

## 25/12 期決算は減収営業減益ながら純利益は増益。26/12 期は四半期利益の増加と、事業戦略「SBC Wellness 2.0」に期待したい。

25/12 期決算は、売上高 174 百万ドル（前期比-15%）、営業利益 67 百万ドル（同-4%）と減収営業減益ながら、当社株主に帰属する純利益は 51 百万ドル（同+9%）と増益を確保した。長期的な成長戦略の一環として 2025 年 4 月に実施されたサービスフィー体系の改定による影響が 24.4 百万ドルの減収減益要因となった。

グループクリニックの 25/12 期売上高は、クリニック数の拡大に伴う顧客数の増加により、1,163 百万ドルと前期比 2%増となった。2025 年第 1 四半期に掛けて下落していた 1 来院当たり平均顧客単価も、同第 4 四半期（以下、Q4）には前年同期比でプラスに転換した。米国の OrangeTwist に対する戦略的マイノリティ出資等に伴い、25/12 期末のグループクリニック数は前期末比 34 院増の 283 院となった。

SBC は、2026 年 3 月、Longevity（長寿・身体機能の最適化）市場への本格参入を目指す事業戦略である「SBC Wellness 2.0」を公表した。SBC は、これまで培ってきた事業基盤と顧客基盤を活用し、「見た目の若さ」と「身体機能の最適化」を統合的に提供する独自のサービスモデルを構築し、順次、各種サービスを提供する方針である。当該サービスの拡大により、高付加価値かつ継続的な需要を創出し、Longevity 市場における先駆的なポジションの確立と、中長期的な収益基盤の強化を図ることを目指している。

25/12 期決算は、市場の想定範囲内であったと見られるが、グループクリニックの Q4 売上高の急拡大や、事業戦略「SBC Wellness 2.0」への期待の高まりにより、株価は上昇した。その後、株式売受を受け、現在は 3.4~3.8 ドルのレンジで推移している。PER7 倍と株価には依然として割安感があるため、為替相場が落ち着き、今後の決算で四半期利益の増加が確認できれば、株価の反発が見込めよう。中長期的には、事業戦略「SBC Wellness 2.0」の成果が発現してくれば、株価にも相応のインパクトが出ると期待される。

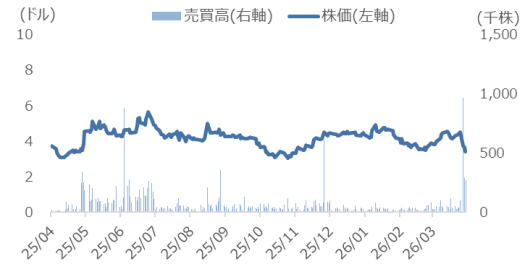
現在、世界の上場医療企業において最大の EBITDA を誇る HCA Healthcare（HCA NYSE）の企業価値は 1,563 億ドルに達しており、SBC の企業価値を大幅に上回っている。両社の企業価値にはまだ大きな格差があるものの、日本の美容医療企業グループとして唯一上場していることや、世界的美容医療業界ではリーディングカンパニーの地位を築いていることを考慮すれば、2050 年に「世界一『お客さま』の多い医療グループ」を目指すという高い目標に挑戦する権利を有していると言えるだろう。

### 連結

決算期	売上高 (百万ドル)	前年比 (%)	営業利益 (百万ドル)	前年比 (%)	税引前利益 (百万ドル)	前年比 (%)	純利益 (百万ドル)	前年比 (%)	EPS (ドル)	DPS (ドル)
22/12	174	-	21	-	24	-	6	-	0.06	-
23/12	194	11.1	71	231.0	74	210.8	39	523.4	0.42	-
24/12	205	6.1	70	-0.5	73	-0.2	47	18.4	0.48	-
25/12	174	-15.5	67	-4.0	82	11.7	51	9.4	0.50	-

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 株価・出来高（過去 1 年間）



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

### 主要指標

株価(4/22)	3.40
52週高値(25/7/18)	5.65
52週安値(25/11/17)	3.04
上場来高値(24/9/27)	9.61
上場来安値(25/4/2)	2.95
発行済株式数(百万株)	103
時価総額(百万ドル)	349
EV (百万ドル)	252
自己資本比率(25/12、%)	65.3
ROE (25/12、%)	23.0
PER (25/12 実績、倍)	6.8
PBR (25/12 実績、倍)	1.4
配当利回り (26/12 会予、%)	-

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

## 目次

1. 25/12 期業績	3
2. 25/12 期 Q4 業績	6
3. グループクリニックの状況	8
4. 最近のトピックス	11
1) 米国大手メディスパ・プラットフォーム OrangeTwist への戦略出資	11
2) Waqoo の連結子会社化	11
3) 事業戦略「SBC Wellness 2.0」を公表	12
4) 相川 CEO が株式売出を実施	14
5. 株価動向・バリュエーション	14
1) 株価動向	14
2) 同業他社との比較（美容医療企業）	15
3) 同業他社との比較（総合医療企業 & 美容医療企業）	16
6. エクイティストーリー	18
【イニシエーション・アップデート】	19
7. ビジネスモデル	19
1) SBC の経営支援ビジネスモデル	19
2) 米メイヨー・クリニックが目標	21
3) 多角化と規模拡大を両立できる SBC	21
4) 皮膚科を中核に据えた成長戦略	24
8. 創業者の履歴書、大株主の状況、沿革	26
1) 相川佳之 CEO の履歴書	26
2) 大株主の状況	27
3) 沿革①～2010 年代の海外進出まで	27
4) 沿革②～2020 年以降（ナスダック上場と上場後の体制）	28
9. 経営理念と企業 DNA	30
10. 市場動向及び同業他社比較	32
1) 世界第 3 位の日本市場で美容医師や美容関連医療法人が増加	32
2) 日本における医療法人の法制	34
3) 主要上場同業他社との比較	35
11. 競争戦略の分析と模倣困難性	37
12. サステナビリティ	38
13. リスクファクター	40

## 1. 25/12 期業績

### 25/12 期決算は減収、営業減益

SBC メディカルグループホールディングス（以下、SBC）は、3月27日、25/12期決算を発表。売上高 174 百万ドル（前期比-15%）、売上総利益 127 百万ドル（同-18%）、営業利益 67 百万ドル（同-4%）、当社株主に帰属する純利益 51 百万ドル（同+9%）であった。

図表 1. SBC の 25/12 期 決算要約

(百万ドル)	25/12	YoY	24/12
<b>売上高</b>	<b>174</b>	<b>-15%</b>	<b>205</b>
フランチャイズ売上	46	-25%	61
調達売上	56	2%	55
マネジメントサービス売上	30	-44%	53
レンタルサービス売上	23	43%	16
その他	19	-7%	20
売上原価	46	-6%	49
<b>売上総利益</b>	<b>127</b>	<b>-18%</b>	<b>156</b>
売上総利益率	73.3%	-	76.0%
<b>営業費用</b>	<b>60</b>	<b>-30%</b>	<b>86</b>
給与・手当	26	-1%	27
減価償却費	2	-23%	2
コンサルティング費用	17	17%	15
オフィス賃料、光熱費等費用	7	11%	7
その他	7	-80%	36
<b>営業利益</b>	<b>67</b>	<b>-4%</b>	<b>70</b>
その他収益（費用）合計	15	363%	3
<b>税引前利益</b>	<b>82</b>	<b>12%</b>	<b>73</b>
<b>当社株主に帰属する純利益</b>	<b>51</b>	<b>9%</b>	<b>47</b>
EBITDA	70	-21%	89
EBITDA マージン	40%	-	43%
減価償却費	3	-29%	4
減損損失	-	-	15

注：EBITDA=営業利益+減価償却費+減損損失

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

### 人材派遣サービスの終了とサービスフィー体系の改定が減収の主因

売上高は前期比 31 百万ドルの減少となった。人材派遣サービスの終了（前年同期比 12.0 百万ドル減）と、2024 年 12 月末に売却した SBC 木島平リゾート株式会社及びスカイネットアカデミー株式会社の影響（同 5.1 百万ドル減）を除くと、為替変動の影響を除いた売上高は同 16.8 百万ドル減であった。為替レートは、24/12 期の 151.4 円/USD から、25/12 期には 149.6 円/USD へと、円高ドル安となった。結果、為替影響は 2.1 百万ドルの売上高増加要因となった。

また、2025 年 4 月に実施されたサービスフィー体系の改定による影響が 24.4 百万ドルの減収要因となった。うち、7 割弱がフランチャイズ売上、3 割強がマネジメントサービス売上に係るものと推測される。残りの増収要因と減収要因については、事業別売上高の説明で後述する。

### サービスフィー体系を改定し、事業基盤の拡大や安定化を図った

長期的な成長戦略の一環として、SBC は、サービスフィー体系を、定額課金方式から各種コンサルティングサービスの利用規模や売上規模等に応じたテーブルに基づく課金方式に変更した。また、開

# SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

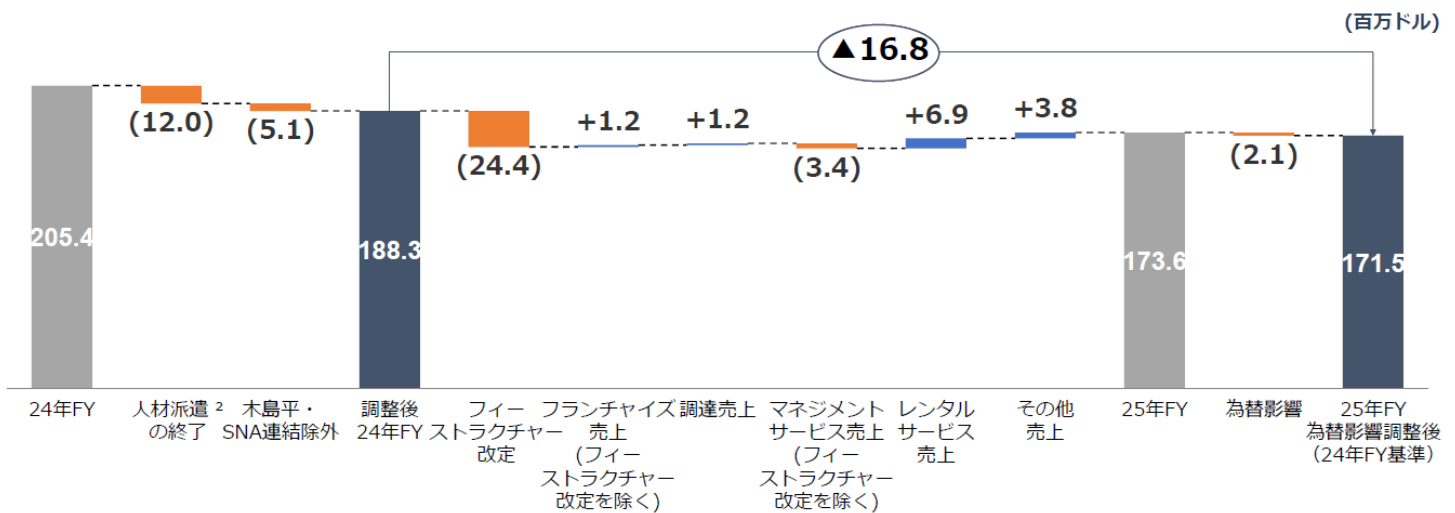
業初年度のクリニックに対する手数料の減免制度を新たに導入した。

経営支援先が新規クリニックを開院しやすい環境を整備して、事業基盤の更なる拡大と安定化を図ることが狙いである。小型院においてはサービスフィーの負担が大幅に減ったと推測される。

事業別売上高は経営支援先クリニック向けの各種サービス収入と子会社の売上で構成される

SBC の事業別売上高は、フランチャイズ売上（ロイヤリティ収入等、固定収入）、調達売上（医療資材の再販や広告マーケティング、売上原価控除後のネット計上、利用量に連動した変動収入）、マネジメントサービス売上（コンサルティングやロイヤリティプログラム運営、固定収入及び変動収入）、レンタルサービス売上（医療機器等のレンタル、売上原価を含むグロス計上、変動収入）、その他（子会社売上等）によって構成されている。その他以外の収入は、経営支援先クリニックからのものである。

図表 2. 売上高の増減分析 (百万ドル)



出所：会社資料

## フランチャイズ売上とマネジメントサービス売上高は大幅減収

フランチャイズ売上は 46 百万ドル（前期比-25%）となった。サービスフィー体系の改定が減収の主因である。なお、サービスフィー体系の改定の影響を除いたベースでは、経営支援先クリニック数の増加等により、前期比 1.2 百万ドル増となった。

マネジメントサービス売上は 30 百万ドル（同-44%）となった。減収額の内訳は、1）クリニック運営スタッフの人材派遣サービスの終了が前期比 12.0 百万ドル減、2）サービスフィー体系の改定の影響を除いた既存事業の減少分が同 3.4 百万ドル減（クリニックでのポイント利用増加に伴う売上高控除額の増加等）、3）サービスフィー体系の改定によるコンサルティング売上等の減少分であった。SBC は経営支援先クリニックからロイヤリティプログラム運営を受託しているが、25/12 期は、利用者がクリニックで使用するポイントが一時的に急増した影響を受けた模様である。

## その他の売上高も減収

その他の売上高は、2024 年 11 月に買収した Aesthetic Healthcare Holdings (AHH) が運営する直営クリニックの売上高が年間を通じて貢献したものの、2024 年 12 月末に実施した連結子会社 2 社の売却の影響等が上回ったことから、19 百万ドル（同-7%）となった。

## レンタルサービス売上は大幅増収

レンタルサービス売上は、美容皮膚科クリニック向け脱毛用レーザー機器のレンタルが好調であったほか、経営支援先クリニック数が増加したため、23 百万ドル（同+43%）となった。

## 調達売上は若干の増収

調達売上は、円ベースではほぼ横這いであったものの、円高ドル安の影響により、56 百万ドル（同+2%）となった。

# SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

## サービスフィー体系の改定により、売上総利益率は低下

売上原価は、レンタルサービス売上の拡大等による費用の増加額を、事業リストラチャリング（原価率の高い人材派遣サービスの終了と連結子会社 2 社の売却）による費用の減少額が上回り、46 百万ドル（前期比-6%）となった。一方、サービスフィー体系の改定による影響及び利益率が相対的に低いレンタルサービス売上の構成比上昇の影響が、事業リストラチャリングによる影響を上回り、セールスマックスが悪化したため、売上総利益率は前期の 76.0%から 73.3%に低下した。

## 営業費用は 30%減少

営業費用（販管費）については、コンサルティング費用やオフィス賃料・光熱費等費用は増加したものの、前期に発生した上場に関連して発生した株式報酬費用 13.0 百万ドルと、無形資産に係る減損損失 15.1 百万円が剥落したため、60 百万ドル（前期比-30%）となった。

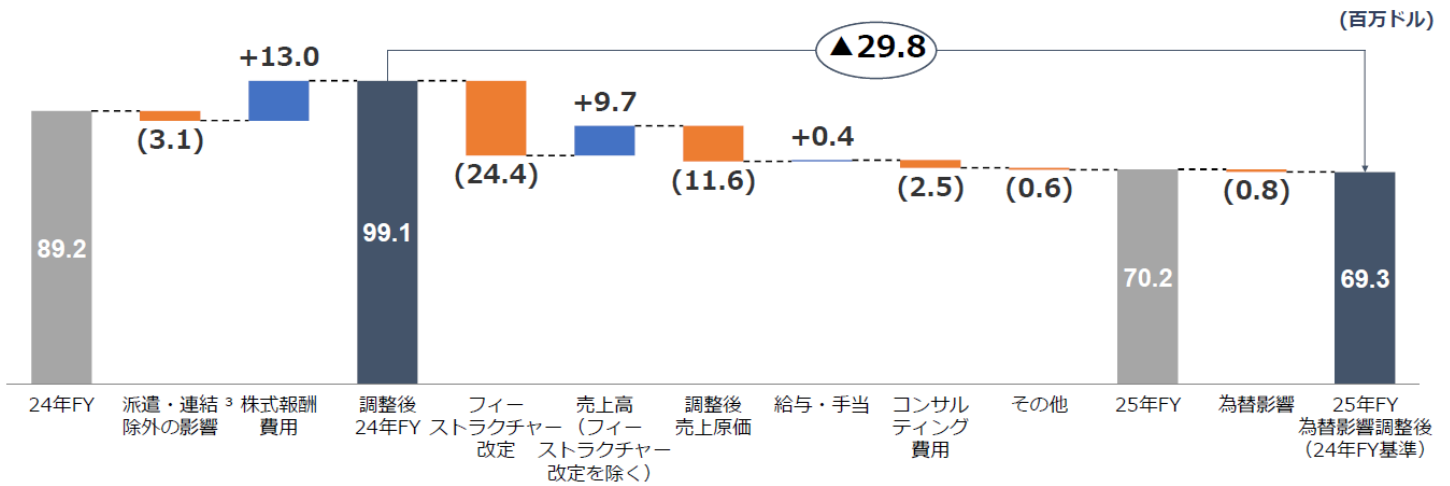
## 営業利益は 4%減少

営業費用の減少額を売上総利益の減少額が上回ったため、営業利益は 67 百万ドルと、前期比 4%減少した。

## EBITDA は 21%減少

営業利益に減価償却費と減損損失を加算した EBITDA は、前期比 21%減の 70 百万ドルとなった。主な減益要因としては、サービスフィー体系の改定による利益減や、コンサルティング費用の増加、サービスフィー体系の改定による影響を除いた売上総利益の減少等が挙げられる。営業利益と比べ減益率が大きかったのは、24/12 期に計上された減損損失が剥落したためである。

図表 3. EBITDA の増減分析 (百万ドル)



出所：会社資料

## 保険差益 9 百万ドルをその他収益に計上

その他収益については、前期に計上された子会社売却益 4 百万ドルが剥落した一方、生命保険の満期に伴う保険差益 9 百万ドルなどが計上された。その他収益からその他費用を控除した金額は、前期の 3 百万ドルから 15 百万ドルに増加した。結果、営業利益は前期比 4%減であった一方、税引前利益は同 12%増となった。

## 法人税等の負担率がやや上昇

25/12 期においては、同社では、2024 年の上場に伴い、一部役員の報酬が米国法人から支払われることになり、一定額を超えた金額が損金（税務上の費用）に計上できなくなった。また、Q2 に実施された航空機の売却に対する収益認識に係る会計基準に日米でギャップがあり、利益に計上されない取引に対して法人税が課税された。この 2 つの要因により、25/12 期の法人税等の負担率が前期の 36.4%から 37.8%に上昇したため、当社株主に帰属する純利益は前期比 9%増となり、税引前利益の増加率を若干下回った。

## 2. 25/12 期 Q4 業績

25/12 期 Q4 決算は減収ながら  
大幅な営業増益

25/12 期 Q4 (10~12 月期) 決算は、売上高 40 百万ドル (前年同期比-11%)、売上総利益 29 百万ドル (同-15%)、営業利益 13 百万ドル (同+172%)、当社株主に帰属する純利益 14 百万ドル (同+117%) であった。

図表 4. SBC の 25/12 期 Q4 決算要約

(百万ドル)	25/12 Q4	YoY	24/12 Q4
<b>売上高</b>	<b>40</b>	<b>-11%</b>	<b>44</b>
フランチャイズ売上	10	-34%	16
調達売上	13	19%	11
マネジメントサービス売上	6	-27%	9
レンタルサービス売上	4	-13%	5
その他	6	29%	5
売上原価	11	1%	11
<b>売上総利益</b>	<b>29</b>	<b>-15%</b>	<b>34</b>
売上総利益率	73.1%	-	76.3%
営業費用	16	-45%	29
給与・手当	7	19%	6
減価償却費	0	-73%	0
コンサルティング費用	5	27%	4
オフィス賃料、光熱費等費用	2	23%	2
その他	2	-89%	17
<b>営業利益</b>	<b>13</b>	<b>172%</b>	<b>5</b>
その他収益 (費用) 合計	6	326%	1
<b>税引前利益</b>	<b>19</b>	<b>206%</b>	<b>6</b>
<b>当社株主に帰属する純利益</b>	<b>14</b>	<b>117%</b>	<b>7</b>
EBITDA	14	-35%	21
EBITDAマージン	34%	-	47%
減価償却費	1	-28%	1
減損損失	-	-	15

注：EBITDA=営業利益+減価償却費+減損損失

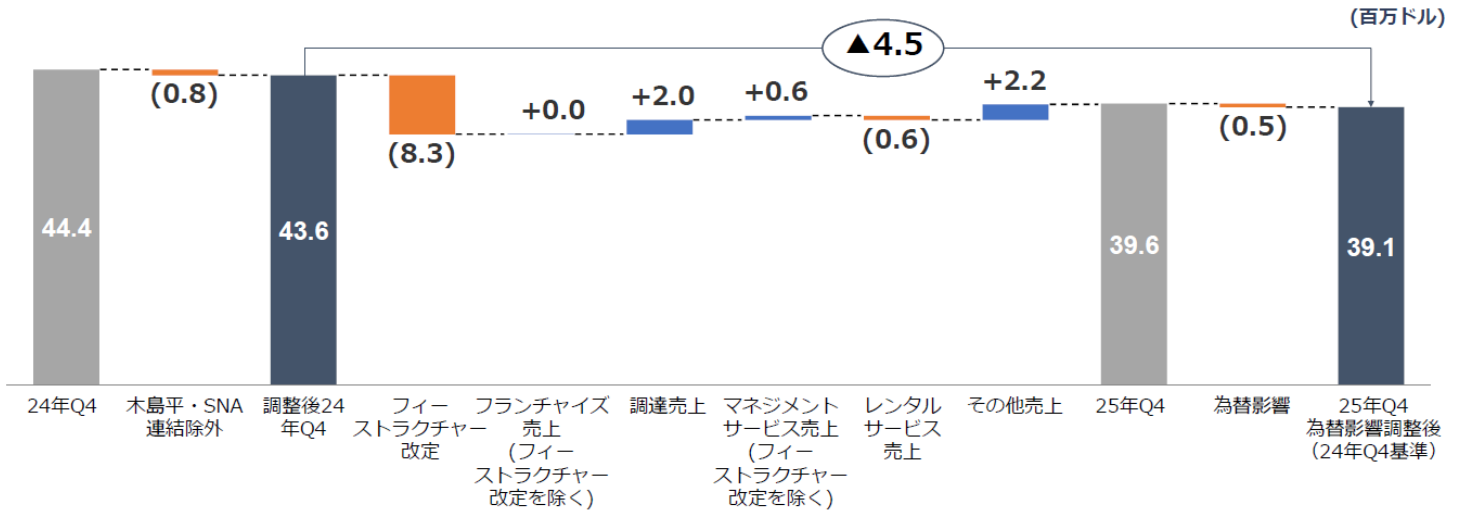
出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

サービスフィー体系の改定等が大幅  
減収の主因

売上高は前期比 5 百万ドルの減少となった。2024 年 12 月末に売却した SBC 木島平リゾート株式会社及びスカイネットアカデミー株式会社の影響 (前年同期比 0.8 百万ドル減) という事業リストラチャリングに伴う減収分を除くと、為替変動の影響を除いた売上高は前年同期比 4.5 百万ドル減であった。為替影響は 0.5 百万ドル、調達売上は 2.0 百万ドルの増収要因となったものの、サービスフィー体系の改定による影響が 8.3 百万ドル、レンタルサービス売上が 0.6 百万ドルの減収要因となり、大幅減収の主因となった。

なお、前四半期との比較では、その他売上やフランチャイズ売上は若干増加したものの、マネジメントサービス売上の変動収入とレンタルサービス売上が減少したため、9%の減収となった。

図表 5. 売上高の増減分析 (四半期、百万ドル)



出所：会社資料

## フランチャイズ売上、マネジメントサービス売上、レンタルサービス売上が大幅減収

事業別売上高については、フランチャイズ売上は、サービスフィー体系の改定により、10 百万ドル（前年同期比-34%）となった。

マネジメントサービス売上は 6 百万ドル（同-27%）となった。サービスフィー体系の改定の影響を除いた既存事業については前年同期比 0.6 百万円増となったものの、サービスフィー体系の改定によるコンサルティング売上等が大幅に減少した。

レンタルサービス売上は、これまで急拡大していた、美容皮膚科クリニック向け脱毛用レーザー機器のレンタルが調整局面に入ったため、4 百万ドル（同-13%）となった。

## 調達売上とその他は大幅増収

一方、調達売上は、広告マーケティング収入の増加により、13 百万ドル（前年同期比+19%）となった。その他は、2024 年 12 月末に実施した連結子会社 2 社の売却が 0.8 百万ドルの減収要因となったものの、2024 年 11 月に買収した AHH の売上高が四半期を通じて貢献したこと等から、6 百万ドル（同+29%）となった。

## 利益率が高いフランチャイズ売上等の大幅な減少により、売上総利益率は低下

売上原価は 11 百万ドル（前年同期比+1%）となった。売上総利益は、売上高の減少により、29 百万ドル（同-15%）となった。利益率の高いフランチャイズ売上等の大幅な減少等により、売上総利益率は前年同期の 76.3%から 73.1%に低下した。

## 営業費用は 45%減少

営業費用は、前年同期に計上した無形資産に係る減損損失（15.1 百万ドル）が剥落したため、16 百万ドル（前年同期比-45%）となった。

## 営業利益は 172%増加

売上総利益の減少額を営業費用の減少額が上回ったため、営業利益は 13 百万ドルと、前年同期比では 172%増加した。前四半期との比較では、マネジメントサービス売上やレンタルサービス売上の減少に伴い、売上総利益が減少したことや、営業費用がやや増加したこと等により、Q4 の営業利益は Q3 の 16 百万ドルから減少した。

## 四半期営業利益は 26/12 期 Q2 以降、成長軌道への回帰が期待できる

Q4 の営業利益は、Q3 の 16 百万ドルから 13 百万ドルへの増加にとどまったものの、24/12 期 Q4 の 5 百万ドルからは大幅に増加していることから、四半期営業利益が底打ちしたという評価は不変である。

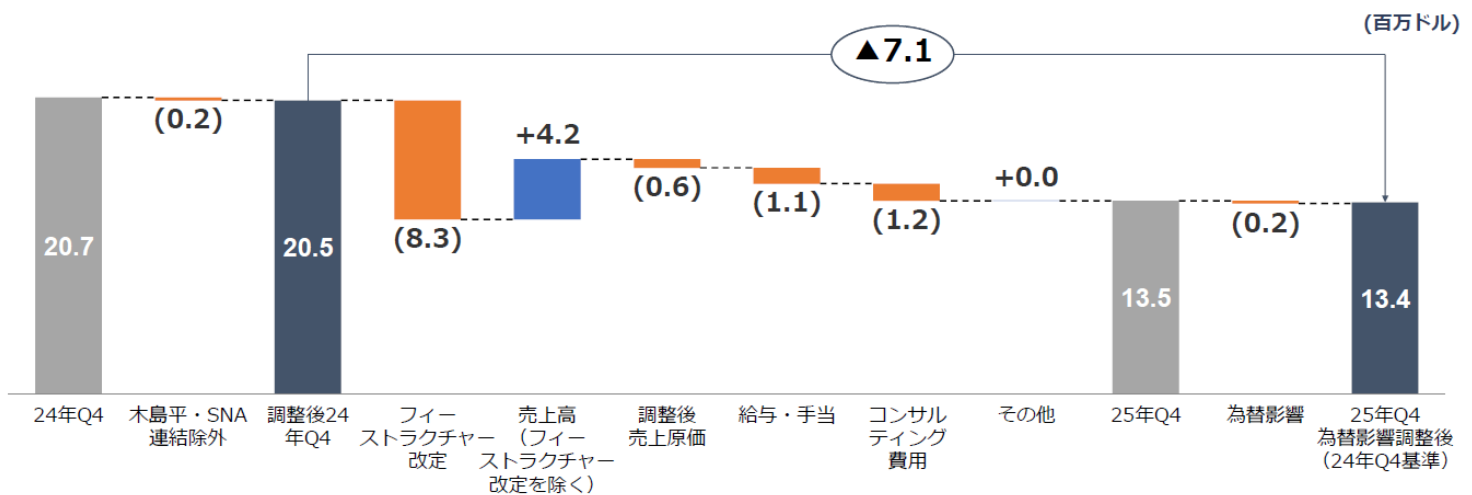
26/12 期については、足元の円安ドル高によるドル建て利益への減少影響が懸念されるものの、後

述する Waqoo (4937 東証グロス) の連結子会社化に伴い、26/12 期 Q2 からその業績が SBC の連結決算に貢献する見通しである。その後も、グループクリニック数の増加や、SBC が提供するサービスに対する経営支援先クリニックからの需要の増加が見込まれるため、26/12 期 Q2 以降の四半期営業利益は前四半期比で成長軌道に回帰すると期待できよう。

## EBITDA は 35%減益

一方、EBITDA は、Q4 で前年同期比 35%減の 14 百万ドルとなった。サービスフィー体系の改定による利益減 (前年同期比 8.3 百万ドルの減益要因) やコンサルティング費用の増加 (同 1.2 百万ドルの減益要因)、給与・手当の増加 (同 1.1 百万ドルの減益要因) 等が主な減益要因であった。営業利益が増益だった一方、EBITDA が減益となったのは、24/12 期 Q4 に計上された減損損失が剥落したためである。

図表 6. EBITDA の増減分析 (四半期、百万ドル)



出所：会社資料

## 3. グループクリニックの状況

SBC は、サービス提供先であるグループクリニック (経営支援先クリニックと直営クリニック、持分法適用関連会社が運営するクリニックを含む) の主要数値として、クリニック数、リピート率、売上高、年間顧客数/ユニーク数、顧客単価、売上高構成比を開示している。

### JUN CLINIC がグループに加入

SBC は、2025 年 7 月、医療機関向け管理サービスを提供する MB Career Lounge, Inc. (以下、MB 本社：東京都港区) の株式を取得したことに伴い、MB の支援を受ける医療法人美咲会運営の JUN CLINIC をグループに加えた。JUN CLINIC は、白金、銀座、たまプラーザ、横浜、長野等の 6 か所で美容皮膚科・美容外科クリニックを展開しているが、肌画像診断器 VISIA の利用を通じて、顧客の肌状態に応じてカスタマイズした包括的な治療を行っている。

### グループクリニック数は前期末比 34 院増の 283 院

JUN CLINIC の参画や新規開院のほか、後述する OrangeTwist が運営する 24 院がグループに加わった結果、25/12 期末におけるグループクリニック数 (経営支援先クリニックと直営クリニックの合計) は、283 院と前期末比 34 院増加した。

### リピート率は 72%に上昇

過去来院した全顧客に対する 2 回以上来院した顧客の割合を示すリピート率 (対象は SBC ブランド、ゴリラクリニック、リゼクリニック、AHH、JUN CLINIC) は、前期の 71%に対して、25/12 期には 72%に若干上昇した。

# SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

## 年間顧客数は順調に増加

2025 年の年間顧客数（対象は SBC ブランド、リゼクリニック、ゴリラクリニック、AHH、JUN CLINIC、無料カウンセリングを除く）は 663 万人（前年比+12%）であった。そのうち、ユニーク数は 210 万人（同+10%）であった。なお、AHH 及び JUN CLINIC のユニーク数については、SBC ブランド、リゼクリニック、ゴリラクリニックの年間顧客数に対するユニーク数の比率を当てはめた概算値を用いている。

## 1 来院当たり平均顧客単価は、Q4 において前年同期比で上昇に転じた

一方、25/12 期 Q4 の 1 来院当たり平均顧客単価（以下、平均顧客単価。対象は SBC ブランド、リゼクリニック、ゴリラクリニック、AHH、JUN CLINIC、ポイント・チケット値引後）は、316 ドル（前年同期比+11%）であった。平均顧客単価は、Q3 まで前年同期比で下落していたが、Q4 において上昇に転じた。なお、平均顧客単価は、美容外科の 1,650 ドルに対して、美容皮膚科は 230 ドルに過ぎず、大きな格差がある。

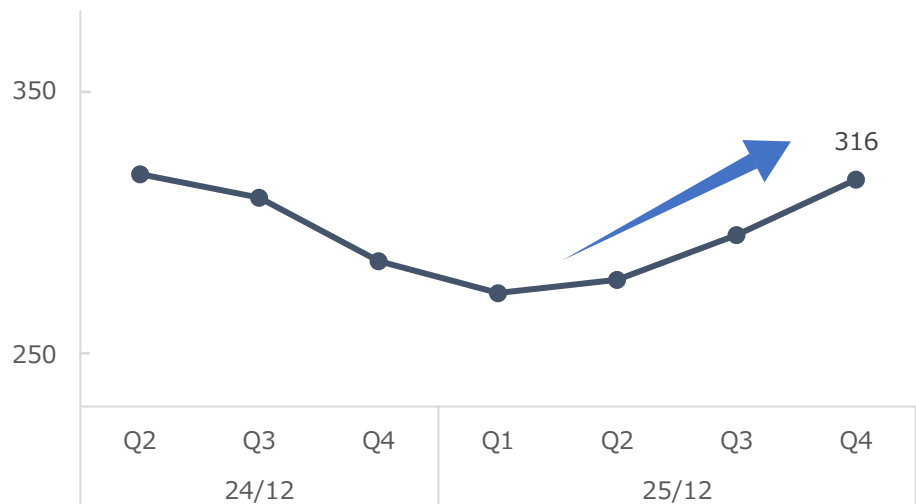
## 25/12 期 Q1 に掛けて平均顧客単価は下落

24/12 期 Q1 から 25/12 期 Q1 に掛けて、平均顧客単価は大幅に下落した。相対的に高単価の美容外科の比率が低下した一方、相対的に低単価の美容皮膚科（その中でも特に単価が低い部分脱毛治療）の比率が急上昇したためである。

## 25/12 期 Q2 以降、平均顧客単価は上昇

その後、平均顧客単価は、25/12 期 Q1 をボトムに、Q2 以降は上昇に転じている。25/12 期 Q2 以降、平均顧客単価が上昇したのは、1）低単価で提供していた一部サービスの販売停止や、過剰な販売促進策の見直し・影響一巡（湘南美容クリニック、リゼクリニック、ゴリラクリニック）、2）脱毛メニューの価格引上げ（ゴリラクリニック）、3）先進的なレーザー治療等の高単価サービスを提供する NEO Skin Clinic の開院（2025 年 4 月）及び売上拡大、4）カスタマイズレーザー治療等の高単価サービスを得意とする JUN CLINIC6 院のグループ入り（2025 年 7 月）が要因である。

図表 7. グループクリニックの 1 来院当たり平均顧客単価の推移（単位：ドル）



出所：会社資料

## 非外科治療の割合上昇は構造的な業界変化

美容皮膚科が含まれる非外科治療の割合が上昇する一方、美容外科が主体となる外科治療の割合が低下している状況は、SBC だけでなく、日本市場や米国などの海外市場全体に共通する傾向である。世界的に美容医療市場が拡大する中、身体を傷つけずに行える非侵襲治療である非外科治療への移行は構造的な業界変化と考えられるものの、SBC においては、高単価業態のクリニックへの注力により、平均顧客単価の上昇余地はまだあると見られる。

# SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

## グループクリニックの売上高は 2%増

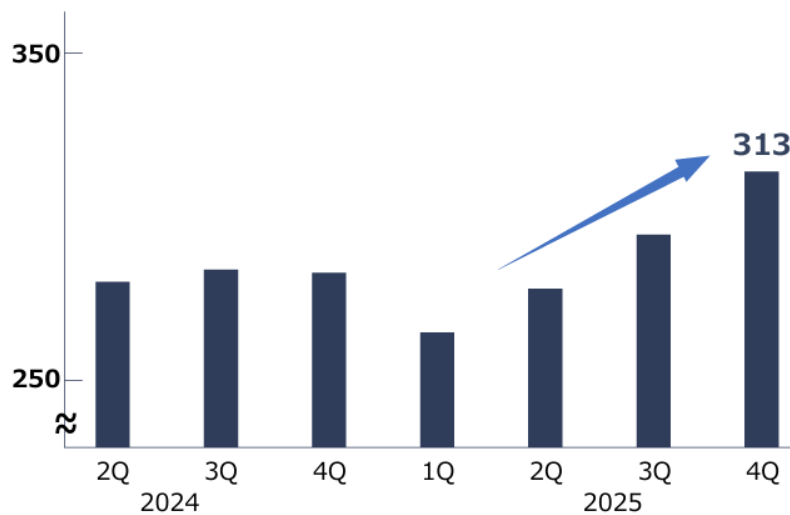
25/12 期におけるグループクリニックの売上高（対象は SBC ブランド、リゼクリニック、ゴリラクリニック、AHH、JUN CLINIC、ポイント・チケット値引後）は 1,163 百万ドルと前期比 2%増であった。既存院は 1,062 百万ドルと前期比 2%減少したものの、新規開院の効果や 7 月にグループに加わった JUN CLINIC の貢献により前期比で増加となった。既存院の減収については、1 来院当たり平均顧客単価の下落を顧客数の増加で補えなかったことによる。換算レートは 149.6 円/USD、114.5 円/シンガポールドルである。

なお、既存院売上高については、第 3 四半期累計では前年同期比 3%減であったことから、Q4 においては前年同期比で若干のプラスに転じたものと推測される。

## Q4 のグループクリニック売上高は大幅に増加

また、Q4 のグループクリニック売上高は、前年同期や 25/12 期 Q3 の数値を大幅に上回る 313 百万ドルであった。これは、前年同期比では、顧客数の増加に加えて、平均顧客単価がプラスに転じたことが大幅な増加に繋がった。Q3 との比較では、平均顧客単価の上昇に加え、年末が繁忙期となる季節性が増加の要因となっている。

図表 8. グループクリニックの売上高の推移（単位：百万ドル）



出所：会社資料

## 美容皮膚科の売上高構成比が上昇

25/12 期の診療科・地域別売上高構成比（対象は SBC ブランド、リゼクリニック、ゴリラクリニック、AHH、JUN CLINIC）及びその前年同期比増減幅は図表 9 の通りである。美容外科から美容皮膚科に需要がシフトする業界構造の変化と、経営支援先の美容皮膚科の新規開院、JUN CLINIC のグループ化等により、美容皮膚科の売上高構成比が前年同期比 3pt 上昇した。

また、メディカル領域（美容外科、美容皮膚科以外の一般医療）の売上高構成比も、SBC 整形外科クリニック横浜駅前院と六本木レディースクリニック池袋院の開院により、同 1pt 上昇した。

## 顧客層を絞ったマルチブランド戦略を推進

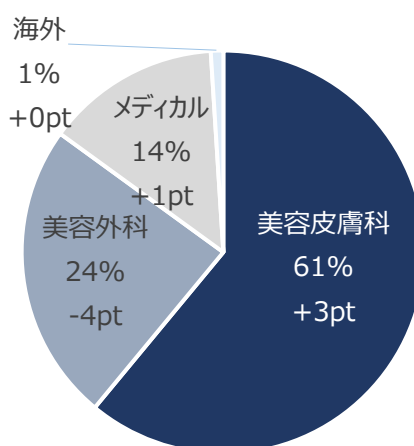
SBCは、これまで、エントリー層からマス層、エキスパート層までを対象とする美容医療総合院「SBC 湘南美容クリニック」を中心としたグループクリニック網を構築してきたが、美容施術において、近年、非外科治療の割合が上昇していることを踏まえ、成長戦略の一環として、非外科治療を主体とする美容皮膚科専門院によるマルチブランド展開を推進する方針を掲げている。

2025 年 4 月には、エキスパート層を対象とする美容皮膚科の新業態「NEO Skin Clinic」（6 月の来院当たり平均売上 308 ドル）の展開を開始した。NEO Skin Clinic の売上高は、開院した 4 月の 357 千ドルから 12 月には 633 千ドルへと、急増している。

7月にグループに加わった、マス層からエキスパート層を対象とする JUN CLINIC の 2025 年 1 月から 3 月の来院当たり平均売上は 351 ドルであった。JUN CLINIC 6 院の合計売上高についても、7 月の 1.3 百万ドルから 12 月には 1.5 百万ドルに拡大しており、順調に成長している。SBC は、今後、新規開院や既存店舗の業態転換で、NEO Skin Clinic と JUN CLINIC の店舗数を拡大する方針である。

また、SBC は、エントリー層を対象に保険診療と自由診療を行う皮膚科ハイブリットモデルとなる新ブランド「肌の青空クリニック」の展開を開始し、2025 年 10 月 1 日、中野に 1 号院を開院した。

図表 9. グループクリニック診療科・地域別売上高構成比及びその前年同期比増減幅



出所：会社資料

## 4. 最近のトピックス

### 1) 米国大手メディスパ・プラットフォーム OrangeTwist への戦略出資

米国大手メディスパ・プラットフォーム OrangeTwist が展開する 24 拠点をグループクリニックに加えた

SBC は、2025 年 12 月、米国大手メディスパ・プラットフォームである OrangeTwist に対する戦略的マイノリティ出資（出資比率 18.2%、持分法適用）を行い、OrangeTwist が展開する米国 6 州の 24 拠点をグループクリニックに加えた。メディスパとは、医療とリラクゼーションを組み合わせた施設であり、ボトックス注射やレーザー治療、点滴などの非侵襲的治療を提供している。

米国での事業展開を加速

SBC は、2024 年 11 月にシンガポールの AHH を買収し、同国での事業展開を開始した。2025 年 11 月には、タイで薬局・クリニック事業を展開している BLEZ ASIA Co., Ltd. とコンサルティング契約を締結した。SBC は、東南アジアと米国での事業拡大を長期的な成長戦略の中核として位置づけており、今回の OrangeTwist との提携によって、米国展開を加速させた。

### 2) Waqoo の連結子会社化

Waqoo を連結子会社化

SBC メディカルグループホールディングスの子会社である SBC メディカルグループは、2025 年 11 月から 12 月に掛けて実施された公開買付け等によって、血液由来加工サービスや、スキンケア&コスメティックブランドの企画販売を手掛ける Waqoo を連結子会社化した（出資比率 54.3%）。Waqoo の買収により、SBC はグループクリニックに対して包括的なソリューションを提供する能力を強化した。

Waqoo は、SBC メディカルグループの子会社となったことで想定されるシナジー効果として、以下の8点を挙げている。

- 1) 製品企画・開発における協業、2) 販売チャネルの拡大とクロスチャネル戦略、3) メディカルサポート事業の強化・提携医院ネットワーク拡大、4) マーケティング効率・顧客管理(CRM)領域での協業による収益性改善、5) 再生医療・将来技術領域での共同研究及び商品・メニュー開発、6) SBC グループのクリニックネットワークを生かした販路拡大、7) 未承認医薬品・未承認医療機器の共同研究及び開発、8) コスト競争力の強化

一方、SBC は、Waqoo を子会社化する戦略的意義として、薄毛治療 (AGA)、整形外科等の臨床サービスの強化、スキンケア製品の共同開発、グローバル展開における技術的支柱の確保を挙げている。

なお、Waqoo が公表した 26/9 期会社計画は、売上高 2,345 百万円 (前期比+20%)、営業利益 304 百万円 (同+102%)、親会社株主に帰属する当期純利益 184 百万円 (同+319%) であるが、同計画には SBC とのシナジー効果は織り込まれていない。

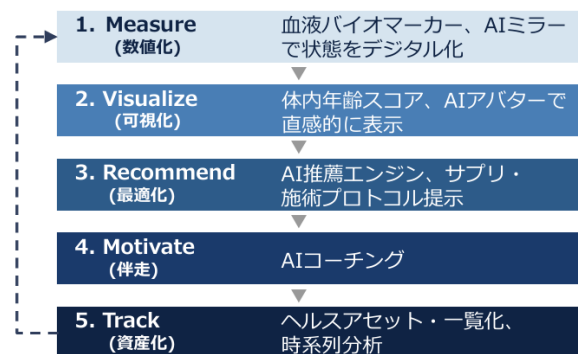
### 3) 事業戦略「SBC Wellness 2.0」を公表

SBC は、2026 年 3 月 24 日に、米国などで注目度が急速に高まっている Longevity (長寿・身体機能の最適化) 市場への本格参入を目指す事業戦略である「SBC Wellness 2.0」を公表した。Longevity 市場は、SBC がこれまで手掛けていなかった計測・ウェアラブル領域に加え、既にその一部に参入しているアンチエイジング領域 (細胞修復・再生医療、AGA 等) や機能改善領域 (関節・骨格メンテナンス、歯科、眼科等)、同社のグループクリニックの主戦場である美容医療領域によって構成されている。つまり、Longevity 市場は、SBC にとって、主力事業の延長線上にある成長領域に位置付けられる。

市場調査会社の Report Ocean によれば、世界の Longevity 市場は、2025 年の約 8,000 億ドルから 2035 年までには約 2 兆ドルに拡大すると予測されている。その内、国内市場は 340 億ドル (うち美容医療 40 億ドル) とまだ黎明期にあり、明確なリーディングカンパニーが不在な状況となっている。

SBC は、これまで培ってきた事業基盤と顧客基盤を活用し、「見た目の若さ」と「身体機能の最適化」を統合的に提供する独自のサービスモデルを構築し、順次、各種サービスを提供する方針である。当該サービスの拡大により、高付加価値かつ継続的な需要を創出し、Longevity 市場における先駆的なポジションの確立と、中長期的な収益基盤の強化を図ることを目指している。

図表 10. SBC Wellness 2.0 サービス概要



出所：会社資料

事業戦略「SBC Wellness 2.0」を公表

Longevity 市場のリーダーを目指す

# SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

SBC Wellness 2.0 は、予防・身体強化・最適化を主軸とした「パフォーマンス医療」（疾病の治療だけでなく、個人の健康状態を最高水準にするための医療的なアプローチ）という新たなカテゴリーに属するサービスである。同サービスの概要は図表 10 の通りである。

## BtoB モデルでサービスを展開

SBC は、マーケティングコストを抑えつつ、一気にシェアを獲得するため、個人顧客に直接提供する BtoC モデルではなく、福利厚生サービスとして法人顧客に一括提供する BtoB モデルを主軸に同サービスを展開する方針である。また、安定的なサブスクリプション収益と高付加価値の個別医療サービス収益を組み合わせたハイブリッド収益構造を確立することで、高い継続率と LTV（顧客生涯価値）の最大化を実現し、持続的かつスケラブルな事業成長を目指している。

## 4 つの競争優位性

SBC は、Longevity 市場における自社の競争優位性として、1) 国内外 283 拠点のクリニックネットワークを通じて、年間累計 650 万人規模の臨床データを蓄積していること、2) 美容医療から保険診療までを網羅する医療基盤を活かし、「見た目の若々しさ（Appearance）」と「身体機能の最適化（Biology）」の両方に対して同時にアプローチできること、3) ラグジュアリークリニック等の運営支援を通じて培ってきたホスピタリティと体験価値(UX)の設計ノウハウを保有していること、4) 全国に広がるクリニックネットワークを通じてサービスを提供するため、利用者にとっては利便性が高く、継続しやすいことを挙げている。

## 4 つの成長戦略

SBC Wellness 2.0 を支える成長戦略としては、1) 皮膚科領域のマルチブランド戦略加速、2) 一般医療事業の拡大、3) グローバルへの事業展開、4) AI を活用した競争力の強化・コスト構造改革が挙げられている。

## 皮膚科領域のマルチブランド戦略加速

皮膚科領域では、顧客ターゲット別のブランド展開で成長余地を拡大し、市場占有率の最大化を図る方針であるほか、ロイヤリティプログラムをグループクリニック共通で運営している強みを活かしたブランド間送客による LTV の向上にも取り組んでいる。また、美容感度が高い顧客のニーズを掴み、売上高が順調に拡大している「NEO Skin Clinic」のビジネスモデルを海外に展開することを模索している。

## 一般医療事業の拡大

SBC は、美容医療領域で培った店舗標準化、高度なマーケティング機能、自由診療と保険診療の融合というノウハウを、一般医療事業に展開し、事業ポートフォリオの多角化と持続的成長を追求する方針である。また、脱毛症治療(AGA)に対応する国内最大級のネットワーク(34 院)を有するほか、高齢化に伴い需要増が見込まれるリハビリ・整形外科、歯科、眼科、不妊治療・婦人科等、一般医療領域において既に様々な診療科をネットワーク化しているが、今後も新規開院と M&A により、更なるネットワークの拡大を図る考えである。

## グローバルへの事業展開

SBC はこれまで、1) 信頼できる現地パートナーとの提携、2) 各国での勝ち筋の模索・発見、3) 事業モデルの横展開、といったステップで美容医療領域の海外事業を拡大してきたが、今後は拡大する Longevity 領域への進出も視野にグローバル展開を進める方針にシフトした。

## 米国と東南アジアで事業拡大を目指す

OrangeTwist をグループ化した米国においては、Longevity ニーズの取込みにも注力し、将来的には、日本やアジアに Longevity 事業や MedSpa 事業を輸出することを目指している。

シンガポールやタイを中心に展開している東南アジアにおいては、日本ブランドの強みを活かして、医療資材等の物販を中心とした現地クリニック向けの BtoB ビジネスの事業拡大を模索している。

## AI を活用した競争力強化・コスト構造改革

SBC は、従来の「労働集約型」管理モデルから脱却し、AI が意思決定とオペレーションの双方を担う「自動化経営インフラ」の実装に取り組む方針である。具体的には、SBC 独自の膨大な臨床・経営データを AI 学習資源に転換し、本部機能、コールセンター、クリニックで利用する AI プロダクトを開発することで、他社が容易に模倣できない参入障壁の構築を目指している。ストラテジー・アドバイザーズにおいても、SBC が保有するビッグデータが同社の模倣困難性になり得るかどうか注目している。

また、AI の活用によって、従業員数の抑制を通じた SBC の利益率改善にとどまらず、経営支援先クリニックの売上高拡大や収益性の改善も目指すと SBC では説明している。そうした観点からは、AI 活用推進は、SBC にとって、サービスフィー体系の改定に続く、経営支援先クリニックとの Win-Win の関係を強化する施策としても捉えることができる。

## 4) 相川 CEO が株式売出を実施

大株主である相川 CEO は、2026 年 4 月 21 日に、保有する SBC 株式 3,100,000 株の売出を実施した。その結果、相川 CEO が実質的に保有する株式数は 87,404,460 株（保有比率 85.2%）から 84,304,460 株（同 82.2%）に減少した。また、相川 CEO は、引受人に対して、4 月 21 日より 45 日以内において、自身が保有する SBC 株式、最大 465,000 株を購入できるオプションを付与している。引受人の追加株式購入オプションが全て行使された場合は、相川 CEO が実質的に保有する株式数は 83,839,460 株（同 81.7%）に減少する見込みである。

結果として、当取引により、低い水準にあった SBC 株式の流動性は改善が期待される。なお、当取引は、新株の発行を伴わないため、既存株主が保有する株式の希薄化は生じない。

## 5. 株価動向・バリュエーション

### 1) 株価動向

**2024 年来の下落基調から、2025 年 4 月以降は下値を固める展開に移行**

SBC は 2024 年 9 月 18 日、NASDAQ に上場した。上場直後の 9 月 27 日に 9.61 ドルまで上昇した株価は、その後下落基調で推移し、2025 年 4 月 2 日には 2.95 ドルの安値を付けた。24/12 期 Q3 決算（2024 年 11 月 13 日公表）及び同 Q4 決算（2025 年 3 月 28 日公表）において、前年同期比営業減益であったことが影響したと推測される。

2025 年 5 月 15 日に公表された 25/12 期 Q1 決算では、営業利益は前年同期比 1%減益であったものの、前四半期比では 5.1 倍と、利益の底打ちが確認できた。SBC は、同時に、500 万ドルを上限とした自己株式の取得を 5 月 20 日から開始すると発表した。その後、自己株式の取得と利益の底打ちが好感され、3 ドル台半ばで推移していた株価は下値を固める展開となった。

**自社株買いと Russell 3000 インデックへの採用により、7 月中旬まで株価は上昇**

SBC の株式は、6 月 30 日から米国上場株式の時価総額上位 3,000 銘柄で構成される Russell 3000 インデックスに新規採用された。自社株買いとインデックスファンド等による投資を背景に、7 月 18 日には 5.65 ドルに上昇した。

**25/12 期 Q2 決算の不振と円安により、株価が下落**

その後、自社株買いが終了したこともあり、7 月下旬に株価は 5 ドルを下回った。8 月 13 日に公表された 25/12 期 Q2 決算が不振であったため、株価は一時 4 ドルを割り込んだ。その後、株価は持ち直し、4~5 ドルのレンジに移行したが、10 月下旬から円安ドル高が進むと、円建て収益を中心とする SBC の収益構造に対する懸念が高まり、株価は再び 4 ドルを割り込んだ。

11 月 14 日に公表された 25/12 期 Q3 決算は前四半期比営業増益であったものの、増益幅が小幅であったため、17 日の株価は 3.04 ドルに下落した。しかし、Q3 の決算説明会で経営陣からタイにおける新規事業展開や Waqoo に対する公開買付け等が説明されたことを受けて、株価は反発した。

**今後の決算で四半期利益の増加が確認されれば、更なる株価上昇を期待**

2026 年 3 月 27 日に公表された 25/12 期決算は、市場の想定範囲内であったと見られるが、平均顧客単価の上昇により、グループクリニックの Q4 売上高が急拡大していたことや、事業戦略「SBC Wellness 2.0」への期待が高まったことから、株価は上昇した。その後、株式売出を受け、現在は 3.4~3.8 ドルのレンジで推移している。

SBC が実施したサービスフィー体系の改定の目的は、経営支援先クリニックの収益性の改善を通じ

て、クリニックとの Win-Win の関係を築くことにある。下落していたグループクリニックの平均顧客単価は、25/12 期 Q2 以降は上昇を継続していることから、SBC が経営支援先クリニックに提供するサービスの需要も徐々に増えてくると思われる。後述するように、PER7 倍と株価には依然として割安感があるため、為替相場が落ち着き、今後の決算で四半期利益の増加が確認できれば、株価の上昇が見込めよう。中長期的には、事業戦略「SBC Wellness 2.0」の成果が現れてくれば、株価にも相応のインパクトが出ると期待される。

図表 11. SBC の株価と出来高推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2) 同業他社との比較（美容医療企業）

**SBC は美容医療業界のリーディングカンパニーであるが、バリュエーションは割安**

世界の主要上場美容医療企業 11 社の中で、SBC は EBITDA(過去 1 年間)が 70 百万ドルと EC Healthcare (02138 香港)に次ぐ 2 位、企業価値が 252 百万ドルと Fameglow Holdings (08603 香港)、M1 Kliniken AG (M12 ドイツ)、So-Young International (SY 中国)に次ぐ 4 位であり、業界のリーディングカンパニーと言える。しかし、EV/EBITDA は 4 倍と、算出不能な 1 社を除いて、EC Healthcare、Miricor Enterprises Holdings (01827 香港)、Perfect Medical Health Management (01830 香港)に次いで 4 番目に低い。PER でも算出不能の 2 社を除いて、最も低い 7 倍に留まっている。

ROE では、SBC は 23%と、マイナスとなっている 2 社を除く 9 社中、3 番目に高い。しかし、PBR を見ると、SBC は 1.4 倍と、5 番目に低く、相対的に割安感がある。

**24/12 期 Q3、Q4 及び 25/12 期 Q2 の大幅減益、並びに 2026 年 4 月の株式売出がバリュエーションの水準に影響**

株価が割安になっている理由としては、24/12 期 Q3 において、同社の上場を支援した関係者に対して発行したワラント関連の株式報酬費用 (14 百万ドル) を計上し、営業利益が 14 百万ドル (前年同期比 31%減) となったことや、同 Q4 において、減損損失 (15 百万ドル) を計上し、営業利益が 5 百万ドル (同 80%減) となったこと、25/12 期 Q2 において、サービスフィー体系の改定等により、営業利益が 15 百万ドル (同 47%減) となったことが挙げられる。

しかし、25/12 期 Q3 及び Q4 が前年同期比営業増益となったことや、事業戦略「SBC Wellness2.0」が市場に好感されたことから、2025 年 11 月から 2026 年 4 月中旬にかけては、SBC のバリュエーションはやや上昇していた。その後、4 月 21 日に実施された株式売出に伴い、再び、SBC のバリュエーションは低下した。

図表 12. 主要上場美容医療同業他社の企業価値の EBITDA に対する倍率 (EV/EBITDA 倍率)、PBR、ROE

企業名	ティッカー	国	EBITDA①	企業価値②	②/①	ROE	PBR	PER
			(百万ドル)	(百万ドル)	(倍)	(%)	(倍)	(倍)
Fameglow Holdings	08603	香港	18	629	35.2	49.2	45.2	102.7
M1 Kliniken AG	M12	ドイツ	37	379	10.2	15.6	3.4	21.6
So-Young International	SY	中国	-	284	-	-14.3	1.3	-
<b>SBC Medical Group HD</b>	<b>SBC</b>	<b>日本</b>	<b>70</b>	<b>252</b>	<b>3.6</b>	<b>23.0</b>	<b>1.4</b>	<b>6.8</b>
EC Healthcare	02138	香港	79	224	2.8	-10.1	0.3	-
Klinique Medical Clinic	KLINIQ	タイ	25	194	7.9	20.8	3.2	16.5
Perfect Medical Health Management	01830	香港	48	168	3.5	36.5	3.8	7.1
Master Style PCL	MASTER	タイ	13	95	7.3	5.7	0.7	13.1
Aesthetic Connect PCL	TRP	タイ	4	39	9.9	5.2	0.9	18.1
Dc Healthcare Holdings	0283	マレーシア	4	38	9.1	0.5	2.5	596.3
Miricor Enterprises HD	01827	香港	11	32	2.9	7.7	2.5	34.6

注：株価は 4/22 終値。EBITDA 及び ROE は直近 1 年間の数値。

注：Speeda の定義により、EBITDA の算出に用いる利益は税引前利益+支払利息-受取利息。但し、SBC は会社定義により、営業利益を使用。

出所：各社資料、Speeda よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 13. 主要上場美容医療企業の売上高及び主要診療科目 (単位：百万ドル)

企業名	国・地域	売上高	診療科目										
			顔		皮膚科		身体				美容 歯科	不妊 治療	
			目元	小顔	美容	保険	脱毛	脂肪	豊胸	発毛			
EC Healthcare	香港	514	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
M1 Kliniken AG	ドイツ	386	○	○	○	-	-	○	○	-	-	-	-
So-Young International	中国	212	○	○	○	-	○	○	○	○	○	-	-
<b>SBC Medical Group HD</b>	<b>日本</b>	<b>174</b>	<b>○</b>	<b>○</b>	<b>○</b>	<b>○</b>	<b>○</b>	<b>○</b>	<b>○</b>	<b>○</b>	<b>○</b>	<b>○</b>	<b>○</b>
Perfect Medical Health Management	香港	127	○	○	○	-	○	○	○	○	-	-	○
Klinique Medical Clinic	タイ	108	○	○	○	-	○	○	○	-	-	-	-
Fameglow Holdings	香港	71	-	-	○	-	○	-	-	-	-	-	-
Master Style PCL	タイ	57	○	○	○	-	-	○	○	○	-	-	-
Miricor Enterprises HD	香港	47	-	○	○	-	-	-	-	-	-	-	-
Dc Healthcare Holdings	マレーシア	20	-	○	○	-	○	-	-	-	-	-	-
Aesthetic Connect PCL	タイ	14	○	○	○	-	-	-	-	-	-	-	-

注：売上高は直近 1 年間の数値

出所：各社資料、Speeda よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 3) 同業他社との比較 (総合医療企業&美容医療企業)

**SBC は、ROE が高いものの、PBR が低く、割安感がある**

総合医療サービスと美容医療サービスを展開する主要 29 社を比較すると、EBITDA や企業価値では、総合医療企業が上位を占め、美容医療企業は下位に集中している。美容医療企業のリーディングカンパニーである SBC でも、総合医療分野の主要企業と比較すると、規模では大差がついている。

しかし、ROE は、算出可能な 22 社中で、SBC は 4 番目に高く、収益性では上位に位置してい

# SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

る。PBR については、過去数カ月で上昇したものの、算出可能な 26 社の中で、SBC は、Pihlajalinna Oyj (PIHLIS フィンランド) と並んで 9 番目に低く、依然として割安感がある。

## EV/EBITDA でも SBC の割安感が強い

EV/EBITDA を比較しても、SBC は 4 倍と、算出不能な 1 社を除いた 28 社中 4 番目に低く、割安感が強い。

以上のことから、総合医療企業を比較対象に加えても、SBC の割安感が更に際立つ結果となった。

図表 14. 主要上場医療同業他社の企業価値の EBITDA に対する倍率 (EV/EBITDA 倍率)、PBR、ROE

企業名	ティッカー	国	美容	EBITDA① (百万ドル)	企業価値② (百万ドル)	②/① (倍)	ROE (%)	PBR (倍)	PER (倍)
HCA Healthcare Inc	HCA	アメリカ	-	15,603	156,290	10.0	-	-	16.4
Fresenius SE&Co. KGaA	FRE	ドイツ	-	4,110	41,388	10.1	6.5	1.3	19.7
Tenet Healthcare Corp	THC	アメリカ	-	4,484	31,793	7.1	33.5	4.0	12.2
Rede d or Sao Luiz SA	RDOR3	ブラジル	-	1,188	26,359	22.2	21.3	5.0	20.9
DaVita Inc	DVA	アメリカ	-	2,642	24,197	9.2	-	-	15.2
IHH Healthcare Bhd	5225	マレーシア	-	1,441	24,089	16.7	7.0	2.6	40.1
Universal Health Services	UHS	アメリカ	-	2,742	16,192	5.9	21.4	1.5	7.7
Aier Eye Hospital Group Co Ltd	300015	中国	-	752	13,290	17.7	15.0	4.8	27.0
Community Health Systems	CYH	アメリカ	-	2,020	11,722	5.8	-	-	0.7
Max Healthcare Institute Ltd	543220	インド	-	213	10,779	50.7	12.1	9.6	82.4
Bangkok Dusit Medical Services	BDMS	タイ	-	826	9,713	11.8	15.4	2.7	19.1
Surgery Partners Inc	SGRY	アメリカ	-	566	7,505	13.3	-4.4	1.1	-
Medicover AB	MCOV B	スウェーデン	-	421	4,886	11.6	15.5	5.2	37.4
Hapvida Participacoes Investimento	HAPV3	ブラジル	-	630	3,848	6.1	-0.3	0.1	-
Meinian Onehealth Healthcare	002044	中国	-	200	3,479	17.4	4.0	2.8	80.0
Terveystalo PLC	TTALO	フィンランド	-	261	1,825	7.0	16.4	1.8	11.8
Pihlajalinna Oyj	PIHLIS	フィンランド	-	123	630	5.1	20.8	1.4	7.3
Fameglow Holdings	08603	香港	○	18	629	35.2	49.2	45.2	102.7
MediClin AG	MED	ドイツ	-	133	579	4.4	15.2	0.8	7.1
M1 Kliniken AG	M12	ドイツ	○	37	379	10.2	15.6	3.4	21.6
So-Young International	SY	中国	○	0	284	-	-14.3	1.3	-
<b>SBC Medical Group HD</b>	<b>SBC</b>	<b>日本</b>	<b>○</b>	<b>70</b>	<b>252</b>	<b>3.6</b>	<b>23.0</b>	<b>1.4</b>	<b>6.8</b>
EC Healthcare	02138	香港	○	79	224	2.8	-10.1	0.3	-
Klinique Medical Clinic	KLINIQ	タイ	○	25	194	7.9	20.8	3.2	16.5
Perfect Medical Health Management	01830	香港	○	48	168	3.5	36.5	3.8	7.1
Master Style PCL	MASTER	タイ	○	13	95	7.3	5.7	0.7	13.1
Aesthetic Connect PCL	TRP	タイ	○	4	39	9.9	5.2	0.9	18.1
Dc Healthcare Holdings	0283	マレーシア	○	4	38	9.1	0.5	2.5	596.3
Miricor Enterprises HD	01827	香港	○	11	32	2.9	7.7	2.5	34.6

注：株価は 4/22 終値(ブラジルは 4/20)。EBITDA 及び ROE は直近 1 年間の数値(Max Healthcare Institute Ltd は直近の通期決算の数値)。

注：Speeda の定義により、EBITDA の算出に用いる利益は税引前利益+支払利息-受取利息。但し、SBC は会社定義により、営業利益を使用。

出所：各社資料、Speeda よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 6. エクイティストーリー

**戦略とは誰かに話したくてたまらなくなるような「ストーリー」**

エクイティストーリーとは、その会社の株価と利益を成長させる長期的なシナリオである。長期的な株価上昇という観点から、エクイティストーリーは、主に、①「実現可能で緻密な経営戦略」と②「ワクワクする夢」によって構成されると考えられる。日本を代表する経営学者である一橋大学大学院経営管理研究科特任教授楠木建は「ストーリーとしての競争戦略 ―優れた戦略の条件」の中で、『大きな成功を収め、その成功を持続している企業は、戦略が流れと動きを持った「ストーリー」として組み立てられているという点で共通している。戦略とは、必要に迫られて、難しい顔をしながら仕方なくつらされるものではなく、誰かに話したくてたまらなくなるような、面白い「お話」をつくるということなのだ』と述べている。エクイティストーリーとはこれに近い概念である。

**「世界一『お客さま』の多い医療グループになる」というワクワクする夢**

SBC の成長の原動力は、世界最高峰の医療サービスを提供しつつ理想の医師を自前で育てる環境も有する米国メイヨー・クリニックを超える、「世界一『お客さま』の多い医療グループになる」という相川 CEO の「ワクワクする夢」である。この世界一になるという夢に共感した、「世界一になりたい人」ばかりが採用されて SBC グループに参画してきており、各従業員が自発的に「世界一になる方法」と常に考えながら業務に従事している状況である。

**2035 年に日本一、2050 年に世界一の顧客数を目指す SBC のエクイティストーリー**

2035 年までに「日本で最も多くのお客さまに選ばれる医療グループ」になるという目標を達成し、2050 年に「世界一『お客さま』の多い医療グループになる」という相川 CEO のワクワクする夢の実現が SBC のエクイティストーリーである。

**2035 年の目標には一定の実現可能性がある**

SBC のグループクリニックにおける年間延べ患者数（シンガポール子会社 AHH を含む）は、25/12 期で 663 万人であるが、美容皮膚科領域での M&A や新規開院等によって、前期比 12%増と着実に成長している。一方、公的医療機関として日本最大の日本赤十字社の外来総患者数は、25/3 期において、1,537 万人であった。

「11.競争戦略の分析と模倣困難性」において詳述するように、SBC は国内医療業界の中でもコンプライアンス体制や経営力が極めて優れているため、同社のグループクリニックに自ら加わりたいと考える医療法人は少なくないと見られる。実際、SBC が 2025 年 4 月に実施したサービスフィー体系の改定の目的が、経営支援先クリニックの収益性の改善を通じて、クリニックとの Win-Win の関係を築くことにあったように、医療法人にとって同社グループに参画する魅力は過去よりも高まっている。

SBC は、M&A を駆使して 2035 年まで年率 9%のペースで患者数を増やすことが出来れば、日本赤十字社の現在の外来患者数に到達すると試算されるため、2035 年までに「日本で最も多くのお客さまに選ばれる医療グループ」となるという目標には一定の実現可能性があると言えるだろう。

**2050 年に「世界一『お客さま』の多い医療グループになる」という高い目標に挑戦する権利を有する**

一方、「世界一」の目標については、頂上が視界に入っているとは言い難い。現在、世界の上場医療企業において最大の売上高、EBITDA を誇る HCA Healthcare (HCA NYSE) の企業価値は 1,563 億ドルであり、SBC の企業価値を大幅に上回っている。また、25/12 期における HCA Healthcare の延べ患者数は、民間病院グループとしては世界最大級の年間約 4,700 万人であった。これらの数値を比較すると、両社の企業価値や患者数にはまだ大きな格差があると言わざるを得ない。しかしながら、日本の美容医療企業グループとして唯一上場していることや、世界の美容医療業界ではリーディングカンパニーの地位を築いていることを考慮すれば、高い目標に挑戦する権利を有していると言えるだろう。

## 【イニシエーション・アップデート】

### 7. ビジネスモデル

#### 1) SBC の経営支援ビジネスモデル

##### SBC は国内外の医療機関に経営支援を行っている

SBC は、先進的な美容医療をはじめ、皮膚科、整形外科、不妊治療、婦人科、歯科、脱毛症治療（AGA）、眼科など幅広い診療領域において、国内外の医療機関に経営支援を行う Medical Services Organization（医療経営支援会社）である。同社グループにおいては、持株会社である SBC メディカルグループホールディングス（米国デラウェア州）の下に、メディカルサービス法人（法令上、医療機関でなくてはできない業務以外の病院運営にかかわる事業を行う法人）である SBC メディカルグループ株式会社（日本）が存在する。同社グループには、元々、ランジェコスメティーク株式会社（2003 年設立）、株式会社湘美会（2014 年設立）、旧 SBC メディカルグループ株式会社（2017 年設立）と、3 社のメディカルサービス法人が存在していた。ランジェコスメティーク株式会社が株式会社湘美会と旧 SBC メディカルグループ株式会社を 2025 年に吸収合併した後、SBC メディカルグループ株式会社への社名変更を経て、現在のグループストラクチャーに至った。

##### 国内経営支援先は 9 医療法人

経営支援先（国内）は、湘美会、孝和会、菜寿会、愛恵会、樹慶会、リッツ美容外科（ブランド名リッツ美容外科）、風林会（同リゼクリニック）、十二会（同ゴリラクリニック）及び美咲会（同 JUN CLINIC）の 9 医療法人約 240 クリニックであり、そのうち合計約 170 のクリニックが SBC ブランドで運営されている。一方、海外では SBC ブランドで展開する直営 1 院のほか、M&A で子会社化した AHH（シンガポール）が運営する直営 21 院と、戦略的マイノリティ出資を通じてグループ化した OrangeTwist（米国）が運営する 24 院をグループクリニックとしている。

サービス内容として、様々なプラットフォーム（SNS 等）を通じた広告・マーケティング、従業員マネジメント（採用、トレーニング等）、クリニックの予約管理、従業員の住宅賃貸支援、クリニックの施設賃貸、建設・デザイン、医療機器等のレンタル、医療資材の再販、顧客に再販するための化粧品提供、特許出願中および非特許の医療技術の使用ライセンス、商標およびブランドの使用、IT ソフトウェア・ソリューションズ（オンライン医療コンサルティング等）、ロイヤリティプログラム（ポイント・プログラム）の運営、クリニックの決済などが挙げられる。

##### 経営支援先の最大のメリットは「湘南美容クリニック」ブランドの使用

SBC から経営支援を受けるメリットの一つが、「湘南美容クリニック（SBC）」のブランドを使用できることである。「湘南美容クリニック」は、美容医療を中心とした安全・安心な医療サービスを基本に、美容医療業界で 20 年以上培ってきたブランドであり、現在は業界首位となった「湘南美容クリニック」ブランドの使用によって、経営支援先クリニックは患者数の増加を実現することが可能となる。「湘南美容クリニック」の顧客満足度は日本の美容医療サービスプロバイダーの中でも高く、25/12 期におけるグループクリニックのリピート率（推定値）は 72%、25/12 期 Q4 におけるグループクリニックの平均顧客単価は 316 ドルとなっている。また、「湘南美容クリニック」ブランドの使用によって優秀な人材（医師、看護師、事務スタッフ）の採用も可能となる。SBC は「湘南美容クリニック」ブランド力を更に向上させるため、顧客満足度調査から得られる治療別データを数値化し、分析を続けている。

##### 業務効率化支援も享受できる

また、経営支援先には、クリニックの経営・運営に関し、統合的なデジタル業務システムが提供され、業務効率化の支援を受けられる。加えて、豊富な経験に基づく独自トレーニングプログラムにより、医師、看護師、受付スタッフに体系化された教育システムの提供を受け、患者に対する高品質なサービス提供につなげることができる。

# SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

## SBC のシミュレーション技術を活用したサービス向上も可能

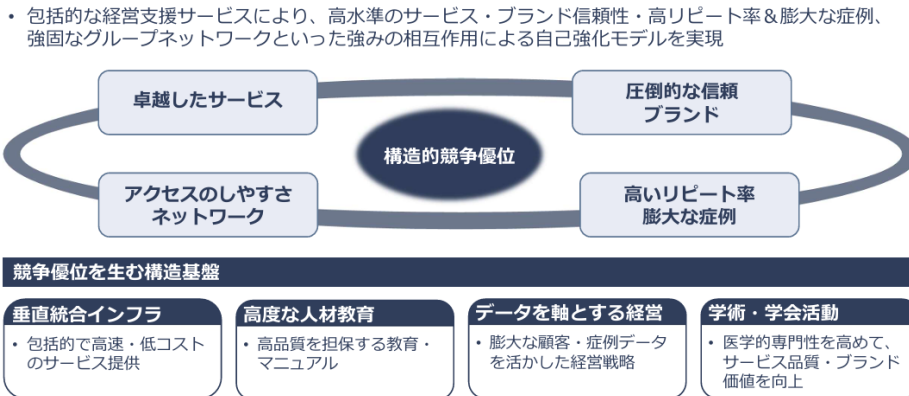
さらに経営支援先は、クリニックで医療サービスを提供する専門医のスキル向上、標準化、教育を目的としたシミュレーション技術の開発とライセンス供与の恩恵を受けられる。SBC は多数の医療症例と人工知能を活用し、バーチャルリアリティ、レンダリング、コンピューティング、5G/6G、Web3.0 などの技術を駆使して、シミュレーターを作成しており、経営支援先はこれらのシミュレーターを用いて、患者の安全性とケアのレベル向上を実現することができる。

## 経営支援先クリニックとの Win-Win の関係構築を目指す

SBC は、経営支援先クリニックの発展なくして SBC の持続的な成長はないと考えた結果、経営支援先クリニックの収益性の改善を通じた、クリニックとの Win-Win の関係を築くことを目指して、2025 年 4 月にサービスフィー体系の改定（実質的には値下げ）を実施した。結果として、25/12 期の減益の主因となった。

「9.経営理念と企業 DNA」において詳述しているが、SBC は「究極の三方良しを実現する」を経営理念としている。SBC は、患者である「お客さま」、クリニックで働く「スタッフ」、「社会」を三方として経営理念を説明しているが、今回のサービスフィー体系の改定を踏まえると、「スタッフ」にとどまらず、「経営支援先クリニック」も三方に含まれていると解釈できよう。

図表 15. SBC の構造的競争優位モデル



出所：会社資料

図表 16. フィーストラクチャー

- ・ 提供するサービスに基づいたサービスフィー。固定と変動項目の組み合わせで構成
- ・ コンサルフィーはクリニックのサイズに応じた料率に設定。新規クリニックには割引が適用される

### フィーの概要

フランチャイズ売上	ロイヤリティ+コンサル (売上寄与)	固定
調達売上	医療資材の再販・広告マーケティング (ネット計上)	変動 (利用量連動)
マネジメント売上	コンサル (バックオフィス)+ロイヤリティプログラム運営	固定/変動
レンタル売上	医療機器等(グロス計上)	変動

### 売上向上に重要な要素

<b>拠点数</b> 各フィーのベースとなる最も重要なパラメーター	<b>既存店売上</b> 変動フィーに影響。フィー料率にも影響する可能性	<b>新施術の導入</b> 医療機器入替によるレンタル売上が上がる可能性
--------------------------------------	---	---

出所：会社資料

書籍を通じて、理想の医師を自前で育成するメイヨー・クリニックを知る

メイヨー・クリニックの総収益は 215 億ドル

歴代米国大統領も受診する「世界最高の病院」

メイヨー・クリニックは AI を活用した医療プラットフォームも運営

美容業界 1 位としてのブランド力に加えて多角展開を実現

医師賠償責任保険でカバーされない自由診療を日々行う美容医療の医師にこそ、患者にとって最適な治療の提案が可能

多角展開する同業他社は、クリニック数が少ないか、減少している

## 2) 米メイヨー・クリニックが目標

相川 CEO は、最高峰の医療サービスを提供する米国ミネソタ州の医療機関メイヨー・クリニックの書籍を読んで、同クリニックが理想の医師を自前で育てる環境を構築しており、その在り方に共感して 10 億円規模の寄付をした人がこれまでに 100 人以上いることを知り、感銘を受けた。SBC は、メイヨー・クリニックを追い抜いて、「世界一『お客さま』の多い医療グループになる」ことを目指す。

メイヨー・クリニックは英国から移民として米国に渡ったウィリアム・メイヨー医師が、1864 年にミネソタ州のロチェスターに開いた小さな診療所が起源である。2025 年末時点で約 85,000 人の従業員を擁している。25/12 期の総収益は 215 億ドル、当期純利益は 15 億ドルであった。

組織形態は、非営利の私立財団 (nonprofit 501(c)(3) charitable organization) となっている。非営利団体であることから、患者に質の高い医療を提供し、最も困難な医学的症例に対する答えを見つけ、次世代の医師や研究者を育成するため、すべての利益を再投資している。

メイヨー・クリニックは、人々の期待をはるかに超える医療とケアを行い、患者とスタッフ双方から絶大な信頼を得ているほか、医療技術も卓越し、医療のメッカとして全世界から注目を浴びている。歴代米国大統領など世界的 VIP をはじめ、全米及び世界 130 カ国以上から患者が受診する。US ニュース&ワールド・レポート誌の「ベスト・ホスピタル・ランキング 2025-2026」においては、糖尿病と内分泌学、消化器内科・外科の分野で 1 位であった。ニューズウィーク誌の「世界最高のスマート病院 2026」においても第 1 位にランクされている。

また医療業界初の真のプラットフォームとして、Mayo Clinic Platform を運営している。AI の活用により、プライバシーが保護され、倫理的かつ文化的に配慮された方法で、世界中の膨大な医療データを管理している。2024 年には、4 つのパートナーが新たに加わり、アクセス可能な患者データ人数を 4 大陸の 5,600 万人に拡大した。同プラットフォームの提供により、「より早期でより正確な診断」、「パーソナライズされたケア」、「在宅での病院レベルのケア」、「信頼できる専門知識」への、より優れたアクセスを提供するソリューションを実現している。

## 3) 多角化と規模拡大を両立できる SBC

SBC は、20 年以上かけて構築した安全・安心な医療サービスを提供する美容業界 1 位としてのブランド力に加えて、保険診療も含めた総合医療サービスの提供力を強みとしている。美容医療にとどまらず、歯科、整形外科、不妊治療、一般内科、眼科、皮膚科、AGA（薄毛治療）などのクリニックを多角的に展開するほか、後継者問題を抱える病院に対しては事業承継の支援も行っている。

さらに皮膚科については、自由診療を保険診療と組み合わせて展開し、保険診療市場も取り込んでいくことを狙う。保険診療において生じた患者への損害は医師賠償責任保険でカバーされる一方で、自由診療による損害はカバーされないのが一般的であるため、保険診療を主として行う医師は治療の範囲を自由診療へと広げることに壁を感じる。逆に、自由診療を行う美容医療の医師は、保険でカバーされる対象外の治療がむしろ通常業務であるため、保険診療の領域に進出することに全く壁は無く、自由診療・保険診療の壁を越えて患者に最適な治療を提案することが可能となる。

国内同業他社においては、保険診療による皮膚科や不妊治療などの婦人科等に進出している事例に乏しく、SBC と同程度に多角化している美容医療チェーンは見当たらない。

比較的多角化が進んでいる美容医療チェーンとしては、品川美容外科や共立美容外科などが存在する。しかし、これらのクリニック数は 40 未満にとどまっている。サービスの品質を維持しつつ、目の届く範囲で多角化した結果として、クリニック数が制約されてしまったと考えられる。また、クリニック数が業界 2 位の TCB 東京中央美容外科については、サービス面や料金面でトラブルの報道が散見

される状況となっており、クリニック数は近年減少している。

**脱毛特化型クリニック数においては、競争激化により、大手チェーンが破綻**

他方、エミナルクリニックのように脱毛特化型の美容皮膚科チェーンにおいては、クリニック数が多いチェーン店も存在する。しかし、脱毛特化型クリニックにおいては、競争激化により、近年、倒産件数が増加しており、2024 年末には大手チェーンのアシアクリニックが破綻した。

**SBC は多角展開とクリニック数増大を両立する独自ノウハウを有する**

同業他社が実現できていない、高品質なサービスの多角化とクリニック数増加の両立を SBC メディカルグループは実現できている。これは、相川氏の従業員に対する発信力に加えて、同業他社には無い、大組織としての運営ノウハウ（採用、教育、基幹システム、マーケティング等）を、SBC メディカルグループが有していることの証左と言える。

図表 17. 国内主要美容医療フランチャイズのクリニック数と主要診療科目

クリニック（企業）名	クリニック数		診療科目										
	全体	うち海外	顔		皮膚科		身体				美容 歯科	不妊 治療	
			目元	小顔	美容	保険	脱毛	脂肪	豊胸	発毛			
SBC メディカルグループ	283	46	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
湘南美容クリニック等	178	1	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
リゼクリニック	30	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-
ゴリラクリニック	23	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-
リッツ美容外科	1	-	○	○	○	-	-	-	○	○	-	-	-
JUN CLINIC	6	-	○	○	○	-	-	-	○	-	-	-	-
AHH	21	21	○	○	○	-	-	○	○	-	○	-	-
OrangeTwist	24	24	-	○	○	-	-	○	-	-	-	-	-
TCB 東京中央美容外科	102	-	○	○	○	-	-	○	○	○	○	-	-
エミナルクリニックメンズ	63	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-
エミナルクリニック	60	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-
品川美容外科	39	-	○	○	○	-	-	○	○	-	○	○	-
ブランクリニック	33	-	-	○	-	-	-	○	-	-	-	-	-
あおばクリニック	34	-	○	○	○	-	-	○	○	-	○	-	-
共立美容外科	26	-	○	○	○	-	-	○	○	○	○	-	-
城本クリニック	22	-	○	○	○	-	-	○	○	○	○	-	-
レジーナクリニック	21	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-
東京美容外科	15	1	○	○	○	-	-	○	○	○	○	-	-
フレアクリニック	19	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-
ラミー・中央クリニック	18	-	○	○	○	-	-	○	○	○	○	-	-
ルシアクリニック	15	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-
ジュンビューティークリニック	8	-	○	○	○	-	-	○	○	-	-	-	-
東京青山クリニック	11	-	○	○	○	-	-	-	-	-	○	-	-
聖心美容クリニック	10	-	○	○	○	-	-	○	○	○	○	-	-
表参道メディカルクリニック	10	-	○	○	○	-	-	○	○	-	-	-	-
あさひ美容外科	8	-	○	○	○	-	-	-	○	○	○	-	-
マリアクリニック	6	-	○	○	○	-	-	○	-	-	○	-	-
TA クリニック	9	-	○	○	○	-	-	○	○	○	-	-	-
ガーデンクリニック	8	-	○	○	○	-	-	○	○	○	○	-	-
ミラクリニック	6	-	-	○	-	-	-	○	○	-	-	-	-
大塚美容形成外科	4	-	○	○	○	-	-	○	○	○	○	-	-
高須クリニック	5	-	○	○	○	-	-	○	○	○	○	○	-
ジェニークリニック	5	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-

注：2026年1月現在 出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 4) 皮膚科を中核に据えた成長戦略

**2050年に「世界一お客様の多い医療グループ」を目指す**

同社の成長戦略は、マネジメントサービスを提供する経営支援先クリニック数を増加させることである。2035年までに「日本一『お客様』の多い医療グループ」となり、2050年には「世界一『お客様』の多い医療グループ」になることを目指している。

**日本赤十字社の年間外来患者数は1,537万人**

日本最大の社会福祉法人である恩賜財団済生会は、25/3期において、病院83施設を運営し、年間入院患者数652万人、外来患者数909万人を受け入れている。医療活動収益を中心とするサービス活動収益（25/3期）は7,346億円であった。

医療法における公的医療機関として日本最大の日本赤十字社は、25/3期において、病院数は91施設、総患者数は入院981万人、外来1,537万人であった。売上高に相当する医療施設特別会計の収益的収入（25/3期）は、1兆1,760億円であった。

**売上高の拡大と収益性の向上に期待**

同社は、経営支援先クリニック数増加により、売上高の拡大が見込めることに加え、一般管理費の伸びを増収率以下に抑えることで、収益性の向上も期待できよう。また、同社の売上高の拡大には、経営支援先クリニック各院の安定した売上の成長も欠かせない。経営支援先クリニックの売上成長のためには、レーシック、薄毛治療、不妊治療、婦人科、再生医療、審美歯科、整形外科等の事業を拡大していく方針であるが、成長戦略の中核となるのは皮膚科である。

**1回限りの美容外科に対して、美容皮膚科は患者の継続需要がある**

美容外科の手術は、基本的に1回限りであり利益率は高いものの、継続性はない。また、年末や春休み、夏休み、ゴールデンウィークに集中する季節性がある。一方、時期を問わず継続的な受診が見込める皮膚科などの他分野の拡大は、収益を安定化させる効果もあり、企業価値の向上にとって重要な役割を果たす。

同社は、日本の美容外科業界が成熟期に入らないうち、米国や韓国など美容先進国のように、外科よりも継続的な皮膚のメンテナンス治療がメインになると考え、美容皮膚科等の非美容外科分野の拡大に舵を切った。2018年に、美容皮膚科の売上げが美容外科を上回るようになり、湘南美容外科クリニックから湘南美容クリニックに名称を変更した。2019年には美容医療クリニック100院を達成した。

**国内保険診療の分野における10%のシェア獲得が長期的な目標**

今後は美容皮膚科の拡大に加えて、一般皮膚科の事業も成長させていき、保険診療、自由診療の両方を提供できる体制を拡大していくことで、保険診療の市場のシェアを獲得していくことを目指す。厚生労働省によれば、主に公的医療保険が適用される診療に関連する概算医療費は48兆円（2024年度）である。SBCは、国内保険診療の分野において、10%のシェアを獲得することを長期的な目標としている。

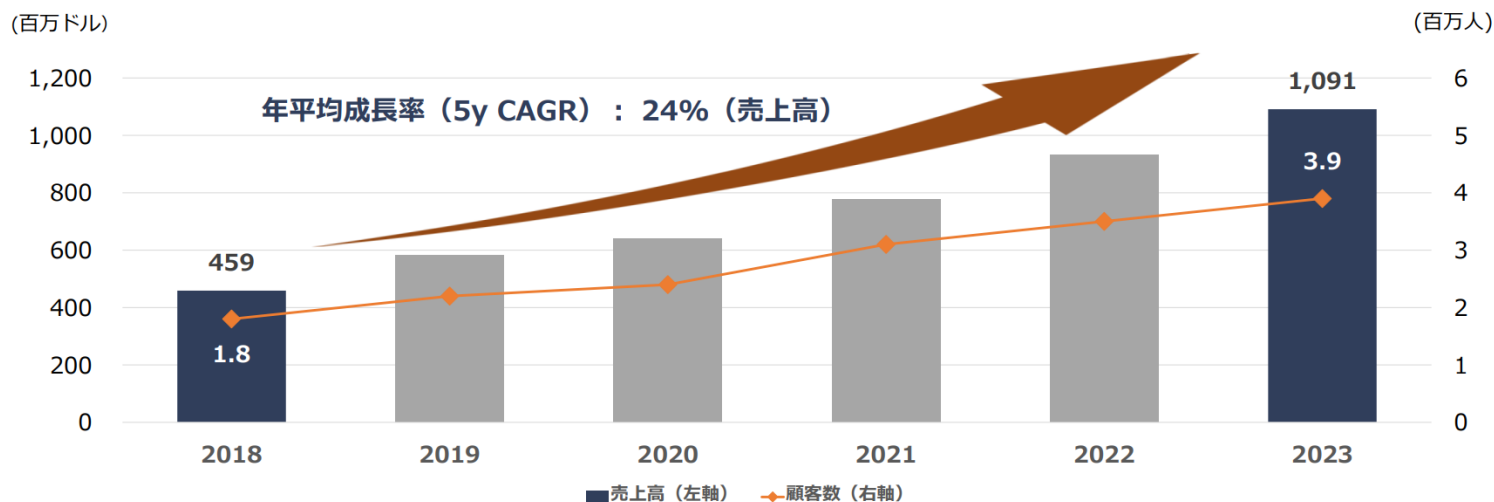
**女性ミドル世代と男性顧客層に成長余地あり**

顧客の年齢、性別の観点では、女性ミドル世代（40～60代）と男性（薄毛治療、脱毛）が注力領域である。2024年12月末時点において、国内美容医療のコア顧客層は、10代後半から30代の女性であるが、対象人口数1,541万人に対する美容医療普及率が26%である。一方、女性ミドル世代は、対象人口数2,492万人に対して同普及率が8%、10代後半～60代の男性は、対象人口数4,066万人に対して同普及率が9%であり、成長余地がある。特に、足元の美容医療普及率の上昇は皮膚科治療が牽引役となっている。

**地域特性に合わせた立地戦略**

同社は、地域特性に合わせた立地戦略を掲げている。全国主要地方都市では、認知度の高い「SBC」ブランドを最大限に活用し、幅広いニーズに応える総合美容クリニックを展開する方針である。一方、大都市圏では、マルチブランド戦略を推進し、多様な顧客ニーズに細やかに対応している。特に、市場拡大を見込む皮膚科領域においては、2025年に、新たなブランドとして、「NEO Skin Clinic」、「肌の青空クリニック」の展開を開始したほか、戦略的買収によって「JUN CLINIC」6院をグループクリニックに加えた。

図表 18. グループクリニックの収益成長と顧客数の拡大（除くりゼ・ゴリラクリニック）



出所：会社資料

図表 19. 国内外で展開する診療領域とブランドの一覧

美容医療事業	一般医療事業	海外医療事業
<p><b>SBC</b> 湘南美容クリニック 総合美容 (125院)</p> <p><b>GORILLA CLINIC</b> 総合美容(男性専門) (23院)</p> <p><b>SBC</b> イテウォンビューティークリニック 外科専門 (7院)</p>	<p><b>SBC</b> 湘南AGAクリニック 脱毛症治療(AGA) (11院)</p> <p><b>SBC</b> 湘南歯科クリニック 歯科 (9院)</p> <p><b>KANAGAWA LADIES CLINIC</b> 大森水レディースクリニック 神奈川ウィメンズクリニック 不妊治療・婦人科 (4院)</p>	<p><b>AHH</b> <i>Chelsea SkinGO!</i> THE CHELSEA CLINIC</p> <p><b>gangnam</b> laser clinic 美容皮膚科・エステティックサロン (21院)</p> <p><b>SBC</b> Shonan Beauty Clinic 総合型 (ベトナム1院)</p> <p><b>ORANGETWIST</b> Your Treatment Shop MedSpa (24院)</p>
<p><b>SBC</b> 湘南美容皮膚科 <b>りぜ</b></p> <p><b>JUN CLINIC</b></p> <p><b>NEO SKIN CLINIC</b></p> <p>肌の青空クリニック Beauty Clinic 皮膚科専門<sup>1</sup> (52院)</p>	<p><b>SBC</b> 湘南皮膚科クリニック 新宿近視クリニック</p> <p><b>SBC</b> 湘南美容こどもレーザークリニック</p> <p><b>SBC</b> 湘南メディカル記念病院</p> <p><b>SBC</b> 整形外科 SBC ORTHOPEDIC CLINIC リハビリおよび整形外科 眼科、その他<sup>1</sup> (7院)</p>	

<sup>1</sup> 肌の青空クリニックを重複カウント

出所：会社資料

## 8. 創業者の履歴書、大株主の状況、沿革

### 1) 相川佳之 CEO の履歴書

#### 実家は薬局を経営して店舗数を増大

相川 CEO は、1970 年生まれで千葉県我孫子市に生まれる。1 歳の頃に我孫子市から神奈川県横浜市戸塚に転居した。両親とも薬学部出身で、家業は薬局チェーンである。父親は事業を薬局からスーパーマーケットに転換した。一時は成功したものの、5 歳の頃に倒産した。その後、母親が薬剤師として薬局を切り盛りし、母親の薬局と父親の漢方薬局は、10 店舗以上を展開するまでに成長した。父親からは起業家精神と読書の習慣、母親からはコツコツ努力する大切さとフィジカルの強さを受け継いだ。

#### 背が低い悩みを医師に相談するも相手にされず、病気ではない悩みを解決する必要性を感じる

相川 CEO が抱えたコンプレックスが、医師を目指すきっかけとなった。少年の頃、自分自身の背が低いことに悩み、成長ホルモン治療の医師に相談しに行ったときに言われた「病気ではないので、治療する必要はない」という一言であった。医師に心の悩みが伝わらなかった。そこで、病気や怪我を治すようなマイナスからゼロに戻す医療も必要であるが、心の闇を払うようなゼロからプラスにしていける医療も必要なのではないかと思うようになった。

#### 高校 3 年生の時に進路志望を薬剤師から医師へと変更

相川 CEO の父親は、「商売はお客様の気持ちができることが大事だ」と常々言っていた。家業の薬局チェーンを継ぐべく薬剤師を目指していたが、自身の経験から、コンプレックスを解放するような美容医療を目指し、高校 3 年生の時に志望を医学部に変更する。浪人時代には、父親の勧めで、経済界の偉人が書いたビジネス書を読むのが日課となった。

#### テニスを通じて目標達成による自信の高まりを経験

高校時代の部活は軟式テニスであったが、大学時代に硬式テニスを始めた。硬式は始めて間もなかったが、関東医科歯科リーグ個人戦で優勝するとの目標を立て、テニスに明け暮れた。その後、実際に目標を達成したことが自信につながった。

#### 病院での研修後、品川美容外科に勤務

1988 年開業の大手美容外科である品川美容外科の見学をきっかけに、早く成長でき高収入であることから、3 年で独立するという目標を掲げ、美容外科を選択した。1997 年に日本大学医学部を卒業した後、癌研究所付属病院（現在のがん研有明病院）麻酔科での研修を経て、品川美容外科に勤務した。品川美容外科では脂肪吸引手術を多数手掛け、技術を蓄積していった。

#### 3 年で独立し、湘南美容外科クリニックを開院

3 年後に独立するという当初の目標通り、2000 年に神奈川県藤沢市に湘南美容外科クリニックを開院した。藤沢市での開業は「初めて開業するなら競合が少なく家賃の安いところ」という父親のアドバイスもあったためである。プロダクト・ライフサイクル理論により、市場の拡大期に参入した方がいいと考えたことも独立を決断する一つの要因となった。

#### 料金を明確化し、かつ、低価格とすることを目指した

当時の美容医療は、料金体系や効果が不透明であるほか、高価格であったため、限られた人しか利用していなかった。SBC は、松下幸之助の水道哲学を基に「美容整形をもっと身近に」をモットーに定めた上で、料金体系を明確化すると共に、一般消費者が利用しやすい水準に価格を引き下げるといふ業界変革を通じて、美容医療を広め、日本一の医療クリニックとなることを目指した。

#### 脂肪吸引によるリピーター獲得、ビフォー&アフター写真の多数掲載等、独自の方策を駆使して事業拡大

事業展開に当たっては、1 回限りの手術ではなく、「根こそぎ脂肪吸引」でリピーターを獲得した結果、レポート・紹介率は 9 割を超える水準となった。また、差別化戦略として、ウェブサイトでビフォー&アフターの写真を多数掲載し、美容医療の透明化を図った。さらに業界に先駆けてモニター制度を導入し、ビフォー&アフターの写真を出す代わりに、料金を割り引いた。（なお、2018 年に医療法の改正により、医療機関のウェブサイトに広告規制が導入され、美容医療クリニックのウェブサイトで、ビフォー&アフターの写真掲載が認められなくなった。）

また、保証システム（脂肪吸引の取り残し 1 年間無料対応、豊胸手術の仕上がりに満足できなければ全額返金など）やポイントカード等独自のサービスを導入した。

## 国内外で重要な役職を歴任

2016年1月から2019年12月まで、株式会社あいかわメディカルグループ（現 SBC メディカルグループ株式会社）の代表取締役会長兼 CEO を歴任した。2023年1月より、SBC（デラウェア州）の代表取締役会長兼 CEO を務めている。SBC メディカルグループ株式会社（日本）の取締役も兼任する。

社外では、2008年からはハーバード大学医学大学院麻酔科の PostGraduate Assembly (PGA) のメンバーとして活躍した。2014年から2015年にかけては、日本美容外科学会 (JSAPS) の理事長を務めた。その他にも、JSAPS、日本レーザー医学会、日本脂肪吸引学会、ケミカルピーリング学会、日本麻酔科学会など、多くの学会に所属する。

## 2) 大株主の状況

### 相川 CEO の株式保有比率は 85.2%に低下

2025年5月公表の Proxy Statement によると、2025年4月15日時点において、筆頭株主である相川 CEO の保有比率は、89.5%であった。議決権の 5%超を保有する株主は他には存在していない。他の経営陣で株式を保有しているのは、独立取締役である Mike Sayama 氏だけであり、その保有比率は 0.1%未満であった。その後、SBC 株式を保有する自身の資産管理会社（子会社）の株式を譲渡したことに伴い、相川 CEO と同氏の支配下にある合同会社による保有株を合計した比率は、2026年3月において、85.2%に低下している。

なお、個人、グループ、他の会社が取締役を選任する議決権の 50%以上を保有している会社を「被支配会社 (Controlled Company)」と呼び、ナスダック上場規則 5615 により、一定のコーポレートガバナンスの基準を免除される。

図表 20. 経営陣と主要株主の株式保有構成 (2025年4月15日時点)

	保有株式数	構成比
相川佳之 CEO	92,688,960	89.5%
Mike Sayama	15,000	0.0%
その他の株主計	10,907,291	10.5%
普通株式 (自己株式控除後)	103,611,251	100.0%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 3) 沿革①～2010年代の海外進出まで

### 2000年に神奈川県藤沢市にて創業し、脂肪吸引をクリニックの売りに

SBCの歴史は、相川佳之 CEO が2000年に神奈川県藤沢市に「湘南美容外科クリニック」(現藤沢院)を開院したことから始まった。当初はより多くの診療科目を手掛ける多角化戦略を採用したが、他クリニックとの差別化には至らなかった。

そこで、美容外科を中心に据えて、自分が好きな施術である脂肪吸引を極めることに目標を定め、他クリニックでは取り切れない部分まで取り切るテクニックを身に着けた。また、当時、業界大手があまり行っていなかったインターネットを使った広告や情報発信に一早く取り組んだ。これらの戦略が奏功し、来院客数は徐々に増加していった。

### 施術直後から完了までの経過写真を積極的に公開

開業当時、美容業界では、「料金表を明示しない」、「治療後のきれいな写真だけをホームページに掲載して治療による一時的な腫れが起きている写真は掲載しない」といったことが一般的であった。相川 CEO は、こうした業界の常識を打ち破ってお客様本位の治療・サービスを提供したいと考え、自社のホームページに治療メニューと料金をわかりやすく明記するとともに、治療前後の比較写真だけでなく、施術直後から完了までの経過写真も積極的に公開した。

# SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

## サービスの低価格化を実現

治療費の面でも、開業当時は両脇の脱毛が 100 万円、しわ取りのボトックス注射が 1 回 10 万円というのが相場だったが、相川 CEO は企業努力を重ね、両脇脱毛 5 回 1,000 円、ボトックス注射 1 回 8,800 円まで価格を下げることに成功した。

## 2000 年代後半に買収を通じて成長加速し、2010 年代には海外進出

藤沢院の経営が軌道に乗ると、2001 年には横浜市、2003 年には新宿でクリニックを開院した。2004 年に、病院経営、専門医療、美容医療、保険診療から自由診療までのトータル医療サービスを提供する医療法人湘美会を設立した。2009 年には、医療法人の孝和会（1990 年設立）、菜寿会（1990 年設立）を買収した。

また、2007 年に歯科、2009 年に近視クリニック、2012 年にレディースクリニックに進出し、診療領域を広げた。2014 年にはベトナムで初の海外直営出店を果たした（中国の上海や米国カリフォルニアにも直営で進出したが、撤退した）。

## 2017 年に国内美容医療業界のトップに立った

2015 年 12 月には、経営困難に陥った両国駅前病院（現在の湘南メディカル記念病院）を買収し、医療業界に大きなインパクトを与えた。創業後 10 年目くらいで業界 2 位となり、2017 年に国内美容医療業界 1 位を達成した。その頃には、グループクリニックの売上高において美容皮膚科領域が美容外科領域を上回ってきたため、クリニック名を「湘南美容外科クリニック」から「湘南美容クリニック」に変更した。

## 4) 沿革②～2020 年以降（ナスダック上場と上場後の体制）

## SBC はデラウェア州法に基づいて 2021 年に設立

SBC メディカルグループホールディングスは、2021 年にデラウェア州法に基づき設立された（所在地は米国カリフォルニア州）。一方、グループの中核子会社で、美容医療事業を所有、運営、管理する SBC メディカルグループ株式会社の所在地は東京にあり、事業の拠点は日本が中心である。

## 脱毛専門クリニックの医療法人 2 社のクリニックの経営支援を 2023 年に開始

2023 年には、脱毛専門の医療法人風林会（リゼクリニック）と医療法人十二会（ゴリラクリニック）の経営支援を開始したため、グループクリニック数が約 50 院増加した。美容医療業界では医者個人のブランディングを行って顧客を確保・維持するのが通常であるが、リゼ・ゴリラクリニックではそういったブランディングを一切行わないにも関わらず好業績を維持していた点に魅力を感じたのが、買収を決断した理由である。両クリニックとも無借金経営だったことも重要な要素であった。

## 2024 年にナスダックへの SPAC 上場を実施

SBC メディカルグループホールディングスは、米国のポノ・キャピタル・ツー（Pono Capital Two）による吸収合併を経て、再び社名を SBC メディカルグループホールディングスに変更し、2024 年 9 月にナスダックのグローバル・マーケットに上場した。ポノ・キャピタル・ツーは、2022 年にハワイで設立されたナスダック上場の SPAC（特別買収目的会社）であった。SPAC は、特定の事業は行っていないが、上場後、未公開会社を買収することを目的に設立された会社である。

## 資金調達手段拡充や日本で医療機関が上場できないことがナスダック上場の理由

ナスダック上場の理由は、アジアや世界でナンバーワンとなるという目標を迅速に達成するために資金調達手段の幅を増やすことにある。これまではほぼ借入を行わずに自己資金のみで M&A を実施して規模を拡大してきたが、国内美容医療市場でトップとなるまでに約 17 年を要した。今後約 10 年でアジアナンバーワン、そして約 25 年で世界ナンバーワンの医療グループとなるためには、資本市場を通じた資金調達手段を確保する必要があった。新しく確保した資金調達手段を活用して行うのは、①海外展開、②海外からのインバウンド需要取り込み、③国内での更なる収益拡大である。

## アジア市場と米国市場を中心とした海外展開を目指す

海外展開は、アジア市場、米国市場の進出を目指す。美容医療は、韓国が優位にあるが、アジア市場では、インドネシア、インド、中国、カンボジア、ベトナムなど不妊治療、健康診断の分野で日本の医療ブランドが優位に働く可能性がある。

米国は、外科医の独立志向が強いため、グループ展開は難しい。そこで、既存のグループ展開しているクリニックとの M&A で事業拡大を目指す。米国の医療制度は、民間運営の保険で、低所得層にとって適切な医療にアクセスできていない問題がある。そこで、低額で保険制度に加入・一定の

## 中国人旅行者を中心としたインバウンド美容医療ツーリズム成長の商機を捉えていく

金額で医療を受診することができる仕組みを全米で構築できれば、新たなイノベーションを生み出す可能性がある。

インバウンド需要については、コロナ禍前に中心であった「モノ消費」はコロナ禍中に代替として EC 市場が発展し、日本の商品が海外から取り寄せやすくなったことから、コロナ禍後は「コト消費」へと切り替わった。美容医療では韓国のイメージが強いものの、無免許医の営業の問題が生じるなどしたため、安全性や品質面での高さの観点で日本も選択肢となっているのが現状である。また海外で医療サービスを受けようとする人の多くは旅行先としての魅力も重視しており、そういった観点で売上拡大のチャンスがあると言える。2023 年 10 月には Alibaba Group Holdings (09988 香港) が日本の医療機関と中国人旅行者を結ぶ医療ツーリズムに参入し、予防医療から手掛けて美容医療へと拡大していく方針を示すなど、中国人観光客を中心として需要は高まりつつある状況で、この商機を捉えていく方針である。

## 国内では病院の M&A を通じて総合医療進出を目指す

日本国内では国内の総合医療進出も目指す。政府は医療費抑制の観点から、病院の新規開設をなるべく認めず、むしろ収益の悪化した病院を淘汰している状況であるため、病院の新規参入は困難である。したがって SBC は、収益の悪化した病院の M&A を通じて、再生する戦略をとることになっている。

## 迅速な事業拡大を実現するために星野リゾートのビジネスモデルを参考にしている

なお、病院は土地と建物が付属するため、バランスシートが膨らみやすく、事業拡大の足かせとなる。そこで、相川 CEO は星野リゾート（非上場）のビジネスモデルを参照している。星野リゾートの REIT のように土地や不動産をオフバランス化することで、運営に特化することが可能となる。ちなみに、星野リゾートは、ホテル等の所有を本業とせず、高級旅館やホテルの運営に集中している企業である。所有と運営を分離すべく、2013 年に、星野リゾート・リート投資法人（3287 東証）は、星野リゾートから「星のや軽井沢」をはじめとした 6 物件を 150 億円で取得し、世界最小規模の不動産投資信託（REIT）としてスタートした。星野リゾート・リート投資法人は、日本で初めて観光に特化した REIT である。

## 上場を通じたグローバルブランド確立は、事業成長のスピードアップと優秀な人材の確保に寄与

上場の効果としてはさらに、SBC の企業ブランド価値と医療市場における認知度を向上させ、日本のローカルブランドからグローバルブランドに変革することが挙げられる。これにより事業拡大のスピードアップが図れるとともに、グローバルで活躍する優秀な人材の確保も容易になる。

## 上場後も積極的に M&A を実施

2024 年 11 月には、シンガポールに拠点を置き、美容医療に関連するブランドを多角的に展開する「Aesthetic Healthcare Holdings Pte. Ltd.」（6 ブランド、21 クリニック）を買収した。

2025 年には、カスタマイズ治療を強みとする美容皮膚科「JUN CLINIC」6 院が 7 月にクリニックネットワークに参画、経営支援を開始した。同年 12 月には、Waqoo 株式の議決権の 54.3% を取得し、Waqoo を連結子会社化した。

## グループクリニック売上高は、18/12 期の 459 百万ドルから 25/12 期には 1,163 百万ドルに拡大 国内外に 283 院を展開する、日本で最も来院患者数が多い美容医療グループ

創業以来、SBC は M&A を通じて飛躍的な成長を遂げている。グループクリニック売上高は、18/12 期では 459 百万ドルであったが、25/12 期には 1,163 百万ドルに拡大した。

2025 年 12 月末時点では、SBC は、湘南美容クリニックを中心に、国内外に 283 院（国内 237 院、海外 46 院）のグループクリニックを展開する日本で最も来院患者数が多い美容医療グループとなっている（年間延べ顧客数 663 万人）。病院経営、専門医療、保険診療から美容医療などの自由診療、商品開発、人材派遣、マーケティング、広告、他医療サービスに関するトータルコンサルティングを提供している。2025 年 12 月末時点において、経営支援先のクリニックを含むグループ全体の従業員数は 10,704 名である。

## 9. 経営理念と企業 DNA

### 企業理念は「究極の三方良しを実現すること」

SBC の企業理念は、「究極の三方良しを実現すること」である。「究極の三方良しの実現」とは、「お客さま」には、お支払いいただいた金額以上の付加価値を提供して感動を生み出し、「スタッフ」は、職業に誇りを持ち、お客さまから感謝されることによって物心ともに豊かになり、「社会」には、メディカルイノベーションで、世界中の人々の「幸福度」向上に貢献することである。

### 成長についていけず退職した社員がいたことから生まれた理念

売上・店舗が拡大し、2017 年頃、来院患者数で業界トップになったが、成長についていけないと退職するスタッフも増えた。売上げが伸びたとしても、それが持続するとは限らない。そこで、相川 CEO は、三方良しの経営理念を掲げる。「売り手よし、買い手よし、世間よし」から構成される三方良し（よし）は、元々は近江商人の経営理念であったが、現在では、近江商人の流れを汲む伊藤忠商事(8001 東証プライム)や丸紅（8002 東証プライム）に引き継がれている。

### 三方良しのバランスを取る役割を相川 CEO が担う

売り手よし、買い手よしのバランスをとるためには、経営スキルが求められる。そのかじ取りを相川 CEO が担う。経営のスキルには、戦略立案、マーケティング能力、人材育成、法令、理念、倫理を遵守するコンプライアンス、資金繰りなどが含まれる。長期的に成長し、日本一、世界一を狙うためには、愚直さ、三方良しの精神、人間性を伴うリーダーシップが欠かせない。

### 2024 年 5 月にはグループパーパスを制定

さらに、2024 年 5 月に、SBC メディカルグループの社会的意義を再定義し、社内外のステークホルダーと共有できるグループパーパス「メディカルイノベーションで世界中の人々の『幸福度』向上に貢献する」を制定し、これを実現させるための行動指針を強化した。SBC 自体は、現在はクリニック運営を国内で行っていないが、長年培った「医療サービス」のノウハウを提供することで、クライアントを通してよりよい「医療サービス」をお客様に届け、幸せになってもらうことを考え、実践している。医療業界以外の業種に対しても、同じように良質なサービスの提供を行い、消費者に幸せを与えることを目指している。そうすれば、スタッフは自分の仕事に誇りや、やり甲斐を感じることができ、その結果、SBC は社会になくてはならないグループとして、社会に貢献し続けることができると考えている。

### ビジョンは「世界一『お客さま』の多い医療グループになる」

ビジョンは、組織が目指す理想の状態であり、経営・事業目標である。SBC は、ビジョンとして「世界一『お客さま』の多い医療グループになる」を掲げる。今後も美容医療をはじめとする多様な医療領域における経営支援を強化し、持続可能で高品質な医療サービスの普及に貢献する方針である。また、Passion、Customer Obsession、Think Big、Start Small、Move Fast という 5 つの行動原則に基づき、12 の行動基準を定めている。

### 企業 DNA を活かした事業戦略が成功の鍵

企業 DNA とは、創業者の想いや企業の歴史の中で培われた、その組織固有の価値観や哲学、企業文化である。企業 DNA を活かした事業戦略を立案、実行することが競争に打ち勝つ確率を高めると考えられる。そのため、ストラテジー・アドバイザーズでは企業 DNA を重視している。

### 二つの企業 DNA

SBC の企業 DNA としては、「究極の三方よしを実現することを目指す経営理念」に加え、「業界の常識を打破して新たな道を切り拓くチャレンジ精神」が挙げられる。

### 「業界の常識を打破して新たな道を切り拓くチャレンジ精神」

相川 CEO の履歴書や会社の沿革でも触れたように、SBC の歩みは、業界の常識を否定し、自ら多くの変革を成し遂げたことで切り拓かれたと言える。数多くの障害を乗り越え、日本の医療関連サービス企業として、初めて米国株式市場に上場したことは、SBC の企業 DNA である「業界の常識を打破して新たな道を切り拓くチャレンジ精神」がなければ不可能であったと思われる。

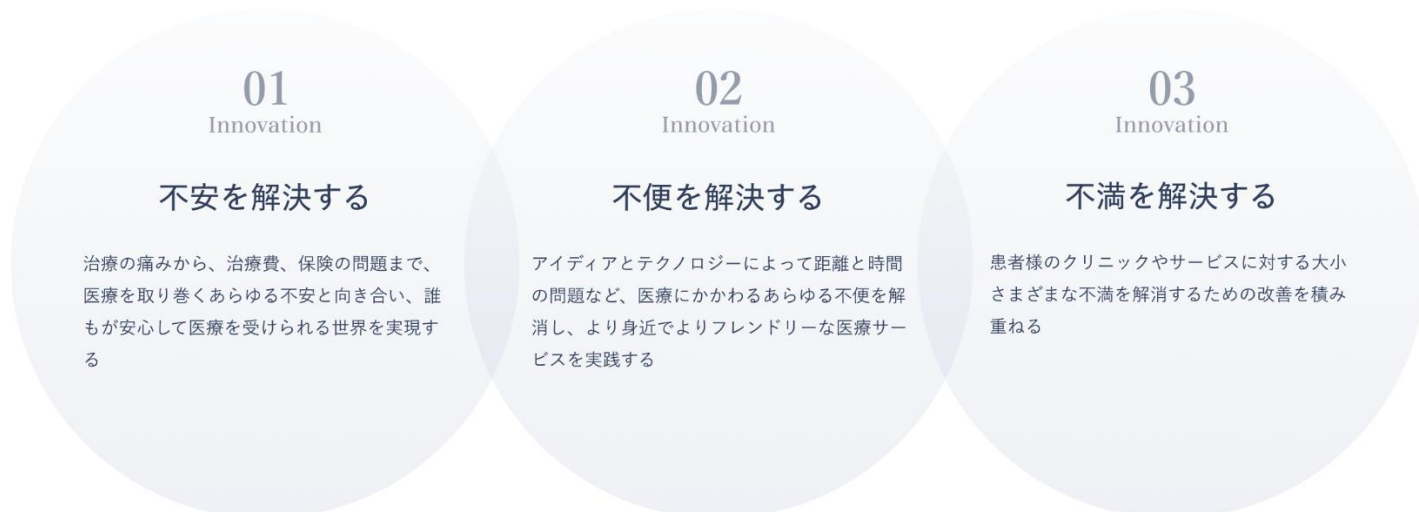
図表 21. SBC メディカルグループの企業理念



出所：会社資料

図表 22. SBC のグループパーパス実現に向けた 3 つのメディカルイノベーション

SBCが取り組む3つのメディカルイノベーション



出所：会社資料

## 10. 市場動向及び同業他社比較

### 1) 世界第3位の日本市場で美容医師や美容関連医療法人が増加

世界の市場規模は 879 億ドル、  
日本は 42 億ドル

インドの調査会社である Straits Research によれば、2024 年の世界美容医療の市場規模は、879 億ドルであった。一方、矢野経済研究所によれば、2024 年における国内市場規模は 6,310 億円（2024 年の平均ドルレートで換算すると 42 億ドル）であった。

米国が最大の市場で日本は 3 位

世界における美容整形の分野では、外科手術と非外科施術の合計件数で、米国が最大の市場であり、2 位がブラジル、3 位が日本である（2024 年）。美容外科医数は、米国（7,752 名）、ブラジル（6,497 名）、中国（5,000 名）に次いで、日本（4,000 名）は 4 位に入る（2024 年）。外科手術では、まぶたの手術、脂肪吸引、豊胸術、非外科施術では、ボトックス注射、ヒアルロン酸注射、脱毛が人気施術である。

図表 23. 美容外科手術・非外科施術件数上位 10 カ国（2024 年）

	国	外科施術	構成比	非外科施術	構成比	合計	構成比
1	米国	1,999,528	11.5%	4,165,645	20.3%	6,165,173	16.2%
2	ブラジル	2,354,513	13.5%	769,245	3.7%	3,123,758	8.2%
3	日本	380,000	2.2%	1,251,600	6.1%	1,631,600	4.3%
4	イタリア	480,047	2.8%	891,172	4.3%	1,371,220	3.6%
5	ドイツ	626,215	3.6%	677,313	3.3%	1,303,528	3.4%
6	メキシコ	734,082	4.2%	560,865	2.7%	1,294,946	3.4%
7	インド	677,040	3.9%	611,800	3.0%	1,288,840	3.4%
8	トルコ	570,478	3.3%	539,828	2.6%	1,110,306	2.9%
9	フランス	415,800	2.4%	497,140	2.4%	912,940	2.4%
10	台湾	257,480	1.5%	400,840	2.0%	658,320	1.7%

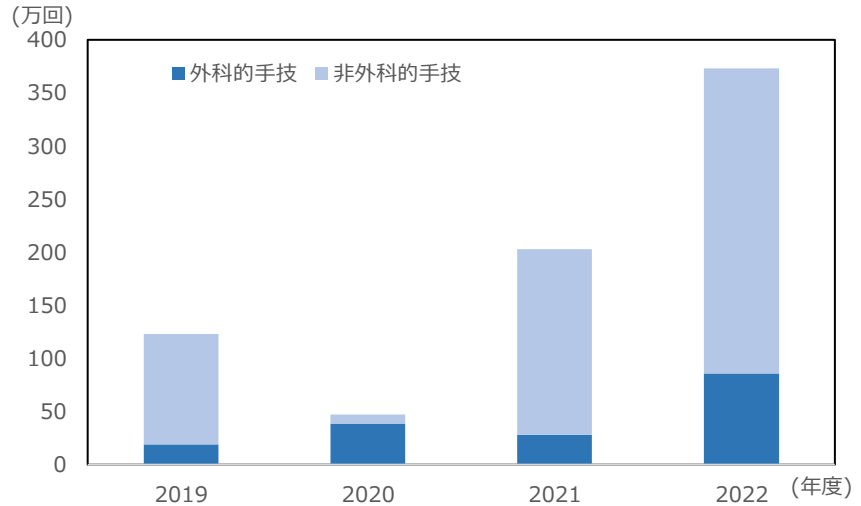
出所：ISAPS、“ISAPS International Survey on Aesthetic/Cosmetic procedures performed in 2024”よりストラテジー・アドバイザーズ作成

日本では非外科的手技が多い

日本では、外科的手技（外科手術）よりも、非外科手技（非外科施術）の件数が圧倒的に多く、2020 年度は減少したが、2022 年度に大幅に増加している。

ISAPS によれば、日本市場（2024 年）における外科的手技の種類別上位は、1 位が瞼手術（140,000 回）、2 位が鼻形成術（40,400 回）、3 位が脂肪吸引（37,200 回）であった。非外科手技の種類別上位は、1 位がボツリヌス菌毒素注入（414,800 回）、2 位がヒアルロン酸注入（341,600 回）、3 位が脱毛（133,200 回）であった。

図表 24. 日本における美容医療の施術数の推移



注：外科的手技：「顔面、頭部」（眉毛挙上、耳介形成 等）、「乳房」（乳房異物除去、乳房挙上等）、「躯幹、四肢の形成外科」（腹壁形成、ヒップリフト 等）。

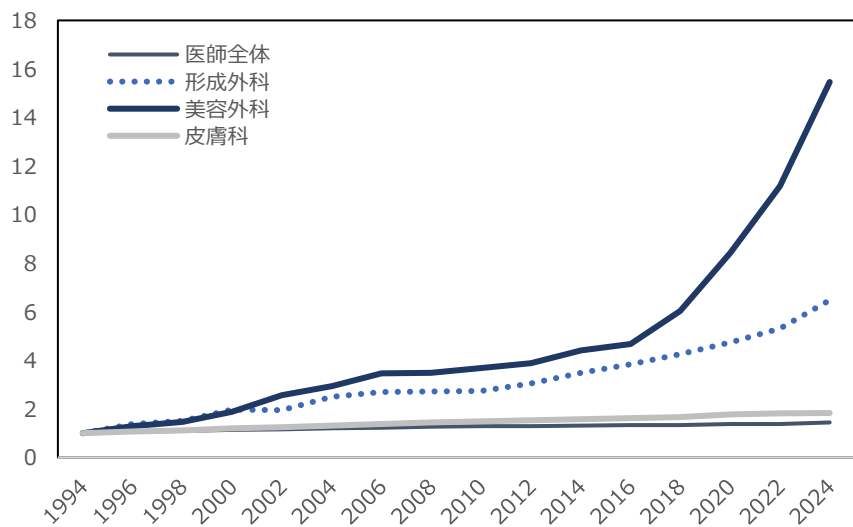
非外科的手技：「注入剤」（ボツリヌス菌毒素、ヒアルロン酸 等）、「顔面若返り」（ケミカルピール、光若返り 等）、「その他」（脱毛、硬化療法 等）

出所：厚生労働省「資料 1 美容医療に関する現状について」（第 1 回美容医療の適切な実施に関する検討会、2024 年 6 月 27 日）よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 日本では美容医療に関わる医師数が増加

日本においては、美容医療に関わる診療所に勤務する医師数が増加している。診療所に従事する医師数が 111,699 人であるのに対し、皮膚科医は 6,136 人、形成外科医は 868 人、美容外科医は 1,701 人となっており、合計 8,705 人（構成比 7.8%）であった（2024 年末、出所：厚生労働省）。10 年前と比べて、診療所の医師数は全体で 1.1 倍に増加した一方、皮膚科では 1.2 倍、形成外科では 1.9 倍、美容外科では 3.5 倍に増加している。

図表 25. 美容医療に関わる医師数の推移（診療所勤務対象、1994 年 = 1）



注：病院除く。

出所：厚生労働省「医師・歯科医師・薬剤師統計」よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 美容外科を標榜する診療所も増加

美容外科を標榜する診療所は 2020 年の 1,404 院から 2023 年には 2,016 院に増加した。また、形成外科を標榜する診療所は 2020 年の 2,167 院から 2023 年には 2,491 院に、皮膚科を標榜する診療所も 2020 年の 12,410 院から 13,185 院に増加している。

経営形態別に見ると、2020 年までの推移ではあるが、上記のいずれの診療科でも個人経営が減少し、医療法人が増加を牽引している。

図表 26. 美容医療に関わる一般診療所数の推移

年度	美容外科				形成外科				皮膚科			
	個人	医療法人	その他	合計	個人	医療法人	その他	合計	個人	医療法人	その他	合計
2008	656	314	13	983	1,099	722	37	1,858	7,026	4,784	626	12,436
2011	683	374	11	1,068	1,020	755	33	1,808	6,300	4,659	559	11,518
2014	640	485	3	1,128	1,029	894	35	1,958	6,335	5,329	664	12,328
2017	619	607	7	1,233	980	1,033	33	2,046	6,014	5,506	678	12,198
2020	601	785	18	1,404	957	1,167	43	2,167	5,712	6,018	680	12,410

注：一般診療所は、医師又は歯科医師が医業又は歯科医業を行う場所（歯科医業のみは除く）であって、患者の入院施設を有しないもの又は患者 19 人以下の入院施設を有するもの病院除く。

出所：厚生労働省「資料 1 美容医療に関する現状について」（第 1 回美容医療の適切な実施に関する検討会、2024 年 6 月 27 日）よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 経験が浅い医師の増加が美容医療事故の増加につながっている

国内の美容医療については、保険適用されない自由診療として提供されることから、これまでは指導・監査等の範囲が保険診療と比較して限定的であった。一方、近年、モラルを逸脱した医師や、経験が浅い医師などの増加に伴う美容医療事故やトラブルが増えている。こうした実態を踏まえ、厚生労働省は、2024 年に開催された「美容医療の適切な実施に関する検討会」において、美容医療業界に対する新たな規制を検討した。

## 美容医療に関する報告制度が創設された

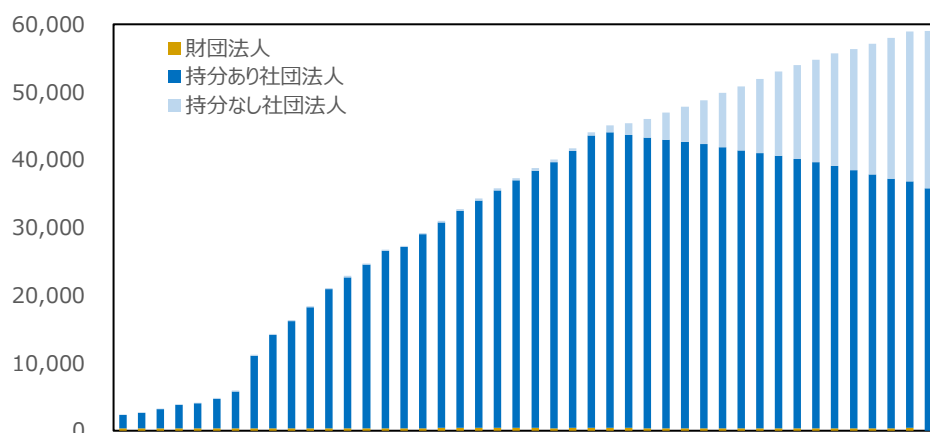
同検討会の報告書や全国規模の実態調査に基づき、2025 年 12 月には美容医療に関する報告制度の創設等が盛り込まれた改正医療法が成立した。同制度では、美容医療を行う医療機関には、医療安全管理体制・事故防止策等を都道府県知事に対して、定期的に報告する義務が課せられた。改正医療法は 2027 年までに施行される。

## 2) 日本における医療法人の法制

### 医療法人の非営利性を強調するために、出資持分のある医療法人の新設はできなくなった

医療法人は病院、医師若しくは歯科医師が常時勤務する診療所、介護老人保健施設又は介護医療院の開設を目的として設立される法人である（医療法 39 条）。医療法人の基本的な区分として、社団医療法人と財団医療法人に分けられ、社団医療法人が 99%を占める。さらに、社団医療法人は、「出資持分のある医療法人（経過措置型医療法人）」と「出資持分のない医療法人」に分けられる。前者は、その定款に出資持分に関する定め（通常は、①社員の退社に伴う出資持分の払戻し、及び、②医療法人の解散に伴う残余財産の分配に関する定め）を設けている社団医療法人を指す。2007 年の医療法改正に伴い、出資持分のある医療法人の新設はできなくなり、厚生労働省は既存の出資持分のある医療法人（持分あり社団法人）についても、持分のない医療法人（持分なし社団法人）へ移行するよう促進してきた。

図表 27. 種類別医療法人数の推移



注：1996 年まで年末、それ以降は 3 月末現在。

出所：厚生労働省、ストラテジー・アドバイザーズ

## 社団医療法人は株式市場に上場できない

出資持分のある社団医療法人のガバナンスは株式会社に類似しており、出資者である社員が株主に、社員総会が株主総会に、理事（会）が取締役（会）に、幹事が監査役に、理事長が代表取締役等に相当する。ただし、社団医療法人には、株式に相当する概念は存在せず、証券取引所に上場することはできない。

## 営利法人は医療法人の議決権を保有できない

医療法 7 条 7 項により、都道府県知事は、営利目的の病院や診療所の設立許可を与えないことができる。また、医療法人は株式を発行できず（株主は存在しない）、剰余金の配当もできない（同 54 条）。さらに、営利法人は、社員総会の社員になることはできない。つまり、営利法人である SBC メディカルグループ株式会社（メディカルサービス法人）、SBC メディカルグループホールディングスは、医療法人に出資することはできるが、出資した場合でも医療法人の社員となつて、議決権を保有することはできない。

## 医療法人の M&A 手法は多様化

医療法人の M&A 手法は、多様化している。2014 年に社団医療法人と財団医療法人の合併、2016 年に医療法人の分割が可能となった。現在では、社員の入退社、持分譲渡、合併（吸収合併、新設合併）、分割、事業譲渡などを通じて行われる。

### 3) 主要上場同業他社との比較

#### 売上高最大の上場美容医療企業は香港の EC Healthcare

美容医療関連サービスを提供する世界の主要上場企業で最も売上高が大きいのは、香港を中心にマカオや中国本土にも展開する EC Healthcare (02138 香港) である。25/3 期の売上高は SBC (24/12 期) の 2.6 倍の 531 百万ドルであるが、うち美容医療 (DR REBORN など) の売上高は 3 割程度で、約 6 割は総合医療、その他に動物病院等も展開している。全体のサービス拠点数は 164 か所である。元々は美容医療中心であったが、過去 5 年間の間に積極的な買収を進め、総合医療の売上高が美容医療を大きく上回る状態となった (図表 12 参照)。

#### 2 位のドイツの M1 Kliniken は医薬品流通事業が売上高の大半

売上高第 2 位の M1 Kliniken (M12 ドイツ) は、ドイツを中心に欧州各地に 63 のクリニック (2024 年末) を有する。24/12 期の売上高は 350 百万ドルであった。以前は純粋な美容医療企業であったが、2018 年から医薬品等の流通事業 (美容医療用注入剤も手掛けるが、慢性疾患向けのスペシャリティ医薬品が中心) も開始し、現在は同事業が売上高の 7 割程度を占める。他方、利益については、医薬品流通事業が美容医療事業を下回る状況にある。

# SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

**3位の中国の So-Young International は直営クリニックによる美容医療サービス売上高が急拡大**

**美容医療関連事業の売上高で比べると、SBC が 2 位**

**SBC は EBITDA では美容医療企業の 2 位**

**Perfect Medical Health Management は非美容医療や、香港以外の地域にも展開**

**総合医療企業を含めると、売上高最大は米 HCA Healthcare**

**HCA Healthcare は積極的な自社株買いでしばしば債務超過に**

**売上高 2 位の Fresenius SE&Co. KgaA は点滴液等の製造販売と病院等の運営を行う複合企業**

**売上高 3 位の Tenet Healthcare は米国南西部を中心に総合医療を提供**

**ROE では、美容医療企業にも魅力的な企業が存在**

**ROE1 位の Fameglow Holdings は香港の美容医療企業**

売上高第 3 位の So-Young International (SY NASDAQ) は、北京に本社を置く、中国最大のオンライン美容医療プラットフォームを運営している。以前は、外部の美容医療クリニックからの広告掲載料や予約手数料が売上高の中心を占めていたが、2025 年は直営クリニックによる美容医療サービスの売上高が急拡大している。25/12 期の売上高は 212 百万ドルであった。美容医療サービスの構成比が 44%に達し、情報・予約サービスの構成比 (33%) を上回った。

SBC は、売上高では EC Healthcare、M1 Kliniken、So-Young International に次いで 4 位である。但し、上位 2 社はいずれも非美容医療事業の売上高が大半であるため、美容医療関連事業の売上高については、So-Young International が 1 位、SBC が 2 位である。

また、クリニック数については、SBC は直営が少なく、経営支援先が中心、3 社は直営という違いがあるが、SBC が 3 社の拠点数を大幅に上回っている。

なお、美容医療企業の中での EBITDA の上位は、第 1 位が EC Healthcare、第 2 位が SBC、第 3 位が Perfect Medical Health Management (01830 香港) である。

Perfect Medical Health Management は、香港の美容医療企業大手であるが、健康診断等の健康管理サービスも展開している。地盤とする香港だけでなく、中国本土、マカオ、豪州、シンガポールにも進出しており、香港以外の地域での売上比率が上昇傾向にある。

総合医療企業も含めた世界の上場医療企業の中での売上高上位 3 社は、HCA Healthcare (HCA NYSE、756 億ドル、25/12 期)、Fresenius SE&Co. KgaA (FRE ドイツ、255 億ドル、25/12 期)、Tenet Healthcare (THC NYSE、213 億ドル、25/12 期) である。SBC が目標とするメイヨー・クリニック (非上場) の売上高は 215 億ドル (25/12 期) であり、Tenet Healthcare に次ぐ水準である。なお、EBITDA 上位 3 社は、HCA Healthcare、Tenet Healthcare、Fresenius SE&Co. KgaA である (図表 14 参照)。

HCA Healthcare は、1968 年にテネシー州で設立された、米国最大の営利目的の病院運営会社である。米国 19 州と英国に 190 の総合病院と、約 2,500 の外来診療所を運営し、年間 44 百万人以上の患者を受け入れている。2006 年に同社の 3 度目の非上場化が KKR やベインキャピタルによってなされた後、2010 年に再上場。M&A を推進し、2025 年の売上高は 2010 年の再上場時の 2.5 倍となっている。積極的な株主還元策を、自社株買いを中心として行っており、しばしば債務超過となっている。

Fresenius SE&Co. KgaA は、1912 年にドイツで設立された世界的な総合ヘルスケアグループである。グループの中核企業は、ドイツやスペインで病院運営を行う Fresenius Helios と、点滴液等の製造販売を行う Fresenius Kabi である。

Tenet Healthcare は 1969 年に設立で、本社はテキサス州ダラスにある。テキサス州やカリフォルニア州等を中心に、50 の総合病院と約 640 のその他の医療施設を有する。事業セグメントは、病院運営・サービス事業と外来医療事業によって構成されている。

上場医療企業全体の中での ROE 上位 3 社は、Fameglow Holdings (08603 香港)、Perfect Medical Health Management、Tenet Healthcare である。美容医療企業が 1 位と 2 位を占めるほか、上位 10 社には SBC を含め 5 社が名を連ねている。美容医療企業は、規模では総合医療企業に劣後するものの、収益性では魅力的な企業も存在している。

2018 年に香港で設立された、ROE1 位の Fameglow Holdings は、過去 4 年の売上高と当期純利益が急成長している。美容皮膚科と脱毛に特化した低侵襲な治療が主体であり、レーザー治療等が収益の大半を占めている。

## 11. 競争戦略の分析と模倣困難性

ポーターは競争戦略を、「差別化」、「コストリーダーシップ」、「集中」に分類

開業初期は「集中」戦略と「コストリーダーシップ」戦略の二つを採用

2000年代半ば以降は、医療機関への経営支援事業という「差別化」戦略に転換

「経営理念に基づいて確立された高レベルのコンプライアンス体制と、M&Aを通じて多様な領域や地域に展開する経営力」は模倣が困難

マイケル・ポーターの提唱する『競争の戦略』はポジショニング理論に分類される。これは、「業界内において有利になるために、自社をどのようにポジショニングするか」を重視するものである。ポーターは競争戦略を、「差別化」、「コストリーダーシップ」、「集中」に分類する。そして、これら三つの戦略のうち一つの戦略も作れない企業を「窮地に立った企業」と呼び、低収益に陥ることを指摘する。また、差別化戦略とコストリーダーシップ戦略を両立することは、経営資源が限られている企業には困難で、避けるべきであるとする。

相川 CEO は開業初期に、自分が好きだった脂肪吸引の施術を極めることに「集中」し、他クリニックでは取り切れない部分まで取り切る施術を実現して評判を高め、来院客数の増加につなげた。同時に、開業当時十万円や百万円のオーダーだった施術費用の低下に努める「コストリーダーシップ」戦略も進め、大幅な価格低下を実現し、クリニック数の増加につなげた。このような点で、開業後早い段階においては、SBC は、美容医療クリニックとして、「集中」戦略と「コストリーダーシップ」戦略を採用していたと言える。

2000年代半ば以降は、M&A等を通じた診療科目の多角化や経営支援先クリニックへの経営支援に乗り出し、皮膚科における美容医療と保健医療の両方の提供体制を構築した。さらには病院買収による総合医療への進出、海外展開等を実現した。また、日本最大数を誇る各クリニックでの診療を通じて日々蓄積される診療データも日本最大規模である。診療データを活用した治療法の改善や好事例の共有にグループクリニック全体として取り組んでいる。

こうして蓄積された診療データと構築されたグループクリニックのネットワークを活かして、現在、SBC は経営支援先クリニックの医療機関に対して様々な経営支援を行っている。経営支援事業において SBC が目標としているのは、質の高い医療サービスの提供と医療機関の持続的な成長である。換言すれば、経営支援先クリニックとの Win-Win の関係の構築である。こうした観点から見ると、SBC は、2000年代半ば以降、医療機関への経営支援事業という「差別化」戦略に転換したと言える。

患者とのトラブルが頻発している国内美容医療業界において、SBC は、「究極の三方良しの実現」を経営理念に掲げて、長年、コンプライアンス体制を強化してきたため、顧客満足度を図る上で重要な指標となるリピート率を高水準で維持しており、着実にブランド力を高めてきた。個人クリニックや小規模なクリニックチェーンでは問題を起こさないと運営が出来たとしても、大規模化するにつれて管理が困難となるため、経営破綻や規模縮小を追い込まれている国内大手チェーンが散見されている。結果、SBC と国内美容医療の同業他社の間ではクリニック数の差が拡大している。

また、M&A を通じて、保険診療も含めた幅広い診療領域に展開していることや、国内において複数ブランドの美容医療クリニックをグループ化していること、海外の複数国でクリニックネットワークを構築していることも、国内美容医療の同業他社を大きく凌駕している強みとして位置付けられる。

こうした M&A を通じて多様な領域や地域に展開する能力は、NASDAQ 上場を目指して過去数年に亘って経営力を強化したことで培われたものであり、この点でも SBC は同業他社との差を大きく広げてきた。仮に、国内の同業他社が今後、経営力を強化したとしても、日本の美容医療関連企業で唯一の上場企業である SBC のレベルに追いつくには相応の時間が必要であろう。また、海外の同業他社の多くも自国中心の展開にとどまっており、NASDAQ 上場後、海外展開を加速している SBC との経営力の差は拡大している印象である。

よって、ストラテジー・アドバイザーズは「経営理念に基づいて確立された高レベルのコンプライアンス体制と、M&A を通じて多様な領域や地域に展開する経営力」が SBC の模倣困難性と考えている。

## 12. サステナビリティ

### コーポレートガバナンスの免除規定が存在

被支配会社である SBC の場合、ナスダック上場規則により、コーポレートガバナンスに関しては、一定の免除規定がある。免除される基準として、以下が挙げられる。

- 取締役会の過半数が独立取締役で構成されていること
- 指名委員会、コーポレートガバナンス委員会および報酬委員会の年次業績評価
- 定款で委員会の目的と責任を定めた、独立取締役のみで構成される指名委員会とコーポレートガバナンス委員会を設置していること
- 定款で委員会の目的と責任を定めた、独立取締役のみで構成される報酬委員会を設置していること

### SBC は強固なガバナンス体制を敷いている

ただし、SBC は、最も厳しいガバナンス水準を求める米国資本市場へ適応し、強固なコーポレートガバナンスを敷くことで、持続的な成長を確かなものにする。実際、取締役会は 5 名で構成され、そのうち 3 名が独立取締役であり、過半数の基準を満たす。監査委員会、報酬委員会、指名・コーポレートガバナンス委員会は、それぞれ、3 名の独立取締役のみで構成される。なお、女性役員は不在である。

### SBC の取締役は多様性マトリクスにおけるマイノリティに該当

ナスダックは、2021 年に、①上場企業に取締役の多様性マトリクスを使った年次開示（上場規則 5606）、②少なくとも 1 名もしくは 2 名の多様な取締役の選任について遵守（上場規則 5605(f)(2)）、を定める規則を新たに制定した。①の遵守は義務であるが、②については、“have or explain（選任しない場合説明する）”による。ここでいう、多様な取締役とは、女性、過小評価されているマイノリティ（黒人またはアフリカ系アメリカ人、ヒスパニックまたはラテン系、アジア系、アメリカ先住民またはアラスカ先住民、ハワイ先住民または太平洋諸島出身者、または 2 つ以上の人種または民族）、LGBTQ+を自認し、これら一つか二つに該当する個人である。5 名以下の取締役の場合、1 名の多様な取締役で良い。SBC の取締役の場合、過小評価されているマイノリティに該当する。

### 吉田 COO は楽天グループ出身

最高執行責任者（COO）、最高財務責任者（CFO）で取締役副社長の吉田優也氏は、SBC メディカルグループ（日本）の副社長兼 CFO も兼任する。三菱東京 UFJ 銀行、楽天グループ出身で、E コマース、ロジスティクス、決済、金融、M&A などの専門知識を有する。

### 独立取締役の藤原史利氏はメディロムの取締役 CFO

独立取締役の藤原史利氏は、メディロム（MRM NASDAQ）の取締役 CFO である。SBC では、監査委員会、報酬委員会、指名・コーポレートガバナンス委員会の議長を務める。リンデンキャピタルパートナーズの代表社員とイーグルストーン・キャピタル・マネジメンツの代表取締役も務める。メディロムのナスダックへの直接上場（2020 年）で、上場実務を統括した経験があり、財務・会計の専門的知識を有する。日米両国でバイアウト投資、ベンチャー投資、不動産開発、IPO などのキャリアを積む。

### 独立取締役の枝廣憲氏はビズリーチの CSMO

独立取締役の枝廣憲氏は、ビズリーチのチーフ・ストラテジー・アンド・マーケティング・オフィサー（CSMO）である。ビズリーチ入社前は、King Japan の代表取締役として、パズルゲーム「キャンディークラッシュ」などのプロダクト開発・マーケティングを統括した。CSO の経験、マーケティングの豊富な知識を有する。

### 独立取締役の Mike Sayama 氏はシティバンク等の取締役を歴任

独立取締役の Mike Sayama 氏は、2016 年 7 月から 2021 年 1 月まで、Community First の創設エグゼクティブ・ディレクターを務め、運営、戦略立案、コミュニティ・リレーションズ、資金調達を担当。シティバンクやセントラル・パシフィック・バンクなどの取締役を務めたこともある。イェール大学で心理学の学士号、ミシガン大学で臨床心理学の博士号を取得し、ヘルスケア・テクノロジー産業の幅広い知識を有する。

図表 28. SBC の取締役会構成

取締役	年齢	肩書
相川佳之	54	代表取締役会長兼 CEO
吉田優也	46	取締役副社長兼 COO 兼 CFO
藤原史利	58	独立取締役 (メディアコム取締役)
枝廣 憲	42	独立取締役 (ビズリーチ執行役員 CSMO)
Mike Sayama	70	独立取締役

注：年齢は 2025 年 4 月 30 日時点

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## SBC 医学振興財団や看護師奨学金制度を設立

SBC は、ESG を考慮した経営・事業活動を行なっているとする。自然環境保護の観点から、①DX 化によるペーパーレスの推進（オフィス）、②医療品ロスの削減指導、③オリジナル商品 詰め替えボトルの販売、を推進する。また、地域・社会への貢献として、①公益財団法人 SBC 医学振興財団の設立、②看護師奨学金制度の設立、③キッズドア「無料大学進学支援医療コース」プロジェクト、⑤スポーツ業界（テニス）への貢献、に取り組んでいる。コロナ禍では、ワクチン接種会場への人的支援・PCR 検査会場の設立等も行った。人的資本関連では、従業員の働きがいを推進しており、①女性社員活躍、②人材育成プログラム、③多様なキャリアパスの用意、④働きやすい職場環境づくり、が挙げられる。

## 子供の教育や貧困問題を重視

SBC は、これらの施策の中でも、特に子供の教育や貧困問題を重視している。「お金がないから塾に行けない」「経済的な事情で進学できない」という子供たちのため、「経済的格差が教育格差であってはならない」の考えの下、キッズドアを通じて、教育支援事業に注力している。相川 CEO の父親は、薬剤師として漢方薬の研究のため、中国に訪問したことがあったが、そこで貧しい子供たちを見て、心を痛めたようである。成功したら貧しい子供たちのための学校を作りたいという話を父親がしていた影響もあるという。

3 年ごとに調査が実施される日本の相対的貧困率（貧困線に満たない世帯員の割合）は、2021 年において 15.4%であった。また、子どもの貧困率（17 歳以下）は 11.5%であった（出所：厚生労働省「2022（令和 4）年 国民生活基礎調査の概況」）。貧困線とは、等価可処分所得の中央値の半分を意味しており、2021 年においては 127 万円であった。等価可処分所得とは、世帯の可処分所得を世帯員人の平方根で割って調整した所得である。OECD による世界主要国の相対的貧困率のランキング（各国で調査年次に差異がある）において、日本は、米国やブラジル等よりは低い数値であるものの、欧州の主要国やオーストラリア等よりも高い数値であり、特に子供の貧困は日本の大きな問題となっている。

## 「ベストモチベーションカンパニーアワード」で 3 年連続 1 位を受賞

SBC メディカルグループは、企業と従業員の相互理解・相思相愛度合いを偏差値化した「エンゲージメントスコア」が高い企業を表彰する「ベストモチベーションカンパニーアワード（主催：株式会社リンクアンドモチベーション）」大手企業部門において、2025 年までの 3 年連続で 1 位を受賞し、殿堂入りとなった。

## 13. リスクファクター

事業展開その他に関するリスク要因となる可能性があると考えられる事項は、以下のとおりである。

- ① 医学部卒業後に2年間の初期臨床研修を終えた若手医師が、保険診療をほとんど経験せずに、直接、美容医療クリニックに就職する事例が急増していることを、政府が問題視し始めている（いわゆる「直美（ちよび）」問題）。同問題に対して、何らかの規制が導入された場合には若手人材の確保が困難となる可能性がある。
- ② SBC の成功等により美容医療は稼げるという認識が日本国内で広まっており、新規参入によって競争が激化する可能性がある。
- ③ 比較的事業経験の少ない海外市場への展開において、予期せぬ問題を抱える可能性がある。
- ④ 創業者の相川 CEO が何らかの理由で業務を継続できなくなった場合は、経営状況に問題が生じる可能性がある。

図表 29. 四半期別業績動向 (単位: 百万ドル)

決算期	23/12		24/12		25/12					
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>売上高</b>	<b>47</b>	<b>62</b>	<b>55</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>44</b>	<b>47</b>	<b>43</b>	<b>43</b>	<b>40</b>
(前年同期比)	-	-	27.7%	29.5%	12.3%	-28.8%	-13.6%	-18.3%	-18.3%	-10.9%
フランチャイズ売上	8	17	15	15	16	16	16	10	10	10
調達売上	8	19	13	14	18	11	14	16	13	13
マネジメントサービス売上	22	19	16	17	12	9	9	5	9	6
レンタルサービス売上	1	3	4	3	4	5	6	7	6	4
その他	5	6	7	5	4	5	3	6	4	6
売上原価	14	19	15	14	10	11	10	13	13	11
<b>売上総利益</b>	<b>33</b>	<b>43</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>34</b>	<b>38</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>29</b>
(売上総利益率)	70.9%	69.6%	72.1%	74.2%	81.5%	76.3%	79.7%	69.2%	70.6%	73.1%
営業費用合計	13	19	15	12	29	29	14	15	15	16
<b>営業利益</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>14</b>	<b>5</b>	<b>24</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>13</b>
(売上高営業利益率)	42.4%	38.5%	44.6%	51.4%	26.1%	10.6%	51.1%	33.6%	36.6%	32.5%
その他収益(費用)合計	1	0	3	0	-1	1	7	-1	3	6
<b>税引前利益</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>31</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>19</b>
<b>当社株主に帰属する純利益</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>22</b>	<b>2</b>	<b>13</b>	<b>14</b>
<b>EBITDA</b>	<b>23</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>28</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>14</b>
<b>EBITDA マージン</b>	<b>49.3%</b>	<b>42.6%</b>	<b>46.5%</b>	<b>53.0%</b>	<b>28.0%</b>	<b>46.6%</b>	<b>52.5%</b>	<b>35.0%</b>	<b>38.4%</b>	<b>34.2%</b>
減価償却費	3	3	1	1	1	1	1	1	1	1
減損損失	-	-	-	-	-	15	-	-	-	-
売上高当期純利益率	17.7%	23.0%	34.2%	34.8%	5.3%	14.7%	45.4%	5.7%	29.6%	35.9%

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 30. 連結損益計算書 (単位 : 百万ドル)

決算期	22/12	23/12	24/12	25/12
<b>売上高</b>	<b>174</b>	<b>194</b>	<b>205</b>	<b>174</b>
フランチャイズ売上	24	42	61	46
調達売上	54	53	55	56
マネジメントサービス売上	67	72	53	30
レンタルサービス売上	20	7	16	23
その他	8	19	20	19
売上原価	59	56	49	46
<b>売上総利益</b>	<b>114</b>	<b>137</b>	<b>156</b>	<b>127</b>
売上総利益率	-	70.9%	76.0%	73.3%
営業費用合計	94	66	86	60
<b>営業利益</b>	<b>20</b>	<b>71</b>	<b>70</b>	<b>67</b>
営業利益率	-	36.5%	34.2%	38.9%
その他収益 (費用) 合計	4	3	3	15
<b>税引前利益</b>	<b>24</b>	<b>74</b>	<b>73</b>	<b>82</b>
法人税等	18	35	27	31
<b>当社株主に帰属する純利益</b>	<b>6</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>51</b>
<b>EBITDA</b>	<b>29</b>	<b>83</b>	<b>89</b>	<b>70</b>
<b>EBITDA マージン</b>	<b>16.7</b>	<b>42.8</b>	<b>43.4</b>	<b>40.4</b>
減価償却費	8	12	4	3
減損損失	-	-	15	0
純利益率	3.6%	20.3%	22.7%	29.4%

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 31. 連結貸借対照表(単位：百万ドル)

決算期	22/12	23/12	24/12	25/12
現金及び現金同等物	51	103	125	164
売上債権	-	36	30	30
棚卸資産	-	3	1	3
その他流動資産	-	24	28	34
<b>流動資産合計</b>	<b>112</b>	<b>166</b>	<b>184</b>	<b>231</b>
有形固定資産	15	14	9	8
無形資産	7	20	2	48
のれん	-	4	5	15
その他の非流動資産	91	55	66	78
<b>非流動資産合計</b>	<b>113</b>	<b>93</b>	<b>82</b>	<b>149</b>
<b>資産合計</b>	<b>225</b>	<b>259</b>	<b>266</b>	<b>380</b>
仕入債務	15	30	15	18
有利子負債	8	4	4	14
その流動負債	78	59	42	30
<b>流動負債合計</b>	<b>101</b>	<b>92</b>	<b>61</b>	<b>61</b>
有利子負債	8	4	8	38
その他固定負債	8	19	2	18
<b>非流動負債合計</b>	<b>16</b>	<b>23</b>	<b>10</b>	<b>56</b>
<b>負債合計</b>	<b>117</b>	<b>115</b>	<b>71</b>	<b>117</b>
資本金・剰余金	27	37	63	73
利益剰余金	103	143	189	240
その他	-25	-38	-57	-65
<b>当社株主に帰属する資本合計</b>	<b>105</b>	<b>142</b>	<b>195</b>	<b>248</b>
非支配株主持分	3	2	0	15
<b>資本合計</b>	<b>108</b>	<b>144</b>	<b>195</b>	<b>263</b>
<b>負債及び資本合計</b>	<b>225</b>	<b>259</b>	<b>266</b>	<b>380</b>

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 32. 連結キャッシュ・フロー計算書 (単位: 百万ドル)

決算期	22/12	23/12	24/12	25/12
純利益	6	39	47	51
減価償却費	6	12	4	3
減損損失	1	0	16	0
営業損益の調整額	-2	0	-3	-4
繰延税金	-4	4	-14	5
運転資本の増減	-11	-8	-47	-27
その他非現金支出	3	3	4	-4
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>0</b>	<b>51</b>	<b>21</b>	<b>25</b>
有形固定資産の取得・売却	-23	-1	-3	5
無形資産の取得・売却	0	-2	0	0
事業の取得・売却	-6	1	-5	-43
投資資産の増減	-3	2	0	-1
その他	-1	2	-1	18
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-33</b>	<b>2</b>	<b>-10</b>	<b>-21</b>
借入金の増加及び返済	-5	4	12	33
株式の発行及び取得	0	0	0	-5
その他の財務キャッシュ・フロー	-3	3	11	10
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-8</b>	<b>6</b>	<b>23</b>	<b>38</b>
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-33</b>	<b>52</b>	<b>10</b>	<b>4</b>

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 33. 株価指標、ROE および KPI

決算期	22/12	23/12	24/12	25/12
EPS (ドル)	0.06	0.42	0.48	0.50
BPS (ドル)	1.04	1.51	1.90	2.42
1株当たり配当金 (ドル)	0.0	0.0	0.0	0.0
配当性向	-	-	-	-
終値 (ドル)	-	-	5.56	4.31
PER (倍)	-	-	11.5	8.7
PBR (倍)	-	-	2.8	1.8
期末発行済株式数 (千株)	-	-	103,021	103,881
自己株式数 (千株)	-	-	270	1,304
自社株控除株式数 (千株)	100,743	100,743	102,751	102,577
時価総額 (百万ドル)	-	-	571	442
株主資本比率	46.7	54.9	73.3	65.3
有利子負債残高 (百万ドル)	16	23	13	52
ネット D/E レシオ	-0.34	-0.56	-0.58	-0.45
EV (Enterprise Value)	-	-	460	345
EBITDA (百万ドル)	29	83	89	70
EV/EBITDA 倍率	-	-	5.16	4.91
ROE	-	31.8	27.6	23.0
ROIC (投下資本)	-	26.5	25.0	19.5
ROIC (事業資産)	-	73.4	130.7	83.3
従業員数	-	-	863	863

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、SA)が発行するレポートであり、アナリストを執筆者として作成されたものです。本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

SA は投資銀行業務を提供しておらず、また、対象企業から投資銀行業務に対する報酬も受け取っていません。

SA は対象会社から今後コンサルティング又は研修の受託により非投資銀行業務の報酬を受け取る可能性があります

SA は、SR の発行を受託した企業から通常 600 万円を受け取ります。この料金は、SR 契約の 1 年間の期間中、開始レポート(契約の最初の年の場合) および四半期更新レポートの作成と配布に対するものです(SA は株式またはワラントによる報酬を受け取りません)。

SA 及び執筆者となるアナリストは対象会社の有価証券を保有しておりません。

(SA は、アナリストが担当する企業の株式を所有することを禁止しています。発行会社は、いかなる証券についても市場を形成しません。)

執筆者の報酬は、直接的または間接的に、レポートまたは記事で表明された特定の評価または見解とは関係がなく、過去も将来も関係ありません。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号