

## Q1 決算：営業利益の底打ちが確認され、株価は下値を固める展開に移行

25/12 期 Q1 決算は、売上高 47 百万ドル（前年同期比-14%）、売上総利益 38 百万ドル（同-5%）、営業利益 24 百万ドル（同-1%）、当社株主に帰属する当期利益 22 百万ドル（同+15%）であった。フランチャイズ売上、調達売上及びレンタルサービス売上は増加したものの、人材派遣事業を終了したことや、連結子会社 2 社を売却したことから、マネジメントサービス売上とその他が大幅減となった。売上高は二桁減となったものの、売上総利益率の改善や営業費用の削減により、営業利益は微減に留まった。

25/12 期 Q1 におけるフランチャイズクリニックの売上高は 265 百万ドルと前年同期比 3% 減であった。これは、顧客数は増加したものの、新規参入に伴う競争激化により、美容皮膚科領域で顧客数の拡大を目指して戦略的な値下げを実施したことや、美容外科領域を含め、全分野で顧客単価が下落したことが影響している。

5 月 15 日公表の Q1 決算において、営業利益は前年同期比では微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。また、自己株式の取得計画も公表された。その後、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り、足下では 4~5 ドルのレンジで取引されている。

世界の主要上場美容医療企業 9 社と比較すると、SBC は EBITDA が 89 百万ドルで 2 位、企業価値が 364 百万ドルでトップであり、ROE でも 2 番目に高く、業界のリーディングカンパニーと言える。しかし、EV/EBITDA（4 倍）や PBR（2 倍）では、SBC の株価には相対的な割安感がある。また、世界の主要上場総合医療企業も含めた 31 社について見ると、ROE では、SBC は 31 社中 4 番目に高く、収益性では上位に位置している。PBR や EV/EBITDA でも SBC の割安感が際立っている。

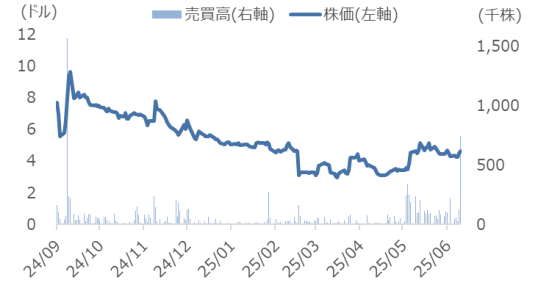
現在、世界の上場医療企業において最大の EBITDA を誇る HCA Healthcare（HCA NYSE）の企業価値は 1,412 億ドルに達しており、SBC の企業価値の約 400 倍である。また、両社の企業価値にはまだ大きな格差があるものの、日本の美容医療企業グループとして唯一上場していることや、世界的美容医療業界ではリーディングカンパニーの地位を築いていることを考慮すれば、2050 年に「世界一お客様の多い医療グループ（クリニック数 10,000 院、病院 1,000 院）」を目指すという高い目標に挑戦する権利を有していると言えるだろう。

### 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)
24/12Q1	55	27.7	24	120.8	27	121.6	19	212.5	0.20	-
<b>25/12Q1</b>	<b>47</b>	<b>-13.6</b>	<b>24</b>	<b>-1.1</b>	<b>31</b>	<b>15.6</b>	<b>22</b>	<b>14.6</b>	<b>0.21</b>	-
22/12	174	-	21	-	24	-	6	-	0.06	-
23/12	194	11.1	71	231.0	74	210.8	39	523.4	0.39	-
24/12	205	6.1	70	-0.5	73	-0.2	47	18.4	0.48	-

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(6/27)	4.64
52週高値(24/9/27)	9.61
52週安値(25/4/2)	2.95
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)	476.8
EV (百万ドル)	363.8
自己資本比率(24/12、%)	73.3
ROE (24/12、%)	27.6
PER (24/12実績、倍)	9.7
PBR (24/12実績、倍)	2.4
配当利回り (25/12 会予、%)	-

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

## 1. 25/12 期 Q1 業績

### 25/12 期 Q1 は、減収営業減益

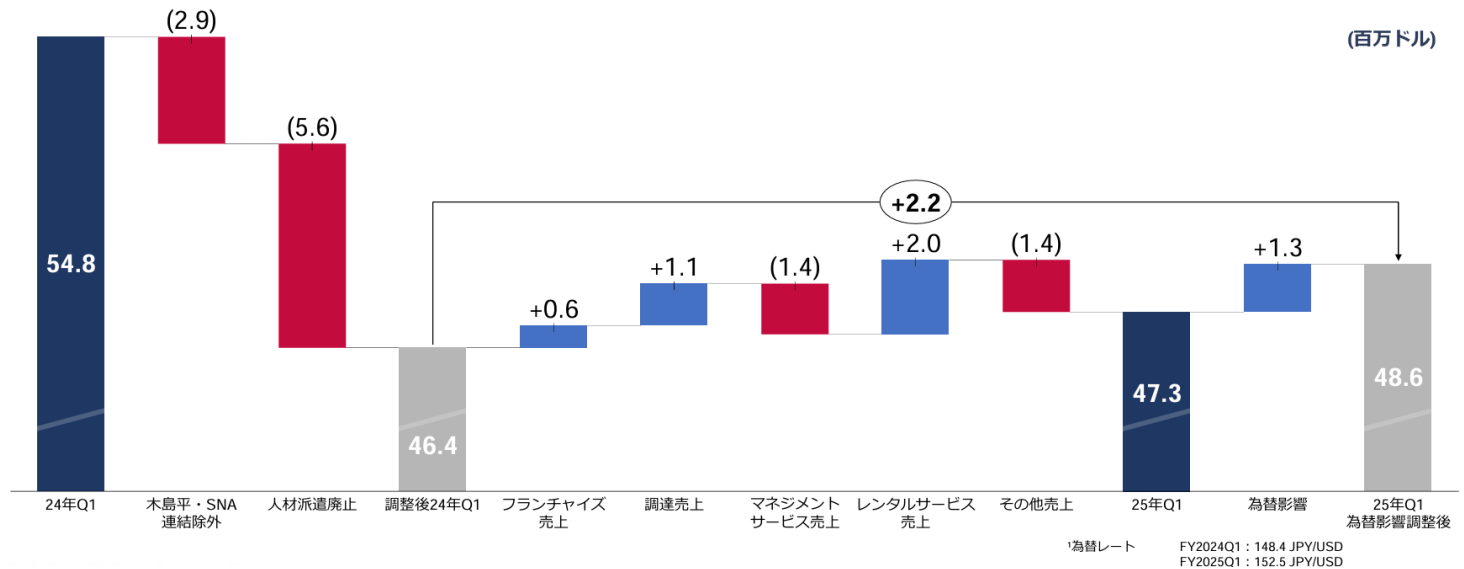
SBC メディカルグループホールディングス（以下、SBC）は、5月15日、25/12 期 Q1 決算を発表。売上高 47 百万ドル（前年同期比-14%）、売上総利益 38 百万ドル（同-5%）、営業利益 24 百万ドル（同-1%）、当社株主に帰属する当期利益 22 百万ドル（同+15%）であった。

### 人材派遣サービスの終了と連結から除外した子会社の影響を除くと、売上高は 2 百万ドル増

売上高は前年同期比 8 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 5.6 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 2.9 百万ドル減）を除くと、売上高は前年同期比 2.2 百万ドル増であった。

為替レートは、24/12 期 Q1 が 148.4 円/USD、25/12 期 Q1 が 152.5 円/USD であった。為替影響は 1.3 百万ドルの売上高増加要因となった。

図表 1. 売上高の増減分析



出所：会社資料

### 3 事業は好調

事業別売上高については、フランチャイズ売上（ロイヤリティ収入）は、2025 年 3 月末のフランチャイズクリニック数が過去 1 年間で増加したため、16 百万ドル（前年同期比+4%）となった。

調達売上は、フランチャイズクリニック数の増加に伴い、14 百万ドル（同+9%）となった。24/12 期 Q4 に抑制していた広告サービスを増やしたため、前四半期比では 36%増加した。

レンタルサービス売上は、美容皮膚科クリニック向けレーザー機器のレンタルが好調であったため、6 百万ドル（同+56%）となった。

### マネジメントサービスとその他は減収

一方、マネジメントサービス売上は、クリニック運営スタッフの人材派遣サービスを終了に伴い、9 百万ドル（前年同期比-44%）となった。

その他も、連結子会社 2 社の売却により、3 百万ドル（同-60%）となった。売却時期が 2024

年 12 月末であったことから、前四半期比では 38%減となった。

## 原価率が高い事業の縮小により、売上総利益率は改善

売上原価は、原価率の高いマネジメントサービスとその他において人件費等が大幅に減少し、10 百万ドル（前年同期比-37%）となった。結果、売上総利益率は、前年同期の 72.1%から 79.7%に上昇した。

## 販管費は減少

販管費は、コンサルティング費用等が増加したものの、減価償却費や賃料・光熱費・その他経費等が減少したため、14 百万ドル（前年同期比-10%）となった。また、24/12 期 Q4 に計上されたグループ会社の特許権に対する減損損失が剥落したため、前四半期比では 54%減少した。

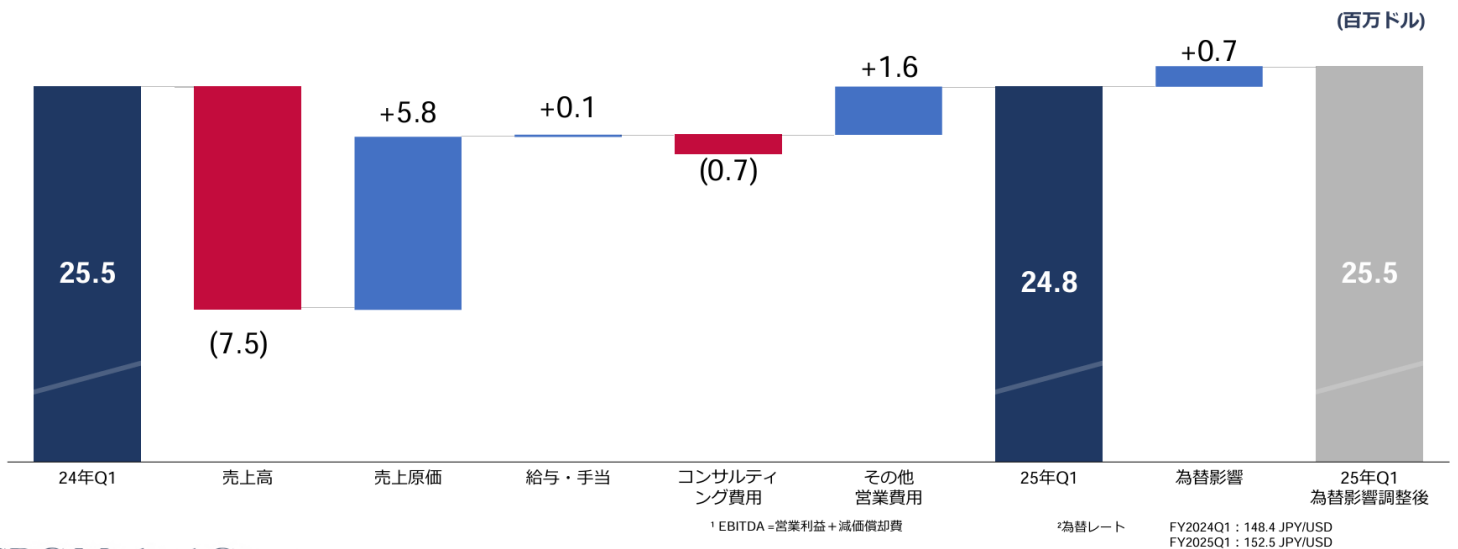
## 営業利益は前年同期比では微減だが、前四半期では急増

減収影響を売上総利益率の改善と販管費の減少で補った結果、営業利益は 24 百万ドルと、前年同期比 1%減にとどまった。しかし、24/12 期 Q4 と比べて、調達売上やレンタルサービス売上の増加によって売上総利益が 4 百万ドル増加したことや、その他の営業費用が 15 百万ドル減少したことから、営業利益は前四半期比では 19 百万ドル増加している。

## EBITDA は横這い

一方、営業利益に減価償却費と減損損失を加算した EBITDA は、前年同期比横這いの 25.5 百万ドルを確保した。人材派遣事業の終了及び連結子会社 2 社の売却等による売上高の減少を、人材派遣事業を中心とした売上原価の減少、及び SBC 木島平リゾートの非正規雇用者向けの雑給を中心としたその他営業費用の減少で補った。

図表 2. EBITDA の増減分析



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、前年同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 百万ドルが計上された。結果、その他収益からその他費用を控除した金額は、前年同期の 3 百万ドルから 7 百万ドルに増加した。

結果、営業利益は前期比 1%減であったものの、税引前当期利益は同 16%増、当社株主に帰属する当期利益は同 15%増となった。

図表 3. SBC の 25/12 期 Q1 決算要約

(百万ドル)	25/12Q1	QoQ	YoY	24/12Q4	24/12Q1
<b>売上高</b>	<b>47</b>	<b>7%</b>	<b>-14%</b>	<b>44</b>	<b>55</b>
フランチャイズ売上	16	1%	4%	16	15
調達売上	14	36%	9%	11	13
マネジメントサービス売上	9	1%	-44%	9	16
レンタルサービス売上	6	14%	56%	5	4
その他	3	-38%	-60%	5	7
売上原価	10	-9%	-37%	11	15
売上総利益	38	11%	-5%	34	40
売上総利益率	79.7%	-	-	76.3%	72.1%
営業費用	14	-54%	-10%	29	15
給与・手当	6	15%	-1%	6	7
減価償却費	0	33%	-52%	0	1
コンサルティング費用	3	-23%	25%	4	3
賃料、光熱費、その他経費	2	-3%	-44%	2	3
その他	2	-90%	-20%	17	2
<b>営業利益</b>	<b>24</b>	<b>413%</b>	<b>-1%</b>	<b>5</b>	<b>24</b>
<b>その他収益（費用）合計</b>	<b>7</b>	<b>440%</b>	<b>164%</b>	<b>1</b>	<b>3</b>
<b>税引前利益</b>	<b>31</b>	<b>419%</b>	<b>16%</b>	<b>6</b>	<b>27</b>
<b>当社株主に帰属する当期利益</b>	<b>22</b>	<b>229%</b>	<b>15%</b>	<b>7</b>	<b>19</b>
EBITDA	25	20%	-3%	21	25
EBITDAマージン	52%	-	-	47%	46%
減価償却費	1	-33%	-38%	1	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

## 2. フランチャイズクリニックの状況

SBC は、サービス提供先であるフランチャイズクリニックの主要数値として、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。

**クリニック数は前年同期末比 36 カ所増**

2025 年 3 月末における SBC ブランド、リゼクリニック、ゴリラクリニック、シンガポールの AHH を合計したクリニック数は、251 カ所と前年同期末 36 カ所増加した。2024 年末比では横ばいだった。

**リピート率は 71%が継続**

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）は、25/12 期 Q1 において、24/12 期通期と同じ 71%であった。

**フランチャイズクリニックの売上高は 3%減**

25/12 期 Q1 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）は 265 百万ドルと前年同期比 3%減であった。内訳は、既存院 258 百万ドル（前年同期比 6%減）、新

規院 7 百万ドルであった。これは、顧客数は増加したものの、新規参入に伴う競争激化により、美容皮膚科領域で顧客数の拡大を目指して戦略的な値下げを実施したことや、美容外科領域を含め、全領域で顧客単価が下落したことが影響している。なお、換算レートは 152.5 円/USD、113.1 円/シンガポールドル、0.006 円/ベトナムドンである。

## 年間顧客数は順調に増加

2024 年 4 月～2025 年 3 月の年間顧客数（対象は SBC ブランド、ゴリラクリニック、リゼクリニック、無料カウンセリングを除く）は 610 万人（前年同期比+14%）であった。そのうち、ユニーク数は 194 万人（同+10%）であった。

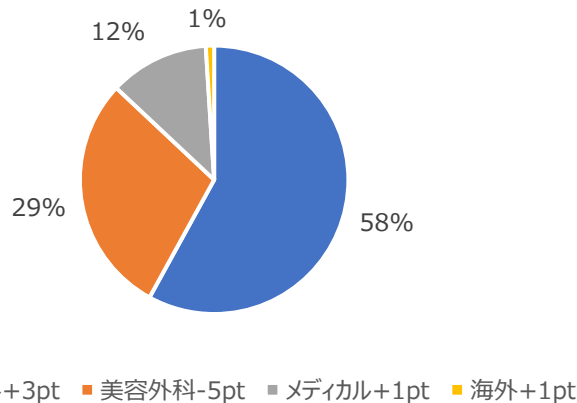
## 顧客単価は下落

一方、2024 年 4 月～2025 年 3 月の顧客単価（対象は SBC ブランド、ゴリラクリニック、リゼクリニック）は 181 ドル（前年同期比-13%）であった。そのうち、SBC ブランドは 206 ドル（同-14%）、脱毛分野に特化しているリゼクリニックとゴリラクリニックの平均は 103 ドル（同-10%）であった。全体の顧客単価が下落した要因としては、前述の二つに加え、顧客単価が低い美容皮膚科領域の売上高構成比が上昇したことも挙げられる。

## 美容皮膚科の売上高構成比が上昇

25/12 期 Q1 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）及びその前年同期比増減幅は図表 4 の通りである。戦略的な値下げの結果、顧客基盤が拡大した美容皮膚科の売上高構成比が前年同期比 3pt 上昇した。

図表 4. フランチャイズクリニック診療科・地域別売上高構成比及びその前年同期比増減幅



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 4 月に医療脱毛診療の値上げを実施

業界では価格競争が激化した結果、2024 年 12 月に大手脱毛クリニックチェーンのアリシアクリニックが倒産する等、脱毛サロンの淘汰が進んでいる。東京商工リサーチによれば、脱毛サロンの倒産件数は、2022 年度の 5 件から 2024 年度には 16 件に増加した。

脱毛市場における競争が緩和したことを受けて、同社フランチャイズクリニックは 4 月半ばから医療脱毛診療の価格を約 2 割引上げた。

## フランチャイズフィーの手数料体系を改訂し、事業基盤の拡大や安定化を図る

長期的な成長戦略の一環として、SBC は、フランチャイズフィーの手数料体系を、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従量課金方式に 4 月から変更した。また、開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。フランチャイジー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。

SBC は、本改訂を前年（2024 年）4 月に導入したと仮定した場合、売上高に約 10%のマイナス影響があると試算しており、小型院においてはフランチャイズフィーの負担が大幅に減る改訂となっ

ている模様である。但し、25/12 期の売上高、営業利益への影響については現時点では不明確とされている。SBC のフランチャイズ売上については、Q2 から影響が出るため、今後の状況を注視する必要がある。

## 3. 株価動向・バリュエーション

### 1) 株価動向

下落基調から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。足下では 4~5 ドルのレンジで取引されている。利益が増益トレンドに回帰すれば、更なる株価の上昇も期待できよう。

図表 5. 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

Russell 3000 インデックスに採用された

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。今後はインデックスファンド等による投資も期待される。

### 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 9 社と比較すると、SBC は EBITDA が 89 百万ドルで 2 位、企業価値が 353 百万ドルでトップであり、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、9 社中、EC Healthcare (2138 香港)の 3 倍に次いで 2 番目に低い。PER でも赤字の 3 社を除いて、2 番目に低い 9 倍に留まっている。

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

ROE では、SBC は 28%と、9 社中 2 番目に高い。しかし、PBR を見ると、SBC は 2 倍と、4 番目に低く、相対的に割安感がある。

## 2 四半期連続の一過性費用の計上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）となったことが挙げられる。

しかし、25/12 期 Q1 には、一過性費用の計上はなくなり、営業利益が 24 百万ドル（前年同期比 1%減）に回復した。その後、SBC のバリュエーションはやや上昇している。

図表 6. 主要上場美容医療同業他社の企業価値の EBITDA 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)
<b>SBC Medical Group HD</b>	<b>SBC</b>	<b>日本</b>	<b>89</b>	<b>364</b>	<b>4.1</b>	<b>27.6</b>	<b>2.4</b>	<b>9.7</b>
M1 Kliniken AG	M12	ドイツ	35	345	9.8	14.6	3.0	19.0
EC Healthcare	2138	香港	93	279	3.0	-0.6	0.4	-
Klinique Medical Clinic	KLINIQ	タイ	21	157	7.6	18.5	2.9	15.8
Fameglow Holdings	8603	香港	12	136	11.5	114.0	17.2	25.5
Master Style PCL	MASTER	タイ	21	121	5.8	14.2	1.0	7.2
Miricor Enterprises Holdings	1827	香港	10	56	5.3	-0.1	3.3	-
Aesthetic Connect PCL	TRP	タイ	5	49	10.8	6.8	1.2	15.4
Dc Healthcare Holdings	283	マレーシア	0	39	151.5	-25.1	3.2	-

注：EBITDA 及び ROE は直近 1 年間の数値

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 7. 主要上場美容医療企業の売上高、クリニック数及び主要診療科目（百万ドル）

企業名	国・地域	売上高	クリニック数	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		
<b>SBC Medical Group</b>	<b>日本</b>	<b>198</b>	<b>251</b>	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
EC Healthcare	香港	531	182	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
M1 Kliniken AG	ドイツ	367	63	○	○	○	-	-	○	○	-	-	-
Klinique Medical Clinic	タイ	89	72	○	○	○	-	○	○	○	-	-	-
Master Style PCL	タイ	61	93	○	○	○	-	-	○	○	○	-	-
Miricor Enterprises Holdings	香港	59	2	-	○	○	-	-	-	-	-	-	-
Fameglow Holdings	香港	45	9	-	-	○	-	○	-	-	-	-	-
Dc Healthcare Holdings	マレーシア	14	19	-	○	○	-	○	-	-	-	-	-
Aesthetic Connect PCL	タイ	14	1	○	○	○	-	-	-	-	-	-	-

注：売上高は直近 1 年間の数値

出所：各社資料よりストラテジー・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 31 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 では、SBC は 31 社中 4 番目に高く、収益性では上位に位置している。PBR については、算出不能な 3 社を除いた 28 社の中で、SBC は 11 番目に低く、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、31 社中 2 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。

**「世界一の医療グループをつくりたい」という夢と 2050 年の高い定量目標に挑戦する権利を有する**

「世界一の医療グループをつくりたい」という相川 CEO のワクワクする夢と、2030 年までに「日本一お客様の多い医療グループ（クリニック 1,200 院、病院 30 院）」となり、2050 年に「世界一お客様の多い医療グループ（クリニック数 10,000 院、病院 1,000 院）」を目指すという定量目標の達成が SBC のエクイティストーリーである。

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 1,394 億ドルであり、SBC の企業価値の約 400 倍である。また、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、高い目標に挑戦する権利を有していると言えるだろう。



図表 8. 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	企業価値②	②/①	ROE	PBR	PER
				(百万ドル)	(百万ドル)	(倍)	(%)	(倍)	(倍)
HCA Healthcare Inc	HCA	アメリカ	-	14,076	141,176	10.0	-	-	17.2
Tenet Healthcare Corp	THC	アメリカ	-	4,557	31,044	6.8	38.1	4.0	5.3
Fresenius Medical Care	FME	ドイツ	-	3,331	28,036	8.4	4.4	1.1	28.5
DaVita Inc	DVA	アメリカ	-	2,664	24,652	9.3	159.1	94.2	13.2
Rede d or Sao Luiz SA	RDOR3	ブラジル	-	1,272	20,271	15.9	17.0	3.5	19.7
IHH Healthcare Bhd	5225	マレーシア	-	1,358	17,816	13.1	8.0	2.1	24.1
Universal Health Services	UHS	アメリカ	-	2,343	16,497	7.0	18.4	1.7	10.6
Max Healthcare Institute Ltd	543220	インド	-	215	14,770	68.8	12.1	13.2	114.5
Aier Eye Hospital Group Co Ltd	300015	中国	-	810	13,444	16.6	17.9	4.8	32.3
Community Health Systems	CYH	アメリカ	-	1,109	13,133	11.8	-	-	-
Bangkok Dusit Medical Services	BDMS	タイ	-	780	10,392	13.3	15.9	3.4	21.9
Netcare LTD	NWKHY	南アフリカ	-	244	10,371	42.4	13.9	15.2	132.9
Surgery Partners Inc	SGRY	アメリカ	-	490	8,068	16.5	-10.4	1.6	-
Fortis Halthcare Ltd	532843	インド	-	187	7,211	38.7	9.3	6.6	75.4
Hapvida Participacoes Investimento	HAPV3	ブラジル	-	550	5,850	10.6	-1.1	0.4	-
Medicover AB	MCOV B	スウェーデン	-	316	5,254	16.6	6.1	8.3	220.5
Ardent Health Partners Inc	ARDT	アメリカ	-	588	4,069	6.9	-	-	8.7
Meinian Onehealth Healthcare	2044	中国	-	191	3,061	16.0	3.9	2.6	74.9
Terveystalo PLC	TTALO	フィンランド	-	240	2,168	9.0	15.1	2.9	21.0
Life Healthcare Group HD	LTGHF	南アフリカ	-	226	1,352	6.0	-9.7	1.6	4.6
Pihlajalinna Oyj	PIHLIS	フィンランド	-	111	596	5.3	18.8	2.3	14.8
MediClin AG	MED	ドイツ	-	113	539	4.8	12.4	0.7	6.3
<b>SBC Medical Group HD</b>	<b>SBC</b>	<b>日本</b>	<b>○</b>	<b>89</b>	<b>364</b>	<b>4.1</b>	<b>27.6</b>	<b>2.4</b>	<b>9.7</b>
M1 Kliniken AG	M12	ドイツ	○	35	345	9.8	14.6	3.0	19.0
EC Healthcare	2138	香港	○	93	279	3.0	-0.6	0.4	-
Klinique Medical Clinic	KLINIQ	タイ	○	21	157	7.6	18.5	2.9	15.8
Fameglow Holdings	8603	香港	○	12	136	11.5	114.0	17.2	25.5
Master Style PCL	MASTER	タイ	○	21	121	5.8	14.2	1.0	7.2
Miricor Enterprises HD	1827	香港	○	10	56	5.3	-0.1	3.3	-
Aesthetic Connect PCL	TRP	タイ	○	5	49	10.8	6.8	1.2	15.4
Dc Healthcare Holdings	283	マレーシア	○	0	39	151.5	-25.1	3.2	-

注：EBITDA 及び ROE は直近 1 年間の数値

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 9. 四半期別業績動向（累積）（単位：百万ドル）

決算期	23/12				24/12				25/12
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
売上高	43	84	131	194	55	108	161	205	47
(前年同期比)	-	-	-	11.1%	27.5%	28.6%	22.7%	6.1%	-13.6%
フランチャイズ売上	7	17	25	42	15	30	45	61	16
調達売上	13	26	34	53	13	27	44	55	14
マネジメントサービス売上	17	31	53	72	16	32	44	53	9
レンタルサービス売上	2	3	4	7	4	7	11	16	6
その他	4	7	12	19	7	12	15	20	3
売上原価	14	23	37	56	15	29	39	49	10
売上総利益	29	60	94	137	40	79	122	156	38
(売上総利益率)	67.4%	72.0%	71.6%	70.9%	72.1%	73.2%	75.9%	76.0%	79.7%
営業費用合計	17	34	47	67	15	27	57	86	14
営業利益	11	27	47	71	24	52	66	70	24
(売上高営業利益率)	25.6%	31.8%	35.6%	36.5%	44.6%	48.0%	40.7%	34.2%	51.1%
その他収益（費用）合計	1	2	3	3	3	2	2	3	7
税引前利益	12	29	50	74	27	54	67	73	31
当社株主に帰属する当期利益	6	17	25	39	19	37	40	47	22
EBITDA	-	-	56	83	25	53	68	89	25
EBITDA マージン	-	-	43.0	42.8	46.5	49.1	42.5	43.4	52.5
減価償却費	-	-	10	12	1	1	3	4	1
減損損失	-	-	-	-	-	-	-	15	-
売上高当期純利益率	14.0%	19.9%	19.1%	20.3%	34.2%	34.5%	24.9%	22.7%	45.4%

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 10. 四半期別業績動向 (単位: 百万ドル)

決算期	23/12				24/12				25/12
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
<b>売上高</b>	<b>43</b>	<b>41</b>	<b>47</b>	<b>62</b>	<b>55</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>44</b>	<b>47</b>
(前年同期比)	-	-	-	-	27.7%	29.5%	12.3%	-28.8%	-13.6%
フランチャイズ売上	7	10	8	17	15	15	15	16	16
調達売上	13	13	8	19	13	14	17	11	14
マネジメントサービス売上	17	13	22	19	16	16	12	9	9
レンタルサービス売上	2	1	1	3	4	3	4	5	6
その他	4	3	5	6	7	5	3	5	3
売上原価	14	9	14	19	15	14	10	11	10
<b>売上総利益</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>33</b>	<b>43</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>34</b>	<b>38</b>
(売上総利益率)	66.5%	77.9%	70.9%	69.6%	72.1%	74.2%	81.5%	76.3%	79.7%
営業費用合計	17	16	13	19	15	12	29	29	14
<b>営業利益</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>14</b>	<b>5</b>	<b>24</b>
(売上高営業利益率)	25.8%	38.0%	42.4%	38.5%	44.6%	51.4%	26.1%	10.6%	51.1%
その他収益(費用)合計	1	1	1	0	3	0	-1	1	7
<b>税引前利益</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>31</b>
<b>当社株主に帰属する当期利益</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>22</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>EBITDA マージン</b>	-	-	<b>49.3</b>	<b>42.6</b>	<b>46.5</b>	<b>52.6</b>	<b>28.0</b>	<b>46.6</b>	<b>52.5</b>
減価償却費	-	-	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
減損損失	-	-	-	-	-	-	-	<b>15</b>	-
売上高当期純利益率	14.0%	26.0%	17.7%	23.0%	34.2%	34.8%	5.3%	14.7%	45.4%

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 11. 連結損益計算書 (単位：百万ドル)

決算期	22/12	23/12	24/12	25/12Q1
<b>売上高</b>	<b>174</b>	<b>194</b>	<b>205</b>	<b>47</b>
フランチャイズ売上	24	42	61	16
調達売上	54	53	55	14
マネジメントサービス売上	67	72	53	9
レンタルサービス売上	20	7	16	6
その他	8	19	20	3
売上原価	59	56	49	10
<b>売上総利益</b>	<b>114</b>	<b>137</b>	<b>156</b>	<b>38</b>
売上総利益率	-	70.9%	76.0%	79.7%
営業費用合計	94	66	86	13
<b>営業利益</b>	<b>20</b>	<b>71</b>	<b>70</b>	<b>24</b>
営業利益率	-	36.5%	34.2%	51.1%
その他収益（費用）合計	4	3	3	7
<b>税引前利益</b>	<b>24</b>	<b>74</b>	<b>73</b>	<b>31</b>
法人税等	18	35	27	10
<b>当社株主に帰属する当期利益</b>	<b>6</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>22</b>
<b>EBITDA</b>	<b>29</b>	<b>83</b>	<b>89</b>	<b>25</b>
<b>EBITDA マージン</b>	<b>16.7</b>	<b>42.8</b>	<b>43.4</b>	<b>52.5</b>
減価償却費	8	12	4	1
減損損失	-	-	15	-
当期純利益率	3.6%	20.3%	22.7%	45.4%

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 12. 連結貸借対照表 (単位：百万ドル)

決算期	22/12	23/12	24/12	25/12Q1
現金及び現金同等物	51	103	125	132
売上債権	-	36	30	32
棚卸資産	-	3	1	2
その他流動資産	-	24	28	49
<b>流動資産合計</b>	<b>112</b>	<b>166</b>	<b>184</b>	<b>215</b>
有形固定資産	15	14	9	9
無形資産	7	20	2	2
のれん	-	4	5	5
その他の非流動資産	91	55	66	54
<b>非流動資産合計</b>	<b>113</b>	<b>93</b>	<b>82</b>	<b>70</b>
<b>資産合計</b>	<b>225</b>	<b>259</b>	<b>266</b>	<b>285</b>
仕入債務	15	30	15	20
有利子負債	8	4	4	4
その流動負債	78	59	42	24
<b>流動負債合計</b>	<b>101</b>	<b>92</b>	<b>61</b>	<b>48</b>
有利子負債	8	4	8	8
その他固定負債	8	19	2	2
<b>非流動負債合計</b>	<b>16</b>	<b>23</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>負債合計</b>	<b>117</b>	<b>115</b>	<b>71</b>	<b>58</b>
資本金・剰余金	27	37	63	63
利益剰余金	103	143	189	211
その他	-25	-38	-57	-47
<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>226</b>
非支配株主持分	3	2	0	0
<b>資本合計</b>	<b>108</b>	<b>144</b>	<b>195</b>	<b>226</b>
<b>負債及び資本合計</b>	<b>225</b>	<b>259</b>	<b>266</b>	<b>285</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 13. 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	25/12Q1
当期純利益	6	39	47	21
減価償却費	6	12	4	1
減損損失	1	0	16	0
営業損益の調整額	-2	0	-3	0
繰延税金	-4	4	-14	7
その他非現金支出	3	3	4	-8
運転資本の増減	-11	-8	-47	-20
<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>2</b>
有形固定資産の取得・売却	-23	-1	-3	0
無形資産の取得・売却	0	-2	0	0
事業の取得・売却	-6	1	-5	0
投資資産の増減	-3	2	0	-1
その他	-1	2	-1	0
<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>-1</b>
借入金の増加及び返済	-5	4	12	0
株式の発行及び償還・消却	0	0	0	0
その他の財務キャッシュ・フロー	-3	3	11	0
<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>0</b>
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-33</b>	<b>52</b>	<b>10</b>	<b>1</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 14. 株価指標、ROE および KPI

決算期	22/12	23/12	24/12	25/12Q1
EPS (ドル)	0.06	0.42	0.48	0.21
BPS (ドル)	1.04	1.51	1.90	2.19
1 株当たり配当金 (ドル)	-	-	-	-
配当性向	-	-	-	-
終値 (ドル)	-	-	5.56	3.19
PER (倍)	-	-	11.5	15.3
PBR (倍)	-	-	2.8	1.5
期末発行済株式数 (千株)	-	-	103,021	103,881
自己株式数 (千株)	-	-	270	270
自社株控除株式数 (千株)	100,743	100,743	102,751	103,611
時価総額 (百万ドル)	-	-	571	331
株主資本比率	46.7	54.9	73.3	79.6
有利子負債残高 (百万ドル)	16	23	13	12
ネット D/E レシオ	-0.34	-0.56	-0.58	-0.53
EV (Enterprise Value)	-	-	460	212
EBITDA (百万ドル)	29	83	89	25
EV/EBITDA 倍率	-	-	5.16	8.56
ROE	-	31.8	27.6	10.2
ROIC (投下資本)	-	26.5	25.0	9.6
ROIC (事業資産)	-	73.4	130.7	58.6
従業員数	-	-	863	-

注：株価及び各バリュエーションは期末または四半期末時点

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 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、アナリストまたはその家族が、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