

Company Report

2025 年 8 月 28 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
大間知 淳



H1 決算：減収減益決算ではあるが、四半期利益は回復が見込まれる

25/12 期 H1 決算は、売上高 91 百万ドル（前年同期比-16%）、売上総利益 68 百万ドル（同-14%）、営業利益 39 百万ドル（同-25%）、当社株主に帰属する当期利益 24 百万ドル（同-36%）であった。長期的な成長戦略の一環として 4 月に実施されたフランチャイズフィー体系の改定による影響が 7.4 百万ドルの減収減益要因となった。しかし、クリニック数の増加等により、今後の四半期利益は回復が見込まれる。

25/12 期 H1 におけるグループクリニックの売上高は 557 百万ドルと前年同期比 2%減であった。これは、顧客数は増加したものの、来院当たり平均売上が下落したことが影響している。また、JUN CLINIC のグループ加入等により、7 月末のグループクリニック数は 24/12 期末比 10 院増の 259 院となった。

4 月上旬から上昇基調で推移していた株価は、25/12 期 Q2 決算が不振であったため、8 月 13 日に一時 4 ドルを割り込んだ。しかし、決算説明会で経営陣から今後の利益回復の見通しが示されたことを受けて、現在は 4.0～4.5 ドルで推移している。Q3 以降の決算で四半期利益の回復が確認されれば、株価の本格的な上昇が期待できよう。

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 76 百万ドルで 2 位、企業価値が 291 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 27 社について見ると、SBC は、ROE では 3 番目に高く、収益性が上位に位置している一方、PBR や EV/EBITDA の面で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 1,399 億ドルに達しており、SBC の企業価値の 400 倍を超えている。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、2050 年に「世界一お客様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。

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(8/27)	4.18
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)	431
EV (百万ドル)	291
自己資本比率(24/12、%)	73.3
ROE (24/12、%)	27.6
PER (24/12 実績、倍)	8.7
PBR (24/12実績、倍)	2.2
配当利回り (25/12 会予、%)	-

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

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)
24/12 H1	108	-	52	-	54	-	37	-	0.40	-
25/12 H1	91	-16.0	39	-25.1	45	-17.1	24	-35.7	0.23	-
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

1. 25/12 期 H1 業績

25/12 期 H1 決算は減収減益

SBC メディカルグループホールディングス（以下、SBC）は、8 月 13 日、25/12 期上半期（以下、H1）決算を発表。売上高 91 百万ドル（前年同期比-16%）、売上総利益 68 百万ドル（同-14%）、営業利益 39 百万ドル（同-25%）、当社株主に帰属する当期利益 24 百万ドル（同-36%）であった。

人材派遣サービスの終了とフランチャイズフィー体系の改定が減収の主因

売上高は前年同期比 17 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 10.8 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 3.5 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 5.1 百万ドル減であった。為替レートは、24/12 期 H1 の 152.2 円/USD から、25/12 期 H1 には 148.5 円/USD へと、円高ドル安となった。結果、為替影響は 2.2 百万ドルの売上高増加要因となった。

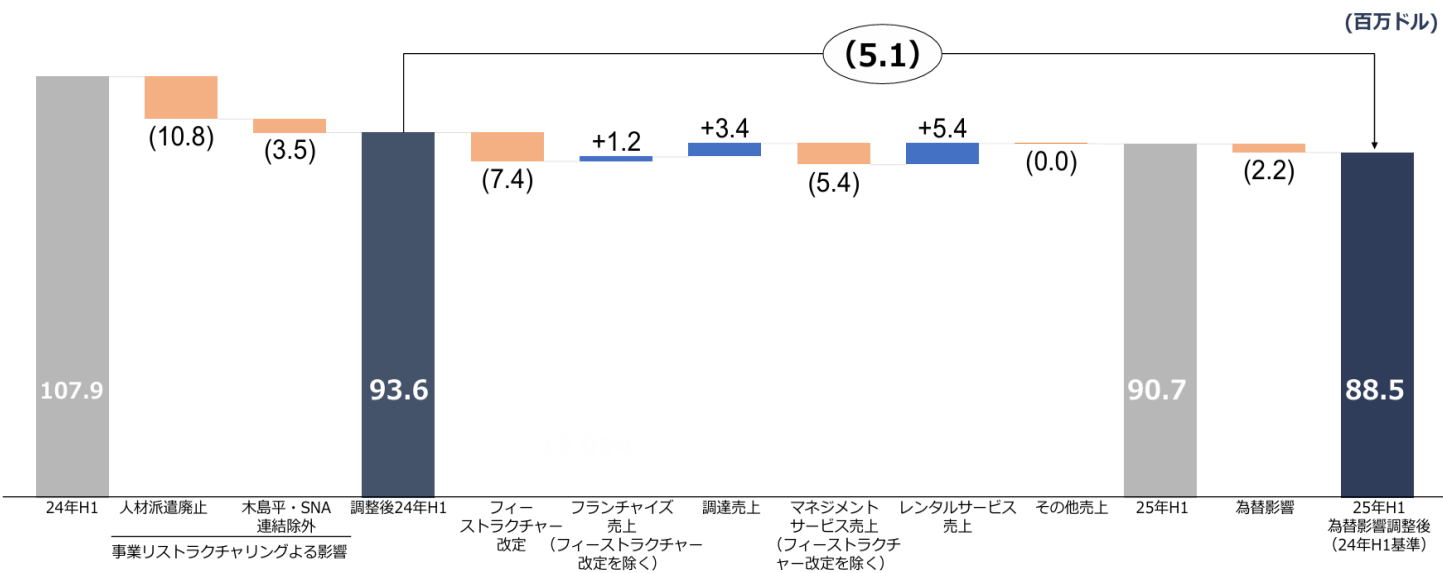
また、4 月に実施されたフランチャイズフィー体系の改定による影響が 7.4 百万ドルの減収要因となった。うち、約 7 割がフランチャイズ売上、約 3 割がマネジメントサービス売上に係るものと推測される。残りの増収要因と減収要因については、事業別売上高の説明で後述する。

フランチャイズフィーの体系を改定し、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、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テーブルに基づく課金方式に変更した。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。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ったと推測される。

図表 1. 売上高の増減分析

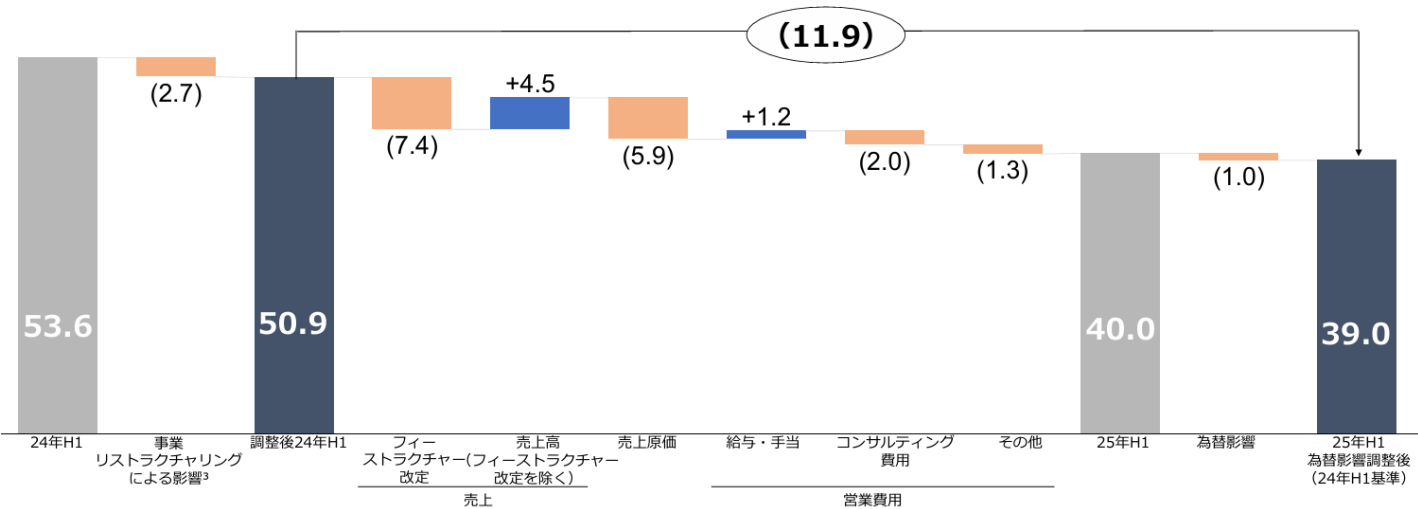


出所：会社資料

SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

フランチャイズ売上とマネジメントサービス売上高は減収	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 26 百万ドル（前年同期比-13%）となった。フランチャイズフィー体系の改定が減収の主因である。なお、フランチャイズフィー体系の改定の影響を除いたベースでは、フランチャイズクリニック数の増加により、前年同期比 1.2 百万ドル増となった。
	マネジメントサービス売上は 14 百万ドル（前年同期比-57%）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年同期比 10.8 百万ドル減、2）フランチャイズフィー体系の改定の影響を除いた既存事業の減少分が 5.4 百万ドル減（うち、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 4.3 百万ドル）、3）フランチャイズ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。
調達売上とレンタルサービス売上は増収	調達売上は、医療資材の価格上昇等に伴い、30 百万ドル（同+13%）となった。 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ため、12 百万ドル（同+77%）となった。
その他は 29%減収	一方、その他は、2024 年 12 月末に実施した連結子会社 2 社の売却の影響で、9 百万ドル（前年同期比-29%）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、23 百万ドル（前年同期比-21%）となった。売上総利益は、売上高の減少により、68 百万ドル（同-14%）となった。結果、売上総利益率は、前年同期の 73.2%から 74.7%に上昇した。
営業費用は 7%増加	営業費用は、給与・手当等が減少したものの、コンサルティング費用や賃料・光熱費・その他経費等が増加したため、29 百万ドル（前年同期比+7%）となった。
営業利益は 25%減少	売上総利益の減少に営業費用の増加が加わったため、営業利益は 39 百万ドルと、前年同期比 25%減少した。
EBITDA は 25%減少	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 25%減の 40 百万ドルとなった。主な減益要因としては、フランチャイズフィー体系の改定による利益減や、子会社売却による利益減、コンサルティング費用の増加、フランチャイズ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。

図表 2. EBITDA の増減分析 （百万ドル）



出所：会社資料

SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

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。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 6 百万ドルに増加した。

結果、営業利益は前年同期比 25%減であった一方、税引前当期利益は同 17%減にとどまった。

法人税等の負担率が上昇

同社では、昨年の上場に伴い、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、法人税等の負担率が前年同期の 31.3%から 46.8%に上昇したため、当社株主に帰属する当期利益は前年同期比 36%減となった。

図表 3. SBC の 25/12 期 H1 決算要約

(百万ドル)	25/12 H1	YoY	24/12 H1
売上高	91	-16%	108
フランチャイズ売上	26	-13%	30
調達売上	30	13%	27
マネジメントサービス売上	14	-57%	32
レンタルサービス売上	12	77%	7
その他	9	-29%	12
売上原価	23	-21%	29
売上総利益	68	-14%	79
売上総利益率	74.7%	-	73.2%
営業費用	29	7%	27
給与・手当	13	-8%	14
減価償却費	1	-24%	1
コンサルティング費用	7	38%	5
賃料、光熱費、その他経費	4	33%	3
その他	4	11%	4
営業利益	39	-25%	52
その他収益（費用）合計	6	146%	3
税引前利益	45	-17%	54
当社株主に帰属する当期利益	24	-36%	37
EBITDA	40	-25%	54
EBITDAマージン	44%	-	50%
減価償却費	1	-32%	2
減損損失	-	-	-

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. 25/12 期 Q2 業績

25/12 期 Q2 決算は減収減益

人材派遣サービスの終了とフランチャイズフィー体系の改定が大幅減収の主因

Q2 決算は、売上高 43 百万ドル（前年同期比-18%）、売上総利益 30 百万ドル（同-24%）、営業利益 15 百万ドル（同-47%）、当社株主に帰属する当期利益 2 百万ドル（同-87%）であった。

売上高は前年同期比 9 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 5.3 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 0.6 百万ドル減）を除くと、為替変動の影響を除いた売上高は前年同期比 4.9 百万ドル減であった。為替影響は 1.1 百万ドルの売上高増加要因となったものの、4 月から実施されたフランチャイズフィー体系の改定による影響が 7.4 百万ドルの減収要因となり、大幅減収の主因となった。

図表 4. SBC の 25/12 期 Q2 決算要約

(百万ドル)	25/12 Q2	YoY	24/12 Q2	25/12 Q1
売上高	43	-18%	53	47
フランチャイズ売上	10	-32%	15	16
調達売上	16	16%	14	14
マネジメントサービス売上	5	-69%	17	9
レンタルサービス売上	7	98%	3	6
その他	6	17%	5	3
売上原価	13	-2%	14	10
売上総利益	30	-24%	39	38
売上総利益率	69.2%	-	74.2%	79.7%
営業費用	15	27%	12	14
給与・手当	7	-14%	8	6
減価償却費	0	82%	0	0
コンサルティング費用	4	50%	3	3
賃料、光熱費、その他経費	2	NM	0	2
その他	3	60%	1	2
営業利益	15	-47%	27	24
その他収益（費用）合計	-1	NM	0	7
税引前利益	14	-50%	27	31
当社株主に帰属する当期利益	2	-87%	18	22
EBITDA	15	-46%	28	25
EBITDAマージン	35%	-	53%	52%
減価償却費	1	-23%	1	1
減損損失	-	-	-	-

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

SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

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

事業別売上高については、フランチャイズ売上は 10 百万ドル（前年同期比-32%）となった。フランチャイズフィー体系の改定が減収の主因である。なお、フランチャイズフィー体系の改定の影響を除いたベースでは、フランチャイズクリニック数の増加により、前年同期比 0.5 百万ドル増となった。

マネジメントサービス売上は 5 百万ドル（前年同期比-69%）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年同期比 5.3 百万ドル減、2）フランチャイズフィー体系の改定の影響を除いた既存事業の減少分（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が中心と推測）が 4.0 百万ドル減、3）フランチャイズ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。

調達売上とレンタルサービス売上は増収

調達売上は、医療資材の価格上昇等に伴い、16 百万ドル（同+16%）となった。

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ため、7 百万ドル（同+98%）となった。

その他は 17%増収

一方、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 0.6 百万ドルの減収要因となったものの、不動産子会社において、不動産売上高が計上されたため、6 百万ドル（前年同期比+17%）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、調達売上及びレンタルサービス売上の費用が増加したものの、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、13 百万ドル（前年同期比-2%）となった。売上総利益は、売上高の減少により、30 百万ドル（同-24%）となった。結果、売上総利益率は、前年同期の 74.2%から 69.2%に低下した。

営業費用は 27%増加

営業費用は、給与・手当等が減少したものの、コンサルティング費用や賃料・光熱費・その他経費等が増加したため、15 百万ドル（前年同期比+27%）となった。

営業利益は 47%減少

売上総利益の減少に営業費用の増加が加わったため、営業利益は 15 百万ドルと、前年同期比 47%減少した。また、フランチャイズフィー体系の改定による影響が 7.4 百万ドルの減益要因となったことや、営業費用が増加したこと等により、営業利益は Q1 の 24 百万ドルから大幅に減少した。

四半期営業利益は今後回復へ

Q2 の営業利益は 15 百万ドル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や、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の影響は今後、低減すると想定されることから、四半期営業利益が底打ちしたという評価は不変である。

Q3 からは後述する JUN CLINIC の貢献も見込まれるため、四半期営業利益は今後、回復する見通しである。

EBITDA は 46%減少

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 46%減の 15 百万ドルとなった。主な減益要因としては、フランチャイズ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、フランチャイズ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。

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（フランチャイズクリニックと直営クリニック）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。

JUN CLINIC がグループに加入

同社は、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 10 院増の 259 院

2025 年 7 月末におけるフランチャイズクリニックと直営クリニックを合計したグループクリニック数は、259 院と前期末比 10 院増加した。うち、SBC ブランド、リゼクリニック、ゴリラクリニックの合計が 232 か所、シンガポールの AHH が 21 か所、JUN CLINIC が 6 か所であった。

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）は、24/12 期通期の 71%に対して、25/12 期 H1 には 72%に上昇した。

グループクリニックの売上高は 2%減

25/12 期 H1 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）は 557 百万ドルと前年同期比 2%減であった。内訳は、既存院が 551 百万ドル（前年同期比 3%減）、2025 年 1 月 1 日以降に開院した新規院が 6 百万ドルであった。これは、顧客数は増加したものの、来院当たり平均売上が下落したことが影響している。なお、換算レートは 148.5 円/USD、112.0 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 7 月～2025 年 6 月の年間顧客数（対象は SBC ブランド、リゼクリニック、ゴリラクリニック、AHH、無料カウンセリングを除く）は 631 万人（前年同期比+14%）であった。そのうち、ユニーク数は 200 万人（同+10%）であった。なお、AHH のユニーク数については、SBC ブランド、ゴリラクリニック、リゼ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。

来院当たり平均売上は下落

一方、25/12 期 H1 の来院当たり平均売上（対象は SBC ブランド、リゼクリニック、ゴリラクリニック）は 279 ドル（前年同期比-13%）であった。そのうち、SBC ブランドは 289 ドル（同-15%）、主に脱毛分野を対象にしているリゼクリニックとゴリラクリニックの平均は 260 ドル（同+8%）であった。

なお、同社は、従来、顧客単価としていた主要数値を来院当たり平均売上に変更した。例えば、6 回コースを 30 万円で販売した場合、従来の顧客単価では 5 万円と計上していたが、来院当たり平均売上では初回に 30 万円で計上している。結果、従来の顧客単価に対して、来院当たり平均売上の数値は大幅に上昇した。特に、数回コースによる売上高の比率が高い、リゼクリニックとゴリラクリニックの数値は上昇率が高くなっている。

SBC ブランドについては、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の比率が上昇したことが来院当たり平均売上の下落に繋がった。リゼクリニックとゴリラクリニックについては、相対的に高単価の非脱毛分野の構成比が上昇したことや、低価格で提供していた一部サービスの販売を中止したこと、4 月からリゼクリニックにおいて医療脱毛診療の価格を上げたことが来院当たり平均売上の増加に繋がった。

SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

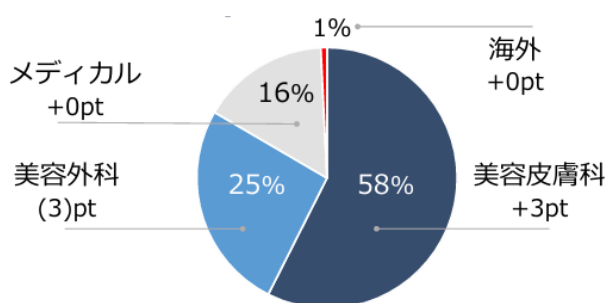
非外科治療の割合上昇は構造的な業界変化

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のは、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。

美容皮膚科の売上高構成比が上昇

25/12 期 H1 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 5 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、フランチャイズ先の美容皮膚科の新規開院等により、美容皮膚科の売上高構成比が前年同期比 3pt 上昇した。

図表 5. 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

顧客層を絞ったマルチブランド戦略を推進

同社は、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外科総合院「SBC 湘南美容クリニック」を中心としたフランチャイズ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。また、今回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。同社は、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、同社は、エントリー層を対象に保険診療と自由診療を行うハイブリットモデルとなる新ブランドの開院を準備している。

メディカルツーリズム事業にも注力

同社は、今後、日本での高品質で安全な美容医療サービスを求める海外顧客を対象としたメディカルツーリズム事業にも注力する方針を掲げている。同社グループクリニックにおける 25/12 期 H1 のメディカルツーリズム事業の売上高は 2.0 百万ドルに過ぎないが、前年同期比 83% 増となっており、成長分野と位置づけられる。同時期の顧客数は 8,605 人であったが、うち 6,765 人が中国からの旅行者であった。

メディカル事業は薄毛治療等が順調に成長

同社は、整形外科、不妊治療/婦人科、薄毛治療(AGA)等の領域において、収益性、成長性の観点に基づき、選択的にメディカル事業を展開している。薄毛治療領域においては、SBC ブランド（湘南 AGA クリニック）11 院と、男性用脱毛クリニックであるゴリラクリニック 22 院を合計すると、国内最大規模となる 33 院でサービスを提供しており、順調に成長している。メディカル事業においては、特に湘南 AGA クリニックと整形外科クリニックの拡大を目指している。

25/12 期上半期においては、整形外科と婦人科で各々 1 院を開設した。

SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

海外事業の強化に乗り出した

海外事業については、昨年 11 月に買収したシンガポールの AHH において、現地の日本人向けにサービスを開始した。今後は M&A を活用して、東南アジアでのクリニック数の拡大を目指している。

2025 年 4 月に、楽天とアマゾンでグローバルビジネス開発と M&A に携わった Stephen Rodgers 氏が海外事業企画の責任者に就任した。7 月には、P&G ジャパンや日本イーライリリー等でブランド戦略等を経験した井上慎也氏が CMO に就任したほか、形成外科及び頭蓋顔面外科の世界の権威である Dr. Steven R. Cohen 氏がアドバイザーに就任するなど、海外事業の強化に乗り出している。

4. 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。

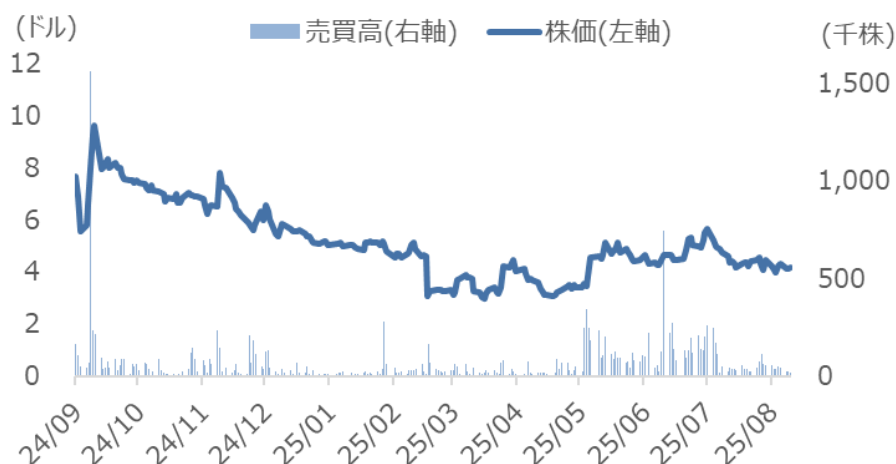
自社株買いと Russell 3000 インデックへの採用により、7 月中旬まで株価は上昇

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。

Q3 以降の決算で利益回復が確認されれば、株価上昇を期待

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。しかし、決算説明会で経営陣から今後の利益回復の見通しが示されたことを受けて、現在は 4.0~4.5 ドルで推移している。Q3 以降の決算で四半期利益の回復が確認されれば、株価の本格的な上昇が期待できよう。

図表 6. 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 9 社で比較すると、SBC は EBITDA(過去 1 年間)が 76 百万ドルで 2 位、企業価値が 291 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)、Miricor Enterprises Holdings (1827 香港) に次いで 3 番目に低い。PER でも赤字の 2 社を除いて、2 番目に低い 9 倍に留まっている。

ROE では、SBC は 29%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、7 月中旬に掛けて、SBC のバリュエーションはやや上昇した。

図表 7. 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)
SBC Medical Group HD	SBC	日本	76	291	3.8	29.1	2.2	8.7
M1 Kliniken AG	M12	ドイツ	35	285	8.1	14.6	2.5	16.2
EC Healthcare	02138	香港	77	189	2.5	-8.9	0.4	-
Fameglow Holdings	08603	香港	15	181	12.1	55.0	12.8	29.7
Klinique Medical Clinic	KLINIQ	タイ	21	152	7.4	18.5	3.0	16.4
Master Style PCL	MASTER	タイ	21	130	6.2	14.2	1.1	8.5
Miricor Enterprises Holdings	01827	香港	13	45	3.5	7.5	3.0	41.5
Dc Healthcare Holdings	0283	マレーシア	0	36	139.2	-25.1	3.0	-
Aesthetic Connect PCL	TRP	タイ	5	32	7.0	6.8	1.1	16.6

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

SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

図表 8. 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		
SBC Medical Group	日本	188	259	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
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	52	3	-	○	○	-	-	-	-	-	-	-
Fameglow Holdings	香港	56	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 27 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 27 社中 3 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 24 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、27 社中 3 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」となり、2050 年に「世界一お客様の多い医療グループ」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 1,399 億ドルであり、SBC の企業価値の 400 倍を超えている。まだ、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。

SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

図表 9. 主要上場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	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	-	14,360	139,946	9.7	-	-	15.3
Tenet Healthcare Corp	THC	アメリカ	-	4,615	30,288	6.6	41.1	4.1	10.2
Fresenius Medical Care	FME	ドイツ	-	3,361	26,234	7.8	4.8	0.9	19.0
DaVita Inc	DVA	アメリカ	-	2,709	23,629	8.7	-	-	11.5
IHH Healthcare Bhd	5225	マレーシア	-	1,358	17,569	12.9	8.0	2.0	25.4
Universal Health Services	UHS	アメリカ	-	2,425	16,346	6.7	18.7	1.6	9.0
Aier Eye Hospital Group Co Ltd	300015	中国	-	810	16,070	19.8	17.9	5.5	32.5
Max Healthcare Institute Ltd	543220	インド	-	213	14,682	68.9	12.1	13.1	114.5
Rede d or Sao Luiz SA	RDOR3	ブラジル	-	1,186	14,661	12.4	16.7	3.0	18.7
Community Health Systems	CYH	アメリカ	-	1,475	11,954	8.1	-	-	-
Bangkok Dusit Medical Services	BDMS	タイ	-	780	10,981	14.1	15.9	3.5	22.4
Surgery Partners Inc	SGRY	アメリカ	-	522	8,480	16.2	-9.8	1.7	-
Medicover AB	MCOV B	スウェーデン	-	347	5,933	17.1	9.0	7.9	85.4
Hapvida Participacoes Investimento	HAPV3	ブラジル	-	550	4,481	8.1	-1.1	0.4	-
Meinian Onehealth Healthcare	2044	中国	-	191	3,114	16.3	3.9	2.6	68.4
Terveystalo PLC	TTALO	フィンランド	-	251	2,192	8.7	16.9	2.5	15.1
Pihlajalinna Oyj	PIHLIS	フィンランド	-	116	605	5.2	21.0	2.0	10.3
MediClin AG	MED	ドイツ	-	113	525	4.6	12.4	0.6	5.4
SBC Medical Group HD	SBC	日本	○	76	291	3.8	29.1	2.2	8.7
M1 Kliniken AG	M12	ドイツ	○	35	285	8.1	14.6	2.5	16.2
EC Healthcare	02138	香港	○	77	189	2.5	-8.9	0.4	-
Fameglow Holdings	08603	香港	○	15	181	12.1	55.0	12.8	29.7
Klinique Medical Clinic	KLINIQ	タイ	○	21	152	7.4	18.5	3.0	16.4
Master Style PCL	MASTER	タイ	○	21	130	6.2	14.2	1.1	8.5
Miricor Enterprises HD	01827	香港	○	13	45	3.5	7.5	3.0	41.5
Dc Healthcare Holdings	0283	マレーシア	○	0	36	139.2	-25.1	3.0	-
Aesthetic Connect PCL	TRP	タイ	○	5	32	7.0	6.8	1.1	16.6

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

SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

図表 10. 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	Q2
売上高	43	84	131	194	55	108	161	205	47	91
(前年同期比)	-	-	-	11.1%	27.5%	28.6%	22.7%	6.1%	-13.6%	-16.0%
フランチャイズ売上	7	17	25	42	15	30	45	61	16	26
調達売上	13	26	34	53	13	27	44	55	14	30
マネジメントサービス売上	17	31	53	72	16	32	44	53	9	14
レンタルサービス売上	2	3	4	7	4	7	11	16	6	12
その他	4	7	12	19	7	12	15	20	3	9
売上原価	14	23	37	56	15	29	39	49	10	23
売上総利益	29	60	94	137	40	79	122	156	38	68
(売上総利益率)	67.4%	72.0%	71.6%	70.9%	72.1%	73.2%	75.9%	76.0%	79.7%	74.7%
営業費用合計	17	34	47	67	15	27	57	86	14	29
営業利益	11	27	47	71	24	52	66	70	24	39
(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%	42.7%
その他収益（費用）合計	1	2	3	3	3	3	2	3	7	6
税引前利益	12	29	50	74	27	54	67	73	31	45
当社株主に帰属する当期利益	6	17	25	39	19	37	40	47	22	24
EBITDA	-	-	56	83	25	54	68	89	25	40
EBITDA マージン	-	-	43.0%	42.8%	46.5%	49.7%	42.5%	43.4%	52.5%	44.1%
減価償却費	-	-	10	12	1	2	3	4	1	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%	26.4%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

図表 11. 四半期別業績動向 (単位 : 百万ドル)

決算期	23/3				24/12				25/12	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
売上高	43	41	47	62	55	53	53	44	47	43
(前年同期比)	-	-	-	-	27.7%	29.5%	12.3%	-28.8%	-13.6%	-18.3%
フランチャイズ売上	7	10	8	17	15	15	15	16	16	10
調達売上	13	13	8	19	13	14	17	11	14	16
マネジメントサービス売上	17	13	22	19	16	17	12	9	9	5
レンタルサービス売上	2	1	1	3	4	3	4	5	6	7
その他	4	3	5	6	7	5	3	5	3	6
売上原価	14	9	14	19	15	14	10	11	10	13
売上総利益	29	32	33	43	40	39	43	34	38	30
(売上総利益率)	66.5%	77.9%	70.9%	69.6%	72.1%	74.2%	81.5%	76.3%	79.7%	69.2%
営業費用合計	17	16	13	19	15	12	29	29	14	15
営業利益	11	16	20	24	24	27	14	5	24	15
(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%	33.6%
その他収益(費用)合計	1	1	1	0	3	0	-1	1	7	-1
税引前利益	12	17	21	24	27	27	13	6	31	14
当社株主に帰属する当期利益	6	11	8	14	19	18	3	7	22	2
EBITDA	-	-	23	27	25	28	15	21	25	15
EBITDA マージン	-	-	49.3%	42.6%	46.5%	53.0%	28.0%	46.6%	52.5%	35.0%
減価償却費	-	-	3	3	1	1	1	1	1	1
減損損失	-	-	-	-	-	-	-	15	-	-
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%	5.7%

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. 連結損益計算書（単位：百万ドル）

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

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. 連結貸借対照表（単位：百万ドル）

決算期	22/12	23/12	24/12	25/12 H1
現金及び現金同等物	51	103	125	153
売上債権	-	36	30	51
棚卸資産	-	3	1	2
その他流動資産	-	24	28	36
流動資産合計	112	166	184	241
有形固定資産	15	14	9	8
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	59
非流動資産合計	113	93	82	74
資産合計	225	259	266	315
仕入債務	15	30	15	23
有利子負債	8	4	4	4
その流動負債	78	59	42	34
流動負債合計	101	92	61	61
有利子負債	8	4	8	8
その他固定負債	8	19	2	2
非流動負債合計	16	23	10	10
負債合計	117	115	71	71
資本金・剰余金	27	37	63	72
利益剰余金	103	143	189	213
その他	-25	-38	-57	-41
当社株主に帰属する資本合計	105	142	195	245
非支配株主持分	3	2	0	0
資本合計	108	144	195	245
負債及び資本合計	225	259	266	315

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. 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 H1
当期純利益	6	39	47	24
減価償却費	6	12	4	1
減損損失	1	0	16	-
営業損益の調整額	-2	0	-3	9
繰延税金	-4	4	-14	7
運転資本の増減	-11	-8	-47	-33
その他非現金支出	3	3	4	-7
営業活動によるキャッシュ・フロー	0	51	21	-6
有形固定資産の取得・売却	-23	-1	-3	-1
無形資産の取得・売却	0	-2	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	16
投資活動によるキャッシュ・フロー	-33	2	-10	15
借入金の増加及び返済	-5	4	12	0
株式の発行及び取得	0	0	0	-2
その他の財務キャッシュ・フロー	-3	3	11	10
財務活動によるキャッシュ・フロー	-8	6	23	7
Free Cash Flow	-33	52	10	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 15. 株価指標、ROE および KPI

決算期	22/12	23/12	24/12	25/12 H1
EPS (ドル)	0.06	0.42	0.48	0.23
BPS (ドル)	1.04	1.51	1.90	-
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	-
PER (倍)	-	-	11.5	-
PBR (倍)	-	-	2.8	-
期末発行済株式数 (千株)	-	-	103,021	103,881
自己株式数 (千株)	-	-	270	783
自社株控除株式数 (千株)	100,743	100,743	102,751	103,098
時価総額 (百万ドル)	-	-	571	-
株主資本比率	46.7	54.9	73.3	77.6%
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	-0.57
EV (Enterprise Value)	-	-	460	-
EBITDA (百万ドル)	29	83	89	40
EV/EBITDA 倍率	-	-	5.16	-
ROE	-	31.8	27.6	-
ROIC (投下資本)	-	26.5	25.0	-
ROIC (事業資産)	-	73.4	130.7	-
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