

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。日本国内のクリニック数は現在 228 院（海外は 23 院）で、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（63 院）を引き離れた圧倒的な 1 位となっている。

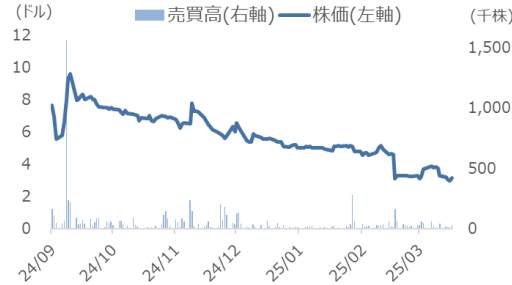
SBC は、美容医療事業運営のマネジメントコンサルティング、資機材調達、ブランド提供、医療機器レンタル等の事業を行う。2024 年 12 月期業績は、売上高 205 百万ドル（前年度比+6%）、営業利益 70 百万ドル（同-1%）、EBITDA89 百万ドル（同+8%）、EV/EBITDA 倍率 3 倍である。営業利益 1 百万ドルの減益となったが、無形固定資産の減損等で、減価償却及び減損損失を前期より 7 百万ドル多く計上したことによるものである。

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、2050 年に世界一達成を目指す。なお、世界最大の上場医療法人 HCA Healthcare (HCA NYSE)の企業価値は約 1,300 億ドルで、SBC の現在の企業価値（3 億ドル）の 400 倍以上である。

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、企業価値は 259 百万ドルで 3 位である。他方、EV/EBITDA は 3 倍と、M1 Kliniken (M12 ドイツ) の 10 倍、Master Style (MASTER タイ) の 9 倍、Klinique Medical Clinic (KLINIQ タイ) の 9 倍を大きく下回る。ROE で比較してみても SBC が 28%と、M1 Kliniken (16%)、Master Style (16%)、Klinique Medical Clinic (19%) を上回ることから、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、EV/EBITDA 倍率の単純平均は 11 倍と、SBC の 3 倍を大きく上回る。SBC の ROE が 28%と、31 社中 5 番目の高さにあることを考慮すると、やはり SBC の株価に割安感がある状況と言える。

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(4/3)	3.28
52週高値(2024/9/27)	9.61
52週安値(2025/4/2)	2.95
上場来高値(2024/9/27)	9.61
上場来安値(2025/4/2)	2.95
発行済株式数(百万株)	103
時価総額(百万ドル)	336
EV (百万ドル)	252
自己資本比率(24/12、%)	73.3
ROE (24/12、%)	27.6
PER (24/12 実績、倍)	6.8
PBR (24/12 実績、倍)	1.7
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)
22/12	174	-	21	-	24	-	6	-	0.05	-
23/12	194	11.1	71	232.9	74	210.8	39	523.4	0.34	-
24/12	205	6.1	70	-1.1	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. 24/12 期の業績は順調に拡大

24/12 期は、フランチャイズサービスの増加などで増収

SBC の 24/12 期業績は、売上高 205 百万ドル（前期比+6%）、売上総利益 156 百万ドル（同+14%）、営業利益 70 百万ドル（同-1%）、当期純利益 47 百万ドル（同+18%）、EBITDA89 百万ドル（同+8%）となった。事業別売上高は、フランチャイズサービス 45 百万ドル（同+45%）、調達サービス 55 百万ドル（同+3%）、マネジメント・サービス 53 百万ドル（同-27%）、その他 20 百万ドル（同+9%）となった。

フランチャイズサービスの増加は料金体系の変更と契約医療法人増加による

全体の増収に最も寄与したフランチャイズサービスの増加は、クリニック数の増加や、2023 年 9 月から新たに 6 医療法人に対して SBC の知的財産やトレードマークを使用することを認めたことによるものである。

契約医療法人の事業拡大が調達サービスとレンタル・サービスの増収に寄与

次に増収に寄与した調達サービスの収入増加は、契約医療法人の事業拡大によって必要医療物品の量が増加したことによるもので、三番目に増収に寄与したレンタル・サービスの収入増加は、同じく契約医療法人の事業拡大によって必要医療機器の量が増加したことが要因である。その他も増収となったが、これは 2023 年に買収した子会社の事業が拡大したことによる。

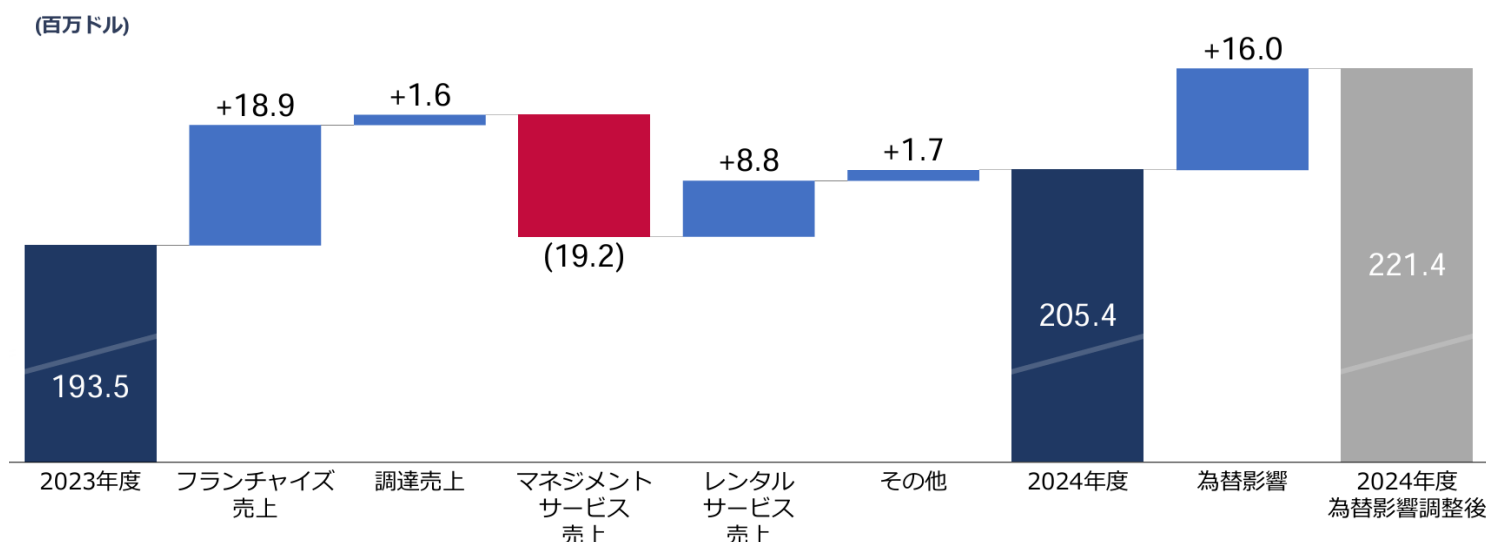
クリニック運営派遣スタッフ事業停止によりマネジメント・サービスは減収も、全体の売上総利益率は上昇

他方、マネジメント・サービスについては減収となった。これは、契約医療法人へのクリニック運営スタッフ派遣サービスを取りやめたことによるものである。したがって、派遣していたクリニック運営スタッフの人員費相当額だけ売上原価は減少しており、結果的に売上総利益率は 4 ポイント以上上昇して 76.0%となった。

為替影響調整後の売上高増加率は +14%

なお、為替が 2023 年度の 1 ドル 140.5 円から 2024 年度には 1 ドル 151.4 円へと円安に振れたことにより減少したドル建てでの売上高は 16 百万ドルに達する。この売上高を足し戻して為替影響を調整した売上高は 221 百万ドルとなり、前期比増加率は+14%に達する。

図表 1. 売上高の増減分析



出所：会社資料

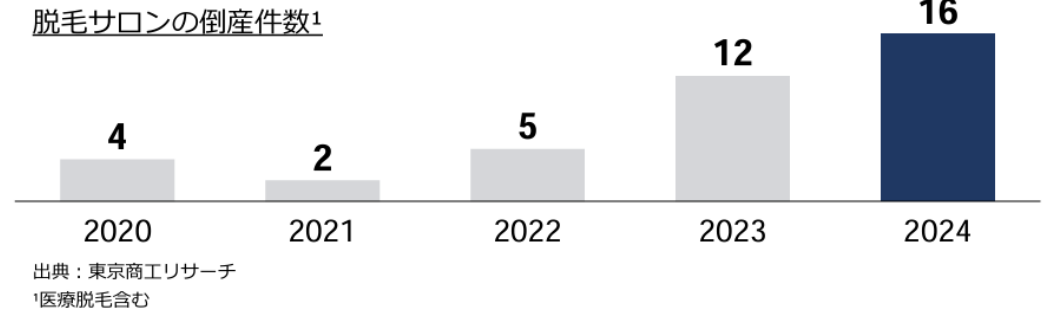
24/12 期 Q4 単独での売上高前年同期比マイナスは、顧客数獲得優

24/12 期 Q4 の 3 ヶ月単独で見ると、売上高は 44 百万ドル（前年同期比-29%）と、Q3 までの増収基調から一転して減収となっている。これは、美容医療市場における競争環境が激化する

先での単価引き下げ戦略によるもの

中、2024 年後半に顧客獲得数増加を優先して価格設定を下げる対応を行ったことによるものである。脱毛クリニックの倒産件数が増加する等同業他社の淘汰が進む中、2025 年に入ってからには競争環境激化に改善が見られる状況とのことである。

図表 2. 競争の激化により淘汰が進む



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

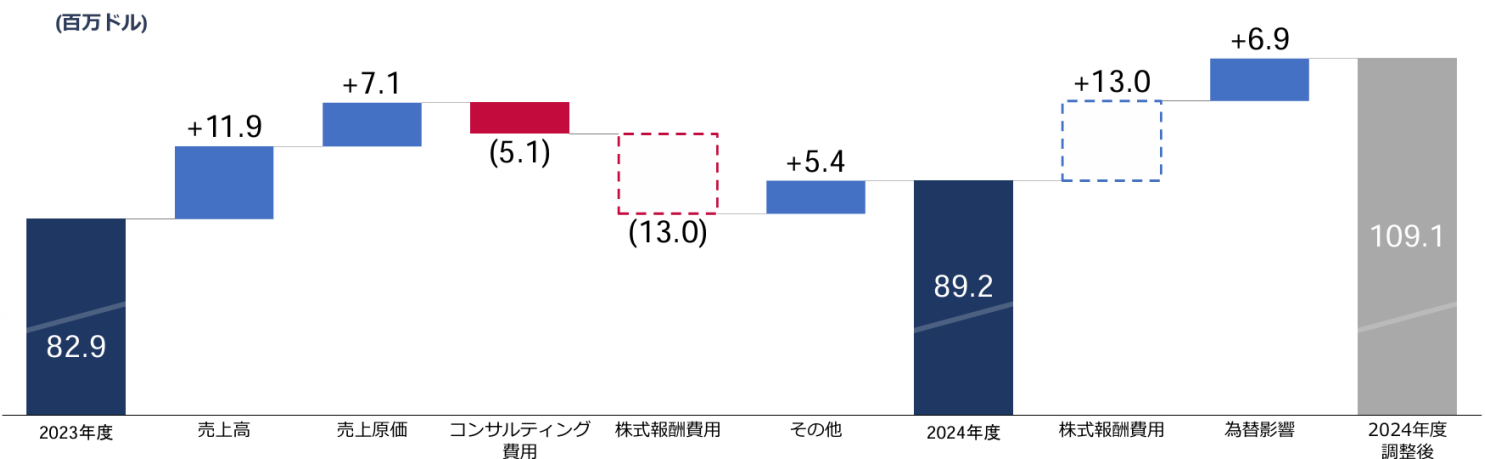
一時費用と為替影響調整後の EBITDA 増加率は+32%

EBITDA（営業利益+減価償却費+減損損失）は増収を背景に前期比+8%の 89 百万ドルとなった。SBC の上場プロセス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という一時的な費用と為替影響による減額分を足し戻した EBITDA は 109 百万ドルとなり、前期比増加率は+32%に達する。

前期比 1.5 倍の減価償却及び減損で営業減益

他方、営業利益については前期比-1%の 70 百万ドルとなった。これは、無形固定資産の減損等、19 百万ドル（前期比+54%）の減価償却及び減損損失を計上したことによるものである。

図表 3. EBITDA の増減分析



出所：会社資料

図表 4. SBC の 24/12 期通期決算要約

(百万ドル)	23/12	24/12	前期比
売上高	194	205	6.1%
サービス別売上高			
フランチャイズサービス	42	61	45.0%
調達サービス	53	55	3.1%
マネジメント・サービス	72	53	-26.5%
レンタル・サービス	7	16	120.0%
その他	19	20	9.0%
事業セグメント別売上高			
美容皮膚科	106	113	6%
美容外科	64	59	-7%
メディカル	30	33	7%
海外	0	1	48%
売上原価	56	49	-12.2%
売上総利益	137	156	13.7%
売上総利益率	70.9%	76.0%	-
営業利益	71	70	-0.5%
税引前利益	74	73	-0.1%
当期純利益	39	47	18.4%
EBITDA	83	89	7.6%
(営業利益 + 減価償却費 + 減損損失)			
減価償却費・減損損失	12	19	54.4%

※事業セグメント別売上高の数値は決算説明資料上の数値から計算した概算値

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2. シンガポールの美容医療企業を買収し海外クリニック数は 11 倍に

海外で一気に 21 店舗を獲得

SBC は 2024 年 11 月にシンガポールの Aesthetic Healthcare Holdings Pte. Ltd. (以下、AHH) を買収したことを発表した。AHH はシンガポールの美容医療業界において先駆的な役割を果たしている Dr. Ewen Chee が 1999 年に創業した企業で、4 ブランド・21 店舗を展開する。内訳は、皮膚科を中心としたプレミアムスキンケアクリニックである The Chelsea Clinic (2 店舗)、医療脱毛を中心としたスキンケアクリニックである Gangnam Laser Clinic (1 店舗)、フェイシャルメニューを中心としたエステティックサロンである SkinGO! (16 店舗)、そしてファミリークリニック (2 店舗) である。この買収前までは SBC の海外クリニックはベトナムと米ロサンゼルスに 1 店舗ずつのみであったが、この買収によって一気に 23 店舗に拡大することとなった。

国内同業他社の倒産によって、顧客が信用力の高い SBC に流れる可能性がある

日本の美容医療フランチャイズで海外展開をしているのは東京美容外科 (全 21 店舗、うち海外 1 店舗) のみで、SBC は今回の買収によって同業他社に大きな差をつけた。他方、日本国内においては、店舗数が 109 と SBC メディカルグループに次ぐ数を誇る TCB 東京中央美容外科について、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。また、脱毛クリニックの倒産件数が増加する等同業他社の淘汰が進んでいる状況である。こうした国内同業他社の状況は、業界最大かつ唯一の上場企業として信用力の高い SBC にとっては、プラスに働く可能性がある。

図表 5. 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	251	23	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
湘南美容クリニック	180	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	2	-	○	○	○	-	-	-	○	○	-	-	-
Aesthetic Healthcare HD	21	21	○	○	○	-	-	○	○	-	○	-	-
TCB 東京中央美容外科	109	-	○	○	○	-	-	○	○	-	-	-	-
エミナルクリニック	63	-	-	-	-	-	-	○	-	-	-	-	-
品川美容外科	39	-	○	○	○	-	-	○	-	-	○	-	-
プランクリニック	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	20	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	10	-	○	○	○	-	-	○	○	○	○	-	-
表参道メディカルクリニック	9	-	○	○	○	-	-	○	-	○	-	-	-
マリアクリニック	9	-	○	○	○	-	-	○	-	-	○	-	-
TAクリニック	9	-	○	○	○	-	-	○	-	○	-	-	-
あさひ美容外科	8	-	○	○	○	-	-	-	○	○	○	-	-
ガーデンクリニック	8	-	○	○	○	-	-	-	○	○	○	-	-
ミラクリニック	6	-	-	○	-	-	-	○	-	-	-	-	-
高須クリニック	5	-	○	○	○	-	-	○	○	○	○	○	-
大塚美容形成外科・歯科	4	-	○	○	○	-	-	○	○	○	○	○	-

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3. 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40~50億ドル

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40~50億ドルである。日本の国内美容医療市場では年率約9%で成長していて、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 6. 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。

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。

美容外科を標榜する施設も増加

美容外科の参入も活発化しており、2020 年時点で 1,526 であったが、2023 年には 2,142 と年率 12%のペースで増加している。

2) 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 2.6 倍の 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 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		
EC Healthcare	香港	531	182	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
M1 Kliniken AG	ドイツ	361	61	○	○	○	-	-	○	○	-	-	-
SBC Medical Group	日本	205	251	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Klinique Medical Clinic	タイ	85	55	○	○	○	-	○	○	○	-	-	-
Master Style PCL	タイ	61	92	○	○	○	-	-	○	○	○	-	-
Miricor Enterprises	香港	59	2	-	○	○	-	-	-	-	-	-	-
Fameglow Holdings	中国	45	6	-	-	○	-	○	-	-	-	-	-
Aesthetic Connect	タイ	15	1	○	○	○	-	-	-	-	-	-	-
DC Healthcare	マレーシア	12	13	-	○	○	-	○	-	-	-	-	-

※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

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上場医療企業の中での売上高上位 3 社は HCA Healthcare (HCA NYSE、706 億ドル)、Fresenius Medical Care (FME ドイツ、209 億ドル)、Tenet Healthcare (THC NYSE、207 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、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 DaVita (DVA NYSE)、Tenet Healthcare、Fameglow Holdings (08603 香港) である。1 位の 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おり、米国内に約

2,700、米国外に約 370 のクリニックを有する。2024 年に積極的な自社株買いを行って株主資本を 10 分の 1 位程度までに縮小したことにより、ROE が高くなった。2 位の Tenet Healthcare は 2024 年に病院を売却して特別利益を計上したことにより、ROE が局面的に高くなった。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。

美容医療企業の中で企業価値が最大なのは EC Healthcare

企業価値の上位 3 社は HCA Healthcare、Tenet Healthcare、DaVita である。美容医療企業の中での企業価値上位 3 社は EC Healthcare、M1 Kliniken、SBC である。

SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

図表 8. 主要上場同業他社の売上高、EBITDA、ROE、企業価値（売上高順）

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	-	24/12	70,603	13,896	-	130,599
Fresenius Medical Care	FME	ドイツ	-	24/12	20,926	3,392	4%	25,189
Tenet Healthcare Corp	THC	アメリカ	-	24/12	20,665	6,892	118%	27,194
Universal Health Services	UHS	アメリカ	-	24/12	15,828	2,264	18%	17,029
DaVita Inc	DVA	アメリカ	-	24/12	12,816	2,725	159%	25,209
Community Health Systems	CYH	アメリカ	-	24/12	12,634	1,063	-	13,037
Rede d or Sao Luiz SA	RDOR3	ブラジル	-	24/12	9,429	1,288	16%	11,322
Ardent Health Partners Inc	ARDT	アメリカ	-	24/12	5,966	575	-	4,001
Hapvida Participacoes Investimento	HAPV3	ブラジル	-	24/12	5,391	526	-1%	3,930
IHH Healthcare Bhd	5225	マレーシア	-	24/12	5,334	1,350	9%	17,291
Surgery Partners Inc	SGRY	アメリカ	-	24/12	3,114	501	-9%	8,336
Bangkok Dusit Medical Services	BDMS	タイ	-	24/12	3,060	580	16%	10,717
Aier Eye Hospital Group Co Ltd	300015	中国	-	24/9	2,872	764	19%	18,762
Medicover AB	MCOV B	スウェーデン	-	24/12	2,264	295	3%	4,023
Meinian Onehealth Healthcare	002044	中国	-	24/9	1,506	191	4%	3,387
Terveystalo PLC	TTALO	フィンランド	-	24/12	1,450	233	13%	2,109
Life Healthcare Group HD	LTGHF	南アフリカ	-	24/9	1,376	226	29%	1,354
Netcare LTD	NWKHY	南アフリカ	-	24/9	1,359	244	13%	1,515
Fortis Halthcare Ltd	532843	インド	-	24/12	897	171	8%	6,590
MediClin AG	MED	ドイツ	-	24/9	804	111	-5%	539
Max Healthcare Institute Ltd	543220	インド	-	24/12	770	193	13%	13,754
Pihlajalinna Oyj	PIHLIS	フィンランド	-	24/12	762	91	17%	494
EC Healthcare	02138	香港	○	24/03	538	93	-1%	380
M1 Kliniken AG	M12	ドイツ	○	24/12	361	33	16%	320
SBC Medical Group HD	SBC	日本	○	24/12	205	89	28%	259
Klinique Medical Clinic	KLINIQ	タイ	○	24/12	85	19	19%	186
Master Style PCL	MASTER	タイ	○	24/12	61	22	16%	214
Miricor Enterprises HD	01827	香港	○	24/03	59	10	-0%	67
Fameglow Holdings	08603	香港	○	24/03	45	12	114%	37
Aesthetic Connect PCL	TRP	タイ	○	24/12	15	5	8%	34
DC Healthcare Holdings	0283	マレーシア	○	24/12	12	-2	-36%	41

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

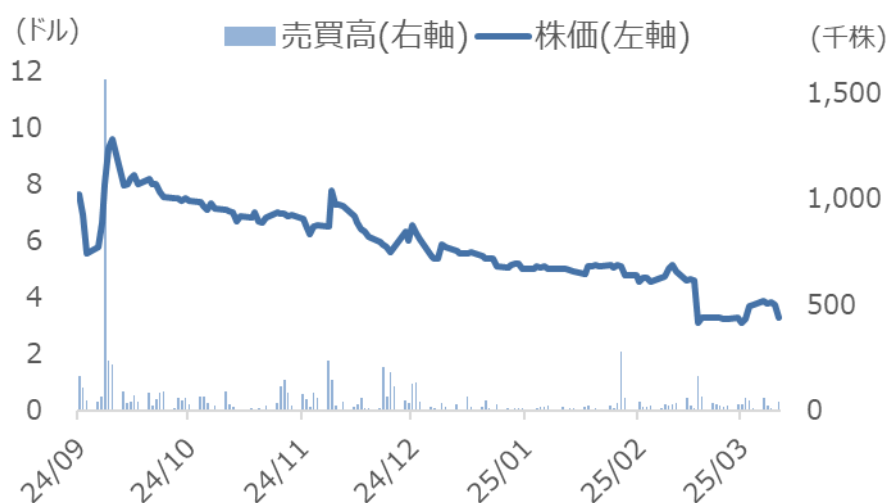
4. 株価動向・バリュエーション

1) 株価と出来高

上場来徐々に水準を切り下げ、3ドル割れを試す展開

2024年9月18日のNASDAQ上場後、一時9ドル台後半まで上昇した株価は、その後徐々に水準を切り下げる展開に。2025年2月末時点で4ドル台半ばと上場時の半値程度となっていた株価は、3月初旬の大口の売りによって一気に3ドル近辺まで下落。その後は3ドル割れをうかがう展開となっている。24/12期通期は営業減益となったが、減損等一時的要因によるものであったこと、為替影響を捨象した実態ベースのEBITDAは前期比+32%であったこと等が十分に株価に織り込まれれば、株価は上昇する可能性がある。

図表 9. 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ROEが他社比で高いのに、EV/EBITDAは低い

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、企業価値は259百万ドルで3位である。他方、EV/EBITDAは3倍と、M1 Kliniken (M12 ドイツ) の10倍、Master Style (MASTER タイ) の9倍、Klinique Medical Clinic (KLINIQ タイ) の9倍を大きく下回る。ROEで比較してみてもSBCが28%と、M1 Kliniken (16%)、Master Style (16%)、Klinique Medical Clinic (19%)を上回ることから、SBCの株価には相対的な割安感がある。

図表 10. 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)
EC Healthcare	02138	香港	93	380	4	-1%	0.5	-
M1 Kliniken AG	M12	ドイツ	33	320	10	16%	2.9	18.7
SBC Medical Group HD	SBC	日本	89	259	3	28%	2.7	9.7
Master Style PCL	MASTER	タイ	22	214	9	16%	1.9	13.1
Klinique Medical Clinic	KLINIQ	タイ	19	186	9	19%	3.8	20.1
Miricor Enterprises HD	01827	香港	10	67	7	-0%	3.1	-
Dc Healthcare Holdings	0283	マレーシア	-2	41	-26	-36%	3.9	-
Fameglow Holdings	08603	香港	12	37	3	114%	6.8	9.3
Aesthetic Connect PCL	TRP	タイ	5	34	6	8%	1.3	15.5

※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

3) 同業他社との比較 (総合医療企業 & 美容医療企業)

SBC の 5 倍という EV/EBITDA 倍率は相対的に低い水準

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、EV/EBITDA 倍率の単純平均は 11 倍と、SBC の 3 倍を大きく上回る。SBC の ROE が 28%と、31 社中 5 番目の高さにあることを考慮すると、やはり SBC の株価に割安感がある状況と言える。

SBC メディカルグループホールディングス | SBC (NASDAQ)

図表 11. 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	-	13,896	130,599	9	-	-	14.6
Tenet Healthcare Corp	THC	アメリカ	-	6,892	27,194	4	118%	3.0	4.0
DaVita Inc	DVA	アメリカ	-	2,725	25,209	9	159%	99.2	12.8
Fresenius Medical Care	FME	ドイツ	-	3,392	25,189	8	4%	0.9	25.1
Aier Eye Hospital Group Co Ltd	300015	中国	-	764	18,762	24	19%	6.6	37.0
IHH Healthcare Bhd	5225	マレーシア	-	1,350	17,291	13	9%	2.0	23.0
Universal Health Services	UHS	アメリカ	-	2,264	17,028	8	18%	1.8	10.6
Max Healthcare Institute Ltd	543220	インド	-	193	13,754	71	13%	13.0	108.3
Community Health Systems	CYH	アメリカ	-	1,063	13,037	12	-	-	-
Rede d or Sao Luiz SA	RDOR3	ブラジル	-	1,288	11,322	10	16%	2.6	16.7
Bangkok Dusit Medical Services	BDMS	タイ	-	580	10,717	14	16%	3.5	22.1
Surgery Partners Inc	SGRY	アメリカ	-	501	8,336	17	-9%	1.7	-
Fortis Halthcare Ltd	532843	インド	-	171	6,590	39	8%	6.9	81.9
Medicover AB	MCOV B	スウェーデン	-	295	4,023	14	3%	5.8	160.8
Ardent Health Partners Inc	ARDT	アメリカ	-	575	4,001	7	-	-	9.0
Hapvida Participacoes Investimento	HAPV3	ブラジル	-	526	3,930	9	-1%	0.3	-
Meinian Onehealth Healthcare	002044	中国	-	191	3,387	17	4%	2.7	67.7
Terveystalo PLC	TTALO	フィンランド	-	233	2,109	9	13%	2.8	21.2
Netcare LTD	NWKHY	南アフリカ	-	244	1,515	6	13%	1.6	12.2
Life Healthcare Group HD	LTGHF	南アフリカ	-	226	1,354	6	29%	1.6	4.3
MediClin AG	MED	ドイツ	-	111	539	5	-5%	0.7	-
Pihlajalinna Oyj	PIHLIS	フィンランド	-	91	494	5	17%	1.7	10.8
EC Healthcare	02138	香港	○	93	380	4	-1%	0.5	-
M1 Kliniken AG	M12	ドイツ	○	33	320	10	16%	2.9	18.7
SBC Medical Group HD	SBC	日本	○	89	259	3	28%	2.7	9.7
Master Style PCL	MASTER	タイ	○	22	214	9	16%	1.9	13.1
Klinique Medical Clinic	KLINIQ	タイ	○	19	186	9	19%	3.8	20.1
Miricor Enterprises HD	01827	香港	○	10	67	7	-0%	3.1	-
Dc Healthcare Holdings	0283	マレーシア	○	-2	41	-26	-36%	3.9	-
Fameglow Holdings	08603	香港	○	12	37	3	114%	6.8	9.3
Aesthetic Connect PCL	TRP	タイ	○	5	34	6	8%	1.3	15.5

※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 12. 四半期別業績動向（累積）（単位：百万ドル）

決算期	23/12				24/12			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
売上高	43	84	131	194	55	108	161	205
(前年同期比)	-	-	-	11.1%	27.7%	28.6%	22.7%	6.1%
フランチャイズサービス	7	17	25	42	15	30	45	61
(前年同期比)	-	-	-	68.0%	120.2%	76.6%	78.5%	45.0%
調達サービス	13	26	35	53	13	27	44	55
(前年同期比)	-	-	-	-1.9%	5.2%	4.0%	27.8%	3.1%
マネジメント・サービス	17	31	54	72	16	32	44	53
(前年同期比)	-	-	-	7.5%	-8.9%	5.3%	-17.2%	-26.5%
レンタル・サービス	2	3	5	7	4	7	11	16
(前年同期比)	-	-	-	-66.7%	75.8%	111.5%	139.2%	120.0%
その他	4	7	13	19	7	12	16	20
(前年同期比)	-	-	-	137.5%	74.4%	64.4%	22.7%	9.0%
売上原価	14	23	37	56	15	29	39	49
売上総利益	29	60	94	137	40	79	122	156
(売上総利益率)	66.4%	72.0%	71.6%	70.9%	72.1%	73.2%	75.9%	76.0%
販売費及び一般管理費	17	34	47	66	15	27	57	86
営業利益	11	27	47	71	24	52	66	70
(売上高営業利益率)	25.8%	31.8%	35.6%	36.7%	44.6%	48.0%	40.7%	34.2%
営業外損益	1	2	3	3	3	3	2	3
税引前利益	12	29	50	74	27	54	67	73
当期純利益	6	17	25	39	19	37	40	46
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%

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. 四半期別業績動向 (単位 : 百万ドル)

決算期	23/3				24/12			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
売上高	43	41	47	62	55	53	53	44
(前年同期比)	-	-	-	-	27.7%	29.5%	12.3%	-29.0%
フランチャイズサービス	7	10	9	17	15	15	16	16
(前年同期比)	-	-	-	-	120.2%	46.9%	82.3%	-5.9%
調達サービス	13	13	9	18	13	14	18	11
(前年同期比)	-	-	-	-	5.2%	2.7%	96.1%	-38.9%
マネジメント・サービス	17	13	23	18	16	17	12	9
(前年同期比)	-	-	-	-	-8.9%	24.0%	-47.3%	-50.0%
レンタル・サービス	2	1	1	2	4	3	4	5
(前年同期比)	-	-	-	-	75.8%	181.6%	208.3%	150.0%
その他	4	3	5	6	7	5	4	4
(前年同期比)	-	-	-	-	74.4%	51.2%	-33.6%	-33.3%
売上原価	14	9	14	19	15	14	10	10
売上総利益	29	32	33	43	40	39	43	34
(売上総利益率)	66.4%	77.9%	70.9%	69.6%	72.1%	74.2%	81.5%	77.3%
販売費及び一般管理費	17	16	13	19	15	12	29	29
営業利益	11	16	20	24	24	27	14	4
(売上高営業利益率)	25.8%	38.0%	42.4%	39.1%	44.6%	51.4%	26.1%	9.1%
営業外損益	1	1	1	0	3	-0	-1	1
税引前利益	12	17	21	24	27	27	13	6
当期純利益	6	11	8	14	19	18	3	6
売上高当期純利益率	14.0%	26.0%	17.7%	23.0%	34.2%	34.8%	5.3%	13.6%

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
マネジメント・サービス	67	72	53
調達サービス	54	53	55
フランチャイズサービス	25	42	61
レンタル・サービス	21	7	16
その他	8	19	20
売上原価	59	56	49
売上総利益	115	137	156
売上総利益率	65.9%	70.9%	76.0%
販売費及び一般管理費	93	66	86
営業利益	21	71	70
営業利益率	12.3%	36.7%	34.2%
営業外損益	4	3	3
特別損益	-1	0	0
税金等調整前当期純利益	24	74	73
税引前利益率	13.6%	38.0%	35.6%
法人税等	18	35	27
親会社株主に帰属する当期純利益	6	39	46
当期純利益率	3.6%	20.3%	22.7%
EBITDA			
(営業利益 + 減価償却費 + 減損損失)	29	83	89
減価償却費・減損損失	8	12	19

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. 連結バランスシート(単位：百万ドル)

決算期	22/12	23/12	24/12
現金及び預金	54	103	125
売上債権	13	36	30
棚卸資産	1	3	1
その他流動資産	45	24	28
流動資産	113	166	184
有形固定資産	22	20	14
無形固定資産	11	23	6
投資その他の資産	80	50	61
固定資産合計	113	93	82
資産合計	225	259	266
仕入債務	15	27	14
有利子負債	8	7	4
その流動負債	78	59	43
流動負債	101	92	61
有利子負債	8	15	7
その他固定負債	8	7	3
固定負債	16	23	10
負債合計	118	115	71
資本金・剰余金	27	37	63
利益剰余金	103	143	189
その他	-25	-38	-54
株主資本	105	142	195
非支配株主持分	3	2	0
純資産合計	108	144	195
負債純資産合計	225	259	266

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 16. 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	24/12
当期純利益	6	39	47
減価償却費	6	12	4
減損損失	1	0	16
引当金及び資産の減損	0	0	0
税金調整額	-4	4	-14
その他	-9	-4	-32
営業活動によるキャッシュ・フロー	0	51	21
有形固定資産の取得・売却	-23	-1	-3
無形固定資産の取得・売却	0	-2	-
事業の取得・売却	-6	1	-5
投資資産の増減	-3	2	-1
その他	-1	2	-1
投資活動によるキャッシュ・フロー	-33	2	-10
債務の増加及び返済	-5	4	5
株式の発行及び償還・消却	0	0	0
その他の財務キャッシュ・フロー	-3	3	18
財務活動によるキャッシュ・フロー	-8	6	23
Free Cash Flow	-33	52	11

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 17. 株価指標、ROE および KPI

決算期	22/12	23/12	24/12
EPS (ドル)	0.05	0.34	0.48
BPS (ドル)	0.93	1.24	1.90
1株当たり配当金 (ドル)	-	-	-
配当性向	-	-	-
終値 (ドル)	-	-	-
PER (倍)	-	-	6.8
PBR (倍)	-	-	1.7
期末発行済株式数 (千株)	-	94,192	103,021
自己株式数 (株)	-	-	270
自社株控除株式数 (千株)	-	-	102,751
時価総額 (百万ドル)	-	-	338
株主資本比率	46.7	54.9	73.3
有利子負債残高 (百万ドル)	16	23	11
D/E レシオ	0.2	0.2	0.1
EV (Enterprise Value)	-	-	235
EBITDA (百万ドル)	29	83	89
EV/EBITDA 倍率	-	-	2.6
ROE	-	31.8	27.6
ROIC (投下資本)	-	26.5	25.0
ROIC (事業資産)	-	73.4	87.2
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