

経済調査室
チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

上田 祐介

CNC	センティーン
管理健康医療	Centene Corporation

1 投資上の着目点

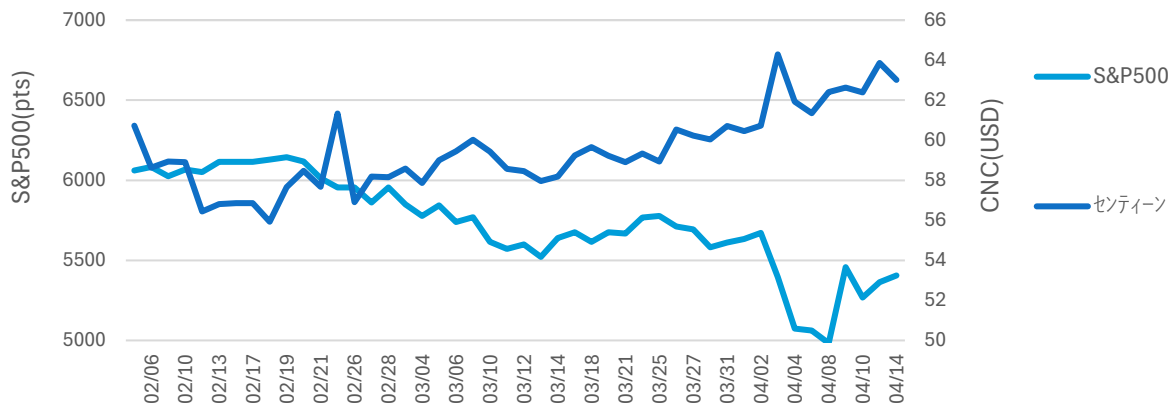
- メディケア、メディケイド、ACA(オバマケア)などの分野で、高い米国内シェアを有する、巨大管理医療(公的医療保険)企業。
- 公的医療保険制度は、必要不可欠の医療内容が多く、生活水準が厳しくなっても支出が抑制されにくい分野。
- 海外事業者などの参入余地も限定され、スケールメリットを活かした独自の差別化戦略が奏功していることから、当面の事業の安定性に不安は小さい。
- 過去2期の増収率は、前期5.9%、前々期6.5%。営業増益率こそ同-9.2%、-6.3%と減益であったが、税前利益・純利益では税前利益増益率が同18.3%、83.4%、純利益増益率が同22.3%、124.8%となるなど、ボトムラインでは増益を継続。
- 潜在的なリスク要因として、トランプ政権による医療保険支援の削減可能性が挙げられる。ただし、中間選挙における低所得者層の票に直決する制度であることから、こうしたリスクは少ないと弊社では見ている。

2 株価の状況

株価指標 (通期) 2025/04/14時点

	直近 2025/04/14	基準日 2025/02/06	67日間 変化率
CNC	63.01	58.63	7.47%
センティーン		対S&P 500	18.61%
		対NASDAQ総合	22.43%
S&P500	5,406.0	6,083.6	-11.14%
NASDAQ総合	16,831.5	19,792.0	-14.96%

	実績(前期) 2024/12	予想(当期) 2025/12
PER	9.60	8.65
PSR	0.19	0.18
PCFR	206.03	6.77
PBR	1.14	1.11
配当利回り,%	0.00	2.65



3 事業概要

センティーンは、米国を拠点とする大手管理医療(公的医療保険)企業で、政府支援の医療保険制度であるメディケイド&メディケア、および商業医療保険を提供する。主に低所得者層や高齢者、障害者など、医療支援が必要な人々を対象に、地域密着型のサービスを展開し、28.6百万人の会員を有する。

事業は4セグメントから構成；

(i)メディケイド（Medicaid、収入比率64%）；低所得者層や障害者、子供、高齢者などを対象とする米国の公的医療保険制度で、同社は全米最大のMedicaid管理医療組織（MCO）として30州で約1,300万人を支援する。

(ii)メディケア（Medicare、収入比率14%）；65歳以上の高齢者や特定の障害者を対象とした連邦政府運営の公的医療保険制度で、Centeneは「Wellcare」ブランドでMedicare Advantage（総合型医療保険）とPDP（処方薬）を提供。

(iii) 商業(Commercial、収入比率21%)；Marketplace(オンライン保険市場;保険交換所)を通じてACA(Affordable Care Act；いわゆるオバマケア)に基づく保険を個人・小規模事業者向けに提供。

(iv) その他（Other 収入比率3%）；薬局、行動医療、TRICARE（軍関連）サービスなどを展開。

4 業績・財務の状況

[業績の状況]

- 2024年の連結売上高は1,631億ドル(前年比+6%)の増収。大部分を占めるプレミアム収入は安定増(+5%)。サービス収入の構成比は小さいが-28%の減収。主な増収要因はCommercial事業におけるMarketplace扱い高の拡大とMedicaidのレート上昇。一方で、減収要因はMedicaid会員数の減少や「Other」事業の売却であった。

- 支払った医療費も1,257億ドル(前年比+6%)と増加、HBR（医療費比率、原価率に相当）も88.3%と前年の87.7%より上昇した。

- この結果、営業利益は前年比-9%の32.8億ドルで着地した。ただし、税引前利益は42.6億ドル(同+18%)、純利益は33.1億ドル（同+22%）、EPS(希薄化後)も\$6.31(同+27%)とボトムラインは堅調に推移した。

(単位：百万米ドル)

決算期	年次(実績)		年次(予想)		四半期(実績)		
	2022/12	2023/12	2024/12	2025/12	2023/12	2024/09	2024/12
売上高	144,547	153,999	163,071	171,380	39,460	42,023	40,805
営業利益	3,859	3,615	3,283	3,386	-68	673	182
税引前利益	1,962	3,598	4,257	4,243	24	921	347
当期純利益	1,202	2,702	3,305	3,578	45	713	283
普通株帰属利益	1,202	2,702	3,305		45	713	283
EBIT	0	0	0	3,386	0	0	0
EBITDA	0	0	0	4,344	0	0	0
減価償却費	1,431	1,293	1,241		315	313	314
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	8.12	0.00	0.00	0.00
EPS	2.09	4.97	6.33	7.29	0.08	1.37	0.57
フリーCF	5,257	7,254	-490	4,299	-6	-1,131	-741
資産合計	78,538	85,898	83,584	85,804	85,898	82,351	83,584
負債合計	54,301	59,942	57,074	57,991	59,942	54,942	57,074
株主資本	24,057	25,840	26,410	27,714	25,840	27,307	26,410
EBITDAマージン	0.00%	0.00%	0.00%	2.53%	0.00%	0.00%	0.00%
FCFOA	6.69%	8.82%	-0.58%	5.08%	-0.03%	-5.49%	-3.55%

出所：Quickデータより、JTG証券で作成

5 個別の経営課題に関する経営者の認識と説明

同社経営陣は2024年度の業績について、以下の評価をしている；

- 業績は好調。増収増益を維持。
- 同社の差別化要因は、個別化されたヘルスケア・データ分析力と、政府との協業経験。制度の変更など、業界は大きく変化しているが、他社比で柔軟な対応が可能である点が同社の強みになっている、と評価。
- MedicareとMedicaidの双方で強みを持つ同社に、成長余地があるのが D-SNP（Dual Eligible Special Needs Plan；MedicareとMedicaidの両方に該当する低所得高齢者・障害者向けの特別医療保険プラン）。両制度の給付を統合し医療・長期ケア・薬剤給付などを包括的に管理するMedicare Advantageプランの一種。同社では両事業部門の事業連携を強化することで戦略的な差別化を企図している。
- また、同社は高齢者向けの薬剤単独の保険プランであるPDP(Prescription Drug Plan)でも全米最大規模（会員数690万人超、2024年末時点）と、戦略的差別化ができています。
- さらに、ACAに基づくMarketplaceで最大手（会員数440万人、29州展開）。
- 公的支援を受けた医療保険分野で、単に大きなシェアを有するだけではなく、戦略的視点から独自の差別化に成功し、得意分野を拡大できている。

6 セグメント別の状況

以下に主要事業セグメント別の状況を示す。（単位：百万米ドル）

①. Medicaid

	年次(実績)		
	2022/12	2023/12	2024/12
売上高	-	100,759	101,417
(構成比,%)	-	65.4	62.2
営業利益	-	8,641	6,246
(構成比,%)	-	49.0	36.6

[セグメント概要]

プレミアム税額控除増加・レート引き上げが収益押上げ。会員数減（再認定に伴う）と高コストの重篤患者グループによる粗利率悪化が今後の課題。

②. Commercial

	年次(実績)		
	2022/12	2023/12	2024/12
売上高	-	24,845	33,702
(構成比,%)	-	16.1	20.7
営業利益	-	5,029	7,663
(構成比,%)	-	28.5	44.9

[セグメント概要]

Marketplace会員数+12%、リスク調整での収益回収が好調。ただし、今後の法改正やCSR（費用分担削減）清算の影響に依存して利益率が変動する可能性も。

③. Medicare

	年次(実績)		
	2022/12	2023/12	2024/12
売上高	-	22,261	23,032
(構成比,%)	-	14.5	14.1
営業利益	-	2,867	2,595
(構成比,%)	-	16.3	15.2

[セグメント概要]

PDP（処方薬プラン）会員数+50%で収益増。ただしMedicare AdvantageはStar Ratings悪化により減益につながった。

出所：Quickデータより、JTG証券で作成

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

■ムーディーズ・レーティングスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・レーティングス(以下「ムーディーズ」と称します。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(<https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news>))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ)にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。信用格付の前提、意義及び限界についてムーディーズ・レーティングスの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

■S&Pグローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&Pグローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&Pグローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号)

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ

(<https://www.spglobal.com/ratings/jp/index>)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」

(<https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered>)に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pグローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pグローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pグローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

■フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について

格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。)

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ

(<https://www.fitchratings.com/ja/>)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」

(<https://www.fitchratings.com/ja/regulatory>)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

この情報は、2024年6月25日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、JTラストグローバル証券(以下、JTG証券)が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布はJTG証券が行っております。

JTG証券では調査部門の活動(リサーチ・レポート作成、リサーチ情報の伝達を含む)に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG証券はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチ・レポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG証券では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチ・レポートが公開される前後3か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト(以下、同アナリスト)は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で JTG証券が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性が客観的に検証しておりません。本資料内でJTG証券以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性についてJTG証券は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

JTG証券は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証を表明しておりません。また、JTG証券は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点においてJTG証券が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。JTG証券では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、JTG証券は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、JTG証券では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮していません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。JTG証券は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象（直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況）についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあります。JTG証券では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことができますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、JTG証券及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様とJTG証券並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることにご注意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。

間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、JTG証券では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright JTG証券 Co. Ltd. All rights reserved.

本資料はJTG証券の著作物であり、著作権法により保護されております。

JTG証券の書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

東京都渋谷区恵比寿4-20-3

恵比寿ガーデンプレイスタワー7階

Jトラストグローバル証券株式会社 経済調査室

ご投資にあたって

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

【上場株式等】

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

【投資信託】

投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただきます

【債券等】

債券等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます。また、外貨建ての債券の場合、円貨と外貨を交換する際には外国為替市場の動向を踏まえて当社が決定した為替レートによるものとします。

投資リスクについて

各商品等には、株式相場、為替相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の価格の変動等及び有価証券の発行者の信用状況(財務・経営状況含む)の悪化等、それらに関する外部評価の変化等により損失が生じるおそれ(元本欠損リスク)があります。

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

JTトラストグローバル証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第35号

貸金業者登録番号 東京都知事(1)第31946号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会