FY2023 は対前年度比で横ばい。年間を通して HCV と HDV 市場で安定したシェアを確保している。
- Veklury は「レムデシビル」として流通している医療薬品。FDA 及び EC によって COVID-19 の対処薬としての治療を目的とした使用拡大が承認されている。ただし、COVID-19 の患者数減少に伴い、減収が継続している。

図表 2 ギリアドの四半期売上高



出所：ギリアド・サイエンシズ開示資料より5バリューアセットで作成。

図表 3 ギリアド・サイエンシズの項目別年間売上高の構成



出所：ギリアド・サイエンシズ開示資料より5バリューアセットで作成。

## 製薬業界とギリアド・サイエンシズの状況

### [ポイント]

- FY2023における製薬会社別売上高は13位。当社売上の7割弱をHIV(感染症領域)が占める。ギリアドは、感染症領域では2位以下を大きく引き離しトップシェアを有する。
- 同分野で最も売上げが大きいHIV対処薬のBiktarvyはギリアドにおける総売上の44%を占めている。特許期限がFY2036まで有効であることから競合品の台頭による収益低下の恐れがない。今後も同薬への収益構造の集中が見込まれる。
- HIVセグメント及びBiktarvyの売上高はアメリカに強く依存。アメリカ地域のHIVの患者数推移は過去10年で約1.4倍に増加しており、今後も需要拡大と長期の安定需要が見込まれる。
- FY2024Q1に肝疾患領域での有望パイプラインの取得を目的にシーマベいの買収を実施。

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当社の競争状況
- (ii). 当社製品の売上分析と今後の展望
- (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、弊社では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<sup>1</sup>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当社の競争状況

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4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。一方、感染症領域に強みのあるギリアド(米)は13位であった。ただし、製薬業界の事業は、疾患領域毎に細分化され、各専門領域内において競争が行われている。このため、単純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5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。ギリアドについて疾患領域別にみると、主要事業はHIV(感染症)、がん腫瘍、心臓病となっている。ギリアドは売上高シェアでは13番目の規模であるが、同社の売上高の7割弱を占める感染症領域ではトップシェアを有している。

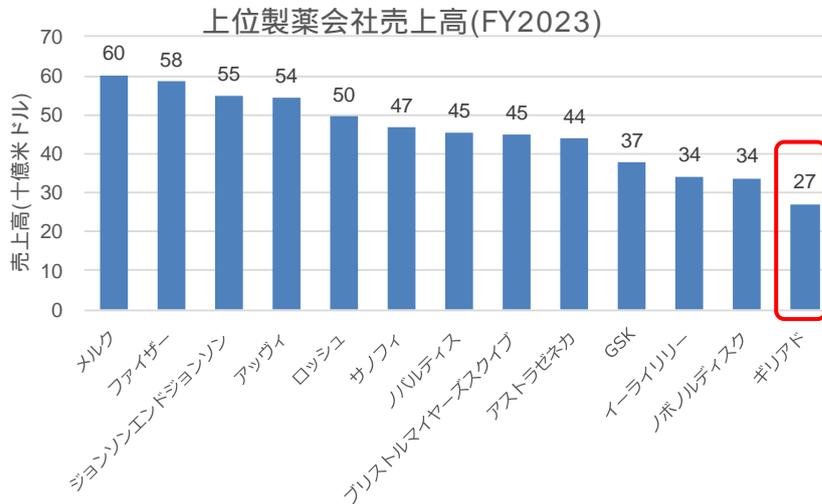
FY2023における製薬会社別売上高は13位であった。当社売上の7割弱をHIV(感染症領域)が占める  
ギリアドは、感染症領域では2位以下を大きく引き離しトップシェアを有する

<sup>1</sup> “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

また、同領域において売上高2位のジョンソンエンドジョンソンを大きく引き離しており、競争力を伴った差別化に成功している。一方、がん腫瘍、心臓病領域に関しては各分野における同業他社対比の市場占有率は低く、各領域内でのプレゼンスは小さい。

図表4 FY2023 上位製薬会社別売上高



出所: 各社開示情報より、5バリュースセットで作成。

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5 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%)	-	-	-	-
心臓病	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%)	-	-	-	-	-	バーテックス 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
中枢神経疾患	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バリュースセットで作成。

## (ii) 当社製品の売上分析と今後の展望

Biktarvy は製薬市場全体で 5 位の売上高であった。同薬はギリアドにおける総売上の 44%を占めている

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 6 には、ギリアド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。

FY2023 において最も高い売上高を獲得した HIV 対処薬の Biktarvy はギリアドにおける総売上の 44%を占めており、前年度比で占有率は+6 ポイント増加した。同社は増収要因を他の同社製 HIV 対処薬からの乗り換えを含む需要拡大と販売価格の上昇によるものと分析している。HIV 対処薬に関して Biktarvy の特許期限が FY2036 まで有効であることから競合品の台頭による収益低下のリスクが小さい。今後も同薬への収益構造の集中が見込まれる。

図表 6 主要製品別売上高と占有率(ギリアド・サイエンシズ) (単位:百万米ドル、%)

薬品名	英語名	適応症	特許切れ 予定日	Q1 2023		Q2 2023		Q3 2023		Q4 2023		FY 2022		FY 2023	
				売上高	占有率										
ピクタルビ	Biktarvy	感染症	08/11/2036	2,677	42%	2,979	48%	3,085	44%	3,109	42%	10,390	38%	11,850	44%
デスコビ	Descovy	感染症	05/18/2024	449	7%	516	8%	511	7%	509	7%	1,872	7%	1,985	7%
ゲンボイヤ	Genvoya	感染症	02/2022	501	8%	540	9%	503	7%	516	7%	2,404	9%	2,060	8%
オデフシ	Odefsey	感染症	-	317	5%	351	6%	276	4%	406	5%	1,469	5%	1,350	5%
その他	-	-	-	2,408	38%	1,874	30%	2,676	38%	2,913	39%	11,170	41%	9,871	36%
売上高・収益	-	-	-	6,352	100%	6,260	100%	7,051	100%	7,453	100%	27,305	100%	27,116	100%

出所: Bloomberg, FDA データより 5 バリュアセットで作成。

HIV セグメントの売上高はアメリカに強く依存。Biktarvy も同様の傾向

アメリカ地域の HIV の患者数推移は過去 12 年で約 1.4 倍に増加。HIV セグメントの堅調な需要維持と拡大を想定

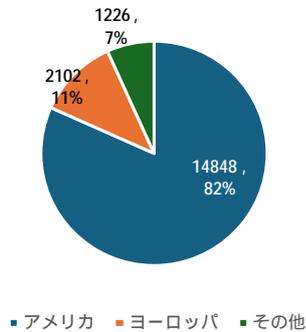
ここまでで、ギリアドの主な収益源は Biktarvy をメインとした HIV 対処薬であったことをこれまで確認してきた。以下では HIV セグメントに関して地域別に確認し、ビジネスの特徴と今後の見通しについて考える。

図表 7 は HIV セグメント全体と Biktarvy の地域別売上高構成比をそれぞれ示している。図表の通り、二つの構成比には大きな違いは見られなかった。アメリカ地域が 82%を占めており、それに続いてヨーロッパが約 10%を占めるという構造となっている。

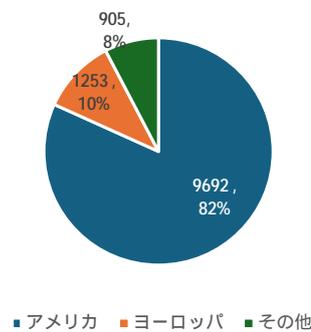
一方で HIV の新規感染者数や患者数の分布や増減傾向はギリアドの売上とは全く異なる傾向を示している。そもそも HIV の患者数が最も多いのはアフリカであり、アメリカの患者数は 10%未満に過ぎない。また主にアフリカの感染者数の変化を受け、世界全体の HIV 新規感染者も減少傾向である。にも関わらず、アメリカ地域では過去 12 年間の間に患者数はむしろ 1.4 倍に増加していた。ヨーロッパも 9 割近い増加であった(図表 8)。新規感染者数についても同様で、アフリカや東南アジアが減少する中、アメリカは横ばい、欧州では 3 割近く増加していた(図表 9)。HIV 対処薬は高価であり、アフリカでは購買可能な感染者が限定される。よって、今後も最も購買力の高いアメリカやヨーロッパの HIV の患者数推移がギリアドの売上に強く影響しやすい、と考えれば罹患者数の傾向から堅調な需要の維持と拡大が期待できる。

図表7 HIV関連の地域別売上高構成比

地域別HIVセグメント全体の売上高(FY2023)



地域別Biktarvyの売上高(FY2023)

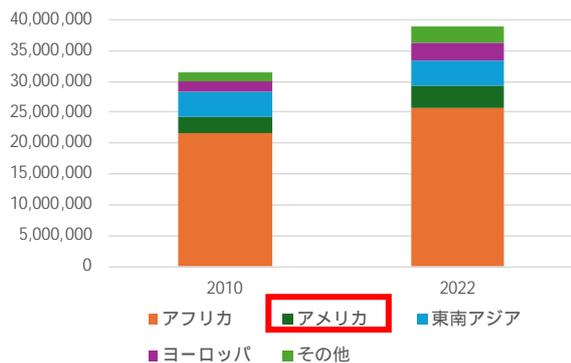


上段:売上(百万米ドル)  
下段:占有率

出所:ギリアド・サイエンシズ開示資料より5バリューアセットで作成。

図表8 世界の地域別 HIV 患者数推移(人)

HIV患者数推移

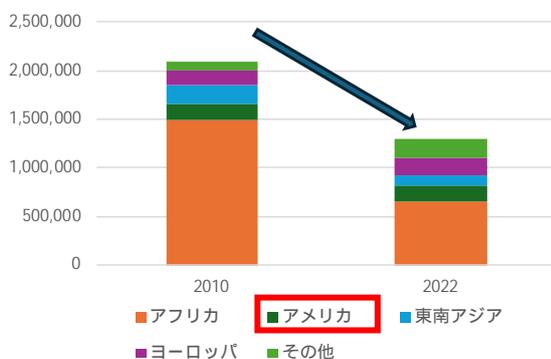


(時点)	2010	2022	変化率	構成比(2022)
アフリカ	21,500,000	25,600,000	19.1%	65.6%
アメリカ	2,700,000	3,800,000	40.7%	9.7%
東南アジア	4,100,000	3,900,000	-4.9%	10.0%
ヨーロッパ	1,600,000	3,000,000	87.5%	7.7%
その他	1,600,000	2,700,000	68.8%	6.9%
世界全体	31,500,000	39,000,000	23.8%	100.0%

出所:World Health Organization, "HIV statistics, globally and by WHO region "より、5バリューアセットで作成。

図表9 世界の地域別 HIV 新規感染者推移(人)

HIV新規感染者推移



(時点)	2010	2022	変化率	構成比(2022)
アフリカ	1,500,000	660,000	-56.0%	50.8%
アメリカ	160,000	160,000	0.0%	12.3%
東南アジア	200,000	110,000	-45.0%	8.5%
ヨーロッパ	140,000	180,000	28.6%	13.8%
その他	100,000	190,000	90.0%	14.6%
世界全体	2,100,000	1,300,000	-38.1%	100.0%

出所:World Health Organization, "HIV statistics, globally and by WHO region "より、5バリューアセットで作成。

## (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&amp;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。主な目的は2つある。1つめ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。2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。

以下ではギリアドが保有する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～の三段階に分類されている。図表10に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た。

図表10 創薬フェーズごとの保有薬品数 (2023/12末時点)

	フェーズ1	フェーズ2	フェーズ3	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バリューアセットで作成。

ギリアドの総保有件数は他の製薬企業と比較して多くなく、特にフェーズ1や申請数がやや少なめの印象を受ける。これは、同社の主な収益元である Biktarvy の特許が切れる FY2036 まで安定した収益が既に見込めており、早期に収益へ直結するパイプラインを多く持つ必要性がない為であると考えられる。パイプラインの内訳は特にがん腫瘍領域に関するものが多くを占めており、今後は特に同領域における収益力強化を目指している。

図表11には2022年12月～2024年2月までに発表された主要製薬企業における大型 M&A 案件を示した。ギリアドが行った大型 M&A 案件にシーマベイ買収があり、2024年3月22日に買収が完了した。本買収の狙いは肝疾患領域におけるシェアの拡大であり、有望パイプライン seladelpar の取得が可能となった。seladelpar は原発性胆汁性胆管炎の治験薬で、同社の売上に大きく貢献するとみられている。今後は2024年8月頃の FDA によ

FY2024Q1にシーマベイ買収を実施。肝疾患領域での有望パイプラインの取得が狙い

る承認決定を予定している。ギリアドはシーマベイの発行済普通株式を一株 32.5 ドルですべて取得し、完全子会社とした。

図表 11 主要製薬企業における過去一年の大型 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			パーサニス	心血管・代謝疾患	1.93
2023/7	バイオジェン	中枢神経系	リアタ	神経疾患・希少疾患	7.3
2023/11	アッヴィ	免疫疾患・がん腫瘍	イミュノジェン	がん腫瘍	10.1
2023/12			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	アンブレックス	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

他社に悪影響が生ずる中、ギリアドへの影響は小さく、相対的に頑健なビジネスモデルが維持されやすい

2022年8月に成立したインフレ抑制法(IRA)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する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。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。しかし、ギリアドの売上の多くを占める HIV 対処薬は患者も限定されやすく、高齢者向け医療保険の支出は多いとは言えず、また糖尿病薬のような大衆薬品に分類されない。したがって、他の製薬会社が特許権の有効期間中にも関わらず、主要大衆薬の薬価が引き下げられるというリスクを抱える中で、同種のリスクが小さいギリアドは相対的に頑健なビジネスモデルが維持されやすいと、弊社では考えている。

図表 12 には 2023 年 8 月に公表された薬価交渉制度適応薬となる 10 品目を示した。実際にギリアド製品は指定されておらず今後も指定される可能性は低い状況にあると考える。ただし、メディケアの再設計が発生した場合、制度内容が変更となる可能性があるため、こうした制度的影響には今後も継続的な注意が必要である。

図表 12 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	ブリストル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バリュースセットで作成。

ギリアド・サイエンシズの主要疾患領域別の事業状況

[ポイント]

- 疾病領域別にギリアドの位置づけを確認。
- 感染症領域(特異 HIV 分野)において同社は最も高い占有率を誇っている。HIV 対処薬である Biktarvy の特許権は 2036 年まで有効なため、今後も安定した売上が期待できる。パンデミック収束に伴い、コロナ対処薬である Veklury の減収には課題。
- がん腫瘍市場における同社製品の売上高合計は同領域全体の 2%ほどであり、プレゼンスは小さい。近年、売上を伸ばしており今後の増収が期待される。

1. 感染症(Infectious Disease)

感染症市場:  
FY2023 において同社が最も高い占有率を誇る疾患領域。

HIV 対処薬の Biktarvy の特許権は 2036 年まで有効なため、今後も安定した売上が期待できる。  
先に特許が切れる既存薬からも高い乗り換え需要が存在

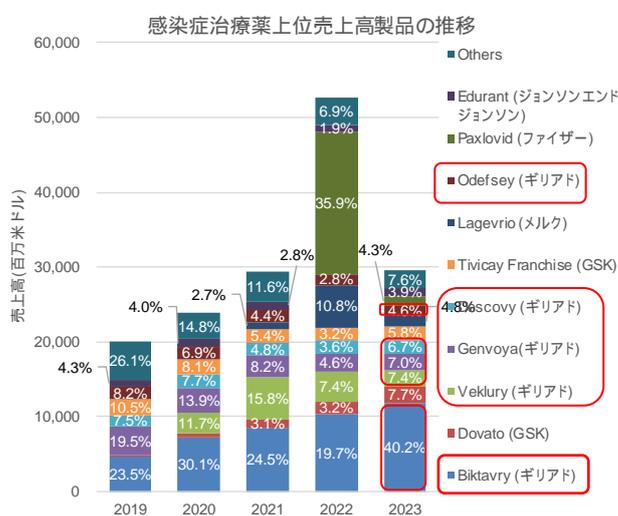
コロナ対処薬である Veklury の減収が課題

ギリアドは感染症領域において最も高い占有率を確保している。HIV 対処薬とコロナ対処薬(Veklury)が主に同領域に該当する。主要製品である 4 製品(Biktarvy、Veklury、Genvoya、Descovy)の FY2023 における合計占有率は 65.9%であった。

FY2022 の市場売上が突出しているが、これは COVID-19 のパンデミックに伴う関連医薬品の売上が急増したためである。この時期には Paxlovid(ファイザー、ワクチン)が売上を急増させたほか、ギリアドの Veklury(抗ウイルス剤)も FDA 及び EC による COVID-19 の感染後の対処と抑制を目的とした使用拡大の承認により売上を大幅に伸ばした。その後はパンデミック収束に伴い、関連の医薬品売上高は減収傾向を辿っている。今後、同領域の市場規模はパンデミック以前へ戻る見通しである。Veklury の売上も例外なく減少傾向が続いており、今後の売上見通しは不透明である。

一方で HIV 対処薬の代表薬である Biktarvy は順調に売上高を伸ばしており、FY2023 では同領域の 40.2%を占めるまでに成長した。Biktarvy の特許が 2036 年まで有効である点と HIV 対処薬の需要拡大が見込まれる点から今後も安定した同社の収益源になるとみられる。また、単価の高い同薬であるが、既存薬よりも効用が高いことから従来からの患者においても既存薬からの乗り換えが進んでおり、売上増加の一因となっていることも合わせて指摘したい。

図表 13 感染症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。

## 2. がん腫瘍(Oncology)

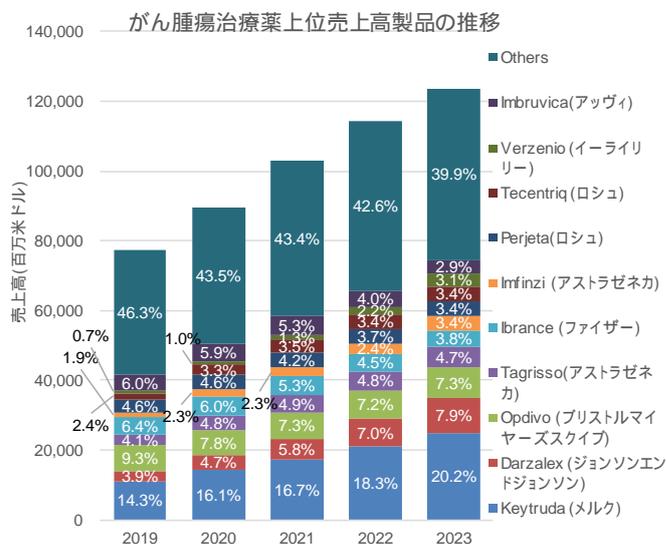
ギリアドのがん腫瘍領域における主要製品は Yescarta, Trodelvy である。FY2023 における二製品の合計売上高は同領域全体の 2%ほどであった。がん腫瘍はギリアドの主要疾患領域の一つであるが市場全体規模が極めて大きいいため、同社のプレゼンスが相対的に小さい。

がん腫瘍市場：  
同社製品の売上高合計は同領域全体の 2%ほどであり、プレゼンスは小さい。

ただし、年々に売上高を伸ばしており今後の増収を期待

ただし、図表 14 の下表からわかる通り、小さいプレゼンスながらも、需要を拡大させ大幅に売上高を伸ばしている。実際、前年度比の FY2023 の売上高は Yescarta が約 1.3 倍、Trodelvy が約 1.56 倍となっている。同社では、今後、2030 年に総売上高の 1/3 を占めるまでに成長させたいとしている。

図表 14 がん腫瘍上位売上高製品の推移



(百万米ドル)	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
Yescarta (ギリアド)	456	563	695	1160	1498
Trodelvy (ギリアド)	0	49	380	680	1063

出所：Bloomberg データより5バリュアセットで作成。

### 3. ギリアド・サイエンシズの業績状況

#### [ポイント]

- 四半期決算の売上は対直前期比でやや減少。HIV 項目における季節性の減収と、COVID-19 蔓延の終息による Veklury の構造的な減収が主な要因。収益構造に大きな変化は見られなかった。
- 四半期決算の営業損益は大幅な赤字。主な要因はシーマベイ買収に伴う関連費用の発生によるもので、影響は一時的とみられる。
- セグメント別 FY2023 の売上高を対前年比変化率で比較するとがん腫瘍では+37%ほど、HIV では+6%ほどの増収であったのに対し、Veklury は 45%の減収。

#### 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、ギリアド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 HIV を含む感染症、がん腫瘍、肝臓病である。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。

ギリアドの FY2024Q1 における全社ベースの売上高は 6,686(百万米ドル)と直前期(FY2023Q4)より 429(百万米ドル)とやや減収となった。減収要因は、主に季節性の影響で生じた HIV 項目における減収と、全世界的な COVID-19 蔓延の終息により生じた Veklury の構造的な減収による影響に分けられる。全体としての収益構造に大きな変化は見られなかった。

一方、営業費用が対直前期で約 2.7 倍の 9,456(百万米ドル)に膨れ上がり、営業損益は 4,322(百万米ドル)の赤字となった。営業費用の拡大は主に 2024 年 3 月 22 日に完了したシーマベイ買収に伴う関連費用(被買収会社の R&D 費用 4,131、R&D 減損費用 2,430 などの一括計上、単位はすべて百万米ドル)の発生によるもの。この結果、純利益(GAAP)も 4,170(百万米ドル)の赤字となった。ただし、営業損益の赤字は一時的なものとみられ、今後は元の水準へ回復すると弊社では想定している(ここまで図表 15 上図、中図)。

セグメント別の FY2023 の通年売上高を比較すると、がん腫瘍は前年比で約+37%、HIV では約+6%の増収であったのに対し、Veklury は 45%の減収となっていたほか、その他の項目も 9%の減収となっており、全体として 0.6%の減収となっていた(図表 15 下図)。HIV、がん腫瘍の 2 領域での売上を伸ばした一方、COVID-19 によるパンデミックの収束に伴う Veklury の減収が顕著となった年であった。

四半期決算の売上は対直前期比でやや減少。季節性の HIV 項目における減収と、COVID-19 蔓延の終息に伴う不可逆的な売上減少が主な要因

四半期決算の営業損益は大幅な赤字。シーマベイ買収が主な要因で、影響は一時的とみられる

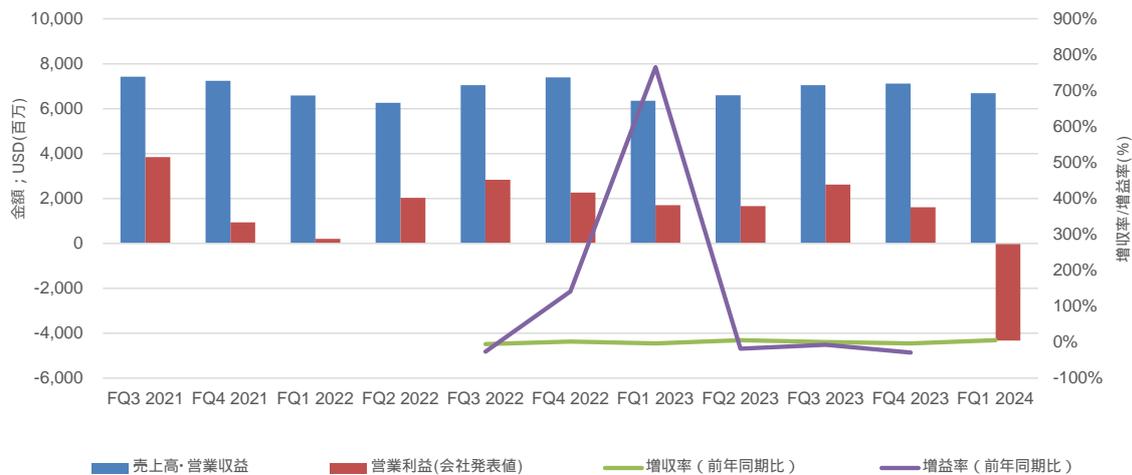
図表 15 ギリアド・サイエンシズの売上高推移・損益計算書(単位:百万米ドル)

[ 損益計算書 ]

損益計算書	FQ1 2023	FQ2 2023	FQ3 2023	FQ4 2023	FQ1 2024	前年	FY 2022	FY 2023	年次
	03/31/2023	06/30/2023	09/30/2023	12/31/2023	03/31/2024	同期比	12/31/2022	12/31/2023	変化率
売上高・営業収益	6,352	6,599	7,051	7,115	6,686	5.3%	27,281	27,116	-1%
売上原価	1,401	1,442	1,565	2,090	1,552	10.8%	5,615	6,070	8%
売上総利益	4,951	5,157	5,486	5,025	5,134	3.7%	21,666	21,046	-3%
+ 販売費及び一般管理	1,312	1,849	1,298	1,608	1,375	4.8%	5,587	6,088	9%
+ 研究開発(R&D)	1,447	1,437	1,453	1,392	1,404	-3.0%	4,968	5,676	14%
営業費用	2,756	3,492	2,583	3,413	9,456	243.1%	10,555	11,678	11%
営業利益(会社発表値)	1,705	1,665	2,623	1,612	(4,322)	-353.5%	7,330	7,605	4%
税引前損益(GAAP)	2,047	1,588	2,598	1,653	(4,486)	-319.1%	10,252	8,790	-14%
法人税損益	316	549	146	236	(316)	-200.0%	1,248	1,247	0%
純利益(GAAP)	1,010	1,045	2,180	1,429	(4,170)	-512.9%	4,592	5,665	23%
EBITDA	2,835	2,346	3,587	2,300	(3,632)	-228.1%	13,376	12,226	-9%

[ 売上高・営業利益の推移 ]

ギリアドの四半期売上高/営業利益の推移



[ 事業セグメント別売上高推移 ]

事業セグメント	四半期売上高					通年売上高				
	FQ1 2023	FQ2 2023	FQ3 2023	FQ4 2023	FQ1 2024	FY2022		FY2023		変化率
	売上高					売上高	構成比	売上高	構成比	
HIV	4,190	4,626	4,667	4,693	4,343	17,194	63.0%	18,175	67%	5.7%
Oncology	670	728	769	765	789	2,139	7.8%	2,932	11%	37.1%
Liver Disease	675	711	706	692	737	2,798	10.3%	2,784	10%	-0.5%
Veklury	573	256	636	720	555	3,905	14.3%	2,184	8%	-44.1%
Other Products	199	243	214	201	224	946	3.5%	859	3%	-9.2%
Royalty, Contract & Other	46	35	59	45	39	299	1.1%	182	1%	-39.1%
売上高総計	6,352	6,599	7,051	7,115	6,686	27,281	100.0%	27,116	100%	-0.6%

出所: ギリアド・サイエンシズ開示資料より5バリュースセットで作成。

#### 4. ギリアド・サイエンシズの財務状況

##### [ポイント]

- 自己資本比率は FY2023Q4 の 36.6%まで上昇傾向を継続していたが、FY2024Q1 には大型 M&A 実施の影響により 31.0%まで 5.6 ポイントの低下。
- ネット有利子負債 EBITDA 倍率は FY2023Q4 まではおおよそ 1.3 ~ 2.5 倍を推移。FY2024Q1 は一時要因によりマイナスへ転落も、翌期以降は再度の安定を想定。
- 同社は特許期間が長く市場を独占している Biktarvy により強力な CF 創出能力を保持。M&A に伴う財務の一時的な劣化をカバーし健全性を維持できている状況。

自己資本比率は FY2023Q4 の 36.6%まで上昇傾向を継続していたが、FY2024Q1 には大型 M&A 実施の影響により 31.0%まで 5.6 ポイントの低下

ネット有利子負債 EBITDA 倍率は FY2023Q4 まではおおよそ 1.3 ~ 2.5 倍を推移。FY2024Q1 は一時要因によりマイナスへ転落も、翌期以降は再度の安定を想定

同社は特許期間が長く市場を独占している Biktarvy により強力な CF 創出能力を保持 M&A に伴う財務の一時的な劣化をカバーし健全性を維持できている状況

次に、バランスシートの傾向を確認する。以下の図表 16 にはギリアド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。

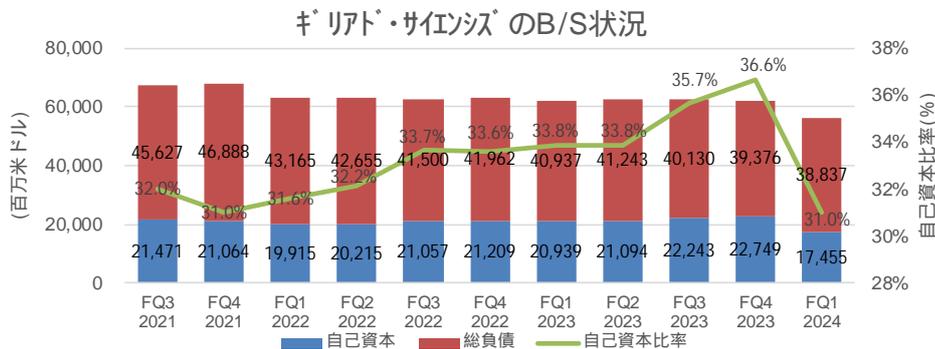
同社の自己資本比率は FY2023Q4 まで上昇傾向にあり 36.6%に達していた。これは有利子負債の継続的な圧縮などが寄与しており、財務状況の健全性継続的に増していた。しかし、直近の FY2024Q1 では自己資本を対直前期で 23.2%減らし、自己資本比率も 5.6 ポイント低下した 31.0%となっていた。原因は大型 M&A の実施によるものである。

ネット有利子負債に関しては FY2023Q4 まで緩やかな減少傾向が継続していたが、こちらでも FY2024Q1 に前期比+11.3%の増加がみられた。一方、EBITDA は FY2023Q4 までは 2 ~ 4 十億米ドルを推移し、FY2024Q1 では 3,632(百万米ドル)の赤字であった。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 FY2023Q4 まではおおよそ 1.3 ~ 2.5 倍を推移し、健全性の高い水準を維持していたが、FY2024Q1 ではマイナス値へ転落している。FY2024Q1 における M&A による一時影響を修正した EBITDA(図表 16 の破線)は直前期と比較して大きく変化しておらず、構造的な業績不振の兆しは見られない。したがって、よく四半期以降は従来のネット有利子負債 EBITDA 倍率に近い水準で推移しやすいと弊社では想定している。

ポジティブに評価すべきポイントとして、HIV 薬のうち効能と単価が高い Biktarvy への需要が多く既存薬からの乗り換えも進んだ結果、安定的かつ高水準な営業キャッシュフロー及びフリーキャッシュフローを計上していた点が挙げられる。この結果、COVID-19 の終息に伴う Veklury の急激な減収影響をカバーすることができた。また、潤沢なフリーキャッシュフローを背景に、HIV 以外の疾患領域への巨額投資(M&A を含む)が実施可能であり、今回の M&A 後も営業 CF を裏付けに、有利子負債のコンスタントな圧縮が計画されている。

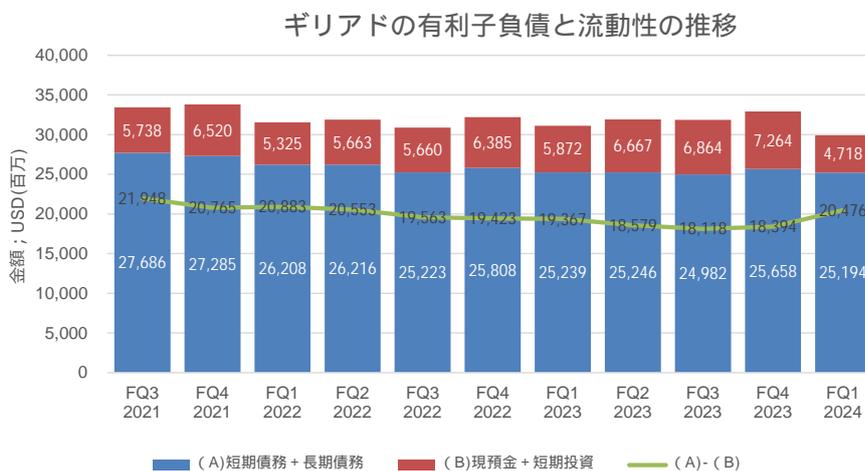
以上の通り、ギリアドはその強力な資金創出能力により、M&A に伴う財務の一時的な劣化をカバーし健全性を維持できている状況が確認できる。FY2024Q1 には大型 M&A によって債務が増大していたが、フリーキャッシュフローによる債務の圧縮は今後も継続しやすく、影響は一時的とみる。

図表 16 ギリアド・サイエンシズの自己資本比率の推移



出所: ギリアド・サイエンシズ開示資料より5バリューアセットで作成。

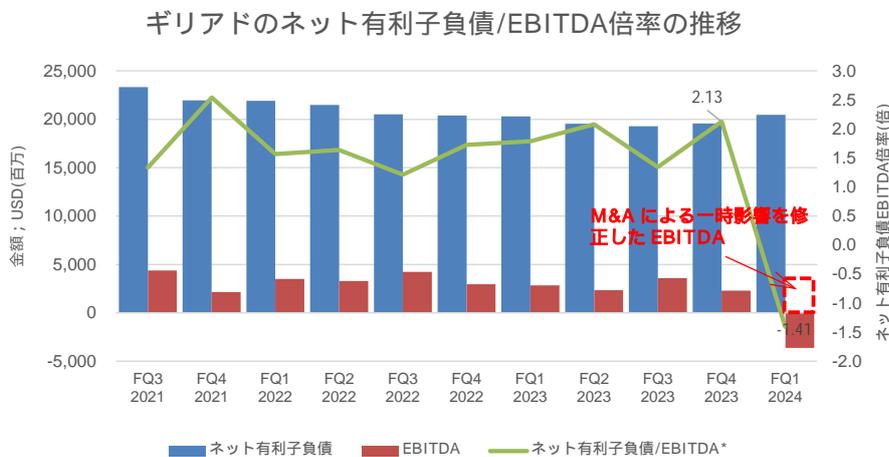
図表 17 ギリアド・サイエンシズの有利子負債と手元流動性の推移



出所: ギリアド・サイエンシズ開示資料より5バリューアセットで作成。

(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 ギリアド・サイエンシズのネット有利子負債/EBITDA 倍率の推移



出所: ギリアド・サイエンシズ開示資料より5バリューアセットで作成。

(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 ギリアド・サイエンシズ貸借対照表・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	FQ2 2022	FQ3 2022	FQ4 2022	FQ1 2023	FQ2 2023	FQ3 2023	FQ4 2023	FQ1 2024
	06/30/2022	09/30/2022	12/31/2022	03/31/2023	06/30/2023	09/30/2023	12/31/2023	03/31/2024
現金・現金同等物及びSTI	5,663	5,660	6,385	5,872	6,667	6,864	7,264	4,718
+ 現金及び現金同等物	4,739	4,699	5,412	4,936	5,704	5,705	6,085	4,718
+ 短期投資	924	961	973	936	963	1,159	1,179	0
在庫	1,493	1,463	1,507	1,576	1,633	1,664	1,787	1,853
その他流動資産	1,901	2,077	1,774	1,846	1,758	2,662	2,374	2,801
<b>流動資産総額</b>	<b>13,175</b>	<b>13,554</b>	<b>14,443</b>	<b>13,456</b>	<b>14,287</b>	<b>15,980</b>	<b>16,085</b>	<b>14,041</b>
固定資産純額	5,299	5,349	5,980	5,479	5,540	5,572	5,898	5,321
総長期投資	1,337	1,282	1,245	1,327	1,334	1,156	1,163	0
その他固定資産	43,059	42,372	41,503	41,614	41,176	39,665	38,979	36,930
<b>非流動資産総額</b>	<b>49,695</b>	<b>49,003</b>	<b>48,728</b>	<b>48,420</b>	<b>48,050</b>	<b>46,393</b>	<b>46,040</b>	<b>42,251</b>
<b>資産総額</b>	<b>62,870</b>	<b>62,557</b>	<b>63,171</b>	<b>61,876</b>	<b>62,337</b>	<b>62,373</b>	<b>62,125</b>	<b>56,292</b>
買掛金・未払費用	8,197	8,153	8,820	8,244	9,926	4,292	9,312	9,348
短期債務	1,021	2,270	2,384	2,283	4,037	1,793	1,923	3,667
その他流動負債	2	0	33	1	1	5,860	45	0
<b>流動負債総額</b>	<b>9,220</b>	<b>10,423</b>	<b>11,237</b>	<b>10,528</b>	<b>13,964</b>	<b>11,945</b>	<b>11,280</b>	<b>13,015</b>
長期債務	25,195	22,953	23,424	22,956	21,209	23,189	23,735	21,527
+ 買掛金	565	614	905	627	622	586	550	622
総長期投資	1,337	1,282	1,245	1,327	1,334	1,156	1,163	0
その他固定資産	43,059	42,372	41,503	41,614	41,176	39,665	38,979	36,930
<b>非流動負債総額</b>	<b>33,435</b>	<b>31,077</b>	<b>30,725</b>	<b>30,409</b>	<b>27,279</b>	<b>28,185</b>	<b>28,096</b>	<b>25,822</b>
<b>合計負債</b>	<b>42,655</b>	<b>41,500</b>	<b>41,962</b>	<b>40,937</b>	<b>41,243</b>	<b>40,130</b>	<b>39,376</b>	<b>38,837</b>
<b>純資産</b>	<b>20,215</b>	<b>21,057</b>	<b>21,209</b>	<b>20,939</b>	<b>21,094</b>	<b>22,243</b>	<b>22,749</b>	<b>17,455</b>
<b>総資本(負債+資本)</b>	<b>62,870</b>	<b>62,557</b>	<b>63,171</b>	<b>61,876</b>	<b>62,337</b>	<b>62,373</b>	<b>62,125</b>	<b>56,292</b>

[キャッシュフロー計算書]

キャッシュフローの状況	FQ2 2022	FQ3 2022	FQ4 2022	FQ1 2023	FQ2 2023	FQ3 2023	FQ4 2023	FQ1 2024
	06/30/2022	09/30/2022	12/31/2022	03/31/2023	06/30/2023	09/30/2023	12/31/2023	03/31/2024
営業活動によるキャッシュフロー	1,802	2,863	2,567	1,744	2,338	1,755	2,169	2,219
投資活動によるキャッシュフロー	-308	-713	-375	-826	-483	-229	-727	-2,207
フリーキャッシュフロー	1,659	2,706	2,386	1,635	2,199	1,633	1,954	2,114
財務活動によるキャッシュフロー	-1,003	-2,118	-1,554	-1,406	-1,101	-1,519	-1,099	-1,361
資金の純増減額	443	-40	713	-476	768	1	380	-1,367

出所: ギリアド・サイエンシズ開示資料より5バリュアセットで作成。

## 5. ギリアド・サイエンシズの信用格付、及び社債の投資評価

### [ポイント]

- ギリアドの信用格付は、Moody's から A3 格で「安定的」、S&P からは BBB+格で「ポジティブ」としており、今後のビジネスモデルの安定性を一定程度評価している。
- ギリアド・サイエンシズは競合他社に侵食されにくい安定したビジネスモデルを構築。
- 同社のビジネスモデルは、製薬会社の中でも長期的に安定しやすいと、弊社では考えている。こうした特性は長期間にわたる安定保有を前提に、同社の株式や債券への投資を行いやすい。
- 残存 15 年近辺 (2036 ~ 2041 年満期) の債券投資により、5.5%程度の利回りを目標とする債券投資に優位性。
- 配当利回りも 4.5%程度の同社株式にも、社債と同様に長期保有を前提とした場合に十分な投資価値がある。

本セクションでは、ギリアド社債の株式の長期安定保有を前提とした投資評価を行う(短期の株式売買は前提としない。)

### 信用格付けの状況と格付機関による評価

Moody's は A3 格、S&P は BBB+格と、ギリアドに債券投資に十分な投資適格としての格付けを付与

S&P は格付け見通しを「ポジティブ」に M&A 以降の債務圧縮により、調整後レバレッジは、既に「A-」相当まで改善

ギリアドの信用格付けは安定的に推移しやすく、中長期においても想定外の格下げが生じにくい

以下の図表 20 には、ギリアドの信用格付(発行体格付)を示した。ギリアドは Moody's から A3 格、S&P からは BBB+格と、発行体として債券投資に十分な投資適格としての信用力評価を受けている。同社の格付け見通しについて、Moody's は「安定的」としており、S&P では 2023 年 5 月にそれまでの安定的から「ポジティブ」に見通しを変更していた。

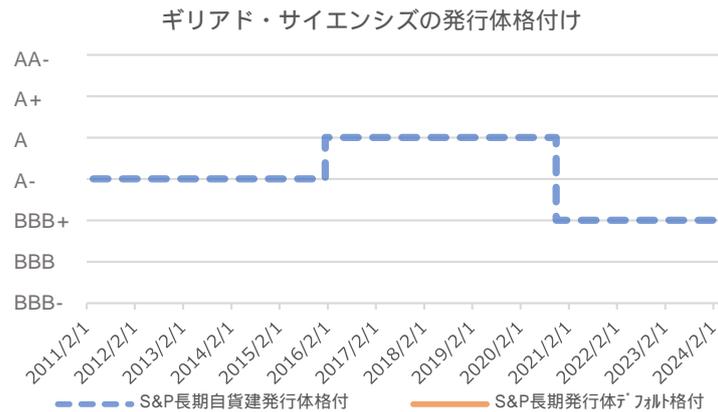
この背景として、S&P ではギリアドが 2020 年のイムノメディックス・フォーティーセブンの買収による財務レバレッジの拡大以降、債務削減を優先してきたこと、及び保守的な財務方針を優先していることを指摘している。S&P によれば、ギリアドの調整後レバレッジが、既に「A-」への格上げ基準である 1.8 倍を下回る水準まで低下していることを認識している一方、コロナ危機後における COVID-19 製品収益(Veklury)からの収益低下を見越した上で、見通しをポジティブにした一方で信用格付自体は BBB+に据え置いた。ただし、オンコロジー領域でのフランチャイズの力強い成長により、今後の信用力はさらに改善傾向を続けるとの見解を示している<sup>2</sup>。

以上の状況から、弊社ではギリアドの信用格付けは安定的に推移しやすく、中長期の債券保有においても想定外の格下げなどは生じにくいと評価している。

<sup>2</sup> “Gilead Sciences Inc. Rating Outlook Revised To Positive On Continued Deleveraging”, 2023/5/18, S&P Global

図表 20 ギリアド・サイエンシズの発行体格付け一覧(2024/5/14 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	2022/08/04	BBB+	2020/10/27	-	-
格付け見通し	STABLE	2022/08/04	POS	2023/05/18	-	-



出所: ギリアド・サイエンシズ開示資料より5パリュアセットで作成。

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 21、22 には、吉利アド・サイエンシズ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、2022 年後半以降、同社社債の信用スプレッドはタイト化傾向にあるにあり、最も償還までが遠いものでも 100bps ほどであった。

一方、同社社債スプレッドの期間構造については償還までの期間が 15 年くらいまで利回りは概ね増加し、それ以降は一定となっている。これは、同社のビジネスモデルや元利金の支払い能力が 15 年を超える長期期間では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。

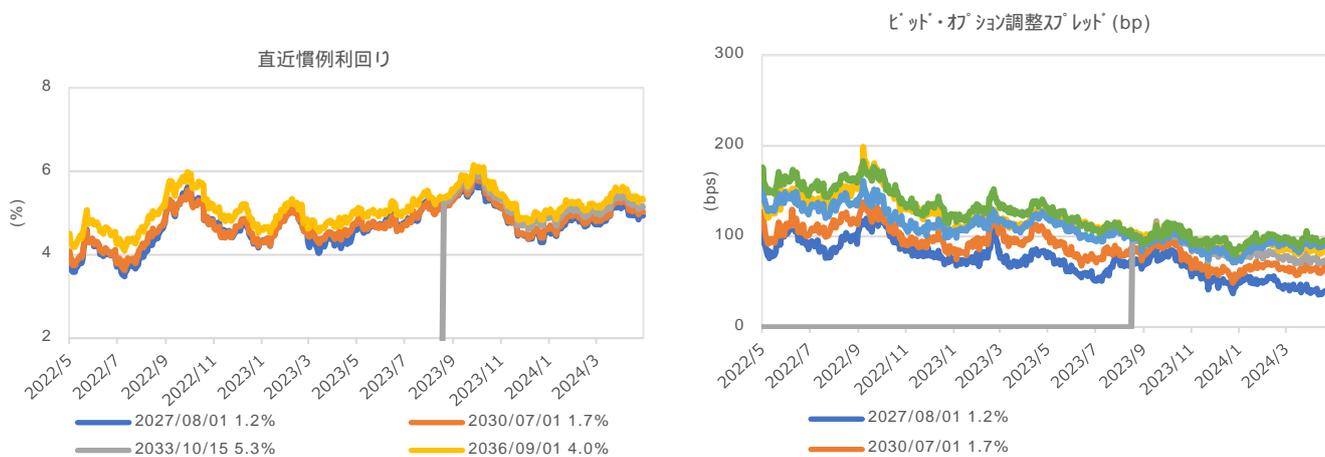
製薬業界の中で、相対的に、ビジネスモデルの安定性を読みやすい

図表 21 ギリアド社債の利回り/スプレッド例 (2024年5月21日時点)

日本語名	ISINコード	満期	First Call Dt	クーポン	通貨	残高	残高(米ドル換算)	S&P格付	劣後債	コール可能	発行国	直近慣例利回り	ミッド・オプション調整スプレッド (bp)	単価
ギリアド・サイエンシズ	US375558BX02	2027/10/1	2027/8/1	1.200	USD	750	750	BBB+	N	Y	US	4.94	36.8	88.6
ギリアド・サイエンシズ	US375558BY84	2030/10/1	2030/7/1	1.650	USD	1,000	1,000	BBB+	N	Y	US	5.03	61.4	81.8
ギリアド・サイエンシズ	US375558BZ59	2033/10/15	2033/7/15	5.250	USD	1,000	1,000	BBB+	N	Y	US	5.15	70.1	100.8
ギリアド・サイエンシズ	US375558BJ18	2036/9/1	2036/3/1	4.000	USD	750	750	BBB+	N	Y	US	5.32	82.9	88.2
ギリアド・サイエンシズ	US375558BS17	2040/10/1	2040/4/1	2.600	USD	1,000	1,000	BBB+	N	Y	US	5.48	89.2	69.1
ギリアド・サイエンシズ	US375558BK80	2047/3/1	2046/9/1	4.150	USD	1,750	1,750	BBB+	N	Y	US	5.58	93.9	81.7
ギリアド・サイエンシズ	US375558CA99	2053/10/15	2053/4/15	5.550	USD	1,000	1,000	BBB+	N	Y	US	5.51	93.3	100.5

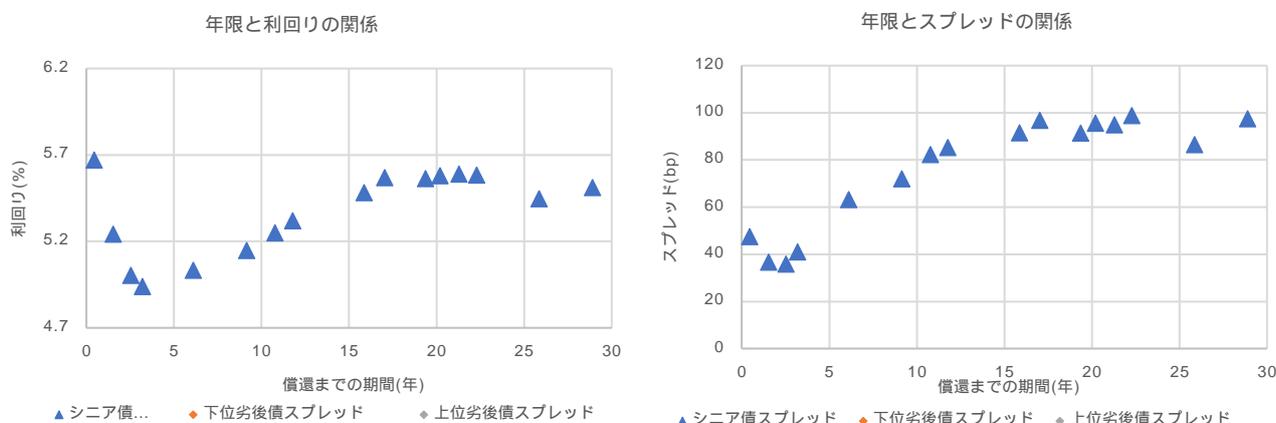
出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成。

図表 22 ギリアド社債のスプレッド・利回りの推移



出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成。

図表 23 ギリアド社債の利回り/スプレッド・カーブ(2024年5月21日時点)



出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成。

### 同社社債の投資評価

ギリアド・サイエンシズは競合他社に侵食されにくい安定したビジネスモデルを構築

同社のビジネスモデルは、製薬会社の中でも長期的に安定しやすいと、弊社では考えている。こうした特性は長期間にわたる安定保有を前提に、同社の株式や債券への投資を行いやすい

残存 15 年近辺 (2036 ~ 2041 年満期) の債券投資により、5.5% 程度の利回り为目标とする債券投資に優位性

配当利回りも 4.5% 程度の同社株式にも、社債と同様に長期保有を前提とした場合に十分な投資価値がある

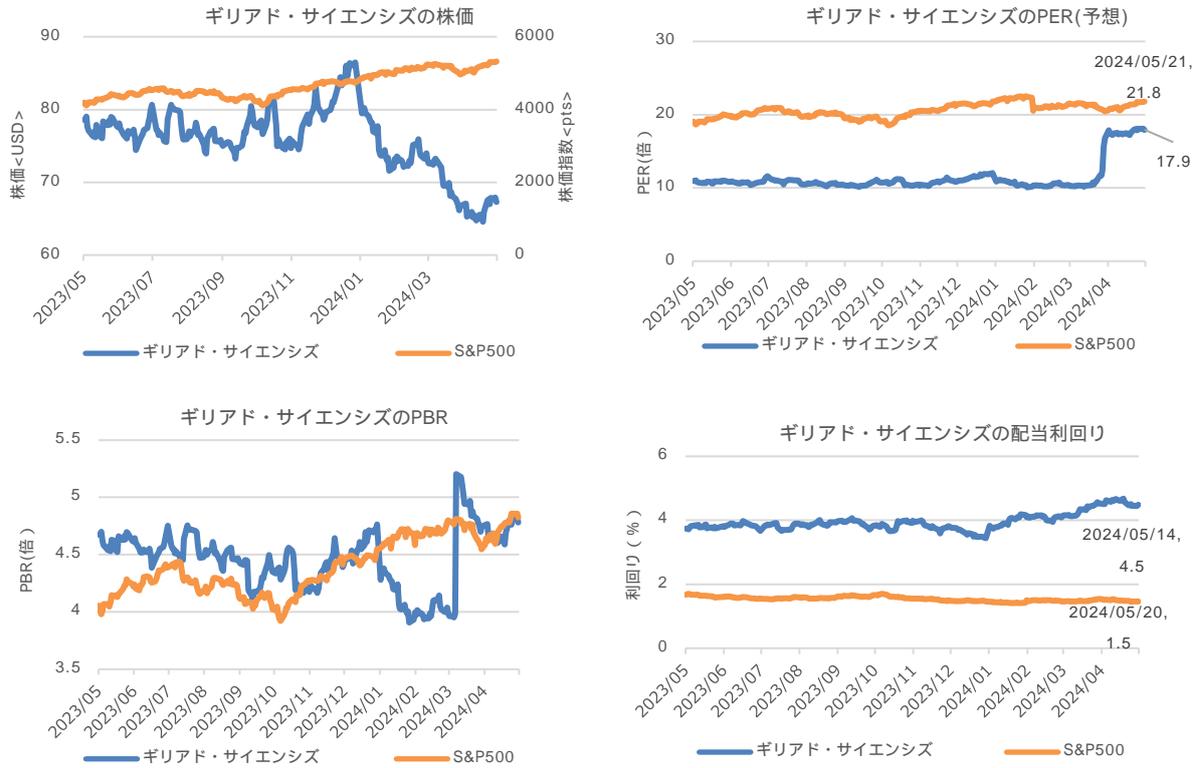
ギリアド・サイエンシズは感染症を主要疾患領域とし、同分野で高い市場占有率を有している。中でも、HIV 感染症に対する対処薬において、独占的な地位を有する。HIV は感染後に同対処薬の投薬を継続することで発症を抑えることが出来る。一方で、発症した場合の致死率は高いため、一旦感染した患者は生存する限り、継続的に同対処薬の購入と投薬を継続しやすい。こうした状況から、ギリアド・サイエンシズは競合他社に侵食されにくい安定したビジネスモデルを構築している。また、糖尿病薬などの大衆薬とは異なり、患者が限定されやすいことから、アメリカのインフレ対策法により導入された、薬価交渉制度などによる強制的な販売単価の減額対象となりにくいとも考える。

これらの状況から、同社のビジネスモデルは、製薬会社の中でも長期的に安定しやすいと、弊社では考えている。こうした特性は長期間にわたる安定保有を前提に、同社の株式や債券への投資を行いやすいことを意味する。ただし、年限と利回りのバランスを考えれば、残存 15 年近辺 (2036 ~ 2041 年満期) の債券投資により、5.5% 程度の利回り为目标とする債券投資に優位性があると、弊社では考える (2024/5/22 時点)。

一方、直近の決算を受けギリアド・サイエンシズの株価は大きく下落した。しかし、一過性の影響が多く、同社のビジネスモデルの安定性から、FY2024 以降の利益構造は再度安定化しやすいと弊社では考える。こうした前提に立てば、利益の一時的な低下に伴う PER の上昇を織り込んでも S&P500 に比べ割安感が残り、さらに配当利回りも 4.5% 程度と S&P500 平均の約 1.5% を大きく右回る水準にある (図表 24)。よって、同社株式にも、社債と同様に長期保有を前提とした場合に十分な投資価値がある、と弊社では考えている。

以上

図表 24 ギリアド株式の投資指標推移



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成。

## 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。)</p> <p>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(<a href="https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx">https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx</a>))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。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&amp;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&amp;P グローバル・レーティング(以下「S&amp;P」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&amp;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&amp;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(<a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/index">https://www.spglobal.com/ratings/jp/index</a>)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」(<a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered">https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered</a>)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&amp;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はなく、債務の市場流動性や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&amp;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のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&amp;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、デュデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、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。)</p> <p>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(<a href="https://www.fitchratings.com/ja">https://www.fitchratings.com/ja</a>)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(<a href="https://www.fitchratings.com/ja/regulatory">https://www.fitchratings.com/ja/regulatory</a>)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、同一カテゴリー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留意ください。

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	<b>5 バリューストック株式会社</b>
	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
J トラストグローバル証券株式会社	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 35 号
	加入する協会：日本証券業協会

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。

(202405\_159) (2016年5月) 0390900204

**【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。

(202405\_159) (2016年5月) 0390900204