

一橋大学財務リーダーシップ・プログラム Bコース第4セッション参考資料

2018年11月

本プレゼンテーションは、その直接の受領者であり名宛人である、J.P.モルガンの顧客である貴社(以下子会社を含めて「貴社」という。)に対し、貴社の為に、貴社内部限りの利用を目的として作成されたものであり、貴社により今後実行される可能性のある一つ又は複数の取引について予備的な評価をする際の補助とすることを目的とし、本プレゼンテーションの内容の一部又は全部を公表する権利、また、いかなる第三者に対しても開示する権利を付与するものではありません。本プレゼンテーションは、貴社と協議する際の資料としての使用の為にのみ作成されたもので、J.P.モルガンによる口頭説明によって補完され、かつ、その説明との関連においてのみ考察されるべきものです。J.P.モルガンの事前の書面による同意なしに、本プレゼンテーション及びその内容を他のいかなる目的にも使用することはできません。

本プレゼンテーションに示されている情報は、J.P.モルガンに提供された経営陣の予測に基づくもの、及び本プレゼンテーションの日付における実勢及び弊社の見解を反映したものであり、従っていずれも変更されることがあります。J.P.モルガンの見解及び予測はJ.P.モルガンの判断に基づいた、インジケーションであり、予備的な説明のみを目的とするものです。本プレゼンテーションを作成するにあたり、弊社は公共の情報源から入手した情報、貴社又は貴社を代理する者から提供された情報、その他弊社が検討した情報が、全て正確かつ完全であることを前提とし、これらの情報について独自の検証を行っておりません。さらに弊社の分析は、貴社又はその他のいかなる主体の資産、株式又は事業を査定するものではなく、また、このような査定を意図するものではありません。J.P.モルガンは、取引に関連して受け取る可能性があるものの実際の価値、あるいは取引の実行による法律上、税務上、会計上の効果のいずれに関しても何らの表明も致しません。特段記載されている場合を除き、本プレゼンテーションに示されている情報は、評価その他に重要な影響を与える可能性のある、支配権の変更又はその可能性を伴う取引の効果については考慮に入れておりません。

本プレゼンテーションにおける別段の記載に関わらず、貴社及び貴社の従業員、代表者又は代理人は、本プレゼンテーションにおいて企図されている取引に関する米国の所得税及びフランチャイズ税に係る税務上の取扱いやストラクチャー、並びにかかる税務上の取扱い及びストラクチャーに関し貴社に対して交付されたすべての資料(意見書その他税務分析がある場合は、それらも含まれます。)を、かかる米国の税務上の取扱い及び/又はストラクチャーが、J.P.モルガン又はその関係会社が貴社に対して提示した米国の所得税及びフランチャイズ税に係る税務戦略に関係するものである限り、いかなる制限に服することもなく、かつ、いかなる者に対しても開示することができます。

J.P.モルガンは内部方針において、弊社の従業員が、貴社からの業務を誘引するため又はその見返りに、対象となる発行体に関し、リサーチ・レポートにおいて好意的な投資判断あるいは目標株価を付与すること、又は好意的な投資判断あるいは特定の目標株価に変更することを、直接又は間接的に約束又は申し出ることを禁止しております。またJ.P.モルガンでは、リサーチアナリストによる投資銀行業務取引への関与に関し、かかる関与が投資家の利益を意図したものである場合を除いては、リサーチアナリストが報酬を得ることを禁止しております。

J.P.モルガンは、JPモルガン・チェース・バンクN.A.、J.P.モルガン・セキュリティーズLLC(ニューヨーク証券取引所会員)、J.P.モルガン・セキュリティーズplc及びそれらの関連会社のコーポレート&インベストメント・バンク業務についてのマーケティング上の名称です。J.P.モルガン・セキュリティーズplcは、英国健全性規制機構に承認され、英国金融行為監督機構及び英国健全性規制機構の規制下にあります。

本プレゼンテーションはいかなるJ.P.モルガンの関連法人が証券の引受け、買受又は売付を行うこと、信用の供与又はその斡旋を行うこと又はその他のあらゆるサービスを提供することを約束するものではありません。

目次

	ページ
1 武田薬品工業によるShire社買収に関するケーススタディー	1
2 武田薬品工業／Shire社の財務見通し	8

J.P.モルガンは、武田薬品工業によるShire社の\$82bn¹の現金/株式対価買収において、武田薬品工業のフィナンシャルアドバイザー及びブリッジファシリティ(\$31bn)のリードレフトアレンジャー、リードブックランナー及びローンエージェントを務める

本資料はJPモルガン証券株式会社の投資銀行部門によって作成されたものであり、当該のサチ部門により作成されたものではありません。また、本資料は貴社に対する情報提供のみを目的としており、いかなる金融商品の購入、売却又は買付けの募集又は勧誘を意図したものではありません。

2018年5月8日 **\$82 billion¹**





J.P.Morgan

J.P.モルガンは武田薬品工業のフィナンシャル・アドバイザー、
リード・アレンジャー、リードブックランナー及びローンエージェントを務める

買収条件 (\$bn、1株当たり価格を除く)

	Apr 23 rd	May 4 th
①現金対価 (\$30.33)	£21.75	£22.39
株式交換比率	0.8390	0.8390
②交換比率に基づく株式対価	£27.26	£25.78
Shire株式1株当たり価格(① + ②)	£49.01	£48.17
株式価値 ⁴	\$64.1	\$61.2
企業価値⁵	\$82.3	\$79.4
買収プレミアム(3月23日終値対比)	64.4%	61.6%
FV/ EBITDA倍率 ⁶	12.7x	12.2x

案件概要

- 2018年3月28日、武田薬品工業(以下、「武田」)は、Shire社に対する買収提案に関し、Shire社にアプローチを行っている旨を公表し、英国法規制上の買収提案の実施の可否の公表期限が2018年4月25日に設けられた
- 2018年4月24日、Shire社は取締役会が本件買収に関するその他の内容について満足のいく合意に至ることを条件として、武田が示した買収条件をShire社株主に対して推奨する用意があるとの見解を発表。Shire社は英国のTakeover Panelの同意を得て、両社の協議を完了する期限を2018年5月8日まで延長することを合意
- 2018年5月8日、武田は、Shire社買収に関する提案についてShire社と合意した旨を発表。買収条件に基づいた場合、Shire株主はShire社一株あたり以下の対価を受領:
 - 現金 30.33ドル、及び以下のいずれか
 - 武田新株式 0.839株、もしくは
 - 武田ADS 1.678株
- 本買収における上記条件は以下のShire社株式1株当たり価格に相当
 - 本件最終営業日に基づいた場合: £48.17²
 - 2018年4月23日(本対価を原則的に合意した公表日の前日)に基づいた場合: £49.01³
- Shire社株式1株当たりの価格£49.01³に対するプレミアム:
 - 64%(憶測報道がなされる前の2018年3月23日におけるShire社株式の終値対比)
 - 56%(憶測報道がなされる前の2018年3月23日までの30取引日における売買高加重平均価格対比)
- 本件買収完了後、Shire社株主は、統合会社の約50パーセントの株式を所有
- 本件買収完了後、Shireに交付される武田新株は東京証券取引所に上場。また、本件買収の完了と同時に若しくは直後に、武田は米国預託株式(以下、「ADS」)のNYSE/ニューヨーク証券取引所への上場を企図

J.P.モルガンの貢献と本件の意義⁷

- ✓ J.P.モルガンは、複雑かつ巨大なクロスボーダーM&Aの執行、デットファイナンスの組成においてリーダーシップを示す
- ✓ J.P.モルガンのグローバルヘルスケア業界のM&Aにおけるリーダーシップを示す
- ✓ J.P.モルガンの英国及び日本のM&A執行能力の高さを示す
- ✓ 本件の意義:
 - ✓ 今世紀最大のバイオ医薬品M&A
 - ✓ 史上2番目に巨大なヘルスケアM&A案件
 - ✓ 日本史上最大のクロスボーダーM&A案件かつ大型案件としては初の現金/株式対価事例
 - ✓ 史上2番目に巨大な英国M&A案件
 - ✓ 2018年初来最大のM&A案件
 - ✓ ブリッジファシリティは過去Top 10に入る組成額

J.P.Morgan

注: ¹ 2018年4月23日時点のオファー内容に基づく(合意締結前日)・Net Debt \$18,203mm(2018年Q1)を使用; ² 武田株価¥4,535、£¥為替 1:147.61、£\$為替 1:1.3546を使用(5月4日時点); ³ 武田株価¥4,923、£¥為替 1:151.51、£\$為替 1:1.3945を使用(4月23日時点); ⁴ Shireの完全希薄化後株式数を用いて計算; ⁵ Net Debt \$18,203mm(2018年Q1)を使用; ⁶ Shire 2017年度アニュアルレポート記載のNon-GAAP EBITDA \$6,492mmを使用(2017年12月時点); ⁷ Dealogicに基づく

企業価値の向上と研究開発に重点を置く、バイオ医薬品のグローバル・リーディングカンパニーへ

Enhanced scale and market positioning to become a top 10¹ global pharma company

- ▶ The scale and efficiency of the combined group's commercial activities will enable the company to further fuel its productive R&D engine, **better positioning Takeda to deliver highly-innovative medicines** and transformative care to patients around the world

Attractive geographic footprint with strengthened presence across 2 of Takeda's 3 core therapeutic areas

- ▶ **Accelerates Takeda's transformation** by bringing together Takeda's and Shire's complementary positions in gastroenterology (GI) and neuroscience. It will also provide the combined group with **leading positions in rare diseases and plasma-derived therapies**
- ▶ **Attractive geographic footprint** with leading positions in Japan and the US, two of the largest pharmaceutical markets globally
 - ▶ **Increases US exposure from c.34% to c.48%** of revenues

Creates a highly complementary, robust, modality-diverse pipeline

- ▶ Shire has strong **expertise in rare diseases**, an **attractive mid- and late-stage pipeline** enriched with large-molecule programs, as well as cutting-edge gene therapy and recombinant proteins technologies, **which complement Takeda's productive early stage development and research-orientated R&D program**
- ▶ **Increasing exposure to high unmet need, specialty areas**, with generally higher prices and profitability while also being less susceptible to potential pricing / access risk (especially in the US)
- ▶ **Focused R&D efforts in the Boston area**, a well established centre of innovation in the US. This is further supported by Takeda's Shonan Health Innovation Park, which is the **first health innovation ecosystem in Japan**

Strong, attractive financial profile that delivers compelling financial benefits for the combined group

- ▶ The **substantial cash flow generation** expected to result from the acquisition will enable the combined group to **de-lever quickly following completion**
 - ▶ Takeda **intends to maintain its investment grade credit rating** with a target net debt to EBITDA ratio of **2.0x or less in the medium term**
- ▶ **The transaction is expected to be significantly accretive to Takeda's underlying EPS** in the first full fiscal year following completion
- ▶ Takeda's dividend policy has remained consistent over the past 8 years, paying an **annual dividend of ¥180**. Takeda's well-established dividend policy will continue to be a **key component of future shareholder returns**

Significant value-creation opportunity with material cost and revenue synergies

- ▶ **\$1.4bn in annual cost synergies** realised by 3rd fiscal year after completion and with a **seasoned management team committed to delivering:**
 - ▶ **COGS (c.4% of total)** – In-sourcing Oral Solid Dose, procurement spend efficiencies and reduced overheads
 - ▶ **R&D (c.43% of total)** - Rationalisation and alignment of research, development and discovery activities coupled with more efficient development execution
 - ▶ **SG&A (c.53% of total)** - Sales optimisation, especially in neuroscience, GI and oncology in addition to eliminating overlapping corporate systems
- ▶ Potential for additional **revenue synergies** from the combination of Shire and Takeda's **combined infrastructure, market presence, and development capabilities**

J.P.Morgan



本件取引の主なインプリケーション

大胆かつ意欲的・ 戦略的な M&A

- リーク前の時価総額¹はほぼ同規模(武田\$41.1bn、Shire\$39.6bn)、**企業価値¹では武田の方が小規模**(武田\$48.8bn、Shire\$57.8bn)
- リーク後の初期的な市場の反応としては否定的な意見が目立ったが、2.7アナウンスメントを経て買収価格、戦略的意図、シナジー、格付けの見通しが明確になったことにより、**武田の株価は合意日から7.6%²上昇**
- **政府関係者は本件に対し非常に協力的であり、今後の海外買収を後押しする追い風になると見られる**

非ポンド(ドル)建ての 現金対価

- **ポンド建てではなく、ドル建てのキャッシュオファーは資金調達上大きなメリット**—公表日からクロージングまでの通貨変動リスクを回避し、通貨に係るヘッジコストを抑えることも可能
- 本オファーの成立にはShireのグローバルな株主構成も寄与したが、他案件においても活用可能なスキーム
- **少数のShire株を保有するShire社株主に対しては、株式処分のための仕組みを提供**

株式対価

- 上場企業のM&Aにおいては、**自国以外の上場株式も対価として受け入れられる傾向**
- **NYSE上場によりフローバック・リスクを軽減し、同時に今後の買収対価としての株式の活用や株主構成の更なる国際化といった点もメリット**
- 買収後の新会社の株主の50%は現Shire株主が占めるが、**ガバナンスの観点では武田に新たに加わるShireの取締役は3名のみ**

レバレッジ

- 本件では資金調達と今後のパーマナント・ファイナンス戦略に関しても念入りに検討。特に**武田の投資適格級格付け・現行の配当政策の維持の2点に注力**
- 今回の格付機関の反応から、プロフォーマ会社の足元のレバレッジのみではなく、**将来的なレバレッジの改善も格付指標を決める重要な要素であることが判明**
 - Moody's: A1からA2へ格下げ、最終格付がBaa1からBaa2のレンジ
 - S&P: クレジット・ウォッチ・ネガティブで保留(現在A-/A-2)、推定2ノッチの格下げ予想

プロセス

- **万全の状態を対象会社にアプローチするべく、事前の分析を徹底的に実施**
 - **フィナンシャル・アドバイザー及び弁護士は詳細なストラクチャリングとドキュメンテーションの準備を実施**
 - **コンサルタントや会計士と共に公開情報ベースのデュー・デiligenceとシナジー分析を実施**
- **価格合意から2.7アナウンスメントに至るまで強いモメンタムを維持すべく、重点を絞った効率的なコンファーマトリ・デュー・デiligenceを実施**

武田とShire社の概観



時価総額	\$32.7bn (\$41.1bn)	\$49.5bn (\$39.6bn)
企業価値	\$40.1bn (\$48.8bn)	\$67.7bn (\$57.8bn)
売上高 (FY17A) CAGR ¹	\$16.2bn 1.1%	\$15.2bn 32.4%
EBITDA (FY17A) % margin	\$3.5bn 21.7%	\$6.5bn 42.8%
PER (FY17A)	19.1x (24.0x)	14.4x ² (9.3x)
FV / EBITDA (FY17A)	11.4x (13.9x)	12.2x ² (8.9x)
Net Debt (直近)	\$7.3bn	\$18.2bn
Net debt / EBITDA	2.1x	2.8x

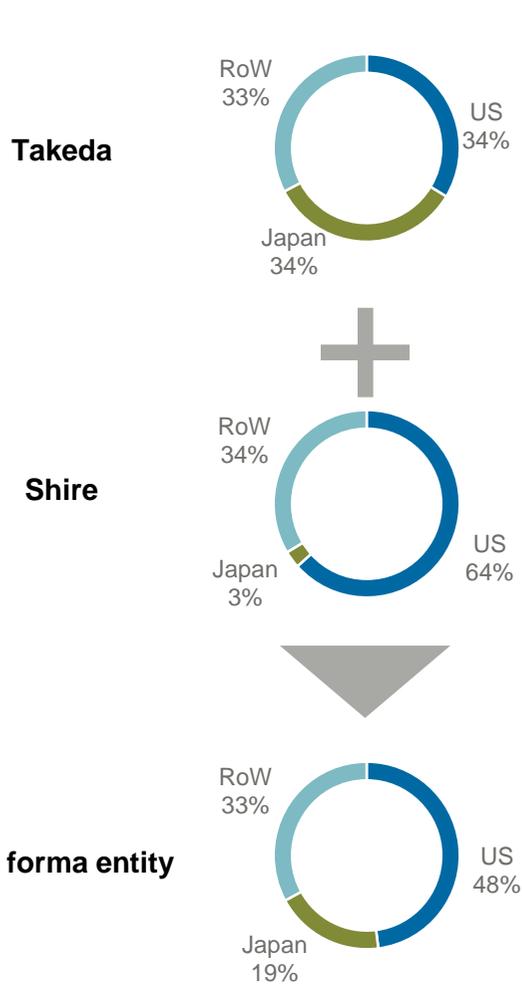
格付け	Moody's	公表前 A1/Negative	公表後 A2/Review	公表前 Baa3	公表後 N/A
	S&P	A-	A-/Negative	BBB-/Stable	BBB-/Watch Positive

注: USD=JPY109.0(2018年5月4日時点)。リーク前USDJPY=104.9(2018年3月23日時点)
¹直近5事業年度ベース ²プレミアム込みベース(武田株価¥4,923、£:¥ 為替1:151.51、£:\$ 為替 1:1.3945を使用、5月4日時点)
 出所: 会社資料、FactSet、Moody's、S&P

本資料はJPモルガン証券株式会社投資銀行部門によって作成されたものであり、当社のリサーチ部門により作成されたものではありません。また、本資料は貴社に対する情報提供のみを目的としており、いかなる金融商品の購入、売却又は買付けの募集又は勧誘を意図したものではありません。

魅力的な地域へのアクセスと事業規模を確保し、今後の成長を促進

Enhanced geographic footprint



FY17 Sales breakdown

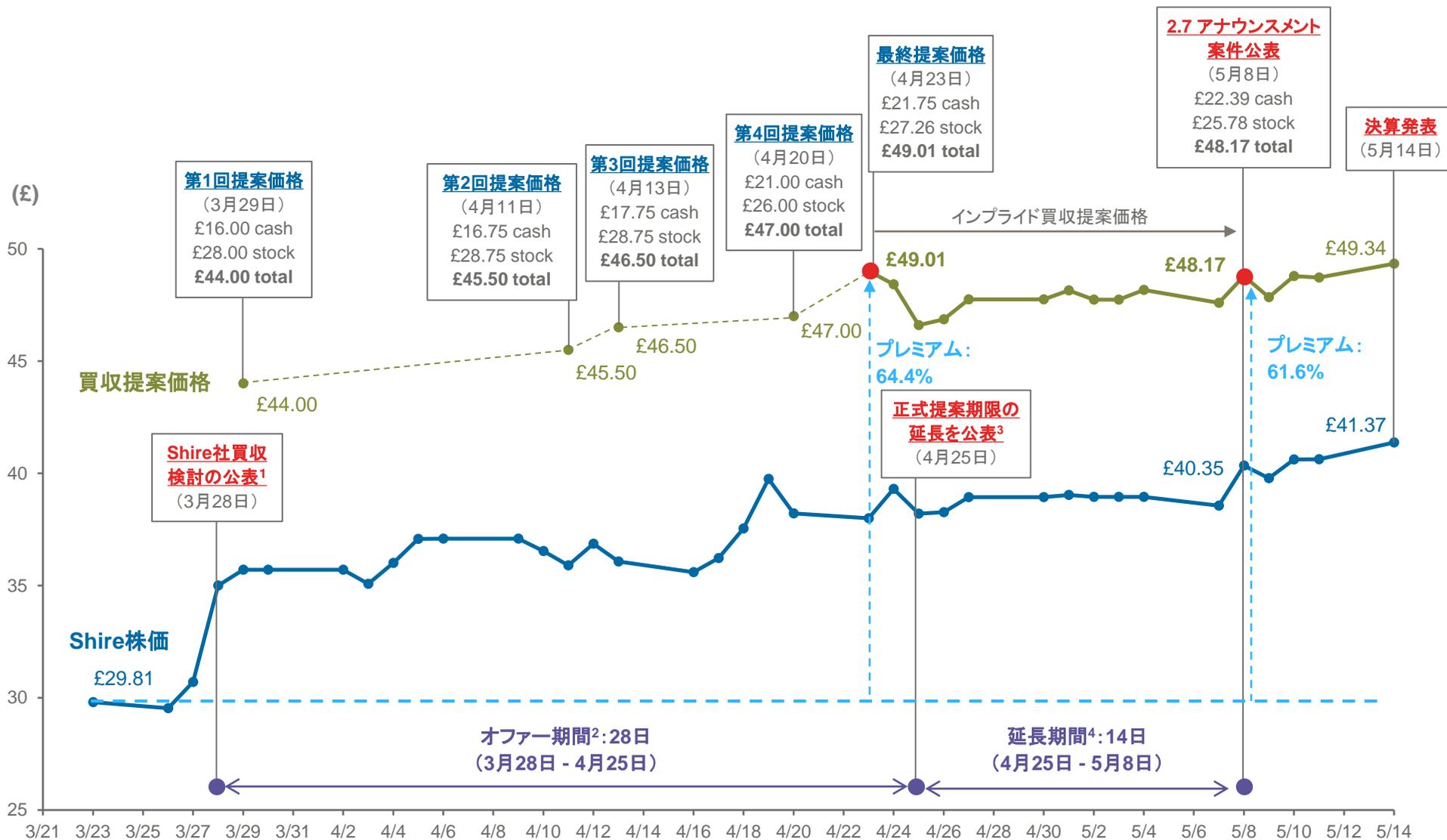
Pharma ranking in terms of Rx sales

Rank	Company	2017A ¹ Rx sales (\$bn)
1	Pfizer	45.4
2	Novartis	41.9
3	Roche	41.7
4	Merck & Co	35.4
5	Johnson & Johnson	34.4
6	Sanofi	33.7
7	GlaxoSmithKline	28.7
8	AbbVie	27.7
9	Pro Forma	27.5
10	Gilead Sciences	25.7
11	Amgen	21.8
12	AstraZeneca	19.8
13	Bristol-Myers Squibb	19.3
14	Eli Lilly	18.5
15	Teva Pharmaceutical Industries	18.3
16	Bayer	17.7
17	Novo Nordisk	17.0
18	Boehringer Ingelheim	15.1
19	Allergan	15.0
20	Shire	14.4
21	Takeda	13.1
22	Celgene	12.9
23	Mylan	11.5
24	Astellas Pharma	10.8
25	Biogen	10.4
26	CSL	7.4

本資料はJPモルガン証券株式会社の投資銀行部門によって作成されたものであり、当社のリサーチ部門により作成されたものではありません。また、本資料は貴社に対する情報提供のみを目的としており、いかなる金融商品の購入、売却又は買付けの募集又は勧誘を意図したものではありません。

Sources: Evaluate pharma, IR presentation
¹ Calendar year

買収検討～案件公表期間と買収提案価格の推移



出所: 会社公表資料、FactSet

¹ 英国法規制上、リーク報道後およそ15分以内に買収検討しているかの公表 (2.4 Announcement) が必要

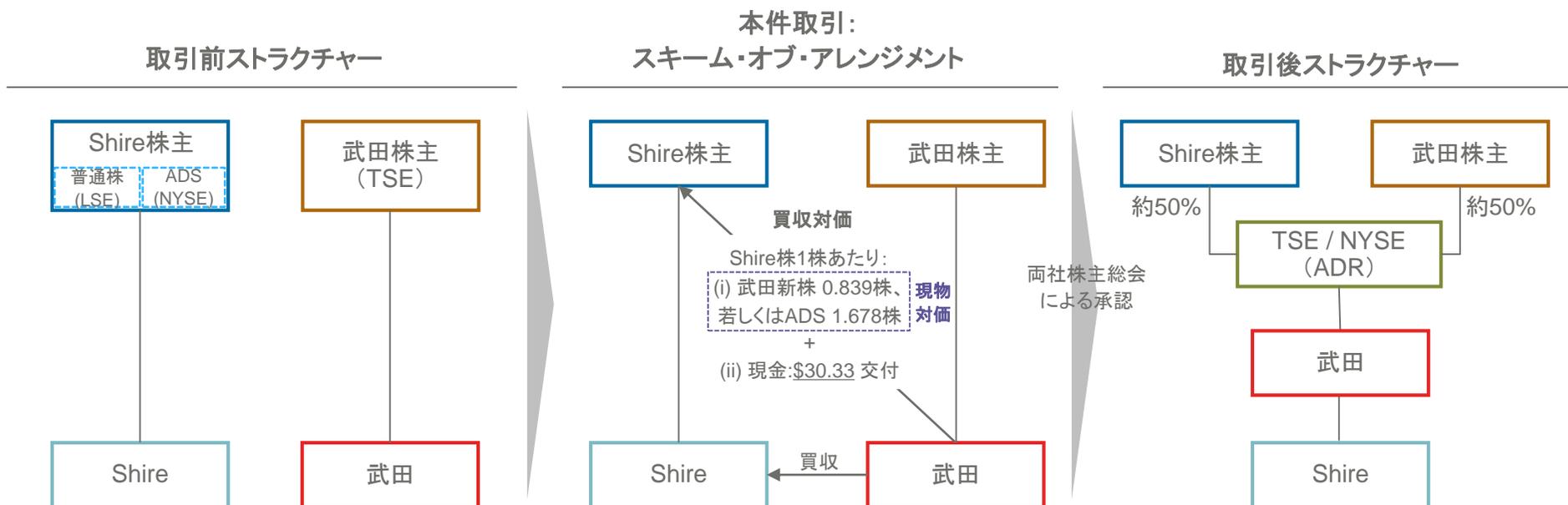
² 英国法規制上、2.4 Announcement後28日以内までに正式提案 (2.7 Announcement) が必要

³ 2018年4月25日、交渉期限の延長を発表すると共に2018年4月23日の提案価格も公表

⁴ 英国法規制上、買い候補と売り候補の両者から申請があり、当局が承認をした場合は延長が認められる

本資料はJPモルガン証券株式会社の投資銀行部門によって作成されたものであり、当該のリーサーチ部門により作成されたものではありません。また、本資料は貴社に対する情報提供のみを目的としており、いかなる金融商品の購入、売却又は買付けの募集又は勧誘を意図したものではありません。

本件取引スキームの概要



本件取引概要

- 本取引はジャージー会社法に基づき、スキーム・オブ・アレンジメント¹の手続きに従って実施
 - 本件スキームについてのShire社株主の承認は、裁判所により招集されるShire社の株主集会において、出席かつ有効に議決権を行使した株主の過半数、かつ、これらの株主の有する議決権数の75%以上にあたる議決権数による承認を得ることが必要
- その他、①独禁法クリアランスの取得、②武田臨時株主総会における新株発行のための決議の承認、③本件スキームが本件ロングストップデート²までに発効すること、等が本件買収成立の条件
- 本件スキームが発効した場合、効力発生直前の全てのShire株主に対して、Shire社株式1株あたり(i) 武田普通株式0.839株(又は武田ADS1.678株)及び、(ii) 現金30.33米ドルを交付
- 武田は本件買収の完了と同時に、もしくはその直後に武田の米国預託株式(ADS)のNYSE上場を企図
 - Shire株主は武田新株にかえて、武田ADSの交付を選択することが可能

注:会社公表資料

¹ ジャージー会社法に従い、会社の資本構成を、株主等の当事者との個別の合意ではなく、株主集会の承認及び裁判所の認可手続により一律に変更する手続であり、本件買収に対する本件Shire社取締役の推奨に基づき、本件裁判所により招集されるShire社の株主集会及びShire社の株主総会における株主の承認並びに本件裁判所の認可を取得することにより、本件Shire社株式の取得が成立する買収方法

² 2019年5月8日又はそれ以降の日で武田とShire社が書面で合意した日

目次

	ページ
1 武田薬品工業によるShire社買収に関するケーススタディー	1
2 武田薬品工業／Shire社の財務見通し	8

武田薬品工業及びShire社の財務見通し

武田薬品工業のキャッシュフロー予想及び直近年度末バランスシート

(億円)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
売上高	17,705	17,649	18,050	18,826	19,013	18,830
EBITDA	3,774	4,040	4,500	4,880	5,110	5,893
FCF	3,126	1,692	2,269	2,514	2,856	3,908

(億円)	FY17A
現金及び同等物	3,752
有利子負債	10,388
ネットデット	6,636

買収諸前提

(億円)	FY17A
現金対価(及び各種費用)	33,000
買収前発行済株式数(百万株)	790
買収後発行済株式数(百万株)	1,550
DPS(円)	180
税引前シナジー (3年後までに達成見込み)	1,540
シナジー実現に係る 一時費用(3年累計)	2,640

出所: 会社資料、アナリストレポート

Shire社のキャッシュフロー予想及び直近年度末バランスシート

(億円)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
売上高	17,070	17,233	17,659	18,110	18,796	19,411
EBITDA	6,364	7,305	7,619	8,081	8,458	8,912
FCF	3,893	4,283	5,334	5,820	6,197	6,355

(億円)	FY17A
現金及び同等物	549
有利子負債	20,946
ネットデット	20,397