



**abalance**

# Abalance

当レポートは、掲載企業のご依頼により株式会社シェアードリサーチが作成したものです。投資家用の各企業の『取扱説明書』を提供することを目的としています。正確で客観性・中立性を重視した分析を行うべく、弊社ではあらゆる努力を尽くしています。中立的でない見解の場合は、その見解の出所を常に明示します。例えば、経営側により示された見解は常に企業の見解として、弊社による見解は弊社見解として提示されます。弊社の目的は情報を提供することであり、何かについて説得したり影響を与えたりする意図は持ち合わせておりません。ご意見等がございましたら、[sr\\_inquiries@sharedresearch.jp](mailto:sr_inquiries@sharedresearch.jp) までメールをお寄せください。



# 目次

要約	3
主要経営指標の推移	5
業績動向	6
四半期業績動向	6
今期会社予想	9
中期経営計画	9
事業内容	12
事業概要	12
報告セグメント別事業内容	13
収益構造	16
市場とバリューチェーン	20
競合他社	23
SW(Strengths, Weakness)分析	26
強み(Strengths)	26
弱み(Weaknesses)	26
財務諸表	28
損益計算書	28
貸借対照表	28
キャッシュフロー計算書	29
その他の情報	30
企業概要	32

# 要約

Abalance株式会社（東証STD 3856、以下、同社）は傘下の子会社を通じて、太陽光パネルの製造販売、太陽光発電システムの企画・開発・販売・保守・運営、太陽光発電所の保有・売電などを行う。同社単体はホールディングカンパニーとしてグループの経営指導・管理を行い、事業は子会社が担っている。2023年6月期の売上高は217,415百万円、営業利益は13,565百万円。事業は4報告セグメントとその他から構成される。主力事業は太陽光パネル製造事業（売上高構成比95.0%、その他及び調整額前営業利益構成比87.3%）およびグリーンエネルギー事業（同4.7%、同12.6%）である。

同社は、2000年4月にインターネットサービスの開発・運営を行うIT企業として設立され、2011年11月に株式交換で太陽光発電システムの企画・販売・施工を手掛けるWWB株式会社（非上場、以下WWB）を完全子会社化した。2020年12月には、当時の同社の3倍以上（2021年6月期）の売上高規模のベトナム太陽光パネル製造会社Vietnam Sunergy Joint Stock Company（非上場、以下、VSUN）を連結子会社化（2023年6月末同社の議決権所有割合約43.2%）した。グループ内にパネル製造会社が加わり、太陽光パネルの製造、発電所の企画から保守・運営・リサイクル、売買まで行う一貫体制を構築した。

**太陽光パネル製造事業**を担うVSUNは、2015年6月に設立され、本社はベトナム北東部バクザン省である。ベトナム国内に第1～第4のパネル製造工場を有し年間製造能力は5GW、セル工場も2023年10月下旬に竣工し年間製造能力は4GWである。原材料を中国や東南アジアから仕入れ、ベトナム工場でパネルを製造し、在外支店や直販を通じて、主に米国や欧州などの国外に販売している。設立以来、製造能力を拡張してきたことで、ベトナムで大手の1社となっている。

**グリーンエネルギー事業**は、主に子会社のWWBやパローズ株式会社（以下、パローズ）が担っている。フロー型とストック型の事業に分かれ、2023年6月期の売上高構成比はストック型が30.1%、フロー型が69.9%である。ストック型は太陽光発電所の開発やM&Aを通じて取得した発電所を継続保有し、電力会社に電力を販売し売電収入を得る事業である。フロー型は太陽光発電所の再エネ需要家への売買、発電設備に係る物品の販売、発電所の企画から設計、開発・建設、運用・保守、リサイクルまでの一貫通貫型のサービスを直販または代理店を通じて、企業や個人に提供している。同社では安定収入確保に向けて、発電所の保有を増やしストック型事業の構成比をさらに高める計画である。

ストック型事業では、現在保有する発電所は国内外合わせ110カ所を超え、合計発電容量は国内を中心に合計140MW超である。同社では、2030年までに国内外保有発電所容量1GWの目標を掲げている。

同社は2023年9月に新たな中期経営計画（2024年6月期～2026年6月期）を策定し、国内外保有発電容量1GWは維持したが、太陽光パネルの年間製造能力を2023年6月期の5GWから2026年6月期に10GW、セル工場の年間製造能力を2023年10月下旬の4GWから2026年6月期に10GWまで拡張する。同社は、今後の投資資金などを確保するため、新たな資金の借入、VSUNのセル子会社Vietnam Sunergy Cell Company Limited（以下、Cell Company）の米国のナスダック証券取引所に上場する特別買収目的会社（SPAC）を通じた上場を計画している。

世界の太陽光パネル市場は供給過多の状況にあり、価格競争が厳しいが、VSUNの競合相手は主に中国の大手太陽光パネル製造会社であるとSR社では認識している。

International Energy Agency（以下、IEA）によれば、世界の電力需要は今後も増加を続け、供給電源は太陽光など再生可能エネルギーが主力となる見通しである。3つの前提を用いた各電源の容量見通しでは、最も保守的な見通しでも太陽光発電容量は、2022年の1,145GWから2030年には4,699GW、2050年には12,639GWに拡大する。これにともない、太陽光パネル需要が拡大するが、米中貿易摩擦などからサプライチェーンを見直す動きが強まる中、VSUNなど中国国外で生産した太陽光パネルの需要は特に強いとSR社では認識している。

## 業績動向

2023年6月期の通期業績は、売上高217,415百万円（前期比135.2%増）、営業利益13,565百万円（同699.4%増）、経常利益14,799百万円（同880.1%増）、親会社株主に帰属する当期純利益5,445百万円（同528.0%増）、営業利益率6.2%（前期は1.8%）となった。欧米市場向けのパネル販売が好調に推移したほか、2023年1月からは太陽光パネルの第4工場が稼働を開始したこと、部材価格・輸送費などの高騰に対する価格転嫁、コンテナ運賃の低下、などから増収増益となった。

2024年6月期通期会社予想は、売上高251,800百万円（前期比15.8%増）、営業利益15,800百万円（同16.5%増）、経常利益15,800百万円（同6.8%増）、親会社株主に帰属する当期純利益7,000百万円（同28.6%増）を見込む。太陽光パネルの第4工場やセル工場が稼働する中、太陽光パネル販売先を米国、欧州、その他地域へ販路を拡大し増収を図る。利

益面では、外部調達してきたセルの自社生産、部材価格やコンテナ運賃等に応じたパネル販売の価格設定や生産効率化を図ることで安定した利益を確保する。

同社では、2030年までに「再生可能エネルギーの中核的グローバル企業」となることを目標に掲げ、太陽光パネル製造のサプライチェーン構築、グリーンエネルギー事業を成長エンジンとし、持続的成長および企業価値の最大化を図る方針である。2023年9月に新たな中期経営計画（2024年6月期～2026年6月期）を策定し、この目標を実現する加速期間と位置付けている。最終年度である2026年6月期の売上高は355,800百万円、営業利益30,800百万円まで拡大し、営業利益率は8.7%への上昇を見込む。計画期間の年平均成長率は売上高17.8%、営業利益31.4%である。

## 同社の強みと弱み

SR社では、同社の強みを3点だと考えている（「SW（Strengths & Weaknesses）分析」の項参照）。

- 同社は中国国外のベトナムで太陽光パネルの製造能力を拡張し、独自の差別化要因を確立している
- VSUNの製造機能が加わりグローバルなサプライチェーンを形成するとともにジャパンプランドを確立し、国内では他社にはない一気通貫型サービスを提供している
- VSUNの太陽光パネルは大手と遜色ない品質や持続可能な調達は外部機関や大手調達先からも評価されている

一方、弱みを以下の3点だと考えている。

- VSUNはベトナムで太陽光パネルを製造しており、主要原材料を生産する中国からの原材料の調達リスクがあるが、原材料の一つであるセルの製造を開始している
- VSUNの太陽光パネルやセルの生産規模は大手と比べてまだ小さいが、パネルおよびセルの製造能力の拡張およびインゴットやウエハーの製造を計画している
- 高水準の投資を銀行借入で継続するには、財務健全性を高める必要があるが、同社では2026年6月期の自己資本比率20%を目標に改善を図る計画

# 主要経営指標の推移

	14年6月期	15年6月期	16年6月期	17年6月期	18年6月期	19年6月期	20年6月期	21年6月期	22年6月期	23年6月期	24年6月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	会社予想
<b>損益計算書 (百万円)</b>											
売上高	3,347	4,396	4,540	6,495	7,301	5,985	6,678	26,901	92,435	217,415	251,800
前年比	45.3%	31.4%	3.3%	43.1%	12.4%	-18.0%	11.6%	302.8%	243.6%	135.2%	15.8%
売上総利益	738	1,081	1,108	1,489	2,178	1,873	1,762	4,788	9,705	30,382	
前年比	15.1%	46.5%	2.5%	34.4%	46.3%	-14.0%	-5.9%	171.7%	102.7%	213.1%	
売上総利益率	22.0%	24.6%	24.4%	22.9%	29.8%	31.3%	26.4%	17.8%	10.5%	14.0%	
営業利益	264	420	397	115	927	608	362	1,361	1,697	13,565	15,800
前年比	28.4%	59.5%	-5.5%	-71.0%	704.7%	-34.4%	-40.5%	276.4%	24.7%	699.4%	16.5%
営業利益率	7.9%	9.6%	8.8%	1.8%	12.7%	10.2%	5.4%	5.1%	1.8%	6.2%	6.3%
EBITDA	296	468	431	169	1,050	882	627	2,081	3,309	15,880	
前年比	28.9%	58.3%	-7.9%	-60.8%	521.0%	-16.0%	-29.0%	232.1%	59.0%	379.9%	
EBITDAマージン	8.8%	10.6%	9.5%	2.6%	14.4%	14.7%	9.4%	7.7%	3.6%	7.3%	
経常利益	241	339	427	49	874	566	306	1,269	1,510	14,799	15,800
前年比	108.5%	40.9%	25.8%	-88.6%	1700.1%	-35.2%	-46.0%	315.3%	19.0%	880.1%	6.8%
経常利益率	7.2%	7.7%	9.4%	0.7%	12.0%	9.5%	4.6%	4.7%	1.6%	6.8%	6.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	234	200	231	-176	757	316	211	537	867	5,445	7,000
前年比	100.6%	-14.6%	15.8%	-	-	-58.2%	-33.1%	154.2%	61.5%	528.0%	28.6%
純利益率	6.99%	4.55%	5.10%	-2.7%	10.4%	5.3%	3.2%	2.0%	0.9%	2.5%	2.8%
<b>1株当たりデータ (円、株式分割、併合調整後)</b>											
期末発行済株式数 (千株)	5,041	5,041	5,041	5,190	5,190	5,190	5,196	5,334	5,567	17,465	
EPS	20.93	13.22	15.31	-	48.64	20.38	13.64	34.21	52.78	321.68	413.53
EPS (潜在株式調整後)	20.69	13.21	-	-	48.48	20.38	-	33.70	52.69	318.45	-
DPS	0.00	3.33	3.67	3.67	5.67	5.67	5.67	5.67	6.00	8.00	-
BPS	57.13	68.68	80.65	68.42	113.54	127.15	134.99	251.62	356.95	758.02	-
<b>貸借対照表 (百万円)</b>											
流動資産合計	1,715	2,093	2,420	4,692	5,227	6,078	8,553	22,537	57,450	100,381	
現金預金	494	407	496	672	601	799	1,209	4,722	3,966	20,619	
受取手形及び売掛金	408	525	473	335	335	393	303	1,312	6,156	2,011	
商品及び製品	499	263	385	423	327	172	246	6,480	26,740	48,827	
有形固定資産	161	189	223	1,222	1,456	4,239	5,529	15,201	20,599	33,319	
無形固定資産	81	61	5	290	217	195	110	365	4,688	7,523	
投資その他の資産	115	188	142	195	289	459	554	1,268	2,432	2,820	
資産合計	2,073	2,531	2,790	6,400	7,189	10,985	14,765	39,388	85,181	144,087	
流動負債合計	821	1,127	1,368	3,545	3,873	4,641	6,745	26,212	57,721	100,212	
固定負債合計	386	361	203	1,733	1,499	4,312	5,859	8,398	19,452	20,563	
負債合計	1,207	1,488	1,571	5,279	5,373	8,953	12,605	34,611	77,174	120,776	
純資産合計	866	1,043	1,219	1,121	1,816	2,032	2,159	4,777	8,007	23,310	
自己資本 (新株予約権・非支配株主持分除く)	864	1,038	1,219	1,077	1,767	1,969	2,093	4,006	5,933	13,135	
<b>キャッシュフロー計算書 (百万円)</b>											
営業活動によるキャッシュフロー	-77	57	206	-984	405	-147	-861	-608	-6,348	19,273	
投資活動によるキャッシュフロー	-116	-252	-75	-864	-559	-1,620	-472	-1,391	-13,321	-21,417	
財務活動によるキャッシュフロー	393	104	-85	1,991	-62	1,913	1,465	5,290	17,752	17,235	
<b>財務指標</b>											
総資産経常利益率(ROA)	14.8%	14.7%	16.0%	1.1%	12.9%	6.2%	2.4%	4.7%	2.4%	12.9%	
自己資本純利益率(ROE)	34.2%	21.0%	20.5%	-15.3%	53.2%	16.9%	10.4%	17.6%	17.4%	57.1%	
自己資本比率	41.7%	41.0%	43.7%	16.8%	24.6%	17.9%	14.2%	10.2%	7.0%	9.1%	

出所：会社資料よりSR社作成

\*2014年6月期に1株につき100株、2022年9月に1株につき3株への株式分割を実施、その他の発行済株式数の移動は第三者割当増資や新株予約権行使による

\*EBITDAは営業利益に減価償却費およびのれん償却費を加えた数値

\*2024年6月期のDPSは未定

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

# 業績動向

## 四半期業績動向

四半期業績推移 (累計) (百万円)	23年6月期				24年6月期				24年6月期	
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	(進捗率)	通期会予
売上高	55,729	112,071	164,824	217,415	57,740				22.9%	251,800
前年同期比	468.4%	320.5%	196.2%	135.2%	3.6%					15.8%
売上原価	50,953	99,357	144,475	187,033	49,131					
前年同期比	512.6%	354.0%	193.7%	126.1%	-3.6%					
売上高原価率	91.4%	88.7%	87.7%	86.0%	85.1%					
売上総利益	4,776	12,714	20,348	30,382	8,608					
前年同期比	221.2%	166.7%	214.6%	213.1%	80.2%					
売上総利益率	8.6%	11.3%	12.3%	14.0%	14.9%					
販管費	3,147	7,546	10,366	16,816	3,935					
前年同期比	177.8%	78.1%	80.5%	110.0%	25.0%					
販管费率	5.6%	6.7%	6.3%	7.7%	6.8%					
営業利益	1,629	5,167	9,982	13,565	4,673				29.6%	15,800
前年同期比	360.2%	871.2%	-	699.4%	186.9%					16.5%
営業利益率	2.9%	4.6%	6.1%	6.2%	8.1%					6.3%
経常利益	1,444	5,860	11,133	14,799	4,507				28.5%	15,800
前年同期比	432.8%	-	-	880.1%	212.1%					6.8%
経常利益率	2.6%	5.2%	6.8%	6.8%	7.8%					6.3%
親会社株主に帰属する四半期純利益	531	2,269	4,249	5,445	1,737				24.8%	7,000
前年同期比	-37.9%	182.6%	447.6%	528.0%	227.1%					28.6%
純利益率	1.0%	2.0%	2.6%	2.5%	3.0%					2.8%
四半期業績推移 (百万円)	23年6月期				24年6月期					
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
売上高	55,729	56,342	52,753	52,591	57,740					
前年同期比	468.4%	234.4%	81.9%	43.0%	3.6%					
売上原価	50,953	48,404	45,118	42,558	49,131					
前年同期比	512.6%	256.7%	65.3%	26.9%	-3.6%					
売上高原価率	91.4%	85.9%	85.5%	80.9%	85.1%					
売上総利益	4,776	7,938	7,634	10,034	8,608					
前年同期比	221.2%	141.9%	349.3%	209.9%	80.2%					
売上総利益率	8.6%	14.1%	14.5%	19.1%	14.9%					
販管費	3,147	4,399	2,820	6,450	3,935					
前年同期比	177.8%	41.8%	87.1%	184.9%	25.0%					
販管费率	5.6%	7.8%	5.3%	12.3%	6.8%					
営業利益	1,629	3,538	4,815	3,583	4,673					
前年同期比	360.2%	-	-	267.9%	186.9%					
営業利益率	2.9%	6.3%	9.1%	6.8%	8.1%					
経常利益	1,444	4,416	5,273	3,666	4,507					
前年同期比	432.8%	-	-	258.0%	212.1%					
経常利益率	2.6%	7.8%	10.0%	7.0%	7.8%					
親会社株主に帰属する四半期純利益	531	1,738	1,980	1,196	1,737					
前年同期比	-37.9%	-	-	1214.3%	227.1%					
純利益率	1.0%	3.1%	3.8%	2.3%	3.0%					

出所：会社資料よりSR社作成

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

## セグメント別売上高

セグメント別売上高 (累計期間)	23年6月期				24年6月期			
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q
<b>(百万円)</b>								
太陽光パネル製造事業	53,250	107,304	155,945	206,568	55,495			
前年同期比	619.8%	372.2%	215.9%	153.5%	4.2%			
売上高構成比	95.6%	95.7%	94.6%	95.0%	96.1%			
グリーンエネルギー事業	2,309	4,425	8,357	10,130	2,066			
前年同期比	6.7%	22.3%	41.9%	-1.0%	-10.5%			
売上高構成比	4.1%	3.9%	5.1%	4.7%	3.6%			
IT事業	154	301	444	600	161			
前年同期比	-	-	-	105.5%	4.5%			
売上高構成比	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%			
光触媒事業	10	18	29	40	9			
前年同期比	-58.3%	-67.3%	-59.2%	-50.0%	-10.0%			
売上高構成比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
報告セグメント合計	55,724	112,050	164,776	217,340	57,733			
前年同期比	480.6%	324.2%	197.6%	136.0%	3.6%			
売上高構成比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%			
その他	5	21	47	75	6			
前年同期比	-97.6%	-91.3%	-83.3%	-77.0%	20.0%			
売上高構成比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
合計	55,729	112,071	164,824	217,415	57,740			
前年同期比	468.4%	320.5%	196.2%	135.2%	3.6%			
<b>セグメント別売上高 (四半期推移)</b>	<b>23年6月期</b>				<b>24年6月期</b>			
<b>(百万円)</b>	<b>1Q</b>	<b>2Q</b>	<b>3Q</b>	<b>4Q</b>	<b>1Q</b>	<b>2Q</b>	<b>3Q</b>	<b>4Q</b>
太陽光パネル製造事業	53,250	54,054	48,641	50,623	55,495			
前年同期比	65.7%	1.5%	-10.0%	4.1%	9.6%			
売上高構成比	95.6%	95.9%	92.2%	96.3%	96.1%			
グリーンエネルギー事業	2,309	2,116	3,932	1,773	2,066			
前年同期比	6.7%	45.5%	73.1%	-59.2%	-10.5%			
売上高構成比	4.1%	3.8%	7.5%	3.4%	3.6%			
IT事業	154	147	143	156	161			
前年同期比	-	-	450.0%	-38.1%	4.5%			
売上高構成比	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%			
光触媒事業	10	8	11	11	9			
前年同期比	-58.3%	-74.2%	-31.3%	22.2%	-10.0%			
売上高構成比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
報告セグメント合計	55,724	56,326	52,726	52,564	57,733			
前年同期比	480.6%	235.0%	82.1%	43.1%	3.6%			
売上高構成比	100.0%	100.0%	99.9%	99.9%	100.0%			
その他	5	16	26	28	6			
前年同期比	-97.6%	-52.9%	-35.0%	-36.4%	20.0%			
売上高構成比	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%			
合計	55,729	56,342	52,753	52,591	57,740			
前年同期比	468.4%	234.4%	81.9%	43.0%	3.6%			

出所：会社資料よりSR社作成

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

## セグメント別利益

セグメント別利益 (累計期間)	23年6月期				24年6月期			
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q
<b>(百万円)</b>								
太陽光パネル製造事業	1,175	4,612	8,927	12,701	4,390			
前年同期比	-	-	-	925.9%	273.6%			
構成比	72.1%	89.3%	89.4%	93.6%	93.9%			
セグメント利益率	2.2%	4.3%	5.7%	6.1%	7.9%			
グリーンエネルギー事業	640	932	1,650	1,837	482			
前年同期比	27.7%	50.6%	113.7%	52.6%	-24.7%			
構成比	39.3%	18.0%	16.5%	13.5%	10.3%			
セグメント利益率	27.7%	21.1%	19.7%	18.1%	23.3%			
IT事業	1	11	17	47	21			
前年同期比	-	-	240.0%	571.4%	-			
構成比	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%			
セグメント利益率	0.6%	3.7%	3.8%	7.8%	13.0%			
光触媒事業	-9	-23	-31	-40	-5			
前年同期比	-	-	-	-	-			
構成比	-	-	-	-	-			
セグメント利益率	-	-	-	-	-			
報告セグメント合計	1,808	5,532	10,563	14,546	4,889			
前年同期比	278.2%	549.3%	777.3%	497.9%	170.4%			
構成比	111.0%	107.1%	105.8%	107.2%	104.6%			
セグメント利益率	3.2%	4.9%	6.4%	6.7%	8.5%			
その他	-36	-62	-91	-120	-25			
前年同期比	-	-	-	-	-			
構成比	-	-	-	-	-			
調整額	-143	-302	-489	-860	-191			
前年同期比	-	-	-	-	-			
構成比	-	-	-	-	-			
合計	1,629	5,167	9,982	13,565	4,673			
前年同期比	360.2%	871.2%	-	699.4%	186.9%			
営業利益率	2.9%	4.6%	6.1%	6.2%	8.1%			
<b>セグメント別利益 (四半期推移)</b>	<b>23年6月期</b>				<b>24年6月期</b>			
<b>(百万円)</b>	<b>1Q</b>	<b>2Q</b>	<b>3Q</b>	<b>4Q</b>	<b>1Q</b>	<b>2Q</b>	<b>3Q</b>	<b>4Q</b>
太陽光パネル製造事業	1,175	3,437	4,315	3,774	4,390			
前年同期比	-	-	-	366.5%	273.6%			
構成比	72.1%	97.1%	89.6%	105.3%	93.9%			
セグメント利益率	2.2%	6.4%	8.9%	7.5%	7.9%			
グリーンエネルギー事業	640	292	718	187	482			
前年同期比	27.7%	147.5%	369.3%	-56.7%	-24.7%			
構成比	39.3%	8.3%	14.9%	5.2%	10.3%			
セグメント利益率	27.7%	13.8%	18.3%	10.5%	23.3%			

IT事業	1	10	6	30	21
前年同期比	-	-	20.0%	-	-
構成比	0.1%	0.3%	0.1%	0.8%	0.4%
セグメント利益率	0.6%	6.8%	4.2%	19.2%	13.0%
光触媒事業	-9	-14	-8	-9	-5
前年同期比	-	-	-	-	-
構成比	-	-	-	-	-
セグメント利益率	-	-	-	-	-
報告セグメント合計	1,808	3,724	5,031	3,983	4,889
前年同期比	278.2%	895.7%	-	224.1%	170.4%
構成比	111.0%	105.3%	104.5%	111.2%	104.6%
セグメント利益率	3.2%	6.6%	9.5%	7.6%	8.5%
その他	-36	-26	-29	-29	-25
前年同期比	-	-	-	-	-
構成比	-	-	-	-	-
合計	1,629	3,538	4,815	3,583	4,673
前年同期比	360.2%	-	-	267.9%	186.9%
営業利益率	2.9%	6.3%	9.1%	6.8%	8.1%

出所：会社資料よりSR社作成

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

## 2024年6月期第1四半期実績

売上高：57,740百万円（前年同期比3.6%増）

営業利益：4,673百万円（同186.9%増）

営業利益率：8.1%（前年同期は2.9%）

経常利益：4,507百万円（前年同期比212.1%増）

親会社株主に帰属する当期純利益：1,737百万円（同227.1%増）

四半期ベースで売上高は過去最高、営業利益は増益となった。太陽光パネル製造事業が業績を牽引するとともに、グリーンエネルギー事業もフロー型ビジネスおよび発電所の自社保有化（ストック型ビジネス）を推進した。VSUNの海外取引にともなう為替差益が発生し、経常利益を押し上げた。今後は、パネル市場の供給過多の状況など、不確実な外部環境にある中、市場の変化に応じた柔軟な経営により、通年業績予想の達成を目指す。

### 通期会社予想進捗率

通期会社予想に対する進捗率は、売上高22.9%、営業利益29.6%、経常利益28.5%、親会社株主に帰属する当期純利益24.8%であった。売上高は全体として概ね予想に沿って推移しているほか、各段階利益についても順調に進捗している。

## 主要報告セグメント業績

### 太陽光パネル製造事業

売上高：55,495百万円（前年同期比4.2%増）

セグメント利益：4,390百万円（同273.6%）

セグメント利益率：7.9%（前年同期は2.2%）

米国向けのパネル販売が底堅く推移する中、部材価格、コンテナ運賃に 応じたパネル販売価格の設定や生産体制の効率化などにより利益を確保した。太陽光パネル市場では、供給過多の状況にあるものの、VSUNでは、優良顧客との間で1年超の契約を多数有し、市場の影響を最小限に抑えている。

### グリーンエネルギー事業

売上高：2,066百万円（前年同期比10.5%減）

セグメント利益：482百万円（同24.7%減）

セグメント利益率：23.3%（前年同期は27.7%）

下関市豊浦町発電所の取得などストック型ビジネスを着実に推進するとともに、PPA事業者として、国内の有力企業との共同事業に関する検討開始などノンフィット案件に積極的に取り組んだ。

### 自己資本比率

自己資本比率は9.2%と2023年6月期末の9.1%とほぼ同水準となった。利益剰余金の積み上げがあったものの、VSUNの設備投資にともない借入金が増加した。同社では、自己資本比率の目標値を10%超～12%としており、財務健全性の確保のため、太陽光パネル製造事業、グリーンエネルギー事業を軸に、利益剰余金の増加による自己資本の増強を図る方針である。



## 投資計画

子会社のVietnam Sunergy Cell Company Limited（以下、Cell Company）は、セル工場の建設プロジェクトを進めており、プロジェクト全体では年間生産能力8GW（投資額：約300百万米ドル）であり、このうち第1フェーズ（年間生産能力4GW、投資額：約180百万米ドル）は、2023年10月下旬に工場が竣工した。これにより、部品調達の安定化、サプライチェーンの垂直的な川上強化、各国の輸入規制への柔軟な対応を図るとともに、主要部品の内製化に伴うコスト削減により緩やかな利益率の向上が図られる。セル工場の稼働後、将来的にはセルの外部販売による売上増を見据えている。第2フェーズのプロジェクト進行については、セル工場フェーズ1の稼働状況を見据え、慎重に投資実行を検討する。

VSUNは、今後の米国市場における競争優位性を確保するため、米国における太陽光パネル新工場建設のため、建設候補地の選定や建設資金の手当など具体的な検討を行っている。

## 資金調達

米国ナスダック証券取引所上場の特別買収目的会社BLUE WORLD ACQUISITION CORPORATION（BWAQ）を通じて、Cell Companyが実質的にナスダック証券取引所に上場を目指しているが、2024年2月までに、BWAQ株主や米国証券取引委員会（SEC）の承認、寒冷各国の各種法令遵守などが必要となる。同社によれば、遅くとも2024年2月の上場に向けて順調に進捗しているという。

# 今期会社予想

## 通期会社予想

(百万円)	22年6月期			23年6月期			24年6月期
	上期実績	下期実績	通期実績	上期実績	下期実績	通期実績	通期予想
売上高	26,655	65,780	92,435	112,071	105,344	217,415	251,800
前年同期比	130.3%	329.2%	243.6%	320.5%	60.1%	135.2%	15.8%
営業利益	532	1,165	1,697	5,167	8,398	13,565	15,800
前年同期比	-37.1%	125.9%	24.7%	871.2%	620.9%	699.4%	16.5%
営業利益率	2.0%	1.8%	1.8%	4.6%	8.0%	6.2%	6.3%
経常利益	340	1,170	1,510	5,860	8,939	14,799	15,800
前年同期比	-61.4%	201.9%	19.0%	1623.5%	664.0%	880.1%	6.8%
経常利益率	1.3%	1.8%	1.6%	5.2%	8.5%	6.8%	6.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	803	64	867	2,269	3,176	5,445	7,000
前年同期比	130.3%	-66.0%	61.5%	182.6%	-	528.0%	28.6%
純利益率	3.0%	0.1%	0.9%	2.0%	3.0%	2.5%	2.8%

出所：会社資料よりSR社作成

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

2024年6月期通期会社予想は、売上高251,800百万円（前期比15.8%増）、営業利益15,800百万円（同16.5%増）、経常利益15,800百万円（同6.8%増）、親会社株主に帰属する当期純利益7,000百万円（同28.6%増）を見込む。

太陽光パネルの第4工場やセル工場が稼働する中、太陽光パネルの販売先を米国、欧州、その他地域へ拡大し増収を図る。利益面では、外部調達してきた主要部材であるセルの自社生産、部材価格やコンテナ運賃等に応じたパネル販売の価格設定や生産効率化を図ることで安定した利益を確保する。太陽光発電所自社保有化や発電所開発を引き続き進める。

# 中期経営計画

## 中期経営計画

2023年9月、同社は新たな中期経営計画を策定した。対象期間は2024年6月期から2026年6月期の3カ年である。同社では、2030年までに「再生可能エネルギーの中核的グローバル企業」となることを目標に掲げ、太陽光パネル製造事業とグリーンエネルギー事業を成長エンジンとし、同社の持続的成長および企業価値の最大化を図る。同中期経営計画は、この目標を実現する加速期間と位置付けている。

### 主力事業に係る2030年までの事業目標の再設定

新たな中期経営計画の策定にともない、2030年までの事業目標を再設定した。これまでの事業目標は、グリーンエネルギー事業では国内外で保有発電容量1GW、太陽光パネル製造事業では太陽光パネル年間製造能力8GW、セル年間製造能力6GWであった。国内外保有発電容量の1GWは維持したが、太陽光パネルおよびセル年間製造目標を12GW、16GWにそれぞれ引き上げたほか、ウエハーおよびインゴットの製造を開始し年間製造能力は8GWである。

中長期的な企業価値向上の実現に向け、経営管理（KPI）として、ROIC及び資本コストを意識した企業経営を実践し、営業利益をKPIとして毎年度の目標値の達成を目指す。また、健全な企業成長の観点から、自己資本増強を推進し、自己資本比率の向上に努める。

年間製造能力 GW	23年6月期		26年6月期		31年6月期	
	実績	会予	実績	会予	実績	会予
太陽光パネル	5	10				
セル	0（＊）	10				
ウエハ・インゴット	0	4				

出所：会社資料よりSR社作成  
\*4GWのセル工場は2023年10月下旬に竣工

## 新中計数値目標

2024年6月期の目標値は、据え置きとなったが、2025年6月期、2026年6月期とも売上高および営業利益以下の各段階利益の増加、営業利益率および自己資本比率の上昇を見込む。最終年度である2026年6月期の売上高は355,800百万円、営業利益30,800百万円、営業利益率8.7%を見込む。計画期間の年平均成長率は売上高が17.8%、営業利益が31.4%、経常利益が27.7%である。中計期間内で、売上高は毎期50,000百万円前後増加、営業利益は2024年6月期の15,800百万円から2026年6月期には30,800百万円に倍増する。

## 中期経営計画（2023年9月発表）

(百万円)	23年6月期		24年6月期（会予）			25年6月期（会予）			26年6月期（会予）			年平均成長率		
	実績	実績	前年比	前年差	構成比	前年比	前年差	構成比	前年比	前年差	構成比			
売上高	217,415	251,800	15.8%	34,385	100.0%	301,800	19.9%	50,000	100.0%	355,800	17.9%	54,000	100.0%	17.8%
太陽光パネル製造事業	206,811	239,000	15.6%	32,189	94.9%	287,000	20.1%	48,000	95.1%	338,000	17.8%	51,000	95.0%	17.8%
グリーンエネルギー事業（フロー）	7,420	7,800	5.1%	380	3.1%	8,800	12.8%	1,000	2.9%	9,800	11.4%	1,000	2.8%	9.7%
グリーンエネルギー事業（ストック）	3,190	5,000	56.7%	1,810	2.0%	6,000	20.0%	1,000	2.0%	8,000	33.3%	2,000	2.2%	35.9%
営業利益	13,565	15,800	16.5%	2,235	6.3%	25,800	63.3%	10,000	8.5%	30,800	19.4%	5,000	8.7%	31.4%
経常利益	14,799	15,800	6.8%	1,001	6.3%	25,800	63.3%	10,000	8.5%	30,800	19.4%	5,000	8.7%	27.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	5,445	7,000	28.6%	1,555	2.8%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
自己資本比率	9.1%									20.0%				

出所：会社資料よりSR社作成  
\*グリーンエネルギー事業のフロー型ビジネスには、国内グループ企業が行う、発電所の販売、物販（パネル、蓄電池など）、リユース・リサイクル事業、省エネ事業などを計上。ストック型事業には、太陽光・風力発電所などからの売電収入、O&M（オペレーションアンドメンテナンス）などの安定収益、キャッシュ・フローの源泉となる収益事業を計上している  
\*太陽光パネルの販売単価は、世界的なパネル価格の下落が生じた場合には、販売価格の下振れに伴い、計画値が下振れするリスクがある。  
\*想定為替レートは130～135円/米ドル  
\*第4パネル工場は、主要部品であるセルの内製化の状況に伴って、稼働率を順次向上させていく計画である  
\*米国における太陽光発電製品（セル・パネル）への追加的な関税措置の影響については、現時点では対象企業に認定されていないほか、十分な予見が困難であることから織り込んでいない

前提となるVSUNの計画数値も公表している。売上高の増加はパネル製造能力拡張により、拡大している欧米市場などの売上高増を想定している。営業利益は、2023年6月期の12,700百万円から2026年6月期には29,800百万円まで増加する。計画期間の売上高および営業利益の年平均成長率はそれぞれ17.8%、32.9%である。営業利益率は2023年6月期の6.1%から2026年6月期には8.8%まで上昇する。営業利益は、売上高の拡大、コスト面では部材仕入のコストダウン、セル工場の竣工によるコスト削減や操業度の向上による原価低減による増益を見込んでいる。

2026年6月期までの年間製造能力は、太陽光パネルを10GW、セルを10GWまでそれぞれ拡張するほか、ウエハおよびインゴットの製造を開始し4GWを計画している。設備投資は、2023年6月期の70百万米ドルから2026年6月期には200百万米ドルまで増加するが、主にベトナムおよび米国におけるパネル製造設備およびセルの投資を想定している。

## VSUN計画数値

(百万円)	23年6月期		24年6月期（会予）			25年6月期（会予）			26年6月期（会予）			年平均成長率		
	実績	実績	前年比	前年差	構成比	前年比	前年差	構成比	前年比	前年差	構成比			
売上高	206,811	239,000	15.6%	32,189	100.0%	287,000	20.1%	48,000	100.0%	338,000	17.8%	51,000	100.0%	17.8%
営業利益	12,700	15,000	18.1%	2,300	6.3%	25,000	66.7%	10,000	8.7%	29,800	19.2%	4,800	8.8%	32.9%
太陽光パネル年間製造能力（GW）	5	-	-	-	-	-	-	-	-	10	-	-	-	26.0%
設備投資（百万米ドル）	70	-	-	-	-	-	-	-	-	200	-	-	-	41.9%

出所：会社資料よりSR社作成  
\*2026年6月期の太陽光パネル年間製造能力および設備投資額は、ベトナムおよび米国でのパネル製造を想定している

## 成長戦略

### グリーンエネルギー事業

フロー型とストック型の事業を展開しているが、フロー型は太陽光発電所の販売、太陽光パネル、PCS、産業用および住宅用の蓄電池などの物品販売など、ストック型は太陽光・風力発電所などからの売電収入、O&Mなどの安定収益な

どである。同社の自社保有の発電所は国内外で約110カ所、保有発電量は140MW超（開発・取得予定の案件を含む）であるが、これを1GWまで拡大する。

ストック型の事業を推進するため、再エネ関連企業のM&A、大手企業・総合商社などとの業務提携や戦略的パートナーシップの構築、国内・海外案件のJVの拡大を掲げている。新規事業としては、PPA事業者として、自家消費案件（ノンフィット、ノンファーム）やソーラーシェアリングの推進、蓄電池事業に参入する。グリーントランスフォーメーションの推進に向け、水素商品の開発や事業も推進する。

成長戦略の加速に向け、蓄電などの分野では、国内外の有力企業との提携を加速する。2023年6月には株式会社ヤマダトレーディング、2023年8月には三井物産プラントシステム株式会社などと業務提携を行っている。

### 太陽光パネル製造事業

太陽光パネル製造事業では、VSUNの太陽光パネル製造やセル工場の製造能力拡張に加え、ウエハーやインゴットの製造を開始する。

年間製造能力は、太陽光パネルが2023年6月期の5GWから2026年6月期には10GW、セルは2026年6月期に10GWまで拡張する。VSUNのサプライチェーンの主要部品であるセルを外部購入から自社製造へ順次切り替えていく。ベトナムでの製造に加え、米国でもパネル製造を検討している。これにより、グローバルなサプライチェーンを強化するほか、各国の輸入規制への対応力も高まる。米市場のパネル需要の拡大基調継続や米国政府の国内生産の奨励などから、米国市場への投資を視野に、建設候補地を視察するなどすでに太陽光パネル新工場建設の検討を開始している。

### VSUNグループのIPO戦略

2023年8月、VSUN子会社のVietnam Sunergy Cell Company Limited（以下、Cell Company）と米国ナスダック証券取引所上場の特別買収目的会社（SPAC）BLUE WORLD ACQUISITION CORPORATION（BWAQ）は、BWAQを通じて、Cell Companyが実質的にナスダック証券取引所に上場を目指す基本合意を締結した。2024年2月までに、BWAQ株主や米国証券取引委員会（SEC）の承認、寒冷各国の各種法令遵守などが必要となる。調達した資金は、Cell Companyのセル工場および米国工場の設備投資資金に充当する。

### 企業価値向上を図る経営管理の強化

同社では、企業価値向上に向け、経営指標としてROIC（投下資本利益率、Return on Invested Capital）および資本コストを意識した経営を行う。収益力を示す営業利益をKPIとして、新たな中期経営計画で示した年度ごとの目標値の達成を目指す。また、企業価値と信用力向上を企図し、最適資本構成を意識し自己資本の充実を図る。自己資本比率は、2023年6月期の9.1%から2024年6月期は10%超～12%、2026年6月期は20%を目標とする。

# 事業内容

## 事業概要

同社グループは、同社および連結子会社と関連会社から構成される。同社単体はホールディングカンパニーとしてグループの経営指導・管理を行い、事業は傘下の連結子会社と関連会社が担っている。重要な連結子会社としては、報告セグメント別では、グリーンエネルギー事業ではWWB株式会社（非上場、以下WWB）と株式会社パローズ（非上場、以下パローズ）、太陽光パネル製造事業ではVietnam Sunergy Joint Stock Company（非上場、以下VSUN）である。

### 連結主要子会社

名称	所在地	資本金または出資金 (百万円)	主要な事業の内容	議決権の所有割合 または出資割合 (%)	関係内容
1 WWB株式会社	東京都	100	グリーンエネルギー事業、その他事業	100	役員の兼任3名
2 株式会社パローズ	大阪府	100	グリーンエネルギー事業	99.9	役員の兼任2名
3 FUJI SOLAR株式会社	東京都	1	太陽光パネル製造事業	51	役員の兼任1名
4 角田電燃開発匿名組合事業	宮城県	610	グリーンエネルギー事業	100	
5 日本光触媒センター株式会社	佐賀県	100	光触媒事業	93.3	資金援助あり。役員の兼任1名
6 Abit株式会社	東京都	100	IT事業	100	役員の兼任1名
7 Vietnam Sunergy Joint Stock Company	ベトナム	6,08600百万 VND	太陽光パネル製造事業	43.2	役員の兼任1名

出所：会社資料よりSR社作成

\*VND（ベトナム・ドン1VND=0.0061円 2023年6月末）

報告セグメントは事業別に分かれ、グリーンエネルギー、太陽光パネル製造、IT事業、光触媒の4事業から構成される。このほかに、その他として建設機械の仕入・販売・レンタルなどの事業がある。

- ▶ グリーンエネルギー事業：太陽光発電所の売買、太陽光パネルおよび関連商品の販売（フロー型ビジネス）、発電所建設工事、太陽光発電や風力発電などの操業による売電事業（ストック型ビジネス）など
- ▶ 太陽光パネル製造事業：太陽光パネル製造および販売
- ▶ IT事業：同社主力製品の新規顧客への導入、ソフトウェアライセンス販売、システム構築請負、運用保守など
- ▶ 光触媒事業：チタンコーティング剤とそれを利用した製品の製造販売など

太陽光パネル製造事業およびグリーンエネルギー事業が主力事業である。2023年6月期の報告セグメント別の売上高構成は、太陽光パネル製造事業が95.0%、グリーンエネルギー事業が4.7%である。営業利益では、その他および調整額控除前では、太陽光パネル製造事業が87.3%、グリーンエネルギー事業が12.6%である。セグメント利益率では、報告セグメントの中ではグリーンエネルギー事業が18.1%と最も高く、太陽光パネル製造事業は6.1%であった。2023年6月期の地域別売上高構成比は北米が85.9%、日本が4.9%、欧州4.8%、その他3.9%である。

### 報告セグメント売上高およびセグメント利益構成

売上高構成比 (百万円)	売上高		2023年6月期 セグメント利益		セグメント利益率
		構成比		構成比	
報告セグメント					
太陽光パネル製造事業	206,568	95.0%	12,701	87.3%	6.1%
グリーンエネルギー事業	10,130	4.7%	1,837	12.6%	18.1%
IT事業	600	0.3%	47	0.3%	7.8%
光触媒事業	40	0.02%	-40	-0.3%	-
報告セグメント合計	217,340	100.0%	14,546	100.0%	6.7%
その他	75	0.03%	-120	-0.8%	-
調整額	0	0.0%	-860	-5.9%	-
合計	217,415	100.0%	13,565	93.3%	6.2%

出所：会社資料よりSR社作成

## 地域別売上高構成比

地域別売上高 (百万円)	2022年6月期		2023年6月期	
	売上高	構成比	売上高	構成比
日本	11,105	12.0%	10,735	4.9%
アジア	1,526	1.7%	1,051	0.5%
北米	68,185	73.8%	186,684	85.9%
欧州	3,719	4.0%	10,527	4.8%
その他	7,898	8.5%	8,416	3.9%
合計	92,435	100.0%	217,415	100.0%

出所：会社資料よりSR社作成

# 報告セグメント別事業内容

## 太陽光パネル製造事業（2023年6月期売上高構成比95.0%）

同社グループのVSUNは、傘下の子会社（以下、傘下の子会社を含めてVSUN）が太陽光パネルの製造および販売を行っている。原材料を中国を含む東南アジアから仕入れ、ベトナムの自社工場で太陽光パネルを製造し、販売支社機能を持つ在外支店社や直販を通じて、主に米国、欧州など国外に販売している。

世界の太陽光パネル市場では、中国企業が上位を占めるが、VSUNは日系の太陽光パネル製造会社としては生産量でトップである。

### VSUN概要

VSUNは、ベトナム北東部バクザン省に本社を有し、2015年6月に設立された太陽光パネルの製造販売会社である。同社は、2020年12月にWWBの関連会社でVSUNの株主であったFUJI SOLAR株式会社（非上場）の株式を追加取得し、連結子会社化した（2023年6月末時点の同社の議決権所有割合約43.2%）。連結子会社化時のVSUNの売上高は当時同社グループの3倍以上（2021年6月期）の売上規模であった。

### 製造能力

VSUNは、ベトナム国内（バクザン省、バクニン省）に太陽光パネル製造工場を保有している。2023年6月期末の年間製造能力は、2021年7月に第3工場（年間製造能力1GW：投資額12百万米ドル）、2023年1月に第4工場（年間製造能力2.4GW：約30百万米ドル）が稼働し、合計5GWまで拡大している。2026年6月期を最終年度とする中期経営計画では、太陽光パネル製造工場を10GWまで拡張する計画である。また、太陽光パネル製造の主要部品であるセルを外部調達から自社生産に切り替えるため年間製造能力8GWのセル工場の建設を進めており（総投資額約300百万米ドル）、このうち、第1フェーズの年間製造能力4GWのセル工場（総投資額約180百万米ドル）が2023年10月下旬に竣工した。このほか、ウエハーおよびインゴットの生産を開始し2026年6月期の年間製造能力を4GWとしている。

電力量を表す単位は、1GW（ギガワット）＝1,000MW（メガワット）＝1,000,000kW（キロワット）＝1,000,000,000W（ワット）である。1GWは原子力発電所1基分に相当し、約30万世帯分の電力を賅える。kWh（キロワットアワー）は、1kW（1kW＝1,000W）の電力を1時間（h）消費した時の電気を指している。

## VSUN工場



出所：会社資料よりSR社作成

## 太陽光パネル製造過程

太陽光パネルの主な製造過程は、シリコンからシリコンの塊であるインゴットを作り、インゴットをスライスしてウエハーを作る。ウエハーを成形し太陽電池であるセルを製造する。セルを敷き詰め太陽光パネル（モジュールとも呼ばれる）が完成する。VSUNは最終工程であるパネル製造に加え、2023年10月下旬のセル工場の竣工によりセルの製造も始める。

## VSUNの太陽光パネル製品

VSUNは大手と比べ生産規模はまだ小さいが日系ではトップであり、太陽光パネルの品質の信頼性や性能のみならず、調達面でも外部機関から評価を得ている。大手調達先である仏大手石油会社TotalEnergies SE（NYSE TTE、Euronext TTE、以下TotalEnergies）や仏大手電力ガス会社Engie S.A.（Euronext ENGI、以下Engie）の高い品質基準をクリアしている。

米国のPV Evolution Labs（PVEL）の「PVモジュール信頼性スコアカード」では、2021年から2023年まで連続で「トップ・パフォーマー」に認定されている。人権問題なども含めた持続可能な調達を評価する世界的な評価機関エコバディス（EcoVadis、本社:フランス）の評価では、世界中の75,000以上の参加企業の中で64位にランクされ、2021年から銅賞を受賞している。また、ブルームバーグNEF（BNEF）が発表する「PV Market Outlook」の太陽光モジュール製造会社のバンカビリティ（融資適格性）では、Tier1の太陽光パネル製造会社に認定されている。BNEFのTier1リストに掲載された企業はほとんどが中国籍である。一部に米国、韓国籍もあるが、日系企業ではVSUNのみである。

「PVモジュール信頼性スコアカード（PV Module Reliability Scorecard）」は、米国の独立系の太陽光パネルの信頼性・性能試験機関であるPV Evolution Labs（PVEL）が、2012年から公表しているパネルの信頼性に関する調査結果報告書である（<https://modulescorecard.pvel.com/top-performers/>）。PVELは、同検査を「製品認定プログラム」として毎年実施しており、信頼性や耐久性に優れた太陽光パネル製品のブランドを「トップ・パフォーマー」と認定し公表している。

「エコバディス（EcoVadis）」は、グローバルサプライチェーンを主体とする企業のCSR活動、サステナビリティを環境、労働と人権、倫理および持続可能な資材調達の4分野で包括的な評価を行う世界的な第三者機関である。本評価にて一定水準以上の評価を受けたサプライチェーンには特段のリスクがないという社会的な評価を得られることとなり、近年では米国や欧州を始め、日本でも評価結果が広く活用されている。

「ブルームバーグNEF（BNEF）」は（<https://about.bnef.com/>）、世界6大陸の拠点に約250名の調査・分析スタッフを配置し、進化するエネルギー経済環境の上質な分析、データ、解説を提供、エネルギー関連を初めとした各事業者、市場関係者、政策立案者を支援するブルームバーグのリサーチサービスである。BNEFが四半期ごとに公表する「PV Market Outlook」のTier1リストは、太陽光モジュール製造会社のバンカビリティ（融資適格性）と財務安定性などの評価基準により審査され公表されている。

VSUNの財務情報は、同社の有価証券報告書に特定子会社として主要な財務情報が2021年6月期から公表されている。同社グループの連結に占めるVSUNの売上高構成比は2023年6月期が95.1%、経常利益は93.8%を占める。VSUNの2023年6月期の売上高は206,811百万円と前期比206.7%、経常利益は13,879百万円と同961.9%それぞれ増加した。2023年6月期の経常利益率は6.7%と2022年6月期の1.9%から上昇している。

## VSUNの主要財務諸表

Vietnam Sunergy Joint Stock Company	14年6月期	15年6月期	16年6月期	17年6月期	18年6月期	19年6月期	20年6月期	21年6月期	22年6月期	23年6月期
(百万円)	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
売上高								21,013	67,429	206,811
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-	220.9%	206.7%
対連結売上高構成比	-	-	-	-	-	-	-	78.1%	72.9%	95.1%
経常利益								785	1,307	13,879
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-	66.5%	961.9%
経常利益率	-	-	-	-	-	-	-	3.7%	1.9%	6.7%
対連結経常利益構成比	-	-	-	-	-	-	-	61.9%	86.6%	93.8%
当期純利益								718	1,213	12,208
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-	68.9%	906.4%
純利益率	-	-	-	-	-	-	-	3.4%	1.8%	5.9%
対連結当期純利益構成比	-	-	-	-	-	-	-	77.1%	75.0%	98.4%
純資産額								2,762	5,222	18,217
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-	89.1%	248.9%
対連結純資産構成比	-	-	-	-	-	-	-	57.8%	65.2%	78.2%
総資産額								16,894	44,967	104,666
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-	166.2%	132.8%
対連結総資産構成比	-	-	-	-	-	-	-	42.9%	52.8%	72.6%
自己資本比率	-	-	-	-	-	-	-	16.3%	11.6%	17.4%
ROE（当期純利益）	-	-	-	-	-	-	-	26.0%	23.2%	67.0%
ROA（当期純利益）	-	-	-	-	-	-	-	4.3%	2.7%	11.7%

出所：会社資料よりSR社作成

# グリーンエネルギー事業（2023年6月期売上高構成比4.7%）

WWBやパローズなどの連結子会社や持分法適用会社を通じて、太陽光発電所の売買、太陽光パネルおよび関連商品の販売、発電所の保有および開発、建設から運用・保守などを行っている。フロー型とストック型事業に分かれ、2023年6月期の売上高ではストック型が30.1%、フロー型が69.9%を占める。

## ストック型事業

ストック型は太陽光発電所の開発やM&Aにより取得した発電所を継続保有し、主に固定価格買取（FIT:Feed-in Tariff）制度（以下参照）の対象となっている電力を電力会社に販売し売電収入を得る事業である。2023年8月には、同社とWWBおよび三井物産プラントシステム株式会社（非上場、三井物産株式会社 PRM8031の完全子会社）は「Offsite Corporate PPA 型太陽光発電事業共同開発に関する覚書」を締結し、脱炭素社会の実現に向け、同事業の検討を進めることに合意しており、PPAにも注力していく方針である。

### 稼働中の太陽光発電所

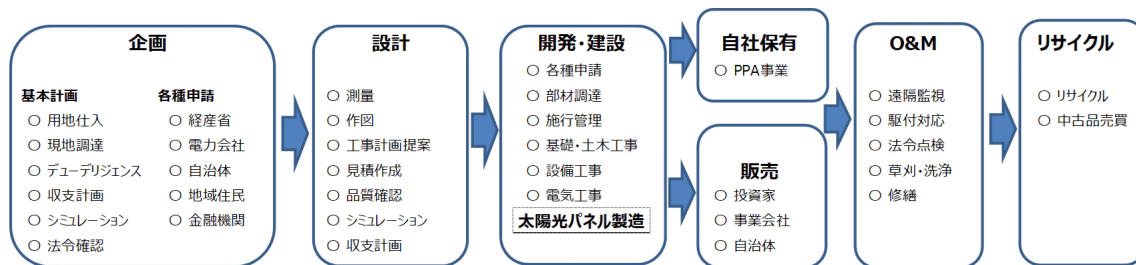
稼働中の発電所は、自社で開発した発電所やM&Aにより買収した案件であり、国内を中心に110カ所を超え、合計発電容量は140MW超である。同社グループでは、2030年までに国内外保有発電所容量1GWを目標として掲げている。

同社では、これまではFIT制度を利用した発電所の保有が中心であったが、FIP（Feed-in Premium）に加え、自家消費などのNon-FIT（Non Feed-in Tariff）にも注力する。

## フロー型事業

フロー型は、一般住宅から産業用、中古まで、あらゆるタイプの発電所の売買や発電設備に係る物品の販売、発電所プロジェクトの企画から、設計、開発・建設から運用・保守、リサイクルに至る一気通貫型のソリューションサービスを直販または代理店などを通じて企業や一般家庭に提供している。

### 一気通貫型サービス



出所：会社資料よりSR社作成

## 顧客

グリーンエネルギー事業のストック型事業の顧客は、保有する発電所の電力の販売先であるが、FIT制度の場合は買い取りを行う電力会社である。フロー型事業の顧客は主に発電所の売買については投資家、太陽光パネル製品の販売などは直販または代理店を通じて企業や個人に販売している。

太陽光パネル製造販売事業の顧客は、主に米国、欧州など国外の顧客に対し、産業用や家庭用太陽光パネルを販売している。

## 販売チャネル

グリーンエネルギー事業では、ストック型事業は主にWWB、フロー型事業では主にWWBとパローズの直販または代理店などを通じて、発電所の売買や発電設備関連製品の販売、発電所の企画から運用・保守までを行っている。

太陽光パネル製造事業では、産業用、家庭用太陽光パネルを米国、欧州、その他地域向けに、VSUNの直販や在外支店を通じて販売している。米国、ドイツ、中国に在外支店がある。

# 収益構造

## 売上高

グリーンエネルギー事業の売上高は、ストック型事業はFIT制度の対象となっている発電所からの売上高であり、「1kWh当たり発電収入×売電量」となる。同社では売電量などは公表していない。フロー型事業では、主にはグリーンエネルギー事業の太陽光発電に関連する商品の販売総額となる。2023年6月期のストック型事業の売上高を単純に140MWで割り算すると、約23,000円/kWであった（SR社試算値）。

太陽光パネル製造事業の売上高は、「太陽光パネル単価×数量」となるが、同社では太陽光パネルの出荷など数量は公表していない。単価を算出するため、2023年6月期の太陽光パネル製造事業の売上高を同期のVSUNの製造能力5.0GWで単純に割り算すると、約41,000円/kWであった（SR社試算値）。

## 売上高

報告セグメントの売上高構成比は、2014年6月期は建機販売事業が22.1%、IT事業が7.7%、グリーンエネルギー事業（2017年6月期まで太陽光発電事業）が70.2%であった。2017年6月期にはグリーンエネルギー事業の拡大から、同86.8%まで上昇した。2021年6月期には、VSUNの連結子会社化による太陽光パネル製造事業および従来その他としてきた光触媒事業を新たに報告セグメントに加え、現在の4事業の報告セグメントとなっている。建機販売事業は2021年6月期よりその他に区分変更された。

## セグメント別売上高の推移

報告セグメント別売上高 (百万円)	14年6月期 連結	15年6月期 連結	16年6月期 連結	17年6月期 連結	18年6月期 連結	19年6月期 連結	20年6月期 連結	21年6月期 連結	22年6月期 連結	23年6月期 連結
太陽光パネル製造事業								21,013	81,501	206,568
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-	287.9%	153.5%
売上高構成比	-	-	-	-	-	-	-	78.1%	88.2%	95.0%
グリーンエネルギー事業	2,349	3,455	3,940	5,636	6,513	5,178	6,249	5,311	10,234	10,130
前年比	93.7%	47.1%	14.0%	43.0%	15.6%	-20.5%	20.7%	-15.0%	92.7%	-1.0%
売上高構成比	70.2%	78.6%	86.8%	86.8%	89.2%	86.5%	93.6%	19.7%	11.1%	4.7%
IT事業	259	153	90	101	81	172	59	50	292	600
前年比	-27.2%	-40.9%	-41.3%	12.3%	-19.5%	111.7%	-66.0%	-14.6%	484.0%	105.5%
売上高構成比	7.7%	3.5%	2.0%	1.6%	1.1%	2.9%	0.9%	0.2%	0.3%	0.3%
光触媒事業								170	80	40
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-	-52.9%	-50.0%
売上高構成比	-	-	-	-	-	-	-	0.6%	0.1%	0.0%
建機販売事業	738	788	510	758	706	596	258			
前年比	0.5%	6.8%	-35.3%	48.7%	-6.9%	-15.6%	-56.7%	-	-	-
売上高構成比	22.1%	17.9%	11.2%	11.7%	9.7%	10.0%	3.9%	-	-	-
報告セグメント合計	3,347	4,396	4,540	6,495	7,301	5,946	6,565	26,546	92,108	217,340
前年比	45.3%	31.4%	3.3%	43.1%	12.4%	-18.6%	10.4%	304.3%	247.0%	136.0%
売上高構成比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	99.4%	98.3%	98.7%	99.6%	100.0%
その他	0	0	0	0	0	39	113	355	326	75
前年比	-	-	-	-	-	-	190.3%	214.6%	-8.2%	-77.0%
売上高構成比	-	-	-	-	-	0.6%	1.7%	1.3%	0.4%	0.0%
合計	3,347	4,396	4,540	6,495	7,301	5,985	6,678	26,901	92,435	217,415
前年比	45.3%	31.4%	3.3%	43.1%	12.4%	-18.0%	11.6%	302.8%	243.6%	135.2%

出所：会社資料よりSR社作成

\*グリーンエネルギー事業は2017年6月期までは太陽光発電事業、以下同じ

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

地域別では、米国向けが拡大したが、バイデン政権発足による米国エネルギー政策の転換や地政学的リスクの高まりからサプライチェーンを見直す動きが強まっていることが背景にあるとSR社では認識している。



### 米国東南アジアからの太陽光発電関連製品輸入に対する関税免除措置

2022年6月、米国のバイデン大統領は、太陽電池とパネルの供給不足に関して緊急事態を宣言し、カンボジア、マレーシア、タイ、ベトナムの4カ国からの太陽光発電関連製品輸入に対し、24か月間を上限に、関税免除などの措置を講ずるよう商務長官に指示する大統領布告を発表した（Declaration of Emergency and Authorization for Temporary Extensions of Time and Duty-Free Importation of Solar Cells and Modules from Southeast Asia）。

同布告によれば、米国では太陽光パネルのボトルネックが生じているとしており、米国に設置される太陽電池モジュールの大半は輸入品であり、2020年の全輸入の約4分の3が東南アジアからである。気候変動やカーボンニュートラル達成、エネルギー価格の上昇を受けて、太陽光発電需要が高まっており、十分な太陽光パネルの輸入ができない状況にある。

2023年8月、米国商務省は、中国系の太陽光発電製品製造会社5社が、米国が中国の太陽光発電製品（セル・モジュール）に課しているアンチダンピング税（AD）、補助金相殺関税（CVD）を回避する目的で、東南アジア4カ国（カンボジア、マレーシア、タイ、ベトナム）経由で米国に迂回輸出していると最終認定した（条件を満たせば2024年6月まで課税対象とならない）。VSUN社はこの中に含まれておらず、関連法令では、AD、CVDを回避する目的で、第三国で完成又は組立てしている証拠が得られた場合には、米国商務省による調査が実施される。

## 売上原価

売上原価率は、VSUN連結子会社化前の2020年6月期までは80%以下であったが、2021年6月期から80%を超えている。売上原価は、太陽光パネルの原価、グリーンエネルギー事業における太陽光発電関連製品の販売原価などとSR社では認識している。材料の調達是中国が多いが、その他のアジアからの調達やセルの自社生産などから調達の安定化を図っている。

損益計算書 (百万円)	14年6月期	15年6月期	16年6月期	17年6月期	18年6月期	19年6月期	20年6月期	21年6月期	22年6月期	23年6月期
売上高	3,347	4,396	4,540	6,495	7,301	5,985	6,678	26,901	92,435	217,415
前年比	45.3%	31.4%	3.3%	43.1%	12.4%	-18.0%	11.6%	302.8%	243.6%	135.2%
売上原価	2,609	3,315	3,432	5,006	5,123	4,112	4,916	22,112	82,729	187,033
前年比	56.9%	27.1%	3.5%	45.9%	2.3%	-19.7%	19.6%	349.8%	274.1%	126.1%
売上原価率	78.0%	75.4%	75.6%	77.1%	70.2%	68.7%	73.6%	82.2%	89.5%	86.0%
売上総利益	738	1,081	1,108	1,489	2,178	1,873	1,762	4,788	9,705	30,382
前年比	15.1%	46.5%	2.5%	34.4%	46.3%	-14.0%	-5.9%	171.7%	102.7%	213.1%
売上総利益率	22.0%	24.6%	24.4%	22.9%	29.8%	31.3%	26.4%	17.8%	10.5%	14.0%

出所：会社資料よりSR社作成

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

## 販管費

販管費率は、2017年6月期から2020年6月期まで20%前後で推移してきたが、2021年6月期は12.7%、2022年6月期からは10%以下となっている。2023年6月期の販管費の内訳は、コンテナ運賃や業者への支払手数料が売上高構成比3.5%と最大で、次に給料手当及び賞与が同1.1%、減価償却費が0.2%などとなっている。その他が2.6%と大きいですが、主に租税公課であり、VSUNが太陽光パネルを輸出する際の関税などである。

販売費及び一般管理費 (百万円)	14年6月期	15年6月期	16年6月期	17年6月期	18年6月期	19年6月期	20年6月期	21年6月期	22年6月期	23年6月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
販売費及び一般管理費	474	660	710	1,374	1,251	1,265	1,400	3,427	8,007	16,816
前年比	8.9%	39.3%	7.6%	93.3%	-8.9%	1.1%	10.7%	144.7%	133.6%	110.0%
販管费率	14.2%	15.0%	15.6%	21.1%	17.1%	21.1%	21.0%	12.7%	8.7%	7.7%
支払手数料	72	103	129	327	221	256	229	492	1,640	7,626
前年比	3.7%	43.2%	25.5%	153.7%	-32.4%	15.7%	-10.5%	114.7%	233.3%	365.0%
対売上高構成比	2.1%	2.3%	2.8%	5.0%	3.0%	4.3%	3.4%	1.8%	1.8%	3.5%
給料手当及び賞与	153	210	221	303	367	361	400	678	865	2,312
前年比	62.5%	36.9%	5.4%	37.3%	21.2%	-1.8%	10.8%	69.6%	27.6%	167.3%
対売上高構成比	4.6%	4.8%	4.9%	4.7%	5.0%	6.0%	6.0%	2.5%	0.9%	1.1%
減価償却費	6	5	4	21	26	32	25	28	350	509
前年比	-24.6%	-14.6%	-26.9%	474.6%	20.4%	24.8%	-20.8%	11.0%	-	45.4%
対売上高構成比	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%	0.1%	0.4%	0.2%
のれん償却額	17	17	17	34	101	107	77	12	147	375
前年比	-46.0%	0.0%	0.0%	94.4%	200.0%	5.7%	-27.9%	-84.5%	-	155.1%
対売上高構成比	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	1.4%	1.8%	1.2%	0.0%	0.2%	0.2%
役員報酬	58	84	91	96	113	118	133	109	115	134
前年比	-2.6%	43.9%	8.0%	6.1%	17.9%	4.2%	12.9%	-18.3%	5.5%	16.5%
対売上高構成比	1.7%	1.9%	2.0%	1.5%	1.6%	2.0%	2.0%	0.4%	0.1%	0.1%
研究開発費	-	30	-	12	0	-	-	-	74	70
前年比	-	-	-	-	-98.0%	-	-	-	-	-5.4%
対売上高構成比	-	0.7%	-	0.2%	0.0%	-	-	-	0.1%	0.0%
貸倒引当金繰入額	2	0	12	182	13	-54	12	18	8	35
前年比	-27.6%	-	-	1422.5%	-93.1%	-	-	44.3%	-55.6%	337.5%
対売上高構成比	0.1%	-	0.3%	2.8%	0.2%	-	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
その他	165	212	237	398	410	446	523	2,090	4,808	5,755
前年比	-0.3%	28.0%	11.9%	67.9%	3.0%	8.8%	17.4%	299.4%	130.0%	19.7%
対売上高構成比	4.9%	4.8%	5.2%	6.1%	5.6%	7.4%	7.8%	7.8%	5.2%	2.6%

出所：会社資料よりSR社作成

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

## 営業利益

2023年6月期のセグメント利益は、売上高の拡大、コスト面では部材価格・輸送費などの高騰に対する価格転嫁、コンテナ運賃の低下などから増益となった。太陽光パネルの主要部品であるセル工場の稼働により、セルの内製化による原価低減から利益率の向上、部品調達の安定化、各国の輸入規制などへの対応力が高まる。

セグメント利益 (百万円)	14年6月期	15年6月期	16年6月期	17年6月期	18年6月期	19年6月期	20年6月期	21年6月期	22年6月期	23年6月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
太陽光パネル製造事業	-	-	-	-	-	-	-	731	1,238	12,701
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-	69.4%	925.9%
構成比	-	-	-	-	-	-	-	40.9%	50.9%	87.3%
グリーンエネルギー事業	271	539	625	529	1,297	932	817	1,005	1,204	1,837
前年比	30.4%	98.7%	16.0%	-15.5%	145.4%	-28.2%	-12.3%	23.0%	19.8%	52.6%
構成比	63.0%	89.2%	99.7%	100.9%	105.5%	93.4%	112.4%	56.3%	49.5%	12.6%
IT事業	85	29	4	26	8	63	-41	16	7	47
前年比	147.3%	-66.0%	-85.7%	538.0%	-68.6%	658.5%	-	-	-56.3%	571.4%
構成比	19.7%	4.8%	0.7%	5.0%	0.7%	6.3%	-5.6%	0.9%	0.3%	0.3%
光触媒事業	-	-	-	-	-	-	-	32	-17	-40
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
構成比	-	-	-	-	-	-	-	1.8%	-0.7%	-0.3%
建機販売事業	74	37	-2	-31	-76	3	-50	-	-	-
前年比	-	-50.5%	-	-	-	-	-	-	-	-
構成比	17.3%	6.1%	-0.3%	-5.9%	-6.1%	0.3%	-6.8%	-	-	-
セグメント合計	430	605	627	524	1,230	997	727	1,786	2,433	14,546
前年比	81.3%	40.5%	3.7%	-16.5%	134.7%	-18.9%	-27.1%	145.7%	36.2%	497.9%
構成比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
その他	0	0	0	0	0	-20	-6	-54	-45	-120
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
調整額	-167	-184	-230	-409	-303	-369	-359	-370	-689	-860
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合計	264	420	397	115	927	608	362	1,361	1,697	13,565
前年比	28.4%	59.5%	-5.5%	-71.0%	704.7%	-34.4%	-40.5%	276.4%	24.7%	699.4%

出所：会社資料よりSR社作成

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

## 営業利益率

営業利益率は、売上高や営業利益と同様に2018年6月期に12.7%とそれまでのピークとなり、その後はそれを下回って推移している。2021年6月期は、VSUNの連結子会社化による影響から5.1%、2022年6月期に原材料価格上昇などから1.8%まで低下した。2023年6月期には原材料価格上昇の緩和や価格転嫁などから6.2%まで上昇した。セグメント利益率では、2023年6月期はグリーンエネルギー事業が最も高く18.1%、次いでIT事業7.8%、太陽光パネル製造事業が6.1%であった。

セグメント利益率 (%)	14年6月期	15年6月期	16年6月期	17年6月期	18年6月期	19年6月期	20年6月期	21年6月期	22年6月期	23年6月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
太陽光パネル製造事業	-	-	-	-	-	-	-	-	3.5%	1.5%
グリーンエネルギー事業	11.6%	15.6%	15.9%	9.4%	19.9%	18.0%	13.1%	18.9%	11.8%	18.1%
IT事業	32.7%	18.8%	4.6%	26.0%	10.2%	36.4%	-	32.0%	2.4%	7.8%
光触媒事業	-	-	-	-	-	-	-	18.8%	-	-
建機販売事業	10.1%	4.7%	-	-	-	0.4%	-	-	-	-
セグメント合計	12.9%	13.8%	13.8%	8.1%	16.8%	16.8%	11.1%	6.7%	2.6%	6.7%
合計	7.9%	9.6%	8.8%	1.8%	12.7%	10.2%	5.4%	5.1%	1.8%	6.2%

出所：会社資料よりSR社作成

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

## 設備投資

設備投資は、主に発電所の取得や太陽光パネル製造に係る設備の取得などから変動してきた。2021年6月期の設備投資は、太陽光発電所の取得や太陽光パネル製造事業に係る設備の取得から売上高対比で23.4%まで上昇し、2022年6月期は同4.8%、2023年6月期は6.1%まで低下している。

設備投資額 (百万円)	14年6月期	15年6月期	16年6月期	17年6月期	18年6月期	19年6月期	20年6月期	21年6月期	22年6月期	23年6月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
設備投資額合計	102	151	60	434	408	2,096	1,408	6,290	4,406	13,258
対売上高比	3.0%	3.4%	1.3%	6.7%	5.6%	35.0%	21.1%	23.4%	4.8%	6.1%

出所：会社資料よりSR社作成

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

## 収益性

2023年6月期のROE、ROAはそれぞれ57.1%、12.9%と2022年6月期からいずれも上昇した。在庫回転期間は、2020年6月期の9ヵ月から2023年6月期には3ヵ月まで低下した。売上債権回転期間は、いずれの期も1ヵ月以下である。買入債務回転期間は、2021年6月期の2.3ヵ月から2023年6月期には0.9ヵ月まで低下した。これにより、キャッシュ・コンバージョン・サイクルも3.2ヵ月から2.2ヵ月に低下している。同社の販売契約は個別受注であり、受注後生産となっており、一定額を前受金として受領している。

収益性 (百万円)	14年6月期	15年6月期	16年6月期	17年6月期	18年6月期	19年6月期	20年6月期	21年6月期	22年6月期	23年6月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
売上高	3,347	4,396	4,540	6,495	7,301	5,985	6,678	26,901	92,435	217,415
売上原価	2,609	3,315	3,432	5,006	5,123	4,112	4,916	22,112	82,729	187,033
売上総利益	738	1,081	1,108	1,489	2,178	1,873	1,762	4,788	9,705	30,382
営業利益	264	420	397	115	927	608	362	1,361	1,697	13,565
前年比	28.4%	59.5%	-5.5%	-71.0%	704.7%	-34.4%	-40.5%	276.4%	24.7%	699.4%
営業利益率	7.9%	9.6%	8.8%	1.8%	12.7%	10.2%	5.4%	5.1%	1.8%	6.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	234	200	231	-176	757	316	211	537	867	5,445
前年比	100.6%	-14.6%	15.8%	-	-	-58.2%	-33.1%	154.2%	61.5%	528.0%
純利益率	7.0%	4.5%	5.1%	-	10.4%	5.3%	3.2%	2.0%	0.9%	2.5%
在庫 (商品及び製品、仕掛品、原材料及び貯蔵品)	613	600	1,051	3,061	3,987	3,804	5,000	10,947	30,552	53,513
前年比	62.0%	-2.2%	75.3%	191.3%	30.2%	-4.6%	31.4%	118.9%	179.1%	75.2%
総資産比	29.6%	23.7%	37.7%	47.8%	55.5%	34.6%	33.9%	27.8%	35.9%	37.1%
売掛金	408	525	473	335	335	393	303	1,312	6,156	2,011
前年比	327.1%	28.5%	-9.9%	-29.2%	0.2%	17.2%	-22.8%	332.5%	369.2%	-67.3%
総資産比	19.7%	20.7%	16.9%	5.2%	4.7%	3.6%	2.1%	3.3%	7.2%	1.4%
買掛金	514	436	529	331	411	533	991	5,058	14,595	16,412
前年比	211.7%	-15.2%	21.3%	-37.3%	23.9%	29.8%	86.0%	410.4%	188.6%	12.4%
総資産比	24.8%	17.2%	18.9%	5.2%	5.7%	4.8%	6.7%	12.8%	17.1%	11.4%
自己資本 (新株予約権・非支配株主持分除く)	864	1,038	1,219	1,077	1,767	1,969	2,093	4,006	5,933	13,135
前年比	70.8%	20.2%	17.4%	-11.6%	64.0%	11.4%	6.3%	91.4%	48.1%	121.4%
総資産比	41.7%	41.0%	43.7%	16.8%	24.6%	17.9%	14.2%	10.2%	7.0%	9.1%
総資産	2,073	2,531	2,790	6,400	7,189	10,985	14,765	39,388	85,181	144,087
前年比	77.3%	22.1%	10.2%	129.4%	12.3%	52.8%	34.4%	166.8%	116.3%	69.2%
総資産比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
営業活動によるキャッシュフロー	-77	57	206	-984	405	-147	-861	-608	-6,348	19,273
投資活動によるキャッシュフロー	-116	-252	-75	-864	-559	-1,620	-472	-1,391	-13,321	-21,417
FCF	-194	-195	131	-1,848	-155	-1,766	-1,333	-1,999	-19,669	-2,144
財務活動によるキャッシュフロー	393	104	-85	1,991	-62	1,913	1,465	5,290	17,752	17,235
総資産経常利益率(ROA)	14.8%	14.7%	16.0%	1.1%	12.9%	6.2%	2.4%	4.7%	2.4%	12.9%
自己資本純利益率(ROE)	34.2%	21.0%	20.5%	-15.3%	53.2%	16.9%	10.4%	17.6%	17.4%	57.1%
有形固定資産回転率 (建設仮勘定除く)	20.8	23.2	20.4	5.3	5.0	2.1	2.0	1.9	4.9	8.4
総資本回転率	1.6	1.7	1.6	1.0	1.0	0.5	0.5	0.7	1.1	1.5
在庫回転率	6.7	7.2	5.5	3.2	2.1	1.5	1.5	3.4	4.5	5.2
在庫回転期間 (月)	2.2	1.6	2.8	5.7	6.6	7.6	9.0	4.9	4.0	3.0
売上債権回転期間 (月)	1.5	1.4	1.2	0.6	0.6	0.8	0.5	0.6	0.8	0.1
買入債務回転期間 (月)	1.8	1.2	1.4	0.6	0.7	1.1	1.8	2.3	1.9	0.9
キャッシュコンバージョンサイクル (月)	1.8	1.9	2.6	5.7	6.4	7.3	7.7	3.2	2.9	2.2

出所：会社資料よりSR社作成

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

# 財務

自己資本（新株予約権・非支配株主持分除く）は、2023年6月期には増資や利益の蓄積により13,135百万円まで増加した。自己資本比率は9.1%と前期の7.0%から上昇した。同社では、2026年6月期に同比率を20%まで引き上げる目標を掲げている。

財務指標 (百万円)	14年6月期	15年6月期	16年6月期	17年6月期	18年6月期	19年6月期	20年6月期	21年6月期	22年6月期	23年6月期
自己資本（新株予約権・非支配株主持分除く）	864	1,038	1,219	1,077	1,767	1,969	2,093	4,006	5,933	13,135
自己資本比率	41.7%	41.0%	43.7%	16.8%	24.6%	17.9%	14.2%	10.2%	7.0%	9.1%

出所：会社資料よりSR社作成

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

# 市場とバリューチェーン

同社グループの主力事業である太陽光パネルの市場を中心にみていく。太陽光パネルのみの世界市場の規模を示した公式な統計はないが、IEAが、「Trends in Photovoltaic Application」で太陽光発電市場全体の売上高を試算している。国内では、株式会社矢野経済研究所（非上場、以下、矢野経済研究所）が国内太陽光発電導入量の予測を公表している。

## 太陽光発電市場

IEAによれば、2022年のシリコン、ウエハー、セル、パネルなど世界の太陽光発電市場全体の売上高の規模は230,000百万米ドル（約30兆円 2022年平均米ドル/円=132.43円換算）と前年比21.1%増加した。公表値は、年間設備設置容量や累計設備容量や平均的な設置費用などをもとに試算している。数量や単価など計算の内訳や今後の見通しは公表していない。

過去5年の年平均成長率は15.9%であり、2020年からこれを上回って推移している。計算の内訳が公表されていないため、売上高を単純に同資料で公表している太陽光発電年間導入量で割り算し、単価を計算（SR社試算）した。これによれば（以下、参考値）、2019年から単価が下落する中で数量要因により、売上高が増加してきたことが分かる。

## 世界太陽光発電市場売上高

太陽光発電市場規模	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	過去5年 年平均成長率	過去10年 年平均成長率
合計売上高（百万米ドル）	86,000	82,000	80,000	110,000	110,000	132,000	135,000	160,000	190,000	230,000		
前年比	14.7%	-4.7%	-2.4%	37.5%	0.0%	20.0%	2.3%	18.5%	18.8%	21.1%	15.9%	11.9%
(参考値)												
太陽光発電年間導入量（GW）	38	40	51	77	103	105	113	146	174	236		
前年比	26.8%	6.1%	25.9%	52.1%	34.0%	1.7%	7.9%	28.9%	19.2%	36.0%	18.1%	23.0%
単価（1GW当たり、百万米ドル）	2,275	2,045	1,584	1,432	1,069	1,262	1,196	1,100	1,095	975		
前年比	-9.6%	-10.1%	-22.5%	-9.6%	-25.4%	18.0%	-5.2%	-8.0%	-0.4%	-11.0%	-1.8%	-9.1%

出所：International Energy Agency 「Trends in Photovoltaic Applications」 各年資料よりSR社作成

# 世界電力需給、発電容量

## 世界電力需給見通し

2023年のWEOは、太陽光や風力、電気自動車、ヒートポンプなどのクリーンエネルギー技術の台頭により、電力供給システムが再構築され、今後10年間で世界のエネルギーシステムが大きく変容すると予測している。世界の電力需要は、人口増加や所得の増加、最終用途の電化の増加により、どのシナリオにおいても増加する。2050年までに電力需要は現在の水準から、公表政策シナリオ（STEPS）では80%以上、表明公約シナリオ（APS）では120%、ネット・ゼロ排出2050シナリオでは150%増加する。追加の需要は、主に再生可能エネルギー、原子力、炭素回収付の化石燃料、水素、アンモニアが賄い、各シナリオで電力供給に占める割合が高まるとしている。

### WEOでは3つのシナリオによる見通しを公表

WEOでは、3つのシナリオを提示しており、さまざまな政策選択、投資・技術動向の影響を探る枠組みを提供している。各シナリオの前提は以下の通りである。

公表政策シナリオ（Stated Policies Scenario、STEPS）は現在の政策設定に基づくシナリオ

表明公約シナリオ（Announced Pledges Scenario、APS）は各国政府が表明した長期的なネットゼロやエネルギーアクセスの目標を含むすべての意欲的な目標が予定通りかつ完全に達成されることを想定したシナリオ

ネット・ゼロ排出2050年実現シナリオ（Net Zero Emissions by 2050 Scenario、NZE）は、地球の平均気温上昇を1.5度に抑え、2030年までに誰もが近代的なエネルギーを利用できるようにするための方法を示したシナリオ

## 設備容量見直し

WEOでは、電源別の発電設備の容量見直しを示している。いずれのシナリオでも太陽光発電や風力発電の設備容量が最も拡大する見直しである。太陽光発電設備容量は、STEPSでは2022年の1,145GWから2030年に4,699GW、2040年に9,500GW、2050年には12,639GWに拡大する見直しである。APS、NZEではさらなる容量拡大を見込んでいる。

## 世界電源別設備容量見直し

電源別発電設備容量見直し (GW)	実績		公表政策シナリオ (STEPS)			表明公約シナリオ (APS)			ネット・ゼロ排出2050年実現シナリオ (NZE)		
	2021	2022	2030	2040	2050	2030	2040	2050	2030	2040	2050
合計	8,230	8,643	14,168	21,328	25,956	15,285	25,195	32,100	16,180	29,354	36,956
(WEO2022)			11,954	16,468	19,792	12,932	20,258	26,541	15,306	26,870	33,878
再生可能エネルギー	3,292	3,629	8,611	14,965	19,120	9,786	18,893	25,368	11,008	23,331	30,275
うち太陽光	925	1,145	4,699	9,500	12,639	5,377	11,787	16,041	6,101	14,303	18,753
(WEO2022)			3,020	5,573	7,464	3,498	7,471	11,065	5,052	11,620	15,468
うち風力	827	902	20,644	3,242	3,874	2,420	4,337	5,879	2,742	5,797	7,616
うち水力	1,360	1,392	1,571	1,801	2,028	1,620	1,991	2,304	1,765	2,313	2,612
原子力	413	417	482	557	622	497	677	769	541	813	916
水素・アンモニア			8	24	19	31	174	195	129	447	427
化石燃料	4,480	4,535	4,500	4,238	3,831	4,233	3,410	2,638	3,473	1,913	1,133
蓄電池	27	45	552	1,531	2,352	725	2,029	3,121	1,018	2,841	4,199

出所：International Energy Agency 「World Energy Outlook 2023」よりSR社作成

太陽光発電と風力発電容量の見直しを前提に、年間当たりの必要な設備容量をSR社が計算すると以下の通りとなる。STEPSでは、2030年まで年間当たり444GW、2040年では同464GW、2050年は同411GWとなる。2022年の年間当たり発電容量の増加は220GWであったことから、3つのシナリオの中でも最も保守的な見直しであるSTEPS（444GW）はこの約2倍に相当する。

## 太陽光・風力発電設備容量見直し

太陽光・風力発電設備容量見直し (GW)	実績		公表政策シナリオ (STEPS)			表明公約シナリオ (APS)			ネット・ゼロ排出2050年実現シナリオ (NZE)		
	2021	2022	2030	2040	2050	2030	2040	2050	2030	2040	2050
太陽光	925	1,145	4,699	9,500	12,639	5,377	11,787	16,041	6,101	14,303	18,753
年間当たり設備増加容量	-	220	444	464	411	529	591	532	620	731	629
風力	827	902	20,644	3,242	3,874	2,420	4,337	5,879	2,742	5,797	7,616
年間当たり設備増加容量	-	75	2,468	130	106	190	191	178	230	272	240

出所：International Energy Agency 「World Energy Outlook 2023」よりSR社作成

IEAの「Renewables 2022」では、各国や地域の太陽光発電容量の実績を公表している。2021年の世界全体の太陽光設備発電容量は1,183GWであり、最大は中国で414GW、米国の142GW、日本の85GW、ドイツの67GWとなっている。2018年から2022年の過去5年の年平均成長率では、全体が23.6%であったが、オランダ、スペイン、オーストラリア、イタリアは30%を超えている。

## 世界の国・地域別発電設備容量

世界主要国太陽光発電導入量累計(GW)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	過去5年 年平均成長率
合計	140	180	230	307	410	515	628	774	947	1,183	23.6%
中国	18	28	43	78	131	175	205	254	309	414	25.9%
米国	13	19	26	41	52	62	76	96	120	142	22.3%
日本	14	23	34	42	50	56	63	72	78	85	11.4%
ドイツ	37	38	39	41	42	45	49	54	60	67	9.7%
オーストラリア	3	4	5	6	7	12	16	21	25	30	33.6%
韓国	2	3	4	5	6	8	13	17	22	24	33.0%
イタリア	18	19	19	19	20	20	21	22	23	25	4.9%
スペイン	5	5	5	5	6	6	12	16	22	30	38.4%
オランダ	1	1	2	2	3	5	7	11	14	18	44.5%
フランス	5	6	7	8	10	11	12	13	17	20	15.2%
その他	25	35	46	61	84	114	153	199	257	328	31.2%

出所：International Renewable Energy Agency 「Renewables 2022」

IEAの2022年から2027年の発電容量の予測では、全体の年平均成長率は16.5%に低下するものの、中東・北アフリカ、スペイン、ブラジルは20%を超える。2017年から2021年の実績と2022年から2027年の予測期間の容量の増加幅を比べると、日本など一部を除けば、容量が2倍以上増加する国や地域が多い。同資料によれば、ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー安全保障への懸念から、価格が高騰している輸入化石燃料への依存を減らすため、太陽光や風力などの自然エネルギーへの転換が各国で加速しているとしている。

## 世界の国・地域の発電設備容量の見通し

世界太陽光発電導入量累計(GW)	2021	2022 予測	2023 予測	2024 予測	2025 予測	2026 予測	2027 予測	17-21年 年平均成長率	22-27年 年平均成長率	17-21年 増加幅	22-27年 増加幅
合計	891	1,101	1,321	1,553	1,803	2,065	2,359	24.1%	16.5%	589	1,259
中国	308	400	497	596	700	799	915	31.8%	18.0%	231	515
(欧州)	195	233	273	314	360	410	464	13.2%	14.8%	90	231
米国	119	138	162	192	227	269	316	23.4%	18.1%	77	179
日本	78	84	91	98	103	107	111	13.1%	5.9%	36	28
インド	52	68	83	99	117	138	161	40.0%	18.8%	43	93
ドイツ	59	66	75	84	96	110	127	7.7%	13.9%	18	61
オーストラリア	25	30	34	39	43	47	53	34.3%	12.1%	20	23
(ASEAN)	26	29	33	38	43	49	55	46.6%	13.4%	22	26
韓国	22	25	30	34	38	41	45	34.7%	12.1%	17	20
イタリア	23	25	27	30	33	37	42	3.2%	10.8%	3	17
ブラジル	13	25	34	41	49	58	66	165.1%	21.4%	13	41
スペイン	15	21	29	37	45	53	61	26.1%	23.3%	10	40
オランダ	14	19	23	27	31	34	36	46.8%	14.5%	12	18
フランス	15	18	21	23	27	29	32	13.8%	12.2%	7	14
(中東・北アフリカ)	12	15	19	24	31	38	46	44.1%	25.3%	10	31
英国	14	15	16	17	20	23	26	3.0%	12.6%	2	12
その他	42	55	66	78	92	109	127	32.0%	18.4%	32	73

出所：International Renewable Energy Agency 「Renewables 2022」

注：予測値はメインシナリオ

## 太陽光パネル製造能力・生産・価格

IEAの見通しでは、太陽光発電設備容量の増加を見込んでいるが、太陽光発電設備の太陽光パネルの製造能力や生産動向は、2022年の製造能力717GWに対し、生産は379GWにとどまった。2022年の稼働率（生産/製造能力）は52.8%となる。過去5年の年平均成長率では、生産の伸び以上に製造能力が増加しており、稼働率も50%で推移している。

## 太陽光パネル生産および製造能力

太陽光パネル生産・生産能力(GW)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	過去5年 年平均成長率	過去10年 年平均成長率
生産能力	61	67	94	105	155	184	219	327	483	717		
前年比		5.1%	10.4%	39.3%	11.9%	47.7%	18.7%	19.2%	49.0%	47.8%	48.4%	35.8%
生産	40	46	63	78	105	116	140	179	242	379		
前年比		9.3%	15.3%	36.3%	24.6%	34.7%	10.3%	21.0%	27.9%	35.0%	56.2%	29.2%
稼働率(%)		65.4%	68.3%	66.9%	74.4%	67.9%	63.1%	64.0%	54.9%	50.2%	52.8%	

出所：International Renewable Energy Agency 「Trends in Photovoltaic Applications」よりSR社作成

世界の太陽光パネル価格指数は、2015年を100とした指数では、2021年には30まで低下している。2018年は前年比32%下落したが、その後は下落幅が縮小し、2021年には16%の上昇に転じた。IEA（Trends in Photovoltaic Applications 2022）によれば、供給過剰の状況から価格には下方圧力がかかってきたが、2021年は太陽光パネルの主要原材料となるポリシリコンの需要拡大から価格が上昇したとしている。

## 太陽光パネル価格

太陽光パネル価格	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
価格指数(2015=100)	100	92	66	45	32	26	30
前年比		-9%	-8%	-28%	-32%	-29%	-19%

出所：International Renewable Energy Agency 「Technology cost trends for solar PV module, 2015-2021」

## 発電設備費用

International Renewable Energy Agency（以下、IRENA）が再生可能エネルギーによる世界全体の発電設備の設置費用を公表している。これによれば、2022年の再生可能エネルギーの電源別の発電設備の総設置費用、発電量当たり費用（米ドル/kWh）は、2010年と比べて、太陽光発電が最も低下しており、費用面での太陽光発電の優位性が高まっている。太陽光発電の総設置費用は83%減少し、発電量当たり費用も89%減少している。設備の利用率では2022年が17%とこの中で最も低いが、2010年の14%から上昇している。

	総設置費用 (米ドル/kW)			設備利用率 (%)			発電量当たり費用 (米ドル/kWh)		
	2010	2022	増減率	2010	2022	増減率	2010	2022	増減率
バイオ	2,904	2,162	-26%	72	72	1%	0.082	0.061	-25%
地熱	2,904	3,478	20%	87	85	-2%	0.053	0.056	6%
水力	1,407	2,881	105%	44	46	4%	0.042	0.061	47%
太陽光	5,124	876	-83%	14	17	23%	0.445	0.049	-89%
CSP	10,082	4,274	-58%	30	36	19%	0.38	0.118	-69%
陸上風力	2,179	1,274	-42%	27	37	35%	0.107	0.033	-69%
洋上風力	5,217	3,461	-34%	38	42	10%	0.197	0.081	-59%

出所：International Renewable Energy Agency 「Renewable Power Generation Costs in 2022」よりSR社作成  
\*費用はいずれも加重平均値

総設置費用、発電量当たり費用は、過去5年、10年の推移をみても年々低下している。

世界太陽光発電費用	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	18年-22年年 平均成長率	13年-22年年 平均成長率
総設置費用 (米ドル/kW)	3,343	2,935	2,653	2,016	1,833	1,586	1,355	1,120	983	917	876	-11.2%	-12.5%
設備利用率 (%)	15.1%	16.4%	16.6%	16.5%	16.7%	17.6%	17.9%	17.5%	16.1%	16.2%	16.9%		
発電量当たり費用 (米ドル/kWh)	0.248	0.191	0.172	0.129	0.113	0.089	0.075	0.066	0.059	0.051	0.049	-11.3%	-15.0%

出所：International Renewable Energy Agency 「Renewable Power Generation Costs in 2022」よりSR社作成

## 太陽光パネルサプライチェーン

太陽光パネルの製造工程は、ポリシリコン、インゴット、ウエハー、セル、パネルに分かれる。各素材の世界の国別製造能力は、いずれも中国の構成比が高い。IEAによれば、2021年の中国の各素材の構成比は、ポリシリコンが79.4%、ウエハー96.8%、セルは85.1%、モジュールは74.7%を占める。

### 製造能力構成比

生産能力構成比	需要		モジュール		セル		ウエハー		ポリシリコン	
	2010	2021	2010	2021	2010	2021	2010	2021	2010	2021
中国	3.5%	36.4%	55.7%	74.7%	57.9%	85.1%	78.3%	96.8%	79.4%	79.4%
北米	6.2%	17.6%	7.6%	2.4%	4.6%	0.6%	0.3%	0.0%	5.6%	5.6%
欧州	80.4%	16.8%	12.8%	2.8%	7.3%	0.6%	3.2%	0.5%	8.0%	8.0%
アジア太平洋	8.6%	13.2%	18.7%	15.4%	28.4%	12.4%	18.3%	2.5%	6.0%	6.0%
インド	0.0%	6.9%	3.6%	2.8%	1.8%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
その他	1.1%	9.1%	1.6%	1.9%	0.0%	0.2%	0.0%	0.2%	1.0%	1.0%

出所：International Energy Agency 「Solar PV manufacturing capacity by country and region, 2021」

## 国内太陽光発電市場

矢野経済研究所によれば、2022年度の国内の太陽光発電導入量は5,438MW (5.4GW) であった。契約種別では、FIT事業用が3,650MW (構成比67.1%)、FIT住宅用が981MW (同18.0%)とFITが全体の85.1%を占めた。PPAは347MW (同6.4%)、自家消費307MW (同5.6%)にとどまった。2022年度からFITに加え、FIPが導入されたことで、設備容量1,000kW以上の新規の事業用太陽光発電による電力は、2022年度からFIT入札対象外となり、すべてFIPが入札対象となった。2023年度からは同500kW以上、2024年度からは同250kW以上の事業用太陽光発電がFIP入札の対象となる。2030年度の国内太陽光発電導入量については、6,151MWになると予測しており、年平均成長率は1.9%である。矢野経済研究所によれば、契約種別では、PPAが最も多く、次いで自家消費が続くとしている。

(MW)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	年平均成長率
太陽光発電導入量	5,202	5,438	5,159	4,960	5,754	5,952	5,952	6,052	6,101	6,151	(21年~30年)
前年比		4.5%	-5.1%	-3.9%	16.0%	3.4%	0.0%	1.7%	0.8%	0.8%	1.9%

出所：矢野経済研究所 「2030年の再生可能エネルギーマーケット～太陽光発電編～」

\*導入量は太陽光発電、PPA、O&Mサービス、太陽光発電所セカンダリー市場、廃太陽光パネルのリユース・リサイクル、スポット型点検・診断サービスの合計

## 競合他社

太陽光パネル製造会社数は、2022年第4四半期のBloombergNEFのTier1リストによれば、30社を超える。IEAの2021年の世界全体の太陽光パネル年間製造能力482GWをベースに、各社の製造能力の構成比を計算すると (SR社)、最大はLONGi Green Energy Technology Co., Ltd. (上海 601012) の12.4%、次いでTrina Solar Co. Ltd. (上海 688599) が10.4%、JinkoSolar Holding Co., Ltd. (NYSE JKS) が9.3%の順である。上位15社合計の構成比は63.2%で、中国企業のみを合計すると54.0%である。中国以外に本社を有するカナダのCanadian solar Inc. (NASDAQ CSIQ) は中国に主要工場があるほか、ドイツをベースとする韓国のHanwha Q CELLS Co., Ltd. (NASDAQ HQCL) も中国に工場を構えて生産している。

上位15社のうち10社が中国の上海、北京、深圳、米国NYSEやNASDAQに上場している。ベトナムに太陽光パネル製造会社は4~5社あるが規模ではVSUNは大手の1社である。

太陽光パネルの年間製造能力では、同社（VSUN）は5GWまで拡張したことから、世界15位程度に位置し、構成比は世界全体の1.0%となる。競合先としては、これら上位15社が中心となるが、会計基準など比較が容易な中国JinkoSolar、カナダのCanadian Solar、米国のFirst Solar Inc.（NASDAQ FSLR）を対象とした。

## JinkoSolar Holding Co., Ltd. (NYSE JKS)

JinkoSolarは、2006年に設立され、中国の江西上饒（コウセイジョウウジョウ）経済開発区に本社を置き、太陽光パネル年間製造能力で世界3位の太陽光製品製造会社である。設立当初はウエハーを主に製造していたが、パネル製造を始め、2016年から累計出荷量は世界最大規模である。ウエハー、セル、太陽光パネルを製造しており、2022年末の年間製造能力はウエハー65GW、セルが55GW、太陽光パネルが70GWである。中国、ベトナム、マレーシア、米国などに12生産拠点とグローバルの販売網を有している。2010年にニューヨーク証券取引所に上場し、2022年12月期の売上高は12,052百万米ドル、EBITDA67百万米ドル、親会社に帰属する純利益90百万米ドル、従業員数は45.5千人である。

## Canadian solar Inc. (NASDAQ CSIQ)

Canadian Solarは、2001年に設立され、カナダのプリティッシュ・コロンビア州に本社を置く、世界最大級の太陽光発電・蓄電池会社である。太陽光電池の垂直統合型の生産体制を築いているほか、その他の太陽光発電および電池貯蔵製品の設計、開発、製造を行っている。北米、南米、欧州を中心に全世界を対象に事業展開している。2022年末の年間製造能力は、インゴット20GW、ウエハー20GW、セルが20GW、太陽電池モジュールが32GWである。生産拠点は中国および東南アジアである。2006年に米国ナスダック証券取引所に上場し、2022年12月期の売上高は7,469百万米ドル、EBITDA641百万米ドル、親会社に帰属する純利益240百万米ドル、従業員数は18.4千人である。

## First Solar, Inc. (NASDAQ FSLR)

First Solarは、1999年に設立され、米国のアリゾナ州に本社を置く、太陽光・テクノロジー会社である。米国の研究開発ラボで開発された、ガラス上にテルル化カドミウム（CdTe）の薄膜技術を用いた太陽光パネルを製造・販売しており、高性能・低炭素の製品を生産している。原材料の調達から使用済みパネルのリサイクルまで、製品のライフサイクルを通じた事業の展開を図っている。2022年末の年間製造能力は、太陽光パネルが9.8GW、生産拠点は米国、マレーシア、ベトナム、インドなどで、中国のシリコンのサプライチェーンに依存しない生産体制を構築している。2006年に米国ナスダック証券取引所に上場、2022年12月期の売上高は2,619百万米ドル、EBITDA242百万米ドル、親会社に帰属する純損失44百万米ドル、従業員数は5.5千人である。

## 生産体制・地域別販売

4社合計年間製造能力では、JinkoSolarが最大で190GW、Canadian Solarがその約半分の92GW、First Solarと同社（VSUN）は10GWを下回る。製造能力の内訳は、Canadian SolarとJinkoSolarが上流から下流まで垂直型の生産体制を築いている。Abalance傘下のVSUNはこれまでは下流のパネル製造であったが、2023年10月下旬にセル工場が竣工し生産を開始したほか、インゴットやウエハーの生産も計画している。工場の所在地はJinkoSolarとCanadian Solarは中国が多いが、同社（VSUN）はセル以外のその他原材料は中国に依存するものの、パネル工場はベトナムのみである。First Solarは中国のパネルを使用しないCdTeを使用した太陽光パネルを生産しており米国を中心に中国以外のサプライチェーンを築いている。

地域別の売上高構成比では、Canadian SolarとJinkoSolarは全世界を対象としているが、First Solarは米国が84%と高い。同社は米国や欧州が中心である。VSUNの財務諸表の公表は一部にとどまるため、以下では同社の財務諸表を使用した（2023年6月期のVSUNの売上高は同社の95.1%を占める）。



## 4社の年間製造能力

本社 設立 決算期	Abalance		Canadian Solar		First Solar		JinkoSolar	
	日本		カナダ		米国		中国	
	2000年		2001年		1999年		2001年	
決算期	22年6月期	23年6月期	21年12月期	22年12月期	21年12月期	22年12月期	21年12月期	22年12月期
年間生産能力 (GW)								
インゴット	0.0	0.0	5.4	20.4	0.0	0.0	0.0	0.0
ウエハー	0.0	0.0	11.5	20.0	0.0	0.0	32.5	65.0
セル	0.0	0.0	13.9	19.8	0.0	0.0	24.0	55.0
パネル/モジュール	2.6	5.0	23.9	32.2	7.9	9.8	45.0	70.0
合計	2.6	5.0	54.7	92.4	7.9	9.8	101.5	190.0
従業員数	1,008	1,430	13,535	18,423	4,800	5,500	31,030	46,511
地域別売上高								
北米	73.8%	85.9%	43.2%	37.4%			16.2%	4.5%
米国			30.1%	26.3%	84.0%	83.7%		
欧州	4.0%	4.8%	16.3%	25.9%			18.3%	23.6%
フランス			0.5%	0.4%	4.2%	2.6%		
中国			22.9%	25.5%			24.8%	41.9%
アジア (除く中国)			17.7%	11.2%			25.1%	13.6%
日本	12.0%	4.9%	9.6%	4.4%	7.1%	1.8%		
インド			2.7%	2.6%	1.3%	1.4%		

出所：各社資料よりSR社作成

\*Abalanceの年間生産能力はVSUN社、従業員数、地域別売上高はAbalanceの数値

## 収益・財務

同社の2023年6月期のROE、ROAは12.9%（前期2.4%）、57.1%（同17.4%）と前期から上昇し、いずれも他の3社を上回った。純利益率でも同様の結果であった。欧米市場向けパネル販売の好調や、コンテナ運賃の低下や部材価格・輸送費などの高騰に対する価格転嫁などから利益が拡大した。2022年6月期の売上原価率は90%近かったものの、2023年6月期は86%まで低下し他社とそんな色ない水準まで低下した。

(百万円)	Abalance		Canadian Solar		First Solar		JinkoSolar	
	22年6月期	23年6月期	21年12月期	22年12月期	21年12月期	22年12月期	21年12月期	22年12月期
決算期	JPGAAP	JPGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP
売上高	92,435	217,415	612,257	849,181	339,170	297,817	743,290	1,370,349
前年比	243.6%	135.2%	68.5%	38.7%	19.7%	-12.2%	32.1%	84.4%
売上原価	82,729	187,033	506,759	705,562	254,481	289,874	622,078	1,167,942
前年比	274.1%	126.1%	74.0%	39.2%	19.9%	13.9%	34.1%	87.7%
売上高原価率	89.5%	86.0%	82.8%	83.1%	75.0%	97.3%	83.7%	85.2%
売上高総利益	9,705	30,382	105,498	143,619	84,689	7,943	121,213	202,407
前年比	102.7%	213.1%	46.3%	36.1%	19.1%	-90.6%	22.6%	67.0%
売上高総利益率	10.5%	14.0%	17.2%	16.9%	25.0%	2.7%	16.3%	14.8%
販管費及び一般管理費	8,007	16,816	83,410	103,134	33,702	39,864	101,141	195,331
前年比	133.6%	110.0%	70.0%	23.6%	-11.2%	18.3%	44.0%	93.1%
販管費率	8.7%	7.7%	13.6%	12.1%	9.9%	13.4%	13.6%	14.3%
当期純利益	867	5,445	11,051	27,284	54,378	-5,022	13,127	10,229
前年比	73.8%	666.8%	-27.9%	146.9%	30.6%	-109.2%	255.8%	-22.1%
純利益率	1.8%	5.7%	1.8%	3.2%	16.0%	-1.7%	1.8%	0.7%
ROE (当期純利益)	2.4%	12.9%	5.3%	12.4%	7.9%	-0.8%	6.5%	3.8%
ROA (当期純利益)	17.4%	57.1%	1.3%	2.7%	6.3%	-0.5%	1.0%	0.6%

出所：各社資料よりSR社作成

\*3社の (Canadian Solar、First Solar、JinkoSolar) の財務諸表は米ドル建てであり、円への換算は12月末の米ドル円レートで行った (2021年12月末：116.0円、2022年12月末：113.7円)

\*ROE、ROA会計上比較可能な当期純利益ベース

2023年6月期の自己資本比率は9.1%と前期の7.0%から上昇したが、依然他社の同比率を下回っている。

(百万円)	Abalance		Canadian Solar		First Solar		JinkoSolar	
	22年6月期	23年6月期	21年12月期	22年12月期	21年12月期	22年12月期	21年12月期	22年12月期
決算期	JPGAAP	JPGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP
総資産額	85,181	144,087	857,195	1,027,521	860,143	938,165	1,328,742	1,791,291
自己資本 (新株予約権・非支配株主持分除く)	5,933	13,135	208,962	220,764	691,427	663,559	201,173	269,319
前年比	48.1%	121.4%	27.3%	5.6%	19.8%	-4.0%	25.8%	33.9%
自己資本比率	7.0%	9.1%	24.4%	21.5%	80.4%	70.7%	15.1%	15.0%
営業CF	-6,348	19,273	-47,366	104,221	27,562	99,302	7,840	-95,626
投資CF	-13,321	-21,417	-49,839	-71,686	-11,491	-135,596	-205,897	-202,310
財務CF	17,752	17,235	-49,741	-71,303	-62,685	-102,740	218,798	330,011

出所：各社資料よりSR社作成

\*3社の (Canadian Solar、First Solar、JinkoSolar) の財務諸表は米ドル建てであり、円への換算は12月末の米ドル円レートで行った (2021年12月末：116.0円、2022年12月末：113.7円)

# SW(Strengths, Weakness)分析

## 強み(Strengths)

### 同社は中国国外のベトナムで太陽光パネルの製造能力を拡張し、独自の差別化要因を確立している

同社によれば、ベトナムに進出した背景は、安価で勤勉な労働力や比較的政治体制が安定していたことであるという。SR社では、米中貿易摩擦が長期化する中で、米国の輸入規制や関税を回避する需要を取り込むことも背景にあったとみている。VSUNは連結子会社後、太陽光パネル製造能力を拡張してきたことで、日系企業ではトップとなり、ジャパンプランドとして販売している。2023年10月下旬からベトナムで最先端のセル工場が稼働し、セル生産も開始している。

IEAによれば、2021年の太陽光パネル生産の国別構成比は中国74.7%、次いでベトナムの6.8%、マレーシアの3.7%、韓国3.3%、米国2.7%と中国が独占している。VSUNの主な競合相手は世界に展開する大手の太陽光パネル製造会社であり、大手を中心にほとんどが中国企業である。VSUNと同様に一定の生産規模を有し、中国国外で太陽光製造パネルを生産するのは米国First Solar Inc.などに限定される。VSUNは、原材料を中国や東南アジアから調達し、ベトナムで太陽光パネルを製造し、主に米国や欧州に輸出している。米中貿易摩擦の長期化やロシアによるウクライナ戦争などからサプライチェーンを見直す動きがあり、米国などでは、中国以外からの太陽光パネルの需要が高まっている。VSUNは引き続きベトナムでパネルやセル工場の製造能力の拡張を図るほか、米国でのパネル製造も計画している。

### VSUNの製造機能に加わりグローバルなサプライチェーンを形成するとともにジャパンプランドを確立し、国内では他社にはない一気通貫型サービスを提供している

同社は、日本国内では太陽光発電所の売買や発電設備に係る物品の販売、発電所プロジェクトの企画、設計、開発・建設から運用・保守、リサイクルに至るまで一気通貫型のサービスを提供している。すべての工程を一気通貫型で受託することで、各工程がスムーズに連携することで、早期かつ効率的なサービスの提供が可能となっている。各工程では、電力会社との契約、自治体の法令確認、地域住民への説明、金融機関への申請などの支援も行っている。また、ストック型事業を行っていることで売電収入による安定したキャッシュフローを生み出している。

同社は、2020年12月にVSUNを連結子会社化し、グループ内にジャパンプランドのパネル製造会社を取り込み、グローバルなサプライチェーンを形成するとともに、国内では他社にはない一気通貫型サービスの提供が可能となった。2023年10月下旬には、VSUNのセル工場が竣工しており、この稼働により一気通貫型サービスが強化される。

### VSUNの太陽光パネルは大手と遜色ない品質や持続可能な調達は外部機関や大手調達先からも評価されている

世界の太陽光パネル製造会社の年間製造能力では、中国企業が上位を独占している。VSUNの年間製造能力は5GWと15位前後である。SR社の試算では、世界の製造能力の約60%は15社程度が占め、残り約40%は多数の中小規模製造会社が占める。

VSUNの品質の信頼性や性能のみならず、調達面でも大手と競合上で必要な外部機関から評価を得ている。米国のPV Evolution Labs (PVEL) の「PVモジュール信頼性スコアカード」では、2021年から品質の信頼性や性能が評価され「トップ・パフォーマー」に認定された数少ない企業である。中国の人権問題なども含め持続可能な調達を評価する評価機関エコバディス (EcoVadis、本社:フランス) でも世界中の75千社以上の中で64位となり、2021年から銅賞を受賞している。このほかにも、大手調達先である仏大手石油会社TotalEnergiesや仏大手電力ガス会社Engieの高い品質基準をクリアしている。

## 弱み(Weaknesses)

### VSUNはベトナムで太陽光パネルを製造しており、主要原材料を生産する中国からの原材料の調達リスクがあるが、原材料の一つであるセルの製造を開始している

太陽光パネルの製造工程は、上流からポリシリコン、インゴット、ウエハー、セル、パネルである。各素材の世界の国別製造能力は、いずれも中国の構成比が高い。IEAによれば、2021年の中国の各素材の世界生産構成比は、ポリシリコン79.4%、ウエハー96.8%、セル85.1%、モジュール74.7%である。2010年との比較では、中国は政府の産業政策や安

価な投入コストなどから製造能力を拡張してきたことから、いずれにおいても中国の構成比が上昇し依存度が高まっている。

2021年の太陽光パネルの主要生産国は、最大が中国74.7%、次いでベトナム6.8%、マレーシア3.7%などである。同社によれば、ベトナムに進出した背景には、安価で勤勉な労働力や比較的政治体制が安定していたことであるという。SR社では、ベトナムでの生産は、米国や欧州による中国製の太陽光製品の輸入制限措置への対応策として、製造拠点を中国外に保有することも背景にあったとみている。他方、VSUNはベトナムで太陽光パネルを製造しており、主要原材料を生産する中国からの原材料調達リスクがある。VSUNでは、2023年10月下旬に4GWのセル工場が竣工したほか、今後はウエハーやインゴットの製造や米国でのパネル製造なども計画し、調達リスクの低減を図る計画である。

## **VSUNの太陽光パネルやセルの生産規模は大手と比べてまだ小さいが、パネルおよびセルの製造能力の拡張およびインゴットやウエハーの製造を計画している**

同社の主な競合相手は中国を中心とした大手太陽光パネル製造会社である。太陽光パネルの年間製造能力では、最大は中国のLONGi Green Energy Technologyで60GW、次いで同Trina Solarの50GW、JinkoSolarの45GWの順となっている。VSUNは太陽光パネル製造工場の5GWであり、大手の10%程度の規模である。大手は太陽光パネルに加え上流工程のセル、ウエハーなども生産している。VSUNと同様に中国国外で生産する企業は、米国のFirst Solarのパネル製造で9.8GWである。VSUNは、2023年10月下旬からセル製造も開始したが、年間生産能力は4GWであり、大手と比べて生産規模はまだ小さい。中期経営計画では、2026年6月期までに年間製造能力を太陽光パネルおよびセルそれぞれ10GW、ウエハー・インゴット4GWまで拡張する。

## **高水準の投資を銀行借入で継続するには、財務健全性を高める必要があるが、同社では2026年6月期の自己資本比率20%を目標に改善を図る計画**

2026年6月期までに年間製造能力を太陽光パネルおよびセルをそれぞれ10GW、ウエハー・インゴット4GWまで拡張する計画であり、今後も高水準の投資が継続する。VSUNでは、これまでの投資資金はベトナム大手国内金融機関から、自社で借入れてきた。高水準の投資が継続する中、銀行借入を維持していくためには、同社グループ全体では、財務健全性を維持する必要がある。

同社は、太陽光発電所の開発やM&A、太陽光パネルやセル製造工場への投資などから、フリーキャッシュフローは赤字が継続している。増資なども行ったが、投資は主に銀行借入で行ってきたことから有利子負債が増加し、自己資本比率は2022年6月期末には7.0%まで低下した。2023年6月期末は増資や利益の蓄積により自己資本比率は9.1%と改善したが、高水準の投資が継続するため、銀行借入で継続するには財務健全性をさらに高める必要がある。同社では2026年6月期の自己資本比率20%を目標としている。

同社では、2023年8月に、ベトナムのセル製造子会社 Vietnam Sunergy Cell Company Limitedが実質的に米国ナスダック証券取引所に上場するSPACを通じて、上場し資金を調達する計画を公表した。調達した資金はセル工場および米国工場の設備投資資金に充当するが、取引完了（2024年2月を予定）までには、BWAQ株主や米国証券取引委員会の承認、関連各国の各種法令遵守などが必要となる。

# 財務諸表

## 損益計算書

損益計算書 (百万円)	14年6月期 連結	15年6月期 連結	16年6月期 連結	17年6月期 連結	18年6月期 連結	19年6月期 連結	20年6月期 連結	21年6月期 連結	22年6月期 連結	23年6月期 連結
売上高	3,347	4,396	4,540	6,495	7,301	5,985	6,678	26,901	92,435	217,415
前年比	45.3%	31.4%	3.3%	43.1%	12.4%	-18.0%	11.6%	302.8%	243.6%	135.2%
売上原価	2,609	3,315	3,432	5,006	5,123	4,112	4,916	22,112	82,729	187,033
前年比	56.9%	27.1%	3.5%	45.9%	2.3%	-19.7%	19.6%	349.8%	274.1%	126.1%
売上原価率	78.0%	75.4%	75.6%	77.1%	70.2%	68.7%	73.6%	82.2%	89.5%	86.0%
売上総利益	738	1,081	1,108	1,489	2,178	1,873	1,762	4,788	9,705	30,382
前年比	15.1%	46.5%	2.5%	34.4%	46.3%	-14.0%	-5.9%	171.7%	102.7%	213.1%
売上総利益率	22.0%	24.6%	24.4%	22.9%	29.8%	31.3%	26.4%	17.8%	10.5%	14.0%
販売費及び一般管理費	474	660	710	1,374	1,251	1,265	1,400	3,427	8,007	16,816
前年比	8.9%	39.3%	7.6%	93.3%	-8.9%	1.1%	10.7%	144.7%	133.6%	110.0%
販管费率	14.2%	15.0%	15.6%	21.1%	17.1%	21.1%	21.0%	12.7%	8.7%	7.7%
営業利益	264	420	397	115	927	608	362	1,361	1,697	13,565
前年比	28.4%	59.5%	-5.5%	-71.0%	704.7%	-34.4%	-40.5%	276.4%	24.7%	699.4%
営業利益率	7.9%	9.6%	8.8%	1.8%	12.7%	10.2%	5.4%	5.1%	1.8%	6.2%
営業外損益	-23	-81	29	-67	-52	-42	-56	-92	-187	1,234
営業外収益	11	1	47	39	34	64	112	376	769	2,953
営業外費用	34	82	17	106	86	106	169	468	956	1,719
経常利益	241	339	427	49	874	566	306	1,269	1,510	14,799
前年比	108.5%	40.9%	25.8%	-88.6%	1700.1%	-35.2%	-46.0%	315.3%	19.0%	880.1%
経常利益率	7.2%	7.7%	9.4%	0.7%	12.0%	9.5%	4.6%	4.7%	1.6%	6.8%
特別損益	1	28	-39	1	42	15	-1	-15	750	-47
特別利益	3	28	3	1	74	15	12	1	1,022	339
特別損失	2		41		32		12		16	386
当期純利益	234	200	228	-164	761	327	217	931	1,618	12,407
前年比	101.0%	-14.8%	14.3%	-	-	-57.0%	-33.7%	330.0%	73.8%	666.8%
当期純利益率	7.0%	4.5%	5.0%	-	10.4%	5.5%	3.2%	3.5%	1.8%	5.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	234	200	231	-176	757	316	211	537	867	5,445
前年比	100.6%	-14.6%	15.8%	-	-	-58.2%	-33.1%	154.2%	61.5%	528.0%
純利益率	7.0%	4.5%	5.1%	-	10.4%	5.3%	3.2%	2.0%	0.9%	2.5%

出所：会社資料よりSR社作成

\*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意

- ▶ 「収益認識に関する会計基準」を2022年6月期期首から適用し、約束した財またはサービスの支配が顧客に移転した時点で、当該財またはサービスとの交換による受取見込み額により、収益を認識している。
- ▶ 「時価の算定に関する会計基準」を2022年6月期期首から適用しているが、これによる財務諸表への影響はないとしている。

## 貸借対照表

貸借対照表 (百万円)	14年6月期 連結	15年6月期 連結	16年6月期 連結	17年6月期 連結	18年6月期 連結	19年6月期 連結	20年6月期 連結	21年6月期 連結	22年6月期 連結	23年6月期 連結
資産										
現金及び預金	494	407	496	672	601	799	1,209	4,722	3,966	20,619
受取手形及び売掛金	408	525	473	335	335	393	303	1,312	6,156	2,011
商品及び製品	499	263	385	423	327	172	246	6,480	26,740	48,827
仕掛品	115	336	666	2,637	3,659	3,631	4,751	4,462	3,804	4,680
流動資産合計	1,715	2,093	2,420	4,692	5,227	6,078	8,553	22,537	57,450	100,381
前年比	86.2%	22.0%	15.6%	93.9%	11.4%	16.3%	40.7%	163.5%	154.9%	74.7%
対資産構成比	82.8%	82.7%	86.7%	73.3%	72.7%	55.3%	57.9%	57.2%	67.4%	69.7%
建物及び構築物	11	11	11	29	39	116	116	427	569	1,143
減価償却累計額	-5	-6	-8	-14	-20	-53	-59	-120	-191	-356
建物及び構築物(純額)	6	5	4	15	19	62	58	306	378	786
機械装置及び運搬具	52	52	51	848	970	2,172	2,649	13,626	19,532	28,311
減価償却累計額	-12	-23	-31	-154	-250	-369	-528	-1,492	-3,088	-5,933
機械装置及び運搬具(純額)	39	29	19	694	720	1,803	2,122	12,133	16,443	22,378
土地	64	114	148	472	707	1,033	1,133	1,332	1,791	2,403
建設仮勘定						1,330	2,211	1,331	1,757	7,383
有形固定資産合計	161	189	223	1,222	1,456	4,239	5,529	15,201	20,599	33,319
前年比	127.5%	17.5%	17.7%	448.6%	19.1%	191.0%	30.4%	174.9%	35.5%	61.8%
対資産構成比	7.8%	7.5%	8.0%	19.1%	20.3%	38.6%	37.4%	38.6%	24.2%	23.1%
無形固定資産合計	81	61	5	290	217	195	110	365	4,688	7,523
前年比	-7.3%	-24.5%	-91.3%	5361.3%	-25.3%	-9.9%	-43.7%	231.8%	1184.4%	60.5%
対資産構成比	3.9%	2.4%	0.2%	4.5%	3.0%	1.8%	0.7%	0.9%	5.5%	5.2%
投資有価証券	2	48	48	48	51	13	89	206	1,165	1,464
投資その他の資産合計	115	188	142	195	289	459	554	1,268	2,432	2,820
前年比	28.1%	62.9%	-24.0%	36.6%	48.4%	59.1%	20.6%	128.9%	91.8%	16.0%
対資産構成比	5.6%	7.4%	5.1%	3.0%	4.0%	4.2%	3.8%	3.2%	2.9%	2.0%
固定資産合計	358	438	371	1,437	1,962	4,893	6,193	16,835	27,719	43,663
前年比	-44.6%	22.6%	-15.4%	287.8%	36.5%	149.4%	26.6%	171.8%	64.7%	57.5%
対資産構成比	17.2%	17.3%	13.3%	22.5%	27.3%	44.5%	41.9%	42.7%	32.5%	30.3%
繰延資産										
繰延資産合計						14	17	16	10	42
資産合計	2,073	2,531	2,790	6,400	7,189	10,985	14,765	39,388	85,181	144,087
前年比	77.3%	22.1%	10.2%	129.4%	12.3%	52.8%	34.4%	166.8%	116.3%	69.2%
負債										
買掛金	514	436	529	331	411	533	991	5,058	14,595	16,412

短期借入金	38	194	410	1,027	1,270	1,147	699	6,499	18,356	35,031
1年内返済予定の長期借入金	97	122	51	697	800	967	1,071	869	1,266	3,070
契約負債									16,255	27,843
1年内返済予定の長期割賦未払金						75	1,582	2,384	464	460
流動負債合計	821	1,127	1,368	3,545	3,873	4,641	6,745	26,212	57,721	100,212
社債						100	36	116	50	166
長期借入金	297	269	92	1,467	1,139	1,679	3,594	6,105	12,032	13,199
リース債務	36	14	32	25	13	8	0	79	10	483
長期割賦未払金						1,342	1,966	1,828	7,028	6,267
固定負債合計	386	361	203	1,733	1,499	4,312	5,859	8,398	19,452	20,563
負債合計	1,207	1,488	1,571	5,279	5,373	8,953	12,605	34,611	77,174	120,776
前年比	12.4%	23.3%	5.6%	236.0%	1.8%	66.6%	40.8%	174.6%	123.0%	56.5%
対資産構成比	58.2%	58.8%	56.3%	82.5%	74.7%	81.5%	85.4%	87.9%	90.6%	83.8%
株主資本										
資本金	1,069	656	656	701	701	701	702	825	1,243	2,059
資本剰余金	302			45	45	45	47	229	647	1,413
利益剰余金	-507	383	564	333	1,022	1,245	1,368	2,919	3,689	9,026
自己株式	0	0	0	-1	-1	-21	-21	-21	-22	-143
株主資本合計	864	1,038	1,219	1,077	1,767	1,969	2,096	3,953	5,557	12,355
新株予約権	2	1			2	5	3	13	135	266
非支配株主持分		3		43	47	58	63	758	1,939	9,909
純資産合計	866	1,043	1,219	1,121	1,816	2,032	2,159	4,777	8,007	23,310
前年比	71.2%	20.4%	16.9%	-8.1%	62.0%	11.9%	6.2%	121.3%	67.6%	191.1%
対資産構成比	41.8%	41.2%	43.7%	17.5%	25.3%	18.5%	14.6%	12.1%	9.4%	16.2%

出所：会社資料よりSR社作成

## キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書 (百万円)	14年6月期 連結	15年6月期 連結	16年6月期 連結	17年6月期 連結	18年6月期 連結	19年6月期 連結	20年6月期 連結	21年6月期 連結	22年6月期 連結	23年6月期 連結
<b>営業活動によるキャッシュフロー</b>										
税金等調整前当期純利益	241	367	388	84	917	581	304	1,255	2,260	14,751
減価償却費	32	47	34	54	123	167	188	708	1,465	1,940
のれん償却額	17	17	17		101	107	77	12	147	375
減損損失			35		28					237
支払利息	15	14	11	18	44	85	111	317	740	1,473
持分法による投資損益（は益）	0	18	0	13	8	-2	-27	-19	-26	-425
為替差損益（は益）	0	-4	1	0	-5	0	2	-139	49	-1,601
売上債権の増減額（は増加）	-313	-117	52	138	-1	-214	113	-2,419	-11,424	4,294
棚卸資産の増減額（は増加）	-257	14	-451	221	-927	-956	-1,270	-3,399	-16,745	-20,618
仕入債務の増減額（は減少）	349	-78	93	-732	79	120	378	3,569	19,793	1,058
前受金の増減額（は減少）	-73	71	62	-583	-16	671	63	-197	-1,238	10,716
その他					320	283	664	-174	292	9,919
小計	7	139	323	-837	641	391	-647	-240	-4,710	21,614
利息及び配当金の受取額	0	0	1	1	0	1	0	29	117	102
利息の支払額	-15	-14	-12	-17	-44	-85	-114	-298	-754	-1,508
法人税等の支払額	-70	-68	-106	-131	-265	-453	-101	-160	-1,002	-1,062
<b>営業活動によるキャッシュフロー(1)</b>	<b>-77</b>	<b>57</b>	<b>206</b>	<b>-984</b>	<b>405</b>	<b>-147</b>	<b>-861</b>	<b>-608</b>	<b>-6,348</b>	<b>19,273</b>
<b>投資活動によるキャッシュフロー</b>										
定期預金の預入による支出			-119	-26	-141	-92	-401	-114	-331	-285
定期預金の払戻による収入			75	23		41	140	113	96	139
有形固定資産の取得による支出	-90	-141	-55	-428	-377	-1,473	-117	-2,732	-6,137	-13,147
無形固定資産の取得による支出	-11	-10	-5	-14	-31	-7	-11	-10	-12	-2,198
預け金の預入による支出									-787	-5,539
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出				-405		-21			-3,992	-1,450
貸付による支出	-12	-92	-105	-12	-44	-154		-431	-980	-124
貸付金の回収による収入		8	131	12	43	38		10	27	113
その他			-1			-7	-9	-3	-63	1,080
<b>投資活動によるキャッシュフロー(2)</b>	<b>-116</b>	<b>-252</b>	<b>-75</b>	<b>-864</b>	<b>-559</b>	<b>-1,620</b>	<b>-472</b>	<b>-1,391</b>	<b>-13,321</b>	<b>-21,417</b>
<b>FCF(1+2)</b>	<b>-194</b>	<b>-195</b>	<b>131</b>	<b>-1,848</b>	<b>-155</b>	<b>-1,766</b>	<b>-1,333</b>	<b>-1,999</b>	<b>-19,669</b>	<b>-2,144</b>
<b>財務活動によるキャッシュフロー</b>										
割賦債務の返済による支出						-62	-403	-189	-328	-765
短期借入れによる収入	106	816	1,244	1,508	1,713	2,033	1,979	13,812	46,519	70,923
短期借入金の返済による支出	-121	-659	-1,028	-891	-1,471	-1,792	-2,130	-10,823	-36,222	-55,275
長期借入れによる収入		110	70	1,600	671	1,289	3,546	3,625	7,623	5,544
長期借入金の返済による支出	-104	-114	-317	-235	-896	-1,019	-1,399	-1,438	-3,920	-4,686
株式の発行による収入				90				224	775	1,399
配当金の支払額		-25	-50	-55	-67	-86	-87	-89	-98	-117
<b>財務活動によるキャッシュフロー</b>	<b>393</b>	<b>104</b>	<b>-85</b>	<b>1,991</b>	<b>-62</b>	<b>1,913</b>	<b>1,465</b>	<b>5,290</b>	<b>17,752</b>	<b>17,235</b>
減価償却費及びのれん償却費(A)	32	47	34	54	123	167	188	708	1,465	1,940
有形・無形固定資産の取得(B)	-102	-151	-60	-442	-408	-1,480	-128	-2,742	-6,149	-15,345
運転資金増減(C)	198	181	307	2,069	847	-246	648	2,889	14,912	16,999
<b>単純FCF(NI+A+B-C)</b>	<b>-34</b>	<b>-85</b>	<b>-101</b>	<b>-2,633</b>	<b>-374</b>	<b>-644</b>	<b>-300</b>	<b>-4,374</b>	<b>-18,582</b>	<b>-24,584</b>

出所：会社資料よりSR社作成

\*主要項目のみ掲載した

# その他の情報

## 沿革

### <沿革>

2000年4月	株式会社リアルコミュニケーションズを設立
2000年8月	本店を東京都千代田区に移転
2001年2月	社名をリアルコム株式会社に変更
2005年2月	本店を東京都台東区に移転
2006年2月	米国での販売・サポートおよび次世代製品の企画開発を目的として米国会社Realcom Technology, Inc.を設立
2007年9月	株式会社東京証券取引所マザーズへ上場
2008年3月	米国会社Realcom U.S., Inc.を設立
2011年11月	WWB株式会社を株式交換により完全子会社化
2012年9月	本店を東京都品川区に移転
2017年3月	WWB株式会社がSPC（VW合同会社）を設立し、株式会社ハロースを子会社化
2017年3月	社名をAbalance株式会社に變更
2018年2月	WWB株式会社がFUII SOLAR株式会社を設立
2018年11月	株式会社東京証券取引所マザーズから二部へ市場変更
2019年10月	IT部門を新設分割しAbit株式会社を設立
2020年12月	Vietnam Sunergy Joint Stock Company（VSUN）を子会社化
2021年6月	WWB株式会社がバーディフェュエルセルズ合同会社を設立
2021年10月	WWB株式会社が孫会社(株式会社ハロース)を通じて、株式会社カンパニオソーラーを子会社化
2021年10月	WWB株式会社が株式会社ジャパン・ソーラー・パワーを子会社化
2021年11月	WWB株式会社が株式会社日本ライフサポートから産業用太陽光発電事業などに関連する事業を承継
2022年3月	Abit株式会社が株式会社デンサインを子会社化
2022年3月	WWB株式会社が孫会社(合同会社WWBソーラー03)を通じて、日本未来エナジー株式会社、J.MIRAI株式会社を子会社
2022年3月	明治機械株式会社を持分法適用関連会社化

出所：会社資料よりSR社作

## 大株主

龍潤生氏は、2011年11月に同社がWWB株式会社を株式交換により完全子会社化した際に大株主となったもので、それ以降も同氏が大株主となっている。その他の個人や会社株主と同社とは事業上の結びつきはない。

### 2023年6月期末

上位主要株主	所有株式数 (千株)	所有株式数 の割合
龍潤生	5,460	31.41%
有限会社飯塚フューチャーデザイン	645	3.71%
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	487	2.80%
日野豊	485	2.79%
株式会社SBI証券	463	2.66%
巖平志郎	410	2.35%
山下博	314	1.80%
株式会社神宮館	291	1.67%
高橋新	264	1.51%
飯塚芳枝	176	1.01%
合計	8,995	51.71%

出所：会社資料よりSR社作成

## 配当方針

今後の事業展開と財務内容の強化を図るため必要な内部留保を図りつつ、安定した配当の継続、財務状況に応じた積極的な株主への利益還元を基本方針としており、中間配当および期末配当の年2回実施している。

## トップ経営者

役職	代表取締役社長
氏名(漢字)	光行 康明
氏名(カナ)	ミツユキ ヤスアキ
生年月日	1951年1月4日
1974年4月	株式会社日本興業銀行入行
2000年6月	株式会社日本興業銀行審査部長
2003年4月	日本ドレーク・ビーム・モリソン株式会社営業部長
2005年1月	大新東株式会社専務取締役就任
2009年6月	シダックス株式会社取締役就任
2010年7月	シダックス株式会社特別顧問就任
2011年1月	SFPダイニング株式会社取締役就任
2011年10月	SFPダイニング株式会社常務取締役就任
2013年1月	SFPダイニング株式会社取締役副社長就任
2016年6月	株式会社江戸一社外取締役就任
2017年9月	株式会社ノバレーゼ社外監査役就任
2018年9月	同社代表取締役社長就任(現任)
2018年9月	WWB株式会社取締役就任(現任)
2018年9月	株式会社ハロース取締役就任(現任)
2018年9月	株式会社ハロースエンジニアリング取締役就任(現任)

出所：会社資料よりSR社作成

役職	取締役
氏名（漢字）	龍 潤生
氏名（カナ）	リュウ ジュンセイ
生年月日	1971年10月21日
2003年2月	J-TEC有限会社設立代表取締役就任
2006年6月	WWB株式会社設立代表取締役就任（現任）
2011年11月	同社代表取締役就任
2016年9月	同社取締役就任（現任）
2017年3月	株式会社パロース代表取締役就任（現任）
2017年3月	株式会社パロースエンジニアリング代表取締役就任（現任）
2018年4月	VIETNAM SUNERGY COMPANY LIMITED Chairman of the Board就任（現任）
2019年1月	日本光触媒センター株式会社代表取締役（現任）
2022年11月	Vietnam Sunergy Cell Company Limited Chairman of the Board就任（現任）

出所：会社資料よりSR社作成

## 企業理念

同社グループは、先進的な商品・業務・サービスの提供を中心に、価値の創造を通じて社会生活の改善と向上を図り、社会の持続可能な発展に貢献し続けることを企業理念とし、価値の提供による「Excellent Creative Company」の実現をビジョンとしている。

## コーポレート・ガバナンスの状況

同社はさらなるコーポレート・ガバナンスの充実、および企業価値の拡大を図ることを目的とし、2020年9月の定時株主総会において監査等委員会設置会社への移行を内容とする定款の変更を決議し、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に移行している。

組織形態・資本構成		
組織形態		監査等委員会設置会社
支配株主（親会社を除く）の有無		-
親会社の有無		無
取締役・監査等委員関係		
定款上の取締役員数		8名
取締役人数		5名
定款上の取締役任期		1年
取締役会議長		社長
社外取締役人数		3名
社外取締役のうち独立役員に指定されている人数		3名
定款上の監査役人数		-
監査等委員会の委員数		3名
社外取締役人数（監査等委員会）		3名
社外監査等委員のうち独立役員に指名されている人数		-
その他		その他
議決権電子行使プラットフォームへの参加		有
招集通知（要約）の英文での提供		無
取締役へのインセンティブ付与に関する施策の実施状況		ストックオプション制度の導入
ストックオプションの付与対象者	社内取締役、社外取締役、従業員、子会社の取締役、子会社の従業員、その他	
取締役報酬の開示状況		無
報酬の額またはその算定方法の決定方針の有無		有
買収防衛策の導入の有無		無

出所：会社資料よりSR社作成

## サステナビリティ基本方針

同社グループは、気候変動などの地球環境問題などに係るサステナビリティへの対応は非常に重要性の高いテーマと認識している。持続可能な開発目標（SDGs）では「安全・安心」でクリーンなエネルギーを提供し続けることを通じ、SDGs7、SDGs11、SDGs13を中心にコミットしている。また、光触媒事業などのヘルスケア関連の事業において、SDGs3（すべての人に健康と福祉を）についても積極的に取り組んでいる。

# 企業概要

企業正式名称

**Abalance株式会社**

代表電話番号

**03-6810-3028**

設立年月日

**2000年4月17日**

IRコンタクト

**<https://www.abalance.jp/contact/>**

本社所在地

**東京都品川区東品川2-2-4**

上場市場

**東証スタンダード**

上場年月日

**2007年9月19日**

決算月

**6月**



# 株式会社シェアードリサーチについて

株式会社シェアードリサーチは今までにない画期的な形で日本企業の基本データや分析レポートのプラットフォーム提供を目指しています。さらに、徹底した分析のもとに顧客企業のレポートを掲載し随時更新しています。

## 連絡先

企業正式名称

株式会社シェアードリサーチ / Shared Research Inc.

TEL

+81 (0)3 5834-8787

住所

東京都千代田区神田猿樂町2丁目6-10

Email

info@sharedresearch.jp

HP

<https://sharedresearch.jp>

## ディスクレーム

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他Shared Researchレポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。SR Inc.の役員および従業員は、SR Inc.の調査レポートで対象としている企業の発行する有価証券に関して何らかの取引を行っており、または将来行う可能性があります。そのため、SR Inc.の役員および従業員は、該当企業に対し、本レポートの客観性に影響を与える利害を有する可能性があることにご留意ください。

金融商品取引法に基づく表示：本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業からSR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業とSR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。