



2009年2月13日

《執筆者》

松田 一敬
伊藤 勝彦

《キーワード》

ファイザー
ワイス
企業買収

ワイス社を 680 億ドルで買収

■今後、厳しい評価にさらされる M & A

2009年の年が明けた1月4日、製薬業界最大手の米国ファイザー社の最高経営責任者である Jeff Kindler 氏が、「財務の健全性を改善する策として、新たに、競合する大手の競業他社を買収する用意もある」と英フィナンシャル・タイムズ紙がおこなった取材で明らかにした。さらに Kindler 氏は、「真の目的は、売上げを伸ばすことだ。ファイザー社は事業機会を常に受け入れる用意があり、大、中堅企業、ベンチャー企業、会社の規模を問わず検討している」と述べている。そして、機関投資家の間で噂される候補の筆頭が、バイオ企業の雄、米アムジェン社であった。過去2桁成長を続けてきたアムジェン社であるが、2008年の売上げは、148億ドルと辛うじて前年を維持した。一方、投資家は、この買収は、ファイザー社にとって生物製剤分野への事業拡大を強化でき、手薄のがん領域パイプラインを一機に補充できる。特に大型新薬の呼び声の高いデノスマブには、将来の成長けん引役が明確であると考えていたのだ。2009年中にデノスマブを閉経後の骨粗鬆症の治療薬として承認申請を提出、その後がんにも適応症を拡大する計画。デノスマブのピーク時には50億ドルが証券アナリストの平均売上予想値だ。

■ファイザー社、大型買収の買収相手は米ワイス社

しかし、2009年1月23日に The Wall Street Journal によって、製薬最大手のファイザー社の最終交渉相手が、同じく米国に本社を置く業界12位のワイス社であることが報じられた。ワイス社であれば、2007年8月にも買収の噂が流れている。その時はワイス社が提出した抗うつ薬候補品の Pristiq（製品名、一般名：desvenlafaxine）と統合失調症治療薬候補品 bifeprunox の申請について、FDAから承認できないとの判断を受けた時期に当たる。これらの失敗で、ワイス社の株価は短期間に19%も下落してまった。買収の評価としては「安い買い物」という肯定派と「弱いワイス社」という否定派に株式市場は別れた。ただし、ワイス社の生物学製剤の価値を高く評価した証券アナリストがいたことも事実だ。

その週明け26日、ファイザー社の2008年決算の日、ファイザー社とワイス社は、ワイス社を680億ドルで買収することで合意—絶妙のタイミングでの一連の報道は、仕組まれたとしか言いようがないのだが—したことを発表

当レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。当レポートに含まれる情報は、その表現および意見も含め、弊社が信頼できると判断したデータによるものでありますが、その正確性及び完成度を保証するものではありません。当レポートに含まれる、意見および予測は発行日における弊社の判断によるものであり、通知なしに変更になる場合があります。当レポートのいかなる内容、部分も一切の権利は株式会社 HVC に帰属します。いかなる目的でも無断で複製、転送などは行なわないようお願い申し上げます。

◆当レポートに関するお問い合わせ先：
株式会社 HVC HVC Business Reports 係 Email : report@hokkaido-vc.com

した。実現すれば、製薬業界では2000年に英グラクソ・ウエルカム社が英スミスクライン・ビーチャム社を760億ドルで買収して現在のグラクソ・スミスクライン社が誕生したとき以来の大型買収となる。

プレミアは29%

■買収スキーム

買収スキームの概要であるが、ファイザー社は、ワイス社の株主に対して同社株1株当たり現金33ドルとファイザー社株0.985株、合わせて50.19ドルで買い取る。この買取り金額は、The Wall Street Journalのファイザー社ワイス社間の買収を報じた前日の22日のワイス社株価の終値を29%上回る水準となっている。買収資金として、手元資金のほか、借入れで賄う。この借入れに応じたのは、ファイザー社の金融アドバイザーである米ゴールドマン・サックス・グループ、バンク・オブ・アメリカ、JPモルガン・チェース、シティグループ、英バークレイズ傘下のバークレイズ・キャピタルの5社。それぞれ45億ドル、計225億ドルをファイザー社に融資することで合意した。ただし、融資条件は厳しい。ファイザー社の格付けがA2/A 長期的安定/安定およびA1/P1 短期格付けを下回った場合、金融各社は融資することを保留できる。この場合、ファイザー社はワイス社に45億ドルの違約金を支払わなければならない。この違約金は、過去の基準に比べ非常に高額。最悪の今の市場環境下での融資を絡めた買収手法の難しさを浮き彫りにしている。ファイザー社は格付け水準を維持するために、四半期配当を、10-12月期の32セントから半減させる予定だという。これによって同社は支出を四半期当たり10億ドル抑えることができる。

成長性が見えないワイス買収

■買収評価

今回の合併をどのような評価したらいいのだろうか。ファイザー社がワイス社を買収すると、2008年の売上げの単純合算では、428億ドルから712億ドルとなる。しかし、2011年に訪れるリピトール特許期間満了のマイナスのインパクトは拭えない。現状のワイス社に高い成長性が見いだせないからだ。仮に現状と同等の利益を稼ぎ出すためには新会社の年間コストを約40億ドル節減させなければならない計算になる。しかし、投資家に対して、コスト削減をいくら言っても、新会社の成長性を期待させるのは困難と考えた方がよいようだ。

ワイス社の主要製品の2008年売上げは、抗潰瘍剤Protonix(pantoprazole)が、2007年売上げ19億1100万ドルから8億600万ドルに大きく下げた。ゾシン(ピペラシリン/タゾバクタム配合剤)は2008年末、さらに37億9300ドルのEffexor(venlafaxine)は、2009年で欧州、2010年に米国で特許保

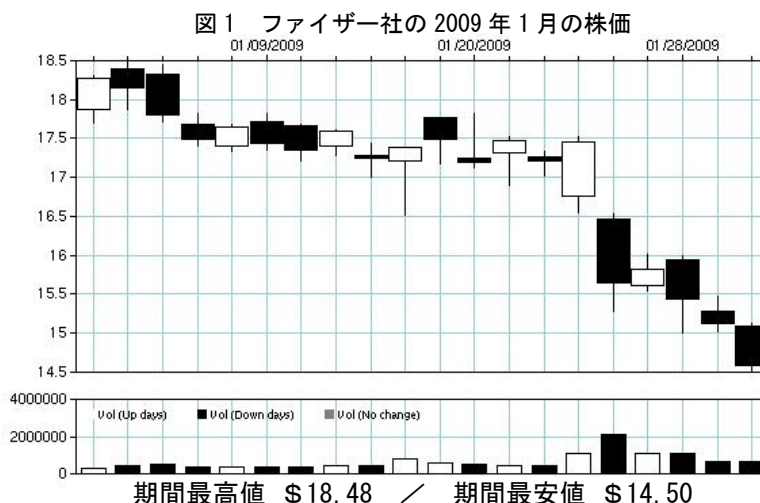
当レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。当レポートに含まれる情報は、その表現および意見も含め、弊社が信頼できると判断したデータによるものでありますが、その正確性及び完成度を保証するものではありません。当レポートに含まれる、意見および予測は発行日における弊社の判断によるものであり、通知なしに変更になる場合があります。当レポートのいかなる内容、部分も一切の権利は株式会社HVCに帰属します。いかなる目的でも無断で複製、転送などは行なわないようお願い申し上げます。

◆当レポートに関するお問い合わせ先：
株式会社HVC HVC Business Reports 係 Email : report@hokkaido-vc.com

護期間が切れ、過去、会社を支えてきた薬剤のピークアウトは目の前に迫っている。

一方、成長期にある製品をみると、世界売上製品 5 位のエンブレム（エタネルセプト）は、依然好調、世界初の乳幼児向け侵入性肺炎球菌感染症予防ワクチン **Prevnar** も独壇場である。新薬としては、進行性腎細胞がんの第一選択の治療薬として **Torisel**（一般名：テムシロリムス）が 2007 年 5 月米国で、同年 11 月には、欧州で承認されている。2008 年 2 月、**Effexor** の後継品である大うつ病治療薬 **Pristiq**（一般名：desvenlafaxine）が米国で承認、しかし、追加臨床試験を必要との当局の判断によって欧州での申請は取り下げた模様。先行品 **Effexor** のピーク時売上げの半分程度にとどまると予想している。2008 年 4 月には、米国が、オピオイド誘発性便秘治療薬 **RELISTOR**（methylnaltrexone bromide）を承認、同年 7 月には、欧州でも承認を得ている。これもブロックバスターにはとどかない中型製品と考える。

パイプラインでは、2007 年 12 月から中度から軽度のアルツハイマー病の患者を対象としたフェーズⅢ試験を開始した **bapineuzumab**（開発番号：AAB-001）に注目が集まる。乳幼児向け 13 価肺炎球菌結合型ワクチンは、**Prevnar** の後継品である。両候補品が上市に成功すれば、ピーク時売上げは 4000 億円超になると予想している。骨粗鬆治療薬候補 **ビビアント**（バゼドキシフェン）も加算製品候補だが、承認が遅れている。したがって、このように状況を鑑みると、ベストシナリオでも成長は微増にとどまってしまう。実際、買収の正式発表後、ワイス社株は上昇、一方、ファイザー社株は下げている。買収後の成長性を説明できていない結果だ（図 1、2）。

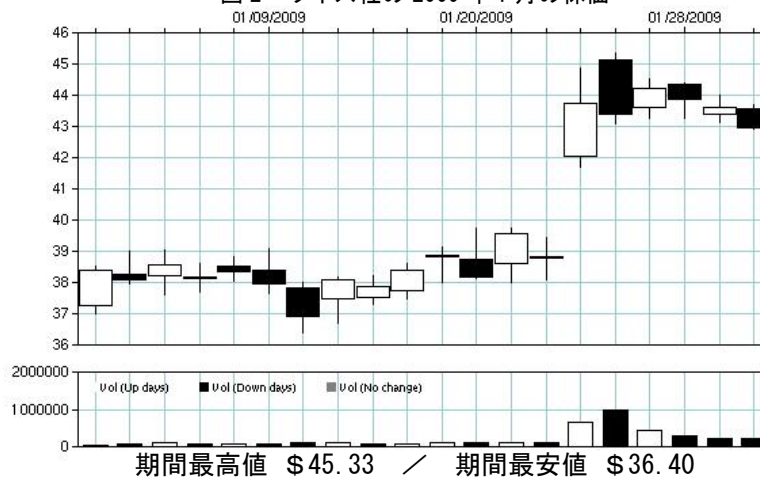


出典：Dow Jones & Company のデータを基に HVC が作成

当レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。当レポートに含まれる情報は、その表現および意見も含め、弊社が信頼できると判断したデータによるものでありますが、その正確性及び完成度を保証するものではありません。当レポートに含まれる、意見および予測は発行日における弊社の判断によるものであり、通知なしに変更になる場合があります。当レポートのいかなる内容、部分も一切の権利は株式会社 HVC に帰属します。いかなる目的でも無断で複製、転送などは行わないようお願い申し上げます。

◆当レポートに関するお問い合わせ先：
株式会社 HVC HVC Business Reports 係 Email : report@hokkaido-vc.com

図2 ワイス社の2009年1月の株価



出典：Dow Jones & Company のデータを基に HVC が作成

企業の立て直しは、研究開発の効率化

■買収後の正しい戦略

投資家は以前のような成長性のあるファイザー社であることを期待している。今回の買収は、成長性につながる根本的な解決策が示されていない。

ファイザー社の近年の歴史をひも解くと興味深い。1991年から2001年までCEOを務めたWilliam C. Steere, Jrは、1990年代にかけて多数の大手医薬品企業が合併に走ったとき、あえて、毎年、数十億ドルの資金を新薬開発に注ぎ続けた（巻末資料参照）。

多額な投資によって収益は何年間も低迷状態を続け、市場からはひどく批判を受けている。しかし、その成果が1995年から実を結んでくるのだ。ブロックバスターのノルバスク（amlodipine besylate）、ジスロマック（azithromycin）、ゾロフト（sertraline hydrochloride）、バイアグラ（sildenafil citrate）という存在感のある自社創製品を上市。さらに、アリセプト（donepezil hydrochloride tablets/エーザイ）、セレブレックス（celecoxib/旧ファルマシア）、リピトール（atorvastatin calcium/旧ワーナーランバート）などの大型製品の導入までも成功する。William C. Steere氏は、経営者としての最終ゴールとして、当時、成長が著しかった旧ワーナーランバートの買収を1999年末に示唆する。そして、2000年に両社の経営をWilliam C. Steere氏が取り、2001年にはCEOと会長職を引退する。その後、CEOを引き継いだのが、あのHank McKinnell氏である。就任後、2003年にスウェーデンのファルマシアを買収するなど拡大路線をとって、ファイザー社を世界トップの製薬企業とした。しかし、莫大な研究開発費を投じたものの、Steere氏の時代が作り上げた大型製品群後継品を出すことできなかった。そして、予定

当レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。当レポートに含まれる情報は、その表現および意見も含め、弊社が信頼できると判断したデータによるものでありますが、その正確性及び完成度を保証するものではありません。当レポートに含まれる、意見および予測は発行日における弊社の判断によるものであり、通知なしに変更になる場合があります。当レポートのいかなる内容、部分も一切の権利は株式会社HVCに帰属します。いかなる目的でも無断で複製、転送などは行わないようお願い申し上げます。

◆当レポートに関するお問い合わせ先：
株式会社HVC HVC Business Reports 係 Email : report@hokkaido-vc.com

よりも2年も早く退いてしまう。その退職パッケージが数百億円で話題となったことは記憶に新しい。2006年、McKinnell氏から引き継いだ現CEOのJeff Kindlerもリピート後継品トルセトラピブの開発に失敗する。そして、今回のワイス社との合併に行き着くのだ。このように自社製品の創製によって経営基盤を固めてから、成長の方策を追求したSteere氏、豊富な資金を合併に使うも医薬開発に失敗したMcKinnell氏。

このように先人の経営者2人を比較すると、今後のKindler氏取るべき戦略は、自ずと判ってくる。如何に研究開発の生産性を高めるよう新会社を運営するかだ。ファイザー社は、この買収によってワクチン、生物医薬品分野での地位の強化につなげることができる。しかし、ワクチン事業に成功したワイス社の経営陣は会社を去ってしまう。経験豊富で、ワクチン事業に精通した中心人物不在の中でファイザー社は未知な分野を育てあげなければならない。勿論、自社の研究所の活性化も含めてだ。まさにCEOの手腕が問われるところだ。

クルーセルの買収は
白紙に

■合併で失ったクルーセル社の価値

2009年1月26日、オランダのバイオテクノロジー企業のクルーセル社は、ワイス社によるクルーセル社の買収交渉が打ち切られたと発表した。同月7日にはクルーセル社はワイス社と友好的に合併交渉をしていると発表したばかりだった。クルーセル社はPER.C6のセルラインを保有、その基本技術の評価が高く、独立を維持できている数少ないワクチンメーカーの一つである。

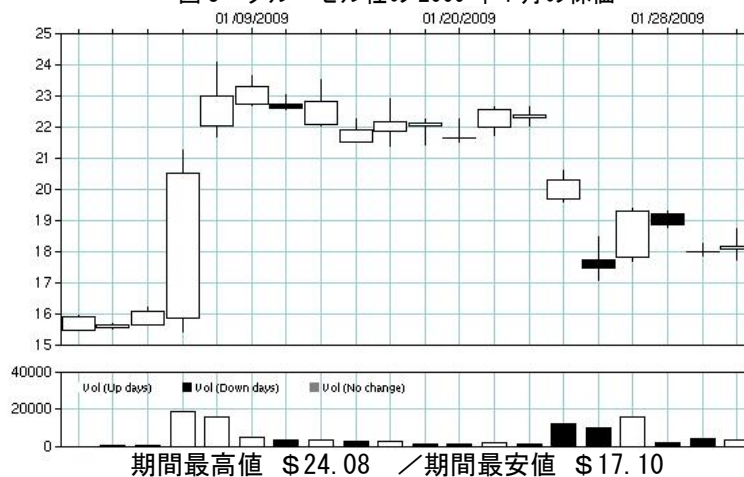
マラリア、HIVに対するワクチンなど9種類の感染症ワクチンを開発。技術提供は約100社余りにおよぶ。メルク社、サノフィ・パスツール社、ノバルティス社、メディミュン社等とは戦略的パートナーとしての関係にある。当社の株価は、交渉が報じられた7日から上昇したが、交渉中止が発表されると下げてしまう（次ページ図3）。

市場は、ワイス社によるクルーセル社の買収を評価していたし、ワイス社にとっても、ワクチン事業の成長を担う技術が手に入ることで大きな意味があったはずだ。ワイス社買収で体力を消耗したファイザー社は、クルーセル社に敵対的買収を掛けることができるのだろうか。それともノバルティス社やサノフィ・アベンティス社などの別の企業がクルーセル社を買収するのだろうか。

当レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。当レポートに含まれる情報は、その表現および意見も含め、弊社が信頼できると判断したデータによるものでありますが、その正確性及び完成度を保証するものではありません。当レポートに含まれる、意見および予測は発行日における弊社の判断によるものであり、通知なしに変更になる場合があります。当レポートのいかなる内容、部分も一切の権利は株式会社HVCに帰属します。いかなる目的でも無断で複製、転送などは行なわないようお願い申し上げます。

◆当レポートに関するお問い合わせ先：
株式会社HVC HVC Business Reports 係 Email : report@hokkaido-vc.com

図3 クルーセル社の2009年1月の株価



出典：Dow Jones & Company のデータを基に HVC が作成

■欧州勢の動き

ワイス社買収によって、新生ファイザー社の成長性を確信させるような説明は会社側からはなされていない。現行の株価を見る限り、市場はこの合併をまだ評価していない。680億ドルの買収が評価されない中、他の製薬企業大手はどのような動きをしているのだろうか。

2008年の最大の買収案件は、390億ドルのノバルティス社によるアルコン社の買収であった。目的は、ノバルティス社保有のアイケアブランド「チバビジョン」を強化するためという明確な目的である。ノバルティス社は、アイケア市場の製品の高付加価値、高成長に期待できると判断している。世界人口の高齢化のため医療の需要が高まっていることが大きな理由。事実、2007年のアルコン社の売上は、前年同期比14.3%増の55億9900万ドル、純利益は前年同期比17.7%増の15億8600万ドルと連続して2桁の増収増益を達成している。2007年におけるセグメント別売上をみると、眼科医薬品が15.3%増の23億1300万ドル、眼科手術製品は13.4%増の24億9900万ドル、消費者アイケアも14.6%増の7億8600万ドルと好調だ。

同じくスイスのロシュ社は、ベンタナ（Ventana）社を34億ドルで買収した。ベンタナ社は、組織検査、がんや感染症診断、テーラメイド医療のための検査機器、試薬開発の企業である。ロシュ社は売上の2割を診断薬事業で稼ぎ出す。診断薬事業は今後、新しい段階に入り、成長が見込まれるし、当然ながらその成果は創薬につながる。

欧州勢では、サノフィ・アベンティス社が、ゼンティバ社を26億ドルで買

当レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。当レポートに含まれる情報は、その表現および意見も含め、弊社が信頼できると判断したデータによるものでありますが、その正確性及び完成度を保証するものではありません。当レポートに含まれる、意見および予測は発行日における弊社の判断によるものであり、通知なしに変更になる場合があります。当レポートのいかなる内容、部分も一切の権利は株式会社HVCに帰属します。いかなる目的でも無断で複製、転送などは行わないようお願い申し上げます。

◆当レポートに関するお問い合わせ先：
株式会社HVC HVC Business Reports 係 Email : report@hokkaido-vc.com

取。ゼンティバは、チェコのジェネリック企業。

グラクソ・スミスクライン社の動きにも注目である。2008年7月、南アフリカのアスペンファーマケアホールディングス社との提携によって、新興市場でのブランドジェネリックの販売というこれまでの方針とは大きく異なる戦略を取った。新興市場での安価なジェネリック販売へと通ずる今回のアライアンスは、先進国で特許が保護された高価格な医薬品が直面している厳しい環境に対処、グラクソ・スミスクライン社が事業の多角化、新興市場での事業拡大を推進する戦略をとっている。2008年12月にはブリistol・マイヤーズ スクイブのパキスタン事業を3650万ドルで買収すると発表。同年10月にはエジプト事業も買い取っている。2009年1月には、ファイザー社の買収ニュースが大々的に報じられていたため、目立ったニュースではなかったが、実は、グラクソ・スミスクライン社がUCBグループの新興市場部門を5億1500万ユーロで買い取ることをリリースした。極東地域、中東地域、ラテンアメリカおよびアフリカの販売権だ。これらのようにスイス、欧州勢の買収は一味違うようだ。

■最後に

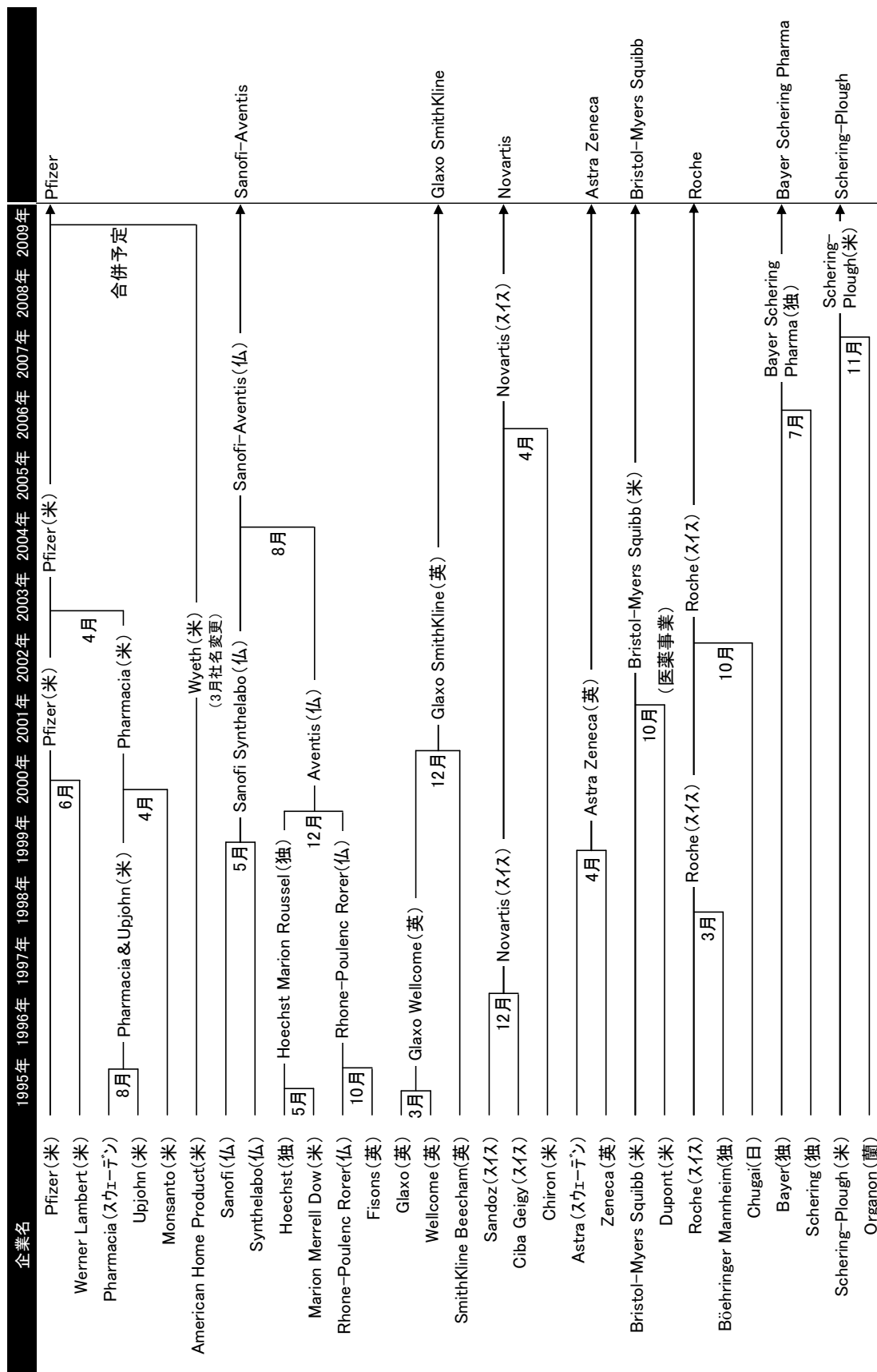
ファイザー社のワイス社買収によって誕生する新生ファイザー社は、7兆円の売上げを誇る。しかし、今後の現在の利益水準を維持するだけでも高額なコスト削減をしなければならない。リストラを含むコスト削減は、果たして、研究開発効率を高めるのだろうか。薬の開発は長い時間と多額な資金がかかるため失敗は命取りとなる。興味深いことに、スイスの2社は自社保有の事業の補完性の非常に高い企業の買収をした。ノバルティスはアイケア、ロシユは診断薬である。一方、英グラクソ・スミスクラインは、新興市場での地盤を着実に作ってきている。仏サノフィ・アベンティスは、ジェネリック企業を買収した。これらの買収案件を見ると、欧州勢の戦略が既に、単純な規模の追求でなく、自社のあるべき姿を自問し、特色を出していると感じられ、大変興味深い。市場はこのM&Aの成長性がどこにあるのか、嘗てない厳しさを評価するであろう。

一方、日本の製薬企業も、2012年の特許切れ問題を克服すべく、豊富な手元資金を活用して積極的なM&Aに打って出ている。昨今、話題に上ることの多くなった「オープンイノベーション」を2-3年前からいち早く戦略に取り込み、海外展開ならびにパイプラインの拡充に動いている。その成果が今後の企業の成長につながっていくことを期待したい。

当レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。当レポートに含まれる情報は、その表現および意見も含め、弊社が信頼できると判断したデータによるものでありますが、その正確性及び完成度を保証するものではありません。当レポートに含まれる、意見および予測は発行日における弊社の判断によるものであり、通知なしに変更になる場合があります。当レポートのいかなる内容、部分も一切の権利は株式会社HVCに帰属します。いかなる目的でも無断で複製、転送などは行なわないようお願い申し上げます。

◆当レポートに関するお問い合わせ先：
株式会社HVC HVC Business Reports 係 Email : report@hokkaido-vc.com

(参考) 世界の主な製薬会社の系譜



出典：株式会社じほう「薬事ハンドブック2008」（2008年）の図表をHVCが改変

当レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。当レポートに含まれる情報は、その表現および意見も含め、弊社が信頼できると判断したデータによるものでありますが、その正確性及び完成度を保証するものではありません。当レポートに含まれる、意見および予測は発行日における弊社の判断によるものであり、通知なしに変更になる場合があります。当レポートのいかなる内容、部分も一切の権利は株式会社HVCに帰属します。いかなる目的でも無断で複製、転送などは行なわないようお願い申し上げます。

◆当レポートに関するお問い合わせ先：
株式会社HVC HVC Business Reports 係 Email : report@hokkaido-vc.com

(参考) 新生ファイザーの売上予測 (HVCによる推計値)

		(単位: 百万ドル)	2008FY	2009FY	2010FY	2011FY	2012FY	2013FY	
ファイザー社	医薬品	新製品	LIPITOR	12,401	12,000	11,600	11,000	7,150	4,648
			NORVASC	2,244	1,346	808	485	291	204
			CHANTIX / CHAMPIX	846	820	800	760	720	700
			CADUET	589	607	625	644	663	683
			CARDURA	499	449	404	364	327	295
			LYRICA	2,573	3,088	3,200	3,400	3,500	3,600
			GEODON / ZELDOX	1,007	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
			ZOLOFT	539	500	480	450	400	300
			ARICEPT	482	578	694	500	250	300
			NEURONTIN	387	348	313	282	254	229
			XANAX / XANAX XR	350	368	386	405	425	447
			RELPAX	321	320	320	320	320	320
			CELEBREX	2,489	2,738	2,700	2,000	1,500	1,000
			ZYVOX	1,115	1,282	1,500	1,700	1,900	2,000
			VFEND	743	854	1,000	1,100	1,150	1,200
			ZITHROMAX / ZMAX	429	386	347	313	281	253
			DIFLUCAN	373	336	302	272	245	220
			VIAGRA	1,934	2,127	2,100	2,100	2,100	2,100
			DETROL/DETROL LA	1,214	1,335	1,450	1,500	1,500	1,500
			SUTENT	847	1,186	1,684	1,852	1,945	2,000
			CAMPTOSAR	563	300	150	100	100	100
		AROMASIN	465	512	537	564	581	598	
		XALATAN / XALACOM	1,745	1,832	1,924	2,000	2,000	2,000	
		GENOTROPIN	898	943	971	991	1,000	1,000	
		ZYRTEC / ZYRTEC D	129	0	0	0	0	0	
		FABLYN		100	200	500	700	900	
		小計	35,182	35,356	35,496	34,601	30,302	27,596	
		その他	8,992	8,500	8,000	7,500	7,000	6,500	
			44,174	43,856	43,496	42,101	37,302	34,096	
	動物薬		2,825	2,966	3,115	3,270	3,434	3,605	
	その他		1,297	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	
	売上合計(A)		48,296	48,022	47,810	46,571	41,936	38,901	
ワイス社	医薬品	従来品	Effexor	3,928	3,700	2,800	2,000	1,500	1,000
			Prevnar7	2,716	3,259	3,911	2,000	1,000	500
			Enbrel	3,798	4,178	4,510	4,600	4,600	4,600
			Outside U.S. and Canada	2,593	2,852	3,052	3,100	3,100	3,100
			Alliance Revenue	1,205	1,326	1,458	1,500	1,500	1,500
			Nutritionals	1,634	1,683	1,734	1,786	1,839	1,894
			Zosyn/Tazocin	1,264	1,074	800	600	450	300
			Premarin family	1,070	1,000	950	900	850	800
			Protonix family	806	600	500	400	380	350
		新製品	Torisel	150	225	293	351	421	505
			Tygacil	200	300	375	450	540	648
			Pristiq	100	300	600	900	1,125	1,238
			Relistor		100	250	380	450	550
			Prevnar13			200	1,500	2,500	3,500
			Viviant				100	250	400
			小計	15,666	16,419	16,922	15,967	15,905	16,285
			その他	3,458	3,199	3,039	2,887	2,742	2,605
			19,124	19,618	19,961	18,853	18,648	18,891	
	消費者向け保健製品		2,721	2,748	2,776	2,803	2,831	2,860	
	動物薬		1,088	1,132	1,177	1,224	1,273	1,324	
	売上合計(B)		22,933	23,498	23,913	22,881	22,752	23,074	
新会社売上(A+B)			71,229	71,520	71,724	69,452	64,688	61,975	

出典: HVC 作成

当レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資に関する最終決定は、投資家ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。当レポートに含まれる情報は、その表現および意見も含め、弊社が信頼できると判断したデータによるものでありますが、その正確性及び完成度を保証するものではありません。当レポートに含まれる、意見および予測は発行日における弊社の判断によるものであり、通知なしに変更になる場合があります。当レポートのいかなる内容、部分も一切の権利は株式会社 HVC に帰属します。いかなる目的でも無断で複製、転送などは行なわないようお願い申し上げます。

◆当レポートに関するお問い合わせ先:
株式会社 HVC HVC Business Reports 係 Email: report@hokkaido-vc.com