

グローバル・エクイティ・オブザーバー

# ヘルスケア・セクターにおける複利のような利益成長

アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ | インターナショナル・エクイティ運用チーム | インベストメント・インサイト | 2019年9月

ヘルスケアのウェイトが高まる中、私たちはこのセクターについてどう考えているかを分かち合うべきだと考えました。ヘルスケア企業では他のセクターと同様、理想としては、継続的に高い投下資本利益率と予測可能な長期的成长を求めていきます。

資本利益率の高いヘルスケア企業が不足しているわけではありません。高齢化や新興市場での医療アクセス改善といった構造的な成長ドライバーに加えて、製品の一般的な非裁量性(特定の製品が必要不可欠である事)を考慮すると、予測可能な方法で成長できる企業はたくさんあるはずです。次ページの図に示すように、ヘルスケアは現在、投下資本利益率が2番目に高く、過去20年間でEPSが最も速く、最も低いドローダウンで伸びています。これは幸先の良い出発点ですが、以下で詳しく論じるように、いくつかの問題を避けられません。

### 特許およびジェネリック:

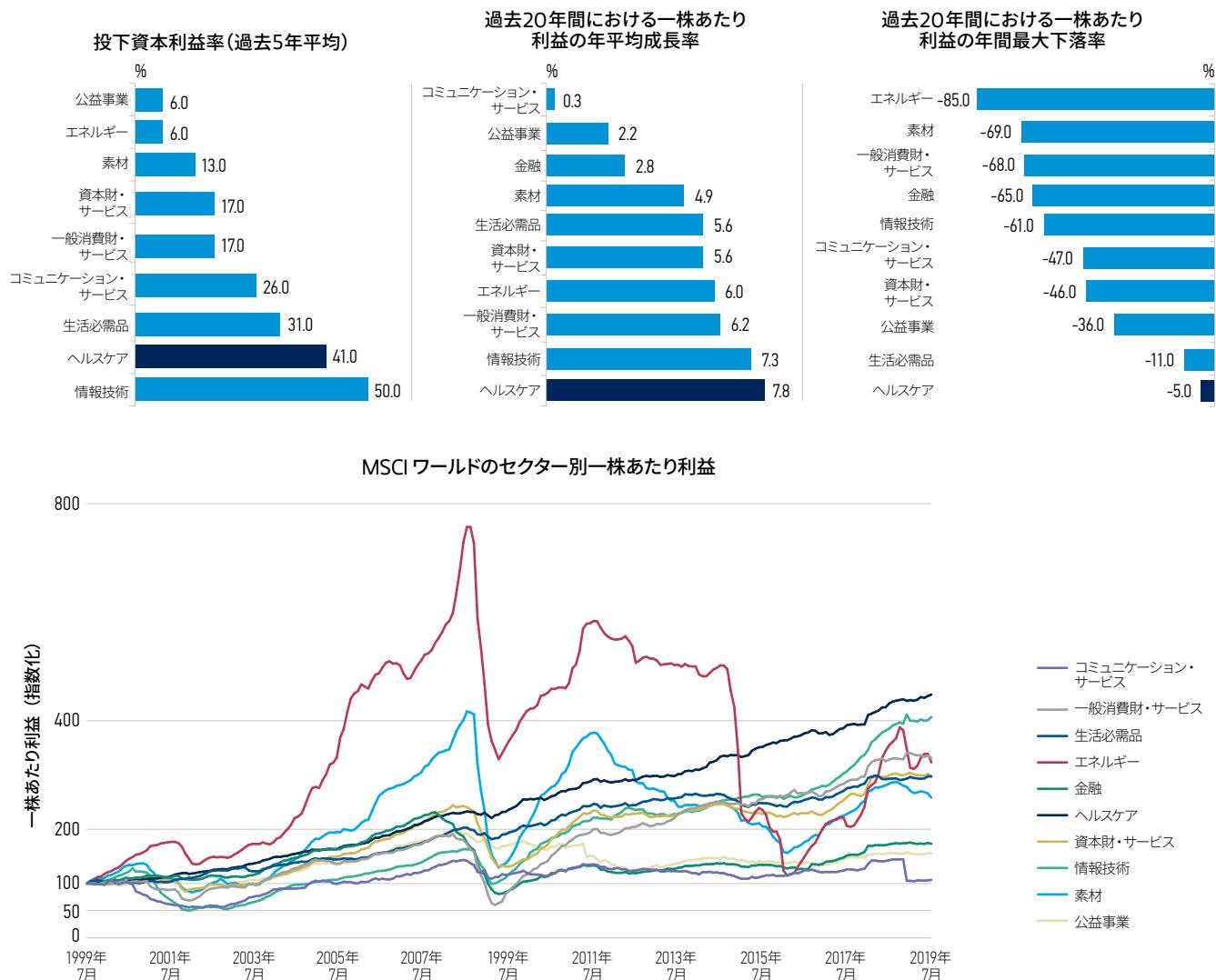
MSCIワールド・ヘルスケア・インデックスの半分以上は、製薬企業とバイオテクノロジー企業から構成されており、高いリターンは通常、特許保護の結果です。特許を取得した医薬品で10年程度は巨額の収益を上げることは可能ですが、特許が切れると、一般的にジェネリック医薬品との競争によって売上高、利益が圧迫されます。これらの失われた売上を補う製品ラインがなければ、企業は成長するのに苦戦し、業績は悪化するでしょう。製薬会社は、売上高のかなりの部分を生産的なパイプラインを確保するために費やすかもしれません、医薬品開発は長いプロセスであり、本質的に予測不可能です。研究開発(R&D)部門の生産性が他の企業よりも高い企業もありますが、過去10年間にわたって

筆者



MARCUS WATSON  
エグゼクティブ・ディレクター

「1株あたり利益(EPS)で見た場合、ヘルスケアは過去20年間で最も急速に成長し、最低のドローダウン(一時的下落率)となりました。」



出所: Morgan Stanley Investment Management, FactSet, 2019年8月31日

生産性を維持してきた企業が、今後10年間にわたって生産性を維持するかどうかを評価するのは非常に難しいのです。

### 単一薬品会社:

企業が少数の医薬品に依存している場合に上記の問題は大きくなり、多くの製薬会社、特に成長性の高いバイオ企業に影響を及ぼしています。予期せぬ競争や安全性の問題は、個々の医薬品に壊滅的な影響を及ぼす可能性があります。適切に薬品を分散しなければ、その影響は悲惨なものになります。

### 政府の介入:

薬価をめぐっては、米国を中心に大きな論争が繰り広げられています。政治家は長年にわたって、世界のどこかで見られる水準まで価格を引き下げる方法を模索してきましたが、その成功はきわめて限られたものでした。我々は、劇的なことを達成するのは難しいと考えています。あるとすれば、税金使用を抑える高額な単一支払者システムへの移行でしょうか。にも拘わらず、米国

での医薬品販売は容易にはなっていません。政府及び民間市場のイニシアティブの組合せが、この状況の継続を強めると我々は懸念しています。

### 価格圧力:

製薬会社以外では、特許／パイプラインのリスクは著しく減少しますが、その他の問題が存在します。単一製品の会社は依然としてリスクにさらされている可能性があります。特に、価格低下圧力はしばしば蔓延しています。価格低下圧力の問題点は、現状維持のために走り続けなくてはならないことです。価格や販売数量の小さな変化は、許容可能なレベルのオーガニック(本業)成長を急速に失速させ、複利化の可能性を損なうことがあります。

我々は、価格圧力を受け難いか、少なくとも販売数量と価格の力学から、我々が長期的なオーガニック成長の見通しに非常に自信を持てる企業を求めています。

## 「需要が変動する機器を販売する企業ではなく、消耗品を販売する企業を強く選好します。」

### **周期性:**

経常的な収入が見込まれることから、需要が変動する設備機器ではなく消耗品を販売する企業を強く選好し、具体的にどのような消耗品を販売しているか、注目しています。病院の治療作業の一部は他の作業よりもはるかに選択的なものであり、結果として、消耗品の量が変動する傾向があります。たとえば、美容整形手術の回数は、心臓手術の場合よりも不況の影響を受けると考えられます。

### **当運用チームの戦略:**

先に述べたように、高くて継続的な投下資本利益率と予測可能な成長を背景として恩恵を受けながら、上記の落とし穴を可能な限り回避するよう努めています。よくあることですが、当運用チームはほとんどの時間を、何が収益の継続性と成長の予測可能性を脅かすのかを調査しています。いつものように、我々は優れた経営と合理的なバリュエーションを求めます。

予想されるように、当運用チームの厳しい投資基準を満たす企業の数は限られていますが、幸いにも過去数年間で増加しています。当運用チームのグローバル・ポートフォリオで保有するヘルスケアの4銘柄は、スピンドルを通じて最近変化しました。一つのケースではスピンドルで望ましい資産を獲得し、他の三つのケースでは弱い部門がスピンドルされ、潜在的に素晴らしい3社が残りました。この後でも、あるケースでは合理的なバリュエーションになるまで辛抱強く待ち、別のケースではリターンの変革をもたらすために経営陣の入れ替えが必要とされ、さらに別のケースでは買収を通じて一部事業の多角化の水準が改善された後、最終的に投資可能となりました。

説明が抽象的になりすぎることを避けるため、素晴らしい企業を見つけた業種の例を以下に示します。

**動物医療関連** – 動物向け医薬品の販売には、高収益や予測可能な成長など、従来の医薬品販売における利点のすべてが備わっています。さらに、動物医療企業は大きく多角化を進めることができます。実際、研究開発の成果は従来の医薬品よりもはるかに予測可能ですが、最大の利点は、特許の期限切れとジェネリック医薬品の脅威にさらされる部分が非常に限られていることです。重大なことですが、この状況は継続しそうです。

**診断関連** – この業種の企業は、さまざまな種類の診断テストを実行するために、大量の機器を販売しています。顧客にとって機器のコストは比較的低いため、価格競争の範囲は限られています。

診断関連企業の収益性は、各テストに必要な消耗品からもたらされます。これは通常、長期契約で提供され、結果として非常に予測可能です。機器が設置されている事が重要で、市場シェアも非常に安定している傾向があります。設置ベースの重要性を考慮すると、市場シェアも非常に安定している傾向があります。

**病院用品** – 注射器と点滴液の販売は、大きなビジネスには聞こえないかもしれません、参入障壁は非常に高いです。製品の品質と供給の信頼性は病院にとって絶対に不可欠であり、これに対する評判を得るのは非常に困難です。高い評判がなければ、病院に自社製品の採用を説得することは非常に困難です。

その結果、価格競争に必要な規模を達成することはほぼ不可能になります。

## 「製品の品質とビジネス慣行に関するガバナンスは、このセクターにとって決定的です。」

製品の品質とビジネス慣行に関するガバナンスは、このセクターにとって決定的です。装置の安全性、医薬品の価格設定、抗生物質やその他の環境面で危険な物質による水系の汚染などの問題はすぐに、ヘルスケア企業にとって、評議、業務、規制上の問題になり得ます。ESG（環境、社会、ガバナンス）に関する我々の統合された取り組みは、ヘルスケア企業の経営陣が重点的に対処すべき主要なリスクと機会を特定することを目的としています。社会はますます、そのような組織が社会的責任感を持って活動し、研究開発や科学技術を世界の健康と飢餓のニーズに対処するために使用することを要求しています。

ざっと見たところでは、高クオリティのヘルスケア事業は世界のどこよりも米国に集中しており、それらの銘柄ははるかに合理的なバリュエーションになっています。米国外でも優れた企業はありましたが、その数は少なく、株価下落リスクを回避出来る水準のバリュエーションの企業を見つけるのは全般的に苦労しています。

### **医薬品銘柄への投資:**

特許とパイプラインに関する上記の議論と、米国での医薬品価格設定に対するこれまでにない厳しい環境の見通しを念頭に置くと、我々のグローバル・ポートフォリオの一部に多くのよく知られた製薬会社が見られることは驚きかもしれません。

これらの企業は医薬品を販売していますが、消費者向けの健康関連製品、ワクチン、動物用医薬品、農作物関連、診断関連などのビジネスが売り上げのかなりの部分を占めています。保有銘柄の一つである大型株は、消費者向けの健康関連製品とワクチンの合計が売上高のほぼ50%に上ります。さらに、成熟した医薬品

の製品群があるため、医薬品ビジネスであっても、特許の失効と米国における価格設定という二つのリスクを回避することが可能です。たとえば、別の保有銘柄では抗凝血剤を販売していますが、特許が失効してから長期間が経過したものの新興国市場で売上高が10億ユーロを超え、8.8%の成長を遂げています。特定の希少疾患の治療に使用されるような特定の種類の医薬品もあります。この場合、特殊な理由により、特許の有効期限が切れた後でも比較的底堅い販売となっています。我々の戦略は、医薬品企業に通常伴うリスクを限定的なものとしますが、それらを完全に

回避することはできません。それにもかかわらず、バリュエーションは、とったリスクに見合う以上の見返りが感じられる水準です。我々がヘルスケア・セクターのウェイトを増加させたことは、一部の企業が当運用チームの厳しい組み入れ基準に達したことを反映しています。つまり、そうした銘柄は、我々が求めている継続的に高い投下資本利益率を生み出すために必要な特性を備えており、そうすることで、質の高いコンパウンダーとしての資格を得ています。

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものであります。本書と原文(英語版)の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書はグローバル・フランチャイズ運用戦略に関する情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示書類ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることもあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

## 重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、弊社は、本投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

### 1. 投資一任契約の概要

投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれを引き受けます。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

### 2. 元本損失が生ずることとなるおそれ

受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。

### 3. 投資一任契約締結に際しての留意事項

受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

#### リスクについて

当運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従って、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カントリーリスク等のリスクを伴います。

#### 費用について

##### 投資一任契約に基づいて直接投資をする場合の費用

###### 投資顧問料率

25億円までの部分に対して	0.880% (税抜 0.800%)
25億円超50億円までの部分に対して	0.825% (税抜 0.750%)
50億円超100億円までの部分に対して	0.770% (税抜 0.700%)
100億円を超える部分に対して	0.715% (税抜 0.650%)

※ 表記の料率は年率表示です

※ 上記以外に投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合の報酬体系は上記と異なる場合があります

※ 契約資産の性質・運用方法等により、お客様と協議の上、最低受託額、受託額及び投資顧問料率を別途取り決めることができます

※ 税込料率は法律に定められる税率が適用されます

また、投資一任契約に基づく組入資産の売買手数料、保管費用等をお客様にご負担いただきます。(当該手数料等につきましては、運用状況等により変動するため、事前に料率やその上限額等を表示することができません。)

#### 最低受託金額

効率的な運用を実現するという観点から、個別口座の最低受託金額を50億円と設定しております。

#### 《ご注意》

上記に記載している費用項目につきましては、一般的な投資一任契約を想定しております。受託資産の運用に係るリスクや費用については、投資一任契約を締結する際に、事前に契約締結前書面をご覧ください。

#### 投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合の費用

組入れ予定の投資信託は、弊社がお客様と締結する投資一任契約に基づいて投資を行うための専用ファンドであり、当該目的での利用に限定しております。

#### 投資顧問料率

一律 0.825% (税抜 0.75%)

組入れる投資信託で弊社が運用報酬を受領する場合、上記料率から控除して投資顧問報酬額を算出します。

- 組入れ予定の弊社設定投資信託から弊社が受領する運用報酬はございません。したがって、投資顧問報酬額は上記の年率 0.75% (税抜) で計算されます。
- 表記の料率は年率表示です。
- 契約資産の性質・運用手法等により、お客様と協議の上、別途報酬額を取り決める場合があります。
- 税込料率は法律に定められる税率が適用されます。

#### 投資信託にかかる費用

信託報酬 年率 0.055% (税抜 年率 0.05%)

内、委託者報酬 (運用報酬) ありません

信託財産留保 (相当) 額 基準価額に 0.20% を乗じた額 (解約時)

- 販売手数料はございません
- 当該投資信託に関する以下のその他の費用を、投資信託財産で間接的にご負担いただきます
- 組入有価証券を売買する際に生じる取引費用
- 外貨建資産の保管費用
- 信託事務の処理に要する諸費用
- 受託会社の立替えた立替金の利息
- 投資信託財産に関する租税
- 投資信託財産に係る監査報酬
- 法律顧問に対する報酬
- 投資信託約款および受益者に対する報告書の作成、印刷および交付に係る費用
- 公告および投資信託約款の変更および解約に関する書面の作成、印刷および交付に係る費用
- 投資信託振替制度に係る手数料および費用等

(上記その他の費用については、当該投資信託の運用状況等により変動するため、事前に料率やその上限額等を表示することができません)

上記投資顧問報酬 (0.75%) と上記投資信託の信託報酬 (0.05%) の合計は、0.80% (年率、税抜) となります。

#### モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第410号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています

[www.morganstanley.com/im/jp](http://www.morganstanley.com/im/jp)