

3856

Abalance

Custom report created by IR Abalance on 2024年5月23日

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 までメールをお寄せください。



要約

Abalance株式会社（東証STD 3856、以下、同社）は傘下の子会社を通じて、太陽光パネルの製造販売、太陽光発電システムの企画・開発・販売・保守・運営、太陽光発電所の保有・売電などを行う。同社単体はホールディングカンパニーとしてグループの経営指導・管理を行い、事業は子会社が担っている。2023年6月期の売上高は215,284百万円、営業利益は12,804百万円であった。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96.1%、その他及び調整額前営業利益構成比92.1%）およびグリーンエネルギー事業（同3.7%、同7.8%）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が加わり、太陽光パネルの製造、発電所の企画から保守・運営・リサイクル、売買まで行う一貫体制を構築した。

太陽光パネル製造事業を担うVSUNは、2015年6月に設立され、本社はベトナム北東部バクザン省である。ベトナム国内に第1～第4のパネル製造工場を有し年間製造能力は5GW、セル工場（年間製造能力4GW）が2023年10月下旬に竣工し、ウェハ工場（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、ベトナム工場でウェハからセル、パネルを一貫製造し、在外支店や直販を通じて、主に米国や欧州などの国外に販売している。設立以来、製造能力を拡張してきたことで、ベトナムで大手の1社となっている。

グリーンエネルギー事業は、主に子会社のWWBや株式会社パローズ（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、2023年6月期の売上高構成比はストック型が40%、フロー型が60%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月に新たな中期経営計画（2024年6月期～2026年6月期）を策定し、国内外保有発電容量1GWは維持したが、太陽光パネルの年間製造能力を2023年6月期の5GWから2026年6月期に10GW、セル工場の年間製造能力を2023年10月下旬の4GWから2026年6月期に10GWまで拡張する。同社は、今後の投資資金などを確保するため、新たな資金の借入、セル製造子会社Vietnam Sunergy Cell Company Limited（以下、Cell Company）の完全親会社を通じた米国のナスダック証券取引所への上場を計画している。

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

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

業績動向

2023年6月期の通期業績は、売上高215,284百万円（前期比133.7%増）、営業利益12,804百万円（同697.8%増）、経常利益14,038百万円（同890.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益4,965百万円（同516.0%増）、営業利益率5.9%（前期は1.7%）となった。欧米市場向けのパネル販売が好調に推移したほか、2023年1月からは太陽光パネルの第4工場が稼働を開始したこと、部材価格・輸送費などの高騰に対する価格転嫁、コンテナ運賃の低下、などから増収増益となった。

2024年5月、同社は2024年6月期通期会社予想の修正を発表した。修正後の会社予想は、売上高185,000百万円（前期比14.1%減）、営業利益20,600百万円（同60.9%増）、経常利益20,600百万円（同46.7%増）、親会社株主に帰属する当期純利益8,000百万円（同61.6%増）を見込む。前回予想と比較し、売上高で66,800百万円の減額修正、営業利益および経常利益で4,800百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で1,000百万円の増額修正となった。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。太陽光パネルの第4工場やセル工場・ウエハ工場が稼働する中、太陽光パネル販売先を米国、欧州、その他地域へ販路を拡大し増収を図る。利益面では、外部調達してきたセル・ウエハの自社生産、部材価格やコンテナ運賃等に応じたパネル販売の価格設定や生産効率化を図ることで安定した利益を確保する。

同社では、2030年までに「再生可能エネルギーの中核的グローバル企業」となることを目標に掲げ、太陽光パネル製造のサプライチェーン構築、グリーンエネルギー事業を成長エンジンとし、持続的成長および企業価値の最大化を図る方針である。2023年9月に新たな中期経営計画（2024年6月期～2026年6月期）を策定し、この目標を実現する加速期間と位置付けている。最終年度である2026年6月期の売上高は355,800百万円、営業利益30,800百万円まで拡大し、営業利益率は8.7%への上昇を見込む。計画期間の年平均成長率は売上高18.2%、営業利益34.0%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。
- セルの製造機能が加わりグローバルなサプライチェーンを形成するとともにジャパンブランドを確立し、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は外部機関や大手調達先からも評価されている。

一方、弱みを以下の3点だと考えている。

- VSUN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に加え、米国内でのパネル生産を計画し、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月にはウエハ工場（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。
- 高水準の投資を銀行借入で継続するには、財務健全性を高める必要がある。同社は2026年6月期で自己資本比率の目標値を20%とし、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

	14年6月期	15年6月期	16年6月期	17年6月期	18年6月期	19年6月期	20年6月期	21年6月期	22年6月期	23年6月期	24年6月期
損益計算書 (百万円)											
売上高	3,347	4,396	4,540	6,495	7,301	5,985	6,678	26,901	92,122	215,284	185,000
前年比	45.3%	31.4%	3.3%	43.1%	12.4%	-18.0%	11.6%	302.8%	242.4%	133.7%	-14.1%
売上総利益	738	1,081	1,108	1,489	2,178	1,873	1,762	4,788	9,613	29,621	
前年比	15.1%	46.5%	2.5%	34.4%	46.3%	-14.0%	-5.9%	171.7%	100.8%	208.1%	
売上総利益率	22.0%	24.6%	24.4%	22.9%	29.8%	31.3%	26.4%	17.8%	10.4%	13.8%	
営業利益	264	420	397	115	927	608	362	1,361	1,605	12,804	20,600
前年比	28.4%	59.5%	-5.5%	-71.0%	704.7%	-34.4%	-40.5%	276.4%	17.9%	697.8%	60.9%
営業利益率	7.9%	9.6%	8.8%	1.8%	12.7%	10.2%	5.4%	5.1%	1.7%	5.9%	11.1%
EBITDA	296	468	431	169	1,050	882	627	2,081	3,209	15,096	
前年比	28.9%	58.3%	-7.9%	-60.8%	521.0%	-16.0%	-29.0%	232.1%	54.2%	370.4%	
EBITDAマージン	8.8%	10.6%	9.5%	2.6%	14.4%	14.7%	9.4%	7.7%	3.5%	7.0%	
経常利益	241	339	427	49	874	566	306	1,269	1,418	14,038	20,600
前年比	108.5%	40.9%	25.8%	-88.6%	1700.1%	-35.2%	-46.0%	315.3%	11.7%	890.0%	46.7%
経常利益率	7.2%	7.7%	9.4%	0.7%	12.0%	9.5%	4.6%	4.7%	1.5%	6.5%	11.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	234	200	231	-176	757	316	211	537	806	4,965	8,000
前年比	100.8%	-14.6%	15.8%	-	-	-58.2%	-33.1%	154.2%	50.1%	516.0%	61.1%
純利益率	6.99%	4.55%	5.10%	-2.7%	10.4%	5.3%	3.2%	2.0%	0.9%	2.3%	4.3%
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	5,041	5,190	5,190	5,190	5,196	5,334	5,567	17,465	
EPS	20.93	13.22	15.31	-	48.64	20.38	13.64	34.21	49.12	293.36	461.49
EPS (潜在株式調整後)	20.69	13.21	-	-	48.48	20.38	-	33.70	49.04	290.41	-
DPS	0.00	3.33	3.67	3.67	5.67	5.67	5.67	6.00	6.00	8.00	-
BPS	57.13	68.68	80.65	68.42	113.54	127.15	134.99	251.62	353.33	726.88	-
貸借対照表 (百万円)											
流動資産合計	1,715	2,093	2,420	4,692	5,227	6,078	8,553	22,537	57,450	100,049	
現金預金	494	407	496	672	601	799	1,209	4,722	3,966	20,619	
受取手形及び売掛金	408	525	473	335	335	393	303	1,312	6,156	2,011	
商品及び製品	499	263	385	423	327	172	246	6,480	26,740	48,827	
有形固定資産	161	189	223	1,222	1,456	4,239	5,529	15,201	20,507	32,943	
無形固定資産	81	61	5	290	217	195	110	365	4,688	7,523	
投資その他の資産計	115	188	142	195	289	459	554	1,268	2,463	3,134	
資産合計	2,073	2,531	2,790	6,400	7,189	10,985	14,765	39,388	85,121	143,691	
流動負債合計	821	1,127	1,368	3,545	3,873	4,641	6,745	26,212	57,721	100,356	
固定負債合計	386	361	203	1,733	1,499	4,312	5,859	8,398	19,452	20,563	
負債合計	1,207	1,488	1,571	5,279	5,373	8,953	12,605	34,611	77,174	120,920	
純資産合計	866	1,043	1,219	1,121	1,816	2,032	2,159	4,777	7,947	22,771	
自己資本 (新株予約権・非支配株主持分除く)	864	1,038	1,219	1,077	1,767	1,969	2,093	4,006	5,873	12,596	
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	-77	57	206	-984	405	-147	-861	-608	-6,449	18,526	
投資活動によるキャッシュフロー	-116	-252	-75	-864	-559	-1,620	-472	-1,391	-13,221	-20,670	
財務活動によるキャッシュフロー	393	104	-85	1,991	-62	1,913	1,465	5,290	17,752	17,235	
財務指標											
総資産経常利益率(ROA)	14.8%	14.7%	16.0%	1.1%	12.9%	6.2%	2.4%	4.7%	2.3%	12.3%	
自己資本純利益率(ROE)	34.2%	21.0%	20.5%	-15.3%	53.2%	16.9%	10.4%	17.6%	16.3%	53.8%	
自己資本比率	41.7%	41.0%	43.7%	16.8%	24.6%	17.9%	14.2%	10.2%	6.9%	8.8%	

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

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

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

世界電力需給、発電容量

世界電力需給見通し

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

WEOでは3つのシナリオによる見通しを公表

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

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

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

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

設備容量見通し

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 (GW)	実績		公表政策シナリオ (STEPS)			表明公約シナリオ (APS)			ネット・ゼロ排出2050年実現シナリオ (NZE)		
	2021	2022	2030	2040	2050	2030	2040	2050	2030	2040	2050
合計	8,230	8,643	14,168	21,328	25,956	15,285	25,195	32,100	16,180	29,354	36,956
(WEO2022)			11,954	16,468	19,792	12,932	20,258	26,541	15,306	26,870	33,878
再生可能エネルギー	3,292	3,629	8,611	14,965	19,120	9,786	18,893	25,368	11,008	23,331	30,275
うち太陽光 (WEO2022)	925	1,145	4,699	9,500	12,639	5,377	11,787	16,041	6,101	14,303	18,753
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 (GW)	実績		公表政策シナリオ (STEPS)			表明公約シナリオ (APS)			ネット・ゼロ排出2050年実現シナリオ (NZE)		
	2021	2022	2030	2040	2050	2030	2040	2050	2030	2040	2050
太陽光	925	1,145	4,699	9,500	12,639	5,377	11,787	16,041	6,101	14,303	18,753
年間当たり設備増加容量	-	220	444	464	411	529	591	532	620	731	629
風力	827	902	20,644	3,242	3,874	2,420	4,337	5,879	2,742	5,797	7,616
年間当たり設備増加容量	-	75	2,468	130	106	190	191	178	230	272	240

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

IEAの「Renewables 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78GW、インドの64GW、ドイツの59GW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、増加ペースを持続しても、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 CAGR	予想 CAGR	実績 増加幅	予想 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 年平均成長率	過去10年 年平均成長率
生産能力	61	67	94	105	155	184	219	327	483	717		
前年比	5.1%	10.4%	39.3%	11.9%	47.7%	18.7%	19.2%	49.0%	47.8%	48.4%	35.8%	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4月時点で0.12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	13.4
前年比			9.8%	-34.1%	13.8%	14.0%	-45.8%	-14.2%	24.8%	270.8%	11.4%	-63.9%	-6.9%
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	0.25
前年比			-0.4%	-23.3%	-11.2%	-8.9%	-47.2%	2.6%	7.7%	61.9%	55.9%	-67.9%	-26.5%
セル（単結晶）	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	0.05
前年比			-16.9%	3.1%	-33.3%	-4.5%	-38.1%	-7.7%	0.0%	25.0%	20.0%	-66.7%	-16.7%
モジュール（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	0.12
前年比			-10.6%	-9.8%	-29.1%	-10.3%	-34.3%	8.7%	-16.0%	23.8%	3.8%	-48.1%	-14.3%

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

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

*費用はいずれも加重平均値

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

世界太陽光発電費用	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	18年-22年年 平均成長率	13年-22年年 平均成長率
総設置費用 (米ドル/kWh)	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、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く、引き続き各素材において中国が高い生産能力構成比を占める。

製造能力構成比

生産能力構成比	需要		モジュール		セル		ウエハ		ポリシリコン	
	2021	2027	2021	2027	2021	2027	2021	2027	2021	2027
	実績	予想	実績	予想	実績	予想	実績	予想	実績	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FITが全体の85.1%を占めた。PPAは347MW（同6.4%）、自家消費307MW（同5.6%）にとどまった。2022年度からFITに加え、FIPが導入されたことで、設備容量1,000kW以上の新規の事業用太陽光発電による電力は、2022年度からFIT入札対象外となり、すべてFIPが入札対象となった。2023年度からは同500kW以上、2024年度からは同250kW以上の事業用太陽光発電がFIP入札の対象となる。2030年度の国内太陽光発電導入量については、6,151MWになると予測しており、年平均成長率は1.9%である。矢野経済研究所によれば、契約種別では、PPAが最も多く、次いで自家消費が続くとしている。

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

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

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

競合他社

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、5GW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5GW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。同社は米国や欧州が中心である。

4社の年間製造能力

本社 設立 決算期	Abalance		Canadian Solar		First Solar		JinkoSolar	
	日本		カナダ		米国		中国	
	2000年	2001年	2001年	2002年	1999年	2000年	2001年	2002年
年間生産能力 (GW)	22年6月期	23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
インゴット	0.0	0.0	20.4	20.4	0.0	0.0	0.0	0.0
ウエハ	0.0	0.0	20.0	21.0	0.0	0.0	65.0	85.0
セル	0.0	0.0	19.8	50.0	0.0	0.0	55.0	90.0
パネル/モジュール	2.6	5.0	32.2	57.0	9.8	16.6	70.0	110.0
合計	2.6	5.0	92.4	148.4	9.8	16.6	190.0	285.0
従業員数	1,008	1,430	13,535	18,423	5,500	6,700	46,511	57,397
地域別売上高								
北米	74.0%	86.7%	37.4%	34.4%			4.5%	8.8%
米国			26.3%	19.5%	83.7%	74.0%		
欧州	4.0%	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	11.7%	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の年間生産能力はVSUN社、従業員数、地域別売上高はAbalanceの数値

収益・財務

同社の2023年6月期のROE、ROAは12.3%（前期2.3%）、53.8%（同16.3%）と前期から上昇した。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社と同水準を上回る水準となった。競合企業3社の

Abalance 3856



Research Coverage Report by Shared Research Inc. | <https://sharedresearch.jp> | 登録無料

2023年12月期決算は各社とも増収増益決算であり、2023年6月期である同社決算と比較すると、純利益率は同社を上回った。同社の2022年6月期の売上原価率は90%近かったものの、2023年6月期は86.2%まで低下し他社とそん色ない水準まで低下した。

(百万円)	Abalance		Canadian Solar		First Solar		JinkoSolar	
	22年6月期	23年6月期	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
決算期								
会計基準	JPGAAP	JPGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP
売上高	92,122	215,284	998,553	1,087,454	350,203	473,996	1,611,396	2,387,479
前年比	242.4%	133.7%	63.1%	8.9%	3.3%	35.3%	116.8%	48.2%
売上原価	82,508	185,663	829,672	904,634	340,863	288,220	1,373,385	2,004,294
前年比	273.1%	125.0%	63.7%	9.0%	33.9%	-15.4%	120.8%	45.9%
売上高原価率	89.6%	86.2%	83.1%	83.2%	97.3%	60.8%	85.2%	84.0%
売上高総利益	9,613	29,621	168,881	182,820	9,340	185,776	238,011	383,185
前年比	100.8%	208.1%	60.1%	8.3%	-89.0%	1889.0%	96.4%	61.0%
売上高総利益率	10.4%	13.8%	16.9%	16.8%	2.7%	39.2%	14.8%	16.0%
販管費及び一般管理費	8,007	16,816	121,276	118,072	46,876	64,316	229,690	260,618
前年比	133.6%	110.0%	45.4%	-2.6%	39.1%	37.2%	127.1%	13.5%
販管費率	8.7%	7.8%	12.1%	10.9%	13.4%	13.6%	14.3%	10.9%
当期純利益	806	4,965	32,084	39,162	-5,905	118,660	12,028	69,353
前年比	50.1%	516.0%	190.3%	22.1%	-110.9%	-2109.5%	-8.4%	476.6%
純利益率	0.9%	2.3%	3.2%	3.6%	-1.7%	25.0%	0.7%	2.9%
ROE (当期純利益)	2.3%	12.3%	12.4%	10.7%	-0.8%	12.4%	3.8%	10.3%
ROA (当期純利益)	16.3%	53.8%	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

2023年6月期の自己資本比率は8.8%と前期の6.9%から上昇したが、依然他社の同比率を下回っている。

(百万円)	Abalance		Canadian Solar		First Solar		JinkoSolar	
	22年6月期	23年6月期	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
決算期								
会計基準	JPGAAP	JPGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP	USGAAP
総資産額	85,121	143,691	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)	5,873	12,596	259,597	365,537	780,281	955,171	316,692	674,613
前年比	46.6%	114.5%	24.2%	40.8%	12.9%	22.4%	57.4%	113.0%
自己資本比率	6.9%	8.8%	21.5%	21.5%	70.7%	64.5%	15.0%	24.7%
営業CF	-6,449	18,526	122,554	97,784	116,769	86,021	-112,446	278,143
投資CF	-13,221	-20,670	-84,296	-238,728	-159,447	-67,529	-237,896	-304,970
財務CF	17,752	17,235	-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、ジャパンブランドとして販売している。2023年10月下旬からベトナムで最先端のセル工場が稼働し、セル生産も開始している。

IEAによれば、2021年の太陽光パネル生産の国別構成比は中国74.7%、次いでベトナムの6.8%、マレーシアの3.7%、韓国3.3%、米国2.7%と中国が独占している。VSUNの主な競合相手は世界に展開する大手の太陽光パネル製造会社であり、大手を中心にほとんどが中国企業である。VSUNと同様に一定の生産規模を有し、中国国外で太陽光製造パネルを生産するのは米国First Solar Inc.などに限定される。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、ウェ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。

セルの製造機能が加わりグローバルなサプライチェーンを形成するとともにジャパンブランドを確立し、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

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ブ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に外部機関や大手調達先からも評価されている

世界の太陽光パネル製造会社の年間製造能力では、中国企業が上位を独占している。VSUNの年間製造能力は5GWと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。米国のPV Evolution Labs (PVEL) の「PVモジュール信頼性スコアカード」では、2021年から品質の信頼性や性能が評価され「トップ・パフォーマー」に認定された数少ない企業である。中国の人権問題なども含め持続可能な調達を評価する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。このほかにも、大手調達先である仏大手石油会社TotalEnergies や仏大手電力ガス会社Engieの高い品質基準をクリアしている。

弱み(Weaknesses)

VSUN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に加え、米国内でのパネル生産を計画し、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VSUN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、補助金相殺関税、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いる（2022年6月より2年間、2024年6月に終了）。これに対抗すべく中国メーカーは東南アジアでの生産拠点の構築を進めている。こうした動きに対して米国は中国系太陽光発電メーカー5社（VSUNは含まれない）を迂回輸出企業として認定するなどの様相を呈している。今後も、突発的な政策変更により、製品需給やパネル価格市況は影響を受けやすい。

VSUNは現時点で迂回輸出の認定企業には該当していない。また、こうしたリスクを低減するため、同社ではベトナムでのパネル生産を主要部材であるセル生産にまで拡大した。今後は太陽光パネルの材料であるウエハ、インゴットの内製化も計画している。加えて、米国内でのパネル生産を計画し、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、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5GW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。Cell Companyは、2023年10月下旬からセル製造、2024年4月からウエハ製造も開始したが、いずれも年間生産能力は4GWであり、大手と比べて生産規模はまだ小さい。中期経営計画では、2026年6月期までに年間製造能力を太陽光パネルおよびセルそれぞれ10GWまで拡張する。

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

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

同社は、太陽光発電所の開発やM&A、太陽光パネルやセル製造工場への投資などから、フリーキャッシュフローは赤字が継続している。増資なども行ったが、投資は主に銀行借入で行ってきたことから有利子負債が増加し、自己資本比率は2022年6月期末には6.9%まで低下した。2023年6月期末は増資や利益の蓄積により自己資本比率は8.8%と改善したが、高水準の投資が継続するため、銀行借入で継続するには財務健全性をさらに高める必要がある。同社では2026年6月期の自己資本比率20%を目標としている。

同社では、2023年8月に、ベトナムのセル製造子会社 Cell Companyが実質的に米国ナスダック証券取引所に上場するSPACを通じて、上場し資金を調達する計画を公表した。調達した資金は米国工場の設備投資資金に充当するが、取引完了までには、BWAQ株主や米国証券取引委員会の承認、関連各国の各種法令遵守などが必要となる。なお、2024年5月6日付の同社リリースによると、Cell Companyの完全親会社TOYO Coが米国証券取引委員会（SEC）に提出した米国証券法に基づくForm F-4の効力発生を確認した旨を公表している。

企業概要

企業正式名称

Abalance株式会社

代表電話番号

03-6810-3028

設立年月日

2000年4月17日

IRコンタクト

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

本社所在地

東京都品川区東品川2-2-4

上場市場

東証スタンダード

上場年月日

2007年9月19日

決算月

6月

株式会社シェアードリサーチについて

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

連絡先

企業正式名称

株式会社シェアードリサーチ / Shared Research Inc.

TEL

+81 (0)3 5834-8787

住所

東京都千代田区神田猿樂町2丁目6-10

Email

info@sharedresearch.jp

HP

<https://sharedresearch.jp>

ディスクレーム

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

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