

経済調査室
チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

上田 祐介

CVS	C V Sヘルス
薬局チェーン	CVS Health Corporation

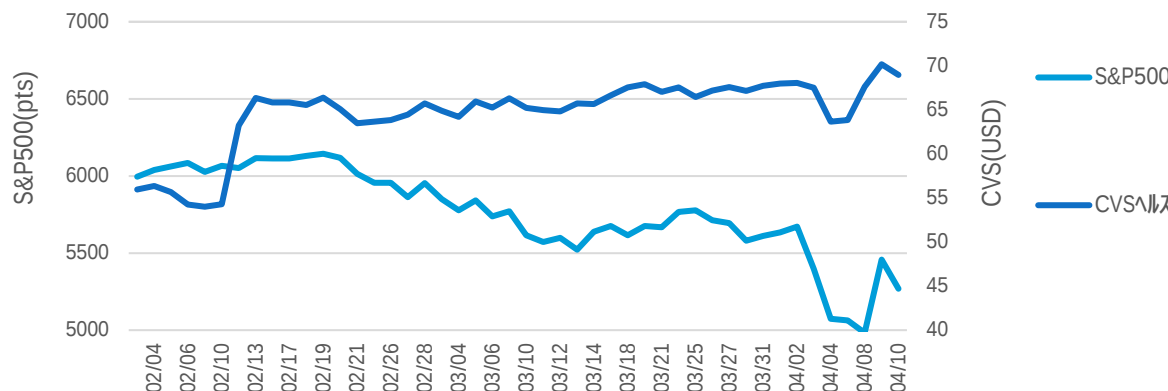
1 投資上の着目点

- 医療費は個人の支出の中でも景気運動での削減を行いにくい項目。
- 最大規模の薬局チェーンを中心に、多様な医療事業分野で「ケアの連携」を中核に据えた統合ヘルスケアモデルを強みとして掲げるCVSは、社会インフラ的な立ち位置を確保。同業他社との差別化が可能。
- 買収したSignifyとOak Streetを統合医療サービスに組み込むことで、保険・薬局・医療サービスを統合した「バリューベースケア」の提供が可能に。同社CEOはこの統合戦略により、以下の点で競合と差別化できると評価：
 - アクセシビリティ：全米9,000店舗以上の物理的拠点に加え、遠隔・在宅医療にも対応。
 - データとテクノロジー：PBMや保険情報と統合されたデータを活用した予測的介入。
 - コスト削減：個別リスクに応じたケア提供により、長期的な医療費削減を目指す。
 - 包括的サービス：処方・保険・ケア管理の一体提供により、「One CVS」体験を実現。
- 2024年には全社的なリストラを実行し、2025年には5億ドル超のコスト削減を見込む。効率性も向上。

2 株価の状況

株価指標（通期） 2025/04/10時点

	直近 2025/04/10	基準日 2025/02/04	65日間 変化率		実績(前期) 2024/12	予想(当期) 2025/12
CVS	68.97	56.35	22.40%	PER	12.28	11.89
CVSΔ		対S&P 5 0 0	35.15%	PSR	0.15	0.23
		対NASDAQ総合	39.02%	PCFR	6.22	14.07
S&P500	5,268.1	6,037.9	-12.75%	PBR	0.75	1.12
NASDAQ総合	16,387.3	19,654.0	-16.62%	配当利回り,%	5.93	3.58



出所：Quickデータより、JTGS証券で作成

2 事業概要

- CVS Health Corporationは、米国を拠点とする統合型ヘルスケア企業であり、小売薬局、健康保険、PBM（薬剤給付管理）、一次医療、在宅医療などを幅広く展開。
- 2024年末時点で、9,000を超える小売店舗、1,000以上のウォークインおよび一次医療クリニック、そして108百万件のPBM会員を有し、年間100万人以上の高齢患者に特化した薬局サービスも展開している。
- 同社は2023年に、在宅ケアに強みを持つSignify Healthおよび高齢者向け一次医療に注力するOak Street Healthを買収し、医療モデルの統合を加速。（これらは、「Health Services」セグメントに組み込まれている）
- 統合による経営の方向性として、(i)医療サービス、バーチャルケア、在宅ケア、プロバイダー支援サービスなどを付加し、(ii)シナジーによりデジタル化された個別ケア、予防的医療、費用削減の実現を目指している。

3 業績・財務の状況

連結業績（2024年度）：

- 総収益は3,728億ドル（前年比+4.02%）で過去最高。
- 内訳では、保険料収入が22%増（約1,229億ドル）と大きく伸長。
- 一方で製品売上高は5.6%減の2,315億ドルで、物販部門が減少傾向にある。

収益は堅調だが、利益面は各セグメントの課題が重なり大きく減少。特にHCB部門の医療費率（MBR）の上昇が影響。同社では、2025年も構造改革とコスト改善、統合的ケアモデル強化への注力を継続するとしており、短期的にはさらに費用認識が行われ利益を圧迫する可能性も。長期的には収益性の改善と企業価値の向上が期待される。

（単位：百万米ドル）

決算期	年次(実績)				四半期(実績)		
	2022/12	2023/12	2024/12	2025/12	2023/12	2024/09	2024/12
売上高	322,787	358,273	372,692	389,316	93,965	95,409	97,504
営業利益	16,610	15,583	9,921	13,121	3,718	2,023	2,212
税引前利益	5,836	11,173	6,148	10,114	2,705	105	2,126
当期純利益	4,311	8,344	4,614	6,381	2,046	87	1,644
普通株帰属利益	4,311	8,344	4,614		2,046	87	1,644
EBIT	16,610	15,583	9,921	13,121	3,718	2,023	2,212
EBITDA	20,834	19,949	14,518	15,834	4,852	3,184	3,359
減価償却費	4,224	4,366	4,597		1,134	1,161	1,147
EV/EBITDA	7.68	7.62	7.71	9.10	7.64	8.44	7.71
EPS	3.29	6.49	3.66	5.90	1.59	0.07	1.31
フリーCF	10,543	7,263	2,953	5,629	-4,326	-2,252	254
資産合計	236,129	257,730	260,822	255,586	257,730	252,427	260,822
負債合計	164,360	181,094	185,092	176,640	181,094	177,321	185,092
株主資本	71,469	76,461	75,560	78,776	76,461	74,944	75,560
EBITDAマージン	6.45%	5.57%	3.90%	4.07%	5.16%	3.34%	3.44%
FCFOA	4.46%	2.94%	1.14%	2.18%	-6.71%	-3.57%	0.39%

出所：Quickデータより、JTJG証券で作成

4 個別の経営課題に関する経営者の認識と説明

- 事業セグメント別では、本社・連結消去（Corporate/Other）で構造改革費用（2024年は11.8億ドル）を計上。営業利益の-36%減益の原因。同費用は、主に店舗閉鎖、組織再編、統合コスト、従業員関連費用などに関連。
- 同様に、本社・連結消去で認識しているオピオイド訴訟関連費用は前年比で減少。2022年11月に米国の州、郡、先住民部族などと和解した複数のオピオイド関連訴訟（10年間で約49億ドルの和解金を支払う）は着実に進展。
- 上記とは別に連邦政府から新たな訴訟を起こされているため要経過観察。2024年12月、米司法省（DOJ）は、CVSが2013年10月から現在までの間に、違法なオピオイド処方箋を調剤し、連邦医療保険プログラムに対して不正請求を行ったとして、民事訴訟を提起。訴状によれば、CVSは「ビルミル」と呼ばれる違法な処方を行う医師からの処方箋を多数調剤し、社内の警告や薬剤師からの懸念を無視していたとされている。ただし、CVSは否定。

5 セグメント別の状況

以下に主要事業セグメント別の状況を示す。(単位：百万米ドル)

・ Health Services

	年次(実績)		
	2022/12	2023/12	2024/12
売上高	-	174,017	158,301
(構成比, %)	-	48.7	42.5
営業利益	-	6,842	6,937
(構成比, %)	-	42.4	64.7

[セグメント概要]

(HSと表記) PBMサービス、バリューベースケア (Oak Street Health)、訪問診療 (Signify Health) などが主業務。PBMとヘルスケアサービスの統合強化により、サービス収益が32.1%増加。SignifyとOak Streetの統合効果、専門薬局・バーチャルケア拡大はプラス要因。薬価抑制、顧客離脱によるPBM件数減少に課題。供給問題 (GLP-1など) の影響も注視。

・ Health Care Benefits

	年次(実績)		
	2022/12	2023/12	2024/12
売上高	91,320	105,565	130,593
(構成比, %)	28.4	29.5	35.1
営業利益	5,118	3,949	-984
(構成比, %)	31.8	24.5	-9.2

[セグメント概要]

(HCBと表記) 民間・政府向け医療保険。商業、Medicare Advantage、Medicaid等が主業務。保険契約の拡大により収入が伸長。ただし医療費コストが前年比33.5%増加 (1,151億ドル) し利益率を圧迫。特にメディケア・アドバンテージやACA個人市場での利用率増加がコスト増の一因。高水準の医療利用率 (特に高齢者)、高重症度のMedicaid患者増が経営課題。

・ Pharmacy & Consumer Wellness

	年次(実績)		
	2022/12	2023/12	2024/12
売上高	-	77,743	83,464
(構成比, %)	-	21.8	22.4
営業利益	-	5,349	4,770
(構成比, %)	-	33.1	44.5

[セグメント概要]

(PCWと表記) : 小売薬局とOTC商品販売、LTC (長期ケア) 薬局事業。小売製品売上は減少し、セグメント収益は低下。インフレや消費者支出抑制によるフロントストア売上の減退が影響。経営課題は、小売店舗の収益性 (900店舗閉鎖完了、さらに271店舗閉鎖予定)、競争激化 (Amazon等)。

出所：Quickデータより、JTG証券で作成

(注) 2023年よりセグメント変更したためデータに連続性はない。

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。

■ムーディーズ・レーティングスについて 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・レーティングス(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)

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://ratings.moodys.com/japan/ratings-news>))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。信用格付の前提、意義及び限界についてムーディーズ・レーティングスの信用格付は、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。

■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)

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。

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。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。

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。

■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)

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。

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。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。

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。

この情報は、2024年6月25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、JTトラストグローバル証券(以下、JTG証券)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JTG証券が行っております。

JTG証券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、日本証券業界によるアナリスト・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。

JTG証券はリサーチ部門・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、日本証券業界によるアナリスト・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。

JTG証券では、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 JTG証券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、信頼性が客観的に検証しておりません。本資料内でJTG証券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JTG証券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。

JTG証券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、いかなる保証を表明しておりません。また、JTG証券は、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JTG証券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。JTG証券では、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、JTG証券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、JTG証券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いません。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。JTG証券は、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ます。JTG証券では、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できますが、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、JTG証券及び社員は、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JTG証券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、JTG証券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 JTG証券 Co. Ltd. All rights reserved.

本資料はJTG証券の著作物であり、著作権法により保護されております。

JTG証券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。

東京都渋谷区恵比寿4-20-3

恵比寿ガーデンプレイスタワー7階

Jトラストグローバル証券株式会社 経済調査室

ご投資にあたって

本資料に記載の内容を参考にしてお取引をされる場合、商品毎に以下の手数料等をご負担いただきます。

【上場株式等】

店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(売買単位未満を除く)の場合は約定代金に対して最大1.1524%(税込)(但し約定代金の1.1524%(税込)に相当する額が3,300円(税込)に満たない場合は3,300円(税込)の委託手数料をご負担いただきます。

【投資信託】

投資信託の場合は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きます

【債券等】

債券等を募集、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。また、外貨建ての債券の場合、円貨と外貨を交換する際には外国為替市場の動向を踏まえて当社が決定した為替レートによるものとします。

投資リスクについて

各商品等には、株式相場、為替相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の価格の変動等及び有価証券の発行者の信用状況(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により損失が生じるおそれ(元本欠損リスク)があります。

商品毎に手数料及びリスク等は異なりますので、当該商品の目論見書または契約締結前交付書面をよくお読みください。

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

貸金業者登録番号 東京都知事(1)第31946号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会