

メドトロニック（MDT）投資戦略レポート - 増収でも増えない利益と8月の試練

MDT

売上は10年ぶりの高成長（+8.4%）でも調整後EPSは4年前割れ。53週効果を除くFY2027実力成長は5.75%と横ばいで、DCF・マルチプル・配当割引の3手法ともフェアバリュー（71.76ドル）は現値未満。ヘルニアメッシュ評決・Applied Medical・232条関税と8月に分岐イベントが集中する中、MiniMed分離・関税還付・Investor Dayの上振れを待つWatch判定。

米国株

医療機器

ヘルスケア

高配当

公開日	2026-08-01
著者	Kekke
分析モデル	Claude Fable 5

本レポートは特定の有価証券・金融商品の売買を勧誘・推奨するものではありません。投資判断は読者ご自身の責任において行ってください。詳細は本文末尾の免責事項をご参照ください。

対象銘柄

MDT / Medtronic plc (NYSE・医療機器)

結論

主目的: クオリティ・ディフェンシブ Δ (3~5年) / 総合: Watch / フェアバリュー 71.76ドル (現値比 -16.0%) / 損切りライン (ポジション非取得)

データソース

SEC EDGAR (10-K・10-Q・8-K・DEF 14A・Form 4・13F)、Medtronic IR、FDA 公開データベース、CMS、CBO、FRED、連邦官報、連邦地裁記録、MedTech Europe、Yahoo Finance、競合 5 社の決算開示

レポート概要

10 年ぶりの高成長 (売上 +8.4%) でも調整後 EPS は 4 年前割れ。53 週効果を除く FY2027 実力成長は 5.75% と横ばいで、3 つの評価手法すべてでフェアバリューは現値未満。8 月に訴訟・関税の分岐イベントが集中する中、MiniMed 分離・関税還付・Investor Day というガイダンス外の上振れを待つ Watch。

分析モデル

Claude Fable 5

本資料は情報提供のみを目的とし、投資勧誘・投資助言を行うものではありません。投資判断は読者ご自身の責任で行ってください。なお、本レポートは作成時点のスナップショットであり、公開後の株価・決算・ニュースの変化を反映しません。

売上は 10 年ぶりの高成長なのに 1 株利益は 4 年前のまま——そのねじれの正体と、8 月に集中する分岐イベントの歩き方を整理します。

0. 結論

この章で見えてくること

判定・フェアバリュー・主要リスクの全体像を先にお示しします。詳細の検証は §1 以降で行います。

レポート時点

作成日 2026-08-01

株価基準日 2026-07-31 終値 \$85.39

長期判断

WATCH 対象期間 6～12か月

スイング判断

レンジ 想定保有 5-10日

本レポートは作成時点のスナップショットです。公開後の株価・決算・ニュースは自動反映されません。投資判断に使う場合は、基準日以降の変化を必ずご確認ください。

中長期見通し

WATCH

確信度 中

目標株価 想定保有
**71.76 (弱 6～12か月
気 46.54
～ 強気
96.93)**

フェアバリューを 16% 上回る現値。訴訟決着と分離進行を待つ局面

スイング見通し

レンジ

2026-07-31 時点

レンジ下限接近待ち (82.83 サポートと 25 日線の収束帯で拾い、88.98 の戻り売り帯手前で利確)

作成時点の仮説です。現在の有効性は未判定で、公開後の株価・ニュースは反映していません。

本質はクオリティ・ディフェンシブ銘柄です。安定したキャッシュフローを資本コストに見合う価格で買う目的（保有 3 年以上）に最も適性がありますが、現時点の株価はその目的で払ってよい水準を上回っていると判断し、判定は Watch（様子見）とします。

業績モメンタム — 10 年ぶりの高成長が、キャッシュと 1 株利益に転換していません

FY2026（2026 年 4 月期）の売上高は 363.64 億ドル **A** で、報告ベース +8.4% と会社が「過去 10 年で最高」と説明する成長率 **A** を達成しました。ところが、そのうち為替の押し上げを除いた オーガニック成長は +5.8% **A** で、収益性はむしろ悪化しています。非 GAAP 営業利益率は 24.4%（前期比 -130bp） **A**、非 GAAP EPS は 5.53 ドル（+0.7%、為替の追い風を除けば -2.0%） **A** にとどまり、調整後 EPS は 4 年前（FY2022 の 5.55 ドル）をなお下回ったまま **A** です。つまり「売上は伸びたのに、株主の取り分は増えていない」——これがこの銘柄の中核の問題です。

株価とバリュエーション — 「増えないキャッシュフロー」に約 16% のプレミアムが載っています

現値 85.39 ドルは、52 週高値 106.33 ドル **B** から約 -20%、52 週安値 73.31 ドル **B** から約 +16% の位置です。一見「下げ切った後」に見えますが、現在株価はフリーキャッシュフローが永久に年 2.88% 伸びる前提を織り込んでおり **B**、実績（営業キャッシュフローは 7 年で年率 0.65%）とのあいだに開きがあります。詳細は §4 で扱いますが、DCF・マルチプル・配当割引の 3 手法すべてでフェアバリューは現値を下回りました。

構造リスク — 8 月に司法・規制イベントが集中し、短期は下振れの方が大きい非対称な形です

リスクは分散しておらず、以下が同時並行で進んでいる点をまずご確認ください。

- ヘルニアメッシュ訴訟の先行事件（Patterson v. Covidien）は 2026-07-14 に開廷し、現在も審理中。評決は数日～2 週間内が見込まれます **B**。原告は 約 10,350 人 **A** で、先行評決が後続の和解相場を決めます
- Applied Medical 反トラスト訴訟では 2026-02-05 に陪審が 3.82 億ドルの損害を認定し、法律上自動的に 3 倍の約 11.5 億ドルになります **A**。会社は「損失の可能性が高くない」として引当をゼロのまま **A** にしていますが、2026-05-08 の審理で裁判所は会社側の申立を棄却する方向の暫定見解 **B** を示しました
- FY2026 期末の訴訟引当金は約 2 億ドルで、上記の潜在債務と桁が合っていません **A**
- 米商務省の医療機器に関する通商拡大法 232 条調査は判断未公表で、大統領判断の期限は 2026-08-28 前後です **A**。この関税は 2 月の最高裁による IEEPA 違憲判決とは別の法的根拠に基づくため、判決では消えません **A**
- 急成長中の心臓アブレーション事業の主力製品 Sphere-9 カテーテルが Class II リコール中（対象 120,698 ユニット、全世界） **A** です
- 2026-06-03 以降、臨時報告書（8-K）の提出がゼロ **A** という開示の空白期に、上記のイベントが会社の開示の外側で進行しています

一方で経営側の動きも見逃せません。2025 年 8 月のアクティビスト Elliott Management との対話を受けて、独立取締役 2 名の選任・成長委員会と業務執行委員会の新設・2026 年の Investor Day 開催計画が公表 **A** されており、関税還付 **A** と 糖尿病事業（MiniMed）の分離メリット **A** をゼロと置く保守的なガイダンス設計は、実現すればすべて上乗せになる構図です。ただし MiniMed の持分は 90.0% のまま、IPO 後 1 ポイントも削減されていません **A**。

判定 — Watch（確信度: 中）

判定の主軸は、論点「**10 年ぶり高成長でも調整後 EPS は 4 年前割れ**」（negative・確信度高）と論点「**増えないキャッシュフローに 16% のプレミアム**」（negative）です。そこに論点「**8 月に集中する訴訟イベントと引当ギャップ**」（negative・短期）が「今すぐ買わない」理由を加えます。一方で、論点「**Elliott 関与下の分離・還付オプションはガイダンス外の上振れ**」（positive）が Avoid まで落とさない理由になります。分離・還付・Investor Day のいずれもガイダンス外の純粋な上乗せとして設計されているため、株価が動かなくてもフェア

バリュー側が切り上がって乖離が閉じる経路が現実存在するからです。したがって、訴訟 2 件の決着と 9 月 1 日の Q1 決算での実力確認を待ち、フェアバリューに近づく局面で拾う——これが現時点の合理的な立ち回りと考えられます。

この章のまとめ

- 判定は Watch（確信度 中）。フェアバリューは現値の約 16% 下にあります
- 今すぐ買わない理由は 8 月の訴訟集中、Avoid にしない理由は分離・還付・Investor Day の上振れ経路です
- 検証の主戦場は 9 月 1 日の Q1 決算。§1 から順に根拠を確認していきます

目次

0. 結論

1. 銘柄の現在地

2. 業績 — 10 年ぶり高成長でも調整後 EPS は 4 年前割れ

3. 業界・競合 — CAS 一本足成長と PFA 競争の拮抗転換

4. バリュエーション — 増えないキャッシュフローに 16% のプレミアム

5. マネジメント・ガバナンス — Elliott 関与下の分離・還付オプション

6. マクロ・ニュースフロー

7. テクニカル・需給とスイング戦略

8. シナリオ・反証・モニタリング KPI

9. リスク・カタリスト — 8 月に集中する訴訟イベントと引当ギャップ

10. 投資判断

11. 用語集

12. 参考資料

1. 銘柄の現在地

この章で見えてくること

§0 結論で示した「売上は伸びるのに株主の取り分が増えない」という問題を検証する前提として、Medtronic という会社の事業構成・財務体力・株価の現在地を整理します。

Medtronic plc は心臓ペースメーカーから手術ロボットまでを手掛ける世界最大級の医療機器メーカーです。本社はアイルランド・ゴールウェイにあり、アイルランド法に基づく公開有限責任会社 (plc) としてニューヨーク証券取引所に上場 **A** しています。この「アイルランド籍の米国上場企業」という構造は税制面の利点の裏返しとして固有のリスクも持ちます (§9 で扱います)。

基準株価

85.39 ドル **B**

時価総額

1,093.1 億ドル **B**

PER (非GAAP、実績)

15.4倍

52 週高値

106.33 ドル **B**

52 週安値

73.31 ドル **B**

純有利子負債/EBITDA

1.99倍 **A**

株価は 2026-07-31 終値で 85.39 ドル **B**、時価総額は 約 1,093 億ドル **B** です。5 年チャートで見ると、株価は 2025 年 11 月の高値から 2026 年 6 月の安値まで約 31% 調整した後、直近 2 か月で反発した位置にあります。

株価 5 年推移 (週次)



事業の柱は 3 つです。FY2026 第 4 四半期から報告セグメントは 3 本（Cardiovascular / Neuroscience / Medical Surgical）[A](#) になりました。糖尿病事業は 2026 年 3 月の MiniMed 上場に伴い報告セグメントから外れています（FY2026 の糖尿病事業売上は 31.12 億ドル・+13% [A](#)、議決権の 90.03% を保有し連結は継続中 [A](#)、完全分離は FY2027 中の計画 [A](#)）。

セグメント別の収益力を並べると、事業の性格がよく分かります。

- Cardiovascular（心血管）：売上 139.76 億ドル（+12%）[A](#)、セグメント営業利益 36.72 億ドル（利益率 26.3%）[A](#) — 全社の成長エンジン
- Neuroscience（脳神経）：売上 102.87 億ドル（+4%）[A](#)、営業利益 30.62 億ドル（利益率 29.8%）[A](#) — 最も利益率が高い安定事業
- Medical Surgical（外科）：売上 88.15 億ドル（+5%）[A](#)、営業利益 21.28 億ドル（利益率 24.1%）[A](#) — 手術ロボット Hugo を含む再建途上の事業

地域別では 米国売上 181.03 億ドル（+5%、全体の 49.8%）[A](#) と 米国外売上 182.61 億ドル（+12%、全体の 50.2%）[A](#) がほぼ半々です。海外比率の高さは為替感応度の基盤になります（§6 で扱います）。

財務体力は大型ディフェンシブ株として合格水準です。自己資本比率は 53.2%（FY2022 の 57.8% からは低下）[A](#)、純有利子負債は 187.41 億ドル [A](#) で 純有利子負債/EBITDA は 1.99 倍と前期の 2.22 倍から改善 [A](#) しました。手元には 現金・投資合わせて約 92 億ドル [A](#) があり、総有利子負債は約 280 億ドル（10-K の MD&A 丸め表記。簿価は 279.61 億ドル）[A](#) です。ただし、バランスシートの質には注意点があります。のれんが 425.87 億ドルと総資産の 45.8% を占める [A](#) ため、簿価ベースの指標（PBR など）の情報価値は低めです。これは過去の大規模買収（Covidien など）の名残であり、§4 のバリュエーションで GAAP と非 GAAP の利益が大きく分裂する原因にもなっています。

この章のまとめ

- 事業は心血管・脳神経・外科の3本柱に再編され、糖尿病は分離途上（持分90.03%で連結継続）です
- 財務体力は純有利子負債/EBITDA 1.99倍・手元92億ドルと十分ですが、のれんが総資産の45.8%を占めます
- 株価85.39ドルは52週レンジの安値寄り4割の位置。§2では「売上が伸びても1株利益が増えない」構造を数字で確認します

2. 業績 — 10年ぶり高成長でも調整後EPSは4年前割れ

この章で見えてくること

§1で確認した3セグメント構造を前提に、FY2026の実績とFY2027会社計画を分解します。ポイントは「10年ぶりの高成長」という見出しと「4年間増えていない1株利益」という実態のギャップ、そして来期計画に含まれる2つのかさ上げ要因です。

FY2026 通期

P&L

売上高	363.64 億ドル
営業利益 (GAAP)	64.67 億ドル
非GAAP 営業利益率	24.4%
EPS (GAAP、非GAAP の順)	3.73 / 5.53 ドル

Balance Sheet

自己資本比率	53.2%
純有利子負債 / EBITDA	1.99 倍
総有利子負債 (簿価)	279.61 億ドル
のれん	425.87 億ドル

Cash Flow

営業キャッシュフロー	73.30 億ドル
フリーキャッシュフロー	54.26 億ドル
配当総額	36.39 億ドル
自社株買い	10.35 億ドル

2-1. 通期実績 — 増収の果実を税率・関税・分離費用が吸収

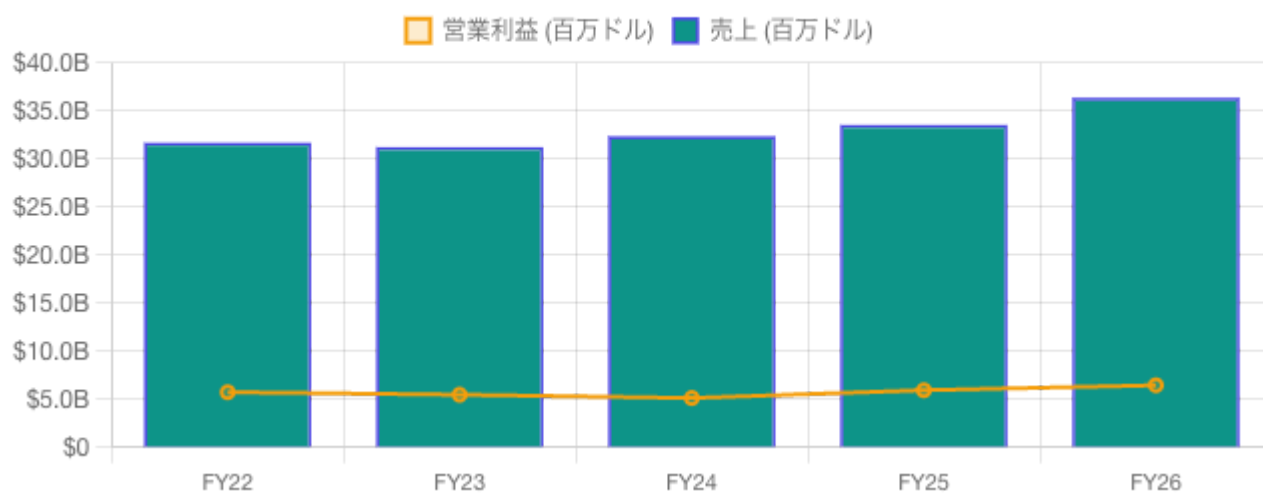
FY2026 の損益を上から順に見ます。売上高

363.64 億ドル (前期 335.37 億ドル、+8.4%) A、粗利率は 65.0% A でした。GAAP 営業利益は 64.67 億ドル (+8.6%) A (前期比 +8.6% の増益 A) で、GAAP 営業利益率は 17.8% と前期比フラット A (17.8% 横ばい A)。ここまでは増収増益の健全な姿です。

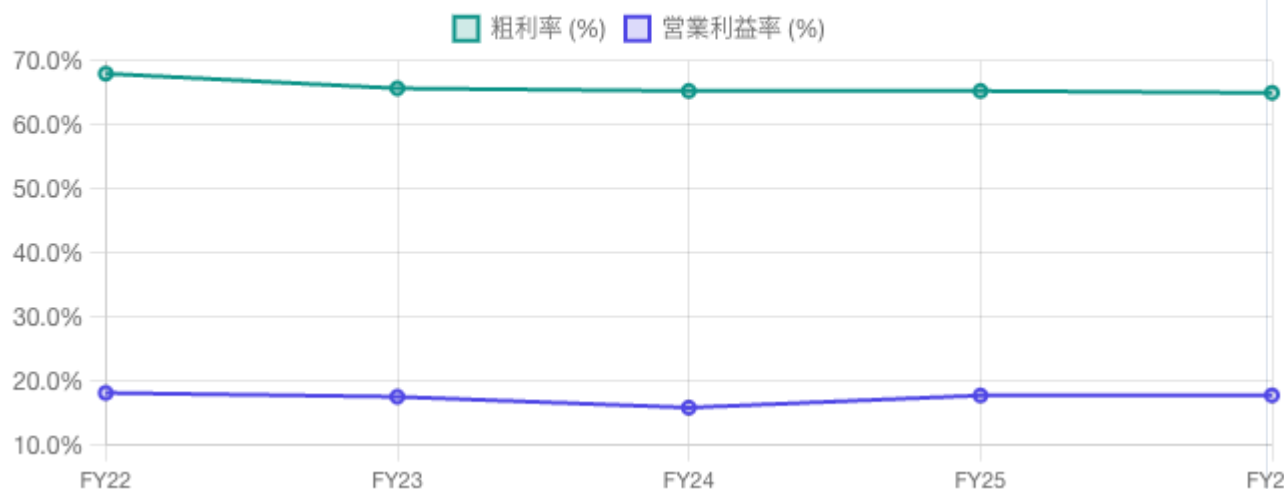
非 GAAP ベースでは 営業利益率 24.4% (前期比 -130bp、恒常為替では -150bp) A と、増収下の利益率悪化が確認できます。問題はここからです。税引前利益 61.36 億ドル A に対し、実効税率が前期の 16.6% から 21.2% へ跳ね上がり A、帰属純利益は 48.01 億ドル (+3.0%) A (増益率は +3.0% どまり A) に減速しました。税率上昇の背景には OECD の Pillar Two (グローバル最低税率 15%) が FY2025 から適用されている A ことがあります。さらに売上原価には 輸入関税の増加分 1.85 億ドル A が含まれ、第 4 四半期には MiniMed の FDA 承認前倒しに伴う Blackstone への一時費用 1.57 億ドル (EPS -0.08 ドル) A も発生しました。

結果として1株利益はほぼ増えていません。GAAP希薄化後EPSは3.73ドル(+3.3%)^A (FY2026実績3.73ドル^A)、非GAAP EPSは5.53ドルで、為替の+0.15ドルを除くと実質-2.0%^Aです。過去をさかのぼると、調整後EPSはFY2022の5.55ドル^A → FY2023の5.29ドル(-5%)^A → FY2024の5.20ドル(-2%)^A → FY2025の5.49ドル → FY2026の5.53ドルという軌跡で、4年かけて出発点に戻っていません。例えるなら、坂道を必死に登っているのにエスカレーターが逆方向に動いている状態です。坂道が売上成長、逆方向のエスカレーターが税率・関税・分離費用に当たります。

Medtronic 売上・営業利益 5期推移



Medtronic 収益性指標 5期推移



2-2. 第4四半期 — 表面は好調、中身は一時要因の綱引き

直近の Q4 FY2026 は 売上 98.07 億ドル (+9.9%、オーガニック +6.6%、会社の実質ガイダンスを 90bp 上回る着地) A (四半期売上として過去最高水準 A) と好調でした。牽引役は心臓アブレーションで、Cardiac Ablation Solutions の売上は世界 +78%・米国 +124%、米国シェアを 8 ポイント上乘せ A という異例の伸びです (競争環境は §3 で検証します)。

一方で Q4 の非 GAAP EPS は 1.55 ドルと前年同期比 -4.3% A、非 GAAP 営業利益率は 25.5% (-230bp) で、MiniMed 関連の Blackstone 支払が 160bp、関税が 80bp の下押し A でした。また、急性期モニタリング事業について Q4 に +11% と大きく伸びた ACM を、CFO 自身が「一時的な追い風であり今後は正常化する」と注記 A しています。好調な見出しの裏で、経営陣自身が持続性に留保を付けている点は覚えておく必要があります。

粗利率の管理は開示の透明性が高い項目です。価格・コストダウン・ミックス・関税・為替の 5 要因分解が 4 四半期連続で同一フォーマットで開示され、Q4 の調整後粗利率は 65.4% (価格 +30bp・コストダウン +60bp・ミックス -60bp・関税 -80bp・為替 +80bp) A でした。価格とコストダウンで関税を相殺する構図が定着しています。

2-3. セグメント別 — 成長は心血管の一本足

オーガニック成長率をセグメント別に並べると、成長の偏りがはっきりします。

- Cardiovascular: 139.76 億ドル、オーガニック +9.3% (全社の 38.4%) A — うち不整脈・心不全事業部は 75.04 億ドル・報告 +17.4% で全社最大の事業部 A (10-K ベースでも 75.04 億ドル・+17% でパルスフィールドアブレーションが牽引 A)。牽引役はパルスフィールドアブレーション (Q4 の CAS は世界 +78%・米国 +124% A)
- Neuroscience: 102.87 億ドル、オーガニック +3.1% A
- Medical Surgical: 88.15 億ドル、オーガニック +2.9% A
- Diabetes (報告セグメント外) : 31.12 億ドル、オーガニック +7.9% A

FY2026 の増収のうち 53% を Cardiovascular 1 セグメントが稼いでおり、しかもその中核は CAS という単一事業です。残る 2 セグメントはオーガニック 3% 前後で、市場成長 (中一桁) 並みかやや下回る水準にとどまります。つまり全社の「10 年ぶり高成長」は、アブレーションの一本足に支えられた成長です。この足が競争激化で鈍った場合の影響は §3 と §8 で検証します。

2-4. キャッシュフロー — 7 年間ほぼ増えていない、という事実

損益計算書より重要なのがキャッシュフローの実績です。FY2026 の営業キャッシュフローは 73.30 億ドル (+4.1%) A (前期比 +4.1% A) ですが、FY2019 の 70.07 億ドルと比べると 7 年間で +4.6%、年率わずか 0.65% しか増えていません。同じ期間に売上は 19% 伸びました。フリーキャッシュフローは 54.26 億ドル A (前期比 +4.6%、非 GAAP 純利益

に対する転換率 76% [A](#)）で、FY2024 の 52.00 億ドル・FY2025 の 51.85 億ドルとの 3 期比較ではほぼ横ばいです。FCF マージンは 14.9% と FY2020 の 20.8% から約 6 ポイント低下 [A](#) しました。

研究開発費は 28.73 億ドル（売上比 7.9%） [A](#) です。この投入水準が競合と比べてどうなのかは §3 で確認しますが、結論だけ先に言えば大型 6 社の中で最も低い比率です。

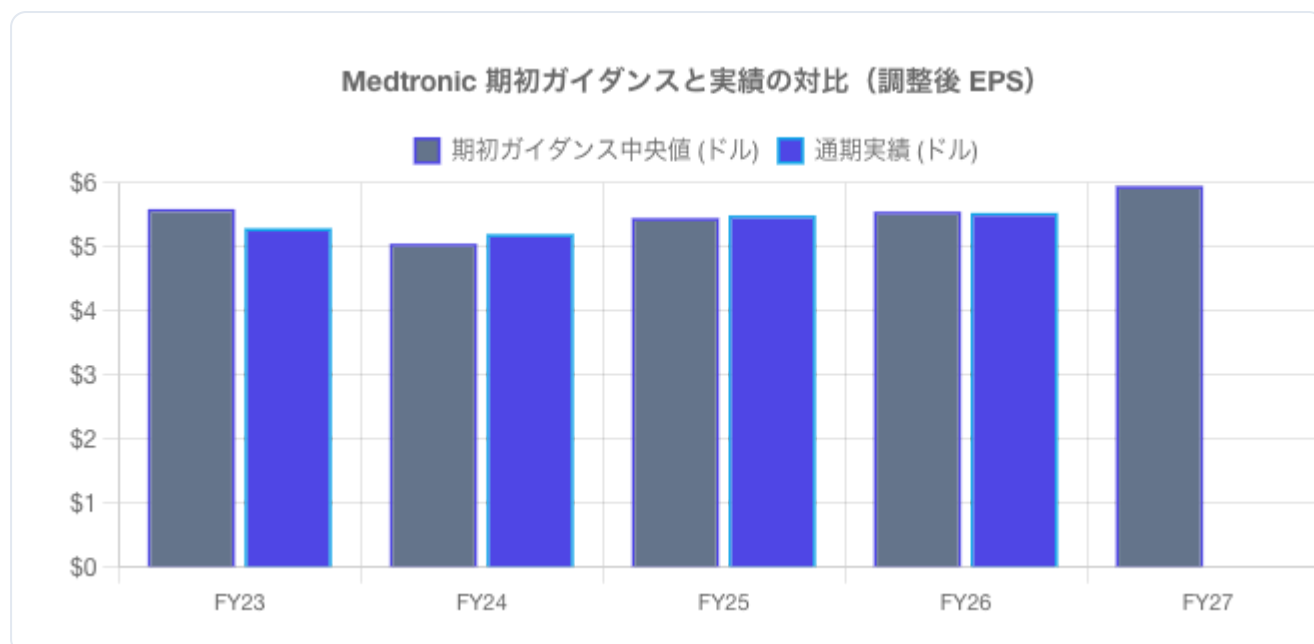
2-5. FY2027 ガイダンス — 「加速」の内訳は 53 週と糖尿病連結

会社の FY2027 計画は一見、成長加速を示しています。オーガニック売上成長は 下限 +6.75% [A](#) ～ 上限 +7.25% [A](#) （中央値 7.0%、53 週決算と糖尿病事業の通期連結を含む [A](#) ）、非 GAAP EPS は 下限 5.90 ドル（+6.7%） [A](#) ～ 上限 6.00 ドル（+8.5%） [A](#) （中央値 5.95 ドル [A](#)）です。

しかし、この数字には 2 つのかさ上げ要因が入っています。第一に、FY2027 は 53 週決算です。53 週目がオーガニック売上成長率を約 125bp 押し上げ [A](#)、EPS 成長率には約 150bp 寄与 [A](#) します。第二に、糖尿病事業の連結継続で約 25bp の押し上げ [A](#) が含まれます。これらを除くと、実力ベースのオーガニック成長は約 5.75% で、FY2026 実績の +5.8% とほぼ同水準 [A](#)、EPS 成長も 53 週効果を除くと中央値 +6.1% 程度 [A](#) です。つまり「加速」はカレンダーの産物であって、実力の加速ではありません。

さらに重要なのは、これが 1 四半期前の約束からの後退だという点です。Q3 決算（2026 年 2 月 17 日）で CFO は「FY2027 は高一桁の EPS 成長を維持する」と明言し、53 週はその上乘せだと説明していました [A](#)。Q4 で提示されたガイダンスはこの水準を満たしていません。Q3 から Q4 のあいだに変わったのは、M&A による EPS 希薄化想定が約 1% から約 2% へ拡大 [A](#)（買収は非オーガニック売上に約 1.50 億ドル寄与 [A](#)）、中東情勢による燃料・輸送コスト -1% の新規織り込み [A](#)、そして金利・税率で約 -200bp の下押し [A](#) です。関税は FY2027 に税引前 2.5 億ドル（政府還付は未織り込み） [A](#)（前期比 +0.65 億ドル、四半期配分は 30/30/20/20 [A](#)）を見込みます。粗利率は 関税込みで約 20bp 低下 [A](#)、営業利益率は Blackstone 費用の剥落とレバレッジで +60bp 改善 [A](#) の計画です。

なお、53 週効果は FY2028 に反転して消えます。CFO は「53 週がなくなる圧力は生じるが、関税などの逆風は FY2028 に消える」と相殺を示唆 [A](#) していますが、反転が確実な暦要因と、還付・軽減が不確実な関税要因を同列に置く説明には注意が必要です。



2-6. ガイダンスの信頼性 — 「予定通り着地」は結果的な偶然

期初ガイダンスと実績の対比を過去 4 期並べます。FY2023 は期初中央値 4.5% A に対し実績 +2.1% (-240bp の未達) A、FY2024 は期初 4.25% A に対し +5.2% (+95bp の超過) A、FY2025 は期初 4.5% A に対し +4.9% (レンジ上半分) A、FY2026 は期初約 5.0% A に対し 実績 +5.8% で 80bp の上振れ（過去 4 期で最も明確な超過）A でした。この流れの先に FY2027 の期初中央値 7.0% A が置かれています。売上面のガイダンスはここ 3 年、信頼できる水準です。

EPS 面は事情が異なります。EPS の期初中央値は FY2023 が 5.59 ドル A、FY2024 が 5.05 ドル A、FY2025 が 5.45 ドル A、FY2026 が 5.55 ドル A、FY2027 が 5.95 ドル A と推移しています。FY2026 は 期初 5.55 ドルに対し実績 5.53 ドルで -0.02 ドルの着地 A でしたが、その経路は平坦ではありません。Q1（2025 年 8 月）に関税想定縮小を理由に 5.60～5.66 ドルへ上方修正 A し、Q2（2025 年 11 月）には売上と同時に 5.62～5.66 ドルへ再度引き上げ A た後、2026 年 3 月 24 日の 8-K で 5.50～5.54 ドルへ下方修正（中央値 -0.12 ドル）A しました。期初 → 2 回の上方修正 → 3 月の引き下げ → 5.53 ドル着地という経路 A であり、下方修正の中身は MiniMed 関連費用（需要要因ではない）でした。本業ベースでは期初想定を 0.10 ドル前後上回る軌道だったと評価できます。ただし、「期初と実績がほぼ一致した」という見かけを額面通りに受け取るべきではない、ということでもあります。

売上が 10 年ぶりの高成長だった年に営業利益率が 130bp 悪化した A という組み合わせは、景気拡大の後半でよく観察される症状です。FY2026 の実力成長 +5.8% A と FY2027 の 53 週抜き実力値 5.75% A（53 週の EPS 寄与 +150bp は FY2028 に反転 A）を重ねると、成長の実力線はフラットです。

この章のまとめ

- FY2026 は売上 +8.4% の一方、税率上昇（16.6%→21.2%）・関税 1.85 億ドル・分離費用が果実を吸収し、調整後 EPS は 4 年前を下回ったままです
- 営業キャッシュフローは 7 年で年率 0.65% しか伸びず、FCF は 3 期横ばい。「増収がキャッシュに転換しない」ことが数字で確認できます
- FY2027 ガイダンスの「加速」は 53 週効果 125bp と糖尿病連結 25bp のかさ上げ込みで、実力は 5.75% と横ばい。Q3 時点の「高一桁成長」の約束からは後退しています
- §3 では、この成長を一手に支える心臓アブレーション事業の競争環境が 2026 年に入って急変している点を検証します

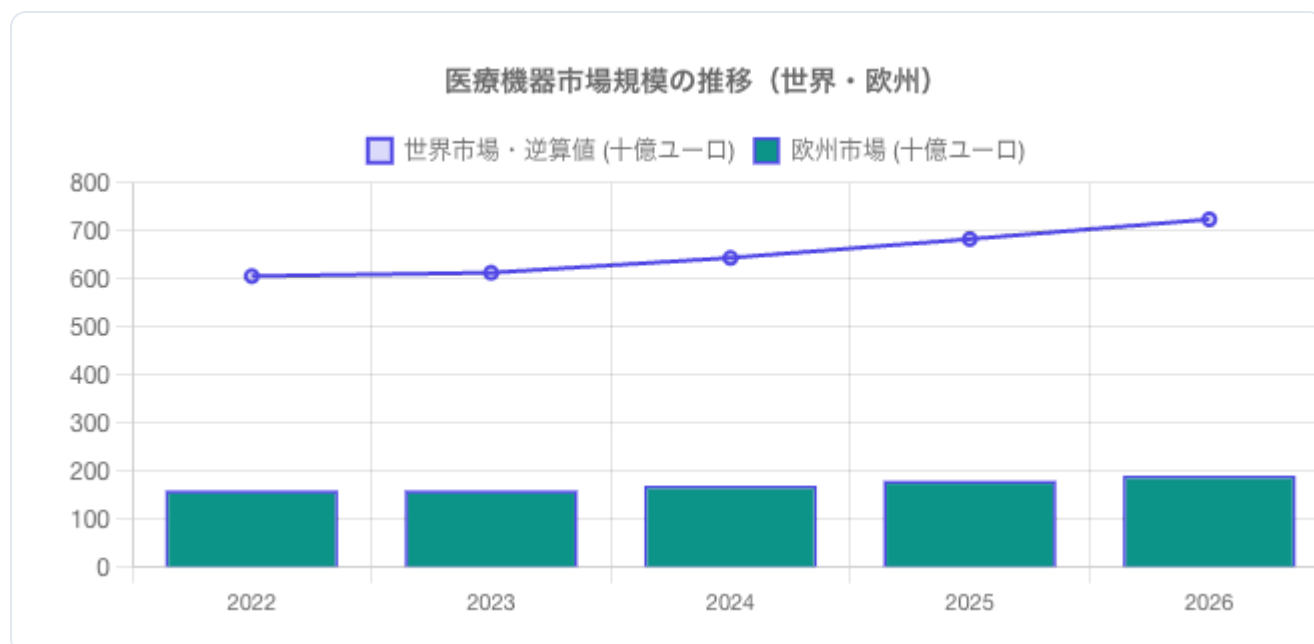
3. 業界・競合 — CAS 一本足成長と PFA 競争の拮抗転換

この章で見えてくること

§2 で確認した「成長の一本足」である心臓アブレーション事業を、業界構造と競合の動きから点検します。2026 年に入って規制承認の回転数と参入社数の両面で競争環境が急変しており、これが本レポートの中立～弱気寄りの見方の重要な根拠になります。

3-1. 市場規模 — 巨大だが成熟した土俵

世界の医療機器市場は 2024 年に約 6,440 億ユーロ規模（欧州市場と欧州の世界シェアからの逆算値。水準感のみ有効）[B](#) で、米国が世界の 46.4% を占める最大市場 [B](#)、欧州が 26.4% で第 2 位 [B](#) です。欧州市場は 2024 年に約 1,700 億ユーロ [B](#)、成長率は 2024 年 +6.0%（過去 10 年平均も 6.0%）[B](#) と、年 6% 前後で安定的に拡大する成熟市場です。



Medtronic 自身は自社の土俵をもう少し狭く定義しています。3 報告セグメントの開拓可能市場は合計 990 億ドル [A](#)（内訳: Cardiovascular 400 億ドル・市場成長は高一桁 [A](#) / Neuroscience 250 億ドル・中一桁 [A](#) / Medical Surgical 340 億ドル・中一桁 [A](#)）で、FY2026 売上 364 億ドルはこの 37% に相当します。つまり開拓余地はあるものの、市場自体が高成長というわけではなく、シェアの奪い合いが成長の主戦場になります。

参考までに周辺統計を挙げると、米国の耐久医療機器支出は 2024 年に 864 億ドル（+5.4%）と 3 年連続で伸びが減速 [A](#) し、その中で Medicare の構成比は 21.4% へ 2 年で 4.1 ポイント上昇 [A](#) しています。高齢化による公的保険依存の深まりは、価格交渉力が公的支払者側に移ることを意味します。日本市場は 国内生産 2 兆 6,642 億円（前年比 -0.4%）[A](#)・輸入依存度 56.5% [A](#) と、輸入品が過半の構造です。

3-2. 業界の力学 — 買い手・規制・代替品

医療機器業界の競争構造には 3 つの特徴があります。第一に、買い手の交渉力が強いことです。実質的な買い手は病院の資材管理部門・共同購買組織（GPO）・統合医療ネットワーク（IDN）であり、価格決定の主戦場は供給契約交渉にあります [A](#)。第二に、規制当局が事実上の参入ゲートを握ることです。FDA の 510(k) 決定件数は年 3,100～3,350 件の横ばい圏で、FDA の処理能力が業界のイノベーション量の律速段階 [A](#) になっています。米国の保険償還では CED（エビデンス開発を伴う保険適用）が参入ゲートとして機能し、腎除神経では CMS 承認研究外の手技は償還されません [A](#)。第三に、代替品の脅威が具体化していることです。GLP-1（肥満治療薬）が肥満外科の手技需要を削り、外科事業のステープラー販売に持続的な逆風 [A](#) になっています。

規制環境はいま過渡期にあります。欧州では EU MDR の移行期間がリスク区分に応じて 2027 年末または 2028 年末に終了 [A](#) し（クラス III と植込み型は 2027-12-31 が期限 [A](#)）、認証機関（notified body）は 51 機関にとどまり認証能力が業界全体の上限を規定 [A](#) し

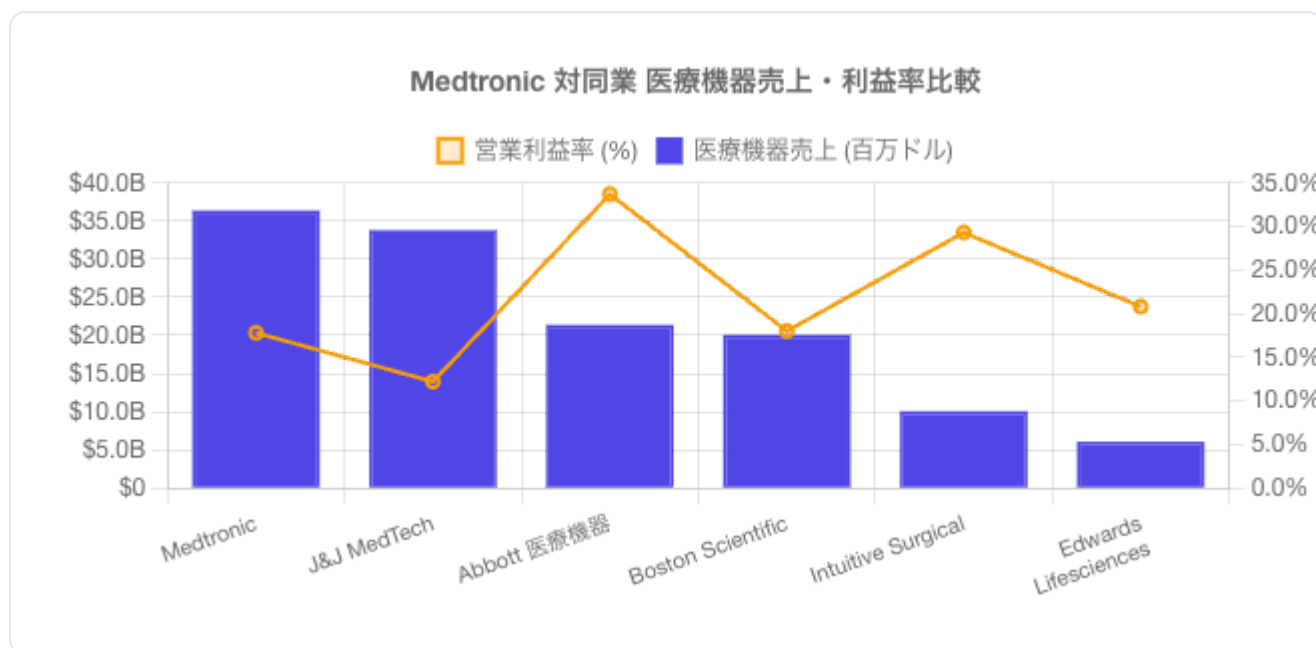
ています。一方で 欧州委員会は 2025 年 12 月に MDR/IVDR の簡素化提案を公表 [A](#) しており、規制負担は緩和方向の芽もあります。米国では 現行のユーザーフィー法制（MDUFA V）が 2027 年 9 月末に失効し [A](#)、次期制度（MDUFA VI）の公開会議が 2026-08-05 に開催 [A](#) されます。日本を含む各国の承認・償還制度はおおむね安定的ですが、サプライチェーンには 単一調達部品・EtO 滅菌・半導体という業界共通の急所 [A](#) が残ります。

3-3. 大型 6 社の勢力図 — MDT は「最大だが最も伸びていない」

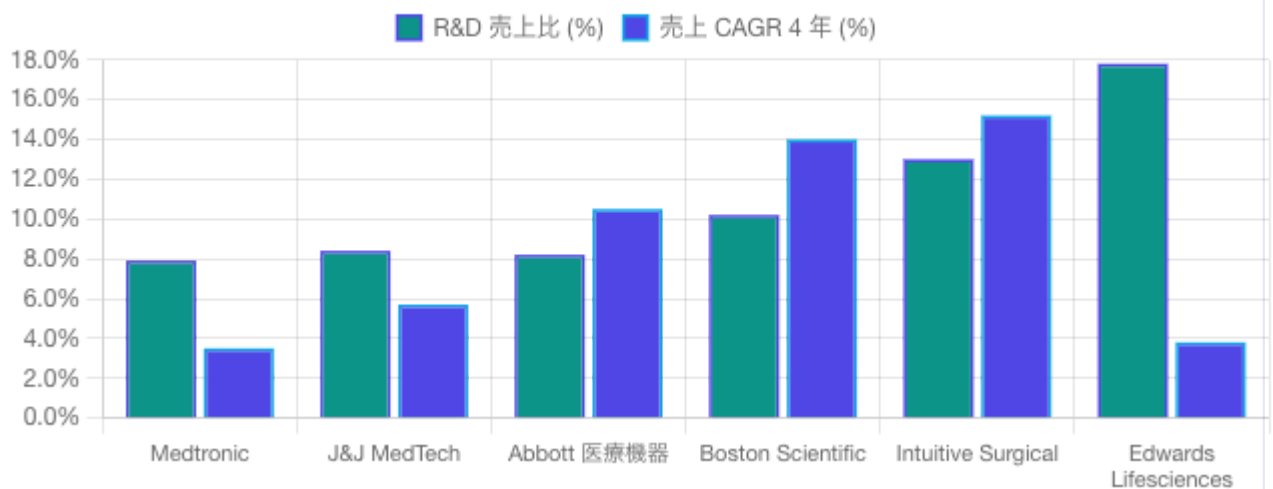
大型医療機器 6 社（Medtronic / J&J MedTech / Abbott 医療機器 / Boston Scientific / Intuitive Surgical / Edwards Lifesciences）の直近通期売上を並べます。

- Medtronic: 363.64 億ドル（FY2026） [A](#) — 6 社プール内シェア 28.5% [A](#)
- J&J MedTech: 337.92 億ドル [A](#) — 26.5% [A](#)
- Abbott 医療機器: 213.87 億ドル [A](#) — 16.7% [A](#)
- Boston Scientific: 200.74 億ドル [A](#) — 15.7% [A](#)
- Intuitive Surgical: 100.65 億ドル [A](#) — 7.9% [A](#)
- Edwards Lifesciences: 60.68 億ドル [A](#) — 4.8% [A](#)

Medtronic は依然として最大手です。しかし時系列で見ると景色が変わります。6 社プール内シェアは 4 年で 33.0% から 28.5% へ 4.6 ポイント低下し、6 社中で最大の低下幅 [A](#) でした。プール全体の売上が 4 年で年率 +7.4% 伸びる中、MDT は +3.5% と最下位 [A](#) です。将来への投資も細く、R&D 売上比 7.9% は 6 社中最低（Edwards 17.8% / Intuitive 13.0% / BSX 10.2%） [A](#) にとどまります。「最大だが最も伸びておらず、最も研究開発に投じていない」——これが相対ポジションの現在地です。



Medtronic 対同業 R&D 投入率と売上成長率



強み・機会

- PFA 市場（130 億ドル超・年率 +25%）で CAS が世界 +78%・米国シェア +8pt と最速の立ち上がり。CY2025 の PMA 決定 19 件で規制面も独走した
- 開拓可能市場 990 億ドルに対し売上 364 億ドル。腎除神経（米国 1,800 万人の未管理高血圧）・Hugo の適応拡大・Sphere-360 と次の成長弾が控える
- 大型 6 社プール内シェア 28.5% と首位級の規模。GPO/IDN との交渉力と全世界の販売網が防衛線になる

弱み・脅威

- 6 社プール内シェアは 4 年で -4.6pt と最大の低下幅。売上 CAGR +3.5% はプール平均 +7.4% の半分未満で最下位
- R&D 売上比 7.9% は 6 社中最下位（Edwards 17.8% / Intuitive 13.0% / BSX 10.2%）。将来の製品競争力への投資が細い
- CY2026 の PMA 決定は MDT 12 件 vs 競合 3 社合計 17 件と拮抗に転換。Abbott Volt・J&J Dual Energy・Ottava の参入で 4 社構図に

直近四半期の業績方向も 6 社で分岐しています。Abbott は 2026-07-16 に通期 EPS ガイダンスを 5.45～5.60 ドルへ引き上げ [A](#)、Edwards も恒常通貨売上成長を 10～11% へ引き上げ [A](#) ました。対照的に Boston Scientific は 2026-07-29 に 2 四半期連続の下方修正（オーガニック中央値は初回の +10.5% からほぼ半減の +5.5%） [A](#) に追い込まれ、上期実績から逆算した下期の報告成長率は +1.8～3.7% しか残っていません [A](#)。さらに BSX は 2026-07-21 承認のリストラ計画で税引前 7～8 億ドルの費用（2029 年末完了、年 5 億ドルの削

減効果) A を公表しました。BSX が理由に挙げたのは電気生理学と左心耳閉鎖デバイスの不振で、上期 +9.5% からの急減速 A です。競合の失速は一見 MDT に有利ですが、PFA 市場全体の需要・価格前提が業界横断で切り下がっている可能性を示すシグナルでもあり、単純には喜べません。

M&A の面でも競合は攻勢です。Abbott は Exact Sciences を株式価値約 210 億ドルで買収 (2026 年 3 月完了) A してがん診断へ参入し、BSX は Penumbra を約 145 億ドルで買収する契約を締結 A、BSX は 2024 年に Axonics を 34.11 億ドルで買収済みで、これは MDT の仙骨神経刺激デバイス InterStim と直接競合 A します。J&J は整形外科事業の分離を進めており (公表から 18~24 か月で完了目標) A、業界全体でポートフォリオの入れ替えが加速しています。

3-4. PFA (パルスフィールドアブレーション) — 独走から 4 社構図へ

MDT の成長を一手に支える心房細動アブレーションの市場は 130 億ドル超・年率 +25% 成長 A と、医療機器の中で最も熱い領域です。MDT は Affera Sphere-9・Sphere-360・PulseSelect の 3 本立てで参入し、FY2026 Q4 に米国シェアを 8 ポイント積み増し A しました。経営陣の力の入れ方も明白で、CAS は 4 四半期すべての決算説明で言及され、年率換算 20 億ドル超・現在シェア約 15% と説明 A されています。直近 12 か月売上 20 億ドルの大作には FY2027 第 1 四半期に到達すると会社は明言しており、未達なら減速シナリオの裏づけ A になります。

しかし 2026 年に入り、規制承認の回転数が逆転し始めました。PFA 関連の FDA 承認 (PMA 決定) 件数は、CY2025 は MDT 19 件で独走でしたが、CY2026 は 7 月 20 日時点で MDT 12 件に対し BSX 6 件・J&J 6 件・Abbott 5 件の計 17 件と拮抗 A しています (MDT の 12 件は Affera 系と PulseSelect の合算 A)。Abbott の Volt が 2025 年 12 月に PMA 本体承認を取得して 4 社構図 A になり、J&J は 2026-07-01 に高周波と PFA を 1 本で撃てるデュアルエネルギーカテーテルの承認 A を取りました。四半期売上で見ると、電気生理学の歴史的首位 J&J は 15.33 億ドル・+3.1% と最も減速 A し、Abbott の同事業は 8.61 億ドル・+13.4% と最速 A、J&J MedTech 全体は +3.6% と 6 社中最低 A です。シェアの流動性が極めて高い市場だと分かります。

ここで効いてくるのが品質問題です。Medtronic 自身が 10-K で「業界の主要なシェア変動は、製品の是正措置・安全性警告・臨床試験結果と関連して発生してきた」と明記 A しています。1 本のリコールや 1 本の臨床試験でシェアが不連続に動くのがこの業界の構造 A であり、その渦中で主力 Sphere-9 がリコール中 (§9 で詳述) という事実は、Q4 の +8 ポイントのシェア獲得が次の四半期も続くかに疑問符を付けます。次の成長弾として Sphere-360 の米国ピボタル試験が組み入れ進行中、心室性不整脈向け試験も FY2027 上期に組み入れ開始予定 A ですが、収益化は先の話です。

3-5. 手術ロボット — Ottawa 参入、ただし「即時の Hugo 代替」ではない

手術ロボットでは 2026 年 7 月に大きなニュースがありました。J&J の Ottawa が 2026-07-21 に FDA の De Novo 認可を取得 [A](#) し、独占してきた Intuitive の da Vinci、追撃する MDT の Hugo に続く第三勢力が正式参入しました。ただし規制の中身を見ると、Ottava の認可は消化器・泌尿器分類の De Novo、Hugo は外科・形成外科分類の 510(k) と、当面の適応区分が重なっていません [A](#)（Ottava の審査は受理から約 215 日 [A](#)）。「即時の直接対決」ではなく、「J&J が新しい規制区分を確立し、今後 510(k) で適応を積める立場になった」というのが正確な理解です。

現王者の強さも数字で確認しておきます。da Vinci の設置台数は 2026 年 6 月末で 11,710 台（前年比 +12%）[A](#)、手技件数は四半期で前年比 +16% [A](#)、ロボット手術関連の 510(k) は直近 2 年半で 31 件中 28 件を Intuitive が占有 [A](#) しています。一方、世界の手術のうちロボット支援はまだ 5% [A](#) で、市場の拡大余地自体は大きく残ります。Hugo は 2026 年 4 月下旬に一般外科・婦人科適応と血管シーラーの 510(k) を申請済みで、判定待ち [A](#) です。承認されれば米国での対象手技が泌尿器科から大きく広がるため、§9 のカタリストに含めます。

3-6. TAVR と次の成長弾 — 劣後と仕込みの混在

経カテーテル大動脈弁置換（TAVR）では劣勢が明確です。Edwards の TAVR は四半期 12.60 億ドル・恒常通貨 +10.5% で、単独で MDT の構造的心疾患事業部の通期売上の 3 分の 1 に相当する規模 [A](#) です。Edwards は決算リリースで「米国・欧州とも競争ポジションが緩やかに改善した」と明記 [A](#) しており（これは MDT の Evolut のシェア低下の裏返しに近い記述 [A](#)）、MDT 側も Q4 の説明で米国の弱さを認めています。興味深いのは両社の関係が単純な敵対ではないことで、2023 年に 15 年間の相互不提訴契約を結び、Edwards は MDT に一時金 3.00 億ドルと売上連動ロイヤルティを支払っています [A](#)。また CMS による TAVR の保険適用基準（NCD）見直しの最終決定が 2026 年 9 月に見込まれ [A](#)、適用拡大なら MDT の Evolut にも追い風です。

仕込み中の成長弾もあります。腎除神経（高血圧のカテーテル治療）は米国だけで 1,800 万人の「薬でも血圧が管理できない」患者がおり、1% の浸透で 10 億ドル超の売上機会 [A](#) という市場です。2025 年 10 月に CMS が保険償還を正式に認め（CED 付き）[A](#)、MDT の Symplicity は年率換算 1.00 億ドル、償還決定後に週次手技件数が倍増 [A](#) しました。切迫性尿失禁向けの Altaviva も稼働医師 3 倍・治療患者 2.5 倍のペースで立ち上がり中 [A](#) です。これらが CAS の次を担えるかが、中期の成長持続性を決めます。

この章のまとめ

- 市場は年 6% 成長の成熟した土俵で、成長はシェアの奪い合いです。MDT のプール内シェアは 4 年で -4.6pt と 6 社中最大の低下、R&D 投入率も最下位でした
- 成長の一本足である PFA は、CY2026 に承認回転数が MDT 12 件 vs 競合 17 件と拮抗へ転換。Abbott・J&J の参入で 4 社構図になりました
- Ottawa は当面 Hugo と規制区分が重ならず即時の脅威ではない一方、TAVR では Edwards への劣後が続きます。腎除神経・Altaviva は有望ですが規模はまだ小さい段階です
- §4 では、この「成長の質への疑問」を織り込んだときに現在の株価が正当化できるかを検証します

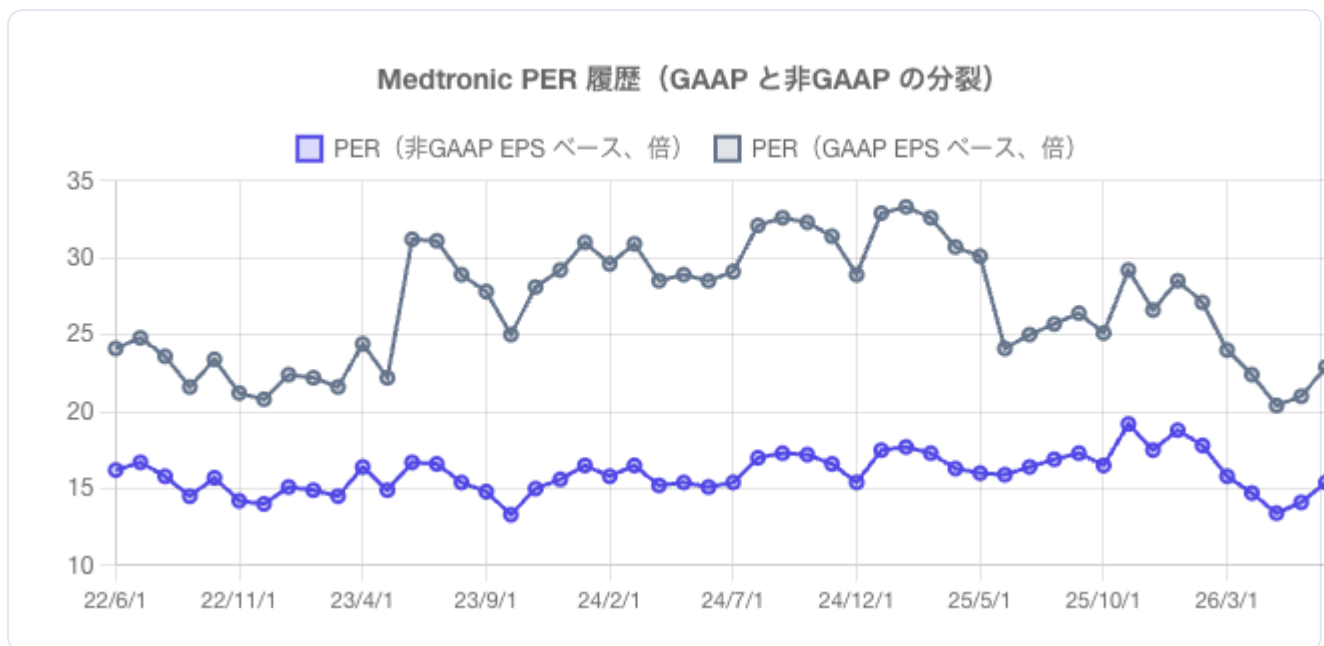
4. バリュエーションー増えないキャッシュフローに 16% のプレミアム

この章で見えてくること

§2 の「増えないキャッシュフロー」と §3 の「競争激化」を前提に、現在株価 85.39 ドルの妥当性を 3 つの手法（DCF・マルチプル・配当割引）で検証します。結論を先に言えば、3 手法ともフェアバリューは現値の下にあります。ただしその結論が「固有リスクプレミアムを課すか」という 1 つの判断に強く依存する点も、包み隠さず示します。

4-1. PER の 3 分裂ーどの利益で見るかで景色が変わる

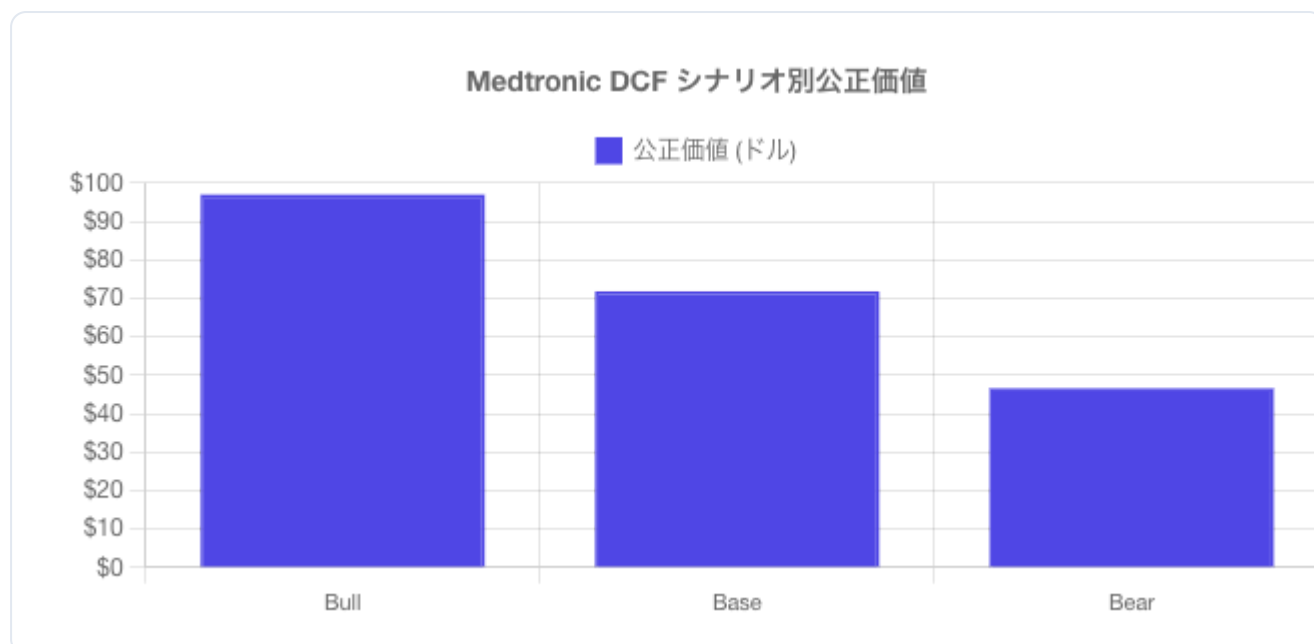
Medtronic の PER は使う利益によって大きく変わります。GAAP 実績ベースでは 22.9 倍 **B**、非 GAAP 実績ベースでは 15.4 倍（差 1.80 ドルのうち 1.12 ドルは Covidien 買収由来の無形資産償却） **A**、FY2027 ガイダンスベースの予想 PER は 14.4 倍 **A** です。さらに §2 で見た 53 週効果を分母から除くと、継続的な収益力に対する予想 PER は 14.6 倍 **A**（53 週調整後 EPS 5.86 ドル **A** ベース）になります。無形資産償却は現金流出を伴わない費用のため非 GAAP 側で見るのが実務的ですが、GAAP 22.9 倍という数字は「買収で買った成長の代金をまだ払い続けている」ことを思い出させてくれます。



4-2. DCF — 市場が織り込む成長と実績のギャップ

主軸の DCF は、クオリティ・ディフェンシブ目的の投資家の問い——「安定したキャッシュフローを、資本コストに見合う価格で買えているか」——に直接答える手法です。前提は WACC 7.50% (A) (無リスク金利 4.75% (A) + ベータ 0.58 (B) × 株式リスクプレミアム 5.00% (開示値ではなく本レポートの前提) + 固有リスクプレミアム 1.00pp = 株主資本コスト 8.65% (A)、税後負債コスト 3.15% (A))、FY2027 起点の FCF 57.00 億ドル (A) (FY2026 の FCF 転換率 76.2% など過去 3 期の中央値を適用 (A))、永久成長率 2.00% (A)、ネット現金 -193.50 億ドル (A) です。

結果、フェアバリューは base で 71.78 ドル (A)、bull で 96.93 ドル (A)、bear で 46.54 ドル (A) となり、25:50:25 で加重した目標株価は 71.76 ドル (A) (現値比 -16.0% (B)) です。注意点として、企業価値の 77.8% をターミナルバリュー (6 年目以降) が占める (A) ため、この評価は「5 年後以降にどれだけ成長するか」という前提にほぼ全面的に依存します。だからこそ次の逆算が本質的になります。



▶ バリュエーション・モデルの前提（クリックで展開）

4-3. 逆 DCF と感応度 — 結論は「固有リスクプレミアム」の 1 点に懸かる

逆 DCF（現在株価から市場の期待を逆算する手法）では、85.39 ドルという株価はフリーキャッシュフローが永久に年 2.88% 成長する前提と等価 **B** です。売上の 5 年成長率（3.80%）と比べれば控えめに見えますが、比べるべきはキャッシュフローの実績です。営業キャッシュフローは 7 年で年率 0.65%、FCF は直近 2 年で年率 2.15% しか伸びていません。「売上が伸びても FCF に落ちない」のが過去 7 年の実績であり、現在株価はその転換を先取りして立っています。

ただし、この「割高」という結論には最大の反対仮説があります。固有リスクプレミアム 1.00pp を課さず WACC 6.75% で計算すると、base のフェアバリューは 84.84 ドルとなり現値 85.39 ドルとほぼ一致 **A** します。つまり「MDT は割高か」という問いは、実質的に「この会社に固有リスクプレミアムを課すべきか」という問いと同じです。本レポートは、訴訟引当のギャップ (§9)・ガイダンスの信頼性 (§2)・成長の一本足構造 (§3)を理由に「課すべき」と判断しましたが、低ベータ (0.58) を素直に受け入れる立場を取るなら、結論は「ほぼ適正価格」に変わります。この分岐は §8 の反証条件にも明記します。

4-4. マルチプル比較 — ピアの中では最安、ただし「安い」のではない

米国上場のピア 5 社との比較では、ピア予想 PER の中央値は 21.2 倍（BSX 14.2 / Abbott 19.1 / J&J 23.2 / Edwards 28.7） **A** に対し MDT は 14 倍台で最も安く見えます。しかし本レポートの目標倍率は 14.0 倍——事業構成が最も近い Boston Scientific の 14.2 倍を基準

に、成長率と研究開発投入の劣後を織り込んでわずかに下げた水準 **A** です。中央値 21.2 倍を押し上げる J&J は医薬主体の全社倍率、Edwards は TAVR 専門プレミアムであり、MDT に適用するには根拠が弱いからです。

この 14.0 倍に 53 週調整後 EPS 5.86 ドルを掛けると、マルチプル法のフェアバリューは 82.04 ドル（現値比 -3.9%） **A** となります（bull は 16.0 倍で 93.76 ドル **A** / bear は 12.0 倍で 70.32 ドル **A**）。DCF ほどの乖離は出ません。つまりマルチプル面での過大評価は小さく、「ピア対比の割安さ」は成長最下位・R&D 最下位という実力の反映であって、修正されるべき歪みとまでは言えません。

企業	医療機器売上 (百万ドル)	6 社プール内シ ェア (%)	営業利益率 (%)	PSR (倍)	予想 PER (倍)
Medtronic plc	36364	28.5	17.8	3.01	14.4
J&J MedTech	33792	26.5	12.2	6.56	23.2
Abbott 医療機 器	21387	16.7	33.7	4.13	19.1
Boston Scientific	20074	15.7	18	3.43	14.2
Intuitive Surgical	10065	7.9	29.3	12.4	
Edwards Lifesciences	6068	4.8	20.8	8.17	28.7

医療機器売上は Medtronic FY2026、他 5 社 CY2025。株価は 2026-07-31 引け。予想 PER は各社ガイダンス調整後 EPS 中値ベース（Intuitive はガイダンス非開示のため N/A）

クロスチェックの指標も並べます。EV/EBITDA は現在 13.65 倍 **A** で、目標株価では 11.80 倍 **A** に相当します。目標株価での FCF 利回りは 5.91%（現値では 4.93%） **A** です。またサステナブル成長モデルによる理論 PBR は 1.18 倍（1 株 45.61 ドル相当）で、現在の 2.21 倍と大きく乖離 **A** します。この乖離の本質は、ROE（9.85%）が株主資本コスト（8.65%）をわずか 1.2pp しか上回っていないことにあります。資本コスト並みのリターンしか生まない企業の PBR は理論上 1 倍近傍に収束するのが原則だからです。ただし §1 で見たとおりのれんが総資産の 45.8% を占める会社なので、PBR は方向性の確認材料にとどめます。

4-5. 配当割引モデルーインカム目的で買うには利回りが足りない

49 年連続増配という看板から、この銘柄をインカム（配当）目的で保有する投資家は多いはず。そこで配当だけを割り引く Gordon モデルでも検証しました。前提は年間配当 2.88 ドル、永久増配率 2.50%（5 年平均 +4.1% と直近 +1.4% の中間） **A** です。結果はフェアバリュー 48.00 ドル **A**（bull 72.17 ドル **A** / bear 37.68 ドル **A**）と、3 手法の中で最も厳しい数字になりました。

理由は単純で、現在の配当利回り 3.37% と増配率 2.5% を足した期待リターン 5.87% が、要求リターン 8.65% に 2.8pp 届かないからです。現値 85.39 ドルを正当化するには配当が永久に年 5.11% 成長する必要があり、直近の増配率 1.4% の 3.6 倍に相当 **B** します。目標株価 71.76 ドルまで下がれば利回りは 4.01% になり **A**、インカム面の妙味が出始めます。米 10 年国債が 4.7% 近辺にある環境では、「配当の安全性」だけでは価格を選ばず買う理由になりません。

4-6. MiniMed 持分の扱い — 分離は評価を単独では動かさない

分離途上の MiniMed 持分も確認します。保有する 90.03% (2.53 億株) の時価は約 45.63 億ドル (MMED の 7/31 終値 18.05 ドルは IPO 価格 20.00 ドルを 9.8% 下回る) **B** で、MDT 1 株あたり 3.57 ドル、株価の 4.2% に相当 **B** します。分離自体はミックス改善と株数減少を通じてプラスですが、規模としては単独で評価を動かすほどではありません。分離の意味はむしろ §5 で扱う「経営の焦点」の文脈にあります。

4-7. 総合 — 目標株価 71.76 ドル、コンセンサスの下方改定も向かい風

以上を統合した本レポートの目標株価は 71.76 ドル (quality_defensive の DCF シナリオ加重、現値比 -16.0%) **A** です。なお市場の予想も下方方向に動いており、FY2027 コンセンサス EPS は 5.95 ドルと 60 日前の 6.06 ドルから -1.8% **B**、直近 30 日の改定は下方が支配的です (§7 で詳述)。フェアバリュへの接近は「株価が下がる」か「フェアバリュ側が上がる」かの 2 通りで起こり得ます。後者を実現し得るのが §5 で見る分離・還付・Investor Day のオプション群です。

この章のまとめ

- DCF 71.78 ドル・マルチプル 82.04 ドル・配当割引 48.00 ドルと、3 手法すべてでフェアバリュは現値 85.39 ドルの下にあります
- 現在株価は「FCF が永久に 2.88% 成長する」前提と等価ですが、営業キャッシュフローの実績は 7 年で年率 0.65% です
- 最大の反対仮説は固有リスクプレミアムを課さない立場 (フェアバリュ 84.84 ドル ≡ 現値)。割高という結論はこの 1 点に依存しており、§8 の反証条件で監視します
- §5 では、フェアバリュ側を引き上げ得る Elliott 関与下の再編オプションを検証します

5. マネジメント・ガバナンス — Elliott 関与下の分離・還付オプションはガイダンス外の上振れ

この章で見えてくること

§4 で「株価が動かなくてもフェアバリュー側が上がる経路」に触れました。この章ではその主役である経営陣とガバナンスを点検します。制度設計は米国大型株の上位水準なのに株主リターンが付いてこない——このねじれが、アクティビスト介入と現在の再編ラッシュの出発点です。

5 年 TSR の対ピア劣後

50.8 ポイント A

PSU 確定払出率

73.34% A

CEO 報酬倍率

309倍 A

取締役会の独立比率

92.3% A

執行役員の交代席数

5 席 A

役員合計保有比率

0.26% A

5-1. 出発点は 5 年で 50.8 ポイントの劣後

まず事実関係です。2020 年 4 月に 100 ドルを投資して配当を再投資した場合、5 年後の価値は 97.82 ドル (-2.2%) A でした。同じ期間の S&P 500 ヘルスケア指数は 148.62 ドル (+48.6%) A です。差は 50.8 ポイントで、FY2021 の MDT 優位 (+2.2 ポイント) から一貫して拡大 A してきました。3 年でも -15% (FY2025 単年は +9.1% と久々にピアを上回った) A です。単年の不運ではなく、5 年がかりの構造的な劣後——これが 2025 年 8 月の Elliott Management 介入を招いた背景です。

興味深いのは、報酬の結果にもこの構造がそのまま出ていることです。FY2023~FY2025 の 3 年業績連動株式 (PSU) の確定払出率は 73.34% A でしたが、未達の主因は売上 (実績 4.07% vs 目標 5.00%) ではなく、相対 TSR が 28 パーセンタイル (目標 50) にとどまった A ことでした。年次インセンティブの払出も 93% で、最大の未達項目はフリーキャッシュフロー (実績が目標を 9.8% 下回った) A です。「オペレーションはほぼ計画線、しかし株価とキャッシュが付いてこない」——報酬制度が皮肉にも本レポートの中核論点を裏書きしています。

5-2. Elliott 対応 — 動いているが、執行体制には割引が要る

Elliott は 5% 超の大量保有報告に現れない規模のポジション（会社は「最大級の投資家の 1 社」と表現）で、独立取締役 2 名の選任と委員会 2 つの新設を引き出しました [A](#)。取締役会は 11 名から 13 名になり、独立取締役比率は 92.3%（非独立は会長兼 CEO の Martha 氏のみ） [A](#) です。ただし注意すべき点が 2 つあります。第一に、新設された成長委員会と業務執行委員会の委員長はいずれも CEO 自身で、会社のガバナンス原則自体が両委員会を独立枠から除外して記載 [A](#) しています。ポートフォリオ再編とオペ改善を「監督」する組織の長が監督対象本人という構造は、改革のスピードに疑問を残します。第二に、2025 年総会後の女性取締役比率は 16.7% へ低下（新任 2 名が男性、女性 1 名が退任） [A](#) しました。

株主の不満の矛先も明確です。2025 年総会では 筆頭独立取締役で指名委員長の Arnold 氏の支持率が 86.9% と全取締役中最低 [A](#)、在任 18 年の Powell 氏が 90.0% で次点 [A](#) だった一方、CEO Martha 氏は 93.7% と相対的に高い支持 [A](#) を得ました（反対票は CEO ではなく取締役会の監督ラインに集中 [A](#)）。Elliott 経由の新任 2 名は 99% 前後の圧倒的支持です。株主は「経営者を代えろ」ではなく「監督を刷新しろ」と言っており、次回総会での追加刷新が現実的な触媒になります。報酬への賛成も 93.5% と高く [A](#)、制度そのものへの異議は限定的です。

5-3. 執行体制の多重移行 — 8 席中 5 席が 24 か月で交代

一方で執行側は移行期の真っ只中です。執行役員 8 席のうち 5 席（CFO・法務・Cardiovascular・Neuroscience・Enterprise Operations）が約 24 か月で交代または消滅 [A](#) しました。CFO は 2 年で 3 人目 [A](#) で、現任の Piéton 氏は自動車業界（Renault）出身、在任約 1 年 5 か月 [A](#) です。最大の利益率を持つ Neuroscience でも 25 年在籍した Wall 氏が退任し、Thompson 博士が 2026 年 6 月に就任 [A](#)（Wall 氏は 2026 年 9 月 1 日まで移行支援で在籍 [A](#)）しました。さらに オペレーション統括の執行役員席そのものが消滅しており、時期は業務執行委員会の新設とほぼ一致 [A](#) します。組織図の重心が執行役員から CEO が委員長を務める取締役会委員会へ移った形で、これも「CEO への集中」を示す材料です。

なお経営陣の株式保有は 役員・執行役員 18 名の合計で発行済みの 0.26% [A](#) と小さく、報酬は CEO で年 2,124 万ドル [A](#)（中位従業員の 309 倍 [A](#)）、CEO 報酬の 93% が変動報酬で、うち株式連動が大半 [A](#) という設計です。制度上の株主との利害一致は強い一方、保有の絶対量による「痛み」の共有は小さいと言えます。

5-4. 資本配分の転換 — 自社株買いから M&A へ

資本配分は明確に方向転換しています。自己株式の取得は FY2025 の 3,800 万株から FY2026 は 1,000 万株（平均 93.25 ドル）へ 74% 減速 [A](#) しました。代わりに FY2026 Q4 だけで約 20 億ドルの買収・投資を成立または発表 [A](#) しています。内訳は 冠動脈診断の CathWorks（移転対価 5.25 億ドル） [A](#)（総取得価額は 7.18 億ドル [A](#)）、神経血管ガイド

ワイヤの Scientia Vascular（前払 5.50 億ドル、FY2026 期末後にクロージング）^A、末梢神経刺激の SPR Therapeutics（約 6.5 億ドル、FY2027 上期完了予定）^A などです。買収は §2 で見たとおり短期では EPS を約 2% 希薄化させます。成長への再投資として理解できる一方、「自社株が割安だから買い戻す」という選択をしなかったという事実は、経営自身の株価観としても読めます。

5-5. MiniMed 分離と関税還付 — ガイダンス外の 2 大オプション

この章の結論に当たるのが、ガイダンスに入っていない 2 つの上振れオプションです。

第一に MiniMed の完全分離です。2026 年 3 月 9 日に Nasdaq へ IPO ^A（公開価格 20.00 ドル・2,800 万株売出 ^A、手取金 5.38 億ドル ^A）を終え、Medtronic は 2.53 億株・90.03% を保有したまま連結を継続 ^A しています。残余持分は株式交換（split-off）方式で FY2027 中に完全分離する計画 ^A（CFO は「分離時期が読めないため、ガイダンスでは糖尿病を通期フル連結とし、株数減少メリットも織り込まない」と明言 ^A）です。つまり分離が期限内に完了すれば、低利益率事業の剥落と株数減少の両方がガイダンスへの純粋な上乘せになります。ただし §0 でも触れたとおり持分削減はまだ始まっていません。

第二に関税還付です。§6 で詳述しますが、FY2027 の関税前提 2.50 億ドルには政府からの還付が一切織り込まれておらず、還付が認められればそのまま上振れ ^A になります。

そして両者を市場に説明する舞台が Investor Day です。会社は「2026 年暦年央の開催」を公表済みですが、2026 年 8 月 1 日時点で IR カレンダーに日付がありません ^A（現時点で確認できる今後の自社イベントは 9 月 1 日の決算 1 本のみ ^A）。開催されれば新しい財務目標（financial algorithm）の提示が見込まれ、§4 のバリュエーション前提を書き換える最大の触媒候補です。逆に、年内に日付が出ないままなら、Elliott 対応の実行力そのものに疑問符が付きます。

この章のまとめ

- 報酬・ガバナンスの制度設計は上位水準なのに 5 年 TSR は -2.2% と、「制度は良いが結果が出ない」ねじれが Elliott 介入の背景です
- 執行役員 8 席中 5 席が 24 か月で交代し、新設委員会の委員長は CEO 自身。改革は動いているものの執行体制の安定性には割引が必要です
- MiniMed 分離・関税還付・Investor Day はいずれもガイダンス外の上振れオプションで、Watch（Avoid ではなく）の決め手です
- §6 では、これらの企業固有の動きの外側にあるマクロ環境——保険制度・関税・金利・為替——を点検します

6. マクロ・ニュースフロー

この章で見えてくること

§5 までは会社の内側の話でした。この章では外側——保険制度・関税・金利・為替・地政学——を点検します。特に、7月に報道で騒がれた「オバマケア補助金失効で手術需要が鈍る」という筋書きを一次統計で検証したところ、主役が別にいることが分かりました。

6-1. 保険制度 — 報道の主役は ACA、一次統計の主役は Medicaid

7月中旬、Intuitive Surgical 株の下落をきっかけに「ACA（オバマケア）補助金の失効が医療機器需要を削る」という議論が再燃したと報じられ [B](#)、Intuitive が第2四半期の米国手術件数の鈍化を ACA 補助金失効に関連付けたとの報道 [C](#) も出ました。医療機器セクター全体に波及し得る話なので、一次統計に当たって検証します。

まず加入者数です。2026年プラン年の ACA Marketplace 加入者は 2,310 万人で、CMS 自身が「ほぼ過去最高水準」と表現 [A](#) しています（2026年1月末時点の累積プラン選択は 22,973,219 人 [A](#)）。つまり「補助金失効で加入者が急減した」という筋書きは、少なくとも 2026年時点の一次統計では支持されません。なお CMS は 2025年に約 150 万人の不正・無同意加入を打ち切っており、見かけの減少にはこの要因が混ざっています [A](#)。

実際に起きているのは「量」ではなく「質」の変化です。免責額の高い Bronze プランの構成比が 40% へ 10 ポイント上昇 [A](#) し、中間グレードの Silver は 14 ポイント低下 [A](#) しました。加入者の 46% は連邦貧困線の 100~150% の低所得層 [A](#) で、自己負担増への感応度が高い層です。高免責プランへの移動は、待てる手術（予定手術）の先送りという形で機器需要に効きます。

より大きな構造変化は ACA の外にあります。米議会予算局 CBO の推計では、無保険者は 2026年の 3,000 万人 [A](#) から 2036年に 3,700 万人へ増加し、主因は 2025年財政調整法による Medicaid・CHIP の加入減——ACA Marketplace は「より小さい要因」と明記 [A](#) されています。保険加入者の基盤は月平均 3.18 億人 [A](#) で、Marketplace の 2,310 万人はその 7.3% にすぎません。Medtronic への影響を定量化すると、加入者基盤の侵食は米国売上（181.03 億ドル [A](#)）に対して年 0.1% 程度の下押しにとどまり、後述の関税や金利より一桁小さい二次的要因です。しかも MDT の主力製品（ペースメーカー・弁・脊椎など）は Medicare 世代に偏重しており、就労年齢層中心の Marketplace との重なりは小さいという構造的な緩衝もあります。

6-2. 関税 — 唯一の「上振れ余地がある」マクロ変数

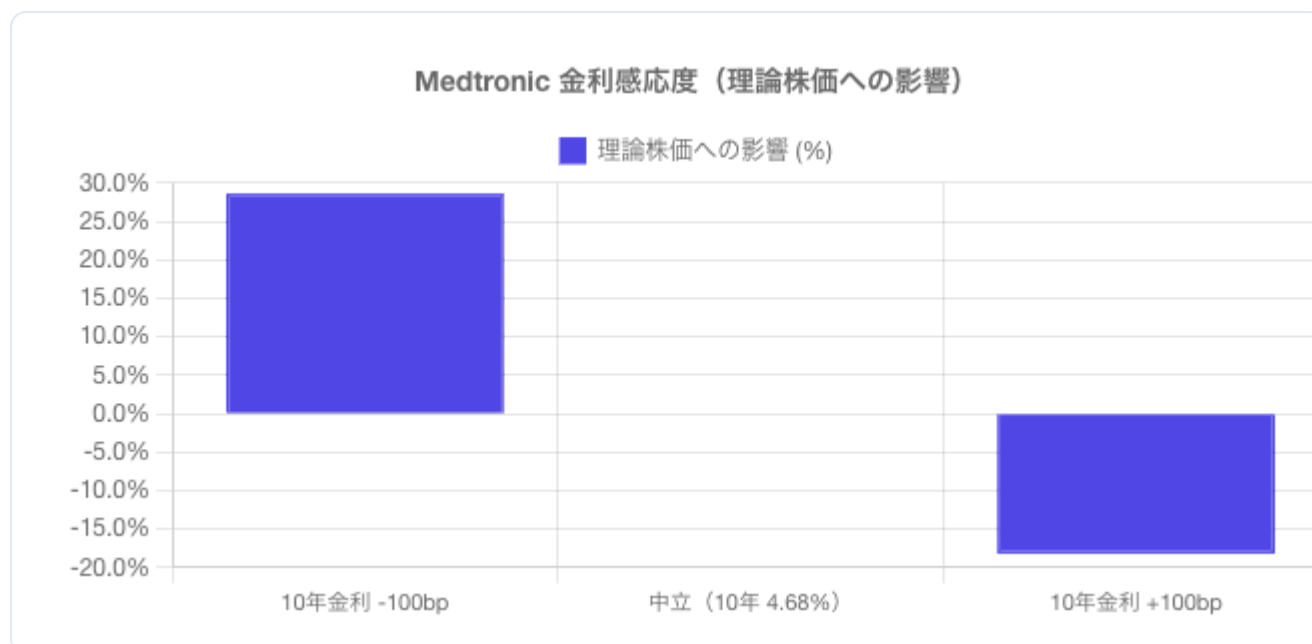
関税は FY2026 に 売上原価へ 1.85 億ドル計上され、粗利率を約 50bp 押し下げ [A](#) ました。FY2027 は 税引前 2.50 億ドルの影響を想定（Q3 時点の約 3.00 億ドルから改善、政府還付は一切未織り込み） [A](#) です。関税は 4 四半期すべての決算説明で定量開示され続けた数少ない外部要因 [A](#) で、経営陣の透明性は高い項目です。

ここに 2026 年最大の政策イベントが絡みます。2026 年 2 月 20 日、米連邦最高裁は IEEPA＝国際緊急経済権限法に基づく関税を違憲と判断 [A](#) し、税関（CBP）は 4 月 20 日に還付申請ポータルを開設 [A](#) しました。会社は還付を申請済みで、FY2026 実績 1.85 億ドル分を含め、認められればガイダンス外の純粋な上振れ [A](#) になります。仮に累計影響の 50% が還付されれば EPS +0.14 ドル前後に相当します。ただし §0 で触れたとおり、医療機器を名指した通商拡大法 232 条の調査は違憲判決の影響を受けない別ルートで進行中であり（§9 で詳述）、「関税リスクは終わった」と読むのは誤りです。製造網の観点では 主要製造拠点は米国・メキシコ・プエルトリコ・中国・アイルランドなどに分散し、メキシコ拠点は USMCA 年次レビューの原産地規則が原価に直結 [A](#) します。

6-3. 金利と税制 — FY2027 最大の逆風は「営業利益より下」で起きる

FY2027 ガイダンスで最大のマクロ逆風は、実は関税でも為替でもありません。純支払利息の増加と税率上昇で EPS -200bp [A](#) ——営業利益より下の段で起きる構造的な下押しです。

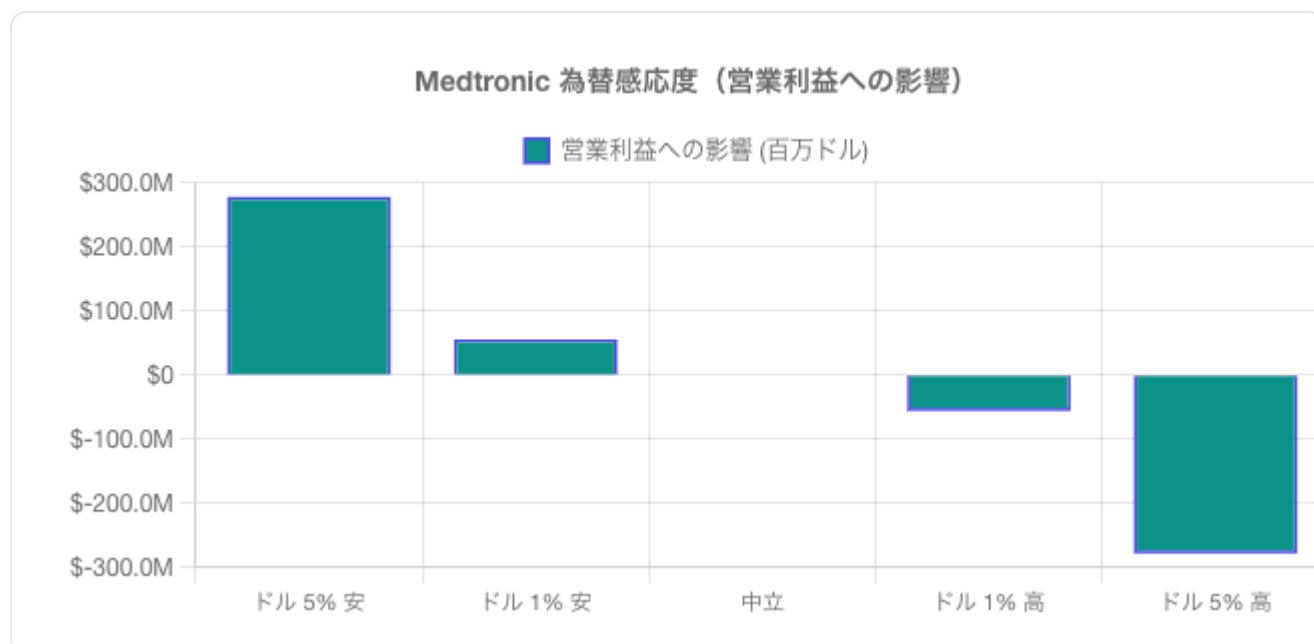
金利面の本質は借換にあります。有利子負債の契約上元本は 281.31 億ドル（貸借対照表の簿価は 279.61 億ドル、差は未償却の割引・発行費用） [A](#) で、FY2026 の支払利息は 8.85 億ドル [A](#)、つまり平均調達コストは約 3.1% とまだ低水準です。しかし CFO は「ほぼ 0% で組んだ債務を 3.5～4% で借り換える」ことが FY2027 の逆風だと説明 [A](#) しています。シニアノートの公正価値（253 億ドル）と元本（281 億ドル）の差 28 億ドルは、低金利時代の遺産が今後利息費用として実現していく金額 [A](#) と読めます。単一の借換イベントとして最大なのは FY2029 満期の 23.54 億ドルで、うち 11.74 億ドルは実効金利 0.55% のユーロ債 [A](#) です。市場金利は 米 10 年 4.68% [B](#) ・ 米 30 年 5.21% と直近 1 年の高値圏 [B](#) にあり、低ベータの長期債的な株にとって割引率面でも逆風です（金利 50bp 変動に対する金融商品の公正価値感応度は 0.91 億ドル——これは損益ではなく公正価値の感応度 [A](#)）。



税制は §2 で触れた Pillar Two が主役です。税率調整表の出発点はアイルランド法定税率 12.5% [A](#) ですが、FY2025 の実効税率 16.6% [A](#) → FY2026 は 21.2%（特定税務調整・Pillar Two・地域ミックスが要因）[A](#) へ上昇しました（非 GAAP 名目税率は 17.3% [A](#)、Pillar Two は FY2025 から適用され恒久的な下限として作用 [A](#)、GAAP 実効税率の 460bp 上昇は構造要因 [A](#)）。感応度としては 名目税率 1 ポイントの上昇で税費用 +0.87 億ドル（EPS -0.067 ドル）[A](#) です。§9 で触れる IRS 移転価格訴訟は、実効税率を 1.3 ポイント引き下げているプエルトリコ税制メリット [A](#) の持続性に関わります。

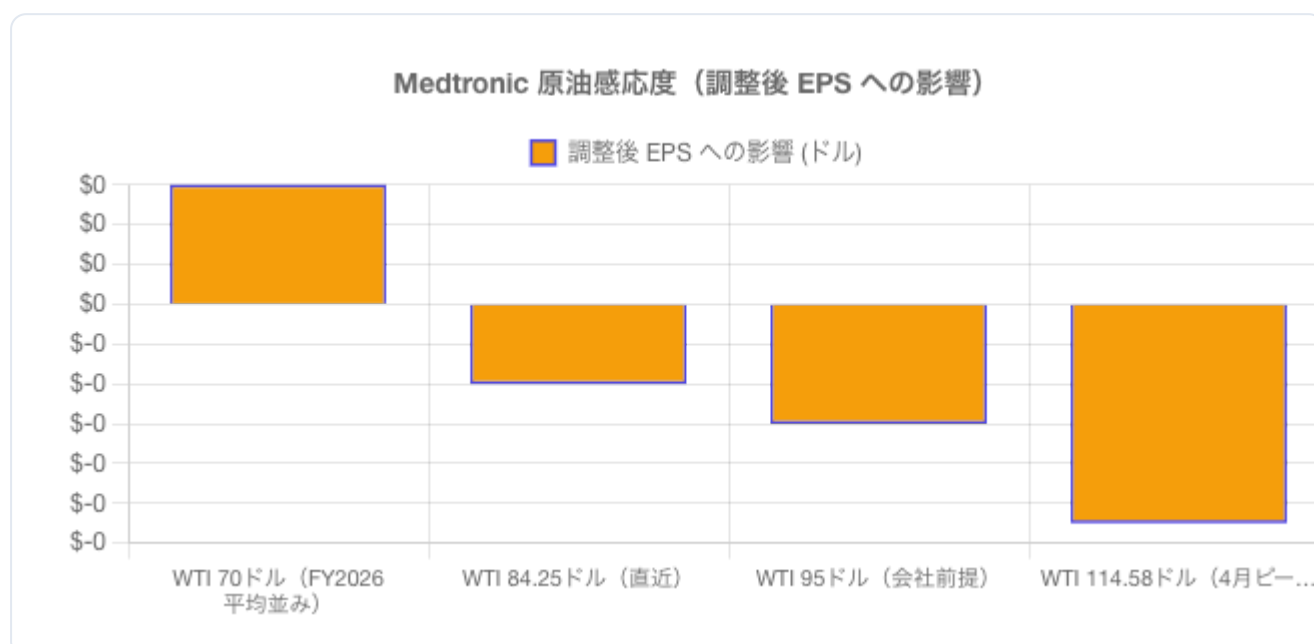
6-4. 為替 — FY2026 の追い風は再現を前提にできない

米国外売上比率 50.2% [A](#)（米国外 182.61 億ドル・+12%、うち 8.21 億ドルは為替の押し上げ [A](#)）の会社なので、為替は常に大きな変数です。FY2026 は 売上 +8.21 億ドル（+2.3pt 相当）[A](#)・非 GAAP 営業利益 +2.62 億ドル [A](#)・EPS +0.15 ドル [A](#) と、ドル安が業績を大きく助けました。しかし ユーロドルは 1 月ピークの 1.1980 から 7 月 24 日時点で 1.1385 へ 5% のドル高方向に戻して [B](#) おり、会社の FY2027 想定も「中立～+1% の増益寄与」と控えめ [A](#) です。FY2026 の +2.3pt が再現される前提は置かれていません。なおヘッジは厚く、為替デリバティブの想定元本は 203 億ドル（連結売上の 56% 相当）[A](#) です。10-K が開示する「ドル一律 ±10% でデリバティブ公正価値 ±17 億ドル」という数字は損益インパクトではなくヘッジの公正価値変動 [A](#) なので、読み方に注意してください。



6-5. コモディティ・地政学 — 燃料と中国 6% を頭に入れる

Medtronic の主要コモディティは金属ではなく石油ガス系です（樹脂・石油由来素材・パルプが原材料で、石油ガス価格は輸送費・光熱費に影響 [A](#)）。原油は 4 月に WTI 114.58 ドルの高値 [A](#) を付けた直後に FY2027 が始まり、7 月末で 84.25 ドル（1 年前比 +19.7%）[A](#) と高止まりしています。ガイダンスには 中東情勢由来の燃料・輸送コストとして EPS -1% が新規に織り込まれ [A](#) ました（10-K も中東紛争のサプライチェーン・輸送コスト影響を明記 [A](#)）。

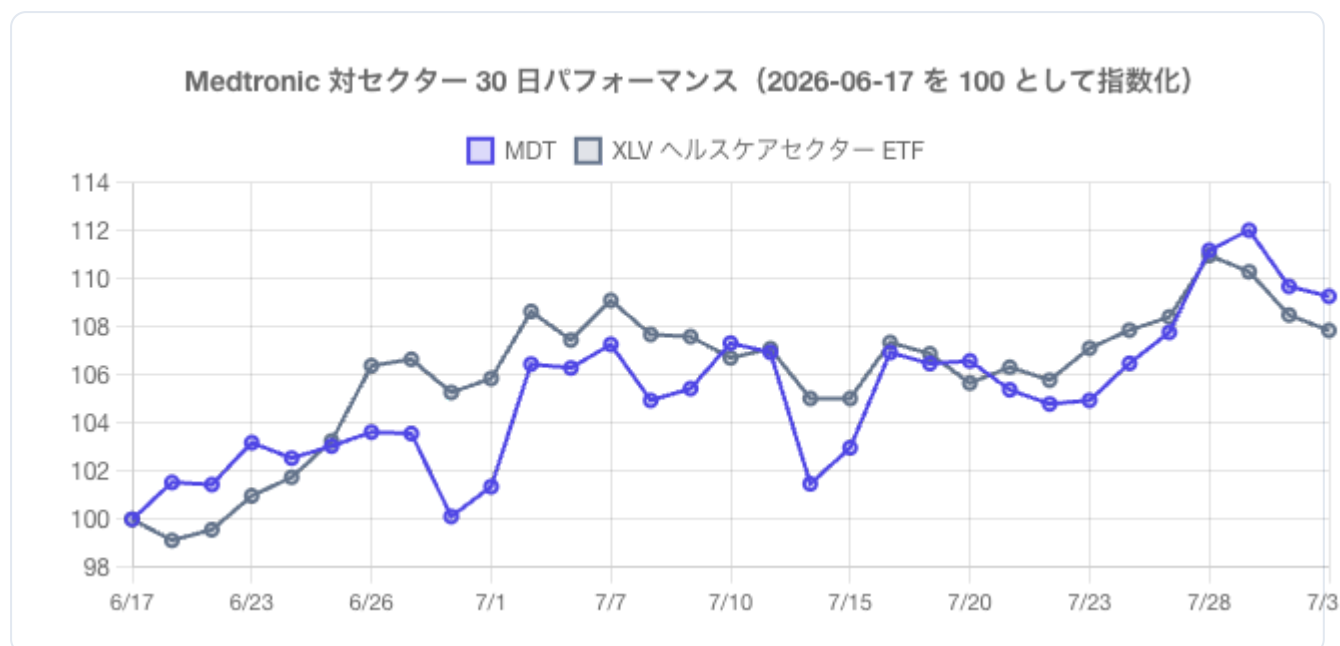


地政学エクスポージャーは相対的に軽微です。中国は総売上の約 6% [A](#) で、中国の集中量購買（VBP）は大幅な価格譲歩や遡及的な支払調整を要求する制度 [A](#) が続きますが、経営陣は Q4 の説明で「最悪期は過ぎ、全社平均並みの成長」と述べています。イスラエルは 6

拠点・約 1,200 名ながら売上・資産の 1% 未満 [A](#)、ロシア・ウクライナも 1% 未満（ただしパラジウム・ネオンの調達依存は素材リスクとして明記） [A](#) です。

6-6. セクター資金フローと報道 — 追い風の中で独り負けしない条件

セクターへの資金の流れは足元で好転しています。7 月 28 日の米国市場では半導体急落の裏でヘルスケア株が買われ、買い推奨が増えていると報じられ [B](#) ました。実際、直近 30 営業日では MDT の 109.28 に対し XLV は 107.86 と、MDT が 1.42 ポイント上回って [B](#) います。



7 月の会社関連・業界関連の報道を一次情報と突き合わせると、次の構図になります。競合側では Abbott の通期上方修正 [B](#) と Boston Scientific の 2 四半期連続下方修正 [C](#) が同じ月に並び (§3 で検証済み)、J&J の手術ロボット Ottava の FDA 認可 [B](#) も報じられました。MDT 固有では ヘルニアメッシュ初の陪審審理入り [B](#)、肺動脈弁デリバリーカテーテルのリコール [C](#)、サイバー攻撃の影響個人への通知開始 [C](#) と、ネガティブ寄りの見出しが続きました（いずれも §9 で一次資料ベースの現在地を確認します）。セクター横断では Abbott も 2 件のサイバー事案の調査を公表 [B](#) しており、サイバー規制圧力は業界共通です。ガバナンス面では Elliott が Align Technology とも取締役追加で合意 [B](#) し、医療機器セクターへのアクティビスト圧力が継続していることを示しました。

セクターに追い風が吹く局面は、裏を返せば「セクターは買われるのに個別要因で置いていられる」リスクが試される局面でもあります。8 月の訴訟イベントと 9 月 1 日の決算がその試金石です。

この章のまとめ

- 報道の「ACA 補助金失効で需要減」は一次統計と食い違います。加入者はほぼ過去最高で、実態はプラン等級の劣化と、より大きな Medicaid 加入減。MDT への直接影響は関税・金利より一桁小さい二次的要因です
- FY2027 の最大のマクロ逆風は金利・税率の -200bp。ほぼ 0% の債務を 3.5～4% で借り換える構造は数年単位で続きます
- 関税 2.5 億ドル前提は還付が実現すれば上振れに変わる、唯一「良い方向の不確実性」を持つ変数です。ただし 232 条は別ルートで残存します
- §7 では、こうした材料を消化しつつ「セクターから切り離されて」動く株価そのものを、テクニカルと需給の面から見ます

7. テクニカル・需給とスイング戦略

この章で見えてくること

§6 で見たセクターの追い風に対し、MDT の株価は過去 1 年セクターから切り離されて動いてきました。テクニカルと需給のシグナルを確認し、短期（数日～数週間）の立ち回りを整理します。

まず大きな絵です。過去 1 年のリターンは MDT が -6.82%、セクター ETF の XLV が +24.63% で、31.45 ポイントの劣後 **B** でした。3 年ベータは 0.39・相関 0.27 と市場との連動が薄く、この株は指数ではなく固有材料で動きます。「ディフェンシブだから安心」ではなく「市場が上がっても連れて上がらない」——この 1 年はその負の面が出ました。



日足の形は「短期回復と長期崩れのねじれ」です。終値 85.39 ドルは 25 日線 (82.81 ドル)・50 日線 (80.81 ドル)・75 日線 (80.62 ドル) をすべて上回り、短期の流れは上向きです。しかし 200 日線は 90.11 ドルにあり、現値はなお 5.24% 下 **B** で、2026 年 4 月 7 日に発生したデッドクロス (50 日線が 200 日線を下抜ける形) が約 4 か月継続中 **B** です。RSI (14 日) は 57.96 と過熱でも売られすぎでもない中立圏にあります。

戻りの質にも課題があります。7 月の +7.8% の上昇は 20 日/60 日出来高比 0.7673 という、52 週レンジの下限に張り付いた閑散の中での戻り **B** でした。しかも上値には 89.82~98.08 ドルに 52 週出来高の 34.5% が滞留する厚い「戻り売り帯」 **B** が控えます。この帯は過去 1 年ここで買って含み損を抱えた投資家のやれやれ売りが出やすい価格帯で、突破には出来高の裏付けが必要です。

需給の主体別の動きも軟調です。最大株主の BlackRock は 2026 年 1-3 月に保有を 6.10% (735 万株) 削減 **A** しました。会社側の買い支えも細く、FY2026 の自社株買いは 10.35 億ドルと前年から 68% 減速 **A**、残り枠も 12 億ドルと 3 年前の 4 分の 1 以下 **A** です。その結果、希薄化後株式数は 1 年で -0.14% しか減っておらず、買い戻しは株式報酬による発行にほぼ相殺 **A** されています。経営陣による市場での自社株買い付けも直近 6 か月ゼロでした。アナリスト予想も向かい風で、FY2027 コンセンサス EPS は 60 日で 6.06 ドルから 5.95 ドルへ -1.82% **B**、直近 30 日の改定は FY2027 で下方 26 社・上方 0 社と一方的 (ただし直近四半期のみ上方 11 社・下方 7 社とやや上向き) **B** です。総合の需給スコアは 34.5/100 と中立 (50) を大きく下回り **B**、低い空売り比率 (浮動株の 1.49%) だけが下支えという構図です。

こうした条件を踏まえた短期の売買プランは以下のとおりです。週足・日足ともレンジ (方向感なし) 判定のため、スタンスは「レンジ下限で拾い、上限手前で降りる」回転に限定します。以下の水準はあくまで 2026-07-31 時点の目安であり、市況の変化により随時無効になります。

スイング戦略

レンジ

2026-07-31 時点

作成時点の仮説です。現在の有効性は未判定で、公開後の株価・ニュースは反映していません。

エントリー帯	利確	損切り	想定保有
83.24ドル～ 84.49ドル	88.98ドル	80.97ドル (-3.5%)	5-10日

リスクワード
1:1.8

セットアップ

レンジ下限接近待ち（82.83 サポートと 25 日線の収束帯で拾い、88.98 の戻り売り
帯手前で利確）

このプランには 3 つの重要な制約条件を添えます。第一に、ヘルニアメッシュ先行審理の評決が数日～2 週間内に出る見込みで、評決前のエントリーは窓開けリスクを伴います。レンジ下限への到達が評決前なら見送り、通過後の値位置で再判定するのが安全側です。第二に、次回決算は 2026 年 9 月 1 日 **A** で、決算をまたぐ保有はしません（想定保有 5～10 日はこの制約内に収まります）。第三に、8 月下旬は 232 条関税判断（8 月 28 日前後）と決算が近接する二重イベント期間であり、新規エントリーには不向きです。

長期の見方（Watch、フェアバリュー 71.76 ドル）とこの短期プランは独立です。レンジ下限の 83 ドル台でもフェアバリューは 14% 下にあるため、スイングはあくまで損切り厳守の短期回転であり、「安くなったから長期で拾う」水準ではない点を混同しないようにしてください。

この章のまとめ

- 1 年でセクターに -31pt 劣後し、ベータ 0.39 と市場から切り離された「固有材料で動く株」です
- 短期は 25/50/75 日線上と回復基調ですが、200 日線（90.11 ドル）とデッドクロスと 89.8～98.1 ドルの戻り売り帯が上値を抑えます。出来高の細い戻りは信頼度が低めです
- 需給は自社株買い 68% 減・BlackRock 削減・下方改定 26 vs 0 と軟調で、需給スコアは 34.5/100 です
- スイングはレンジ回転に限定し、評決・決算・232 条の 3 イベントを避けて立ち回ります。§8 でこの見方が崩れる条件を明文化します

8. シナリオ・反証・モニタリング KPI

この章で見えてくること

§0～§7 の分析を 3 つのシナリオに束ね、それぞれの確率と目標株価、そして「この見方が間違いになる条件」を先に明文化します。投資判断は当てることより、間違いに早く気づける設計にすることが重要です。

8-1.3 シナリオと期待値

強気 (Bull) 25%

96.93

中央 (Base) 50%

71.78

弱気 (Bear) 25%

46.54

Bull（確率 25%、目標 96.93 ドル [A](#)）は、MiniMed 分離の期内完了・関税還付の実現・CAS の競争防衛成功・訴訟の軽微決着がそろうシナリオです。Base（確率 50%、目標 71.78 ドル [A](#)）は、ガイダンスは 53 週込みで達成するものの実力成長は 5% 台のまま、訴訟は一定額の支払いで決着するシナリオです。Bear（確率 25%、目標 46.54 ドル [A](#)）は、原告勝訴評決による和解相場の形成・232 条関税の発動・CAS シェアの反転が重なるシナリオです。確率加重の期待値は 71.76 ドル（現値比 -16.0%）となり、マイナスである以上、現値での新規の長期買いは期待値に合いません。これが Watch の定量的な根拠です。

シナリオごとに各論点がどう効くかを一覧にします。

論点	Bull (25%)	Base (50%)	Bear (25%)
10 年ぶり高成長でも調整後 EPS は 4 年前割れ	弱まる（利益率 +60bp 実現）	持続	増幅（訴訟・関税が追い打ち）
FY2027 ガイダンスの加速は 53 週の暦効果	無効化（実力 7% 超を実証）	持続	増幅（FY2028 の反転と重なる）

論点	Bull (25%)	Base (50%)	Bear (25%)
CAS 一本足成長と PFA 競争の拮抗 転換	増幅 (好方向に寄与拡大)	持続	反転 (シェア喪失)
増えないキャッシュフローに 16% のプレミアム	無効化 (フェアバリュー側 が上昇)	持続	増幅
8 月に集中する訴訟イベントと引当 ギャップ	弱まる (被告勝訴・申立 認容)	持続 (支払って 決着)	増幅 (和解相場の形成)
Elliott 関与下の分離・還付オプショ ン	増幅 (すべて実現)	不確実	弱まる (遅延・却下)
セクターから切り離されたレンジ株	弱まる (出来高を伴うブ レイク)	持続	増幅 (73 ドル方向へ)

強気シナリオ

- 目標株価 96.93 ドル。MiniMed 分離の期内完了・関税還付の実現・CAS の競争防衛・訴訟の軽微決着がそろう
- 分離・還付・Investor Day はいずれもガイダンス外のため、実現分がそのまま上乘せになる
- Q1 決算で 53 週効果を除くオーガニック 7% 超が出れば、成長実力の証明になり弱気の背骨が折れる

弱気シナリオ

- 目標株価 46.54 ドル。原告勝訴評決による和解相場の形成・232 条関税の発動・CAS シェア反転が重なる
- 調整後 EPS の 4 年ゼロ成長が続き、FCF パスとターミナル前提が切り下がる
- 53 週効果が FY2028 に反転し、見かけの加速が翌期の失望に変わる
- 引当ゼロの約 11.5 億ドル (3 倍賠償) が確定方向へ動き、固有リスクプレミアムが正当化される

8-2. 反証ボード — この見方が間違いになる条件

Watch (弱気寄り) の見方を覆す事実を、出現確率と影響度付きで先に書き出します。

事実	関連論点	出現確率 (%)	影響度
Q1 FY2027 決算 (2026-09-01) で CAS の TTM 20 億ドル到達と 53 週抜きオーガニック 7% 超が同時に確認される	10 年ぶり高成長でも調整後 EPS は 4 年前割れ、FY2027 ガイダンスの加速は 53 週の暦効果、CAS 一本足成長と PFA 競争の拮抗転換	20	Bull パスへ移行
ヘルニアメッシュ先行審理で被告勝訴評決、かつ Applied Medical の会社側申立が認容される	8 月に集中する訴訟イベントと引当ギャップ	25	固有リスクプレミアム縮小
MiniMed split-off が 2026 暦年内に完了し、株数減少と利益率改善がガイダンスに上乗せされる	Elliott 関与下の分離・還付オプションはガイダンス外の上振れ、FY2027 ガイダンスの加速は 53 週の暦効果	30	フェアバリュー上方改定
Sphere-9 リコールが Class I に格上げされる、または CAS の米国シェアが 2 四半期連続で低下する	CAS 一本足成長と PFA 競争の拮抗転換	15	Bear パス接近
Section 232 で医療機器への関税が発動され、FY2027 の関税 2.5 億ドル前提が突破される	8 月に集中する訴訟イベントと引当ギャップ、10 年ぶり高成長でも調整後 EPS は 4 年前割れ	25	FCF パス切り下げ

投資判断を覆す事実セット

特に重要なのは 2 つです。第一に、9 月 1 日の Q1 決算で CAS の直近 12 か月売上 20 億ドル到達 (CFO が Q1 に達成すると明言済み) A と 53 週効果を除くオーガニック 7% 超が同時に確認されれば、「成長の実力は横ばい」という本レポートの背骨が崩れ、Bull パスへの移行を検討します。第二に、固有リスクプレミアムの根拠（訴訟・ガイダンス信頼性・一本足）が 2 つ以上解消した場合です。§4 で見たとおり、プレミアムを外せばフェアバリューは 84.84 ドルとなり「割高」判定は消えます。反証条件が実現したときに見方を変えるのは失敗ではなく、設計どおりの運用です。

8-3. モニタリング KPI

53 週抜き実力成長 (FY2027) 5.75% A	PFA の PMA 決定件数 (CY2026) 12 件 A	営業利益率改善計画 60 bp A
株価が織り込む永久成長率 2.88% B	200 日移動平均 90.11 ドル	需給スコア 34.5 index

上の 6 指標に加え、警戒シグナルとして「Sphere-9 リコールの Class I への格上げ」「Section 232 の官報掲載」「MiniMed 持分の変化」を四半期ごとに点検します。§9 のカタリスト日程と合わせて追うことで、シナリオの分岐点を早期に検知できます。

この章のまとめ

- 期待値は確率加重で -16.0% とマイナスであり、現値での新規長期買いは合いません。ただし Bull (+13.5%) の条件も具体的に存在します
- 見方が崩れる最短ルートは 9 月 1 日の決算です。CAS 20 億ドル到達+53 週抜き 7% 超なら弱気の背骨が折れます
- 固有リスクプレミアム（フェアバリューを 13 ドル動かす判断）の根拠が解消するかを、訴訟・ガイダンス・競争の 3 点で監視します
- §9 では、これらの分岐を実際に引き起こすイベントの日程を時系列で整理します

9. リスク・カタリストー 8 月に集中する訴訟イベントと引当ギャップ

この章で見えてくること

§8 のシナリオを分岐させる具体的なイベントを、短期（30～90 日）と中長期に分けて時系列で並べます。特徴は、8 月～9 月上旬に司法・規制・決算のイベントが異例の密度で集中していることです。

9-1. 短期カタリスト（30～90 日）

2026-08-05

FDA MDUFA VI 公開会議

FY2028～2032 の医療機器ユーザーフィーと審査パフォーマンス目標の提案勧告が公開。510(k) / PMA の審査日数コミットメントが確定に向かう

2026-08-14

四半期配当の宣言（1 株 0.72 ドル見込み）

49 年連続増配ストリークの維持確認。増配は 6 月宣言分で実施済みのため 8 月は横ばいが基本線（過去 2 年の 8 月宣言日は 2025-08-14 / 2024-08-16）

2026-08-17

ヘルニアメッシュ MDL 先行事件 (Patterson) の陪審評決

原告 10,350 人に対する 1 件当たり評価額の基準が決まる。訴訟引当金は期末で約 2 億ドルのみ。審理は 2026-07-14 開廷、7/24 に被告立証開始、7/31 まで進行中

2026-08-25

DEF 14A (委任状) 提出

取締役選任・Say-on-Pay・アイルランド法特有議案。2025 年 AGM では長期在任取締役に最大 13% の反対票が付いた

2026-08-28

Section 232 (医療機器) の大統領判断期限

調査開始 2025-09-02 から法定 270+90 日。2026-08-01 時点で連邦官報に医療機器の 232 措置は未掲載。追加関税なら FY2027 の関税前提 2.5 億ドルが期中に崩れる

2026-08-31

Applied Medical 反トラスト訴訟の判決後申立の判断

2026-05-08 に裁判所が MDT の JMOL / 新裁判申立を棄却する方向の暫定見解を示し under submission。棄却なら 3.82 億ドル×3 = 約 11.5 億ドルの判決が確定方向へ。引当ゼロ

2026-09-01

FY2027 Q1 決算発表

調整後 EPS 1.38~1.40 ドル / オーガニック +11.5~12.0% (うち 53 週が売上 500-600bp・EPS 600-700bp)。TAVR の 8 週安定化、CAS の TTM 20 億ドル到達、ACM の正常化を同時検証

2026-09-30

CMS の TAVR 国家保険適用 (NCD) 再検討の最終決定メモ

患者アクセス拡大なら TAVR 市場全体の拡大要因。MDT は Evolut のシェアを失う一方 Edwards の TAVR 売上連動ロイヤリティも受け取る立場 (Edwards の SEC 提出リリースによる見込み、CMS 一次未確認)

2026-10-16

年次株主総会 (AGM)

取締役 12 名の任期は「2026 年 AGM まで」。Elliott 起点の 2 委員会の 1 年間の成果が評価される場 (2025 年は 10-16 開催、2026 年の日付は未公表)

2026-10-31

Hugo の一般外科・婦人科適応と LigaSure RAS の 510(k) 判定

2026 年 4 月下旬に FDA 提出済み。通れば Hugo の対象市場が泌尿器から拡大し 67.64 億ドルの Surgical & Endoscopy を動かし得る。openFDA では 2026-07-20 時点で未クリア

最重要は 3 つです。第一に、ヘルニアメッシュ先行審理の評決です。原告は 2026 年 6 月時点で約 10,350 人、うち約 7,450 人がマサチューセッツ州裁判所に集約 **A** されており、目下の先行事件 (§0 参照) の評決が後続全体の和解相場を左右します。会社は訴訟対象製品の大半をすでに回収・販売終了していますが、財務的な決着はこれからです。

第二に、9月1日のQ1 FY2027 決算 **A** です。ガイダンスは 調整後 EPS 1.38~1.40 ドル (53 週目が 600~700bp 寄与) **A** (中央値 1.39 ドル **A**)、オーガニック +11.5~12.0% (うち 500~600bp が 53 週の期ずれ効果で、実力は 6% 前後) **A** (中央値 11.75% **A**) です。この決算は「加速の実証」ではなく「前提の検証」の場で、TAVR の下げ止まりと ACM の正常化の織り込み精度が同時に問われます **A**。TAVR について経営陣は「米国の週次手技件数は直近 8 週で安定化した」と説明しており、この安定化継続が FY2027 ガイダンスの前提 **A** です (Q4 の構造的心疾患事業は横ばいで、弱さの要因は Evolut の低リスク長期データと説明 **A**)。外部からは検証不能な前提だけに、決算での確認が不可欠です。

第三に、Section 232 です (後述の中長期リスクと表裏一体ですが、判断期限が 8 月末のため短期に含めます)。このほか、Hugo の一般外科・婦人科適応の 510(k) 判定 (承認されれば米国の対象手技が大幅拡大) **A** も 30~90 日以内に動き得るイベントです。

配当は数少ない「確実な」カタリストです。四半期配当は 1 株 0.72 ドル (年換算 2.88 ドル) へ増額され、49 年連続増配。7 月 17 日に支払済み **A** (FY2026 の宣言ベース配当は 2.84 ドル **A** → FY2027 は年換算 2.88 ドル **A**、増配は 2026 年 6 月の取締役会決議 **A**)。増配は 49 年連続 **A** (2026 年 6 月発表の増配で 49 期目 **A**) で、FY2026 の株主還元総額は 42 億ドル **A** でした。ただし §4 で見たとおり、増配率 1.4% は「記録の維持」に近い水準です。

9-2. 中長期の構造リスク

2026-12-31

Investor Day (2026 年開催を 8-K でコミット、日付未公表)

2025-08-19 の 8-K で Elliott 対話を受けた施策として 2026 年開催を公表。IR カレンダーに日付がなく、暦年末まで出ないこと自体がコミットメント履行への疑義になり得る

2027-04-30

MiniMed (MMED) の split-off 完了期限 (FY2027 中の計画)

split-off は MDT 株との交換のため実行されれば発行済株数が減り EPS に効く。ガイダンス未織り込みの上振れ要因。ただし 2026-03-31 時点でも持分 90.0% で IPO 時から実質不変

2027-04-30

FY2027 通期の着地 (オーガニック +6.75~7.25% / 調整後 EPS 5.90~6.00 ドル)

53 週を除いた実力値はオーガニック約 5.75%・EPS 成長約 +6.1%。Q3 時点の「53 週を除いても加速する」「high single digit EPS」という説明を満たしていない

2027-09-30

MDUFA V の法的権限が失効

期限までに再認可法が成立しなければ FDA はデバイス・ユーザーフィーを徴収できず、審査体制の予見性が失われる

2027-12-31

EU MDR 移行期間終了（クラス III / クラス IIb 植込み型）

未再認証の高リスク製品は EU 市場から退出。MDT の中核は植込み型デバイスで、米国外売上は 182.61 億ドル（全体の 50.2%）。notified body は MDR 指定 51 機関にとどまる

2028-01-01

CMS の DMEPOS 競争入札 次ラウンドの契約・単一支払額が発効

CGM・インスリンポンプが対象で算定方式が落札最高額から 75 パーセントイルへ変更。MiniMed 分離で本体からは切り離される設計だが、分離完了までは連結に残る

2028-04-28

FY2028 における 53 週効果の反転

FY2027 に得た売上 +125bp / EPS +150bp が消える。CFO は関税逆風の消滅がこれを相殺すると説明したが、Section 232 の結果次第で相殺前提は崩れる

訴訟・税務の 3 点セット。 第一に Applied Medical 反トラスト訴訟です。2026 年 2 月に陪審が 3.82 億ドルの損害を認定し、反トラスト法上、賠償は自動的に 3 倍 **A** になります。会社は「損失の蓋然性が高くない」として引当を計上せず、金額の見積りも不能 **A** としていますが、§0 のとおり裁判所は会社側申立の棄却方向を示唆しました。約 11.5 億ドルは純利益（48.01 億ドル）の 24% に相当します。第二にヘルニアメッシュの後続処理、第三に IRS 移転価格です。プエルトリコ子会社との所得配分を巡る訴訟は 2009 年から 17 年間未決着で、2025 年 9 月に控訴審から差し戻され、現在は和解協議のため手続停止中 **A**（租税裁判所への差戻しと停止申請は両当事者の合意 **A**）。さらに 2026 年 4 月には FY2017～2019 を対象とする IRS の予備監査報告書も発行され、移転価格・グループ内金利・外国税額控除が未解決論点 **A** です。和解の内容次第で、§6 で見た税率メリットの一部分が恒久的に失われます。

品質・リコール。 Harmony 経カテーテル肺動脈弁のデリバリーカテーテルは FDA の最重度分類（Class I）のリコール対象 **A** で、§0 で触れた Sphere-9（Class II、12 万ユニット超）と合わせ、現在 2 本のリコールが進行中です。§3 で確認したとおり、この業界ではリコールがシェア移転の直接の引き金になります。

通商・規制。 米商務省は 2025 年 9 月 2 日に医療機器を対象とする 232 条調査を開始し、対象製品としてペースメーカー・インスリンポンプ・冠動脈ステント・人工弁が明示列挙 **A** されています。FY2027 の関税前提 2.5 億ドル（四半期配分 30/30/20/20、還付未織り込み）**A** は現行関税ベースの数字であり、232 条が発動されればこの前提に上乗せ **A** されます。保険償還側では CMS が耐久医療機器の競争入札の次ラウンドに CGM とインスリンポンプを追加し、支払額の算定方式も厳格化 **A**（契約開始は 2028 年 1 月 1 日 **A**）しました。分離後の MiniMed の収益性に効く論点ですが、split-off 完了前は連結に跳ね返ります。

サイバー。 2026 年 4 月 24 日に社内 IT システムへの不正アクセスを開示済みで、会社は業績への重大な影響を想定しない **A** としています。ただし 影響を受けた可能性のある個人への通知は FY2027 第 1 四半期から開始 **A** の段階で、通知後に規制対応・集団訴訟のリスクが顕在化する余地が残ります。

アイルランド籍固有のリスク。 10-K のリスク要因 31 項目のうち 5 項目がアイルランド法人であること自体に起因（株式譲渡への印紙税、資本政策への株主承認要件など） **A** します。日常的には意識されませんが、資本政策の機動力を制約する構造要因です。

分離実行リスク。 MiniMed の 完全分離は Q3 時点の説明で「2026 暦年末まで」への期待もありましたが、正式な計画は FY2027 中（2027 年 4 月末まで）であり、期ずれ自体がガイダンスの前提を揺らします **A**。移行サービス契約は IPO 後 24 か月続くため、分離後も運営の絡み合いはしばらく残ります。

リスクの全体像を確率×影響度で整理すると、「発生確率が高く影響も大きい」象限に入るのは訴訟評決と 232 条、「確率は低いが影響が大きい」象限に入るのは CAS シェア反転と IRS 和解決裂です。§10 で投資判断に落とし込みます。



この章のまとめ

- 8月～9月上旬に、ヘルニアメッシュ評決・Applied Medicalの判決確定方向・232条期限・Q1決算という4つの分岐イベントが集中します
- 中長期リスクの多くは「一度払えば消える」性質（訴訟・還付・借換）ですが、支払額が確定するまでは固有リスクプレミアムの根拠であり続けます
- 増配49年目という数少ない確実なプラス材料は、増配率1.4%と「記録維持」の色彩が濃い点も含めて評価すべきです
- §10で、ここまでの全材料を投資目的別の適性に落とし込みます

10. 投資判断

この章で見えてくること

§0の結論を、投資目的別の適性（5つのレンズ）に分解して締めくくります。同じ銘柄でも「何のために買うか」で評価は変わります。ご自身の目的のレンズだけでも確認してください。

投資目的別の適性

目的	適性	保有期間	参考フェアバリュー	ひとこと
グロース	×	—	—	調整後EPSはFY2022の5.55ドルを4年経っても下回り、53週効果を除くFY2027実力成長は5.75%でFY2026と同水準。CASの+78%は事業部レベルの現象で全社成長への波及が限定的。R&D売上比7.9%は大型6社中最下位で、成長目的の投資対象としての資格を欠く。

目的	適性	保有期間	参考フェアバリュー	ひとこと
インカム（配当）	△	5年以上	\$48.00（配当割引）	49 年連続増配と配当性向（FCF 比 67.1%）から減配リスクは低い、直近の増配率は年 1.4% に減速し、利回り 3.37% は米 10 年国債 4.68% を 131bp 下回る。Gordon DDM の期待リターン 5.87% は要求リターン 8.65% に 2.8pp 不足し、インカム目的では債券代替としての妙味が乏しい。配当の安全性だけを買うなら成立するが、価格は選ぶ必要がある。
バリュー	△	6ヶ月～3年	\$82.04（マルチプル）	53 週調整後 EPS 5.86 ドル×目標 PER 14.0 倍で 82.04 ドルと現値比 -3.9% にとどまり、マルチプル面の過大評価は小さい。ただし目標倍率自体が同型 BSX 14.2 倍からの割引後で、割安の余白はない。逆 DCF の織り込み 2.88% は FCF 実績を上回っており、バリュートラップ回避には訴訟決着と MiniMed 分離進行の確認が条件になる。

目的	適性	保有期間	参考フェアバリュー	ひとこと
クオリティ・ディフェンシブ 主目的	△	3～5年	\$71.76 (DCF)	財務健全性スコア 77.5 (grade B)・純有利子負債/EBITDA 1.99 倍・格付 A/A3・49 年連続増配とクオリティ・ディフェンシブの資格は満たすが、現値はフェアバリュー 71.76 ドルを 16% 上回る。売上が 10 年ぶりの高成長だった年に営業利益率が 130bp 悪化しており、拡大期後半でのプレミアム支払いは目的に合わない。フェアバリュー接近を待つ。
イベント・短期	△	数日～6ヶ月	—	MiniMed 分離・IEEPA 関税還付・Investor Day・Hugo 510(k) とイベントは豊富だが、直近 90 日はヘルニアメッシュ評決・Applied Medical 判決・Section 232 判断と下方イベントが先に来る非対称構造。イベント通過後の押し目形成を待つ入るのが現実的で、現時点での先回りは分が悪い。

各レンズの評価理由を補足します。

クオリティ・ディフェンシブ（主目的）— △ 条件付き。 財務健全性は総合 77.5 点（B 評価）、純有利子負債/EBITDA 1.99 倍、格付 A/A3、49 年連続増配と、「守りの資産」としての資格は満たしています。問題は価格です。フェアバリュー 71.76 ドルに対して現値は 16% 上にあり、しかも §2 で見たとおり拡大局面の後半でマージンが悪化しています。保有期間 3 年以上を想定するなら、8 月の訴訟イベントと 9 月 1 日の決算を通過した後、フェアバリューに近づく局面（感覚的には 70 ドル台前半～半ば）まで待つ価値があります。

インカム（配当）— △ 条件付き。 配当そのものの安全性は高い一方（FCF に対する配当性向 67%）、§4 の配当割引モデルが示すとおり、現値では利回り 3.37% + 増配率 1.4% の組み合わせが米 10 年国債 4.68% に見劣りします。保有期間 5 年以上・配当再投資前提でも、価格を選ぶ必要があります。目標株価の 71.76 ドルなら利回りは 4.0% に乗ります。

バリュー — Δ 条件付き。 53 週調整後の予想 PER 14.6 倍は同型の Boston Scientific 並みで、マルチプル面の下値余地は小さめです（マルチプル法のフェアバリュー 82.04 ドル、現値比 -3.9%）。ただし「安い理由」（成長最下位・R&D 最下位・訴訟）が解消しない限り、割安の解消も起きにくい構造です。バリュートラップを避ける条件は、訴訟決着と MiniMed 分離進行の 2 点の確認です。保有期間の目安は 6 か月～3 年です。

グロース — × 不適合。 調整後 EPS が 4 年前を下回り、53 週効果を除く FY2027 実力成長は 5.75% と FY2026 から加速しません。CAS の +78% は事業部レベルの現象で、全社の成長率を高一桁に引き上げるには至っていません。成長目的でこの銘柄を選ぶ積極的な理由は現時点ではありません。

イベント・タクティカル — Δ 条件付き。 MiniMed 分離・関税還付・Investor Day・Hugo 510(k) とイベントは豊富ですが、直近 90 日はネガティブ側のイベント（評決 2 件・232 条）が先に来る非対称な並びです。イベント通過後の押し目形成を待って入る方が分が良く、先回りは推奨しません。保有期間の目安は数日～6 か月です。

中長期見通し

WATCH

確信度 中

目標株価 想定保有
**71.76（弱 6～12か月
気 46.54
～ 強気
96.93）**

フェアバリューを 16% 上回る現値。訴訟決着と分離進行を待つ局面

スイング見通し

レンジ

2026-07-31 時点

レンジ下限接近待ち（82.83 サポートと 25 日線の収束帯で拾い、88.98 の戻り売り帯手前で利確）

作成時点の仮説です。現在の有効性は未判定で、公開後の株価・ニュースは反映していません。

長期判断（Watch）が主軸であり、上のスイングプランはあくまで数日～数週間の短期の目安です。§7 で述べたとおり、スイングのエントリー水準はフェアバリューより上にあるため、「短期プランの下限＝長期の買い場」ではない点にご注意ください。

ポジションサイズと再評価の設計。 現時点の推奨ウェイトは 0%（ポジション非取得）です。エントリー条件が整った後も、訴訟の残存リスクを踏まえてポートフォリオの 3% を上限とします。再評価のトリガーは 3 つ——(1) 9 月 1 日の Q1 決算で CAS の 12 か月売上 20 億ドル到達が確認できるか、(2) ヘルニアメッシュ評決と Applied Medical の申立判断、(3) MiniMed 持分 90.0% の削減開始——です。逆にこの Watch 判定自体が間違いになる条件（§8 の反証ボード）は、53 週抜きオーガニック 7% 超の実証、両訴訟の合計 5 億ドル未満での決着、分離の FY2027 上期完了です。いずれかが実現した場合は、フェアバリューの再計算とともに判定を引き上げる用意があります。

強気 (Bull)

25%

96.93 ドル

+13.5%

分離の期內完了 + 関税還付 + CAS 防衛 + 訴訟の輕微決着

中央 (Base)

50%

71.78 ドル

-15.9%

実力成長 5% 台の継続、訴訟は一定額の支払いで決着

弱気 (Bear)

25%

46.54 ドル

-45.5%

和解相場の形成 + 232 条発動 + CAS シェア反転

フェアバリュー

71.76 ドル

現値比 -16.0%

推奨ウェイト

0%

条件成立後も上限 3%

配当利回り

3.37%

目標株価では 4.01%

次回検証

2026-09-01

Q1 FY2027 決算

- ✓ 財務体力は合格水準（純有利子負債/EBITDA 1.99 倍・格付 A/A3・増配 49 年）
- ! 価格はフェアバリューの約 16% 上。70 ドル台への接近を待つ
- ✗ 訴訟 2 件（評決・申立判断）の決着はまだ確認できていない
- ✗ 53 週効果を除く実力成長の加速は未実証（9 月 1 日の決算で検証）
- ✗ MiniMed 持分の削減は未着手（90.0% のまま）
- ! Investor Day の日付は未確定（実行力の試金石）

目標株価は改めて 71.76 ドル **A**（2026 年 7 月 31 日終値 85.39 ドル **B** 比 -16.0% **B**）です。この数字は「株価がそこまで下がる」という予言ではなく、「その水準なら長期保有の期待値が資本コストに見合う」という買値の目安として使ってください。

この章のまとめ

- 5つのレンズすべてで「今すぐ買い」はなく、4つが条件付き（△）、グロースのみ不適合（×）です
- 主目的のクオリティ・ディフェンシブでは、訴訟・決算通過後の70ドル台での拾いが合理的なエントリー設計です
- 推奨ウェイトは現時点 0%、条件成立後も上限 3%。§8 の反証条件が出たら判定を上げます
- 次の §11 で本文の専門用語を、§12 で出典をまとめます

11. 用語集

主要用語

PFA(パルスフィールドアブレーション)	心房細動の治療で、高電圧の電気パルスで異常な心筋組織を選択的に無力化する新技術。従来の高周波（熱）や冷凍に比べ周辺組織への損傷が少なく、市場が年 25% 成長している。
CAS(Cardiac Ablation Solutions)	Medtronic の心臓アブレーション事業の呼称。Affera Sphere-9・Sphere-360・PulseSelect の 3 製品ラインで PFA 市場を攻めており、FY2026 Q4 に世界 +78% 成長した全社の成長エンジン。
TAVR(経カテーテル大動脈弁置換術)	開胸せずカテーテルで人工弁を留置する治療。Medtronic の Evolut と Edwards の SAPIEN が競合し、現在は Edwards が優勢。
53 週決算	会計年度を「週」で区切る米国企業で数年に一度発生する、1 週多い年度のこと。FY2027 の Medtronic がこれに当たり、売上成長率を約 125bp、EPS 成長率を約 150bp 見かけ上かさ上げする。翌年度には反転して消える。
split-off(スプリットオフ)	親会社の株主が希望に応じて親会社株と子会社株を交換する分離方式。MiniMed の完全分離で採用予定。実行されると親会社の発行済株式数が減り、1 株利益を押し上げる。
510(k) / PMA / De Novo	FDA の医療機器承認の 3 経路。510(k) は既存品との同等性で通す簡易経路、PMA は高リスク機器向けの本審査、De Novo は前例のない中リスク機器向けの新分類創設。どの経路かで参入障壁の高さが変わる。
CED(エビデンス開発を伴う保険適用)	米国の公的保険 CMS が「承認研究に参加した手技だけ償還する」形で新技術を条件付き適用する制度。腎除神経がこの対象で、事実上の参入ゲートとして機能する。
Pillar Two(グローバル・ミニマム課税)	OECD 主導の国際課税ルールで、多国籍企業に最低 15% の実効税率を課す。アイルランド籍で低税率の恩恵を受けてきた Medtronic には FY2025 から適用され、実効税率上昇（16.6%→21.2%）の主因になった。
WACC(加重平均資本コスト)	株主と債権者の要求リターンを加重平均した、企業が投資で超えるべきハードルレート。本レポートは 7.50% を採用。
固有リスクプレミアム	CAPM（ベータ）が捉えきれない企業固有のリスクに対して、株主資本コストに上乘せする割増分。本レポートは訴訟引当ゼロ・ガイダンス信頼性・成長の一本足を理由に 1.00% ポイントを課した。この採否がフェアバリューを 13 ドル動かす、本レポート最大の判断点。

逆 DCF	現在の株価を出発点に、「市場がどんな成長を織り込んでいるか」を逆算する手法。MDT の場合、株価 85.39 ドルは FCF が永久に年 2.88% 伸びる前提と等価。
GPO / IDN	米国の共同購買組織（GPO）と統合医療ネットワーク（IDN）。病院に代わって機器メーカーと価格交渉する実質的な「買い手」で、業界の価格決定力を握る。
VBP(集中量購買)	中国の公的な一括調達入札制度。採用と引き換えに大幅な値下げを要求され、外資機器メーカーの中国事業の採算を圧迫してきた。中国は Medtronic 売上の約 6%。
先行事件(bellwether trial)	同種の訴訟が大量にある場合に、代表例として先行して審理される事件。その評決が残り全件の和解相場を事実上決めるため、当事者にとって本丸の戦い。ヘルニアメッシュ訴訟で現在進行中。
Class I / Class II リコール	FDA のリコール重大度分類。Class I は「重篤な健康被害や死亡の合理的可能性がある」最重度、Class II は「一時的・可逆的な健康被害の可能性」を指す。Medtronic は現在 Harmony カテーテル（Class I）と Sphere-9（Class II）の 2 件が進行中。

12. 参考資料

情報の出典



本レポートで出典タグを付した情報 844 件の品質内訳です。一次資料（Tier A）の比率が高いほど、公開情報から再現しやすい構成です。

本レポートの数値は、SEC EDGAR（10-K・10-Q・8-K・DEF 14A・Form 4・13F・SC 13G）、Medtronic の決算リリース・IR 資料、FDA の公開データベース（510(k)・PMA・De Novo・リコール DB）、CMS・CBO の公的統計、FRED・FRB の金利為替データ、連邦官報、連邦地裁の訴訟記録、MedTech Europe の業界統計、Yahoo Finance の市場データ、および競合各社（Boston Scientific・Abbott・Johnson & Johnson・Intuitive Surgical・Edwards Lifesciences）の決算開示に基づいています。

Tier A Abbott Form 10-K FY2025 — Segment and Geographic Area Information (Sales and Earnings) [↗](#)

Tier A Abbott Form 8-K (2026-01-22) Exhibit 99.1 — Q4/FY2025 earnings release [↗](#)

Tier A Abbott Form 8-K (2026-07-16, Item 2.02) Exhibit 99.1 — Q2 2026 earnings release [↗](#)

Tier A Abbott 公式採用サイト 掲載求人数 [↗](#)

Tier A Boston Scientific Form 10-K FY2025 — NOTE B Acquisitions and Strategic Investments [↗](#)

Tier A Boston Scientific Form 8-K (2026-02-04) Exhibit 99.1 — Q4/FY2025 earnings release [↗](#)

Tier A Boston Scientific Form 8-K (2026-04-22) Exhibit 99.1 — Q1 2026 earnings release [↗](#)

Tier A Boston Scientific Form 8-K (2026-07-27, Item 2.05) — 2026 Restructuring Plan [↗](#)

Tier A Boston Scientific Form 8-K (2026-07-29, Item 2.02) Exhibit 99.1 — Q2 2026 earnings release [↗](#)

Tier A Boston Scientific 公式採用サイト 掲載求人数 [↗](#)

Tier A CBO / JCT 『Federal Subsidies for Health Insurance, 2026 to 2036』 (2026-07-23 公表) [↗](#)

Tier A CMS Fact Sheet, DMEPOS Competitive Bidding Program – Updates and Important Information (2025-11-28公表、2025-12-08更新) [↗](#)

Tier A CMS ファクトシート 「Marketplace 2026 Open Enrollment Period Report: National Snapshot」 (2026-01-28) [↗](#)

Tier A CMS プレスリリース 「Exchange Coverage Remains Near Record High as 23.1 Million Enroll in 2026」 (2026-03-27) [↗](#)

Tier A CMS, Coverage with Evidence Development: Renal Denervation for Uncontrolled Hypertension (ページ最終更新 2026-02-12) [↗](#)

Tier A CMS, National Health Expenditure Data Historical, Table 17 Durable Medical Equipment Expenditures [↗](#)

Tier A CMS, National Health Expenditures 2024 Highlights [↗](#)

Tier A Edwards Lifesciences Corporation, Form 8-K Exhibit 99.1 (2026-07-23、Q2 2026 決算リリース) [↗](#)

Tier A Edwards Lifesciences Form 10-K FY2025 — BUSINESS COMBINATIONS note [↗](#)

Tier A Edwards Lifesciences Form 10-K FY2025 — Item 1 Business (Patents) / BUSINESS COMBINATIONS note [↗](#)

Tier A Edwards Lifesciences Form 8-K (2026-02-10) Exhibit 99.1 — Q4/FY2025 earnings release [↗](#)

Tier A Edwards Lifesciences 公式採用サイト (Workday) 掲載求人数 [↗](#)

Tier A EIA Cushing, OK WTI Spot Price FOB (日次、Release Date 2026-07-29) [↗](#)

Tier A European Commission, COM(2025) 1023 final, 2025/0404 (COD) (2025-12-16) 説明覚書 [↗](#)

Tier A FDA 510(k) Premarket Notification Database (openFDA、データ最終更新 2026-07-20) — applicant=Covidien / product_code=SCV [↗](#)

- [Tier A](#) FDA Device Classification Under Section 513(f)(2) (De Novo) — DEN250068 OTTAVA Robotic Surgical System [↗](#)
- [Tier A](#) FDA Device Recall Database / Enforcement Report (openFDA) — recall_number Z-1948-2026 [↗](#)
- [Tier A](#) FDA Device Recall Database (openFDA、データ最終更新 2026-07-30) — recalling_firm=Medtronic、event_date_initiated 年次集計 [↗](#)
- [Tier A](#) FDA Enforcement Report / Device Recall Database (openFDA、recall データ最終更新 2026-07-30) — recall_number Z-2624-2026 [↗](#)
- [Tier A](#) FDA, MDUFA Reauthorization public meeting page (MDUFA V の権限失効日を明記) [↗](#)
- [Tier A](#) Federal Register API (連邦官報公式) — Presidential Document かつ term=232、publication_date 2026-05-01 以降の検索結果に医療機器を対象とする措置は含まれない [↗](#)
- [Tier A](#) Intuitive Surgical Form 10-K FY2025 — Item 1 Business (Intellectual Property) [↗](#)
- [Tier A](#) Intuitive Surgical Form 8-K (2026-07-16, Item 2.02) Exhibit 99.1 — Q2 2026 earnings release [↗](#)
- [Tier A](#) Intuitive 公式採用サイト 掲載求人数 [↗](#)
- [Tier A](#) Johnson & Johnson Form 10-K FY2025 — Acquisitions and divestitures note [↗](#)
- [Tier A](#) Johnson & Johnson Form 10-K FY2025 — Income Before Tax by Segment [↗](#)
- [Tier A](#) Johnson & Johnson Form 10-Q (fiscal Q2 2026, filed 2026-07-23) [↗](#)
- [Tier A](#) Johnson & Johnson Form 8-K (2026-01-21) Exhibit 99.2 — FY2025 supplementary sales data [↗](#)
- [Tier A](#) Johnson & Johnson Form 8-K (2026-07-15) Exhibit 99.2 — Unaudited Comparative Supplementary Sales Data [↗](#)
- [Tier A](#) Johnson & Johnson Form 8-K (2026-07-15, Item 2.02) Exhibit 99.1 — Q2 2026 earnings release [↗](#)
- [Tier A](#) Johnson & Johnson Form 8-K (2026-07-29, Item 7.01) — FY2026 guidance revision after Firefly/Sail transactions [↗](#)
- [Tier A](#) Johnson & Johnson 公式採用サイト 掲載求人数 [↗](#)
- [Tier A](#) Medtronic FY2026 Q4 決算リリース 増配発表 (Form 8-K Exhibit 99.1、2026-06-03) [↗](#)
- [Tier A](#) Medtronic plc DEF 14A 2025 Proxy Statement (filed August 25, 2025) [↗](#)
- [Tier A](#) Medtronic plc Form 10-K FY2024 連結損益計算書 [↗](#)
- [Tier A](#) Medtronic plc Form 10-K FY2025 連結損益計算書 [↗](#)
- [Tier A](#) Medtronic plc Form 10-K FY2026 連結貸借対照表より算出 [↗](#)
- [Tier A](#) Medtronic plc Form 8-K (Item 5.02, August 19, 2025) [↗](#)
- [Tier A](#) Medtronic plc Form 8-K (Item 7.01, March 24, 2026): MiniMed Flex FDA clearance [↗](#)
- [Tier A](#) Medtronic plc Form 8-K Item 5.02 (Neuroscience Portfolio leadership transition, May 18, 2026) [↗](#)

- Tier A Medtronic plc FY22 Q4 決算リリース (Form 8-K Exhibit 99.1、2022年5月26日) FY23 期初ガイダンス提示 [↗](#)
- Tier A Medtronic plc FY23 Q4 決算リリース (Form 8-K Exhibit 99.1、2023年5月25日) FY23 実績・FY24 期初ガイダンス [↗](#)
- Tier A Medtronic plc FY24 Q4 決算リリース (Form 8-K Exhibit 99.1、2024年5月23日) FY24 実績・FY25 期初ガイダンス [↗](#)
- Tier A Medtronic plc FY25 Q4 決算リリース (Form 8-K Exhibit 99.1、2025年5月21日) FY25 実績・FY26 期初ガイダンス [↗](#)
- Tier A Medtronic plc FY26 Q1 決算リリース (Form 8-K Exhibit 99.1、2025年8月19日) [↗](#)
- Tier A Medtronic plc FY26 Q2 決算リリース (Form 8-K Exhibit 99.1、2025年11月18日) [↗](#)
- Tier A Medtronic plc Investor Relations — Dividend History [↗](#)
- Tier A Medtronic plc Investor Relations — Events & Presentations (Upcoming Events は Q1 FY27 決算 1 件のみ) [↗](#)
- Tier A Medtronic plc News Release: Board appointments and shareholder value creation initiatives (Form 8-K Exhibit 99.2, August 19, 2025) [↗](#)
- Tier A Medtronic plc Q3 FY26 Earnings Call Commentary (2026年2月17日、経営陣説明パート公式全文) [↗](#)
- Tier A Medtronic plc Q4 FY26 Earnings Call Commentary (2026年6月3日、経営陣説明パート公式全文) [↗](#)
- Tier A Medtronic plc Q4 FY26 Earnings Conference Call 公式ウェブキャスト (2026年6月3日、アナリスト Q&A パート) [↗](#)
- Tier A Medtronic plc Q4 FY26 Earnings Presentation p19 「Guidance and assumptions」 [↗](#)
- Tier A Medtronic plc, 44th Annual J.P. Morgan Healthcare Conference Presentation p.4 (2026-01-12) [↗](#)
- Tier A Medtronic plc, Form 8-K (2025-10-21) Item 5.07 [↗](#)
- Tier A Medtronic plc, Schedule 13G (発行体 MiniMed Group, Inc.、報告者 Medtronic plc、2026-05-06 提出) [↗](#)
- Tier A Medtronic plc, SEC EDGAR filing index (CIK 0001613103、直近 90 日の提出書類一覧) [↗](#)
- Tier A Medtronic statement on unauthorized system access (Form 8-K Exhibit 99.1, April 24, 2026) [↗](#)
- Tier A Medtronic 公式採用サイト (Workday) 掲載求人数 [↗](#)
- Tier A Medtronic 投資家向けサイト Upcoming Events (Q1 FY27 Earnings Report 日程) [↗](#)
- Tier A Nasdaq 公式クオート API — 2026-07-31 終値 [↗](#)
- Tier A Nasdaq 公式クオート API (同業 5 社の 2026-07-31 終値) / 予想 PER の分母は各社 Form 8-K 通期ガイダンスの調整後 EPS 中央値 [↗](#)
- Tier A openFDA Device 510(k) API (api.fda.gov/device/510k.json) [↗](#)
- Tier A openFDA Device PMA API (api.fda.gov/device/pma.json) [↗](#)

- Tier A** SEC EDGAR BlackRock, Inc. Form 13F-HR 情報表 (2026-03-31 期 / 2025-12-31 期、CUSIP G5960L103) [↗](#)
- Tier A** SEC EDGAR Form 13F-HR 情報表 (Vanguard / BlackRock / State Street、CUSIP G5960L103) [↗](#)
- Tier A** SEC EDGAR Medtronic plc 8-K Item 2.02 (2026-06-03 提出、FY2026 通期決算) [↗](#)
- Tier A** SEC EDGAR Medtronic plc Form 4 (2026-02-01~2026-07-31 提出 31 件を XML 直接パース) [↗](#)
- Tier A** SEC EDGAR Medtronic plc 提出者情報 (SIC 3845) [↗](#)
- Tier A** SEC EDGAR XBRL companyfacts (Medtronic plc、FY2022 10-K 貸借対照表・損益計算書より算出) [↗](#)
- Tier A** SEC XBRL Company Concept API — Boston Scientific 通期売上 [↗](#)
- Tier A** SEC XBRL Company Concept API — Edwards Lifesciences 通期売上・営業利益・研究開発費 [↗](#)
- Tier A** SEC XBRL Company Concept API — Intuitive Surgical 通期売上・営業利益・研究開発費 [↗](#)
- Tier A** The White House, Fact Sheet: Imposing Tariffs on Patented Pharmaceutical Products (2026-04-02) [↗](#)
- Tier A** U.S. Department of Commerce, Bureau of Industry and Security, Docket No. 250924-0160 / XRIN 0694-XC134 (FR Doc. 2025-18729) [↗](#)
- Tier A** U.S. Department of the Treasury, Daily Treasury Par Yield Curve Rates (2026 年、2026-07-31 の 10 年物) [↗](#)
- Tier A** オリンパス FY2026 決算説明会資料 / FY2027 ガイダンス [↗](#)
- Tier A** オリンパス 決算短信 (英訳) Consolidated Financial Results for the Fiscal Year Ended March 31, 2026 (IFRS) [↗](#)
- Tier A** 厚生労働省医政局 令和6年 (2024) 薬事工業生産動態統計年報の概要 II医療機器・第32表 (統計法に基づく基幹統計調査) [↗](#)
- Tier B** AdvaMed, Statement on Commerce Department Section 232 National Security Investigation (2025-09-25) [↗](#)
- Tier B** FRB H.10 / Treasury 経由 FRED BAMLC0A0CM (ICE BofA US Corporate Index Option-Adjusted Spread) [↗](#)
- Tier B** FRB H.10 / Treasury 経由 FRED DEXJPUS (Japanese Yen to U.S. Dollar Spot Exchange Rate) [↗](#)
- Tier B** FRB H.10 / Treasury 経由 FRED DEXUSEU (U.S. Dollars to Euro Spot Exchange Rate) [↗](#)
- Tier B** FRB H.10 / Treasury 経由 FRED DFF (Federal Funds Effective Rate) [↗](#)
- Tier B** FRB H.10 / Treasury 経由 FRED DGS10 (10-Year Treasury Constant Maturity Rate) [↗](#)
- Tier B** FRB H.10 / Treasury 経由 FRED DGS2 (2-Year Treasury Constant Maturity Rate) [↗](#)
- Tier B** FRB H.10 / Treasury 経由 FRED DGS30 (30-Year Treasury Constant Maturity Rate) [↗](#)
- Tier B** FRB H.10 / Treasury 経由 FRED DTWEXBGS (Nominal Broad U.S. Dollar Index) [↗](#)
- Tier B** FRB H.10 / Treasury 経由 FRED T10YIE (10-Year Breakeven Inflation Rate) [↗](#)

[Tier B](#) [MedTech Europe, Facts & Figures 2024 \(2023年データ\)](#) ↗

[Tier B](#) [MedTech Europe, Facts & Figures 2025 Graph 5 \(Expenditure on medical technology\)](#) ↗

[Tier B](#) [MedTech Europe, The European Medical Technology Industry in figures 2023 \(2022年データ\)](#) ↗

[Tier B](#) [Reuters](#) ↗

[Tier B](#) [Reuters](#) ↗

[Tier B](#) [Reuters](#) ↗

[Tier B](#) [Reuters](#) ↗

[Tier B](#) [Reuters](#) ↗

[Tier B](#) [Reuters](#) ↗

[Tier B](#) [Yahoo Finance Medtronic plc \(MDT\) 2026-07-31 引け値](#) ↗

[Tier B](#) [Yahoo Finance Medtronic plc \(MDT\) Analysis \(アナリスト EPS コンセンサス集計\)](#) ↗

[Tier B](#) [Yahoo Finance Medtronic plc \(MDT\) Key Statistics \(取引所報告の空売り残高、決済日 2026-07-15 / 2026-06-15\)](#) ↗

[Tier B](#) [Yahoo Finance Medtronic plc \(MDT\) 週次 OHLC \(5 年 262 本\) からの自前計算](#) ↗

[Tier B](#) [Yahoo Finance MiniMed Group, Inc. \(MMED\) 2026-07-31 引け値](#) ↗

[Tier B](#) [日本経済新聞 電子版](#) ↗

[Tier B](#) [日本経済新聞 電子版](#) ↗

[Tier B](#) [日本経済新聞 電子版](#) ↗

[Tier B](#) [日本経済新聞 電子版](#) ↗

[Tier B](#) [米国連邦地裁 C.D. Cal., Applied Medical Resources Corp. v. Medtronic, Inc., No. 8:23-cv-00268 docket #417 \(2026-05-08 Minutes of Post-Trial Motions\) — CourtListener / RECAP \(連邦裁判所公式記録のミラー\)](#) ↗

[Tier B](#) [米国連邦地裁 D. Mass., Patterson v. Covidien Inc., No. 1:22-cv-10153-PBS docket #233 \(2026-06-26 trial parameters 命令\) / #268 / #272 — CourtListener / RECAP \(連邦裁判所公式記録のミラー\)](#) ↗

[Tier C](#) [CNBC](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

[Tier C](#) [MedTech Dive](#) ↗

本レポートは、特定の有価証券・金融商品の売買を勧誘・推奨することを目的としたものではなく、執筆者が個人的に整理した投資調査メモを共有するものです。記載内容は作成時点で入手可能な公開情報に基づいていますが、情報の正確性・完全性・適時性について保証するものではありません。

投資判断はすべて読者ご自身の責任において行ってください。本レポートの利用により生じたいかなる損害についても、執筆者は一切の責任を負いません。為替変動・流動性低下・規制変更・地政学的事象などにより、想定外のリスクが顕在化する可能性があります。

記載される目標株価・損切ライン・タイムホライズン等は、公開時点での執筆者の見解であり、将来の運用成果を保証するものではありません。過去のパフォーマンスは将来のリターンを示唆するものではありません。