

## 中小型株式マンスリープラス 2024 年 10 月号

企業調査部・グローバルテクノロジー調査室

## 【国内株式の注目銘柄】

**2150：ケアネット**

吉田 正夫

P.5

新サービス普及による収益拡大を予想

**2170：リンクアンドモチベーション**

摩嶋 竜生

P.26

コンサル・クラウド事業が拡大へ

**2811：カゴメ**

荒木 健次

P.33

国際事業の長期的な成長を期待

**3007：物語（エフエム）**

細 克己

P.38

積極出店により中長期での収益拡大が見込まれる

**3569：セーレン**

中原 周一

P.43

クオーレ好調で 25/3 期も最高益更新へ、株主還元強化も

**5192：三ツ星ベルト**

朽原 悠太

P.58

国内自動車向けベルトの回復を想定

**6278：ユニオンツール**

大平 光行

P.66

ULF コートドリルの需要増で 25/12 期は過去最高益予想

**6750：エレコム**

萩原 幸一朗

P.72

円安の修正により来期の輸入コスト低減に期待

**7809：壽屋**

福田 聡一郎

P.77

プラモデル・北米拡大による利益成長に期待

本レポートで取り上げた銘柄の解説は、10 月 9 日（水）より東海東京 TV にてご視聴できる予定です。

<http://www.tokaitokyo.co.jp/tv>

このレポートは、投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図とするものではありません。投資の決定は、ご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。  
このレポートのご利用に関しては、末尾の開示事項の記載もご覧ください。

## 【国内株式の注目銘柄】

### 【2150】 ケアネット～新サービス普及による収益拡大を予想

- インターネットで医師会員向けに情報提供を行う e デイテールでエムスリーに次ぐ国内 2 番手。KOL (Key Opinion Leader) の医師との強固な関係を強みとする。
- 弊社では 24/12 期業績を売上高 112 億円 (前年比 9%増)、営業利益 22 億円 (同 9%減) と予想。上期 (1-6 月) は積極的な採用による人件費増で大幅な減益となったが、下期 (7-12 月) は製薬企業の予算圧縮による競合からのシフトによる同社サービス拡大などで増益に転じるとみている。
- 25/12 期業績に関しては売上高 126 億円 (前年比 13%増)、営業利益 26.5 億円 (同 21%増) と予想。前期の先行投資影響の緩和、KOL との関係性を生かした製薬企業向け新サービスの本格化が増収増益に大きく貢献する見通しである。
- 目標株価 850 円は 25/12 期弊社予想 EPS40.4 円に 2023 年 4 月からの中位 PER21 倍を乗じて算出。レーティングは Outperform とする。

(シニアアナリスト 吉田 正夫)

株価：629円 (9/30)



### 【2170】 クラウド・コンサルティング・アウトソーシング～クラウド事業が成長を牽引

- 事業内容は、①組織開発・コンサル (コンサル・クラウド IR 支援)、②個人開発・vision (キャリア・スクール、学習)、③マーケティング・divis (AI 活用、教材紹介) 等。
- 24/12 期 2Q 累計 (1~6 月) の業績 (IFRS) は、売上収益が 180 億円 (前年比 7.7%増)、営業利益が 27 億円 (同 20.5%増)。注力事業のコンサル・クラウド事業が成長を牽引。
- 24/12 期通期の弊社予想は、売上収益が 372 億円 (前年比 9.5%増)、営業利益が 56 億円 (同 21.1%増)、コンサル・クラウド事業の下期の拡大による増収増益を見込む。
- バリュエーションは、同社の過去一年間の平均 PER 等を参考に算出。目標株価は、24/12 期の弊社予想 EPS31.7 円に PER27.0 倍を適用し 860 円。レーティングは Outperform。

(シニアアナリスト 摩嶋 竜生)

株価：32円 (9/30)

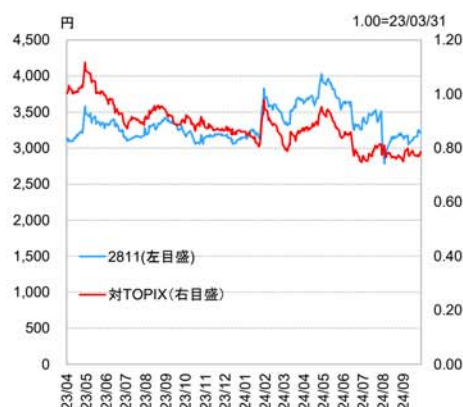


### 【2811】 カゴメ～国際事業の長期的な成長を期待

- トマト加工品の国内最大手。
- 24/12 期 2Q 累計 (1-6 月) 決算 (IFRS) は、売上収益 1,482 億円、前年比 40.7%増、事業利益 161 億円、同 81.9%増。二桁増収は Ingomar 社の連結子会社化が主因、事業二桁増益は Ingomar 社の連結子会社化に加え、価格改定等が寄与。
- 24/12 期弊社予想は、売上収益 2,964 億円、前年比 31.9%増、事業利益 307 億円、同 57.5%増を見込む。会社通期計画に対して売上収益は概ね会社計画水準も事業利益は超過を予想する。注目点は Ingomar 社の連結子会社化の影響だが、同社の会計基準が IFRS であることから、PL へのテクニカル的な影響には注意が必要だ。
- Ingomar 社の連結子会社化は、海外へ新たな活路を求めて大きな舵取りを行ったと考え、今後の成長を期待したい。
- 目標株価 5,510 円は、弊社 5 カ年業績予想に基づく DCF により算出。レーティングは Outperform を継続する。

(シニアアナリスト 荒木 健次)

株価：3,208円 (9/30)





## 【国内株式の注目銘柄】

### 【3097】物語コーポレーション～積極出店により中長期での収益拡大が見込まれる

- ・テーブルバイキング方式（席で注文する食べ放題システム）の「焼肉きんぐ」を主力に、ラーメン、しゃぶしゃぶなどのレストランを全国展開。直営と FC で郊外に出店。24 年 6 月末の総店舗数は 720 店舗。
- ・24/6 期業績は売上高 1,071 億円（前年比 16.1%増）、営業利益 81 億円（同 13.3%増）と増収増益を達成。直営店の既存店売上高が前年比 8.1%増と好調であった。
- ・弊社は 25/6 期業績を売上高 1,228 億円（前年比 14.7%増）、営業利益 98 億円（同 20.3%増）と前年比二桁の増収増益を予想。全事業で 90 店舗超の積極出店を予想。新規出店効果や「焼肉きんぐ」、「丸源ラーメン」、「ゆず庵」の認知度の高まりなどにより顧客数増加が見込まれる。新業態は「焼きたてのかるび」のフォーマットが固まり積極出店の見通し。
- ・目標株価は 4,770 円、レーティングは積極出店により中長期での収益拡大が見込まれることから、Outperform とする。  
（シニアアナリスト 細井 克己）

株価：3,890円（9/30）



出所：QUICK より弊社作成

### 【3569】モーレックコーポレーションで24/3期も高益新へ、株主還元強化も

- ・同社は繊維事業に源流を持ち、車輪資材、エレクトロニクス、環境・生活資材、ディカ等にも事業展開している。車輪資材は主力製品「グー」は軽量で高い耐久性を実現した革工皮革。動物愛護の観点から本年からの変更を期待。
- ・24/3 期の営業利益は前年比 9.6%増益の 141 億円と 3 年連続で過去最高を更新。車輪資材事業も増収増益。
- ・25/3 期の営業利益を前年比 19.2%増の 168 億円と予想。主力の車輪資材事業の売上高を前年比 18.5%増の 1,113 億円、営業利益を同 26.8%増の 136 億円と予想する。1Q 営業利益は前年比 41.5%増の 41 億円、車輪資材事業の 1Q の営業利益は同 59.5%増の 34 億円と好調な決算であった。
- ・目標株価は、25/3 期の弊社予想 EPS248 円に対して PER15 倍（東証プライム平均並み）を適用し 3,720 円。レーティングは Outperform。

株価：3,702円（9/30）



出所：QUICK より弊社作成

### 【5192】三ツ星ベルト～国内自動車向けベルトの回復を想定

- ・同社は自動車や一般産業向けに伝動ベルトを製造販売する企業である。
- ・25/3 期 1Q（4-6 月）の売上高は前年比 9.2%増の 224.4 億円、営業利益は同 21.5%減の 15.9 億円であった。国内ベルト、海外ベルトともに自動車部品分野の売上が好調だった。連結子会社の事業整理に伴う費用計上や在庫未実現利益の消去の増加などの要因により減益となった。
- ・弊社は、2Q 以降は事業整理や在庫未実現利益の消去額の増加といった一時的要因がなくなると予想する。25/3 期の営業利益は同 14.7%増の 89.0 億円。1Q に引き続き自動車部品分野の好調な販売を想定する。特に下期からの国内自動車生産台数の回復を予想する。
- ・今回の目標株価は 25/3 期 EV/EBITDA 倍率にて、23/3 期から 24 年 9 月 6 日までの高値平均 8.2 倍を適用した。弊社では目標株価を 4,850 円とし、レーティングは Outperform。  
（アナリスト 朽原 悠太）

株価：3,975円（9/30）



出所：QUICK より弊社作成

出所：業績実績は会社資料、業績予想および株価関連データは弊社作成

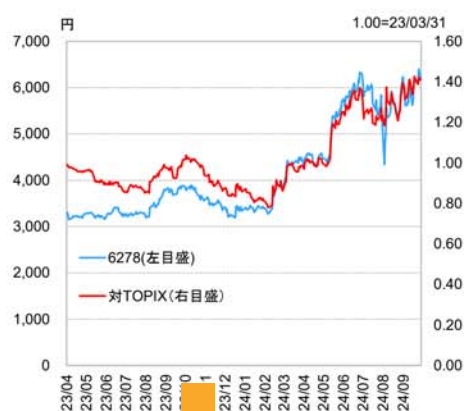


## 【国内株式の注目銘柄】

### 【6278】ユニオンツール～ULF コートドリルの需要増で 25/12 期は過去最高益予想

- 半導体パッケージやプリント基板などに通電用の穴をあける PCB ドリルのトップメーカー。特に、ULF コートドリルと呼ばれるコーティングドリルに強みがある。
- 弊社では、目標株価を 7,270 円とし、レーティングは「Outperform」としている。その理由は、①生成 AI 関連向けの需要環境に大きな変化はなく、25/12 期も ULF コートドリルの販売本数が増加すると想定、②会社計画に対する上振れ期待がある（会社計画の前提為替レートは 130 円/ドル）、③弊社では、25/12 期営業利益を 100 億円（前年比 28.2% 増）と予想、大幅増益ということだけでなく、過去最高営業利益（従来は 06/11 期 82 億円）を更新すると予想、などが挙げられる。
- リスク要因は、①生成 AI 関連の生産動向、②PCB ドリルの競合メーカーによるコーティングドリルの開発、③PCB ドリルの競合になるレーザー機器の開発、などが挙げられよう。（シニアアナリスト 太平 光行）

株価：6,150円（9/30）



出所：QUICK より弊社作成

### 【6750】ユニコン～円安の修正により前期の輸入コストが低減に期待

- PC 周辺機器のファブrikator。注文生産を 100% 委託するメーカー。キーボード、マウス、マウス垫など強み。
- 25/3 期 Q4(4-6 月)は、モバイルバッテリーや高速充電対応 AC アダプタなどのハイテクデバイス関連と、買収効果があった家電が増収となり、全社でも前年比 5% 増収となった。
- 円安に伴う輸入原価高騰を値上げでカバーし、売上総利益は増益を確保したものの、人件費の増加を吸収できずに Q1 の営業利益は同 25% 減益となった。
- 25/3 期の営業利益は会社計画 134 億円を下回る 128 億円（前年比 3% 増益）を予想する。26/3 期以降は行き過ぎた円安の修正により輸入コストが低減されることから、利益延伸を予想している。
- 25/3 期弊社予想 EPS117.5 円に PER16 倍を適用し、目標株価は 1,900 円、レーティングは Outperform。

株価：1,451円（9/30）



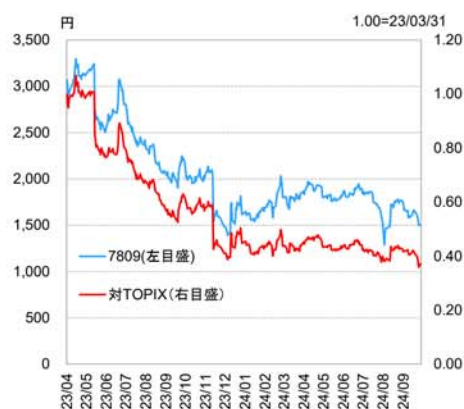
出所：QUICK より弊社作成

（シニアアナリスト 萩原 幸一郎）

### 【7809】壽屋～プラモデル・北米拡大による利益成長に期待

- フィギュア・プラモデルを中心としたホビーメーカー大手で、国内外の卸売と、直営店舗での小売も手掛ける。
- 24/6 期 Q4(4-6 月)営業利益は、苦戦してきたプラモデル、北米売上、アジア売上が増収に転じ、小売事業も 2 桁増収となったため、前年比大幅増益。
- 25/6 期会社計画は、売上高が同 3.8% 増の 170 億円、営業利益が同 2.6% 増の 17 億円と、V 字回復は想定していないものの、国内プラモデル売上、北米売上の回復を想定。弊社では、プラモデル売上、小売事業好調を想定、会社計画は保守的と判断し、営業利益を 18.7 億円と予想。
- 会社側は、海外展開・EC 強化に積極姿勢。海外売上が再度成長軌道に回帰できれば、バリュエーション面の改善も期待されよう。
- 25/6 期弊社調整 EPS 予想 163.5 円に PER16 倍を適用し、目標株価は 2,620 円、レーティングは Outperform。

株価：1,499円（9/30）



出所：QUICK より弊社作成

（シニアアナリスト 福田 聡一郎）

出所：業績実績は会社資料、業績予想および株価関連データは弊社作成

## ケアネット(2150)

新規 OP:影響力のある医師との強固な関係を高く評価

目標株価 850 円、レーティングは新規 Outperform とする

ケアネットはインターネットで医師会員向けに情報提供を行う e ディテールでエムスリーに次ぐ国内 2 番手（シェア 1 割強と弊社推定）である。国内初の医学教育テレビ局として創業し、教育番組制作を通じて講師の KOL（Key Opinion Leader）の医師との強固な関係を有する。弊社では、①KOL との関係を生かした新サービス開始による収益拡大、②製薬企業の予算圧縮による同社既存サービスのシェア拡大、③CSO（Contract Sales Organization、医薬品営業支援）子会社とのシナジー発現、を想定し目標株価 850 円、レーティングは新規 Outperform とする。

目標株価は 24/12 期会社予想 EPS 40.4 円を 2023 年 7 月から 1 年間で 21 倍を算出した。25/12 期は先行投資影響の緩和で 2 割超の利益成長が見込まれ、24/12 期 P/E 17 倍より大きく改善する見込みである。

リサーチ会員などによる信用評価低下、想定以下市場での CSO 子会社におけるコントラクト MR の稼働率低迷などである。

プロモーション規制強化のなかで新サービス普及による収益拡大を予想

同社は製薬企業の MR とターゲット医師との関係構築を支援するエンゲージメントサービスを試験的に開始している。複数案件を受注し、25/12 期から本格展開する計画である。弊社ではプロモーション規制と医師の働き方改革による面談機会減少のなか新サービス普及での収益拡大を予想する。また、同社は CSO 子会社でコントラクト MR の積極採用と医師会員データに基づいた育成を進めており、今後は地方展開の強みとエンゲージメントサービスを突破口にアウトソーシング需要を積極的に取り込むと考えている。

営業利益は 24/12 期に前年比 9%減、25/12 期に同 21%増と予想する

弊社では同社営業利益を 24/12 期に前年比 9%減、25/12 期に同 21%増と予想する。24/12 期は CSO 子会社におけるコントラクト MR の採用増などの先行投資によって減益となるが、25/12 期以降に関してはこうした先行投資影響の緩和とサービス拡大が増益に大きく貢献する見通しである。

図表1: 連結業績と株価バリュエーション

決算期	売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS	DPS	PER	PBR
	百万円	前年比%	百万円	前年比%	百万円	前年比%	百万円	前年比%	円	円	倍	倍
22/12	9,328	16.5	2,852	12.6	2,894	13.2	1,848	14.8	41.7	6.0	26.5	4.94
23/12	10,236	9.7	2,429	-14.8	2,467	-14.8	1,511	-18.2	33.9	12.0	32.4	4.35
24/12 予	11,200	9.4	2,200	-9.4	2,200	-10.8	1,500	-0.7	33.7	12.0	19.8	2.43
会予	11,600	13.3	2,200	-9.4	2,200	-10.8	1,500	-0.7	33.7	12.0	19.8	
25/12 予	12,600	12.5	2,650	20.5	2,650	20.5	1,800	20.0	40.4	14.0	16.5	2.22
26/12 予	14,100	11.9	3,200	20.8	3,200	20.8	2,180	21.1	48.9	17.0	13.6	2.01

注: 予は弊社予想、会予は会社計画、EPSは24/6期末発行済株式数（自己株除く）で算出、過去株価は期末終値

出所: 会社資料、予は弊社予想

レーティング

Outperform

目標株価(円)

850

上場市場

東証プライム

株価(8/27、円)

666

時価総額(十億円)

29.7

株式数(百万株)

24/6 期 44.6

24/12 期予(%)

ROE

12.8

自己資本比率

80.5

配当利回り

1.8

注: 株価は自己株除く発行済株式数

株価パフォーマンス



出所: QUICKより弊社作成

シニアアナリスト

吉田 正夫



図表2：ケアネットの連結業績、株価バリュエーション、株価変動シナリオ、大株主の所有株構成比

年度	2023 2023/12	2024予 2024/12	2025予 2025/12	2026予 2026/12	株価(8/27、円) 52週高安(円)	666 1,149 ~ 405
<strong>損益計算書(十億円)</strong>					<strong>目標株価(円)</strong> 850	
売上高	10.2	11.2	12.6	14.1	1. 25/12期予想EPS40.4円に2023年4月以降の中位PER21倍を乗じて算出	
営業利益	2.4	2.2	2.7	3.2	2. 医師との面談アレンジを突破口にeディテール、CMRサービスが収益を牽引	
EBITDA	2.7	2.5	2.9	3.5	3. 高額な他社サービスからの同社サービスへのシフト	
経常利益	2.5	2.2	2.7	3.2	<strong>アップサイド・シナリオ(円)</strong> 1,210	
当期利益	1.5	1.5	1.8	2.2	1. 25/12期予想EPS40.4円に2023年4月以降の高位PER30倍を乗じて算出	
EPS(円)	33.9	33.7	40.4	48.9	2. 未知の感染症が流行した場合の医薬品情報ニーズの拡大	
1株配当金(円)	12.0	12.0	14.0	17.0	3. シードインキュベーション事業における国内未承認薬導入ビジネスの成功	
BPS(円)	252.2	273.8	300.2	332.2	<strong>ダウンサイド・シナリオ(円)</strong> 440	
<strong>前年比及び収益性(%)</strong>					1. 25/12期予想EPS40.4円に2023年4月以降の低位PER11倍を乗じて算出	
売上高前年比	9.7	9.4	12.5	11.9	2. 競合激化によるeディテールサービス価格の下落	
営業利益前年比	-14.8	-9.4	20.5	20.8	3. 製薬企業によるeディテールの内製化	
売上総利益率	63.4	61.2	61.5	62.1	<strong>大株主の所有株構成比(24/6期末)</strong> 単位:%	
営業利益率	23.7	19.6	21.0	22.7	1. MIJヘルスケア・プラットフォーム事業有限責任会社 15.0	
EBITDA率	24.1	21.9	22.9	24.1	2. THE BAKER NEW MELLON 0040 9.3	
実効税率	24.1	19.6	21.0	22.7	3. 日本マスタートラスト信託銀行(信託) 9.1	
<strong>貸借対当表(十億円)</strong>					4. アステラス 6.1	
現金及び同等物	8.9	9.7	10.7	11.9	5. 東京海上日動火災保険 5.0	
有価証券・受取手形	2.5	2.8	3.1	3.5	6. ケーエー 2.4	
流動資産合計	11.8	12.9	14.3	15.9	7. 日本カネミ銀行(株) 2.3	
有形固定資産	0.2	0.2	0.2	0.2	8. バイタル・システムズ 2.3	
資産合計	14.2	15.2	16.4	17.8	9. 大野テック 2.0	
買掛金・支払手形	0.2	0.2	0.2	0.2	10. 藤井興業 1.6	
短期借入金	0.0	0.0	0.0	0.0	※ 外国人持株比率(23/12期末) 23.6	
流動負債合計	2.4	2.5	2.5	2.5		
長期借入金	0.1	0.1	0.1	0.1		
純資産	11.5	12.5	13.6	15.1		
<strong>キャッシュフロー分析(十億円)</strong>					<strong>部門別売上高及び営業利益</strong> 単位:十億円	
営業キャッシュフロー	1.7	1.4	1.7	2.1	部門/期	2023 2024予 2025予 2026予
当期利益	1.5	1.5	1.8	2.2	売上高	10.2 11.2 12.6 14.1
減価償却費	0.1	0.1	0.1	0.1	医薬DX	9.2 9.9 11.1 12.4
投資キャッシュフロー	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	メディカルプラットフォーム	1.1 1.3 1.5 1.7
フリーキャッシュフロー	1.3	1.4	1.7	2.0	営業利益	2.4 2.2 2.7 3.2
財務キャッシュフロー	-0.3	-0.5	-0.6	-0.8	医薬DX	3.9 3.8 4.2 4.7
資金の純増減額	1.0	0.8	1.0	1.2	メディカルプラットフォーム	0.3 0.3 0.4 0.4
<strong>株価バリュエーション</strong>					調整額	-1.8 -1.9 -1.9 -1.9
PER(倍)	32.4	19.8	16.5	13.6		
PBR(倍)	4.3	2.4	2.2	2.0		
EV/ EBITDA(倍)	14.9	8.2	6.6	5.2		
配当利回り(%)	1.1	1.8	2.1	2.6		
自己資本比率(%)	79.3	80.5	81.8	83.2		
ROE(%)	14.2	12.8	14.1	15.5		
DELシオ(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0		

注：予想EPSは24/6期末発行済株式数(自己株除く)で算出、過去株価は期末終値  
出所：Bloombergより弊社作成、予は弊社予想

1. 会社概要

(1) 沿革：国内初の医学教育テレビ局として創業し、医療コンテンツの集積とともにサービスを拡大させてきた

ケアネットはインターネットで医師会員向けに情報提供を行う e ディテールでエムスリーに次ぐ国内 2 番手（シェア 1 割強と弊社推定）である。ボストンコンサルティング・グループでヘルスケアチームリーダーを経て、医療法人の経営支援を行っていた大野元泰氏（現・取締役会長）が、日本の医療が欧米に比べて分散型で非効率であることを危惧し、ネットワーク化することでこれを改善すべく起業に至った（社名はヘルスケアネットワークを短縮化したもの）。

同社は 1996 年に国内初の医学教育テレビ局として創業し、1998 年に SKY PerfecTV!にて「ケアネット TV・メディカル Ch.」を開局した。エムスリー（2413）が医師会員向け e ディテールを開始した翌年の 2001 年に医薬ネットプロモーション「e ディテリング」のサービスを開始。2004 年に「ケアネット TV・メディカル Ch.」にて放映した番組を DVD 化した「ケアネット DVD」の販売を開始し、医療コンテンツを蓄積してきた。

2011 年には「ケアネット TV・メディカル Ch.」を閉局し、インターネットによる動画配信サービス「CareNet オンデマンド」を開始するとともにビジネスの軸足をインターネット中心のサービスに切り替え、医師会員向けサービスとして、サービスを拡大してきた（表 3）。

医師会員数に関して、2016 年 13 万人程度だったが、2021 年にはポイントカードの普及により、18 万人に拡大し、2024 年 6 月時点では 20 万人、国内医師数 34 万人のうち 60% まで普及している。

図表 3: 沿革

年	概要
1996年	医療情報提供サービスを目的としてケアネットが設立される
1998年	SKY PerfecTV ! にて「ケアネットTV・メディカルCh.」を開局
2000年	医師・医療従事者向け会員制サイト「クラブ・ケアネット（2004年にケアネット・ドットコムにリニューアル）」をネット上に開設
2001年	インターネットによる医薬営業支援システム「eディテリング」サービスを開始
2004年	「ケアネットTV・メディカルCh.」にて放映した番組をDVD化した「ケアネットDVD」の販売を開始
2007年	東京証券取引所マザーズ市場に株式を上場
2011年	「ケアネットTV・メディカルCh.」閉局、インターネットによる動画配信サービス「CareNetオンデマンド」開始
2013年	開業医向け医療情報・動画サイト「CareNeTV」としてサービスを開始
2022年	SMO（治験施設支援）企業のYMGサポートを子会社化 CSO（医薬品営業支援）企業のコアヒューマンを子会社化 CRO（治験支援）企業のクレイスを子会社化
2023年	医療機関向けコンサルティングを行うメディカルクリエイトと院内物流業務受託を行うDALIを傘下に持つバリューネクストを買収 東京証券取引所プライム市場に区分変更

出所：有価証券報告書等より弊社作成

## (2) ビジネスモデル：民放テレビと NHK 教育テレビの双方に似た側面を有する

同社は医師・医療従事者に対し、インターネットを通じて医薬品・医療情報の提供を行うと同時に製薬企業のマーケティング活動を支援している。具体的には、医薬 DX 事業とメディカルプラットフォーム事業という 2 つのセグメントを有し、医薬 DX 事業では視聴者である医師に対して無料で医薬品情報（e ディテール）を提供し、スポンサーである製薬企業から広告収入を受け取る一方、メディカルプラットフォーム事業では医師・医療従事者に有料で医療教育コンテンツを提供している。テレビ局に例えると、医薬 DX 事業は民放テレビ、メディカルプラットフォーム事業は NHK 教育テレビのような特徴を有する。

以下は各セグメントの概要である。

**医薬 DX 事業：23/12 期売上高構成比 90%、営業利益構成比 94%**

主力の医薬 DX 事業では、製薬企業に代わって情報提供を行う e プロモーション事業と新規事業を運営している。

e プロモーション事業では、医療情報専門サイト「CareNet.com」で動画やテキストによる医薬情報をターゲット医師に配信する「MRP」や医師の集客・エンゲージを行う Web 講演会、医薬品情報のコンテンツ制作、などを行っている。新規事業では、2022 年に買収した子会社で CSO（医薬品営業支援）、CRO（治験支援）、SMO（治験施設支援）、データ関連などのサービスを提供している。e プロモーション事業に関しては、収益が非常に高く、利益の大半を生み出している。

**メディカルプラットフォーム事業：同売上高構成比 10%、営業利益構成比 6%**

メディカルプラットフォーム事業では医師・医療従事者に対し、インターネットによる動画配信サービス「CareNeTV」（月額 5,500 円で見放題）や DVD などの教育コンテンツの販売や医師向け求人サイトの運営を行っている。また、新規事業では、経営コンサル・ヘルスデータサイエンスなどの事業を育成中であり、M&A を軸に成長を目指している（図表 4）。

図表 4：23/12 期のセグメント別売上収益、営業利益（百万円）と構成比

セグメント	売上高	構成比	営業利益	構成比	内容
医薬DX	9,179	90%	3,941	94%	製薬企業の営業活動を支援する
eプロモーション	7,500	73%	-	-	インターネットで動画やテキストによる医薬情報コンテンツを医師会員に提供する。Web講演会で医師会員にライブ配信する
新規事業	1,700	17%	-	-	CSO（医薬品営業支援）、CRO（治験支援）、SMO（治験施設支援）、データ関連などのサービスを提供
メディカルプラットフォーム	1,057	10%	264	6%	医師・医療従事者に医療教育コンテンツを有料で提供している
教育/人材	1,000	10%	-	-	「CareNeTV」（見放題5,500円/月）やDVDの販売、医師向け求人サイトの運営
新規事業	0	0%	-	-	経営コンサル・ヘルスデータサイエンスなどを行う
調整前合計	10,236	100%	4,206	100%	-
調整額	0		-1,777		-
合計	10,236	100%	2,429	100%	-

出所：決算説明資料より弊社作成



### (3) 業界内におけるポジション：eディテールでエムスリーに次ぐ国内2番手の市場シェア1割強を有する

同社は製薬企業に代わって医師会員向けに情報提供を行う e ディテール市場（上場企業 3 社の 2023 年度売上高は 615 億円と推定）において、エムスリー（弊社推定 81%）に次ぐ 2 番手のシェア（同 12%）を有する（図表 5）。

エムスリーがポイント付与などで先行して多くの医師会員を獲得し、早期に高価格の料金体系を形成して売上収益を大きく拡大させてきたことで市場シェアは引き離されているが、KOL とのつながりの強さや、医学教育テレビとして創業して以来数多くの教育コンテンツを蓄積してきたことなどで製薬企業からはセカンドソースとして独自のポジションを確立している。

図表 5:e ディテール市場(上場企業 3 社の集計)における各社シェア

	2150 ケアネット 23/12期	2413 エムスリー 24/3期	6095 メドピア 23/9期	医師向け情報サービス 3社合計
eディテール売上高（百万円）	7,500	50,000	4,000	61,500
市場シェア	12%	81%	7%	100%
取引製薬企業数（社）	70	70	54	国内70社
1社あたり売上高（百万円）	107	714	74	
国内医師数（24/6期末）	3.2万人	3.2万人	3.2万人	国内3.2万人（12末）
国内医師カバー率	68%	96%	6%	-

出所：各社決算・公開資料、取引企業数と 1 社あたり売上高は弊社推定

### (4) 差別化要素：教育メディアとしてのブランドの確立、KOL との強いつながり、専門医のカバー率の高さ

#### 医療従事者向け教育メディアとしてのブランドを確立している

同社は創業以来、20 年以上の医療教育番組制作実績を有し、国内最大級の医療従事者向け教育メディアとしてのブランドを確立している。インターネットで配信されている番組は 2,000 番組以上あり、毎月 10 本程度の新作番組が更新されている。糖尿病などの生活習慣病から希少疾患などの専門領域まで幅広く網羅し、医療現場での治療戦略の解説動画、スキルアップのための手技動画、専門医試験対策講座、などのコンテンツを数多く揃えている。

同社は医師会員向け情報サービス企業のなかで唯一、有料によるオンデマンドの動画配信と DVD の販売を行っており、同社 CareNeTV（23/12 期売上高は 3.9 億円）の有料会員数は 6,481 名（2024 年 6 月末時点）となっている。同社制作のコンテンツは、プロモーション規制で情報が限定的な競合のスポンサード・コンテンツ（制作主体が製薬企業）と比べ、その領域を代表する KOL の医師の独自の考え方が反映された内容となっていることで有料視聴者を獲得しているとみられる（図表 6）。

図表 6: 医師会員向け情報サービス各社のコンテンツの比較

	2150 ケアネット		2413 エムスリー	6095 メドピア
コンテンツ	オンデマンドの動画配信 DVD	製薬企業のWebコンテンツ など	製薬企業のWebコンテンツ など	製薬企業のWebコンテンツ など
制作主体	ケアネット・KOL	製薬企業	製薬企業	製薬企業
内容	KOL独自の考え方などが盛り 込まれた専門性の高い内容	プロモーション規制で添付文 書以外の情報は限定的	プロモーション規制で添付文 書以外の情報は限定的	プロモーション規制で添付文 書以外の情報は限定的
視聴料金	有料 CareNeTVは月額5,500円	無料	無料	無料
出演医師のインセンティブ	高い	低い	低い	低い
医療機関内での推奨度合い	高い	低い	低い	低い

出所：会社資料、各社への取材により弊社作成

## コンテンツ制作を通じて KOL との強いつながりを有する

同社は CareNeTV の番組制作のほか、無料で視聴できる CareNet.com において年間 3,000 を超える医学記事の作成・配信を行っている。こうしたコンテンツ作成のために常時 KOL と接触している。KOL の医師にとって CareNeTV に出演することは、他の医師への影響力を示せることが動機になっており、当該医師が勤務している医療機関にとっても、自分の病院の知名度向上や他の医療機関の医師の自己研鑽にもつながるため、医師の出演を推奨しているようである。

## 専門医のカバー率が高い

同社の国内医師会員のカバー率は 68%（2024 年 6 月時点）となっているが、治療薬との関連性の高い専門診療科別でみると、循環器内科で 83.4%、呼吸器内科で 81.0%、血液内科で 86.5%、膠原病・リウマチ科で 80.6%（2022 年末時点、同社調べ）となっており、専門医のカバー率は比較的高い。同社は全ての医師会員から視聴履歴について製薬企業への開示の承諾を得ており、こうしたデータを分析・提供することで製薬企業からの受注獲得につなげている。

## 2. 目次

### (1) 既存サービスでのシェア拡大・新サービスの開発による e プロモーション事業の収益拡大

同社では、国内最大の医師向け DX 事業における e プロモーションサービスの拡大が今後の収益に大きく貢献するとみている。同社の e プロモーション売上高は、製薬企業の Web 講演会の内装化の影響などで 23/12 期に前年比 11%減の 75 億円となったが、弊社では 24/12 期は既存サービスのシェア拡大で前年比 5%増の 79 億円、それ以降に関しては新サービスの拡大が加わり 25/12 期に同 11%増の 88 億円、26/12 期に同 11%増の 98 億円に達すると予想している（図表 7）。

図表 7: ケアネットの e プロモーション売上高(百万円)



出所: 会社資料より弊社作成・一部弊社推定、予は弊社予想



## 既存サービスでのシェア拡大

足元では製薬企業が研究開発費捻出のため、研究開発費以外の販管費の予算を抑制する方針を強めている。なかでもコロナ禍においてマーケティング分野で試験的に採用されていた一部の高額な新サービスに関しては、予算配分を縮小する方向にあるとみられる。

競合のエムスリーが先行者メリットを生かして基本料金（1億円弱）をベースにパッケージで高価格の料金体系構築に成功したのに対し、同社はこうした戦略を採ることができず、個別ごとのサービスを低価格で提供しているとみられる。弊社では、一部製薬企業が予算配分縮小のなかで同社サービスにシフトするものとみている。同社のサービス価格に関しては、エムスリーとの利益率の差（図表 8）や 1 社あたり売上高（前掲の図表 5）などから、大きな開きがあると弊社では考えている。また、同社はエムスリーのようなパッケージ型ではないため、サービス毎に利用できるメリットを生かしてシェアを拡大させると予想する。

図表 8: 医薬 DX 各社の医師プラットフォーム事業の売上収益/売上高と営業利益

	エムスリー 23/12 連結累計 売上高	エムスリー 24/3 期中 売上高	エムスリー 23/9 連結累計 売上高
売上収益	10,230	9,614	11,797
営業利益	2,429	1,626	2,400
営業利益率	23.7%	16.8%	20.3%

注) エムスリーの売上収益と営業利益はセグメント間取引と全社費用控除前の数字だが、影響は軽微  
ケアネットは売上高の8割以上が医師プラットフォームビジネスのため、連結業績の数字を使用  
メディアの集合知プラットフォーム事業はCSO子会社MIフォース（売上高62億円）を含む  
メディアはセグメント配賦前の全社費用（13.8億円）控除前の数字

出所: 会社資料

## 新サービスの開始

同社は 24/12 期から製薬企業の MR とターゲット医師との関係構築を支援するエンゲージメントサービスを試験的に開始している。エンゲージメントサービスは、CareNeTV と CareNet.com におけるコンテンツ制作で常時接触している KOL や専門医とのつながりの深さと、自社が有するデータベースを武器に、MR が会えない医師の特性についての調査分析と分析結果に基づいたアプローチ方法の提供を行うサービスである。エンゲージメントサービスの売上高計画などの詳細は現時点で非開示となっているが、コンサルティングによる収益性の高いビジネスと弊社ではみている。

製薬企業では、2014 年のディオバン事件（ノバルティス社員が論文作成の不正関与で逮捕される）、2021 年の三重大病院汚職事件（小野薬品工業(4528)から賄賂を受け取った罪で元教授が有罪判決）以降自主規制が強化され、MR 活動が抑制されている。2024 年 4 月からは「医師の働き方改革」で医師の残業時間が制限されていることで、面談機会がより一層抑制されているもようである。こうしたなかで新薬の採用拡大と早期の収益回収を狙う製薬企業への採用拡大が進むと弊社では予想している。

## (2) CSO 子会社とのシナジー発現によるサービス拡大

弊社では、同社が 2022 年末付で子会社化したコアヒューマン（現・ケアネットパートナーズ、買収時の年間売上高約 10 億円、営業損失 0.6 億円、取得価額 4.1 億円、のれん 3.4 億円）との連携でサービスを拡大させるとみている。ケアネットパートナーズは、製薬企業や大手 CSO が手薄となっている地方でのアウトソーシング需要の取り込みで差別化を図っている中堅 CSO である。買収当時の従業員数は 80 名程度の会社だったが、積極採用によって足元では 120 名程度まで規模が拡大している。

同社はケアネットパートナーズが有する地方のコントラクト MR のエリア配置での機動性と、同社が有する医師会員データに基づく情報提供能力を融合することで、リアルとインターネットのハイブリッドモデルの確立を目指している。同社はさまざまな実証実験を経て 24/12 期から本格展開を計画している。弊社ではケアネットパートナーズを含む新事業の売上高を 24/12 期に前年比 18% 増の 20 億円、25/12 期に同 15% 増の 23 億円、26/12 期に同 13% 増の 26 億円と予想している（図表 9）。

図表 9 ケアネットの医師会員データと新事業の売上高（億円）

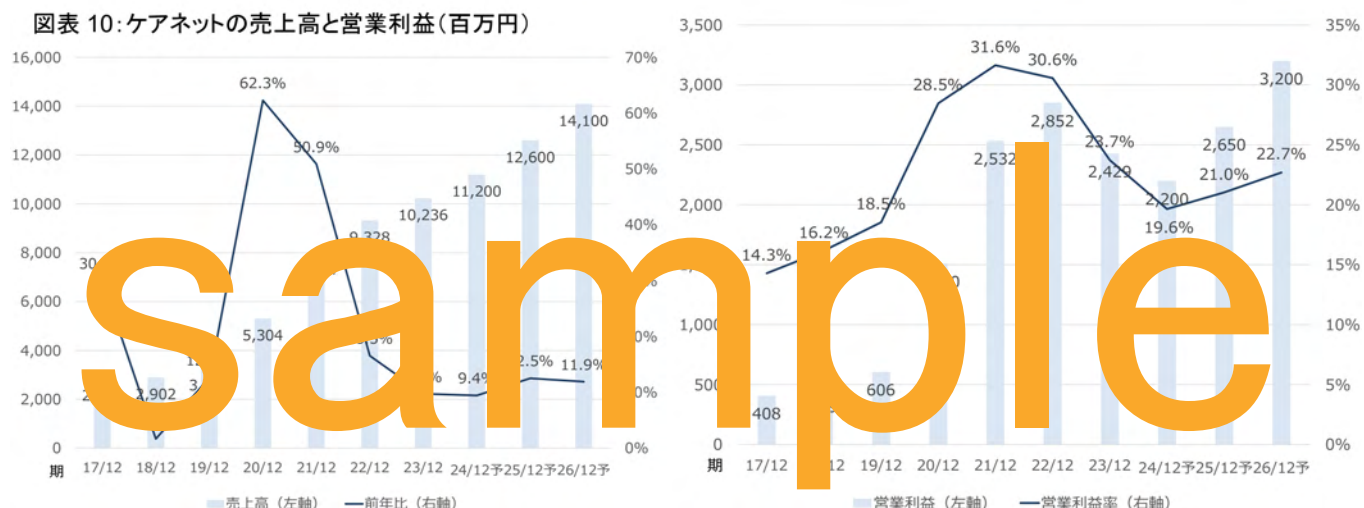


出所: 会社資料より弊社推定、予は弊社予想



### 3. 業績動向

同社の業績は、これまで医師会員数増を背景にした e ディテールによる製薬企業からの広告収入増と CareNeTV の有料会員数増によって拡大してきた。20/12 期以降は、新型コロナウイルス感染症流行による製薬企業の DX 化の加速によって大幅な増収増益となり、22/12 期は過去最高の営業利益 28.5 億円を記録した。その後は Web 講演会を中心としたコロナ関連特需の減少によるサービスミックスの悪化などによって営業利益は減少し、24/12 期は先行投資によって 2 期連続の減益と本格化などにより再び増益基調に回帰するとみている（図表 10）。



出所：会社資料より弊社作成、予は弊社予想

24/12 期 2Q (4-6 月) 業績は、売上高 24.8 億円 (前年比 0.2%減)、営業利益 4.4 億円 (同 27.0%減) となった (図表 11)。売上高に関しては、メディカルプラットフォーム事業 (同 12.6%増) におけるメディカルクリエイトの新規連結効果があったものの、医薬 DX 事業 (同 2.4%減) が減収となったことで全体では横ばいにとどまった。医薬 DX 事業では、新型コロナ・ワクチンのプロモーションの減少と、4 月からの医師の働き方改革が開始したことで一時的に製薬企業のプロモーション活動が停滞したことで減収となった。利益面では積極的な採用による人件費増で大幅な減益となったが、同社は計画並みとしている (図表 11、図表 12)。

図表 11: ケアネットの売上高と営業利益(四半期)

連結損益計算書 (百万円)	23/12期				24/12期				24/12期会予
四半期累計	1Q	2Q累	3Q累	4Q累	1Q	2Q累	3Q累予	4Q累予	4Q累
売上高	2,527	5,014	7,271	10,236	2,667	5,150	7,790	11,200	11,600
前年比	13.7%	17.3%	12.8%	9.7%	5.6%	2.7%	7.1%	9.4%	13.3%
営業利益	715	1,319	1,736	2,429	545	986	1,450	2,200	2,200
前年比	-14.7%	-12.1%	-24.1%	-14.8%	-23.7%	-25.2%	-16.5%	-9.4%	-9.4%
営業利益率	28.3%	26.3%	23.9%	23.7%	20.4%	19.2%	18.6%	19.6%	19.0%
四半期	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q予	4Q予	
売上高	2,527	2,487	2,257	2,965	2,667	2,482	2,640	3,410	
前年比	13.7%	21.2%	4.0%	2.9%	5.6%	-0.2%	17.0%	15.0%	
営業利益	715	604	417	692	545	441	464	750	
前年比	-14.7%	-8.8%	-47.0%	23.0%	-23.7%	-27.0%	11.1%	8.3%	
営業利益率	28.3%	24.3%	18.5%	23.4%	20.4%	17.8%	17.6%	22.0%	

出所：会社資料より弊社作成、予は弊社予想、会予は会社計画