

# ミローバ・グローバル・サステナブル・エクイティ戦略： 肥満・糖尿病薬(GLP-1)関連企業 最新情報

## ノボ・ノルディスク(Novo Nordisk)

### 主な出来事

2025年7月29日(火)、ノボ・ノルディスクは業績の大幅な下方修正と、新CEOの就任を発表したのち、株価が23%急落しました。

同社は、第2四半期(4~6月)の決算の速報値を発表しました。数字自体は市場予想を上回りましたが、これは売上総額からの調整や、米国の薬価プログラムに関連する一時的な利益(約30億デンマーククローネ)によるものでした。これら一時的な要因を除くと、売上高や営業利益は予想を下回っていました。

最も大きな悪材料は、2025年通期の業績見通しを下方修正したことです。

- 売上高成長率: 従来の「13%~21%増」から「8%~14%増」に引き下げ
- 営業利益成長率: 従来の「16%~24%増」から「10%~16%増」に引き下げ
- 為替の影響: 売上高に4%、営業利益に7%のマイナス影響へ修正(従来はそれぞれ3%と5%)

### 下方修正の理由

1. 米国での肥満症治療薬「ウゴービ」の成長が鈍化。当局の認可を得ていない配合薬調剤業者との競争が続いていることに加え、市場の拡大ペースが減速し、イーライリリーとの競争が激化している。
2. 米国の糖尿病治療薬「オゼンピック」の成長も期待を下回っている。
3. 一部の海外市場で「ウゴービ」の普及が予想ほど進んでいない。

### 経営陣の交代

新CEOには、8月7日付で現・国際事業部門統括責任者のマジアール・マイク・ドゥースター氏が就任します。投資家は、新たな視点を持つ外部人材、特に米国市場での成功経験を持つ人物を望んでいましたが、社内からの昇格が決定されました。これは市場からネガティブに受け止められています。

### ミローバによる分析

ノボ・ノルディスクの株価は、今年に入ってから50%も下落しています。現在の株価は、2026年の予

※本資料は、ミローバ・グローバル・サステナブル・エクイティ戦略において組入れた銘柄の紹介を目的としたものであり、当社設定ファンドのものとは異なる場合があります。



想PER(株価収益率)が12.2倍で、2024年~2028年の年間平均EPS(1株当たり利益)成長率の試算は7.5%です。これは欧州のヘルスケアセクター全体より6%高い水準ですが、年間平均EPS成長率が30%と予想されるイーライリリー(2026年予想PER 25倍)と比べると52%も割安です。

今回の2度目の下方修正を受けて、私たちは同社の業績予想を見直しました。配合薬調剤業者との競争、市場拡大の鈍化、イーライリリーとの競合、そして「オゼンピック」への期待値の引き下げを、新たな業績予想へ織り込みました。

依然として不確実性は存在します。未認可配合薬の販売が続いていること、処方数が回復するタイミング、新経営陣の実行力、そして主力の有効成分「セマグルチド」が特許切れとなった後の成長維持能力など、課題は山積しています。

- 配合薬調剤業者は、「パーソナライズ」という名目でGLP-1配合薬を販売し続けています。これらは当局から正式に認可を得た医薬品ではありません。ノボ・ノルディスクは訴訟を起していますが、解決には数年かかる可能性があります。
- ノボ・ノルディスクは、もはや欧州の製薬業界で最も成長の速い企業ではありません。今後5年間のトップライン成長率は年平均4.7%と推定され、これは業界平均と同水準です。もはや割安とは言えません。
- 市場のコンセンサス予想は依然として楽観的なため、今後さらに下方修正が続くと見ており、EPSの勢いはマイナス傾向が続くでしょう。
- 明るい材料としては、競合薬との比較試験(カグリセマ REDEFINE 4)や、アルツハイマー病治療薬としての「セマグルチド」の可能性、経口薬の第2相データなど、パイプラインからのポジティブなサプライズが期待されます。しかし、一方でイーライリリーが良いデータを発表すれば、両社の技術格差がさらに広がる恐れもあります。

8月6日(水)に発表された第2四半期決算は、7月29日の速報値と比べて大きな変化はなく、為替の影響は若干改善されたものの、全般的な状況は変わりませんでした。ノボ・ノルディスクは米国で配合薬調剤業者に対して132件の訴訟を起し、44件の差し止め命令を獲得していますが、法執行機関が本格的に動かない限り、配合薬の流通は減らないと見ています。

## イーライリリー(Eli Lilly)

### 主な出来事

2025年8月7日、イーライリリーは素晴らしい第2四半期決算を発表しましたが、同時に発表された主要な開発中の経口肥満症治療薬「オルフォグリプロン」の臨床試験結果は、期待外れな内容でした。

四半期決算は売上高、営業利益率、EPSのいずれも市場予想を大きく上回り、2025年通期の見直しも上方修正しました。

- 売上高: 「580億~610億ドル」から「600億~620億ドル」に引き上げ
- EPS: 「20.78~22.8ドル」から「21.75~23.00ドル」に引き上げ

※本資料は、ミローバ・グローバル・サステナブル・エクイティ戦略において組入れた銘柄の紹介を目的としたものであり、当社設定ファンドのものとは異なる場合があります。



上記コメントはミローバUS社の見解であり、将来の運用成果を保証するものではありません。将来の市場環境の変動等により、当該運用方針が変更される場合があります。

しかし、この好調な決算は、オルフォグリプトンのATTAIN-1試験結果によって打ち消されてしまいました。

この試験は目標を達成したものの、ベースラインからの体重減少率は▲12.4%と、市場が期待していた▲14%~▲15%には届きませんでした。また、副作用による投与中止率も10%と、糖尿病治療薬としての試験結果(8%)よりも高く、嘔吐や吐き気の発生率も増加しました。

## ミローバによる分析

イーライリリーは、「マンジャロ」(糖尿病)と「ゼップバウンド」(肥満症)の好調な売上に牽引され、非常に堅調な決算を発表し、見通しを引き上げました。しかし、市場はオルフォグリプトンの期待外れな結果を受け、同薬の売上高ピークは200億ドルを超えるという見通しに疑問を投げかけました。

発表当日、株価は14%下落しましたが、オルフォグリプトンの結果が予想より弱かったことを考えると、この反応は妥当だと考えています。

ポジティブな点としては、以下の2点が挙げられます。

1. 世界中で肥満症・糖尿病治療薬の勢いが非常に強い。
2. 配合薬調剤業者の影響をほとんど受けておらず、ノボ・ノルディスクからシェアを奪っている。

イーライリリーが配合薬の影響を受けにくい理由は、ノボ・ノルディスクの有効成分(セマグルチド)が最初に有名になったため、配合薬のほとんどがそれを使用していること、そしてイーライリリーの方が、医薬品の供給不足となった期間が短かったことが考えられます。ノボ・ノルディスクは業績不振の理由を違法業者との競争としています。イーライリリーとの競争も隠れた要因だと私たちは見えています。

全体として、イーライリリーはGLP-1市場のリーダーであることを改めて証明しました。また、同社の「チルゼパチド」の特許満了は2036年(米国)/2037年(欧州)で、ノボ・ノルディスクの「セマグルチド」(2032年/2031年)より先です。さらに、年内には肥満症治療薬「レトラツチド」の結果も発表される予定で、これは株価を動かす良い材料になる可能性があります。

---

## 今後について

最近の製薬業界の動向は、薬価や関税をめぐる米国の不確実性に加え、GLP-1市場における配合薬調剤業者の登場や、両社の期待外れの試験結果など、過去に比べて不安定で難しい局面を迎えています。私たちは引き続き状況を注意深く分析していきます。

※本資料は、ミローバ・グローバル・サステナブル・エクイティ戦略において組入れた銘柄の紹介を目的としたものであり、当社設定ファンドのものとは異なる場合があります。



上記コメントはミローバUS社の見解であり、将来の運用成果を保証するものではありません。将来の市場環境の変動等により、当該運用方針が変更される場合があります。

## ■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元金が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

又、投資信託は、個別の投資信託毎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、ご投資にあたっては投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)をよくご覧ください。

## ■投資信託に係る手数料等について

[ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。]

■申込時に直接ご負担いただく費用……………申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)

■換金時に直接ご負担いただく費用……………信託財産留保額 上限0.3%

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用……………信託報酬 上限2.035%(税抜1.85%)

■その他の費用……………上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。

詳しくは投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)でご確認ください。

## 《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率等につきましては、朝日ライフアセットマネジメントが運用するすべての投資信託が徴収するそれぞれの費用のうち、最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)をご覧ください。

本資料は、朝日ライフアセットマネジメントが、ミローバ(フランス)がホームページに掲載した資料を、情報提供を目的として、日本のお客様向けに日本語に翻訳したものです。したがって、特定の金融商品の勧誘を目的としたものではありません。本文中に特定の銘柄についてのコメントがある場合、当銘柄についての投資の助言や取引の推奨を行うものではありません。また、法令に基づく開示資料ではありません。オリジナルの記事はミローバによって英語で発表されましたが、朝日ライフアセットマネジメントが独自に日本語版を作成し配布しています。十分な注意を払い翻訳しておりますが、英文と日本語の内容に相違が生じた場合には、英文が優先するものとします。ミローバは日本語版およびその配布に関して一切の責任を負いません。なお、英文につきましては <https://www.mirova.com/> をご参照ください。資料の記載事項については資料作成時の執筆者の見解であり、将来予告なく変わることがあります。

## ■ 設定・運用

**ALAMCO**

商号等：朝日ライフアセッ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301号  
加入協会：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

## ■ 外貨建資産の運用

**mirova**  
Investing in sustainability

ミローバ・ユーエス・エルエルシー



2025-08-815

上記コメントはミローバUS社の見解であり、将来の運用成果を保証するものではありません。将来の市場環境の変動等により、当該運用方針が変更される場合があります。