



**3856**

# 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  |
| 直近更新内容                    | 6  |
| 業績動向                      | 7  |
| 四半期業績動向                   | 7  |
| 今期会社予想                    | 10 |
| 中期経営計画                    | 11 |
| 事業内容                      | 13 |
| 事業概要                      | 13 |
| 報告セグメント別事業内容              | 14 |
| 収益構造                      | 17 |
| 市場とバリューチェーン               | 21 |
| 競合他社                      | 24 |
| SW(Strengths, Weakness)分析 | 27 |
| 強み(Strengths)             | 27 |
| 弱み(Weaknesses)            | 27 |
| 財務諸表                      | 29 |
| 損益計算書                     | 29 |
| 貸借対照表                     | 29 |
| キャッシュフロー計算書               | 30 |
| ニュース&トピックス                | 31 |
| その他の情報                    | 33 |
| 企業概要                      | 35 |

# 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。2024年6月期の売上高は208,972百万円、営業利益は23,349百万円であった。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95.6%、その他及び調整額前営業利益構成比97.7%）およびグリーンエネルギー事業（同4.0%、同2.2%）である。

同社は、2000年4月にナレッジマネジメントソフトの開発・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に加わり、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4GW、セル工場（年間製造能力4GW）が2023年10月下旬に竣工し、ウエハ工場（同4GW）が2024年4月に稼働した。原材料を欧米やアジアから仕入れ、ベトナム工場でウエハからセル、パネルを一貫製造し、在外支店や直販を通じて、主に米国や欧州、アジア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。また、同社は、セル製造子会社Vietnam Sunergy Cell Company Limited（以下、Cell Company）の完全親会社TOYO Co.,LTD（NASDAQ TOYO、以下、TOYO）を通じた米国のナスダック証券取引所への上場を2024年7月に実施し、米国でのパネル・セル生産も検討している。

**グリーンエネルギー事業**は、主に子会社のWWBや株式会社パローズ（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、2024年6月期の売上高構成比はストック型が53%、フロー型が47%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気通貫型のサービスを直販または代理店を通じて、企業や個人に提供するなどの事業である。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月に中期経営計画（2024年6月期〜2026年6月期）を策定したが、2024年8月に、中計の数値目標を取り下げた。中計策定時において想定した市場環境の前提条件が大きく変化したことが要因である。具体的には、主力事業である海外の太陽光パネル製造事業において、グローバルな供給過剰により市況が低迷していること、米国市場において、東南アジア4カ国の太陽光パネル関連製品に対する免税措置が2024年6月に終了したことなどがあげられる。同社は、引き続き成長が見込まれる太陽光パネルのグローバル市場において、市況及び政策などの市場環境変化に機動的に対応することにより、太陽光パネル製造事業の競争力あるサプライチェーン構築及び販売エリアの多角化などを推進し、事業成長を図る方針である

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

2024年6月期の通期業績は、売上高208,972百万円（前期比2.9%減）、営業利益23,349百万円（同82.4%増）、経常利益24,894百万円（同77.3%増）、親会社株主に帰属する当期純利益9,530百万円（同91.9%増）、営業利益率11.2%（前期は5.9%）となった。売上高は、主力の太陽光パネル製造事業において、グローバルな需給軟化による販売価格の下落の影響を受けた他、主要な販売先である米国での太陽光パネル関連製品に対する輸入関税免除措置の終了（2024年6月）もあり、減収となった。一方、営業利益は、VSUNが2022年10月から稼働を開始したパネル第4工場の通年での稼働、およびCell Companyが手掛けるセル内製化の効果で原価改善が進み、増益となった。

2025年6月期の通期会社計画は売上高80,000百万円（前期比61.7%減）、営業利益10,000百万円（同57.2%減）、経常利益10,000百万円（同59.8%減）、親会社株主に帰属する当期純利益6,000百万円（同37.0%減）である。太陽光パネル、および原材料の需給バランスが軟化し、価格が下落基調にあること、加えて米国政府による東南アジア製太陽光パネル、およびセルに対する免税措置が2024年6月に終了したことから減収減益を見込む。

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。また、同社では2023年9月に中期経営計画（2024年6月期～2026年6月期）を策定したが、2024年8月に、中計の数値目標を取り下げた。新たな数値目標については、合理的に算定可能となった段階で、開示する方針である。

## 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。
- セル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ブランドを確立し、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に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の主力商品である太陽光パネルは各国政府の政策変更によって、需給や価格が影響を受けやすい。これに対して、VSUNはベトナムでのパネル生産と部材内製化を取り組み、TOYOは米国内でのパネル・セル生産を計画し、政策リスクの低減を図る方針である。
- 同社グループ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。今後、パネルおよびセルの製造能力の拡張に加えて、2024年4月にウエハ工場（年間製造能力4GW）が稼働するなどグローバル・サプライチェーンの強化を推進している。
- 高水準の投資を継続するには、財務健全性を高める必要がある。同社の2024年6月期の自己資本比率は15.8%で、今後も利益剰余金の増加によって改善を図る方針である。

# 主要経営指標の推移

|                        | 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   | 25年6月期 |
|------------------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|----------|--------|
| 損益計算書（百万円）             | 連結     | 連結     | 連結     | 連結      | 連結     | 連結     | 連結     | 連結      | 連結      | 連結       | 会予     |
| 売上高                    | 4,396  | 4,540  | 6,495  | 7,301   | 5,985  | 6,678  | 26,901 | 92,122  | 215,284 | 208,972  | 80,000 |
| 前年比                    | 31.4%  | 3.3%   | 43.1%  | 12.4%   | -18.0% | 11.6%  | 302.8% | 242.4%  | 133.7%  | -2.9%    | -61.7% |
| 売上総利益                  | 1,081  | 1,108  | 1,489  | 2,178   | 1,873  | 1,762  | 4,788  | 9,613   | 29,621  | 44,573   |        |
| 前年比                    | 46.5%  | 2.5%   | 34.4%  | 46.3%   | -14.0% | -5.9%  | 171.7% | 100.8%  | 208.1%  | 50.5%    |        |
| 売上総利益率                 | 24.6%  | 24.4%  | 22.9%  | 29.8%   | 31.3%  | 26.4%  | 17.8%  | 10.4%   | 13.8%   | 21.3%    |        |
| 営業利益                   | 420    | 397    | 115    | 927     | 608    | 362    | 1,361  | 1,605   | 12,804  | 23,349   | 10,000 |
| 前年比                    | 59.5%  | -5.5%  | -71.0% | 704.7%  | -34.4% | -40.5% | 276.4% | 17.9%   | 697.8%  | 82.4%    | -57.2% |
| 営業利益率                  | 9.6%   | 8.8%   | 1.8%   | 12.7%   | 10.2%  | 5.4%   | 5.1%   | 1.7%    | 5.9%    | 11.2%    | 12.5%  |
| EBITDA                 | 468    | 431    | 169    | 1,050   | 882    | 627    | 2,081  | 3,209   | 15,096  | 28,165   |        |
| 前年比                    | 58.3%  | -7.9%  | -60.8% | 521.0%  | -16.0% | -29.0% | 232.1% | 54.2%   | 370.4%  | 86.6%    |        |
| EBITDA マージン            | 10.6%  | 9.5%   | 2.6%   | 14.4%   | 14.7%  | 9.4%   | 7.7%   | 3.5%    | 7.0%    | 13.5%    |        |
| 経常利益                   | 339    | 427    | 49     | 874     | 566    | 306    | 1,269  | 1,418   | 14,038  | 24,894   | 10,000 |
| 前年比                    | 40.9%  | 25.8%  | -88.6% | 1700.1% | -35.2% | -46.0% | 315.3% | 11.7%   | 890.0%  | 77.3%    | -59.8% |
| 経常利益率                  | 7.7%   | 9.4%   | 0.7%   | 12.0%   | 9.5%   | 4.6%   | 4.7%   | 1.5%    | 6.5%    | 11.9%    | 12.5%  |
| 親会社株主に帰属する当期純利益        | 200    | 231    | -176   | 757     | 316    | 211    | 537    | 806     | 4,965   | 9,530    | 6,000  |
| 前年比                    | -14.6% | 15.8%  | -      | -       | -58.2% | -33.1% | 154.2% | 50.1%   | 516.0%  | 91.9%    | -37.0% |
| 純利益率                   | 4.55%  | 5.10%  | -2.7%  | 10.4%   | 5.3%   | 3.2%   | 2.0%   | 0.9%    | 2.3%    | 4.6%     | 7.5%   |
| 1株当たりデータ（円、株式分割、併合調整後） |        |        |        |         |        |        |        |         |         |          |        |
| 期末発行済株式数（千株）           | 5,041  | 5,041  | 5,190  | 5,190   | 5,190  | 5,196  | 5,334  | 5,567   | 17,465  | 17,928   |        |
| EPS                    | 13.22  | 15.31  | -      | 48.64   | 20.38  | 13.64  | 34.21  | 49.12   | 293.36  | 547.83   | 344.89 |
| EPS（潜在株式調整後）           | 13.21  | -      | -      | 48.48   | 20.38  | -      | 33.70  | 49.04   | 290.41  | 543.99   |        |
| DPS                    | 3.33   | 3.67   | 3.67   | 5.67    | 5.67   | 5.67   | 5.67   | 6.00    | 8.00    | 8.00     |        |
| BPS                    | 68.68  | 80.65  | 68.42  | 113.54  | 127.15 | 134.99 | 251.62 | 353.33  | 726.88  | 1,337.80 |        |
| 貸借対照表（百万円）             |        |        |        |         |        |        |        |         |         |          |        |
| 流動資産合計                 | 2,093  | 2,420  | 4,692  | 5,227   | 6,078  | 8,553  | 22,537 | 57,450  | 100,049 | 89,197   |        |
| 現金預金                   | 407    | 496    | 672    | 601     | 799    | 1,209  | 4,722  | 3,966   | 20,619  | 37,740   |        |
| 受取手形及び売掛金              | 525    | 473    | 335    | 335     | 393    | 303    | 1,312  | 6,156   | 2,011   | 3,558    |        |
| 商品及び製品                 | 263    | 385    | 423    | 327     | 172    | 246    | 6,480  | 26,740  | 48,827  | 13,232   |        |
| 有形固定資産                 | 189    | 223    | 1,222  | 1,456   | 4,239  | 5,529  | 15,201 | 20,507  | 32,943  | 49,304   |        |
| 無形固定資産                 | 61     | 5      | 290    | 217     | 195    | 110    | 365    | 4,688   | 7,523   | 6,404    |        |
| 投資その他の資産計              | 188    | 142    | 195    | 289     | 459    | 554    | 1,268  | 2,463   | 3,134   | 5,266    |        |
| 資産合計                   | 2,531  | 2,790  | 6,400  | 7,189   | 10,985 | 14,765 | 39,388 | 85,121  | 143,691 | 150,173  |        |
| 流動負債合計                 | 1,127  | 1,368  | 3,545  | 3,873   | 4,641  | 6,745  | 26,212 | 57,721  | 100,356 | 83,261   |        |
| 固定負債合計                 | 361    | 203    | 1,733  | 1,499   | 4,312  | 5,859  | 8,398  | 19,452  | 20,563  | 24,479   |        |
| 負債合計                   | 1,488  | 1,571  | 5,279  | 5,373   | 8,953  | 12,605 | 34,611 | 77,174  | 120,920 | 107,741  |        |
| 純資産合計                  | 1,043  | 1,219  | 1,121  | 1,816   | 2,032  | 2,159  | 4,777  | 7,947   | 22,771  | 42,432   |        |
| 自己資本（新株予約権・非支配株主持分除く）  | 1,038  | 1,219  | 1,077  | 1,767   | 1,969  | 2,093  | 4,006  | 5,873   | 12,596  | 23,800   |        |
| キャッシュフロー計算書（百万円）       |        |        |        |         |        |        |        |         |         |          |        |
| 営業活動によるキャッシュフロー        | 57     | 206    | -984   | 405     | -147   | -861   | -608   | -6,449  | 18,526  | 44,757   |        |
| 投資活動によるキャッシュフロー        | -252   | -75    | -864   | -559    | -1,620 | -472   | -1,391 | -13,221 | -20,670 | -21,191  |        |
| 財務活動によるキャッシュフロー        | 104    | -85    | 1,991  | -62     | 1,913  | 1,465  | 5,290  | 17,752  | 17,235  | -5,446   |        |
| 財務指標                   |        |        |        |         |        |        |        |         |         |          |        |
| 総資産経常利益率(ROA)          | 14.7%  | 16.0%  | 1.1%   | 12.9%   | 6.2%   | 2.4%   | 4.7%   | 2.3%    | 12.3%   | 16.9%    |        |
| 自己資本純利益率(ROE)          | 21.0%  | 20.5%  | -15.3% | 53.2%   | 16.9%  | 10.4%  | 17.6%  | 16.3%   | 53.8%   | 52.4%    |        |
| 自己資本比率                 | 41.0%  | 43.7%  | 16.8%  | 24.6%   | 17.9%  | 14.2%  | 10.2%  | 6.9%    | 8.8%    | 15.8%    |        |

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

# 直近更新内容

## 子会社TOYOの米国ナスダック上場に関して発表

2024年7月3日

Abalance株式会社（以下、同社）は、子会社 TOYO Co., Ltd.（以下、TOYO）が、2024年7月2日（米国東部時間）に米国ナスダック市場に上場したことを公表した。

（リリース文へのリンクは[こちら](#)）

本上場は、太陽光セル製造・販売会社である Vietnam Sunergy Cell Company Limited（以下、Cell Company）の完全親会社である TOYOによるものだが、実質的には事業会社である Cell Company の上場となる。

### TOYOの概要

名称：TOYO Co., Ltd.

代表者：Ryu Junsei（龍 潤生）

子会社の名称および事業内容：（100%子会社）Vietnam Sunergy Cell Company Limited、太陽光パネル用セル製造および販売事業

上場市場：米国ナスダック市場

銘柄コード：TOYO

公開価額：1株につき10.00米ドル

資金調達額：約6.0百万米ドル

### 今後の見通し

同社は、同社の連結財務諸表への影響については、連結貸借対照表及び連結損益計算書に影響を与えるものの、現在、詳細な数値については精査中としている。

## 代表取締役の異動内定に関して発表

2024年6月24日

Abalance株式会社は、代表取締役の異動内定に関して発表した。

（リリース文へのリンクは[こちら](#)）

### 代表取締役異動の内容（2024年9月26日付）

| 氏名               | 新役職     | 旧役職     |
|------------------|---------|---------|
| 光行 康明（みつゆき やすあき） | 副会長     | 代表取締役社長 |
| 岡田 竜介（おかだ りゅうすけ） | 代表取締役社長 | 新任      |

# 業績動向

## 四半期業績動向

| 四半期業績推移<br>(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                   | 55,546 | 111,553 | 162,693 | 215,284 | 57,740 | 108,543 | 155,626 | 208,972 | 113.0% | 185,000 |
| 前年同期比                 | 485.2% | 323.5%  | 194.0%  | 133.7%  | 3.9%   | -2.7%   | -4.3%   | -2.9%   |        | -14.1%  |
| 売上原価                  | 50,893 | 99,097  | 143,113 | 185,663 | 49,120 | 89,838  | 126,822 | 164,398 |        |         |
| 前年同期比                 | 528.0% | 357.3%  | 192.3%  | 125.0%  | -3.5%  | -9.3%   | -11.4%  | -11.5%  |        |         |
| 売上高原価率                | 91.6%  | 88.8%   | 88.0%   | 86.2%   | 85.1%  | 82.8%   | 81.5%   | 78.7%   |        |         |
| 売上総利益                 | 4,653  | 12,455  | 19,580  | 29,621  | 8,620  | 18,704  | 28,803  | 44,573  |        |         |
| 前年同期比                 | 235.5% | 166.7%  | 207.4%  | 208.1%  | 85.3%  | 50.2%   | 47.1%   | 50.5%   |        |         |
| 売上総利益率                | 8.4%   | 11.2%   | 12.0%   | 13.8%   | 14.9%  | 17.2%   | 18.5%   | 21.3%   |        |         |
| 販管費                   | 3,147  | 7,546   | 10,366  | 16,816  | 3,935  | 8,647   | 14,762  | 21,224  |        |         |
| 前年同期比                 | 177.8% | 78.1%   | 80.5%   | 110.0%  | 25.0%  | 14.6%   | 42.4%   | 26.2%   |        |         |
| 販管费率                  | 5.7%   | 6.8%    | 6.4%    | 7.8%    | 6.8%   | 8.0%    | 9.5%    | 10.2%   |        |         |
| 営業利益                  | 1,506  | 4,908   | 9,213   | 12,804  | 4,684  | 10,057  | 14,040  | 23,349  | 113.3% | 20,600  |
| 前年同期比                 | 492.9% | 1030.9% | -       | 697.8%  | 211.0% | 104.9%  | 52.4%   | 82.4%   |        | 60.9%   |
| 営業利益率                 | 2.7%   | 4.4%    | 5.7%    | 5.9%    | 8.1%   | 9.3%    | 9.0%    | 11.2%   |        | 11.1%   |
| 経常利益                  | 1,321  | 5,602   | 10,364  | 14,038  | 4,518  | 10,507  | 14,482  | 24,894  | 120.8% | 20,600  |
| 前年同期比                 | 668.0% | -       | -       | 890.0%  | 242.0% | 87.6%   | 39.7%   | 77.3%   |        | 46.7%   |
| 経常利益率                 | 2.4%   | 5.0%    | 6.4%    | 6.5%    | 7.8%   | 9.7%    | 9.3%    | 11.9%   |        | 11.1%   |
| 親会社株主に帰属する四半期純利益      | 451    | 2,148   | 3,764   | 4,965   | 1,744  | 3,635   | 5,469   | 9,530   | 119.1% | 8,000   |
| 前年同期比                 | -42.8% | 190.7%  | 428.7%  | 516.0%  | 286.7% | 69.2%   | 45.3%   | 91.9%   |        | 61.1%   |
| 純利益率                  | 0.8%   | 1.9%    | 2.3%    | 2.3%    | 3.0%   | 3.3%    | 3.5%    | 4.6%    |        | 4.3%    |

| 四半期業績推移<br>(百万円) | 23年6月期 |        |        |         | 24年6月期 |        |        |        |
|------------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
|                  | 1Q     | 2Q     | 3Q     | 4Q      | 1Q     | 2Q     | 3Q     | 4Q     |
| 売上高              | 55,546 | 56,007 | 51,140 | 52,591  | 57,740 | 50,803 | 47,083 | 53,346 |
| 前年同期比            | 485.2% | 232.4% | 76.4%  | 43.0%   | 3.9%   | -9.3%  | -7.9%  | 1.4%   |
| 売上原価             | 50,893 | 48,204 | 44,016 | 42,550  | 49,120 | 40,718 | 36,984 | 37,576 |
| 前年同期比            | 528.0% | 255.3% | 61.2%  | 26.9%   | -3.5%  | -15.5% | -16.0% | -11.7% |
| 売上高原価率           | 91.6%  | 86.1%  | 86.1%  | 80.9%   | 85.1%  | 80.1%  | 78.6%  | 70.4%  |
| 売上総利益            | 4,653  | 7,802  | 7,125  | 10,041  | 8,620  | 10,084 | 10,099 | 15,770 |
| 前年同期比            | 235.5% | 137.6% | 319.1% | 209.6%  | 85.3%  | 29.2%  | 41.7%  | 57.1%  |
| 売上総利益率           | 8.4%   | 13.9%  | 13.9%  | 19.1%   | 14.9%  | 19.8%  | 21.4%  | 29.6%  |
| 販管費              | 3,147  | 4,399  | 2,820  | 6,450   | 3,935  | 4,712  | 6,115  | 6,462  |
| 前年同期比            | 177.8% | 41.8%  | 87.1%  | 184.9%  | 25.0%  | 7.1%   | 116.8% | 0.2%   |
| 販管费率             | 5.7%   | 7.9%   | 5.5%   | 12.3%   | 6.8%   | 9.3%   | 13.0%  | 12.1%  |
| 営業利益             | 1,506  | 3,402  | 4,305  | 3,591   | 4,684  | 5,373  | 3,983  | 9,309  |
| 前年同期比            | 492.9% | -      | -      | 266.8%  | 211.0% | 57.9%  | -7.5%  | 159.2% |
| 営業利益率            | 2.7%   | 6.1%   | 8.4%   | 6.8%    | 8.1%   | 10.6%  | 8.5%   | 17.5%  |
| 経常利益             | 1,321  | 4,281  | 4,762  | 3,674   | 4,518  | 5,989  | 3,975  | 10,412 |
| 前年同期比            | 668.0% | -      | -      | 257.0%  | 242.0% | 39.9%  | -16.5% | 183.4% |
| 経常利益率            | 2.4%   | 7.6%   | 9.3%   | 7.0%    | 7.8%   | 11.8%  | 8.4%   | 19.5%  |
| 親会社株主に帰属する四半期純利益 | 451    | 1,697  | 1,616  | 1,201   | 1,744  | 1,891  | 1,834  | 4,061  |
| 前年同期比            | -42.8% | -      | -      | 1177.7% | 286.7% | 11.4%  | 13.5%  | 238.1% |
| 純利益率             | 0.8%   | 3.0%   | 3.2%   | 2.3%    | 3.0%   | 3.7%   | 3.9%   | 7.6%   |

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 |         |         |         |
|------------------|--|--------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|
| (百万円)            |  | 1Q     | 1-2Q    | 1-3Q    | 1-4Q    | 1Q     | 1-2Q    | 1-3Q    | 1-4Q    |
| 太陽光パネル製造事業       |  | 53,250 | 107,441 | 156,177 | 206,811 | 55,495 | 104,259 | 148,651 | 199,874 |
| 前年同期比            |  | 619.8% | 368.7%  | 215.0%  | 152.9%  | 4.2%   | -3.0%   | -4.8%   | -3.4%   |
| 売上高構成比           |  | 95.9%  | 96.3%   | 96.0%   | 96.1%   | 96.1%  | 96.1%   | 95.5%   | 95.6%   |
| グリーンエネルギー事業      |  | 2,126  | 3,907   | 6,228   | 8,002   | 2,066  | 3,947   | 6,357   | 8,341   |
| 前年同期比            |  | 14.8%  | 18.2%   | 11.7%   | -19.3%  | -2.8%  | 1.0%    | 2.1%    | 4.2%    |
| 売上高構成比           |  | 3.8%   | 3.5%    | 3.8%    | 3.7%    | 3.6%   | 3.6%    | 4.1%    | 4.0%    |
| IT事業             |  | 154    | 328     | 485     | 677     | 161    | 301     | 450     | 590     |
| 前年同期比            |  | -      | -       | -       | 131.8%  | 4.5%   | -8.2%   | -7.2%   | -12.9%  |
| 売上高構成比           |  | 0.3%   | 0.3%    | 0.3%    | 0.3%    | 0.3%   | 0.3%    | 0.3%    | 0.3%    |
| 光触媒事業            |  | 10     | 18      | 29      | 40      | 9      | 19      | 27      | 41      |
| 前年同期比            |  | -58.3% | -67.3%  | -59.2%  | -50.0%  | -10.0% | 5.6%    | -6.9%   | 2.5%    |
| 売上高構成比           |  | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 報告セグメント合計        |  | 55,541 | 111,695 | 162,921 | 215,531 | 57,733 | 108,527 | 155,486 | 208,847 |
| 前年同期比            |  | 498.2% | 324.8%  | 194.8%  | 134.1%  | 3.9%   | -2.8%   | -4.6%   | -3.1%   |
| 売上高構成比           |  | 100.0% | 100.1%  | 100.1%  | 100.1%  | 100.0% | 100.0%  | 99.9%   | 99.9%   |
| その他・調整額          |  | 5      | -142    | -228    | -246    | 6      | 15      | 139     | 125     |
| 前年同期比            |  | -97.6% | -       | -       | -       | 20.0%  | -       | -       | -       |
| 売上高構成比           |  | 0.0%   | -       | -       | -       | 0.0%   | 0.0%    | 0.1%    | 0.1%    |
| 合計               |  | 55,546 | 111,553 | 162,693 | 215,284 | 57,740 | 108,543 | 155,626 | 208,972 |
| 前年同期比            |  | 485.2% | 323.5%  | 194.0%  | 133.7%  | 3.9%   | -2.7%   | -4.3%   | -2.9%   |
| セグメント別売上高（四半期推移） |  | 23年6月期 |         |         |         | 24年6月期 |         |         |         |
| (百万円)            |  | 1Q     | 2Q      | 3Q      | 4Q      | 1Q     | 2Q      | 3Q      | 4Q      |
| 太陽光パネル製造事業       |  | 53,250 | 54,191  | 48,736  | 50,634  | 55,495 | 48,764  | 44,392  | 51,223  |
| 前年同期比            |  | 619.8% | 249.1%  | 82.8%   | 57.2%   | 4.2%   | -10.0%  | -8.9%   | 1.2%    |
| 売上高構成比           |  | 95.9%  | 96.8%   | 95.3%   | 96.3%   | 96.1%  | 96.0%   | 94.3%   | 96.0%   |
| グリーンエネルギー事業      |  | 2,126  | 1,781   | 2,321   | 1,774   | 2,066  | 1,881   | 2,410   | 1,984   |
| 前年同期比            |  | 14.8%  | 22.6%   | 2.2%    | -59.2%  | -2.8%  | 5.6%    | 3.8%    | 11.8%   |
| 売上高構成比           |  | 3.8%   | 3.2%    | 4.5%    | 3.4%    | 3.6%   | 3.7%    | 5.1%    | 3.7%    |
| IT事業             |  | 154    | 174     | 157     | 192     | 161    | 140     | 149     | 140     |
| 前年同期比            |  | -      | -       | 503.8%  | -23.8%  | 4.5%   | -19.5%  | -5.1%   | -27.1%  |
| 売上高構成比           |  | 0.3%   | 0.3%    | 0.3%    | 0.4%    | 0.3%   | 0.3%    | 0.3%    | 0.3%    |
| 光触媒事業            |  | 10     | 8       | 11      | 11      | 9      | 10      | 8       | 14      |
| 前年同期比            |  | -58.3% | -74.2%  | -31.3%  | 22.2%   | -10.0% | 25.0%   | -27.3%  | 27.3%   |
| 売上高構成比           |  | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 報告セグメント合計        |  | 55,541 | 56,154  | 51,226  | 52,610  | 57,733 | 50,794  | 46,959  | 53,361  |
| 前年同期比            |  | 498.2% | 230.1%  | 76.8%   | 42.9%   | 3.9%   | -9.5%   | -8.3%   | 1.4%    |
| 売上高構成比           |  | 100.0% | 100.3%  | 100.2%  | 100.0%  | 100.0% | 100.0%  | 99.7%   | 100.0%  |
| その他・調整額          |  | 5      | -147    | -86     | -18     | 6      | 9       | 124     | -14     |
| 前年同期比            |  | -97.6% | -       | -       | -       | 20.0%  | -       | -       | -       |
| 売上高構成比           |  | 0.0%   | -       | -       | -       | 0.0%   | 0.0%    | 0.3%    | -       |
| 合計               |  | 55,546 | 56,007  | 51,140  | 52,591  | 57,740 | 50,803  | 47,083  | 53,346  |
| 前年同期比            |  | 485.2% | 232.4%  | 76.4%   | 43.0%   | 3.9%   | -9.3%   | -7.9%   | 1.4%    |

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



セグメント別利益

| セグメント別利益（累計期間）<br>（百万円） | 23年6月期 |         |        |        | 24年6月期 |        |        |        |
|-------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                         | 1Q     | 1-2Q    | 1-3Q   | 1-4Q   | 1Q     | 1-2Q   | 1-3Q   | 1-4Q   |
| 太陽光パネル製造事業              | 1,175  | 4,612   | 8,927  | 12,701 | 4,390  | 10,062 | 13,978 | 23,876 |
| 前年同期比                   | -      | -       | -      | 925.9% | 273.6% | 118.2% | 56.6%  | 88.0%  |
| 構成比                     | 78.0%  | 94.0%   | 96.9%  | 99.2%  | 93.7%  | 100.0% | 99.6%  | 102.3% |
| セグメント利益率                | 2.2%   | 4.3%    | 5.7%   | 6.1%   | 7.9%   | 9.7%   | 9.4%   | 11.9%  |
| グリーンエネルギー事業             | 518    | 673     | 881    | 1,076  | 494    | 636    | 885    | 532    |
| 前年同期比                   | 29.2%  | 29.4%   | 30.5%  | -3.2%  | -4.6%  | -5.5%  | 0.5%   | -50.6% |
| 構成比                     | 34.4%  | 13.7%   | 9.6%   | 8.4%   | 10.5%  | 6.3%   | 6.3%   | 2.3%   |
| セグメント利益率                | 24.4%  | 17.2%   | 14.1%  | 13.4%  | 23.9%  | 16.1%  | 13.9%  | 6.4%   |
| IT事業                    | 1      | 11      | 17     | 47     | 21     | 20     | 27     | 40     |
| 前年同期比                   | -      | -       | 240.0% | 571.4% | -      | 81.8%  | 58.8%  | -14.9% |
| 構成比                     | 0.1%   | 0.2%    | 0.2%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   |
| セグメント利益率                | 0.6%   | 3.4%    | 3.5%   | 6.9%   | 13.0%  | 6.6%   | 6.0%   | 6.8%   |
| 光触媒事業                   | -9     | -23     | -31    | -40    | -5     | -10    | 0      | 2      |
| 前年同期比                   | -      | -       | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| 構成比                     | -      | -       | -      | -      | -      | -      | -      | 0.0%   |
| セグメント利益率                | -      | -       | -      | -      | -      | -      | -      | 4.9%   |
| 報告セグメント合計               | 1,685  | 5,274   | 9,794  | 13,785 | 4,901  | 10,708 | 14,890 | 24,450 |
| 前年同期比                   | 345.8% | 600.4%  | 784.7% | 488.9% | 190.9% | 103.0% | 52.0%  | 77.4%  |
| 構成比                     | 111.9% | 107.5%  | 106.3% | 107.7% | 104.6% | 106.5% | 106.1% | 104.7% |
| セグメント利益率                | 3.0%   | 4.7%    | 6.0%   | 6.4%   | 8.5%   | 9.9%   | 9.6%   | 11.7%  |
| 合計                      | 1,506  | 4,908   | 9,213  | 12,804 | 4,684  | 10,057 | 14,040 | 23,349 |
| 前年同期比                   | 492.9% | 1030.9% | -      | 697.8% | 211.0% | 104.9% | 52.4%  | 82.4%  |
| 営業利益率                   | 2.7%   | 4.4%    | 5.7%   | 5.9%   | 8.1%   | 9.3%   | 9.0%   | 11.2%  |
| セグメント別利益（四半期推移）         |        |         |        |        |        |        |        |        |
| （百万円）                   | 23年6月期 |         |        |        | 24年6月期 |        |        |        |
|                         | 1Q     | 2Q      | 3Q     | 4Q     | 1Q     | 2Q     | 3Q     | 4Q     |
| 太陽光パネル製造事業              | 1,175  | 3,437   | 4,315  | 3,774  | 4,390  | 5,672  | 3,916  | 9,898  |
| 前年同期比                   | -      | -       | -      | 366.5% | 273.6% | 65.0%  | -9.2%  | 162.3% |
| 構成比                     | 78.0%  | 101.0%  | 100.2% | 105.1% | 93.7%  | 105.6% | 98.3%  | 106.3% |
| セグメント利益率                | 2.2%   | 6.3%    | 8.9%   | 7.5%   | 7.9%   | 11.6%  | 8.8%   | 19.3%  |
| グリーンエネルギー事業             | 518    | 155     | 208    | 195    | 494    | 142    | 249    | -353   |
| 前年同期比                   | 29.2%  | 30.3%   | 34.2%  | -55.4% | -4.6%  | -8.4%  | 19.7%  | -      |
| 構成比                     | 34.4%  | 4.6%    | 4.8%   | 5.4%   | 10.5%  | 2.6%   | 6.3%   | -      |
| セグメント利益率                | 24.4%  | 8.7%    | 9.0%   | 11.0%  | 23.9%  | 7.5%   | 10.3%  | -      |
| IT事業                    | 1      | 10      | 6      | 30     | 21     | -1     | 7      | 13     |
| 前年同期比                   | -      | -       | 20.0%  | -      | -      | -      | 16.7%  | -56.7% |
| 構成比                     | 0.1%   | 0.3%    | 0.1%   | 0.8%   | 0.4%   | -      | 0.2%   | 0.1%   |
| セグメント利益率                | 0.6%   | 5.7%    | 3.8%   | 15.6%  | 13.0%  | -      | 4.7%   | 9.3%   |
| 光触媒事業                   | -9     | -14     | -8     | -9     | -5     | -5     | 10     | 2      |
| 前年同期比                   | -      | -       | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| 構成比                     | -      | -       | -      | -      | -      | -      | 0.3%   | 0.0%   |
| セグメント利益率                | -      | -       | -      | -      | -      | -      | 125.0% | 14.3%  |
| 報告セグメント合計               | 1,685  | 3,589   | 4,520  | 3,991  | 4,901  | 5,807  | 4,182  | 9,560  |
| 前年同期比                   | 345.8% | 857.1%  | -      | 223.4% | 190.9% | 61.8%  | -7.5%  | 139.5% |
| 構成比                     | 111.9% | 105.5%  | 105.0% | 111.1% | 104.6% | 108.1% | 105.0% | 102.7% |
| セグメント利益率                | 3.0%   | 6.4%    | 8.8%   | 7.6%   | 8.5%   | 11.4%  | 8.9%   | 17.9%  |
| 合計                      | 1,506  | 3,402   | 4,305  | 3,591  | 4,684  | 5,373  | 3,983  | 9,309  |
| 前年同期比                   | 492.9% | -       | -      | 266.8% | 211.0% | 57.9%  | -7.5%  | 159.2% |
| 営業利益率                   | 2.7%   | 6.1%    | 8.4%   | 6.8%   | 8.1%   | 10.6%  | 8.5%   | 17.5%  |

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

2024年6月期通期実績

売上高：208,972百万円（前期比2.9%減）  
営業利益：23,349百万円（同82.4%増）  
営業利益率：11.2%（前期は5.9%）  
経常利益：24,894百万円（前期比77.3%増）  
親会社株主に帰属する当期純利益：9,530百万円（同91.9%増）

2024年6月期の通期業績は、売上高208,972百万円（前期比2.9%減）、営業利益23,349百万円（同82.4%増）、経常利益24,894百万円（同77.3%増）、親会社株主に帰属する当期純利益9,530百万円（同91.9%増）、営業利益率11.2%（前期は5.9%）となった。売上高は、主力の太陽光パネル製造事業において、グローバルな需給軟化による販売価格の下落の影響を受けた他、主要な販売先である米国での太陽光パネル関連製品に対する輸入関税免除措置の終了（2024年6月）もあり、減収となった。一方、営業利益は、VSUNが2022年10月から稼働を開始したパネル第4工場の通年での稼働、およびCell Companyが手掛けるセル内製化の効果で原価改善が進み、増益となった。また、2024年6月期の配当は8円（前期比横ばい）とした。

主要報告セグメント業績

太陽光パネル製造事業

売上高：199,874百万円（前期比3.4%減）  
セグメント利益：23,876百万円（同88.0%増）  
セグメント利益率：11.9%（前期は6.1%）

売上高は、太陽光パネルのグローバルな需給軟化を受け、販売価格の下落が顕著になったほか、主要な販売先である米国での太陽光パネル関連製品に対する輸入関税免除措置の終了（2024年6月）もあり、受注減少から減収となった。一方、セグメント利益は、VSUNがベトナムのパクニン省にて、2022年10月から稼働を開始したパネル第4工場の通年での稼働、およびCell Companyが手掛けるセル内製化の効果で原価改善が進み、増益となった。

VSUNは、日本の生産・品質管理体制を採用し、米国・欧州向けの産業用および家庭用太陽光パネル製造販売により事業基盤を拡大してきた。また、セル製造の上流工程であるインゴット・ウエハ製造を開始（2024年4月、年間製造能力4GW）し、主要材料の内製化による原価改善に取り組んでいる。Cell Companyは、2023年10月より高性能なN型TOPConセルの自社製造（第1フェーズ、年間製造4GW）を開始した。加えて、同社は韓国のOCI社との契約に基づき、ポリシリコンの安定調達も含め、競争力のあるサプライチェーンの構築に取り組んでいる。

再生可能エネルギー市場は、中長期で大きく成長が見込まれる一方、各国の政策等により、市場環境が大きく変化する傾向にある。このため、同社は、業界や各国の政策動向を注視し、太陽光パネル製造事業における最適な販売戦略、およびフレキシブルな生産体制を構築し、更なる事業の成長に取り組んでいく方針である。

グリーンエネルギー事業

売上高：8,341百万円（前期比4.2%増）  
セグメント利益：532百万円（同50.6%減）  
セグメント利益率：6.4%（前期は13.4%）

売上高の内訳として太陽光発電所および関連設備にかかる物品販売が3,904百万円、売電及びO&M収入等が4,423百万円となった。同社では、WWB株式会社、株式会社パローズを主体に、太陽光発電所の販売のほか、太陽光パネル、PCS（パワーコンディショナ）、産業用及び住宅用蓄電池等の太陽光発電設備に係る物品販売をフロー型ビジネスとして行いつつ、売電収入を原資とする安定収入体制の構築のため、完工後も発電所を継続して保有するストック型ビジネスを推進している。

フロー型ビジネスにおいては、小売量販店をチャネルとする販売体制を構築し、販売数量の増加を目指している。ストック型ビジネスにおいては、自社の開発能力を活用した優良発電プロジェクトの拡充を図っている。また、北海道地区において、電力需要の高い時間帯や停電時などに備えて、安定的な電力供給を可能とする系統蓄電池事業に参入した。

海外では、ベトナムの子会社WWB Thang Long Corporation（以下、WWBTLC）にて締結したPPA契約の許認可取得、および太陽光発電所の施工を開始した。WWBTLCでは日系企業を中心に新規商談も進めており、事業基盤の拡充を進めていく方針である。

自己資本比率

自己資本比率は15.8%と2023年6月期末の8.8%から上昇した。自己資本が利益剰余金の積み上げから増加した。なお、2024年5月に第三者割当増資（863百万円）を実施している。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の成長を軸に、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。

今期会社予想

通期会社予想

| (百万円)         | 23年6月期  |         |         | 24年6月期  |         |         | 25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           | 111,553 | 103,731 | 215,284 | 108,543 | 100,429 | 208,972 | 80,000 |
| 前年同期比         | 323.5%  | 57.7%   | 133.7%  | -2.7%   | -3.2%   | -2.9%   | -61.7% |
| 営業利益          | 4,908   | 7,896   | 12,804  | 10,057  | 13,292  | 23,349  | 10,000 |
| 前年同期比         | -       | 574.3%  | 697.8%  | 104.9%  | 68.3%   | 82.4%   | -57.2% |
| 営業利益率         | 4.4%    | 7.6%    | 5.9%    | 9.3%    | 13.2%   | 11.2%   | 12.5%  |
| 経常利益          | 5,602   | 8,436   | 14,038  | 10,507  | 14,387  | 24,894  | 10,000 |
| 前年同期比         | 2224.5% | 616.7%  | 890.0%  | 87.6%   | 70.5%   | 77.3%   | -59.8% |
| 経常利益率         | 5.0%    | 8.1%    | 6.5%    | 9.7%    | 14.3%   | 11.9%   | 12.5%  |
| 親会社に帰属する当期純利益 | 2,148   | 2,817   | 4,965   | 3,635   | 5,895   | 9,530   | 6,000  |
| 前年同期比         | 190.7%  | -       | 516.0%  | 69.2%   | 109.3%  | 91.9%   | -37.0% |
| 純利益率          | 1.9%    | 2.7%    | 2.3%    | 3.3%    | 5.9%    | 4.6%    | 7.5%   |

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

2025年6月期の通期会社計画は売上高80,000百万円（前期比61.7%減）、営業利益10,000百万円（同57.2%減）、経常利益10,000百万円（同59.8%減）、親会社株主に帰属する当期純利益6,000百万円（同37.0%減）である。太陽光パネ

ル、および原材料の需給バランスが軟化し、価格が下落基調にあること、加えて米国政府による東南アジア製太陽光パネル、およびセルに対する免税措置が2024年6月に終了したことから減収減益を見込む。

2025年6月期の配当予想は未定である（前期も期初時点の配当予想は未定であった）。株主還元については、安定配当を基本方針としており、同社の業績動向や財務状況等を勘案し、決定次第、開示する方針である。

## 太陽光パネル製造事業

### 太陽光パネルの需給動向

世界的な地球温暖化による気候変動対策として、今後も世界各国の再生可能エネルギーの導入は加速し、太陽光発電市場は、中長期的な成長が見込まれる市場である。しかしながら、2024年に入り、太陽光パネル、および原材料の需給バランスが軟化し、これに伴い価格下落トレンドが形成されている。この傾向は2025年6月期も継続する見通しである。PVeye Market Dataによれば、2024年8月時点の太陽光パネルのモジュール（結晶型）の価格は1W当たり0.11米ドルで、2023年12月末比で21.4%下落し、同様にセル（単結晶）は33.3%下落している。

### 米国の状況

これまで、米国政府は中国からの太陽光パネルの輸入に対して厳しい関税措置を講じる一方で、米国内で拡大する需要に対応するため、2022年6月よりカンボジア、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の輸入に対して免税措置を導入していた。しかしながら、当該措置は、当初想定どおりに2024年6月で終了した。当該免税措置が中国からの迂回輸入を助長しているとの見方があったことが背景にある。

また、米国商務省国際貿易局（ITA）は5月14日、カンボジア、マレーシア、タイ、ベトナムの東南アジア4カ国製の太陽電池関連製品について、アンチダンピング関税（AD）と補助金相殺関税（CVD）の発動要否を判断する事実確認調査を開始した。米国太陽電池メーカーのファーストソーラー、ハンファQセルズ、ミッションソーラーエナジーが構成する米国連合太陽光製造貿易委員会が申し立てを行ったことによるものである。今後の事実確認の調査によって、AD・CVDが認定された場合は追加関税が課される可能性がある。こうした動きの背景として、米国のインフレ抑制法（IRA）に基づく補助金によって、米国内でのモジュール工場の生産能力が向上してきたことがあるとSR社は推測する。実際に、韓国系のハンファQセルズは米国で8年間をかけて12GWの整備能力を持つ太陽光パネル工場（モジュール）を建設すると公表しており、その一部が2024年4月に稼働している。

### 同社の対応

同社は、VSUNおよびCell Companyからの製品販売先として、これまでは米国市場を中心としていたが、欧州やインドを始めとするアジア市場など販売先の多角化に取り組む。価格が下落したことおよび米国先への販売が困難となったことから、2025年6月期の太陽光パネル製造事業の売上高は前期比約3分の1となる70,000百万円を計画している。

一方で、2024年6月期に稼働を開始したセル工場やウエハ工場の内製効果を通期で発揮していくほか、米国内の太陽光パネル工場の建設も検討する。米国ではIRAなどにより、国内での投資が活発化し、“Made in USA”の動きが進んでいる。同社はCell Companyの親会社であるTOYOを2024年7月に米国ナスダックに上場しており、今後、米国市場動向および税制などの政策動向を注視しながら、米国内での太陽光パネルおよびセルのサプライチェーン体制確立へ向けた検討を行っていく方針である。具体的には2025年6月期下期に太陽光パネル工場（年間製造能力2GW）を稼働させることを検討している。

## グリーンエネルギー事業

同社では、太陽光発電所を自社保有化し、電力会社に電力販売をおこなうストック型ビジネスを強化している。発電所開発・建設のほか、M&Aも積極的に活用し、事業基盤の拡充に取り組む。また、太陽光発電関連サービスを提供するフロー型ビジネスに関し、小売量販店と組んで、量販店の顧客宛に太陽光発電設備ならびに蓄電設備を販売するビジネスをスタートした。そして、積極的な海外展開に取り組むほか、将来的に太陽光パネルの廃棄問題が懸念される状況に対し、社会問題解決への取り組みという観点からも、太陽光パネルのリユース、リサイクル事業への取り組みも継続的に展開していく方針である。2025年6月期のグリーンエネルギー事業の売上高は前期比10%増となる10,000百万円を計画している。

# 中期経営計画

## 中期経営計画

同社は2023年9月に2026年6月期を最終年度とする、中期経営計画（2024-26）を公表したが、同社を取り巻く事業環境が大きく変化していることを受け、2024年8月に数値目標を取り下げた。同社は、引き続き成長が見込まれる太陽光

パネルのグローバル市場において、市況及び政策などの市場環境変化に機動的に対応することにより、太陽光パネル製造事業の競争力あるサプライチェーン構築及び販売エリアの多角化などを推進し、事業成長を図っていく方針である。新たな数値目標については、合理的に算定可能となった段階で、開示される見込み。

2023年9月公表の中計数値目標（2024年8月に取り下げ）

中期経営計画（2023年9月公表、※2024年8月に取り下げ）

|                 | 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   |
|-----------------|---------|---------|------------|--------|--------|------------|-------|--------|--------|------------|-------|--------|--------|-------|
| （百万円）           | 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    |        | 成長率   |
| 売上高             | 215,284 | 251,800 | 17.0%      | 36,516 | 100.0% | 301,800    | 19.9% | 50,000 | 100.0% | 355,800    | 17.9% | 54,000 | 100.0% | 18.2% |
| 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% |
| 国内事業（フロー型）      | 5,270   | 7,800   | 48.0%      | 2,530  | 3.1%   | 8,800      | 12.8% | 1,000  | 2.9%   | 9,800      | 11.4% | 1,000  | 2.8%   | 23.0% |
| 国内事業（ストック型）     | 3,200   | 5,000   | 56.3%      | 1,800  | 2.0%   | 6,000      | 20.0% | 1,000  | 2.0%   | 8,000      | 33.3% | 2,000  | 2.2%   | 35.7% |
| 営業利益            | 12,804  | 15,800  | 23.4%      | 2,996  | 6.3%   | 25,800     | 63.3% | 10,000 | 8.5%   | 30,800     | 19.4% | 5,000  | 8.7%   | 34.0% |
| 経常利益            | 14,038  | 15,800  | 12.6%      | 1,762  | 6.3%   | 25,800     | 63.3% | 10,000 | 8.5%   | 30,800     | 19.4% | 5,000  | 8.7%   | 29.9% |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 4,965   | 7,000   | 41.0%      | 2,035  | 2.8%   | -          | -     | -      | -      | -          | -     | -      | -      | -     |
| 自己資本比率          | 8.8%    |         |            |        |        |            |       |        |        | 20.0%      |       |        |        | -     |

出所：会社資料よりSR社作成

\*国内事業業（フロー型）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）に加え、IT事業および光触媒事業の売上を計上。国内事業（ストック型）には、グリーンエネルギー事業の売電収入、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

# 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。2023年6月末時点の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とパローズ、太陽光パネル製造事業ではVSUNである。

### 連結主要子会社（2023年6月末）

| 名称                                    | 所在地  | 資本金または出資金<br>(百万円) | 主要な事業の内容          | 議決権の所有割合<br>または出資割合<br>(%) | 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 | 608,600百万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。2024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95.6%、グリーンエネルギー事業が4.0%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97.6%、グリーンエネルギー事業が2.2%である。セグメント利益率では、報告セグメントの中では太陽光パネル製造事業は11.9%と最も高く、グリーンエネルギー事業が6.4%であった。2023年6月期の地域別売上高構成比は北米が86.7%、日本が4.0%、欧州4.9%、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<br>(百万円) | 2024年6月期 |        | 2024年6月期 |        | セグメント利益率 |
|-----------------|----------|--------|----------|--------|----------|
|                 | 売上高      | 構成比    | セグメント利益  | 構成比    |          |
| 報告セグメント         |          |        |          |        |          |
| 太陽光パネル製造事業      | 199,874  | 95.6%  | 23,876   | 97.6%  | 11.9%    |
| グリーンエネルギー事業     | 8,341    | 4.0%   | 532      | 2.2%   | 6.4%     |
| IT事業            | 590      | 0.3%   | 40       | 0.2%   | 6.8%     |
| 光触媒事業           | 41       | 0.02%  | 2        | 0.0%   | -        |
| 報告セグメント合計       | 208,847  | 99.9%  | 24,452   | 100.0% | 11.7%    |
| その他             | 140      | 0.07%  | -300     |        | -        |
| 調整額             | -15      | 0.0%   | -802     |        | -        |
| 合計              | 208,972  | 100.0% | 23,349   |        | 11.2%    |

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<br>(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              | 10,792   | 11.7%  | 8,605    | 4.0%   |
| アジア             | 1,526    | 1.7%   | 1,051    | 0.5%   |
| 北米              | 68,185   | 74.0%  | 186,684  | 86.7%  |
| 欧州              | 3,719    | 4.0%   | 10,527   | 4.9%   |
| その他             | 7,898    | 8.6%   | 8,416    | 3.9%   |
| 合計              | 92,122   | 100.0% | 215,284  | 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（2024年6月期売上高構成比95.6%）

同社グループの主要子会社であるVSUNは、太陽光パネルの製造および販売を行っている。原材料を欧米やアジアから仕入れ、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、インド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。2024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4GWまで拡大している。また、Cell Companyは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4GWのセル工場を2023年10月に竣工した（総投資額約180百万米ドル）。このほか、2024年4月にウエハの生産工場が新たに稼働した（年間製造能力4GW）。

なお、Cell Companyはセル工場の第2フェーズ（年間製造能力4GW）を検討していたが、2024年8月に米国市場を中心とした太陽光パネル市場の環境変化を踏まえ、第2フェーズについては、一旦保留とした。一方で、米国市場で事業を展開するためには米国内に工場が必要であるため、Cell Companyの親会社であるTOYOが米国での太陽光パネル工場（年間製造能力2GW）およびセル工場（年間製造能力未定）の建設を検討している。まずは、太陽光パネル工場を2025年6月期下期に稼働できるように具体的な検討を進めている。

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賄える。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。



## 生産工場



出所：会社資料より

\*左がパネル工場、右がセル工場

### 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を作る。ウエハ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。同社グループでは太陽光パネル製造事業は最終工程であるパネル製造に加え、2023年10月にセル工場、2024年4月よりウエハ工場が稼働している。

### 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、2021年から銅賞を受賞している。

「**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。

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96.1%、経常利益は98.9%を占める。VSUNの2023年6月期の売上高は206,811百万円（前期比206.7%増）、経常利益は13,879百万円（同961.9%増）とそれぞれ増加した。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。

また、2024年7月にNASDAQに上昇したTOYOの2024年12月期上期決算によれば、TOYOの売上高は138.1百万米ドル（うち関係会社向け売上高が112.2百万米ドル、第三者向け売上高が25.8百万米ドル）、営業利益は22.5百万米ドルであった。

## VSUNの主要財務諸表

| Vietnam Sunergy Joint Stock Company<br>(百万円) | 14年6月期<br>連結 | 15年6月期<br>連結 | 16年6月期<br>連結 | 17年6月期<br>連結 | 18年6月期<br>連結 | 19年6月期<br>連結 | 20年6月期<br>連結 | 21年6月期<br>連結 | 22年6月期<br>連結 | 23年6月期<br>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%        | 73.2%        | 96.1%        |
| 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%        | 92.2%        | 98.9%        |
| 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%        | 77.9%        | 102.3%       |
| 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%        | 65.7%        | 80.0%        |
| 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%        | 72.8%        |
| 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（2024年6月期売上高構成比4.0%）

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、2024年6月期の売上高ではストック型が53.0%、フロー型が47.0%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

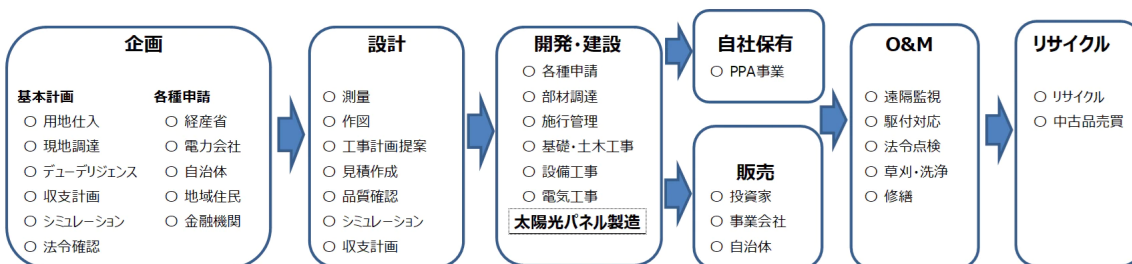
稼働中の発電所は、自社で開発した発電所やM&Aにより買収した案件であり、国内を中心に110カ所を超え、合計発電容量は140MW超である。同社グループでは、2030年までに国内外保有発電所容量1GWを目標として掲げている。

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とバ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。2024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32,000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。

## 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<br>(百万円) | 15年6月期<br>連結 | 16年6月期<br>連結 | 17年6月期<br>連結 | 18年6月期<br>連結 | 19年6月期<br>連結 | 20年6月期<br>連結 | 21年6月期<br>連結 | 22年6月期<br>連結 | 23年6月期<br>連結 | 24年6月期<br>連結 |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 太陽光パネル製造事業           |              |              |              |              |              |              | 21,013       | 81,775       | 206,811      | 199,874      |
| 前年比                  | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            | 289.2%       | 152.9%       | -3.4%        |
| 売上高構成比               | -            | -            | -            | -            | -            | -            | 78.1%        | 88.8%        | 96.1%        | 95.6%        |
| グリーンエネルギー事業          | 3,455        | 3,940        | 5,636        | 6,513        | 5,178        | 6,248        | 5,311        | 9,921        | 8,002        | 8,341        |
| 前年比                  | 47.1%        | 14.0%        | 43.0%        | 15.6%        | -20.5%       | 20.7%        | -15.0%       | 86.8%        | -19.3%       | 4.2%         |
| 売上高構成比               | 78.6%        | 86.8%        | 86.8%        | 89.2%        | 86.5%        | 93.6%        | 19.7%        | 10.8%        | 3.7%         | 4.0%         |
| IT事業                 | 153          | 90           | 101          | 81           | 172          | 58           | 61           | 292          | 677          | 590          |
| 前年比                  | -40.9%       | -41.3%       | 12.3%        | -19.5%       | 111.7%       | -66.3%       | 5.2%         | 378.7%       | 131.8%       | -12.9%       |
| 売上高構成比               | 3.5%         | 2.0%         | 1.6%         | 1.1%         | 2.9%         | 0.9%         | 0.2%         | 0.3%         | 0.3%         | 0.3%         |
| 光触媒事業                |              |              |              |              |              | 112          | 177          | 80           | 40           | 41           |
| 前年比                  | -            | -            | -            | -            | -            | -            | 58.0%        | -54.8%       | -50.0%       | 2.5%         |
| 売上高構成比               | -            | -            | -            | -            | -            | 1.7%         | 0.7%         | 0.1%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 建機販売事業               | 788          | 510          | 758          | 706          | 596          |              |              |              |              |              |
| 前年比                  | 6.8%         | -35.3%       | 48.7%        | -6.9%        | -15.6%       | -            | -            | -            | -            | -            |
| 売上高構成比               | 17.9%        | 11.2%        | 11.7%        | 9.7%         | 10.0%        | -            | -            | -            | -            | -            |
| 報告セグメント合計            | 4,396        | 4,540        | 6,495        | 7,301        | 5,946        | 6,565        | 26,563       | 92,070       | 215,531      | 208,847      |
| 前年比                  | 31.4%        | 3.3%         | 43.1%        | 12.4%        | -18.6%       | 10.4%        | 304.6%       | 246.6%       | 134.1%       | -3.1%        |
| 売上高構成比               | 100.0%       | 100.0%       | 100.0%       | 100.0%       | 99.4%        | 98.3%        | 98.7%        | 99.9%        | 100.1%       | 99.9%        |
| その他・調整額              | 0            | 0            | 0            | 0            | 39           | 257          | 339          | 52           | -246         | 125          |
| 前年比                  | -            | -            | -            | -            | -            | 561.2%       | 31.9%        | -84.7%       | -            | -            |
| 売上高構成比               | -            | -            | -            | -            | 0.6%         | 3.8%         | 1.3%         | 0.1%         | -            | 0.1%         |
| 合計                   | 4,396        | 4,540        | 6,495        | 7,301        | 5,985        | 6,678        | 26,901       | 92,122       | 215,284      | 208,972      |
| 前年比                  | 31.4%        | 3.3%         | 43.1%        | 12.4%        | -18.0%       | 11.6%        | 302.8%       | 242.4%       | 133.7%       | -2.9%        |

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。

**米国における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ヵ月間を上限に、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。

**2024年5月**、バイデン政権は2022年6月に導入された東南アジア4カ国の関税免除措置を予定通り2024年6月6日に終了することを発表した。同日以降、AD、CVDの迂回を目的とした中国からの輸入と判定されている4カ国からの輸入はAD、CVDの調査対象となる。引き続き米国商務省は中国企業がADおよびCVDの回避を目的に、東南アジアで生産能力を強化することで、米国市場が飽和しないように輸入を監視するとしている。

## 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%を超えていた。2024年6月期はセルやウエハの内製化を進めてきたことで80%を下回った。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。材料の調達には欧米・アジアから、セル・ウエハの自社内製へと調達の安定化を図っている。

| 損益計算書<br>(百万円) | 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      |
| 売上高            | 4,396  | 4,540  | 6,495  | 7,301  | 5,985  | 6,678  | 26,901 | 92,122 | 215,284 | 208,972 |
| 前年比            | 31.4%  | 3.3%   | 43.1%  | 12.4%  | -18.0% | 11.6%  | 302.8% | 242.4% | 133.7%  | -2.9%   |
| 売上原価           | 3,315  | 3,432  | 5,006  | 5,123  | 4,112  | 4,916  | 22,112 | 82,508 | 185,663 | 164,398 |
| 前年比            | 27.1%  | 3.5%   | 45.9%  | 2.3%   | -19.7% | 19.6%  | 349.8% | 273.1% | 125.0%  | -11.5%  |
| 売上原価率          | 75.4%  | 75.6%  | 77.1%  | 70.2%  | 68.7%  | 73.6%  | 82.2%  | 89.6%  | 86.2%   | 78.7%   |
| 売上総利益          | 1,081  | 1,108  | 1,489  | 2,178  | 1,873  | 1,762  | 4,788  | 9,613  | 29,621  | 44,573  |
| 前年比            | 46.5%  | 2.5%   | 34.4%  | 46.3%  | -14.0% | -5.9%  | 171.7% | 100.8% | 208.1%  | 50.5%   |
| 売上総利益率         | 24.6%  | 24.4%  | 22.9%  | 29.8%  | 31.3%  | 26.4%  | 17.8%  | 10.4%  | 13.8%   | 21.3%   |

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8~10%程度となっている。2024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6.0%と最大で、次に給料手当及び賞与が同1.8%、のれん償却費が0.2%などとなっている。その他が1.9%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 | 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 |
|------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万円)      | 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 | 660    | 710    | 1,374   | 1,251  | 1,265  | 1,400  | 3,427  | 8,007  | 16,816 | 21,224 |
| 前年比        | 39.3%  | 7.6%   | 93.3%   | -8.9%  | 1.1%   | 10.7%  | 144.7% | 133.6% | 110.0% | 26.2%  |
| 販管费率       | 15.0%  | 15.6%  | 21.1%   | 17.1%  | 21.1%  | 21.0%  | 12.7%  | 8.7%   | 7.8%   | 10.2%  |
| 支払手数料      | 103    | 129    | 327     | 221    | 256    | 229    | 492    | 1,640  | 7,626  | 12,527 |
| 前年比        | 43.2%  | 25.5%  | 153.7%  | -32.4% | 15.7%  | -10.5% | 114.7% | 233.3% | 365.0% | 64.3%  |
| 対売上高構成比    | 2.3%   | 2.8%   | 5.0%    | 3.0%   | 4.3%   | 3.4%   | 1.8%   | 1.8%   | 3.5%   | 6.0%   |
| 給料手当及び賞与   | 210    | 221    | 303     | 367    | 361    | 400    | 678    | 865    | 2,312  | 3,700  |
| 前年比        | 36.9%  | 5.4%   | 37.3%   | 21.2%  | -1.8%  | 10.8%  | 69.6%  | 27.6%  | 167.3% | 60.0%  |
| 対売上高構成比    | 4.8%   | 4.9%   | 4.7%    | 5.0%   | 6.0%   | 6.0%   | 2.5%   | 0.9%   | 1.1%   | 1.8%   |
| 減価償却費      | 5      | 4      | 21      | 26     | 32     | 25     | 28     | 350    | 509    | 137    |
| 前年比        | -14.6% | -26.9% | 474.6%  | 20.4%  | 24.8%  | -20.8% | 11.0%  | -      | 45.4%  | -73.1% |
| 対売上高構成比    | 0.1%   | 0.1%   | 0.3%    | 0.3%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.1%   | 0.4%   | 0.2%   | 0.1%   |
| のれん償却額     | 17     | 17     | 34      | 101    | 107    | 77     | 12     | 147    | 375    | 401    |
| 前年比        | 0.0%   | 0.0%   | 94.4%   | 200.0% | 5.7%   | -27.9% | -84.5% | -      | 155.1% | 6.9%   |
| 対売上高構成比    | 0.4%   | 0.4%   | 0.5%    | 1.4%   | 1.8%   | 1.2%   | 0.0%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   |
| 役員報酬       | 84     | 91     | 96      | 113    | 118    | 133    | 109    | 115    | 134    | 120    |
| 前年比        | 43.9%  | 8.0%   | 6.1%    | 17.9%  | 4.2%   | 12.9%  | -18.3% | 5.5%   | 16.5%  | -10.4% |
| 対売上高構成比    | 1.9%   | 2.0%   | 1.5%    | 1.6%   | 2.0%   | 2.0%   | 0.4%   | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   |
| 研究開発費      | 30     | -      | 12      | 0      | -      | -      | -      | 74     | 70     | 289    |
| 前年比        | -      | -      | -       | -98.0% | -      | -      | -      | -      | -5.4%  | 312.9% |
| 対売上高構成比    | 0.7%   | -      | 0.2%    | 0.0%   | -      | -      | -      | 0.1%   | 0.0%   | 0.1%   |
| 貸倒引当金繰入額   | 0      | 12     | 182     | 13     | -54    | 12     | 18     | 8      | 35     | 164    |
| 前年比        | -      | -      | 1422.5% | -93.1% | -      | -      | 44.3%  | -55.6% | 337.5% | 368.6% |
| 対売上高構成比    | -      | 0.3%   | 2.8%    | 0.2%   | -      | 0.2%   | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.1%   |
| その他        | 212    | 237    | 398     | 410    | 446    | 523    | 2,090  | 4,808  | 5,755  | 3,886  |
| 前年比        | 28.0%  | 11.9%  | 67.9%   | 3.0%   | 8.8%   | 17.4%  | 299.4% | 130.0% | 19.7%  | -32.5% |
| 対売上高構成比    | 4.8%   | 5.2%   | 6.1%    | 5.6%   | 7.4%   | 7.8%   | 7.8%   | 5.2%   | 2.7%   | 1.9%   |

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

2024年6月期の営業利益は過去最高益を更新した。主因は太陽光パネル製造事業における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に加えて、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った。

| セグメント利益     | 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 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万円)       | 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 | 23,876 |
| 前年比         | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | 69.4%  | 925.9% | 88.0%  |
| 構成比         | -      | -      | -      | -      | -      | -      | 40.9%  | 52.9%  | 92.1%  | 97.6%  |
| グリーンエネルギー事業 | 539    | 625    | 529    | 1,297  | 932    | 817    | 1,005  | 1,112  | 1,076  | 532    |
| 前年比         | 98.7%  | 16.0%  | -15.5% | 145.4% | -28.2% | -12.3% | 23.0%  | 10.6%  | -3.2%  | -50.6% |
| 構成比         | 89.2%  | 99.7%  | 100.9% | 105.5% | 93.4%  | 112.4% | 56.3%  | 47.5%  | 7.8%   | 2.2%   |
| IT事業        | 29     | 4      | 26     | 8      | 63     | -41    | 16     | 7      | 47     | 40     |
| 前年比         | -66.0% | -85.7% | 538.0% | -68.6% | 658.5% | -      | -      | -56.3% | 571.4% | -14.9% |
| 構成比         | 4.8%   | 0.7%   | 5.0%   | 0.7%   | 6.3%   | -5.6%  | 0.9%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.2%   |
| 光触媒事業       | -      | -      | -      | -      | -      | -      | 32     | -17    | -40    | 2      |
| 前年比         | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| 構成比         | -      | -      | -      | -      | -      | -      | 1.8%   | -0.7%  | -0.3%  | 0.0%   |
| 建機販売事業      | 37     | -2     | -31    | -76    | 3      | -50    | -      | -      | -      | -      |
| 前年比         | -50.5% | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| 構成比         | 6.1%   | -0.3%  | -5.9%  | -6.1%  | 0.3%   | -6.8%  | -      | -      | -      | -      |
| セグメント合計     | 605    | 627    | 524    | 1,230  | 997    | 727    | 1,786  | 2,341  | 13,785 | 24,452 |
| 前年比         | 40.5%  | 3.7%   | -16.5% | 134.7% | -18.9% | -27.1% | 145.7% | 31.1%  | 488.9% | 77.4%  |
| 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      | -20    | -6     | -54    | -45    | -120   | -300   |
| 前年比         | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| 調整額         | -184   | -230   | -409   | -303   | -369   | -359   | -370   | -689   | -860   | -802   |
| 前年比         | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| 合計          | 420    | 397    | 115    | 927    | 608    | 362    | 1,361  | 1,605  | 12,804 | 23,349 |
| 前年比         | 59.5%  | -5.5%  | -71.0% | 704.7% | -34.4% | -40.5% | 276.4% | 17.9%  | 697.8% | 82.4%  |

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1.7%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5.9%まで上昇した。2024年6月期はVSUNによる太陽光パネル販売が好調であったことや、セルやウエハの内製化が進み利益率も大きく向上した。セグメント利益率では、2024年6月期は太陽光パネル製造事業が11.9%と最も高く、次いでIT事業6.8%、グリーンエネルギー事業6.4%、光触媒事業が4.9%であった。

| セグメント利益率<br>(%) | 15年6月期<br>連結 | 16年6月期<br>連結 | 17年6月期<br>連結 | 18年6月期<br>連結 | 19年6月期<br>連結 | 20年6月期<br>連結 | 21年6月期<br>連結 | 22年6月期<br>連結 | 23年6月期<br>連結 | 24年6月期<br>連結 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 太陽光パネル製造事業      | -            | -            | -            | -            | -            | -            | 3.5%         | 1.5%         | 6.1%         | 11.9%        |
| グリーンエネルギー事業     | 15.6%        | 15.9%        | 9.4%         | 19.9%        | 18.0%        | 13.1%        | 18.9%        | 11.2%        | 13.4%        | 6.4%         |
| IT事業            | 18.8%        | 4.6%         | 26.0%        | 10.2%        | 36.4%        | -            | 26.2%        | 2.4%         | 6.9%         | 6.8%         |
| 光触媒事業           | -            | -            | -            | -            | -            | -            | 18.1%        | -            | -            | 4.9%         |
| 建機販売事業          | 4.7%         | -            | -            | -            | 0.4%         | -            | -            | -            | -            | -            |
| セグメント合計         | 13.8%        | 13.8%        | 8.1%         | 16.8%        | 16.8%        | 11.1%        | 6.7%         | 2.5%         | 6.4%         | 11.7%        |
| 合計              | 9.6%         | 8.8%         | 1.8%         | 12.7%        | 10.2%        | 5.4%         | 5.1%         | 1.7%         | 5.9%         | 11.2%        |

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6.2%まで低下している。

| 設備投資額<br>(百万円) | 14年6月期<br>連結 | 15年6月期<br>連結 | 16年6月期<br>連結 | 17年6月期<br>連結 | 18年6月期<br>連結 | 19年6月期<br>連結 | 20年6月期<br>連結 | 21年6月期<br>連結 | 22年6月期<br>連結 | 23年6月期<br>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%         | 6.2%         |

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

## 収益性

2024年6月期のROE、ROAはそれぞれ52.4%、16.9%となった。2023年6月期と比較するとROEはやや低下したがROAは上昇した。在庫回転期間は、2021年6月期の4.3ヵ月から2024年6月期には2.7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1.6ヵ月から2024年6月期には1.0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3.0ヵ月から1.8ヵ月に低下している。同社は受注・生産・出荷のサプライチェーンの全体最適を推し進め、収益性の維持・向上を図っていく方針である。

| 収益性<br>(百万円)             | 15年6月期<br>連結 | 16年6月期<br>連結 | 17年6月期<br>連結 | 18年6月期<br>連結 | 19年6月期<br>連結 | 20年6月期<br>連結 | 21年6月期<br>連結 | 22年6月期<br>連結 | 23年6月期<br>連結 | 24年6月期<br>連結 |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 売上高                      | 4,396        | 4,540        | 6,495        | 7,301        | 5,985        | 6,678        | 26,901       | 92,122       | 215,284      | 208,972      |
| 売上原価                     | 3,315        | 3,432        | 5,006        | 5,123        | 4,112        | 4,916        | 22,112       | 82,508       | 185,663      | 164,398      |
| 売上総利益                    | 1,081        | 1,108        | 1,489        | 2,178        | 1,873        | 1,762        | 4,788        | 9,613        | 29,621       | 44,573       |
| 営業利益                     | 420          | 397          | 115          | 927          | 608          | 362          | 1,361        | 1,605        | 12,804       | 23,349       |
| 前年比                      | 59.5%        | -5.5%        | -71.0%       | 704.7%       | -34.4%       | -40.5%       | 276.4%       | 17.9%        | 697.8%       | 82.4%        |
| 営業利益率                    | 9.6%         | 8.8%         | 1.8%         | 12.7%        | 10.2%        | 5.4%         | 5.1%         | 1.7%         | 5.9%         | 11.2%        |
| 親会社株主に帰属する当期純利益          | 200          | 231          | -176         | 757          | 316          | 211          | 537          | 806          | 4,965        | 9,530        |
| 前年比                      | -14.6%       | 15.8%        | -            | -            | -58.2%       | -33.1%       | 154.2%       | 50.1%        | 516.0%       | 91.9%        |
| 純利益率                     | 4.5%         | 5.1%         | -            | 10.4%        | 5.3%         | 3.2%         | 2.0%         | 0.9%         | 2.3%         | 4.6%         |
| 在庫（商品及び製品、仕掛品、原材料及び貯蔵品）  | 600          | 1,051        | 3,061        | 3,987        | 3,804        | 5,000        | 10,947       | 30,552       | 53,168       | 20,292       |
| 前年比                      | -2.2%        | 75.3%        | 191.3%       | 30.2%        | -4.6%        | 31.4%        | 118.9%       | 179.1%       | 74.0%        | -61.8%       |
| 総資産比                     | 23.7%        | 37.7%        | 47.8%        | 55.5%        | 34.6%        | 33.9%        | 27.8%        | 35.9%        | 37.0%        | 13.5%        |
| 売掛金                      | 525          | 473          | 335          | 335          | 393          | 303          | 1,312        | 6,156        | 2,011        | 3,558        |
| 前年比                      | 28.5%        | -9.9%        | -29.2%       | 0.2%         | 17.2%        | -22.8%       | 332.5%       | 369.2%       | -67.3%       | 76.9%        |
| 総資産比                     | 20.7%        | 16.9%        | 5.2%         | 4.7%         | 3.6%         | 2.1%         | 3.3%         | 7.2%         | 1.4%         | 2.4%         |
| 買掛金                      | 436          | 529          | 331          | 411          | 533          | 991          | 5,058        | 14,595       | 16,412       | 12,252       |
| 前年比                      | -15.2%       | 21.3%        | -37.3%       | 23.9%        | 29.8%        | 86.0%        | 410.4%       | 188.6%       | 12.4%        | -25.3%       |
| 総資産比                     | 17.2%        | 18.9%        | 5.2%         | 5.7%         | 4.8%         | 6.7%         | 12.8%        | 17.1%        | 11.4%        | 8.2%         |
| 自己資本（新株予約権・非支配株主持分除く）    | 1,038        | 1,219        | 1,077        | 1,767        | 1,969        | 2,093        | 4,006        | 5,873        | 12,596       | 23,800       |
| 前年比                      | 20.2%        | 17.4%        | -11.6%       | 64.0%        | 11.4%        | 6.3%         | 91.4%        | 46.6%        | 114.5%       | 88.9%        |
| 総資産比                     | 41.0%        | 43.7%        | 16.8%        | 24.6%        | 17.9%        | 14.2%        | 10.2%        | 6.9%         | 8.8%         | 15.8%        |
| 総資産                      | 2,531        | 2,790        | 6,400        | 7,189        | 10,985       | 14,765       | 39,388       | 85,121       | 143,691      | 150,173      |
| 前年比                      | 22.1%        | 10.2%        | 129.4%       | 12.3%        | 52.8%        | 34.4%        | 166.8%       | 116.1%       | 68.8%        | 4.5%         |
| 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          | 57           | 206          | -984         | 405          | -147         | -861         | -608         | -6,449       | 18,526       | 44,757       |
| 投資活動によるキャッシュフロー          | -252         | -75          | -864         | -559         | -1,620       | -472         | -1,391       | -13,221      | -20,670      | -21,191      |
| FCF                      | -195         | 131          | -1,848       | -155         | -1,766       | -1,333       | -1,999       | -19,670      | -2,144       | 23,566       |
| 財務活動によるキャッシュフロー          | 104          | -85          | 1,991        | -62          | 1,913        | 1,465        | 5,290        | 17,752       | 17,235       | -5,446       |
| 総資産経常利益率(ROA)            | 14.7%        | 16.0%        | 1.1%         | 12.9%        | 6.2%         | 2.4%         | 4.7%         | 2.3%         | 12.3%        | 16.9%        |
| 自己資本純利益率(ROE)            | 21.0%        | 20.5%        | -15.3%       | 53.2%        | 16.9%        | 10.4%        | 17.6%        | 16.3%        | 53.8%        | 52.4%        |
| 有形固定資産回転率（建設仮勘定除く）       | 25.1         | 22.0         | 9.0          | 5.5          | 2.7          | 2.1          | 3.1          | 5.6          | 9.8          | 5.9          |
| 総資本回転率                   | 1.9          | 1.7          | 1.4          | 1.1          | 0.7          | 0.5          | 1.0          | 1.5          | 1.9          | 1.4          |
| 在庫回転率                    | 5.5          | 4.2          | 2.4          | 1.5          | 1.1          | 1.1          | 2.8          | 4.0          | 4.4          | 4.5          |
| 在庫回転期間（月）①               | 2.2          | 2.9          | 4.9          | 8.3          | 11.4         | 10.7         | 4.3          | 3.0          | 2.7          | 2.7          |
| 売上債権回転期間（月）②             | 1.3          | 1.3          | 0.7          | 0.6          | 0.7          | 0.6          | 0.4          | 0.5          | 0.2          | 0.2          |
| 買入債務回転期間（月）③             | 1.7          | 1.7          | 1.0          | 0.9          | 1.4          | 1.9          | 1.6          | 1.4          | 1.0          | 1.0          |
| キャッシュコンバージョンサイクル（月）①+②-③ | 1.7          | 2.5          | 4.6          | 7.9          | 10.7         | 9.5          | 3.0          | 2.1          | 1.9          | 1.8          |

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

# 財務

自己資本（新株予約権・非支配株主持分除く）は、2024年6月期には増資や利益の蓄積により23,800百万円まで増加した。自己資本比率は15.8%と前期の8.8%から上昇した。同社では、財務健全性の確保のため、今後も太陽光パネル製造事業およびグリーンエネルギー事業の成長による利益剰余金の積み上げなどにより自己資本の増強を図る方針である。

| 財務指標                  | 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     |
| 自己資本（新株予約権・非支配株主持分除く） | 1,038  | 1,219  | 1,077  | 1,767  | 1,969  | 2,093  | 4,006  | 5,873  | 12,596 | 23,800 |
| 自己資本比率                | 41.0%  | 43.7%  | 16.8%  | 24.6%  | 17.9%  | 14.2%  | 10.2%  | 6.9%   | 8.8%   | 15.8%  |

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

# 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、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<br>年平均成長率 | 過去10年<br>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

## 設備容量見通し

WEOでは、電源別の発電設備の容量見通しを示している。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通しである。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に拡大する見通しである。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通し

| 電源別発電設備容量見通し | 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) |        |        |
|--------------|-------|-------|------------------|--------|--------|----------------|--------|--------|---------------------------|--------|--------|
| (GW)         | 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通しを前提に、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通しである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通し

| 太陽光・風力発電設備容量見通し | 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) |        |        |
|-----------------|------|-------|------------------|-------|--------|----------------|--------|--------|---------------------------|--------|--------|
| (GW)            | 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 2023」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。2022年の世界全体の太陽光設備発電容量は1,177GWであり、最大は中国で429GW、続いて、米国の140GW、日本の84GW、インドの83GW、ドイツの67GWとなっている。「Renewables 2023」によれば、全世界の2017年から2022年の発電容量のCAGRは23.6%だった。2023年から2028年の発電容量の予測は、CAGRは19.9%と、2017年から2022年に比べて低下するものの、引き続き高い成長率が見込まれている。発電容量の大きい中国、欧州、米国でそれぞれ、CAGR24.8%、15.3%、17.5%と高い伸びが見込まれている。

2050年のカーボンニュートラル社会に向けて、各国政府が規制や産業政策を導入していることが、高い成長を持続させているとSR社では考える。IEAによれば、2050年のネットゼロエミッションを達成するには、太陽光発電を含めた再生可能エネルギー全体で2030年に11,000GWが必要だが、IEAの2028年予想は、太陽光発電3,842GWとその他の再生可能エネルギーを合わせて約7,300GWであり、増加ベースを持続しても、2030年に11,000GWには到達しないという。



世界の国・地域の発電設備容量の見通し

| (GW)     | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 17～22      | 23～28      | 17～22     | 23～28     |
|----------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|------------|-----------|-----------|
|          | 実績   | 実績   | 実績   | 実績   | 実績   | 実績    | 予想    | 予想    | 予想    | 予想    | 予想    | 予想    | 実績<br>CAGR | 予想<br>CAGR | 実績<br>増加幅 | 予想<br>増加幅 |
| 全世界      | 409  | 510  | 627  | 779  | 949  | 1,177 | 1,550 | 1,949 | 2,368 | 2,822 | 3,311 | 3,842 | 23.6%      | 19.9%      | 769       | 2,292     |
| 中国       | 131  | 175  | 205  | 265  | 329  | 429   | 643   | 875   | 1,116 | 1,374 | 1,649 | 1,949 | 26.8%      | 24.8%      | 298       | 1,306     |
| （欧州）     | 117  | 128  | 152  | 174  | 205  | 248   | 308   | 367   | 426   | 490   | 558   | 628   | 16.3%      | 15.3%      | 132       | 321       |
| 米国       | 52   | 63   | 76   | 95   | 119  | 140   | 170   | 203   | 240   | 282   | 329   | 381   | 21.8%      | 17.5%      | 88        | 211       |
| 日本       | 50   | 56   | 63   | 72   | 78   | 84    | 93    | 101   | 107   | 112   | 117   | 122   | 11.2%      | 5.6%       | 35        | 29        |
| インド      | 22   | 35   | 46   | 51   | 64   | 83    | 95    | 115   | 139   | 167   | 199   | 238   | 30.0%      | 20.2%      | 60        | 143       |
| ドイツ      | 42   | 45   | 49   | 54   | 59   | 67    | 81    | 96    | 114   | 135   | 157   | 181   | 9.5%       | 17.5%      | 24        | 100       |
| オーストラリア  | 7    | 11   | 17   | 22   | 28   | 32    | 37    | 41    | 44    | 48    | 52    | 56    | 34.8%      | 8.8%       | 25        | 19        |
| ブラジル     | 1    | 2    | 5    | 9    | 15   | 27    | 41    | 57    | 72    | 87    | 101   | 115   | 92.7%      | 22.8%      | 26        | 74        |
| 韓国       | 6    | 9    | 13   | 17   | 21   | 26    | 29    | 32    | 33    | 34    | 35    | 37    | 32.0%      | 4.7%       | 19        | 8         |
| スペイン     | 5    | 8    | 10   | 12   | 16   | 25    | 35    | 46    | 54    | 61    | 68    | 73    | 37.9%      | 15.8%      | 20        | 38        |
| イタリア     | 20   | 20   | 21   | 22   | 23   | 25    | 30    | 34    | 38    | 43    | 49    | 55    | 5.0%       | 12.8%      | 5         | 25        |
| オランダ     | 3    | 5    | 8    | 12   | 16   | 21    | 25    | 30    | 34    | 36    | 39    | 41    | 47.2%      | 10.2%      | 18        | 16        |
| フランス     | 9    | 10   | 11   | 12   | 15   | 17    | 21    | 24    | 27    | 30    | 34    | 38    | 14.9%      | 13.3%      | 9         | 18        |
| 中東・北アフリカ | 3    | 5    | 9    | 11   | 13   | 17    | 23    | 27    | 34    | 42    | 53    | 64    | 38.8%      | 23.0%      | 13        | 41        |
| 英国       | 14   | 15   | 15   | 15   | 16   | 16    | 18    | 21    | 24    | 28    | 32    | 36    | 2.8%       | 14.6%      | 2         | 18        |
| その他      | 43   | 53   | 80   | 111  | 138  | 170   | 210   | 249   | 292   | 342   | 398   | 457   | 31.4%      | 16.9%      | 127       | 247       |

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<br>年平均成長率 | 過去10年<br>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%          | 28.6%           |
| 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%          | 26.4%           |
| 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（モジュール）価格は市場の拡大に伴い下落が続いている。2015年には1W当たり0.55ドル程度だったモジュール価格は2024年8月時点で0.11ドルまで下落した。2021年、2022年はコロナ禍を踏まえた欧州および米国での強力なグリーン政策の導入により、需要が急拡大したことを受けて、価格は一時的に上昇したものの、10年単位で見れば、下落基調が続いている。2023年は中国で設備投資が実施された結果、価格が下落した1年となった。モジュールの材料となる、セル、ウエハ、ポリシリコンについても、同様の価格変動となるが、上流に行くほど価格の変動は大きくなる傾向がある。

太陽光パネル価格

| (米ドル)       |       | 2013  | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022  | 2023   | 2024   |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| ポリシリコン      | kg当たり | 17.73 | 19.47  | 12.83  | 14.6   | 16.65  | 9.02   | 7.74   | 9.66   | 35.82  | 39.9  | 14.4   | 12.4   |
| 前年比         |       |       | 9.8%   | -34.1% | 13.8%  | 14.0%  | -45.8% | -14.2% | 24.8%  | 270.8% | 11.4% | -63.9% | -13.9% |
| ウエハ（単結晶）    | 1枚    | 1.17  | 1.16   | 0.89   | 0.79   | 0.72   | 0.38   | 0.39   | 0.42   | 0.68   | 1.06  | 0.34   | 0.19   |
| 前年比         |       |       | -0.4%  | -23.3% | -11.2% | -8.9%  | -47.2% | 2.6%   | 7.7%   | 61.9%  | 55.9% | -67.9% | -44.1% |
| セル（単結晶型）    | W当たり  | 0.39  | 0.32   | 0.33   | 0.22   | 0.21   | 0.13   | 0.12   | 0.12   | 0.15   | 0.18  | 0.06   | 0.04   |
| 前年比         |       |       | -16.9% | 3.1%   | -33.3% | -4.5%  | -38.1% | -7.7%  | 0.0%   | 25.0%  | 20.0% | -66.7% | -33.3% |
| モジュール（単結晶型） | W当たり  | 0.68  | 0.61   | 0.55   | 0.39   | 0.35   | 0.23   | 0.25   | 0.21   | 0.26   | 0.27  | 0.14   | 0.11   |
| 前年比         |       |       | -10.6% | -9.8%  | -29.1% | -10.3% | -34.3% | 8.7%   | -16.0% | 23.8%  | 3.8%  | -48.1% | -21.4% |

出所：PVeye Market DataよりSR社作成  
\*各年の12月時点のデータを使用、2024年は8月時点

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<br>平均成長率 | 13年-22年年<br>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、セル、モジュール（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96.8%、セルは85.2%、モジュールは74.6%を占める。同じくIEAの予想では2027年の構成比に大きな変化はないが、ポリシリコンを除くと中国の構成比がやや低下する。一方で、米国およびインドの構成比が高まると予想されており、両国の構成比は2021年比較で倍増する。米国は中国からの輸入に各種関税を課すと同時に自国内の投資に対して積極的に補助金を出しており、IEAの予想ではセルやウエハの生産能力も上がっていくとみられている。

### 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        |            | ポリシリコン     |            |
|---------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|         | 2021<br>実績 | 2027<br>予想 | 2021<br>実績 | 2027<br>予想 | 2021<br>実績 | 2027<br>予想 | 2021<br>実績 | 2027<br>予想 | 2021<br>実績 | 2027<br>予想 |
| 中国      | 36.5%      | 40.3%      | 74.6%      | 73.9%      | 85.2%      | 79.5%      | 96.8%      | 88.6%      | 79.4%      | 89.2%      |
| 北米      | 16.8%      | 16.9%      | 2.7%       | 5.8%       | 0.6%       | 3.5%       | 0.0%       | 3.6%       | 5.6%       | 3.0%       |
| 欧州      | 17.8%      | 18.2%      | 2.8%       | 2.0%       | 0.6%       | 0.7%       | 0.5%       | 0.2%       | 8.0%       | 2.4%       |
| アジア太平洋  | 13.4%      | 8.1%       | 15.3%      | 10.7%      | 12.2%      | 9.9%       | 2.5%       | 2.8%       | 6.0%       | 2.0%       |
| インド     | 7.1%       | 8.5%       | 3.1%       | 6.8%       | 1.2%       | 6.3%       | 0.0%       | 4.7%       | 0.0%       | 3.1%       |
| その他     | 8.5%       | 8.0%       | 1.4%       | 0.8%       | 0.2%       | 0.1%       | 0.1%       | 0.1%       | 1.1%       | 0.3%       |

出所：International Energy Agency 「Will new PV manufacturing policies in the United States, India and the European Union create global PV supply diversification? Dec 2022」

## 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FI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

IEAの「TRENDS IN PHOTOVOLTAIC 2023」によれば、2022年のモジュール製造能力は717GW/年で、前年の483GW/年から増加している。一方で、実際の生産量は379GW/年（前年は242.GW/年）であり、稼働率は50%強であった。メーカー別の出荷ベース上位はLONGi Green Energy Technology Co., Ltd.（上海 601012）の48.2GW（シェア12.7%、SR社試算、以下同じ）、次いでTrina Solar Co. Ltd.（上海 688599）が45.4GW（シェア12.0%）、JA Solar Technologies Co., Ltd.（深圳 002459）が43.9GW（シェア11.6%）、JinkoSolar Holding Co., Ltd.（NYSE JKS）が40GW（シェア

10.6%)、Canadian solar Inc. (NASDAQ CSIQ) が21.1GW (シェア5.6%) の順である。上位5社合計の構成比は52.5%である。上位5社中4社が中国企業であり、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。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。

同社 (VSUN) は太陽光パネルの年間製造能力では、4GWまで拡張した。同社は年間の販売量を開示していないが、フル生産を前提すると市場シェアは世界全体の1.0%程度で、大手メーカーの1社である。競合先としては、前述の企業を中心となるが、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、セル、太陽光パネルを製造しており、2023年末の年間製造能力はウエハ85GW、セルが90GW、太陽光パネルが110GW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、2023年12月期の売上高は16,716百万米ドル、EBITDA230百万米ドル、親会社に帰属する純利益486百万米ドル、従業員数は57.4千人である。

## 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。2023年末の年間製造能力は、インゴット20GW、ウエハ21GW、セルが50GW、太陽電池モジュールが57GW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、2023年12月期の売上高は7,614百万米ドル、EBITDA793百万米ドル、親会社に帰属する純利益274百万米ドル、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。2023年末の年間製造能力は、太陽光パネルが16.6GW、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、2023年12月期の売上高は3,319百万米ドル、EBITDA1,165百万米ドル、親会社に帰属する純利益831百万米ドル、従業員数は6.7千人である。

## 生産体制・地域別販売

各社の年間製造能力合計は、JinkoSolarが最大で285GW、Canadian Solarがその約半分の148GW、First Solarは前2社に比べると小さいが16.6GWで同社の12GWを上回る。3社とも2022年から2023年にかけて能力を増加させている。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。同社グループでは2023年6月期までは下流のパネル製造のみであったが、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の生産も2024年4月から開始している。工場の所在地はJinkoSolarとCanadian Solarは中国が多いが、同社グループはパネル工場、セル工場、ウエハ工場をいずれもベトナムにおき、中国に依存しないサプライチェーンを構築しつつある。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74%と高い。同社は2023年6月期においては米国や欧州が中心であったが、2024年6月に米国での免税措置が終了したことから、2025年6月期は欧州、アジアの売上高構成が高まるとSR社では推測する。

## 4社の年間製造能力

| 本社<br>設立<br>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      |         |
|                 | 23年6月期   | 24年6月期 | 22年12月期        | 23年12月期 | 22年12月期     | 23年12月期 | 22年12月期    | 23年12月期 |
| 年間製造能力 (GW)     |          |        |                |         |             |         |            |         |
| インゴット           | 0.0      |        | 20.4           | 20.4    | 0.0         | 0.0     | 0.0        | 0.0     |
| ウェハー            | 0.0      | 4.0    | 20.0           | 21.0    | 0.0         | 0.0     | 65.0       | 85.0    |
| セル              | 0.0      | 4.0    | 19.8           | 50.0    | 0.0         | 0.0     | 55.0       | 90.0    |
| パネル/モジュール       | 4.0      | 4.0    | 32.2           | 57.0    | 9.8         | 16.6    | 70.0       | 110.0   |
| 合計              | 4.0      | 12.0   | 92.4           | 148.4   | 9.8         | 16.6    | 190.0      | 285.0   |
| 従業員数            | 1,430    |        | 13,535         | 18,423  | 5,500       | 6,700   | 46,511     | 57,397  |
| 地域別売上高          |          |        |                |         |             |         |            |         |
| 北米              | 86.7%    |        | 37.4%          | 34.4%   |             |         | 4.5%       | 8.8%    |
| 米国              |          |        | 26.3%          | 19.5%   | 83.7%       | 74.0%   |            |         |
| 欧州              | 4.9%     |        | 25.9%          | 24.6%   |             |         | 23.6%      | 18.3%   |
| フランス            |          |        | 0.4%           | 0.3%    | 2.6%        | 3.7%    |            |         |
| 中国              |          |        | 25.5%          | 28.3%   |             |         | 41.9%      | 38.3%   |
| アジア（除く中国）       |          |        | 11.2%          | 12.8%   |             |         | 13.6%      | 16.4%   |
| 日本              | 4.0%     |        | 4.4%           | 7.8%    | 1.8%        | 6.3%    |            |         |
| インド             |          |        | 2.6%           | 1.2%    | 1.4%        | 3.2%    |            |         |

出所：各社資料よりSR社作成

\* Abalanceの年間製造能力はVSUN社、Cell Company、従業員数、地域別売上高はAbalanceの数値、2024年6月期の数値は有価証券報告書開示後に更新予定

## 収益・財務

同社の2024年6月期のROE、ROAは52.4%（前期53.8%）、16.9%（同12.3%）とROEはやや低下したがROAは上昇した。競合3社とは決算期がずれているため、単純比較は難しいが、ROE、ROAともに3社を上回る水準となった。また、純利益率はFirst Solarの次に高い水準となった。2022年6月期までは競合3者との比較で同社の収益性は低かったが、2024年6月期では、各指標において、競合3社と遜色ない水準となっている。SR社では同社の事業規模がある程度拡大したこと、ウエハ、セルの内製化が進められて付加価値の取込が進んだことが要因と考える。一方で、2024年6月期の自己資本比率は15.8%と前期の8.8%から上昇したが、依然他社の同比率を下回っている。同社のROEの高さはレバレッジの高さにも起因している。

| (百万円)      | Abalance |         | Canadian Solar |           | First Solar |          | JinkoSolar |           |
|------------|----------|---------|----------------|-----------|-------------|----------|------------|-----------|
| 決算期        | 23年6月期   | 24年6月期  | 22年12月期        | 23年12月期   | 22年12月期     | 23年12月期  | 22年12月期    | 23年12月期   |
| 会計基準       | JPGAAP   | JPGAAP  | USGAAP         | USGAAP    | USGAAP      | USGAAP   | USGAAP     | USGAAP    |
| 売上高        | 215,284  | 208,972 | 998,553        | 1,087,454 | 350,203     | 473,996  | 1,611,396  | 2,387,479 |
| 前年比        | 133.7%   | -2.9%   | 63.1%          | 8.9%      | 3.3%        | 35.3%    | 116.8%     | 48.2%     |
| 売上原価       | 185,663  | 164,398 | 829,672        | 904,634   | 340,863     | 288,220  | 1,373,385  | 2,004,294 |
| 前年比        | 125.0%   | -11.5%  | 63.7%          | 9.0%      | 33.9%       | -15.4%   | 120.8%     | 45.9%     |
| 売上高原価率     | 86.2%    | 78.7%   | 83.1%          | 83.2%     | 97.3%       | 60.8%    | 85.2%      | 84.0%     |
| 売上高総利益     | 29,621   | 44,573  | 168,881        | 182,820   | 9,340       | 185,776  | 238,011    | 383,185   |
| 前年比        | 208.1%   | 50.5%   | 60.1%          | 8.3%      | -89.0%      | 1889.0%  | 96.4%      | 61.0%     |
| 売上高総利益率    | 13.8%    | 21.3%   | 16.9%          | 16.8%     | 2.7%        | 39.2%    | 14.8%      | 16.0%     |
| 販管費及び一般管理費 | 16,816   | 21,224  | 121,276        | 118,072   | 46,876      | 64,316   | 229,690    | 260,618   |
| 前年比        | 110.0%   | 26.2%   | 45.4%          | -2.6%     | 39.1%       | 37.2%    | 127.1%     | 13.5%     |
| 販管费率       | 7.8%     | 10.2%   | 12.1%          | 10.9%     | 13.4%       | 13.6%    | 14.3%      | 10.9%     |
| 当期純利益      | 4,965    | 9,530   | 32,084         | 39,162    | -5,905      | 118,660  | 12,028     | 69,353    |
| 前年比        | 516.0%   | 91.9%   | 190.3%         | 22.1%     | -110.9%     | -2109.5% | -8.4%      | 476.6%    |
| 純利益率       | 2.3%     | 4.6%    | 3.2%           | 3.6%      | -1.7%       | 25.0%    | 0.7%       | 2.9%      |
| ROE（当期純利益） | 53.8%    | 52.4%   | 12.4%          | 10.7%     | -0.8%       | 12.4%    | 3.8%       | 10.3%     |
| ROA（当期純利益） | 12.3%    | 16.9%   | 2.7%           | 2.3%      | -0.5%       | 8.0%     | 0.6%       | 2.5%      |

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（2022年12月末：133.7円、2023年12月末：142.8円）

\* ROE、ROA会計上比較可能な当期純利益ベース

| (百万円)                 | Abalance |         | Canadian Solar |           | First Solar |           | JinkoSolar |           |
|-----------------------|----------|---------|----------------|-----------|-------------|-----------|------------|-----------|
| 決算期                   | 23年6月期   | 24年6月期  | 22年12月期        | 23年12月期   | 22年12月期     | 23年12月期   | 22年12月期    | 23年12月期   |
| 会計基準                  | JPGAAP   | JPGAAP  | USGAAP         | USGAAP    | USGAAP      | USGAAP    | USGAAP     | USGAAP    |
| 総資産額                  | 143,691  | 150,173 | 1,208,264      | 1,699,071 | 1,103,189   | 1,480,452 | 2,106,382  | 2,732,554 |
| 自己資本（新株予約権・非支配株主持分除く） | 12,596   | 23,800  | 259,597        | 365,537   | 780,281     | 955,171   | 316,692    | 674,613   |
| 前年比                   | 114.5%   | 88.9%   | 24.2%          | 40.8%     | 12.9%       | 22.4%     | 57.4%      | 113.0%    |
| 自己資本比率                | 8.8%     | 15.8%   | 21.5%          | 21.5%     | 70.7%       | 64.5%     | 15.0%      | 24.7%     |
| 営業CF                  | 18,526   | 44,757  | 122,554        | 97,784    | 116,769     | 86,021    | -112,446   | 278,143   |
| 投資CF                  | -20,670  | -21,191 | -84,296        | -238,728  | -159,447    | -67,529   | -237,896   | -304,970  |
| 財務CF                  | 17,235   | -5,446  | -83,845        | -159,464  | -120,812    | -198,073  | 388,061    | 173,831   |

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（2022年12月末：133.7円、2023年12月末：142.8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月からベトナムで最先端のセル工場が稼働し、2024年4月からはインゴットおよびウエハ工場も稼働している。

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。同社グループは、原材料を欧米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。同社グループは引き続きベトナムでパネルやセル、ウエハ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。

### セル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を図ることで、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、Cell Companyのセル工場、2024年4月にはウエハ工場が稼働しており、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4GWと20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。2024年前半に融資適格性および財務安定性などを評価する米国の評価機関である米国のBloomberg NFIから「Tier1」のグレード認定を受けている。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世界的な評価機関エコバディス (EcoVadis、本社:フランス) でも、2021年から銅賞を受賞している。

## 弱み(Weaknesses)

### VSUNの主力商品である太陽光パネルは各国政府の政策変更によって、需給や価格が影響を受けやすい。これに対して、VSUNはベトナムでのパネル生産と部材内製化を取り

## 組み、TOYOは米国内でのパネル・セル生産を計画し、政策リスクの低減を図る方針である

脱炭素社会への移行において、太陽光パネルは重要な商品である。各国政府は太陽光発電の早期導入に向けたインセンティブを付与する一方で、経済安全保障の観点から輸入商材に関税を賦課する傾向にある。特に同社グループの主要販売市場である米国は、2050年に温室効果ガスの排出をネットゼロにする目標を掲げており、脱炭素に向けて、大量の太陽光パネルを必要としている。この結果、需要は旺盛であるが、太陽光パネルの生産能力は依然として中国に集中しており、結果的に、米中貿易摩擦を引き起こしている。

米国は太陽光パネル関連製品に関して保護主義的政策を強化しており、特に中国製品に対して厳しい関税措置（アンチダンピング税（AD）、補助金相殺関税（CVD）、セーフガード措置など）を導入している。一方で輸入品に過剰な制約をかけると国内需要を満たすことができないため、ベトナムを含む東南アジア4カ国への関税免除措置を期間限定で行ってきた（2022年6月より2年間、2024年6月に終了）。しかしながら、IRAにより米国国内での生産能力が向上してきたことを踏まえ、予定通り、免税措置を終了し、加えて東南アジア4カ国に対して、AD・CVDの調査を行い、場合によっては追加関税を課す可能性がある。

こうした状況を踏まえ、VSUNでは2024年6月以降の米国への出荷を回避し、欧州およびアジアへの販売を強化する。また、こうしたリスクを低減するため、TOYOは米国内でのパネル・セル生産を検討しており、政策リスクの低減を図る方針である。

## 同社グループ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。今後、パネルおよびセルの製造能力の拡張に加えて、ウエハ工場（年間製造能力4GW）が2024年4月に稼働するなどグローバル・サプライチェーンの強化を推進している

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120GW、JinkoSolarも110GWの能力を有する。VSUNは太陽光パネル製造工場の4GWであり、大手の5%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16.6GWである。2024年4月からウエハ製造を開始し、Cell Companyは、2023年10月下旬からセル製造を開始したが、いずれも年間製造能力は4GWであり、大手と比べて生産規模はまだ小さい。

## 高水準の投資を継続するには、財務健全性を高める必要がある。同社の2024年6月期の自己資本比率は15.8%で、今後も利益剰余金の増加によって改善を図る方針である

同社はこれまで、太陽光パネル工場（年間製造4GW）、セル工場（同4GW）、ウエハ工場（同4GW）と能力を高めてきた。今後TOYOは米国で太陽光パネル工場（同2GW）、セル工場（同未定）を検討している。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、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、これまで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6.9%まで低下した。増資や利益の蓄積により2023年6月期末は自己資本比率は8.8%、2024年6月には15.8%まで改善した。また、2024年7月にCell Companyの親会社であるTOYOをNASDAQ市場に上場し、約6.0百万米ドルを調達したが、高水準の投資が継続するため、財務健全性をさらに高める必要がある。

同社は、今後の米国投資を実施するために追加の資金調達も検討していくとともに、太陽光パネル製造事業およびグリーンエネルギー事業の成長により利益剰余金の積み上げなどにより自己資本の増強を図る方針である。



# 財務諸表

## 損益計算書

| 損益計算書           | 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  |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| (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             | 4,396  | 4,540  | 6,495  | 7,301   | 5,985  | 6,678  | 26,901 | 92,122 | 215,284 | 208,972 |
| 前年比             | 31.4%  | 3.3%   | 43.1%  | 12.4%   | -18.0% | 11.6%  | 302.8% | 242.4% | 133.7%  | -2.9%   |
| 売上原価            | 3,315  | 3,432  | 5,006  | 5,123   | 4,112  | 4,916  | 22,112 | 82,508 | 185,663 | 164,398 |
| 前年比             | 27.1%  | 3.5%   | 45.9%  | 2.3%    | -19.7% | 19.6%  | 349.8% | 273.1% | 125.0%  | -11.5%  |
| 売上原価率           | 75.4%  | 75.6%  | 77.1%  | 70.2%   | 68.7%  | 73.6%  | 82.2%  | 89.6%  | 86.2%   | 78.7%   |
| 売上総利益           | 1,081  | 1,108  | 1,489  | 2,178   | 1,873  | 1,762  | 4,788  | 9,613  | 29,621  | 44,573  |
| 前年比             | 46.5%  | 2.5%   | 34.4%  | 46.3%   | -14.0% | -5.9%  | 171.7% | 100.8% | 208.1%  | 50.5%   |
| 売上総利益率          | 24.6%  | 24.4%  | 22.9%  | 29.8%   | 31.3%  | 26.4%  | 17.8%  | 10.4%  | 13.8%   | 21.3%   |
| 販売費及び一般管理費      | 660    | 710    | 1,374  | 1,251   | 1,265  | 1,400  | 3,427  | 8,007  | 16,816  | 21,224  |
| 前年比             | 39.3%  | 7.6%   | 93.3%  | -8.9%   | 1.1%   | 10.7%  | 144.7% | 133.6% | 110.0%  | 26.2%   |
| 販管费率            | 15.0%  | 15.6%  | 21.1%  | 17.1%   | 21.1%  | 21.0%  | 12.7%  | 8.7%   | 7.8%    | 10.2%   |
| 営業利益            | 420    | 397    | 115    | 927     | 608    | 362    | 1,361  | 1,605  | 12,804  | 23,349  |
| 前年比             | 59.5%  | -5.5%  | -71.0% | 704.7%  | -34.4% | -40.5% | 276.4% | 17.9%  | 697.8%  | 82.4%   |
| 営業利益率           | 9.6%   | 8.8%   | 1.8%   | 12.7%   | 10.2%  | 5.4%   | 5.1%   | 1.7%   | 5.9%    | 11.2%   |
| 営業外損益           | -81    | 29     | -67    | -52     | -42    | -56    | -92    | -187   | 1,234   | 1,545   |
| 営業外収益           | 1      | 47     | 39     | 34      | 64     | 112    | 376    | 769    | 2,953   | 4,441   |
| 営業外費用           | 82     | 17     | 106    | 86      | 106    | 169    | 468    | 956    | 1,719   | 2,896   |
| 経常利益            | 339    | 427    | 49     | 874     | 566    | 306    | 1,269  | 1,418  | 14,038  | 24,894  |
| 前年比             | 40.9%  | 25.8%  | -88.6% | 1700.1% | -35.2% | -46.0% | 315.3% | 11.7%  | 890.0%  | 77.3%   |
| 経常利益率           | 7.7%   | 9.4%   | 0.7%   | 12.0%   | 9.5%   | 4.6%   | 4.7%   | 1.5%   | 6.5%    | 11.9%   |
| 特別損益            | 28     | -39    | 1      | 42      | 15     | -1     | -15    | 750    | -47     | -615    |
| 特別利益            | 28     | 3      | 1      | 74      | 15     | 12     | 1      | 1,022  | 339     | 47      |
| 特別損失            |        | 41     |        | 32      | 0      | 12     | 16     | 272    | 386     | 662     |
| 当期純利益           | 200    | 228    | -164   | 761     | 327    | 217    | 931    | 1,557  | 11,928  | 20,203  |
| 前年比             | -14.8% | 14.3%  | -      | -       | -57.0% | -33.7% | 330.0% | 67.2%  | 666.1%  | 69.4%   |
| 当期純利益率          | 4.5%   | 5.0%   | -      | 10.4%   | 5.5%   | 3.2%   | 3.5%   | 1.7%   | 5.5%    | 9.7%    |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 200    | 231    | -176   | 757     | 316    | 211    | 537    | 806    | 4,965   | 9,530   |
| 前年比             | -14.6% | 15.8%  | -      | -       | -58.2% | -33.1% | 154.2% | 50.1%  | 516.0%  | 91.9%   |
| 純利益率            | 4.5%   | 5.1%   | -      | 10.4%   | 5.3%   | 3.2%   | 2.0%   | 0.9%   | 2.3%    | 4.6%    |

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

- ▶ 「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         | 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  |
|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| (百万円)         | 連結     | 連結     | 連結      | 連結     | 連結     | 連結     | 連結     | 連結      | 連結      | 連結      |
| 現金及び預金        | 407    | 496    | 672     | 601    | 799    | 1,209  | 4,722  | 3,966   | 20,619  | 37,740  |
| 受取手形及び売掛金     | 525    | 473    | 335     | 335    | 393    | 303    | 1,312  | 6,156   | 2,011   | 3,558   |
| 商品及び製品        | 263    | 385    | 423     | 327    | 172    | 246    | 6,480  | 26,740  | 48,827  | 13,232  |
| 販売用不動産        | 333    | 118    | 73      | 44     | 414    | 1,536  | 365    | 768     | 452     | 1,350   |
| 仕掛品           | 336    | 666    | 2,637   | 3,659  | 3,631  | 4,751  | 4,462  | 3,804   | 4,335   | 4,891   |
| 貸倒引当金         | -10    | -22    | -204    | -219   | -1     | 0      | -1     | -109    | -36     | -46     |
| 流動資産合計        | 2,093  | 2,420  | 4,692   | 5,227  | 6,078  | 8,563  | 22,537 | 57,450  | 100,049 | 89,197  |
| 前年比           | 22.0%  | 15.6%  | 93.9%   | 11.4%  | 16.3%  | 40.7%  | 163.5% | 154.9%  | 74.1%   | -10.8%  |
| 対資産構成比        | 82.7%  | 86.7%  | 73.3%   | 72.7%  | 55.3%  | 57.9%  | 57.2%  | 67.5%   | 69.6%   | 59.4%   |
| 建物及び構築物       | 11     | 11     | 29      | 39     | 116    | 116    | 427    | 569     | 1,143   | 4,108   |
| 減価償却累計額       | -6     | -8     | -14     | -20    | -53    | -59    | -120   | -191    | -356    | -528    |
| 建物及び構築物（純額）   | 5      | 4      | 15      | 19     | 62     | 58     | 306    | 378     | 786     | 3,580   |
| 機械装置及び運搬具     | 52     | 51     | 848     | 970    | 2,172  | 2,649  | 13,626 | 19,431  | 27,463  | 49,659  |
| 減価償却累計額       | -23    | -31    | -154    | -250   | -369   | -528   | -1,492 | -3,080  | -5,901  | -11,096 |
| 機械装置及び運搬具（純額） | 29     | 19     | 694     | 720    | 1,803  | 2,122  | 12,133 | 16,351  | 21,562  | 38,563  |
| 土地            | 114    | 148    | 472     | 707    | 1,033  | 1,133  | 1,332  | 1,791   | 2,403   | 2,542   |
| 建設仮勘定         |        |        |         |        | 1,330  | 2,211  | 1,331  | 1,757   | 7,823   | 3,391   |
| 有形固定資産合計      | 189    | 223    | 1,222   | 1,456  | 4,239  | 5,529  | 15,201 | 20,507  | 32,943  | 49,304  |
| 前年比           | 17.5%  | 17.7%  | 448.6%  | 19.1%  | 191.0% | 30.4%  | 174.9% | 34.9%   | 60.6%   | 49.7%   |
| 対資産構成比        | 7.5%   | 8.0%   | 19.1%   | 20.3%  | 38.6%  | 37.4%  | 38.6%  | 24.1%   | 22.9%   | 32.8%   |
| 無形固定資産合計      | 61     | 5      | 290     | 217    | 195    | 110    | 365    | 4,688   | 7,523   | 6,404   |
| 前年比           | -24.5% | -91.3% | 5361.3% | -25.3% | -9.9%  | -43.7% | 231.8% | 1184.4% | 60.5%   | -14.9%  |
| 対資産構成比        | 2.4%   | 0.2%   | 4.5%    | 3.0%   | 1.8%   | 0.7%   | 0.9%   | 5.5%    | 5.2%    | 4.3%    |
| 投資その他の資産合計    | 188    | 142    | 195     | 289    | 459    | 554    | 1,268  | 2,463   | 3,134   | 5,266   |
| 前年比           | 62.9%  | -24.0% | 36.6%   | 48.4%  | 59.1%  | 20.6%  | 128.9% | 94.2%   | 27.2%   | 68.0%   |
| 対資産構成比        | 7.4%   | 5.1%   | 3.0%    | 4.0%   | 4.2%   | 3.8%   | 3.2%   | 2.9%    | 2.2%    | 3.5%    |
| 固定資産合計        | 438    | 371    | 1,707   | 1,962  | 4,893  | 6,193  | 16,835 | 27,659  | 43,600  | 60,975  |
| 前年比           | 22.6%  | -15.4% | 360.7%  | 14.9%  | 149.4% | 26.6%  | 171.8% | 64.3%   | 57.6%   | 39.9%   |
| 対資産構成比        | 17.3%  | 13.3%  | 26.7%   | 27.3%  | 44.5%  | 41.9%  | 42.7%  | 32.5%   | 30.3%   | 40.6%   |
| 繰延資産合計        |        |        |         |        | 14     | 17     | 16     | 10      | 42      | 1       |
| 資産合計          | 2,531  | 2,790  | 6,400   | 7,189  | 10,985 | 14,765 | 39,388 | 85,121  | 143,691 | 150,173 |
| 前年比           | 22.1%  | 10.2%  | 129.4%  | 12.3%  | 52.8%  | 34.4%  | 166.8% | 116.1%  | 68.8%   | 4.5%    |
| 負債            |        |        |         |        |        |        |        |         |         |         |
| 買掛金           | 436    | 529    | 331     | 411    | 533    | 991    | 5,058  | 14,595  | 16,412  | 12,252  |
| 短期借入金         | 194    | 410    | 1,027   | 1,270  | 1,147  | 699    | 6,499  | 18,356  | 35,031  | 28,753  |

|                 |       |       |        |       |       |        |        |        |         |         |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 1年内返済予定の長期借入金   | 122   | 51    | 697    | 800   | 967   | 1,071  | 869    | 1,266  | 3,070   | 2,853   |
| 契約負債            |       |       |        |       |       |        |        | 16,255 | 27,843  | 8,635   |
| 1年内返済予定の長期割賦未払金 |       |       |        |       | 75    | 1,582  | 2,384  | 464    | 460     | 793     |
| 流動負債合計          | 1,127 | 1,368 | 3,545  | 3,873 | 4,641 | 6,745  | 26,212 | 57,721 | 100,356 | 83,261  |
| 社債              |       |       |        |       | 100   | 36     | 116    | 50     | 166     | 66      |
| 長期借入金           | 269   | 92    | 1,467  | 1,139 | 1,679 | 3,594  | 6,105  | 12,032 | 13,199  | 12,703  |
| リース債務           | 14    | 32    | 25     | 13    | 8     | 0      | 79     | 10     | 483     | 513     |
| 長期割賦未払金         |       |       |        |       | 1,342 | 1,966  | 1,828  | 7,028  | 6,267   | 10,144  |
| 固定負債合計          | 361   | 203   | 1,733  | 1,499 | 4,312 | 5,859  | 8,398  | 19,452 | 20,563  | 24,479  |
| 負債合計            | 1,488 | 1,571 | 5,279  | 5,373 | 8,953 | 12,605 | 34,611 | 77,174 | 120,920 | 107,741 |
| 前年比             | 23.3% | 5.6%  | 236.0% | 1.8%  | 66.6% | 40.8%  | 174.6% | 123.0% | 56.7%   | -10.9%  |
| 対資産構成比          | 58.8% | 56.3% | 82.5%  | 74.7% | 81.5% | 85.4%  | 87.9%  | 90.7%  | 84.2%   | 71.7%   |
| 純資産             |       |       |        |       |       |        |        |        |         |         |
| 株主資本            |       |       |        |       |       |        |        |        |         |         |
| 資本金             | 656   | 656   | 701    | 701   | 701   | 702    | 825    | 1,243  | 2,059   | 2,518   |
| 資本剰余金           |       |       | 45     | 45    | 45    | 47     | 229    | 647    | 1,413   | 2,195   |
| 利益剰余金           | 383   | 564   | 333    | 1,022 | 1,245 | 1,368  | 2,919  | 3,629  | 8,486   | 17,800  |
| 自己株式            | 0     | 0     | -1     | -1    | -21   | -21    | -21    | -22    | -143    | -144    |
| 株主資本合計          | 1,038 | 1,219 | 1,077  | 1,767 | 1,969 | 2,096  | 3,953  | 5,497  | 11,815  | 22,369  |
| 新株予約権           | 1     |       | 2      | 5     | 3     | 13     | 135    | 266    | 305     |         |
| 非支配株主持分         | 3     |       | 43     | 47    | 58    | 63     | 758    | 1,939  | 9,909   | 18,327  |
| 純資産合計           | 1,043 | 1,219 | 1,121  | 1,816 | 2,032 | 2,159  | 4,777  | 7,947  | 22,771  | 42,432  |
| 前年比             | 20.4% | 16.9% | -8.1%  | 62.0% | 11.9% | 6.2%   | 121.3% | 66.4%  | 186.5%  | 86.3%   |
| 対資産構成比          | 41.2% | 43.7% | 17.5%  | 25.3% | 18.5% | 14.6%  | 12.1%  | 9.3%   | 15.8%   | 28.3%   |

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              | 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  |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| (百万円)                    | 連結     | 連結     | 連結     | 連結     | 連結     | 連結     | 連結      | 連結      | 連結      | 連結      |
| 営業活動によるキャッシュフロー          |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |
| 税金等調整前当期純利益              | 367    | 388    | 84     | 917    | 581    | 304    | 1,255   | 2,168   | 13,990  | 24,278  |
| 減価償却費                    | 47     | 34     | 54     | 123    | 167    | 188    | 708     | 1,457   | 1,917   | 4,677   |
| のれん償却額                   | 17     | 17     |        | 101    | 107    | 77     | 12      | 147     | 375     | 139     |
| 減損損失                     |        | 35     |        | 28     |        |        |         |         | 237     | 401     |
| 支払利息                     | 14     | 11     | 18     | 44     | 85     | 111    | 317     | 740     | 1,473   | 2,050   |
| 持分法による投資損益（は益）           | 18     | 0      | 13     | 8      | -2     | -27    | -19     | -26     | -425    | -94     |
| 為替差損益（は益）                | -4     | 1      | 0      | -5     | 0      | 2      | -139    | 49      | -1,601  | 758     |
| 売上債権の増減額（は増加）            | -117   | 52     | 138    | -1     | -214   | 113    | -2,419  | -11,424 | 4,294   | -1,441  |
| 棚卸資産の増減額（は増加）            | 14     | -451   | 221    | -927   | -956   | -1,270 | -3,399  | -16,745 | -20,712 | 33,161  |
| 仕入債務の増減額（は減少）            | -78    | 93     | -732   | 79     | 120    | 378    | 3,569   | 19,793  | 1,058   | -4,498  |
| 前受金の増減額（は減少）             | 71     | 62     | -583   | -16    | 671    | 63     | -197    | -1,238  | 10,176  | -19,113 |
| その他                      |        |        |        | 320    | 283    | 664    | -174    | 292     | 7,283   | -7,500  |
| 小計                       | 139    | 323    | -837   | 641    | 391    | -647   | -240    | -4,810  | 20,867  | 49,317  |
| 利息及び配当金の受取額              | 0      | 1      | 1      | 0      | 1      | 0      | 29      | 117     | 102     | 464     |
| 利息の支払額                   | -14    | -12    | -17    | -44    | -85    | -114   | -298    | -754    | -1,508  | -2,033  |
| 法人税等の支払額                 | -68    | -106   | -131   | -265   | -453   | -101   | -160    | -1,002  | -1,062  | -3,419  |
| 営業活動によるキャッシュフロー(1)       | 57     | 206    | -984   | 405    | -147   | -861   | -608    | -6,449  | 18,526  | 44,757  |
| 投資活動によるキャッシュフロー          |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |
| 定期預金の預入による支出             |        | -119   | -26    | -141   | -92    | -401   | -114    | -331    | -285    | -99     |
| 定期預金の払戻による収入             |        | 75     | 23     |        | 41     | 140    | 113     | 96      | 139     | 587     |
| 有形固定資産の取得による支出           | -141   | -55    | -428   | -377   | -1,473 | -117   | -2,732  | -6,036  | -12,400 | -9,656  |
| 無形固定資産の取得による支出           | -10    | -5     | -14    | -31    | -7     | -11    | -10     | -12     | -2,198  | -1,157  |
| 預け金の預入による支出              |        |        |        |        |        |        |         | -787    | -5,539  | -10,914 |
| 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  | -99     |
| 貸付による支出                  | -92    | -105   | -12    | -44    | -154   |        | -431    | -980    | -124    | -2      |
| 貸付金の回収による収入              | 8      | 131    | 12     | 43     | 38     |        | 10      | 27      | 113     | 13      |
| その他                      |        | -1     |        |        | -7     | -9     | -3      | -63     | -17     | 29      |
| 投資活動によるキャッシュフロー(2)       | -252   | -75    | -864   | -559   | -1,620 | -472   | -1,391  | -13,221 | -20,670 | -21,191 |
| FCF (1+2)                | -195   | 131    | -1,848 | -155   | -1,766 | -1,333 | -1,999  | -19,670 | -2,144  | 23,566  |
| 財務活動によるキャッシュフロー          |        |        |        |        |        |        |         |         |         |         |
| 割賦債務の返済による支出             |        | -32    | 1,983  | 17     | 510    | 1,996  | 5,176   | 14,000  | 16,506  | -9,484  |
| 短期借入れによる収入               | 816    | 1,244  | 1,508  | 1,713  | 2,033  | 1,979  | 13,812  | 46,519  | 70,923  | 65,378  |
| 短期借入金の返済による支出            | -659   | -1,028 | -891   | -1,471 | -1,792 | -2,130 | -10,823 | -36,222 | -55,275 | -72,327 |
| 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   | 2,455   |
| 長期借入金の返済による支出            | -114   | -317   | -235   | -896   | -1,019 | -1,399 | -1,438  | -3,920  | -4,686  | -4,990  |
| 株式の発行による収入               |        |        | 90     |        |        |        | 224     | 775     | 1,399   | 862     |
| 配当金の支払額                  | -25    | -50    | -55    | -67    | -86    | -87    | -89     | -98     | -117    | -138    |
| 財務活動によるキャッシュフロー          | 104    | -85    | 1,991  | -62    | 1,913  | 1,465  | 5,290   | 17,752  | 17,235  | -5,446  |
| 減価償却費及びのれん償却費(A)         | 47     | 34     | 54     | 123    | 274    | 265    | 720     | 1,604   | 2,292   | 4,816   |
| 有形・無形固定資産の取得 (B)         | -151   | -60    | -442   | -408   | -1,480 | -128   | -2,742  | -6,048  | -14,598 | -10,813 |
| 運転資金増減 (C)               | 181    | 307    | 2,069  | 847    | -246   | 648    | 2,889   | 14,912  | 16,654  | -27,169 |
| 単純FCF (NI+A+B-C)         | -85    | -101   | -2,633 | -374   | -644   | -300   | -4,374  | -18,550 | -23,995 | 30,702  |

出所：会社資料よりSR社作成

\* 主要項目のみ掲載した



# ニュース&トピックス

## 同社元執行役員のインサイダー取引に関して発表

2024年5月16日

Abalance株式会社は、同社元執行役員のインサイダー取引に関して発表した。

(リリース文へのリンクは[こちら](#))

2024年5月16日、同社元執行役員が金融商品取引法違反（インサイダー取引）の疑いで逮捕された報道がなされた。これまでの当局による調査過程において、同社に在籍する全ての役職員および元役職員の同伴への関与は一切認められていない。

## 2024年6月期通期業績予想の修正に関して発表

2024年5月15日

Abalance株式会社は、2024年6月期通期業績予想の修正に関して発表した。

(リリース文へのリンクは[こちら](#))

### 2024年6月期通期業績予想の数値

- 売上高：185,000百万円（前回予想は251,800百万円）
- 営業利益：20,600百万円（同15,800百万円）
- 経常利益：20,600百万円（同15,800百万円）
- 親会社株主に帰属する当期純利益：8,000百万円（同7,000百万円）

#### 修正の理由

売上高は、太陽光パネルのグローバル市場における需給バランスの軟化によりパネル市場価格の下落が進み、前回予想を下回る見込みとなった。一方でセル内製化などの生産性向上が利益率改善に寄与し、営業利益以下の各段階利益は前回予想を上回る見込みとなった。

## 第三者割当の方法による新株式の発行に関して発表

2024年4月26日

Abalance株式会社は、第三者割当の方法による新株式の発行に関して発表した。

(リリース文へのリンクは[こちら](#))

同社は、太陽光発電事業への投資の資金調達を目的に、Athos Asia Event Driven Master Fundを割当予定先として、第三者割当による新株式の発行について決議した。

同第三者割当における株式の発行数量は440千株であり、同株式に係る議決権の数は4,400個である。同社の発行済株式総数17,477,433株（2024年3月31日現在）に対する比率は2.51%、議決権総数173,705個（同）に対する比率は2.53%である。

同社の2023年12月末の自己資本比率は10.6%であり、2023年6月末の8.8%から改善基調にあるが、2026年6月期の目標である20%を目指すためには、資本の増強および国内事業の成長による利益剰余金の増加などにより自己資本の増強を図ることが必要である。このため、同社は当該資金調達の方法として、第三者割当による方式が同社の財務状況を改善させ、確実に資金を調達できる手段であり、事業成長を通じた株主価値の向上に資するものと判断した。

#### 調達する資金の額

- 払込金額の総額：863百万円
- 発行諸費用の概算額：55百万円
- 差引手取概算額：808百万円

調達する資金の使途

- ▶ 太陽光発電所の開発および取得等に係る資金：808百万円
  - ▶ 北海道地区系統蓄電池事業：608百万円
  - ▶ 広島県の発電所株式の取得：100百万円
  - ▶ 岡山県の発電所の取得：100百万円

新株式発行の概要

|                 |                                              |
|-----------------|----------------------------------------------|
| 募集株式の種類および数     | 同社普通株式：440,000株                              |
| 募集株式の払込金額       | 1株につき1961.1円                                 |
| 払込金額の総額         | 863百万円                                       |
| 増加する資本金および資本準備金 | 資本金：431百万円<br>資本準備金：431百万円                   |
| 払込期日            | 2024年5月13日                                   |
| 募集の方法           | 第三者割当による                                     |
| 割当予定先および株式数     | Athos Asia Event Driven Master Fund 440,000株 |

出所：会社資料よりSR社作成

VSUNのインゴット、ウエハ新工場建設開始に関して発表

2024年1月22日

Abalance株式会社は、Vietnam Sunergy Joint Stock Company（以下、VSUN）が、太陽光パネルの主要部品であるインゴット、ウエハの製造を目的とした新工場（第1フェーズ）の建設開始に関して発表した。

（リリース文へのリンクは[こちら](#)）

2023年秋に竣工したセル工場に続き、上流工程となるインゴット（ casting・スライス・研磨など）、ウエハ工場を新設し、2024年前半までの稼働開始を予定している。新工場の稼働により、主要部品の安定調達を進め、各国の輸入規制への対応を図るとともに、グローバル・サプライチェーンの強化を図り、中長期的な競争力の向上を図る。

新工場の概要

名称：Vietnam Sunergy Joint Stock Company インゴット、ウエハ工場

所在地：ベトナム国 北部工業団地

敷地面積：約 132,000㎡

生産能力：年間生産能力:4GW

製造品目：太陽光パネル製造の主要部品となるインゴット、ウエハ生産

資金調達：自己資金により充当

# 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子会社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  | 米子会社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、株式会社パロズを子会社化                           |
| 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(株式会社パロズ)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12月期末

| 上位主要株主           | 所有株式数<br>(千株) | 所有株式数<br>の割合 |
|------------------|---------------|--------------|
| 龍 潤生             | 5,460         | 31.39%       |
| 有限会社飯塚フューチャーデザイン | 645           | 3.71%        |
| 日野 豊             | 488           | 2.81%        |
| 楽天証券             | 335           | 1.93%        |
| 山下 博             | 314           | 1.81%        |
| 株式会社神宮館          | 291           | 1.67%        |
| 嚴 平志郎            | 231           | 1.33%        |
| 飯塚 芳枝            | 178           | 1.02%        |
| 野村證券株式会社         | 138           | 0.80%        |
| 明治機械株式会社         | 136           | 0.78%        |
| 合計               | 8,216         | 47.24%       |

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）   | 岡田 竜介       |
| 氏名（カナ）   | オカダ リュウスケ   |
| 生年月日     | 1962年10月19日 |
| 1986年4月  | 野村證券株式会社入社  |
| 2007年8月  | ドイツ証券株式会社入社 |
| 2012年12月 | 宝印刷株式会社     |
| 2018年8月  | 同 取締役常務執行役員 |

出所：会社資料よりSR社作成

\*岡田氏は2024年9月の株主総会において、同社の代表取締役社長に就任予定

## 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・監査等委員会関係              |                                         |
| 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                                      |
| 定款上の監査役的人数                | -                                       |
| 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                       |                                         |
| 議決権電子行使プラットフォームへの参加       | 無                                       |
| 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、<br>子会社の従業員、その他 |
| 取締役報酬の開示状況                | 個別報酬の開示はしていない                           |
| 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

\*2023年10月時点

## 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>**

## ディスクレーマー

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注意ください。

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。