

2050年に総合医療で顧客数世界一を目指す 日本最大かつ唯一上場の美容医療グループ

SBC メディカルグループホールディングス（以下、SBC）は、2000年に神奈川県藤沢市にて相川佳之 CEO が、日本大学医学部卒業3年後に開院した湘南美容クリニックを起源とする日本最大の美容医療グループの持株会社（2023年に米デラウェア州で設立）で、2024年9月にNASDAQに上場し、日本で唯一の上場医療グループとなった。

SBCは傘下の日本法人、SBCメディカルグループ株式会社を通じて、国内中心に約200のフランチャイズクリニックに対し、美容医療事業運営のマネジメントコンサルティング、資機材調達、ブランド提供、医療機器レンタル等の事業を行う。2023年12月期業績は、売上高194百万ドル（前年度比11%増）、営業利益71百万ドル（同233%増）、EBITDA86百万ドル（同194%増）、EV/EBITDA倍率8倍である。売上高構成比はマネジメント・サービスが72%、調達サービスが27%、ロイヤリティ収入が22%、レンタル・サービスが4%、その他が10%である。

学生時代に背が低い悩みを相談した医師に何ら対応してもらえず、病気でなくても解決すべき身体の悩みは存在し、それに対応する医師になると決心した相川 CEO は、2000年の開院以降、料金や施術仮定の明確化や施術料金の低価格化といった業界環境改善を率先する役割を担い、来院客数やクリニック数は順調に増加。他医療法人のM&Aの活用もあってクリニック数は急速に成長を遂げ、現在222院。2位のTCB東京中央美容外科（109院）、3位のエミナルクリニック（62院）を引き離した圧倒的な1位となっている。

世界最高峰の医療サービスを提供する米メイヨー・クリニックを超えることを目標としており、客数ベースで2035年に日本一（クリニック1,200院、病院30院）、2050年に世界一（クリニック10,000院、病院1,000院）達成を目指す。なお、日本最大である日本赤十字社の現在の売上高は約95億ドルで、世界最大の上場同業他社であるHCA Healthcare（HCA NYSE）の現在の売上高は650億ドルである。HCA Healthcareの現在の企業価値は約1,500億ドルで、SBCの現在の企業価値（7億ドル）の200倍以上である。

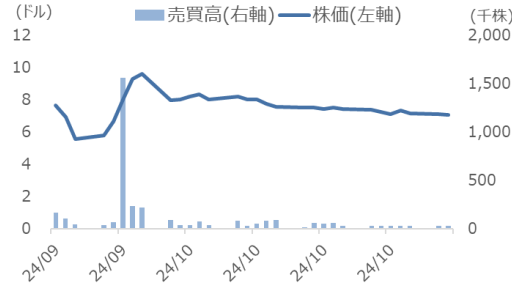
同業他社はHCA Healthcare（HCA NYSE、EV/EBITDA倍率12倍）、DaVita（DVA NYSE、同12倍）、M1 Kliniken（M12 ドイツ、同15倍）、Klinique Medical（KLINIQ タイ、同12倍）等である。

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	-	0.05	-
23/12	194	11.1	71	232.9	74	210.8	39	523.4	0.34	-

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(2024/11/4)	6.81
年初来高値(2024/10/3)	8.31
年初来安値(2024/9/20)	5.54
52週高値(2024/10/3)	8.31
52週安値(2024/9/20)	5.54
発行済株式数(百万株)	103
時価総額(百万ドル)	707
EV(百万ドル)	652
自己資本比率(23/12、%)	54.9
ROE(23/12、%)	31.8
PER(23/12 実績、倍)	19.5
PBR(23/12 実績、倍)	5.4
配当利回り(24/12 会予、%)	-

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

目次

1.	ビジネスモデル	4
1)	SBC のフランチャイズビジネスモデル	4
2)	米メイヨー・クリニックが目標	5
3)	多角化と規模拡大を両立できる SBC メディカルグループ	6
4)	皮膚科を中核に据えた成長戦略	8
2.	業績動向	10
3.	創業者の履歴書、大株主の状況、沿革、ナスダック上場	12
1)	相川佳之 CEO の履歴書	12
2)	大株主の状況	13
3)	沿革	13
4)	ナスダック上場と上場後の体制	14
4.	経営理念	16
5.	エクイティストーリー	18
6.	市場動向及び同業他社比較	19
1)	世界第 3 位の日本市場で美容医師数が増加	19
2)	日本における医療法人の法制	22
3)	主要上場同業他社の比較	23
7.	競争戦略の分析	26
8.	当面の業績動向	26
9.	バリュエーション	28
1)	企業価値/EBITDA 倍率が相対的に低い	28
2)	ROE と PBR の関係において PBR が相対的に低い	28
10.	サステナビリティ	30
11.	リスクファクター	31

エグゼクティブサマリー

日本最大かつ唯一上場の医療グループ

SBC メディカルグループホールディングス（以下、SBC）は、2000年に神奈川県藤沢市にて相川佳之 CEO が、日本大学医学部卒業 3 年後に開院した湘南美容クリニックを起源とする日本最大の美容医療グループの持株会社（2023年に米デラウェア州で設立）で、2024年9月にNASDAQに上場し、日本で唯一の上場医療グループとなった。

国内中心に 200 以上のフランチャイジークリニックを抱える

SBC は傘下の日本法人、SBC メディカルグループ株式会社を通じて、国内中心に 200 以上のフランチャイジークリニックに対し、美容医療事業運営のマネジメントコンサルティング、資機材調達、ブランド提供、医療機器レンタル等の事業を行う。2023年12月期業績は、売上高 194 百万ドル（前年度比 11%増）、営業利益 71 百万ドル（同 233%増）、EBITDA 86 百万ドル（同 194%増）、EV/EBITDA 倍率 8 倍で、売上高構成比はマネジメント・サービスが 72%、調達サービスが 27%、ロイヤリティ収入が 22%、レンタル・サービスが 4%、その他が 10%である。

2000 年の開業以降、クリニック数は急速に増加し、現在は日本国内で圧倒的 1 位

学生時代に背が低い悩みを相談した医師に何ら対応してもらえず、病気でもなくとも解決すべき身体の悩みは存在し、それに対応する医師になると決心した相川 CEO は、2000年の開院以降、料金や施術仮定の明確化や施術料金の低価格化といった業界環境改善を率先する役割を担い、来院客数やクリニック数は順調に増加。他医療法人に対する M&A の活用もあってクリニック数は急速に増加し、現在 222 院と、2 位の TCB 東京中央美容外科（109 院）、3 位のエミナルクリニック（62 院）を引き離れた圧倒的な 1 位となっている。

世界最高峰の米メイヨー・クリニックを超えるという目標を有する

世界最高峰の医療サービスを提供する米メイヨー・クリニックを超えることを目標としており、客数ベースで 2035 年に日本一（クリニック 1,200 院、病院 30 院）、2050 年に世界一（クリニック 10,000 院、病院 1,000 院）達成を目指す。なお、日本最大である日本赤十字社の現在の売上高は約 95 億ドルで、世界最大の上場同業他社である HCA Healthcare (HCA NYSE) の現在の売上高は 650 億ドルである。HCA Healthcare の現在の企業価値は約 1,500 億ドルで、SBC の現在の企業価値（7 億ドル）の 200 倍以上である。（ちなみに、SBC が目標とするメイヨー・クリニックの売上高は 179 億ドルである。）

同業他社の EV/EBITDA 倍率は 10 倍超えが多く、8 倍の SBC に割安感

同業他社は HCA Healthcare (HCA NYSE、EV/EBITDA 倍率 12 倍)、DaVita (DVA NYSE、同 12 倍)、M1 Kliniken (M12 ドイツ、同 15 倍)、Klinique Medical (KLINIQTAI、同 12 倍) 等である。

1. ビジネスモデル

1) SBC のフランチャイズビジネスモデル

SBC はフランチャイジーに対してマネジメント・サービスを提供する

SBC の主要事業は、湘南美容クリニックブランドのフランチャイジークリニックに対し、包括的なマネジメント・サービスを提供することであり、2017 年に開始した事業である。持ち株会社である SBC メディカルグループホールディングスの下に、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、病医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、ランジェコスメティーク株式会社、株式会社湘美会が存在する。これらメディカルサービス法人 3 社が連携して、フランチャイズ契約先である医療法人に、マネジメント・サービスを提供する。

フランチャイジーは 8 医療法人

フランチャイズ契約先は、湘美会、孝和会、菜寿会、愛恵会、樹慶会、リッツ美容外科、風林会（リゼクリニック）と十二会（ゴリラクリニック）の 8 医療法人であり、そのうち合計約 200 のクリニックが、湘南美容クリニックのブランドで運営されている。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、医療機器と医療消耗品（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）、顧客リワード・プログラム（ポイント・プログラム）、クリニックの決済などが挙げられる。

フランチャイジー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 のフランチャイジーとなるメリットの一つが、「湘南美容クリニック」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」は業界 1 位として、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 年以上培ってきており、「湘南美容クリニック」ブランドの使用によって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、リピート率は 71%（リゼクリニック・ゴリラクリニックの FC 加盟除く）、顧客一人当たりの売上は 361 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」ブランドのさらなる向上につなげるため、顧客満足度調査を重視し、治療別に数値化・分析し続けている。

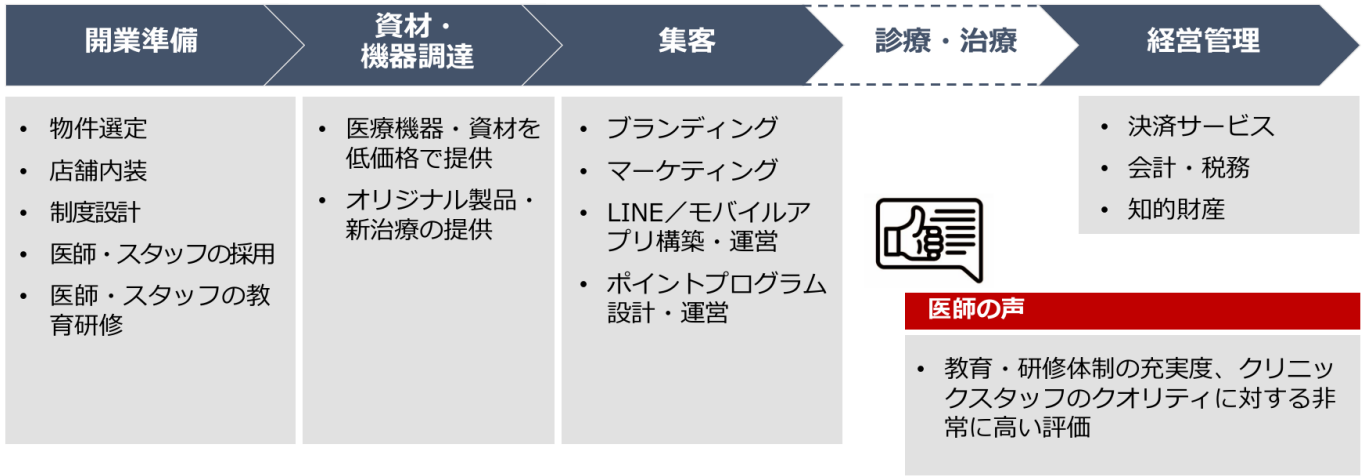
業務効率化支援も享受できる

またフランチャイジーは、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を提供され、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 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

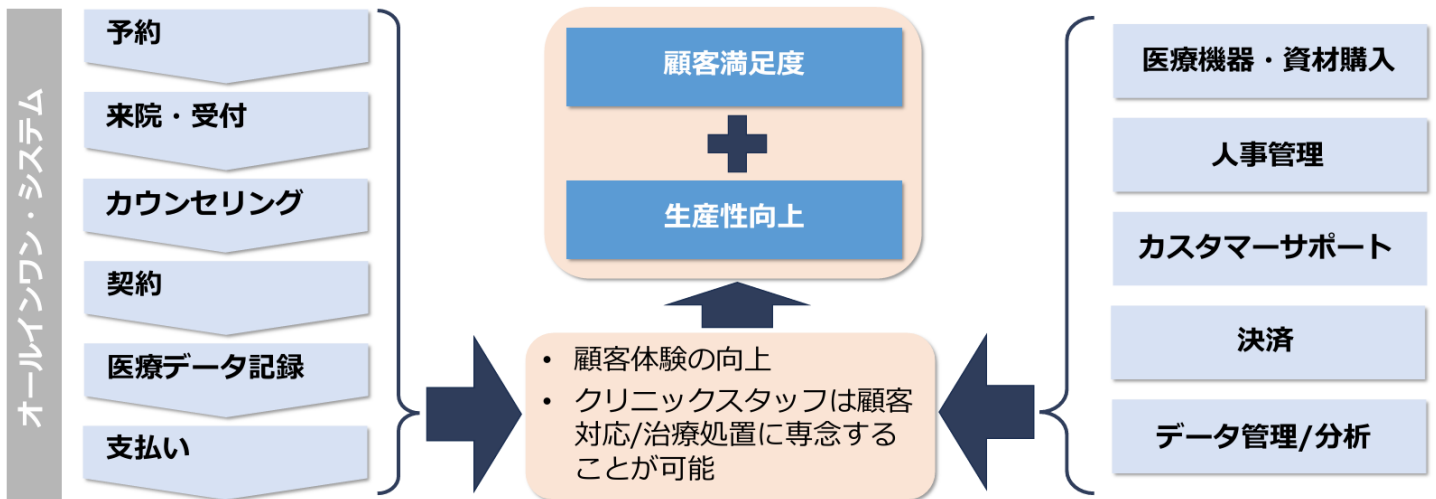
さらにフランチャイジーは、クリニックで医療サービスを提供する専門医のスキル向上、標準化、教育を目的としたシミュレーション技術の開発とライセンス供与の恩恵を受けられる。SBC は多数の医療症例と人工知能を活用し、バーチャルリアリティ、レンダリング、コンピューティング、5G/6G、Web3.0 などの技術を駆使して、シミュレーターを作成しており、フランチャイジーはこれらのシミュレーターを用いて、患者の安全性とケアのレベル向上を実現することができる。

図表 1. フランチャイズクリニックに対する SBC の提供価値



出所：会社資料

図表 2. クリニックにおける業務の DX 化



出所：会社資料

2) 米メイヨー・クリニックが目標

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

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、世界一の総合医療グループになることを目指す。

メイヨー・クリニックは従業員 76,000 人以上で売上高 179 億ドル

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。2022 年末時点で 76,000 人以上の従業員を擁し、内訳は 68,000 人が医療スタッフ、5,500 人が医師・科学者、2,500 人が臨床研修医・研究員となっている。2023 年の売上高は 179 億ドル、営業利益は 11 億ドル、営業利益率

6%である。11.8 億ドルの資本支出のうち、47%が主要プロジェクトに配分された。新たな治療法を求める患者のために、過去最高の 2,500 以上の臨床試験を実施している。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。

歴代米国大統領も受診する「世界最高の病院」

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おり、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 カ国近くから患者が受診する。US ニュース&ワールド・レポート誌の「全米の優れた病院ランキング 2024-2025」で、糖尿病と内分泌学、消化器内科、呼吸器内科の分野で 1 位であり、全米で最も 1 位評価が多い。ニュースウィーク誌の「世界最高の病院」第 1 位に 6 年連続ランクインしている。

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

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。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、世界の医療データを管理している。2023 年には 28 の業者が AI ソリューションを開発し、より早期でより正確な診断、個別化されたケア、在宅での病院レベルのケア、質の高いケアが行えるよう、世界の 4,500 万人以上が利用している。

3) 多角化と規模拡大を両立できる SBC メディカルグループ

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

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、総合医療サービスを提供できるのも強みとなっている。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、総合医療まで拡大している。内科や整形外科、眼科、不妊治療などのクリニックを多角的に展開し、後継者問題を抱える病院へ事業承継の支援も行っている。

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

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で展開し、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は壁を感じる。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何等壁は無く、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。

多角展開する同業他社はクリニック数が少ない

国内同業他社で SBC メディカルグループと同程度に多角化しているフランチャイズは存在しないが、比較的多角化が進んでいるフランチャイズとしては大塚美容整形外科・歯科と高須クリニックが存在する。しかしこれらの両フランチャイズともクリニック数は 5 と限定的で、目の届く範囲で多角化したサービスの品質維持を実行した結果として、クリニック数増加が制約されてしまったと考えられる。

クリニック数が多い同業他社は診療科目数が少ない

他方、クリニック数が多いフランチャイズにはエミナルクリニックやアリシアクリニックのように脱毛に特化する等、診療科目を限定しているフランチャイズが多い。また、クリニック数が 109 と SBC メディカルグループに次ぐ数を誇る TCB 東京中央美容外科は、目元・二重や美容皮膚科、脂肪吸引等ある程度多角化した状況であるが、サービスや料金面でトラブルの報道が散見される状況となっている。

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 3. 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

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	222	2	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
湘南美容クリニック	173	2	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
リゼクリニック	26	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-
ゴリラクリニック	22	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-
リッツ美容外科	1	-	○	○	○	-	-	-	○	○	-	-	-
TCB 東京中央美容外科	109	-	○	○	○	-	-	○	○	-	-	-	-
エミナルクリニック	62	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-
アリアクリニック	46	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-
品川美容外科	39	-	○	○	○	-	-	○	-	-	○	-	-
ブランクリニック	36	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-
あおばクリニック	29	-	○	○	○	-	-	○	-	-	○	-	-
共立美容外科	26	-	○	○	○	-	-	-	○	○	-	-	-
城本クリニック	25	-	○	○	○	-	-	-	○	○	○	-	-
レジーナクリニック	23	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-
東京美容外科	21	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	17	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-
ジュビュティークリニック	13	-	○	○	○	-	-	○	-	-	-	-	-
東京青山クリニック	11	-	-	-	-	-	-	-	-	-	○	-	-
聖心美容クリニック	11	-	○	○	○	-	-	○	○	○	○	-	-
表参道メディカルクリニック	10	-	○	○	○	-	-	○	-	○	-	-	-
あさひ美容外科	9	-	○	○	○	-	-	-	○	○	○	-	-
マリアクリニック	9	-	○	○	○	-	-	○	-	-	○	-	-
TA クリニック	8	-	○	○	○	-	-	○	-	○	-	-	-
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・歯科	5	-	○	○	○	-	-	○	○	○	○	○	-
高須クリニック	5	-	○	○	○	-	-	○	○	○	○	○	-
ジェニークリニック	5	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-

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年にクリニック数10,000を目指す

成長戦略では、マネジメント・サービスを提供するフランチャイズクリニック数を増加させることである。2035年に、日本一お客様の多い医療グループとして、クリニック1,200院、病院30院達成を目指す。2050年には、世界一お客様の多い医療グループとして、クリニック10,000院、病院1,000院達成を目指す。フランチャイズクリニック数増加により、収益拡大が見込める。さらなるフランチャイズクリニック数増加により、売上高の増加が一般管理費の増加を上回り、収益性の向上が見込める。また、フランチャイズクリニックの安定した売上げの成長も欠かせない。売上成長のためにレーシック、薄毛、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が、成長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も高い一方、継続性はない。そして、年末や春休み、夏休み、ゴールデンウィークに集中する傾向にあり、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が収益を安定化させる役割を果たす。日本の美容外科業界が成熟期に入る一方、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予測した。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、皮膚科などの他分野にも力を入れるようになった。2019年に美容医療クリニック100院を達成した。

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。日本の医療費は年間47兆円（2023年度概算）で、そのうちシェア10%を占めることができれば4.7兆円規模となる。医療法人売上高1位の徳洲会の売上高は、5,783億円、純利益は160億円である（2024年3月期）。徳洲会グループでは、76病院をはじめ、診療所・介護施設を合わせると総事業所数400施設を展開する。日本赤十字社は、医療法における公的医療機関であり、病院数は91（2024年4月1日）である。日本の一般医療分野も成長の余地があり、SBCは保険診療の分野において、国内で10%のシェアを獲得することが長期的な目標である。

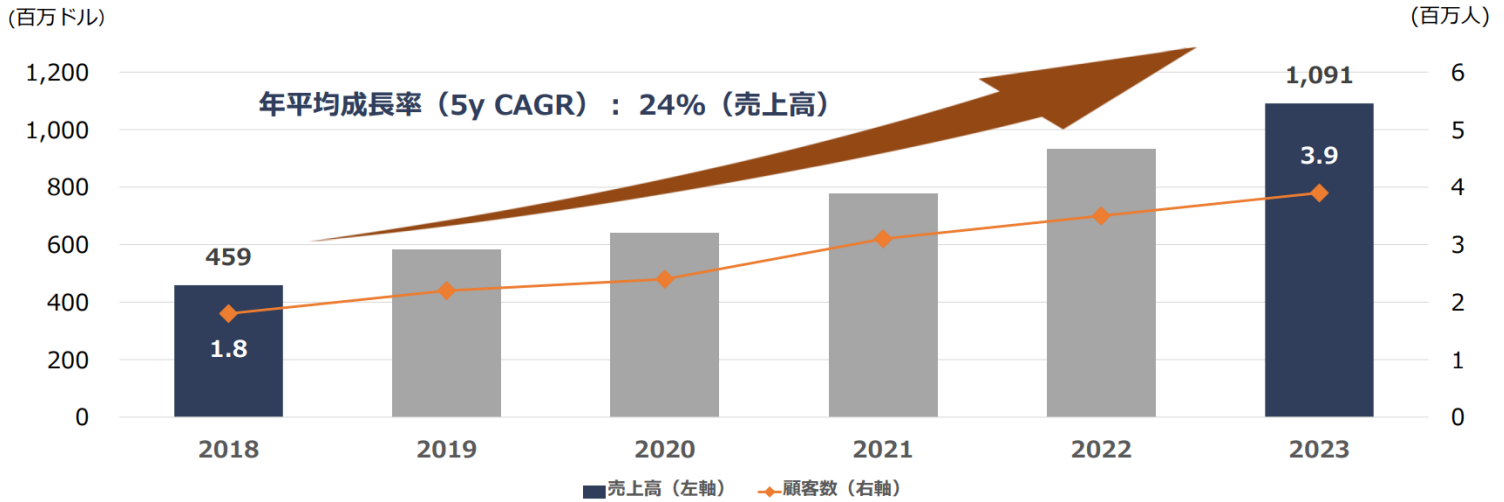
女性ミドル世代と男性顧客層に成長余地あり

顧客の年齢、性別の観点では、女性ミドル世代と男性（薄毛治療、脱毛）が注力領域である。クリニックの顧客の大半は、20代から40代で、2023年の顧客の85%を占めており、40代以上が15%である。コア顧客層（10～30代女性）の美容医療普及率が21%である中、40～60代女性の普及率が7%、10～60代男性の普及率は7%であり、成長余地がある。また、皮膚科治療の需要増は、国内美容医療市場全体のさらなる成長余地につながっている状況である。

交通量の多い市場に出店する戦略

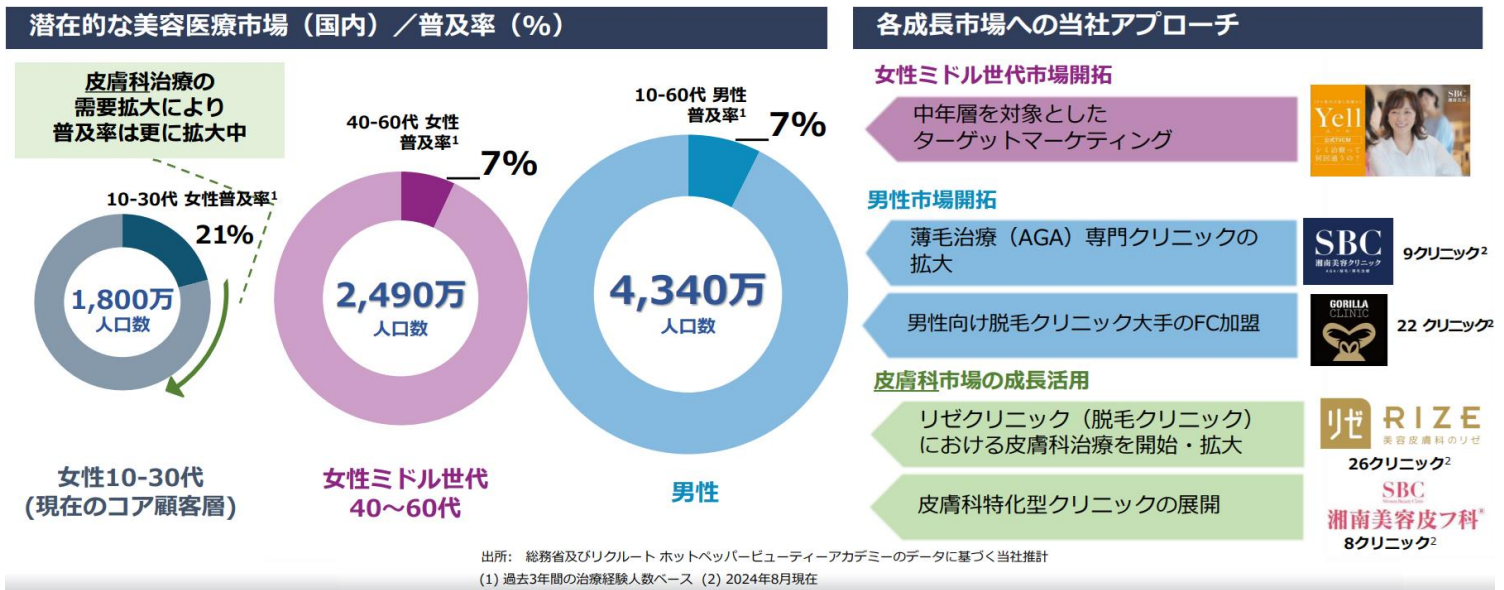
出店戦略としては、多様な人口と平均以上の世帯収入を持つ、交通量の多い市場に重点を置いている。なお、美容医療業界は、景気に左右されやすい。一般的に、好景気時に、患者の裁量支出が増え、美容医療サービスや製品に対するニーズが増す傾向にある。

図表 4. フランチャイズクリニックの収益成長と顧客数の拡大（除くりぜ・ゴリラクリニック）



出所：会社資料

図表 5. 国内美容医療市場における更なる成長機会



出所：会社資料

2. 業績動向

売上高は 1.9 億ドル

堅調な手数料収益をベースとした安定的な収益構造を有する。2023 年 12 月期の売上高は、194 百万ドル（1 ドル 145 円で 280 億円）、営業利益 71 百万ドル（同 102 億円）、純利益 39 百万ドル（同 57 億円）、ROE は 31.8%である。売上げの源泉は、ロイヤリティ収入、調達サービス、マネジメント・サービス、レンタル・サービス、その他で構成される。

マネジメント・サービスの売上高構成比は 37%

マネジメント・サービスは、72 百万ドル（前年度比 7.9%増）で全体の 37.3%を占める。ロイヤリティ・プログラム・マネジメント・サービス（ポイント制度の管理）、労働支援サービス（クリニックの運営、IT、管理サービス等を提供するため、スタッフ派遣）、機能支援サービス（会計・人事）、マネジメント・コンサルティング・サービス（美容皮膚科の事業運営に関するコンサルティング）で構成される。

調達サービスの売上高構成比は 28%

調達サービスは、53 百万ドル（前年度比 1.6%減）であり、全体の 27.5%を占める。ブランドの一貫性を保つため、主に広告サービスや医療材料を、医療法人に代わって業者から購入することにより、調達サービス収入を得ている。

ロイヤリティ収入の売上高構成比は 22%

ロイヤリティ収入は、42 百万ドル（前年度比 71.5%増）であり、全体の 21.8%を占める。フランチャイズ契約に基づき、ブランド名（湘南美容クリニックなど）、商号、特許、商標などの知的財産をライセンスすることにより、ロイヤリティ収入を得ている。2023 年 4 月より、医療法人の売上高に対する一定割合から定額に変更し、2023 年 9 月より、主要顧客である医療法人 6 社に特許および商標の使用を許諾したことが寄与した。

レンタル・サービスの売上高構成比は 4%

レンタル・サービスは、7 百万ドル（前年度比 64.6%減）で全体の 3.8%を占める。住宅や医療機器のオペレーティング・リースおよびファイナンス・リースから賃料収入を得ている。その他は、1,863 百万ドル（前年度比 139.0%増）で全体の 9.6%を占める。調剤販売収入、仲介サービス収入、建設サービス収入、トレーニング収入、受取利息などである。

その他の売上高構成比は 10%

その他は、18 百万ドル（前年度比 139.0%増）で全体の 9.6%を占める。調剤販売収入、仲介サービス収入、建設サービス収入、パイロット訓練サービス収入、受取利息などである。

図表 6. SBC メディカルグループホールディングスの売上高の源泉

(百万ドル)	2022 年 12 月期	2023 年 12 月期	構成比	増減率
マネジメント・サービス	67.0	72.3	37%	7.9%
調達サービス	54.1	53.2	27%	-1.6%
ロイヤリティ収入	24.6	42.1	22%	71.5%
レンタル・サービス	20.7	7.3	4%	-64.6%
その他	7.8	18.6	10%	139.0%
合計	174.2	193.5	100%	11.1%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

販管費は 30%減

販売費及び一般管理費は 67 百万ドル（前年度比 29.6%減）となった。前年度に、長年にわたり在職した役員に対する退職金関連費用 2,283 万ドルが発生したことが要因である。

図表 7. 連結損益計算書 (単位: 百万ドル)

決算期	22/12	23/12
売上高	174	194
マネジメント・サービス	67	72
調達サービス	54	53
ロイヤルティ収入	25	42
レンタル・サービス	21	7
その他	8	19
売上原価	59	56
売上総利益	115	137
売上総利益率	65.9%	70.9%
販売費及び一般管理費	93	66
営業利益	21	71
営業利益率	12.3%	36.7%
営業外損益	4	3
特別損益	-1	0
税金等調整前当期純利益	24	74
税引前利益率	13.6%	38.0%
法人税等	18	35
親会社株主に帰属する当期純利益	6	39
当期純利益率	3.6%	20.3%

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3. 創業者の履歴書、大株主の状況、沿革、ナスダック上場

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く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、「商売はお客さんの気持ちがわかることが大事だ」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、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、始めて間もないが、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。実際に目標を達成したことがターニングポイントとなった。結果を出すと決めて実際に結果を出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、癌研究所付属病院（現在のがん研有明病院）麻酔科研修後、品川美容外科に勤務した。

3 年で独立し、湘南美容外科クリニックを開院

脂肪吸引手術を多数手掛け、技術を集積していった。3 年後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。「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。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。

価格を明確化し、かつ、低価格とすることを目指した

開院当初の美容医療は金額も効果も不透明なグレーな世界であり、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。そうした業界を変革して価格を明確化し、かつ、一般消費者に届く価格に引き下げることを通じて、日本中に美容医療を広め、日本一の医療クリニックとなることを目指した。松下幸之助の水道哲学に影響を受けた考えであり、「美容整形をもっと身近に」をモットーとした。

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ていった。レポート・紹介率は 9 割を超える水準となっている。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、豊胸手術で仕上がりに満足で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

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、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。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。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。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。

2) 大株主の状況

SPAC 上場後の相川 CEO の所有割合は 81.4%となる見込み

SBC とポノ・キャピタル・ツールの合併に係る委任状説明書によると、合併後、SPAC の株主が、株式を償還して資金を受け取る権利を行使しなかった場合、相川 CEO が議決権及び発行済普通株式の 81.4%を保有することになり、ポノのスポンサー（当初株主）等は 4.6%の保有となる。2024 年 10 月公表の目論見書によると、相川 CEO の保有比率は、90.2%である。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、一定のコポーレートガバナンスの基準を免除される。

図表 8 プロフォーマ完全希薄化後の株主構成（2024 年 3 月末、償還なしの場合）

	償還なし	構成比
SBC 株主（相川佳之 CEO）	94,683,855	81.4%
SBC が発行した私募ワラントに係る株式	3,147,920	2.7%
公募ワラントに係る株式	11,500,000	9.9%
ポノ一般株主	1,649,416	1.4%
ポノのスポンサー（当初株主）及び関連会社	5,343,750	4.6%
引受人保有分（クラス A 普通株式）	57,500	—
プロフォーマ完全希薄化後の普通株式（2024 年 3 月末）	116,382,441	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

国内外に 222 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

SBC メディカルグループホールディングス（以下、SBC）は、湘南美容クリニックを中心に、国内外にクリニックを 222 院（国内 220 院、海外 2 院）展開する。日本で最も来院者数が多い美容医療グループである（年間顧客数 390 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。2024 年 3 月末時点で、10,692 名（連結）の従業員を抱え、医師 474 名である。

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

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を開院した。開業当初はより多くの診療科目を提供する多角化戦略を一旦は取ったが、他クリニックとの差別化にはいたら

ず、自分が好きな施術である脂肪吸引を極めることとし、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。この戦略が奏功し、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

また、開業当時美容業界では、料金表を明示しない、とか、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。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た相川 CEO は、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。

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

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湘美会を設立した。2009 年に、医療法人の孝和会（1990 年設立）、菜寿会（1990 年設立）を買収した。2007 年に歯科、2009 年近視クリニック、2012 年レディースクリニックに進出し、2014 年に初の海外出店（ベトナム）を果たし、米国にも進出した（2019 年）

買収を通じた成長は現在まで続いており、2018 年以降の売上高 CAGR は 24%

創業以来、M&A を通じて、成長してきており、2018 年以降売上高の 5 年 CAGR（年平均成長率）は 24% である。2015 年 12 月に、再生型の M&A を実施し、医療業界に大きなインパクトを与えた。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、院の再生に進出した。創業後 10 年目くらいで業界 2 位となり、2017 年に業界 1 位を達成した。2023 年には、脱毛専門の風林会（リゼクリニック）と十二会（ゴリラクリニック）をフランチャイズ化したため、約 50 院のクリニック数が増加した。美容医療業界では医者の個人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。

4) ナスダック上場と上場後の体制

ナスダックへの SPAC 上場を実施

米国のポノ・キャピタル・ツー（Pono Capital Two）と合併し、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 年に設立され、ナスダック上場の SPAC（特別買収目的会社）である。本社はハワイにある。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とする。SBC は、米国デラウェア州の会社（所在地は、米国カリフォルニア州）であり、ポノ・キャピタル・ツーとの合併では、存続会社となる。SBC メディカルグループ（日本の運営会社）など 11 の完全子会社を有し、日本の事業が中心となる。

SBC はデラウェア州法に基づいて設立

SBC は、2023 年にデラウェア州法に基づき設立されたが、美容医療を所有、運営、管理する会社は東京にある。事業の拠点は、日本が中心である。ベトナム（2014 年進出）、カリフォルニア（2019 年）でも美容医療を展開している（中国の上海にも進出したが 1 年半で撤退）。

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。

SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

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ない問題がある。そこで、低額で保険制度に加入・一定の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。

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

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している。

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。ホテル、旅館、スキー場、ゴルフ場など、2024 年 4 月末現在で、69 物件を保有する。賃料の 53%が星野リゾート運営ブランドである。

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。

4. 経営理念

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。近江商人の営理念として、三方良し（よし）「売り手よし、買い手よし、世間よし」がある。伊藤忠も、「三方よし」を経営理念とする。

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。

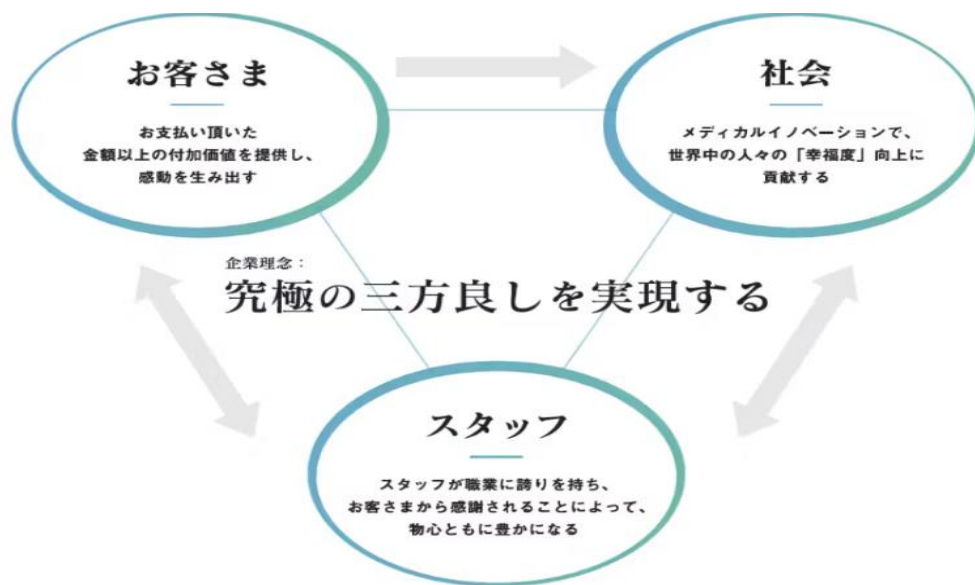
2024 年 5 月にはグループパーパスを制定

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の皆さま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、消費者の幸せを目指す。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る。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。

ビジョンは「総合医療グループとしての世界 No.1」

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「総合医療グループとしての世界 No.1」を掲げる。病院設立、医学部設立、製薬・医療機器メーカーをもち、これからの変化の激しい時代の中でも「お客様の声、期待に応えられる総合医療グループ」を目指す。バリューは、組織の構成員が共有する価値観で、行動規範である。バリューとして、『すべては「お客様おひとりおひとりのお悩みの解決や希望の実現」のために』を掲げ、15 の行動規範を定めている。

図表 9. SBC メディカルグループホールディングスの企業理念



出所：SBC メディカルグループホールディングス

図表 10. SBC のビジョン

- 日本国内および海外における更なる成長を実現するため、クリニックネットワーク拡大へと前進
- 新しい医療技術、医療機器、化粧品の研究開発にも引き続き注力し、NASDAQへの上場を契機に、グローバルな存在感を高め、ヘルスケア業界のリーダーとしてのブランド確立を追求



出所：会社資料

5. 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。

「世界一の医療グループをつくりたい」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」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 SEC 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。

クリニック数の年率 16%成長と病院数の年率 30%成長を想定

SBC（現在クリニック 222 院、病院 1 院）は定量的な成長目標として、2035 年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 10,000 院、病院 1,000 院）達成を目指す。2050 年までの 26 年間でクリニック数については年率 16%成長、病院については年率 30%成長を実現するという数値である。クリニック数で見ると、2000 年の創業以降 2024 年までの 24 年間の成長率が 25% に達してこれに比すると、年率 16%成長は抑制気味にした現実的な数値と捉えることが可能である。

世界最大の上場同業他社 HCA Healthcare の企業価値は SBC の 200 倍以上

なお、日本最大である日本赤十字社の現在の売上高は約 95 億ドルで、世界最大の上場同業他社である HCA Healthcare (HCA NYSE)の現在の売上高は 650 億ドルである。HCA Healthcare の現在の企業価値は約 1,500 億ドルで、SBC の現在の企業価値（7 億ドル）の 200 倍以上である。

6. 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数が増加

世界の市場規模は560億ドル、日本は50億ドル

グローバルな美容医療の市場規模は、560億ドルに対し、日本は50億ドルである。日本の国内美容医療市場では、中規模以上のクリニックグループにおける拠点数ベースでSBCは31%のシェアを占める（出所：矢野経済研究所 2024年版）。リゼ・ゴリラクリニックは脱毛専門クリニックで市場2位（22%）である。

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、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（2022年）。美容外科医数は、米国（7,750名）、ブラジル（6,457名）に次いで、日本（3,050名）は3位に入る（2023年）。外科手術では、脂肪吸引、豊胸術、まぶたの手術、非外科施術では、ボトックス、ヒアルロン酸、脱毛が人気施術である。

図表 11. 美容外科手術・非外科施術件数上位10カ国（2022年）

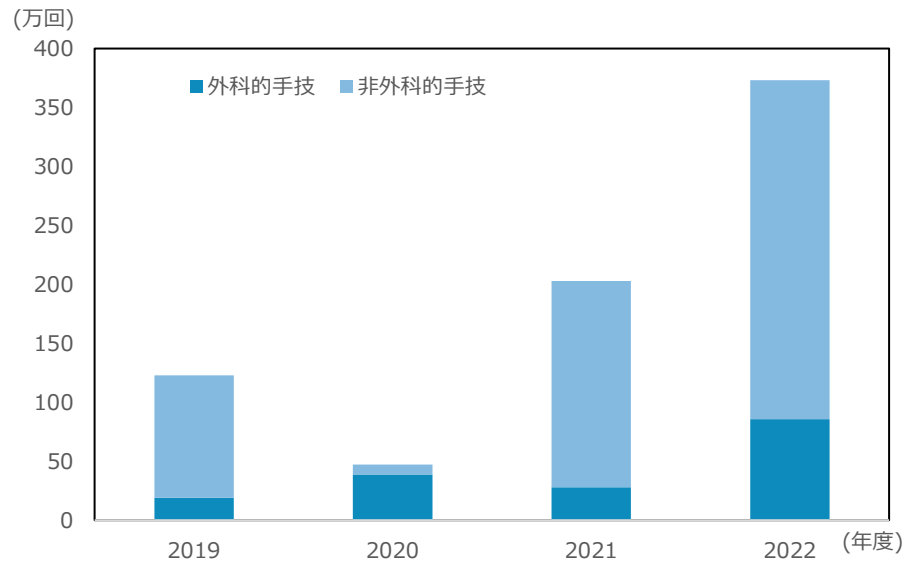
国	外科施術	構成比	非外科施術	構成比	合計	構成比
1 米国	1,645,435	11.0%	5,802,761	30.8%	7,448,196	22.0%
2 ブラジル	2,049,257	13.7%	971,294	5.2%	3,020,552	8.9%
3 日本	359,157	2.4%	2,100,169	11.1%	2,459,326	7.3%
4 メキシコ	938,096	6.3%	755,229	4.0%	1,693,325	5.0%
5 トルコ	470,875	3.1%	626,179	3.3%	1,097,054	3.2%
6 ドイツ	461,130	3.1%	571,661	3.0%	1,032,791	3.1%
7 アルゼンチン	461,589	3.1%	554,929	2.9%	1,016,517	3.0%
8 イタリア	262,556	1.8%	484,834	2.6%	747,391	2.2%
9 コロンビア	466,453	3.1%	266,330	1.4%	732,783	2.2%
10 インド	387,767	2.6%	324,155	1.7%	711,922	2.1%

出所：ISAPS, “ISAPS International Survey on Aesthetic/Cosmetic procedures performed in 2022”, September 1, 2023

日本では非外科的手技が多い

日本では、外科的手技よりも、非外科手技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。外科的手技の中で、1位は眼瞼形成（45.4万回）、2位はフェイスリフト（8.4万回）、3位は顔面輪郭形成（6.0万回）が多い。非外科手技は、1位は脱毛（61.2万回）、2位はボツリヌス菌毒素注入（55.7万回）、3位はセルライト治療（35.3万回）が人気である。

図表 12. 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）

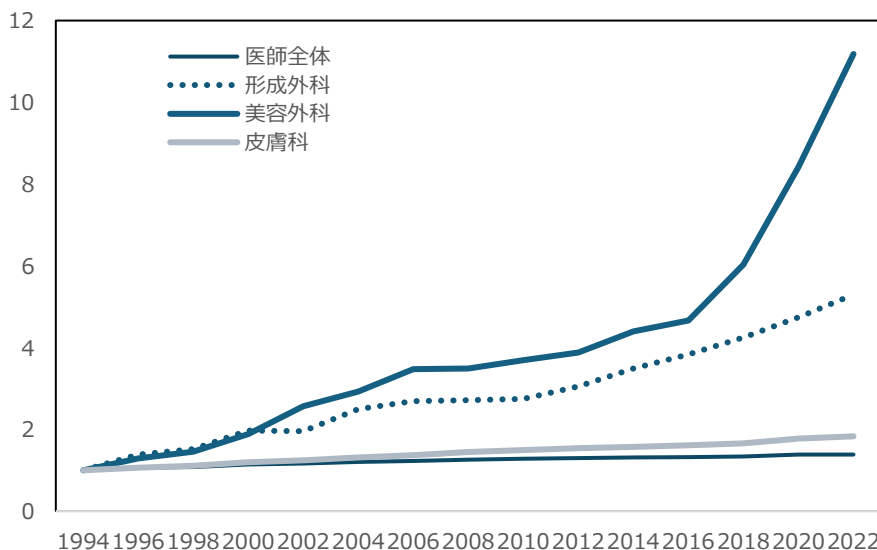
若手医師が都市部に偏在

一方で、厚生労働省は、医師偏在対策推進本部において、美容医療を中心とした保険外診療に若手医師が都市部に集中し、外科や産婦人科、地方の医療機関での医師が不足しているとして、対策を検討している。2025 年から 2026 年に法令を改正し、2027 年より施行を目指す。

日本では美容医療に関わる医師数が増加

日本において、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 107,348 人に対し、皮膚科医 6,124 人、形成外科 710 人、美容外科 1,230 人で、合計 8,064 人（構成比 7.5%）である（2022 年末、出所：厚生労働省）。10 年前と比べて、診療所の医師数は 1.2 倍の増加に対し、皮膚科 1.5 倍、形成外科 2.7 倍、美容外科 4.4 倍の増加である。

図表 13. 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」

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も増加しており、医療法人と個人が中心であるが、医療法人の開設が増加している。1,404の一般診療所のうち、個人が601、医療法人が785である。形成外科、皮膚科も同様に、近年、医療法人の開設が増加している。

図表 14. 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）

未熟な医師の増加が美容医療事故の増加につながっている

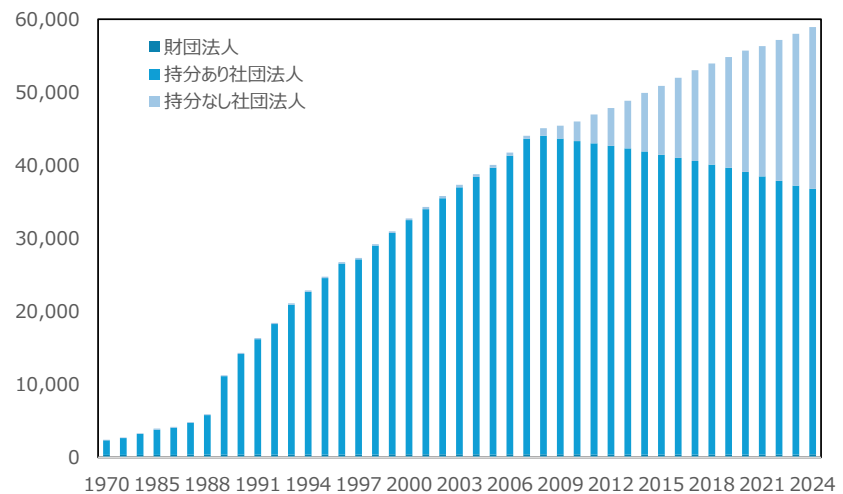
かかる中、厚生労働省は「美容医療の適切な実施に関する検討会」において、医師偏在の問題に加え、モラルを逸脱した医師や、経験が浅く未熟な医師などが増加しており、美容医療事故やトラブルが増えている実態を踏まえ、美容医療業界に対する新たな規制を検討している。美容医療については、保険適用されない自由診療として提供されることから、指導・監査等の範囲が保険診療と比較して限定的であり、美容医療に関する被害を防止し、質の高い医療の提供を行う必要がある。

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についても、持分のない医療法人へ移行するよう促進してきた。

図表 15. 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

社団医療法人は株式市場に上場できない

社団医療法人は、株式会社のガバナンスに類似しており、株主に相当する社員、株主総会に相当する社員総会、取締役（会）に相当する理事（会）、監査役に相当する監事、代表取締役等に相当する理事長、がある。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（出資持分）、証券取引所に上場することはできない。

SBC 含め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。そのため、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（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。そのため、SBC メディカルを通じて SBC は、医療法人の議決権を保有することはできない。営利法人が医療法人に出資している場合、医療法人の役職員の兼務はできない。

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) 主要上場同業他社の比較

売上高最大の上場美容医療企業は香港の EC Healthcare

世界の主要上場美容医療企業で最も売上高が大きいのは EC Healthcare (02138 香港) である。香港を中心にマカオや中国本土にも展開し、182 のクリニックを有する。売上高は SBC の 3 倍近い 538 百万ドルであるが、うち美容医療の売上高は 3 分の 1 程度で、3 分の 2 は総合医療、一部動物病院もある。もともと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。

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 位はドイツの M1 Kliniken (M12 ドイツ) はドイツを中心に欧州各地に 61 のクリニックを有する。もともとは純粋な美容医療企業であったが、2018 年から医薬品の流通業務も開始し、現在は同事業が売上高の 8 割程度を占める。他方、利益については美容医療事業を下回る。

美容医療事業の売上高で比べると SBC が 1 位

SBC は連結売上高では EC Healthcare と M1 Kliniken に次いで 3 位であるが、上記のように 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、美容医療事業の売上高については、これら 2 社を上回る。また、クリニック数はそもそも全社中最も多い状況である。

4 位はタイの The Klinique Medical Clinic

売上高第 4 位はタイの The Klinique Medical Clinic (KLINIQ タイ) である。タイ国内に 55 のクリニックを展開する。2022 年上場で、美容医療事業のみを行っている。

図表 16. 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		
EC Healthcare	香港	538	182	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
M1 Kliniken AG	ドイツ	342	61	○	○	○	-	-	○	○	-	-	-
SBC Medical Group	日本	194	222	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Klinique Medical Clinic	タイ	66	55	○	○	○	-	○	○	○	-	-	-
Miricor Enterprises	香港	63	2	-	○	○	-	-	-	-	-	-	-
Master Style PCL	タイ	55	92	○	○	○	-	-	○	○	○	-	-
Fameglow Holdings	中国	38	6	-	-	○	-	○	-	-	-	-	-
Aesthetic Connect	タイ	20	1	○	○	○	-	-	-	-	-	-	-
DC Healthcare	マレーシア	15	13	-	○	○	-	○	-	-	-	-	-

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

売上高最大の企業は米 HCA Healthcare

総合医療企業も含めた世界の主要上場医療企業の中での売上高上位 3 社は HCA Healthcare (HCA NYSE、650 億ドル)、Fresenius Medical Care (FME ドイツ、210 億ドル)、Tenet Healthcare (THC NYSE、205 億ドル) 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 179 億ドルであり、Tenet Healthcare に次ぐ水準である。) EBITDA 上位 3 社は HCA Healthcare、Tenet Healthcare、Fresenius Medical Care である。

HCA Healthcare は積極的な自社株買いでしばしば債務超過に

HCA Healthcare は 1968 年創業で本社はテネシー州にある。米国内に 183 の総合病院、317 の緊急治療センター等を有し、年間 4 千万人以上の患者を受けいれている。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

SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

を推進し、2024年の売上高は2010年の再上場時の2.3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。

2位の Fresenius Medical Care は米国を中心に人工透析サービスを提供

Fresenius Medical Care は1996年にドイツで設立された人工透析サービスを提供する企業である。積極的なM&Aを通じて事業拡大を行っており、過去10年間で売上高は約2倍となった。グローバルに4,000近いクリニックを有するが、米国での売上高が全体の約7割を占める。

3位の Tenet Healthcare は米国南部を中心に総合医療を提供

Tenet Healthcare は1969年に設立で本社はテキサス州ダラスにある。米国南部を中心に65の総合病院と450の緊急治療センター等を有する。積極的なM&Aで事業拡大を行っており、Fresenius Medical Care 同様に、過去10年間で売上高は約2倍となった。

美容医療企業の売上高及び EBITDA 上位3位に SBC が入る

美容医療企業の中での売上高上位3社は前述の通り、EC Healthcare、M1 Kliniken、SBC である。全体での美容医療企業の中での EBITDA の上位3社は EC Healthcare、SBC、M1 Kliniken である。

SBC は ROE の高さで全体の3位

全体の中での ROE 上位3社は HCA Healthcare、Fameglow Holdings (08603 香港)、SBC である。HCA Healthcare は局面によっては債務超過になるほどの規模の自社株買いを行っており、その結果、ROE は1,062%と極端に高い水準となっている。SBC はフランチャイズ契約主体となっていることが ROE の高さにつながっている。3位の Fameglow Holdings は2008年に香港で設立された企業で、美容皮膚科と脱毛のみを行うシンプルな事業形態である。低侵襲な治療が主体で、レーザー治療等が収益の大半を占める。

企業価値3位の DaVita は Fresenius Medical Care と競合

企業価値の上位3社は HCA Healthcare、Tenet Healthcare、DaVita (DVA NYSE) である。DaVita は1979年に設立された人工透析サービスを提供する企業である。過去10年間の売上高は概ね横ばいで推移している。米国内に約2,700、米国外に約370のクリニックを有する。

美容医療企業の中で企業価値が最大なのは SBC

美容医療企業の中での企業価値上位3社は SBC、Master Style (MASTER タイ)、M1 Kliniken である。Master Style は2013年設立の美容医療企業で、タイのバンコクに1院のみを有する。美容外科手術経験者率がアジアで韓国に次いで高いタイ市場に支えられ、売上高は過去4年で3倍となった。また、インドネシア、カンボジア、ミャンマーなど周辺諸国からの顧客増加も売上増につながった。

SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

図表 17. 主要上場同業他社の売上高、EBITDA、ROE、企業価値

企業名	ティッカー	国・地域	美容	決算期	売上高	EBITDA	ROE	企業価値
					(百万ドル)	(百万ドル)	(%)	(百万ドル)
HCA Healthcare Inc	HCA	アメリカ	-	23/12	64,968	12,721	1,062%	150,493
Fresenius Medical Care	FME	ドイツ	-	23/12	21,041	3,376	3%	23,084
Tenet Healthcare Corp	THC	アメリカ	-	23/12	20,548	3,388	12%	30,103
Universal Health Services	UHS	アメリカ	-	23/12	14,282	1,710	12%	20,742
Community Health Systems	CYH	アメリカ	-	23/12	12,490	1,542	-	13,533
DaVita Inc	DVA	アメリカ	-	23/12	12,140	2,321	28%	26,859
Rede d or Sao Luiz SA	RDOR3	ブラジル	-	23/12	9,313	1,612	9%	13,498
Hapvida Participacoes Investimento	HAPV3	ブラジル	-	23/12	5,483	576	-2%	6,446
Ramsay Generale de Sante SA	GDS	フランス	-	24/06	5,416	604	-4%	5,371
Ardent Health Partners Inc	ARDT	アメリカ	-	23/12	5,409	350	5%	5,219
IHH Healthcare Bhd	5225	マレーシア	-	23/12	4,590	1,351	10%	15,746
Bangkok Dusit Medical Services	BDMS	タイ	-	23/12	2,899	715	15%	12,809
Aier Eye Hospital Group Co Ltd	300015	中国	-	23/12	2,879	751	18%	18,797
Surgery Partners Inc	SGRY	アメリカ	-	23/12	2,743	446	0%	9,036
Apollo Hospitals Enterprise Ltd	APOLLOHOSP	インド	-	24/03	2,279	285	13%	11,503
Medicover AB	MCOV B	スウェーデン	-	23/12	1,889	274	3%	3,801
Spire Healthcare Group PLC	SPI	イギリス	-	23/12	1,690	284	4%	2,694
Meinian Onehealth Healthcare	002044	中国	-	23/12	1,540	227	6%	2,488
China Resources Medical HD	01515	中国	-	23/12	1,429	160	3%	911
Terveystalo PLC	TTALO	フィンランド	-	23/12	1,391	97	-8%	1,985
Aevis Victoria SA	AEVS	スイス	-	24/12	1,061	58	-7%	1,488
Max Healthcare Institute Ltd	543220	インド	-	24/03	641	181	13%	9,625
EC Healthcare	02138	香港	○	24/03	538	93	-1%	304
M1 Kliniken AG	M12	ドイツ	○	23/12	342	24	7%	357
SBC Medical Group HD	SBC	日本	○	23/12	194	86	31%	688
Klinique Medical Clinic	KLINIQ	タイ	○	23/12	66	16	17%	192
Miricor Enterprises HD	01827	香港	○	24/03	63	10	-9%	54
Master Style PCL	MASTER	タイ	○	23/12	55	17	14%	376
Fameglow Holdings	08603	香港	○	24/03	38	12	102%	64
Aesthetic Connect PCL	TRP	タイ	○	23/12	20	7	17%	81
DC Healthcare Holdings	0283	マレーシア	○	23/12	15	3	6%	37

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

7. 競争戦略の分析

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

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。

開業初期は「集中」戦略と「コストリーダーシップ」戦略の二つを取る

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「集中」戦略と「コストリーダーシップ」戦略を取っていたと言える。

2000 年代後半以降は「差別化」戦略に転換

2000 年代後半以降は、M&A 等を通じた診療科目の多角化に努め、皮膚科における美容医療と保健医療の両方の提供体制構築、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、日本最大数をほこる各クリニックでの診療を通じて蓄積される治療データも当然日本最大かつ日々増加しており、診療データを活用した治療法の改善や好事例の共有体制のレベルの高さは、他の国内競合クリニックが模倣困難なものとなっている。こういった点で、SBC は、2000 年代後半以降「差別化」戦略に転換して現在に至ると言える。

8. 当面の業績動向

24/12 期上半期は、ロイヤルティ収入の増加などで増収増益

SBC の 24/12 期第 2 四半期連結累計期間の業績は、売上高 108 百万ドル（前年同期比 +29%）、売上総利益 79 百万ドル（同+31%）、営業利益 52 百万ドル（同+94%）と増収増益となった。事業別売上高は、マネジメント・サービス 32 百万ドル（同+6%）、調達サービス 27 百万ドル（同+4%）、ロイヤルティ収入 30 百万ドル（同+77%）、その他 12 百万ドル（同+64%）となった。

ロイヤルティ収入の増加は料金体系の変更によるもの

最も全体の増収に寄与したロイヤルティ収入の増加は、ロイヤルティ収入の料金体系を売上高に対する比率から固定価格に切り替えたことによるものである。また、その他事業の増収は、2023 年に買収した子会社の事業が拡大したことによる。増益は、比較的高収益であるロイヤルティ収入事業の増収が最大の要因である。

図表 18. 四半期別業績動向 (単位 : 百万ドル)

決算期	23/3		24/12	
	Q1	Q2	Q1	Q2
売上高	43	41	55	53
(前年同期比)	-	-	27.7%	29.5%
マネジメント・サービス	17	13	16	17
(前年同期比)	-	-	-8.9%	24.0%
調達サービス	13	13	13	14
(前年同期比)	-	-	5.2%	2.7%
ロイヤルティ収入	7	10	15	15
(前年同期比)	-	-	120.2%	46.9%
レンタル・サービス	2	1	4	3
(前年同期比)	-	-	75.8%	181.6%
その他	4	3	7	5
(前年同期比)	-	-	74.4%	51.2%
売上原価	14	9	15	14
売上総利益	29	32	40	39
(売上総利益率)	66.4%	77.9%	72.1%	74.2%
販売費及び一般管理費	17	16	15	12
営業利益	11	16	24	27
(売上高営業利益率)	25.8%	38.0%	44.6%	51.4%
営業外損益	1	1	3	-0
税引前利益	12	17	27	27
当期純利益	6	11	19	18
売上高当期純利益率	14.0%	26.0%	34.2%	34.8%

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

9. バリュエーション

1) 企業価値/EBITDA 倍率が相対的に低い

SBC の 8 倍という EV/EBITDA 倍率は相対的に低い水準

SBC を含めた主要同業他社 31 社の EV/EBITDA 倍率の単純平均は 15 倍で、美容医療企業のみ 9 社では 10 倍となっている。全般に株価が突出して高い傾向にあるインド企業と、逆に株価が全体的に低迷している中国企業を除外した 23 社の単純平均は 13 倍、美容医療企業のみ 7 社では 13 倍となっている。これらの倍率の水準を考慮すると、現在の SBC の 8 倍という水準は相対的に低いと言える。

2) ROE と PBR の関係において PBR が相対的に低い

SBC の 5.5 という PBR は相対的に低い

前述の通り SBC の ROE (31%) は自社株買いによって債務超過になる局面もある HCA Healthcare を除けば、Fameglow Holdings (102%) に次いで高い。SBC の PBR は 5.5 であるが、ROE 水準で SBC に続く、DaVita (ROE28%, PBR20.8)、Aier Eye Hospital Group (ROE18%, PBR7.2)、Klinique Medical Clinic (ROE17%, PBR4.2) との比較感からすると、SBC の PBR 水準は相対的に低いと言える。

SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

図表 19. 主要上場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	-	12,721	150,493	12	1,062%	-	16.0
Fresenius Medical Care	FME	ドイツ	-	3,376	23,084	7	3%	0.8	21.3
Tenet Healthcare Corp	THC	アメリカ	-	3,388	30,103	9	12%	3.9	4.9
Universal Health Services	UHS	アメリカ	-	1,710	20,742	12	12%	2.1	14.6
Community Health Systems	CYH	アメリカ	-	1,542	13,533	9	-	-	-
DaVita Inc	DVA	アメリカ	-	2,321	26,859	12	28%	20.8	15.3
Rede d or Sao Luiz SA	RDOR3	ブラジル	-	1,612	13,498	8	9%	2.8	20.4
Hapvida Participacoes Investimento	HAPV3	ブラジル	-	576	6,446	11	-2%	0.6	-
Ramsay Generale de Sante SA	GDS	フランス	-	604	5,371	9	-4%	1.8	-
Ardent Health Partners Inc	ARDT	アメリカ	-	350	5,219	15	5%	-	31.1
IHH Healthcare Bhd	5225	マレーシア	-	1,351	15,746	12	10%	2.1	24.5
Bangkok Dusit Medical Services	BDMS	タイ	-	715	12,809	18	15%	4.6	29.4
Aier Eye Hospital Group Co Ltd	300015	中国	-	751	18,797	25	18%	7.2	38.1
Surgery Partners Inc	SGRY	アメリカ	-	446	9,036	20	-0%	1.9	-
Apollo Hospitals Enterprise Ltd	APOLLOHOSP	インド	-	285	11,503	40	13%	13.2	101.7
Medicover AB	MCOV B	スウェーデン	-	274	3,801	14	3%	4.9	105.8
Spire Healthcare Group PLC	SPI	イギリス	-	284	2,694	9	4%	1.2	31.7
Meinian Onehealth Healthcare	002044	中国	-	227	2,488	11	6%	2.3	60.0
China Resources Medical HD	01515	中国	-	160	911	6	3%	0.7	15.4
Terveystalo PLC	TTALO	フィンランド	-	97	1,985	21	-8%	2.5	-
Aevis Victoria SA	AEVS	スイス	-	58	1,488	26	-7%	2.4	-
Max Healthcare Institute Ltd	543220	インド	-	181	9,625	53	13%	9.5	75.4
EC Healthcare	02138	香港	○	93	304	3	-1%	0.5	-
M1 Kliniken AG	M12	ドイツ	○	24	357	15	7%	3.1	20.4
SBC Medical Group HD	SBC	日本	○	86	688	8	31%	5.5	19.8
Klinique Medical Clinic	KLINIQ	タイ	○	16	192	12	17%	4.2	23.6
Miracor Enterprises HD	01827	香港	○	10	54	5	-9%	3.2	-
Master Style PCL	MASTER	タイ	○	17	376	22	14%	4.6	32.0
Fameglow Holdings	08603	香港	○	12	64	5	102%	8.6	12.8
Aesthetic Connect PCL	TRP	タイ	○	7	81	11	17%	2.0	21.1
Dc Healthcare Holdings	0283	マレーシア	○	3	37	12	6%	3.2	-

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

10. 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ッ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ッ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よい。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）で取締役の吉田優也氏は、SBC メディカルグループ（日本）の執行役員副社長兼 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とイーグルストーン・キャピタル・マネジメント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 CSO

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・オフィサー（CSO）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 氏は複数の NASDAQ 上場企業の取締役を兼任

独立取締役の Mike Sayama 氏は、Pono Capital Three, Inc. (PTHR NASDAQ) と AERWINS Technologies Inc. (AWIN NASDAQ)の独立取締役を兼任する。シティバンク、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、ミン

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 20. 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	45	取締役 COO
藤原史利	58	独立取締役 (メディコム取締役)
枝廣 憲	42	独立取締役 (ビズリーチ CSMO)
Mike Sayama	70	独立取締役 (ポノ独立取締役)

出所：会社資料

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、④ワクチン接種会場への人的支援・PCR 検査会場の設立、⑤航空機事業の発展寄与、⑥スポーツ業界（テニス）への貢献、に取り組む。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にも注力

特に、子供の教育や貧困問題にも力を入れる。相川 CEO の父親は、薬剤師として漢方薬の研究のため、中国に行っており、当時、中国は貧しく、成功したら貧しい子供たちの学校を作ろうという話を聞いていた。そうした影響もあるという。2021 年の日本の相対的貧困率（貧困線に満たない世帯員の割合）は 15.4%である。また、子どもの貧困率（17 歳以下）は 11.5%となっている（出所：厚生労働省「2022（令和 4）年 国民生活基礎調査の概況」）。OECD の相対的貧困率のランキングで 5 位に入る（2021 年）。「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」そんな子どもたちのため、「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、教育支援事業を行っている。

「ベストモチベーションカンパニーアワード」で 2 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、2 年連続で 1 位を受賞している。

11. 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 日本国内で医学部卒業後すぐに美容医療業界に就職する学生が増加していることに政府が問題視し始めており、何らかの規制が導入された場合には若手人材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業界がもうか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 創業者の工藤氏が何らかの理由で業務を継続できなくなった場合に損害が生じる可能性がある。

図表 21. 連結損益計算書 (単位: 百万ドル) (再掲)

決算期	22/12	23/12
売上高	174	194
マネジメント・サービス	67	72
調達サービス	54	53
ロイヤルティ収入	25	42
レンタル・サービス	21	7
その他	8	19
売上原価	59	56
売上総利益	115	137
売上総利益率	65.9%	70.9%
販売費及び一般管理費	93	66
営業利益	21	71
営業利益率	12.3%	36.7%
営業外損益	4	3
特別損益	-1	0
税金等調整前当期純利益	24	74
税引前利益率	13.6%	38.0%
法人税等	18	35
親会社株主に帰属する当期純利益	6	39
当期純利益率	3.6%	20.3%

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 22. 連結バランスシート(単位：百万ドル)

決算期	22/12	23/12
現金及び預金	54	103
売上債権	13	36
棚卸資産	1	3
その他流動資産	45	24
流動資産	113	166
有形固定資産	22	20
無形固定資産	11	23
投資その他の資産	80	50
固定資産合計	113	93
資産合計	225	259
仕入債務	15	27
有利子負債	8	7
その流動負債	78	59
流動負債	101	92
有利子負債	8	15
その他固定負債	8	7
固定負債	16	23
負債合計	118	115
資本金・剰余金	27	37
利益剰余金	103	143
その他	-25	-38
株主資本	105	142
非支配株主持分	3	2
純資産合計	108	144
負債純資産合計	225	259

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 23. 連結営業キャッシュ・フロー表 (単位: 百万ドル)

決算期	22/12	23/12
当期純利益	6	39
減価償却費	6	12
減損損失	1	0
引当金及び資産の減損	0	0
営業損益の調整額	-2	0
税金調整額	-4	4
その他非現金支出	3	3
運転資本の増減	-11	-8
営業活動によるキャッシュ・フロー	0	51
有形固定資産の取得・売却	-23	-1
無形固定資産の取得・売却	0	-2
事業の取得・売却	-6	1
投資資産の増減	-3	2
その他	-1	2
投資活動によるキャッシュ・フロー	-33	2
債務の増加及び返済	-5	4
株式の発行及び償還・消却	0	0
その他の財務キャッシュ・フロー	-3	3
財務活動によるキャッシュ・フロー	-8	6
Free Cash Flow	-33	52

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 24. 株価指標、ROE および KPI

決算期	22/12	23/12	LTM
EPS (ドル)	0.05	0.34	0.34
BPS (ドル)	0.93	1.24	1.24
1株当たり配当金 (ドル)	-	-	-
配当性向	-	-	-
終値 (ドル)	-	-	-
PER (倍)	-	-	19.5
PBR (倍)	-	-	5.39
期末発行済株式数 (千株)	116,156	116,156	116,156
自己株式数 (株)	-	-	-
自社株控除株式数 (千株)	-	-	-
時価総額 (百万ドル)	-	-	766
株主資本比率	46.7	54.9	54.9
有利子負債残高 (百万ドル)	16	23	23
D/E レシオ	0.2	0.2	0.2
EV (Enterprise Value)	-	-	688
EBITDA (百万ドル)	29	86	86
EV/EBITDA 倍率	-	-	8.0
ROE	-	31.8	-
ROIC (投下資本)	-	26.5	-
ROIC (事業資産)	-	73.4	-
従業員数	-	-	-

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いません。

(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