

エレクトロニクス商社からメーカーへ転身。半導体装置はサイクルあるも先端分野中心に成長。システム・サービスの安定拡大が収益押し上げへ

1987年に東京エレクトロン(8035 東証プライム)出身の吉田稔氏を中心に、半導体製造装置などの輸入商社として設立された。1990年代後半に日本の半導体デバイスメーカーの地位低下などで事業環境が悪化し、2000年に同事業から撤退。その後、半導体テスター、プローブカード、デバイス設計、組込みシステム、ソフトウェアなどを自社生産するメーカーへの転身を進めた。それが奏功し、2014年頃からは業績も安定的に成長している。

テスターなどのテストソリューション事業は、半導体サイクルの影響を受けるが先端分野を中心に成長。このところ収益が安定的に拡大しているのがシステム・サービス事業で、自動車向けシステム検証ツールやエンジニアリングサービス、クラウド決済サービスなどが伸びている。

イノテックの企業DNAは、「エレクトロニクスの設計や検証を支援する技術力と営業力」と考えられる。業態は変わったが、創業時からの知見と蓄積された技術力が現在も生きている。今後、DNAに沿った事業をさらに深掘し、顧客や製品ラインアップを増加させることで、同社の成長ポテンシャルが拡大するとの期待がエクイティストーリーと言えよう。模倣困難性は、長年培ってきた顧客との信頼関係と、開発や検証における経験と知見であろう。

25/3期～27/3期中期経営計画では、営業利益率向上、事業ポートフォリオの最適化、業績の安定性向上を掲げている。数値目標は、ROE10%、ROIC8%で、営業利益は過去最高33.3億円の更新を目指す。大塚信行社長の下で、事業再編や事業間シナジーの創出といった方策が取られており、効率性が向上する見通し。

NANDフラッシュメモリーは、AIデータセンター向けに高容量化が求められており、先端品の需要は中期的に拡大しよう。また、微細化の進展でチップレットの採用拡大が見込まれるが、同社のテストソリューションやEDAにも事業機会があろう。システム・サービスもIoTやエッジコンピューティング向けなどの需要拡大やクラウド型決済システムの伸長が見込まれる。

25/3期予想基準のPERは13.5倍、24/3期基準のPBRは0.74倍と低位。商社からメーカーへの転身が株式市場ではまだ十分に評価されていない可能性がある。シクリカルには25/3期がテストソリューションのボトムとみられ、26/3期からの収益回復が見込まれる。業績のボトムアウトが確認されれば同社の株価も回復に転じると期待される。

日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
21/3	32,536	4.4	1,954	17.0	2,460	29.8	1,534	31.3	120.7	50.0
22/3	37,238	14.5	2,585	32.3	2,984	21.3	2,194	43.0	168.7	65.0
23/3	38,629	3.7	2,319	-10.3	2,480	-16.9	1,666	-24.1	127.0	70.0
24/3	41,358	7.1	2,474	6.7	2,880	16.1	1,477	-11.3	110.6	70.0
25/3 会社予想	41,500	0.3	1,800	-27.3	1,800	-37.5	1,350	-8.6	100.3	70.0

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

株価・出来高 (過去1年間)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(12/23)	1,354
52週高値(3/8)	2,129
52週安値(8/5)	1,282
上場来高値(24/3/8)	2,129
上場来安値(08/10/27)	182
発行済株式数(百万株)	13.5
時価総額(十億円)	18.2
自己資本比率(24/3、%)	51.6
ROE(24/3、%)	6.1
PER(25/3 会予、倍)	13.5
PBR(24/3 実績、倍)	0.74
配当利回り(25/3 会予、%)	5.2

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

目次

エグゼクティブサマリー.....	3
1. 会社概要.....	4
2. 沿革.....	6
3. 大塚信行社長のプロフィール.....	10
4. テストソリューション事業.....	11
1) テスター.....	11
2) STAr Technologies.....	14
5. 半導体設計関連事業.....	17
1) EDA.....	18
2) 三栄ハイテックスとモーテック.....	20
6. システム・サービス事業.....	21
1) イノテックの組込みシステム.....	22
2) ガイオ・テクノロジー.....	22
3) アイティアアクセス.....	23
4) レグラス.....	24
7. 企業 DNA と模倣困難性.....	25
1) ポジショニング理論.....	25
2) 企業 DNA.....	25
3) 模倣困難性.....	25
4) エクイティストーリー.....	26
5) ビジョンとミッション.....	26
8. 財務戦略.....	27
9. 業績の動向.....	28
1) 当面の業績見通し.....	28
2) 中期経営計画.....	29
3) 事業環境と業績見通し.....	31
10. バリュエーションと株価見通し.....	33
11. リスク要因.....	38
12. サステナビリティの方針と実践.....	38
1) イノテックのコーポレートガバナンス体制.....	38
2) イノテックのサステナビリティ体制.....	39
3) イノテックの気候変動対応.....	40
4) イノテックの人的資本戦略.....	41

エグゼクティブサマリー

エレクトロニクス商社からメーカーへ業態を変えてきた

1987年に東京エレクトロン(8035 東証プライム)出身の吉田稔氏を中心に、半導体製造装置などの輸入販売を行う商社として設立された。1990年代後半に日本の半導体メーカーの地位低下などにより、製造装置の輸入販売が厳しくなり、2000年に同事業から撤退。その後、半導体設計ソフトのEDAを輸入販売する事業を除き、自社生産(外注も含む)を中心とするメーカーへの転身を図ってきた。現在、半導体テスター、信頼性評価装置、検査用プローブカード、デバイス設計、組込みシステム、ソフトウェアなどを自社生産している。個々の事業の多くは後発でシェアは限られるが、商社時代の知見を活かして顧客ニーズに合った特徴ある製品を展開。2014年頃からはこうした業態転換が軌道に乗り、業績も安定成長局面に入った。

テストソリューション、半導体設計関連、システム・サービスから成る

テストソリューション、半導体設計関連、システム・サービスの3セグメントから成る。テストソリューションは国内大手 NAND フラッシュメモリーメーカーなど向けにテスターを生産しており、シクリカルな成長が続く。台湾の子会社 STAr Technologies(以下、STAr)は半導体の信頼性評価装置やプローブカードを生産。半導体設計関連は、設計用ソフトウェアであるEDA(Electronic Design Automation)の輸入販売を行うとともに、半導体設計を行う子会社の三栄ハイテックスを持つ。このところ収益貢献が拡大しているのがシステム・サービスで、子会社ガイオ・テクノロジーの自動車向けシステム検証ツールやエンジニアリングサービス、子会社アイティアアクセスのクラウド決済サービスなどが伸びている。

企業 DNA は、「エレクトロニクスの設計や検証を支援する技術力と営業力」

イノテックの企業 DNA は、技術力を大事にする商社としてスタートしたこと、半導体や自動車部品などの設計や検証のための機器・ソフトウェアを強みとしてきたことから、「エレクトロニクスの設計や検証を支援する技術力と営業力」と考える。業態は変わったが、創業時からの知見と蓄積された技術力が現在も生きている。エグゼクティブストーリーは、今後、DNA に沿った事業をさらに深掘し、顧客や製品ラインアップを広げることで同社の成長ポテンシャルが拡大するとみられること、である。模倣困難性は、長年培ってきた顧客との信頼関係と、開発や検証における経験と知見であろう。きめ細かく充実したサポート体制などにそのことが表れている。

中期経営計画

25/3期～27/3期の中期経営計画では、営業利益率向上、事業ポートフォリオの最適化、業績の安定性向上を掲げている。数値目標は、ROE10%、ROIC8%で、営業利益は過去最高33.3億円(08/3期)の更新を目指す。事業ポートフォリオの最適化では、子会社 STAr のプローブカード事業の再編に着手している。今後は個々の子会社が持つ共通の技術や事業を再編するなどの効率化も行っていくとみられる。現在の ROE6.1%は低水準であり、収益性改善は必須の課題であろう。大塚信行社長の下で、事業再編や事業間シナジーの創出などの方策が取られており、効率性向上が進展する見通し。

中長期の成長ドライバー

NAND フラッシュメモリーは、AI データセンター向けに高容量化が求められており、先端品の需要は中期的に拡大しよう。また、微細化の進展でチップレットの採用拡大が見込まれるが、同社のテストソリューションや EDA にも事業機会がある。台湾子会社のファウンドリー向け事業もチップレット拡大の恩恵を受けよう。システム・サービスも IoT やエッジコンピューティング向けなどの需要拡大やクラウド型決済システムの伸長が見込まれる。

バリュエーションは低位

25/3期予想基準の PER は 13.5 倍、24/3期基準の PBR は 0.74 倍と低位。商社からメーカーへの転身が株式市場ではまだ十分に評価されていない可能性がある。シクリカルには、NAND の設備投資の回復などにより、26/3期からのテストソリューションの収益が回復する可能性がある。システム・サービスは安定した伸びが続こう。半導体市場には依然不透明感が残るが、その回復の見通しが強まれば同社の株価も回復に転じると期待される。

1. 会社概要

事業持株会社

イノテックは、親会社であるイノテック株式会社が自ら事業を行うと同時に多くの子会社を束ねる事業持株会社としての機能を果たしている。これは、創業時のエレクトロニクス商社からメーカーへと転身を図る中で、子会社を設立したり M&A を行うなどしてきた結果と言える。

親会社は祖業から連なる事業を展開

現在、同社はテストソリューション、半導体設計関連、システム・サービスの3つのセグメントから成る。親会社のイノテックは、テストソリューションに属するテスター、半導体設計関連に属する EDA(Electronic Design Automation)、システム・サービスに属する組込みシステムなど、セグメントにまたがって事業を展開。EDA は創業時から行っている Cadence Design Systems Inc (CDNS NAS) (以下 Cadence)の半導体等設計ソフトウェアの販売であり、テスターは半導体商社時代の知見を生かしての事業展開、組込みシステムは、電子部品の商社ビジネスの経験を生かしたものと見え、同社の初期から引き継いだ事業である。

図表 1. イノテックの事業内容

(百万円)	22/3	23/3	24/3	25/3 CoE
売上高				
テストソリューション	14,447	13,938	15,885	13,830
テスター	6,768	5,042	3,171	
STAr Technologies	7,679	8,895	12,713	
半導体設計関連	12,429	13,287	12,884	13,150
EDA他	8,291	9,056	8,641	
三栄ハイテックス	3,854	3,941	3,995	
モーデック	283	289	246	
システム・サービス	10,360	11,404	12,589	14,520
組込みシステム他	2,040	2,339	2,815	
アイティアアクセス	4,256	4,890	5,160	
ガイオ・テクノロジー	3,232	3,507	4,072	
レグラス	831	666	540	
売上高合計	37,238	38,629	41,358	41,500
営業利益				
テストソリューション	1,534	957	812	
半導体設計関連	606	632	575	
システム・サービス	1,114	1,333	1,616	
調整	-670	-603	-530	
営業利益合計	2,585	2,319	2,474	1,800

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

テストソリューション

テストソリューションは、親会社であるイノテックがテスター事業を手掛けている。国内大手 NAND フラッシュメモリーメーカー向けが主力である。子会社として台湾の STAr Technologies(以下、STAr)がある。2013 年に投資し、2014 年に株式を追加取得して子会社化した。半導体の信頼性評価装置、半導体テスト用のプローブカードなどを自社生産している。

半導体設計関連

半導体設計関連では、イノテックの EDA 事業がある。これは、創業時からの事業で、現在は、電子部品メーカーや半導体設計会社などを主要顧客としている。同部門には子会社として三栄ハイ

テックスとモーデックがある。三栄ハイテックスはイノテックが 2002 年に買収し、現在、LSI 設計および受託開発を行っている。モーデックは、2020 年に買収し、シミュレーションモデルの開発を行っている。

システム・サービス

システム・サービスは、イノテックが産業用 PC や CPU ボードなどの組込みシステム事業を手掛ける。子会社は、2000 年に ACCESS(4813 東証プライム)と合併で設立したアイティアアクセスがクラウド決済システムなどを手掛けている。ガイオ・テクノロジーは、2014 年に買収した子会社で、組込みソフトウェア検証ツールや受託サービスを行っている。2012 年に買収したレグラスは AI カメラシステム、画像処理システムなどの開発・販売を行っている。

図表 2. グループ内エンティティの事業領域



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

後発で規模は小さいが、顧客ニーズに合う特徴ある製品が得意

同社の主力事業は、現在も輸入販売を行っている EDA を除いて、メーカーとしては後発で始めたものが多く、グローバルでシェアの高い製品は少ない。しかし、顧客のニーズに合う特徴のある製品を展開し、着実な成長を遂げてきた。テスターやプローブカードなどは後発で大手に比べて事業規模は小さいが、商社時代からの知見を活かして顧客の求める製品を開発し、顧客との信頼関係を構築しながらニッチに入り込んでいる。M&A によって事業を広げてきた半導体設計やシステム・サービスは細分化された市場であり、それぞれが強みを持っている。特に、ガイオ・テクノロジーの検証ツールは、単体テストの分野で日本の自動車メーカーの 90% が使用するデファクトとなっている。

2.沿革

エレクトロニクスの輸入商社として設立

イノテックは、1987年に、東京エレクトロン(8035 東証プライム)の社長を務めた吉田稔氏など同社の元社員が中心メンバーとなって、電子機器の商社として設立された。伊藤忠商事(8001 東証プライム)も、業務提携を行っていたほか株主となるなど関係があった。当初、半導体テスト用のプローブカード、減圧 CVD 装置、ウエハー洗浄装置などを扱う輸入商社の業務を主力とし、国内メーカーの代理店業務も行っていた。吉田元社長は、海外ベンチャー企業の日本での事業を支援することを標榜し、それらの会社が成長することでイノテックも Win-Win の関係を築けるとの思いがあったようである。したがって、設立当初は会社の目的も業態も輸入商社だったと言える。

また、製造装置だけではなく、当初から半導体設計ソフトウェアを開発していた Cadence と提携し、EDA の日本向けの販売を行ってきた。1990 年代になってからは、HDMI デバイス (High-Definition Multimedia Interface) や HDD などの電子部品の輸入販売などの商社ビジネスも拡大させた。HDD では当時の日立 GST の代理店業務を行っていた。

設立後 3 年で株式公開

1990 年 9 月には株式を店頭登録として公開。設立後わずか 3 年での当時としては異例の速さであった。当初から高い収益性を達成していたことを示している。

業績はマクロ環境や半導体市況の動向により変動

1990 年代半ば過ぎまでは業容が拡大し、業績も順調に推移していた。しかし、1990 年代後半になると、製造装置の輸入販売の事業環境が大きく変化していった。日本の半導体デバイスメーカーの競争力低下により日本での製造装置の需要が伸びなくなっていたこと、東京エレクトロンなどの日本の装置メーカーが成長してきたこと、インターネットの普及により製造装置メーカーと半導体デバイスメーカーが直接取引する流れになったこと、などが理由とみられる。1998 年～1999 年には半導体不況が加わり、99/3 期には▲30.0 億円の純損失を計上するなど業績が悪化した。このため、2000 年、半導体製造装置の商社ビジネスから撤退するに至った。

事業ポートフォリオの転換を図る

この時期、同社では危機から脱するために、事業ポートフォリオの転換に迫られた。自社製品を開発してメーカー機能を持つことが目指された。具体的には、製造装置などのハードウェアや、組込みシステムなどのソフトウェアを自社で生産するメーカー機能の拡充である。ただし、当初は半導体用イオン注入装置の開発を進めたものの、成功には至らなかった。2000 年にはソフトウェアを開発するアイティアアクセスを ACCESS(4813 東証プライム)と合併で設立。2002 年には半導体の設計・開発を行う三栄ハイテックスを買収した。業績面では、マクロ景気や半導体サイクルの影響を大きく受け、一旦収益が浮上しても、IT バブル崩壊やリーマンショックなどの影響で業績が悪化するなどを繰り返した。

自社製品の比率を高めて収益変動を低減

2010 年代に入ると、より筋肉質の収益構造へと転換するため、企業買収を積極的に行い、自社製品を画像処理、検証ツールなどへと拡大させた。その一方で、電子部品および HDD の商社ビジネスからは 2017 年に撤退した。これにより、半導体サイクルによる業績のボラティリティを低減することに成功。売上高は半導体製造装置の商社ビジネスを行っていた時代に比べて大きく減ったものの、その後は安定的に増加傾向を辿っている。利益も安定化しており、22/3 期には当期純利益が過去最高を記録するなど堅調に推移している (営業利益は 08/3 期の 33.3 億円が依然として最高)。

商社からメーカーへの転換に成功しつつある

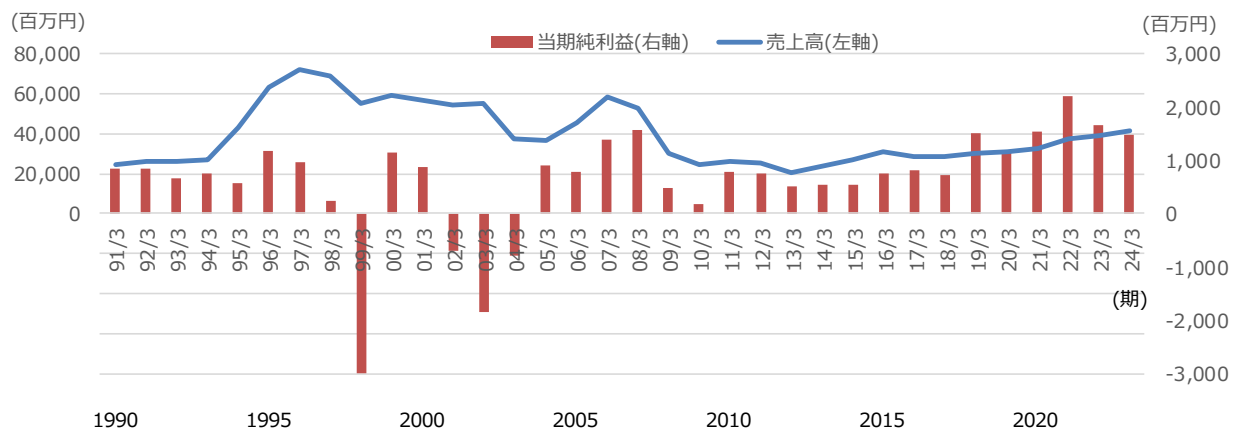
つまり、イノテックは自社製品がテストソリューションや半導体設計、組込みシステム、画像処理、検証ツールなどへ広がってきた 2014 年頃を境に、サイクルによって収益が変動しやすい商社から、収益が安定的に拡大するメーカーへと転換が軌道に乗ったと言える。HDD の輸入販売から撤退した 2017 年以降は、自社製品比率が 6 割を超え、さらにその比率が高まっている。こうした変化を反映して、2022 年 10 月には、東京証券取引所の所属業種が卸売業から電気機器へと変更された。

図表 3. イノテックの沿革

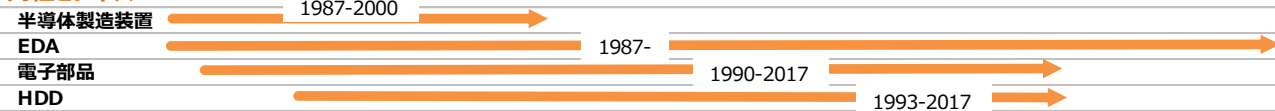
1987年1月	会社設立
1990年9月	株式を店頭売買銘柄として登録
2000年4月	ACCESSとの合併でアイティアアクセス(現連結子会社) を設立
2002年3月	三栄ハイテックスの全株式を取得し、子会社化 (現連結子会社)
2008年3月	東証第二部に株式上場
2011年3月	東証第一部銘柄に指定
2012年7月	レグラスの全株式を取得し、子会社化 (現連結子会社)
2014年1月	ガイオ・テクノロジーの全株式を取得し、子会社化 (現連結子会社)
2014年10月	STAR Technologiesの株式を追加取得し、子会社化 (現連結子会社)
2020年4月	モーテックの株式を取得し、子会社化 (現連結子会社)
2022年4月	東京証券取引所の区分変更により、プライム市場へ移行
2022年10月	東証の所属業種変更 (卸売業→電気機器)

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

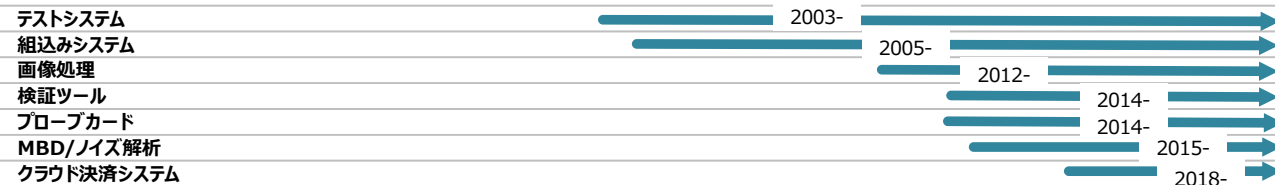
図表 4. イノテックの業績とビジネス領域の推移



商社ビジネス

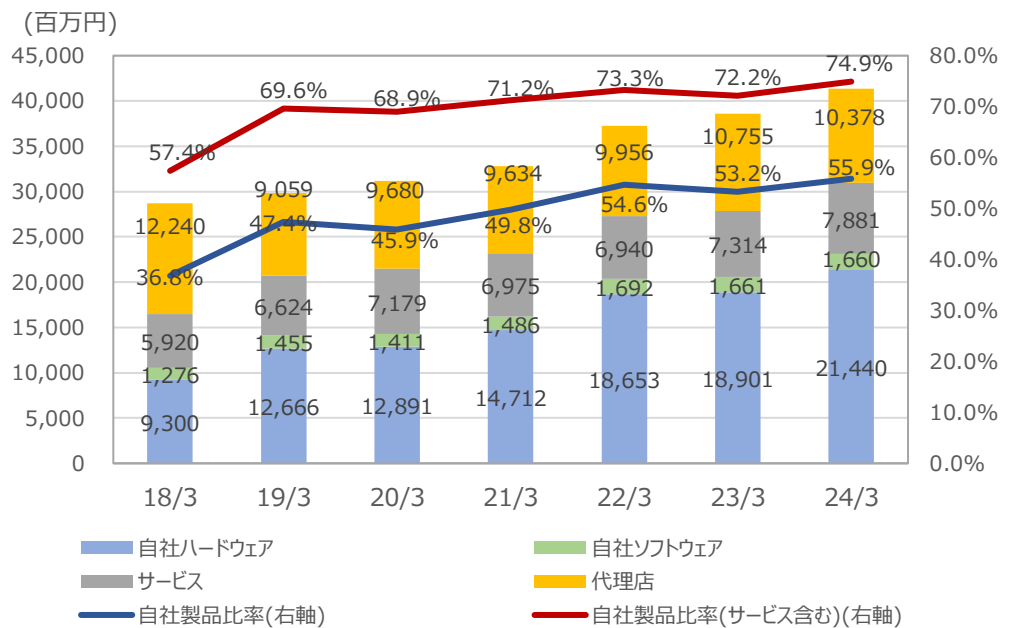


自社製品ビジネス



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 5. 自社製品の売上推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 6. 親会社および主要子会社の業績動向

(百万円)	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3CoE
イノテック (テストソリューション、半導体設計関連、システム・サービス)						
売上高	12,863	14,780	17,218	16,537	14,762	14,000
売上総利益	3,325	3,982	4,650	4,466	4,348	3,410
営業利益	50	792	1,233	959	716	-165
(OPM)	0.4%	5.4%	7.2%	5.8%	4.9%	-1.2%
経常利益	711	1,752	2,265	1,907	1,832	400
当期純利益	624	1,375	1,788	1,578	1,478	450
STAr Technology (テストソリューション) 92.4%出資						
売上高	5,793	5,563	7,730	8,950	12,761	12,300
売上総利益	2,716	2,345	2,919	3,657	4,446	3,950
営業利益	555	147	197	-8	240	150
(OPM)	9.6%	2.6%	2.5%	-0.1%	1.9%	1.2%
経常利益	527	325	362	67	84	-80
当期純利益	418	273	333	51	33	200
三栄ハイテックス (半導体設計関連) 100%出資						
売上高	3,548	3,550	3,880	3,941	3,995	3,900
売上総利益	754	1,041	986	1,025	1,029	1,080
営業利益	95	353	299	320	297	300
(OPM)	2.7%	9.9%	7.7%	8.1%	7.4%	7.7%
経常利益	114	407	287	314	308	310
当期純利益	83	248	264	247	241	240
モーテック (半導体設計関連) 86.1%出資						
売上高		108	349	369	347	350
売上総利益		48	167	212	180	180
営業利益		-80	10	35	24	0
(OPM)		-74.1%	2.9%	9.5%	6.9%	0.0%
経常利益		-80	13	38	23	0
当期純利益		-80	13	52	23	0
ガイオ・テクノロジー (システム・サービス) 100%出資						
売上高	3,665	3,421	3,233	3,510	4,075	5,000
売上総利益	1,460	1,399	1,326	1,446	1,548	1,900
営業利益	683	533	651	698	759	1,000
(OPM)	18.6%	15.6%	20.1%	19.9%	18.6%	20.0%
経常利益	689	547	657	706	772	1,010
当期純利益	474	377	452	484	534	700
アイティアアクセス (システム・サービス) 85.0%出資						
売上高	4,518	4,669	4,274	4,899	5,141	5,800
売上総利益	1,078	1,080	965	1,193	1,386	1,540
営業利益	407	422	307	411	523	550
(OPM)	9.0%	9.0%	7.2%	8.4%	10.2%	9.5%
経常利益	421	433	324	438	539	540
当期純利益	287	309	226	301	379	380
レグラス (システム・サービス) 100%出資						
売上高	962	648	874	697	601	850
売上総利益	327	117	213	212	203	270
営業利益	22	-83	12	3	1	30
(OPM)	2.3%	-12.8%	1.4%	0.4%	0.2%	3.5%
経常利益	21	-77	13	2	0	30
当期純利益	12	-48	6	-1	6	20

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3. 大塚信行社長のプロフィール

パソコン黎明期から関わる

大塚信行社長は、岡山県出身の61歳。コンピュータ専門学校を卒業し、1982年にヒューモラトリー(非上場)に入社。そこでリアルタイムOSを用いたコンピュータの開発などを行っていたとのこと。1987年に丸紅ハイテック・コーポレーション(現・丸紅情報システムズ)に移り、NEC98シリーズのPCの基板の不良分析などを行ったそうである。まだ黎明期であったマイコンやパソコンの初期から携わっていた。

中高生時代からコンピュータに興味

大塚氏は、中学生や高校生の頃にコンピュータに多大な関心を持ち、将来、コンピュータに関わる仕事をしたいと考えていたとのこと。一旦は大学への入学が決まっていたが、コンピュータの仕事をしたいという強い思いが拭えず、親を説得してコンピュータ専門学校に通うことに決めたそうである。

1991年にイノテックに入社

イノテックには創業4年後の1991年に入社。当時のイノテックは、非常に活気にあふれ、吉田元社長の強いリーダーシップの下で成長しているさなかであったとのこと。吉田元社長は技術を重視し、技術のわかる営業であれとの指導を行っていたそうである。大塚社長もそうした環境の中でスキルを磨きたいと思ったとのこと。当初はイスラエルの商材を輸入販売することをアサインされ、政情不安なイスラエルへの出張なども要請されたそうである。米国の装置メーカーの輸入販売を担当していた際には、日本のユーザーでトラブルが発生し、急ぎ西海岸の供給元企業へ跳んで行き、現地のエンジニアと対応を行った経験もある。

自社製テスターの開発者

後述する自社製の半導体テスターについては、数人のチームでプロジェクトをスタートしたとのこと。当初は経営陣にもリスクが高いとの反対の声があったようであるが、大塚社長が中心となって、イノテックで開発したテスターは省電力の性能が高いことを訴えてNEDOの助成金を獲得した。それにより社内の支持を得られたそうである。

若くしてイノテックに入社し、実績を積んだ最初の社長

2012年には取締役テストソリューション本部長に就任、その後もテストソリューション事業を担当し、2021年4月、イノテックの代表取締役社長に就任した。なお、大塚社長はイノテックの第6代社長である。社長を14年務めた創業者の吉田稔氏をはじめとする最初の3代は東京エレクトロン出身者であった。4代目は野村総合研究所のアナリスト出身の澄田誠氏、5代目は富士通の副社長であった小野敏彦氏で、両氏とも当初から幹部含みでイノテックに移った人物であった。大塚社長は、中途入社ではあるが、20歳代でイノテックに入社しており、イノテックで実績を上げて昇格していったプロパーに近い最初の社長と言える。

図表 7. イノテックの歴代社長

代	社長在任期間	イノテック入社	前職
1	吉田稔 1987年1月～2001年6月	1987年1月	東京エレクトロン 社長
2	川島良一 2001年6月～2003年6月	1987年5月	東京エレクトロン
3	津守隆史 2003年6月～2007年4月	1989年10月	京セラ(その前は東京エレクトロン)
4	澄田誠 2007年4月～2013年4月	2006年6月	野村総合研究所
5	小野敏彦 2013年4月～2021年4月	2009年1月	富士通 副社長
6	大塚信行 2021年4月～	1991年4月	丸紅ハイテック・コーポレーション

注：敬称略

出所：有価証券報告書よりストラテジー・アドバイザーズ作成

縦割りの体制の転換を図る

大塚社長が就任後にまず行ったことは、セグメントの変更である。それまでイノテックは、縦割りの意識が強く、事業部ごとに協業や情報交換などがあまりなされていなかったとのことで、風通しの良い組織にしたいと考えた。開示上のセグメントは、それまでは設計開発ソリューションとプロダクトソリューションという2つのセグメントであったが、個々の事業部がそれぞれの中にあり、縦割りで横のつながりが弱かったとみられる。

このため、開示上のセグメントを現在のテストソリューション、半導体設計関連、システム・サービスの3つに分けるとともに、実際の経営面でもこれらの各セグメントを単位として事業を担わせることにした。それぞれの担当役員が各セグメントを統括し、かつセグメント間の情報交換なども行う体制へと転換した。長年の慣習は一朝一夕には変わらないため、まだ変化の途上とのことであるが、それが後述する事業ポートフォリオや子会社を含む組織の変化へとつながっていくことが期待される。

4. テストソリューション事業

テストソリューション事業は、イノテック本体が手掛けるテスターと台湾子会社の STAr のプローブカードおよび信頼性試験装置から成る。

図表 8. テストソリューション事業の収益動向

(百万円)					
決算期	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3CoE
売上高	10,640	14,447	13,938	15,885	13,830
テスター	5,123	6,768	5,042	3,171	1,530
STAr	5,563	7,679	8,895	12,713	12,300
営業利益	1,014	1,534	957	812	NA
テスター	867	1,337	965	572	NA
STAr	147	197	-8	240	150
売上高営業利益率	9.5%	10.6%	6.9%	5.1%	NA
テスター	16.9%	19.8%	19.1%	18.0%	NA
STAr	2.6%	2.6%	-0.1%	1.9%	1.2%

注：売上高の21/3期の内訳は決算説明会資料、22/3期以降はセグメント情報に基づく。営業利益は全て説明会資料の個社データ。テスターの営業利益は、部門営業利益からSTArの営業利益を引いたもの。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

1) テスター

NANDフラッシュメモリー用のテスターが主力

イノテックのテスターの主力製品は、NANDフラッシュメモリー向けを主体とする「RETSET」である。これはウエハー工程での検査に用いられる。会社によれば、特徴は、低価格、省スペース、低消費電力である。「RETSET」は、汎用的なテスターと違い、対象となる半導体デバイス用に顧客のテスト要求に応じて機能を最適化することで上記の特徴が出せるものとみられる。向け先は主に日本の大手NANDフラッシュメモリーメーカーと推定される。同ユーザー向けのNAND用ウエハーテスターでは、イノテックが非常に高い市場シェアを有するとみられる。

図表 5. イノテックのテスター「RESET」

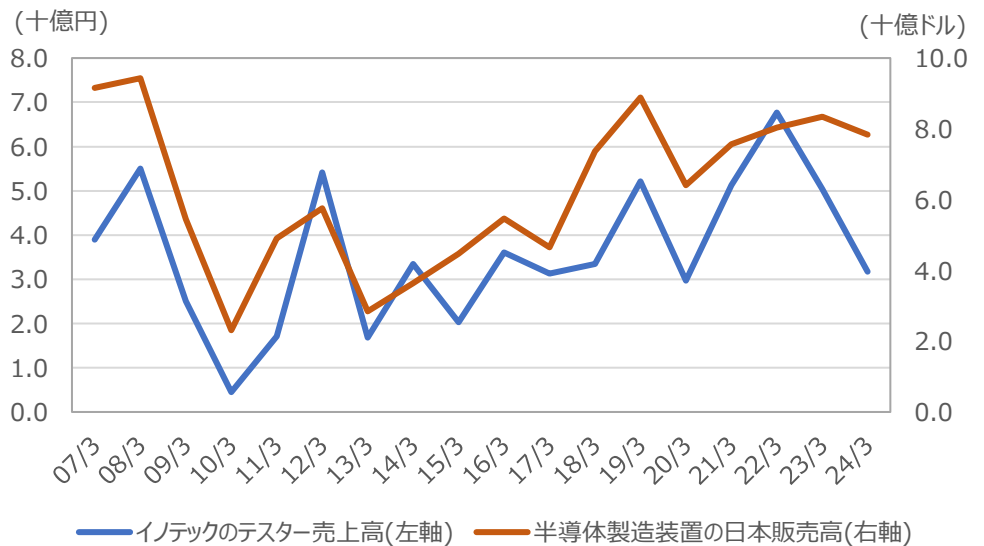


出所：会社資料

主ユーザーの設備投資動向に左右される

このため、イノテックのメモリーテスターの需要は、主ユーザーの設備投資に大きく影響されると推定される。イノテックのテスターは、同ユーザーの設備投資全体から見れば構成比は小さいため、トレンドが完全に一致するわけではないと考えられるが、24/3期は、同ユーザーの設備投資が大幅に減少し、イノテックのテスターの売上も大きく落ち込んだ。25/3期上期も同様のトレンドが続いている。図表 9 は、日本での半導体製造装置販売とイノテックのテスター売上高を示している。日本ではイノテックの主ユーザーは数少ない量産工場を持つ企業であり、日本の半導体製造装置の需要先としての構成比も高いことから、イノテックのテスター売上高もこれにかなり相関している。

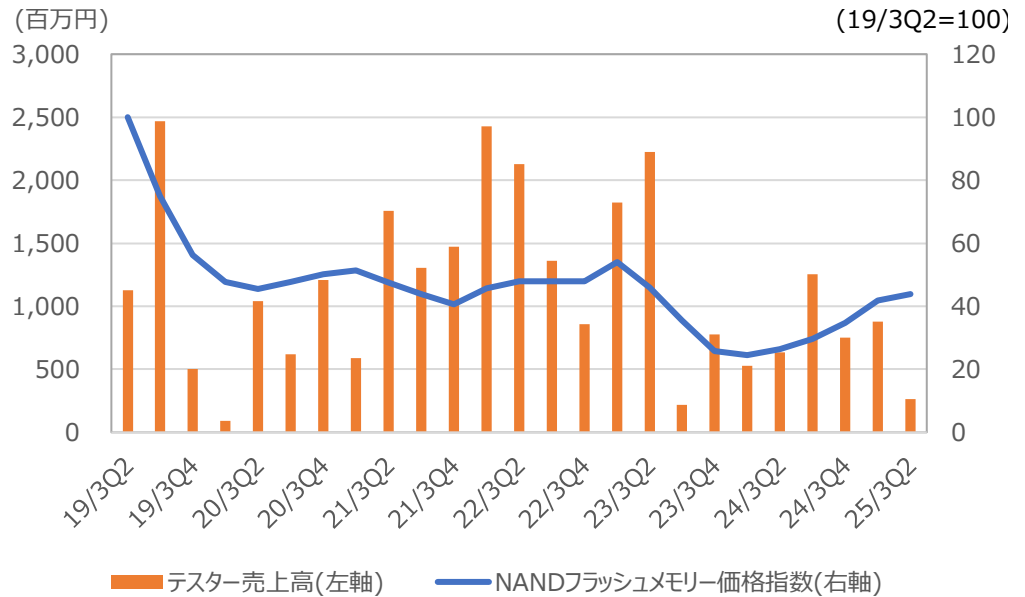
図表 9. 半導体製造装置の日本販売高とイノテックのテスター売上高



出所：会社資料、日本半導体製造装置協会の資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 10 は、イテックのテスターの売上高と NAND フラッシュメモリーの価格の推移を比較したものである。半導体市況と半導体デバイスメーカーの設備投資はタイミングが一致するわけではないが、イテックのテスターの売上高は NAND フラッシュメモリーの価格にある程度連動していることがわかる。2024 年春からの市況回復は力強さに欠けたこともあり、NAND フラッシュメモリーメーカーの設備投資を押し上げるには至らなかった。市況がすでに反落しているため、設備投資の回復も遅れているとみられる。

図表 10. イテックのテスター売上高と NAND フラッシュメモリー市況



注： NAND フラッシュメモリー価格はキオクシアホールディングスの決算資料を参考に作成。記憶容量ベース
 出所：会社資料および各種データよりストラテジー・アドバイザーズ作成

テスターはボラティリティの大きいビジネス

イテックのテスターは、特定ユーザーの設備投資に連動するため、基本的に非常にボラティリティの大きい事業である。市況が良好であった 22/3 期には、同事業の売上高 67.7 億円となり、営業利益も 13 億円程度に達したと推定される。売上高営業利益率も推定で約 20%であった。しかし、25/3 期はユーザーの設備投資抑制などの要因で、売上高は 22/3 期比の 23%の水準となる 15.3 億円へと大幅に減少し、赤字となる見通しである。23/3 期、24/3 期はテスター事業に含まれる後述のバーンインボードの大幅増で下支えされたとみられるため、NAND フラッシュメモリー用テスターの減少率はさらに大きかったと推定される。

ユーザーが先端品への投資を強化

イテックの主力ユーザーは、NAND フラッシュメモリーの市況が低迷した 2022 年から設備投資を抑制してきたが、今後は AI データセンター向けの NAND 製品の強化や、新製造棟への投資などを行っていく方針である。NAND の市況は 2023 年から回復し、2024 年前半は NAND メーカーも好業績を上げた。ただし、足元では市況が低下しており、7-9 月期は前四半期比で減益となる見込みである。

同ユーザーは、218 層の 3 次元 NAND を 2025 年秋から量産する計画である。同ユーザーの提携先企業の分と合わせて、2029 年までに合計 7,300 億円を投じる計画である。上記のように NAND フラッシュメモリー市況が再度停滞するリスクはあるが、競争力の維持・向上のためにも先端分野の設備投資は必要とみられるため、多少のタイミングのずれはあっても方向性に変わりはないであろう。

AI 向け DRAM は伸長するも NAND は低調

テスター市場は、大きく SoC(システムオンチップ)向けとメモリー向けに分けられる。アドバンテスト(6857 東証プライム)の資料によれば、2023 年のメモリーテスターの世界市場は約 11 億ドルであり、これに基づくイノテックのテスターの市場シェアは 2%程度と推定される。SoC 向け、メモリー向けともに世界ではアドバンテストと Teradyne(TER NAS)がシェアを二分する大手である。メモリー向けの中では、現在、AI に用いられる DRAM の HBM が急拡大しているが、それ以外は停滞しているとみられる。NAND フラッシュメモリーはここまでのところ、AI 分野の拡大の恩恵には十分には浴していない。

ユーザーやデバイスの多様化を図る

イノテックのテスター事業の成長のためのテーマは、ユーザー数の増加、対象とする半導体デバイスの種類の増加である。NAND フラッシュメモリーでは、国内主力ユーザー以外の海外企業にも販売する機会を求めてきたが、ここへきて実現する可能性が高くなっている模様。また、DRAM もターゲットにするためテスター機能の拡張を図っている。DRAM 向けのテスターは NAND 向けよりも技術的な難易度は高いとみられるが、同社では開発を進めてきており、商業化の可能性は十分にあるとみられる。また、イメージセンサー向けでは検査に用いられるキャプチャーボードなども生産している。これも国内ユーザーを中心に開拓を進めているとみられる。

半導体の最終工程で用いられるバーンインボードも手掛ける

半導体デバイスの生産の最終工程で行われるバーンイン検査で用いられるバーンインボードも手掛けている。これは、半導体に電圧や温度などの負荷をかけることで、初期不良を事前に発見することを目的とする検査に用いられる。バーンインボードは、顧客である半導体デバイスメーカーが、バーンイン検査を行うようになった動きに合わせて、この 2 年ほどで売上を伸ばした。足元はやや端境期とみられるが、新製品が出るタイミングでバーンインボードの需要も増えるとみられる。製品サイクルの影響はあるが、成長軌道にあると言える。

2) STAr Technologies

プローブカードと信頼性評価装置

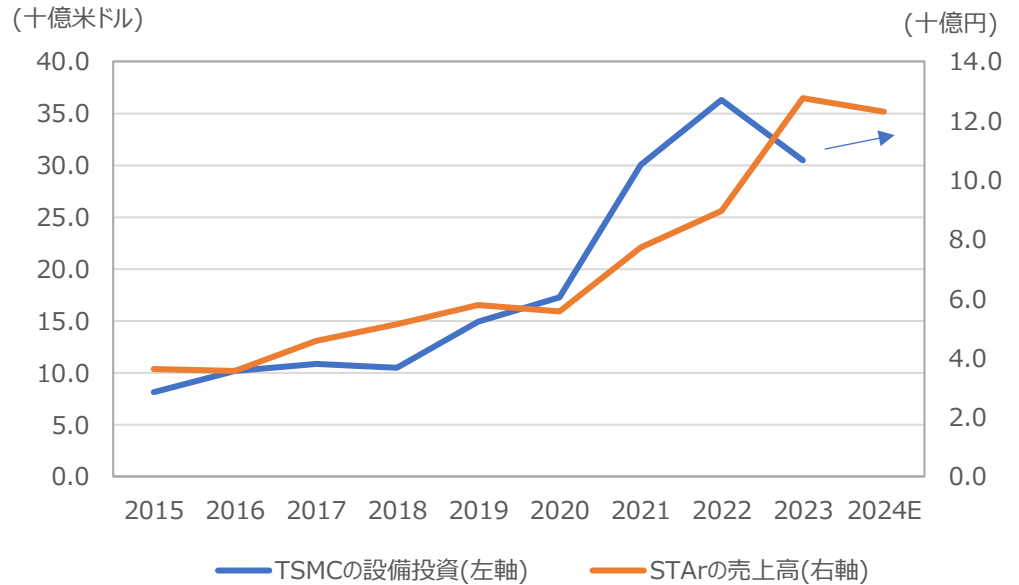
イノテックは、台湾の STAr Technologies に 2013 年に出資し、2014 年に子会社とした。現在 92.38%出資。主力製品は、半導体デバイスの検査に用いられるプローブカードと信頼性試験装置「Scorpio」である。売上構成は、年によって変動するものの、信頼性評価装置がプローブカードよりも大きいと推定される。

信頼性評価装置は台湾を中心とするファウンドリー向けが主体

STAr の半導体信頼性評価装置は、ウエハーレベル、パッケージレベルがともに可能で、半導体デバイスの酸化膜についての幅広い検査を行える。例えば、半導体デバイスの信頼性の劣化につながるホットキャリア注入やエレクトロマイグレーションなどの症状を評価する装置などを手掛けている。主に、台湾や中国、韓国、米国などのファウンドリーが主なユーザーとみられる。特にこのところ中国向けが大きく伸びたと推定される。

STAr は多くのユーザーを持つが、台湾の大手ファウンドリーは STAr の主要顧客と推定されるため、最大手の TSMC の設備投資と STAr の売上を比較すると、図表 11 のように連動していることがわかる。TSMC の設備投資は足元では増加基調にある。ただし、半導体デバイスの需要は品種別に差があることから、業界全般の設備投資の回復には力強さが欠けるとみられる。

図表 11. TSMC の設備投資と STAr の売上高の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

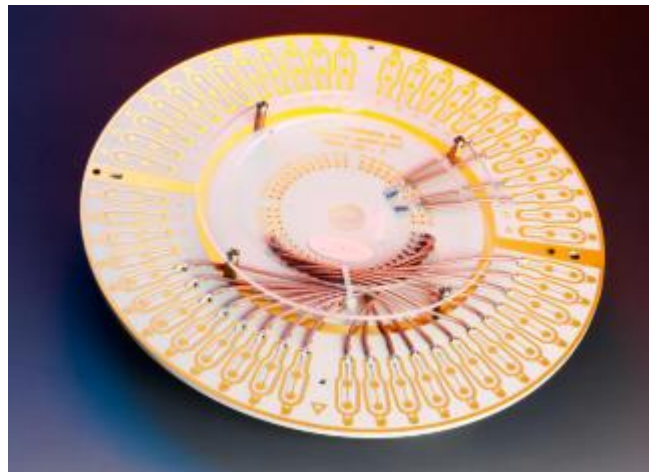
競合企業

プローブカードでは事業再編を実施

信頼性評価装置の主な競合は、イスラエルの Qualitau(QLTU XTAE)とみられる。

プローブカードは、半導体デバイスの検査工程で用いられる治具で、回路を形成した後のウエハー上のチップとテスターをつなぐ役割を担う。大きくはカンチレバー型、垂直型、MEMS 型に分かれる。カンチレバー型は、配線用基板に針を直接取り付けられるもので、技術的にはレガシーで単価は相対的に安いとみられる。垂直型は、端子を垂直に固定したブロックを取り付けるものである。MEMS 型は MEMS 技術により基板上に直接微細なプローブピンを形成するもので、精密度が高い。

図表 12. STAr のパラメトリックテスト用プローブカード



出所：会社資料

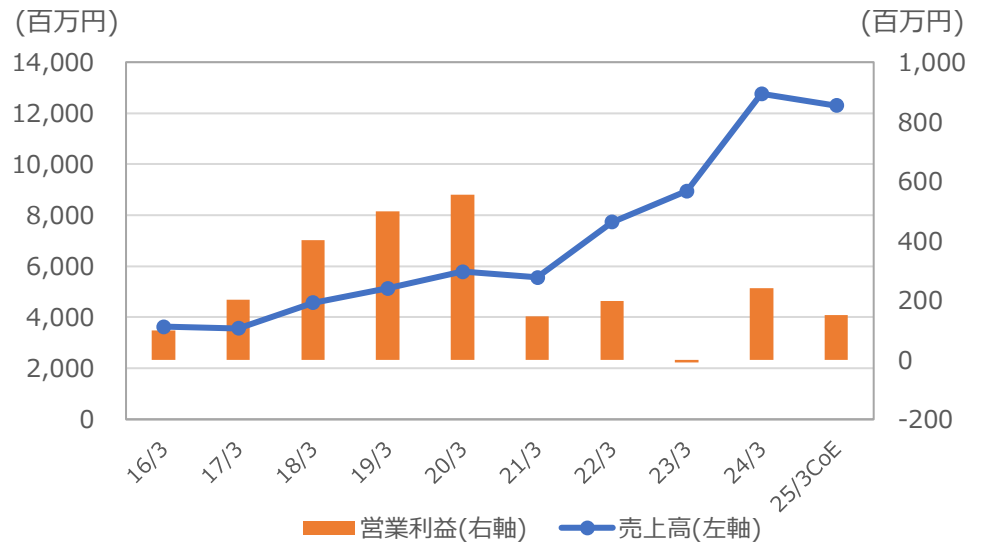
プローブカードの世界市場は、2024 年で 23 億ドル程度とみられる。大手は、米国の FormFactor(FORM NAS)、イタリアの Technoprobe、日本マイクロニクス(6871 東証プライ

ム)、日本電子材料(6855 東証プライム)などである。日本マイクロニクスの 23/12 期の売上高は 364 億円、日本電子材料の 24/3 期の売上高は 174 億円。STAr のプローブカードの売上高は 24/3 期で 30~40 億円のレンジと推定される。

STAr の利益は停滞

STAr の業績を図表 13 に示した。売上高が増加しているのは、中国向けの信頼性評価装置の拡大などによるが、円安の要因も大きい。一方、利益面では苦戦している。中国向け事業はこれまでのところ相対的に利益率が低いとみられること、プローブカードの技術開発などにリソースをつぎ込んでいることなどが主因とみられる。

図表 13. STAr の業績動向



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

量産向けプローブカードを譲渡

このため、イノテックは、STAr のプローブカード事業のうち量産品向けについては、XingR グループへ譲渡することを決めた。大手顧客などの複数のパートナーと共同出資で XingR China を設立し、イノテックも引き続き 14% の出資を行い、持分法適用関連会社とする。共同出資者の中にはイノテックグループのユーザーである有力企業も含まれているとみられ、プローブカード以外のビジネスでもシナジーが生まれる可能性がある。譲渡した事業の売上規模は 20 億円程度とのこと。上記のように、これまでは STAr が先行投資を行ってきたが、STAr にとっては負担も大きかった。ただし、量産品も CMOS イメージセンサーなどの有力な市場を対象としており、今後は資金力を得て、成長の機会を高める可能性がある。

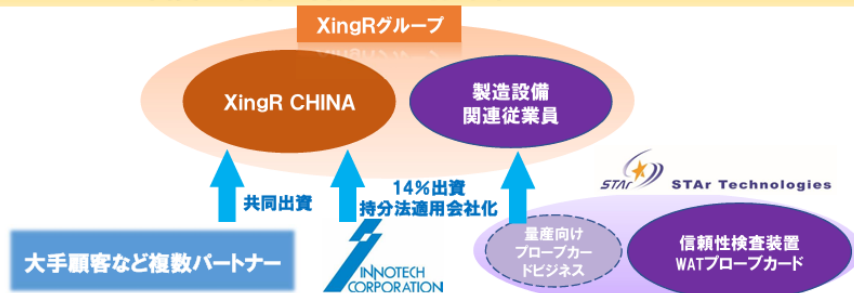
STAr は事業再編とユーザーの設備投資回復で利益が回復へ

STAr としては、主にファウンドリー向けの研究開発用プローブカードと信頼性評価装置に経営資源を集中することになる。主要ユーザーとみられる台湾のファウンドリーの業績は足元も好調に拡大しており、ファウンドリー最大手の TSMC では、やや抑制気味であった設備投資も 2025 年はかなり増加させる方針を示していることから、STAr の収益環境には追い風となろう。STAr の業績としては、これまで量産品向けプローブカードの投資負担もあったことから、今回の再編によって収益性は改善するとみられる。

図表 14. プローブカード事業の再編

ファンクションプローブカード事業をスピノフ ～製品ポートフォリオの再編

- STAr社のファンクションプローブカード事業を分離し、XingRグループへ譲渡
- 大手顧客を含む複数パートナーと新会社(XingR CHINA)へ出資
- イノテックは14%を出資し、同社を持分法適用会社化



- 大手顧客との共同出資により、安定的な需要を確保するとともに、更なるビジネス拡大の機会を狙う
- 設備投資、R&D費用の負担を分社化により分散、収益性向上を目指す

出所：会社資料

5. 半導体設計関連事業

半導体設計関連事業は、イノテックが行っている EDA の輸入販売、子会社の三栄ハイテックスおよびモーデックから成る。半導体サイクルの影響は受けるものの、売上や利益の推移は比較的安定している。

図表 15. 半導体設計関連事業の収益動向

(百万円)					
決算期	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3CoE
売上高	11,416	12,429	13,287	12,884	13,150
EDA	7,124	8,291	9,056	8,641	8,900
三栄ハイテックス	3,550	3,854	3,941	3,995	3,900
モーデック	108	283	289	246	350
営業利益	571	606	632	575	NA
EDA	298	297	277	254	NA
三栄ハイテックス	353	299	320	297	300
モーデック	-80	10	35	24	0
営業利益率	5.0%	4.9%	4.8%	4.5%	NA
EDA	4.2%	3.6%	3.1%	2.9%	NA
三栄ハイテックス	9.9%	7.8%	8.1%	7.4%	7.7%
モーデック	-74.1%	3.5%	12.1%	9.8%	0.0%

注：売上高の 21/3 期の内訳は決算説明会資料、22/3 期以降はセグメント情報に基づく。営業利益は全て説明会資料の個社データ。EDA の営業利益は部門営業利益から三栄ハイテックスとモーデックのそれを引いたもの。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

1) EDA

米 Cadence の製品を輸入販売

イノテックが創業以来続けている唯一の事業である。米国 Cadence の EDA を日本の顧客向けに販売している。日本での販売は、日本法人の日本ケイデンス・デザイン・システムズ社（以下、日本ケイデンス）も行っている。2003 年 7 月にイノテックから日本ケイデンスに大手半導体デバイスメーカー向けなどの営業が事業譲渡され、その後は、電子部品メーカーや半導体設計会社などが主な顧客となっている。

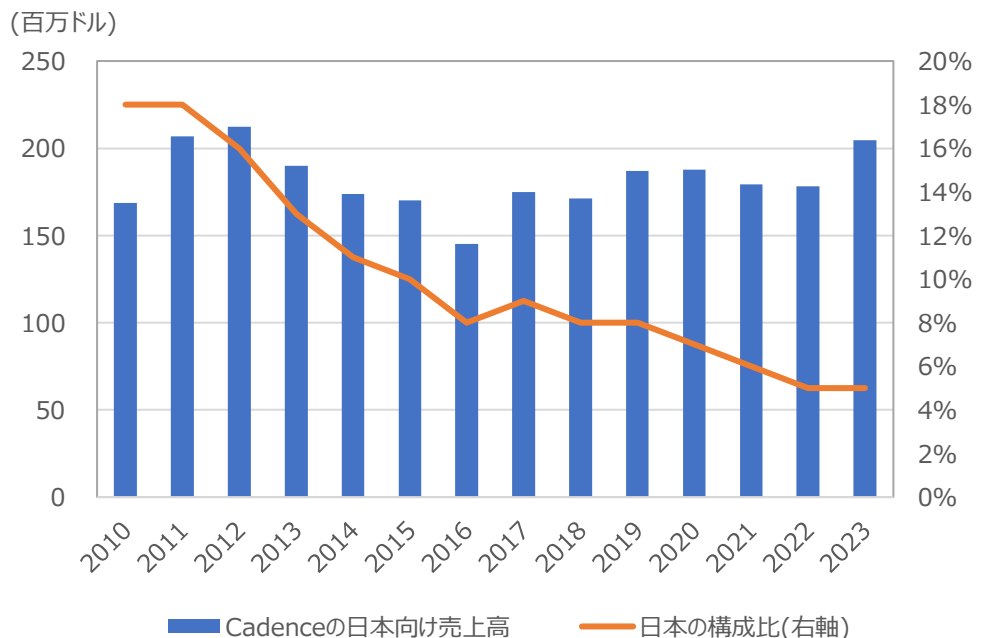
半導体デバイスの回路設計に不可欠

EDA は、半導体デバイスやプリント配線板などの回路設計に用いられるソフトウェアである。回路設計を支援するツールや設計結果を検証するツールなどがある。半導体デバイスの高集積化が進み、半導体回路が複雑化する中で、先端分野はもちろん非先端のデバイスでも EDA が欠かせないものとなっている。また、集積度が上がり設計の難易度が高まるにつれて、一つのデバイスの設計でも複数の段階で異なる EDA のソフトウェアが必要になっており、需要は高まる傾向にある。半導体の微細化に伴いチップレットの採用が増えているが、インターポーザーの回路設計などにも EDA が用いられる。チップレットは、CPU・キャッシュメモリ・I/O などの機能を大規模に 1 チップ化した SoC において、微細化の進展により発生する歩留まり低下問題を解決する手法である。すなわち、各機能を別チップとして作った後で良品チップを Si インターポーザー上に集積したり、DRAM とそのインターポーザーを同一のパッケージ基板上に実装したりするものである。

Cadence における日本の構成比は低下

ただし、Cadence にとって日本市場の構成比は低下してきている。2010 年に 18%だった構成比は 2023 年には 5%となっている。これは、日本の半導体デバイスメーカーのグローバルでのシェアが低下していること、特に新製品の開発が旺盛な先端半導体では日本メーカーの存在感が低いこと、などが主要因であろう。しかし、構成比は下がっていても Cadence の日本向け売上高の水準は、ドルベースでも 2016 年以降は横ばいから微増で推移している。円ベースでは円安の影響で増加基調にある。

図表 16. Cadence の日本向け売上高と構成比



出所：Cadence 資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

イノテック | 9880 (東証プライム)

ストック型の売上が多い

EDAはストック型の売上が過半を占めると推定され、2~3年間は一定の売上が確保されるため、一旦顧客に入れば安定したビジネスになると言える。このため、EDAは半導体サイクルの影響を大きく受けることなく、売上が着実に伸ばしてきている。イノテックの顧客は、家電、部品などのメーカーや設計会社などが多く、非先端の半導体やプリント基板などがターゲットとなる。先端の大手半導体デバイスメーカーは日本ケイデンスが担当している。イノテックの顧客が属する業界は、日本の競争力が依然として高く、高い成長は見込めないとしても、安定的に伸びる分野が多いと言えよう。

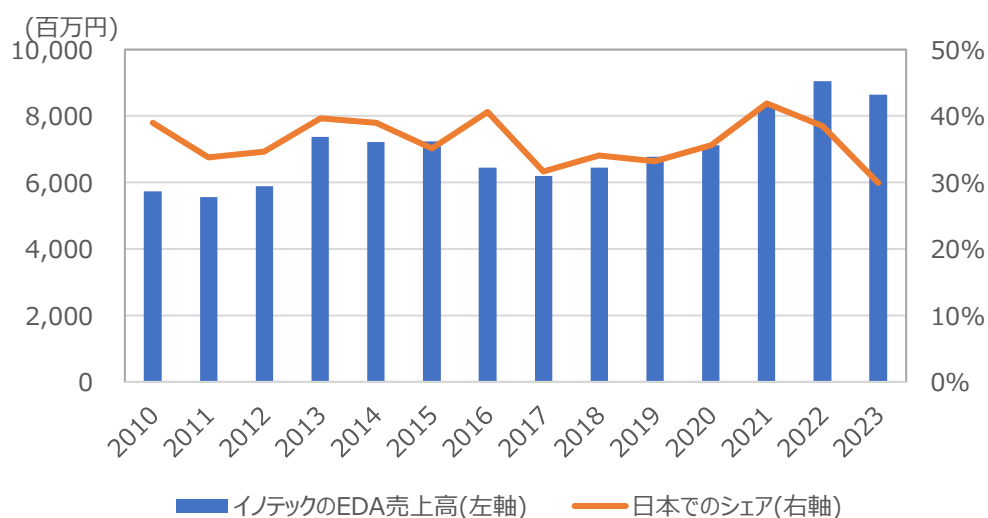
イノテックのサポート体制は顧客からの評価が高い

また、イノテックは半導体製造装置の輸入商社としての経験から、EDAの顧客に対してサポートをきめ細かく行うことを得意としていとみられる。このため、ユーザーからの評価は高いと推察される。Cadenceグループとしては、仮に子会社の日本ケイデンスを通じた販売の比率を高めたいと考えても、イノテックの販売競争力や顧客からの評価などから、日本での競争力を維持するためにもイノテックを代理店として使う必要があるとみられる。このため、Cadenceの日本向け売上高に占めるイノテックのシェアは図表17に見られるように、年度ごとの変動はあっても35~40%程度の横ばいのレンジを維持している。

日本ではCadenceとSynopsysの競争

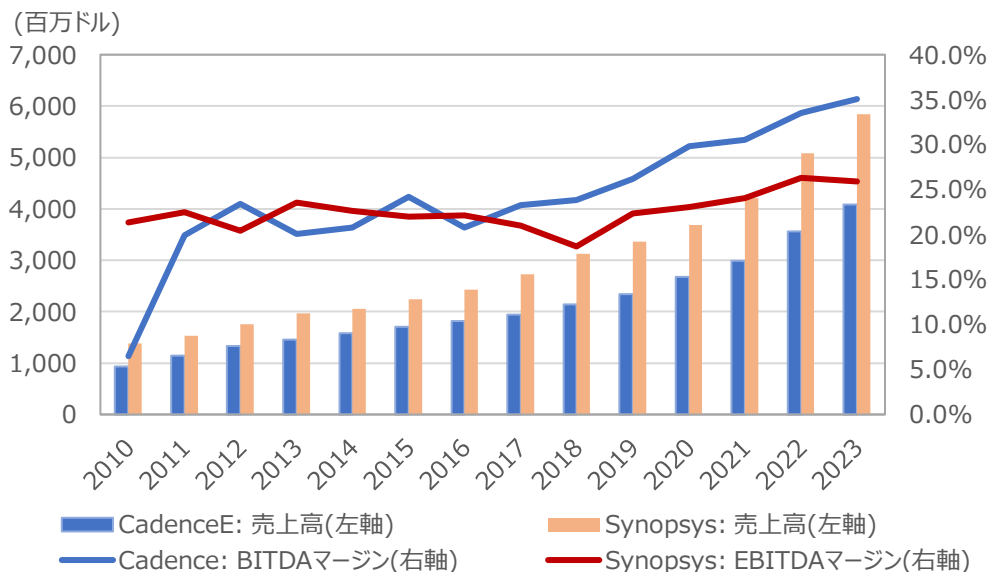
EDAは世界的にもCadenceとSynopsys Inc.(SNPS NAS)、Siemens EDA(非上場)の3社が大手であるが、特に、CadenceとSynopsysの2社がしのぎを削っているとみられる。図表18に見られるように、売上は同様に伸びているが、EBITDAやEBITDAマージンは、Cadenceの伸びがこのところ勝っている。日本市場でもこの2社の競争が激しいとみられ、CadenceとしてはSynopsysに対する競争力を保つためにもイノテックの存在が重要とみられる。イノテックから見れば、顧客満足度を維持向上することが重要な要件となろう。

図表 17. イノテックのEDA売上高とCadenceの日本向けに占めるシェア



出所：会社資料、Cadence 資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 18. Cadence と Synopsys の業績推移



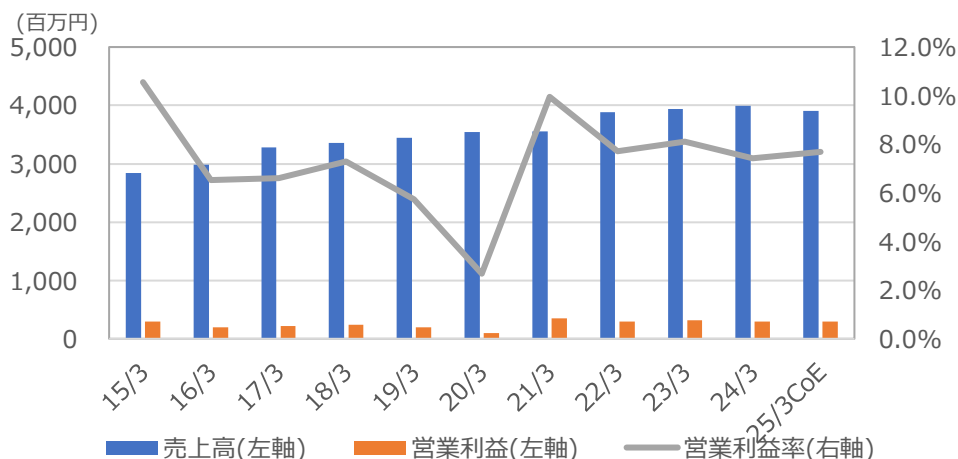
出所： 各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) 三栄ハイテックスとモーテック

半導体デバイスの設計やソフトウェア開発を手掛ける

三栄ハイテックスは、イノテックがメーカー機能の拡充を図っていた 2002 年に株式を取得し 100% 子会社化した会社である。主力事業は、半導体デバイスの設計であり、特にアナログ半導体やアナログ・デジタル・コンバーター、ミックスドシグナル LSI など、自動車、オーディオ、家電、産業向けなどのデバイスを中心に展開している。また、車載、音響、通信など向けのソフトウェア開発も手掛けている。さらに AI 向けのアノテーション(ディープラーニングの教師データの作成など)も行っている。

図表 19. 三栄ハイテックスの業績動向



出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

エンジニア集団

2024 年 4 月時点の従業員数は 352 名、うち技術者が 91%を占めている。イノテックグループでは、STAr に次ぐ人員規模である。自社での設計だけでなく、顧客企業にエンジニアを派遣して設計のサポートも行っている。ホームページによれば、主要取引先は、ヤマハ(7951 東証プライム)、

ミネベアミツミ(6479 東証プライム)、デンソー(6902 東証プライム)、浜松ホトニクス(6965 東証プライム)などであり、他にも幅広いユーザーを持つとみられる。

ベトナムのアノテーションが伸びる

また、海外にも展開しており、中国とベトナムに拠点を持つ。ベトナムでは、半導体デバイスの設計やソフトウェア開発に加えて、AI 向けのアノテーション事業を手掛けている。足元では特に自動運転のための道路データなどの領域が急速に伸びている模様。

業績は安定

三栄ハイテックスは、自動車や家電、産業向けなどのベースとなる半導体の設計やソフトウェア開発を行っているため、先端半導体のサイクルや特定業種の景気変動の影響を受けにくい。このため、業績は、コロナ禍の 21/3 期を除き安定的に推移している。

モーデックはモデリングの開発など

モーデックは、2020 年にイノテックが買収した。出資比率は 86.1%。各種半導体デバイスのシミュレーション用モデルの作成や、エレクトロニクスや自動車などの組込みシステムの開発で必要性が増しているモデルベース開発(MBD)のためのモデリングの開発や解析受託などを主な業務としている。MBD とは、実機を使わずにコンピュータ上でシミュレーションを行うためのモデルを作成し、開発と検証を同時に行っていくもの。各種の回路設計のモデリングに関わり、すそ野は広い。現状では収益規模は小さく業績は横ばい圏で推移しているが、後述するシミュレーション・プラットフォームにも貢献する重要な技術として注目される。

6. システム・サービス事業

システム・サービス事業は、安定的な成長を目指しており、ここまで実績として順調に推移している。イノテック本体の組込みシステム、自動車向けに業績が拡大しているガイオ・テクノロジー、自動販売機のキャッシュレス決済システムが伸びているアイティアアクセスがいずれも収益貢献を高めている。

図表 20. システム・サービス事業の収益動向

(百万円)

決算期	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3CoE
売上高	10,478	10,360	11,404	12,589	14,520
イノテック：組込みシステム	1,547	2,040	2,339	2,815	2,870
アイティアアクセス	4,669	4,274	4,899	5,141	5,800
ガイオ・テクノロジー	3,421	3,233	3,510	4,075	5,000
レグラス	648	874	697	601	850
営業利益	911	1,114	1,333	1,616	NA
イノテック：組込みシステム	39	144	221	333	NA
アイティアアクセス	422	307	411	523	550
ガイオ・テクノロジー	533	651	698	759	1,000
レグラス	-83	12	3	1	30
営業利益率	8.7%	10.8%	11.7%	12.8%	NA
イノテック：組込みシステム	2.5%	7.1%	9.4%	11.8%	NA
アイティアアクセス	9.0%	7.2%	8.4%	10.2%	9.5%
ガイオ・テクノロジー	15.6%	20.1%	19.9%	18.6%	20.0%
レグラス	-12.8%	1.4%	0.4%	0.2%	3.5%

注：売上高の 21/3 期の内訳は決算説明会資料、22/3 期以降はセグメント情報に基づく。営業利益は全て説明会資料の個社データ。イノテックの組込みシステムの営業利益は、部門営業利益からアイティアアクセス、ガイオ・テクノロジー、レグラスの営業利益を引いたもの。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

1) イノテックの組み込みシステム

CPU ボードや BOX 型 PC

イノテックでは、電子部品の輸入商社として、CPU ボードや産業用 PC を扱っていたが、メーカーへの転換を図る中で、自社のエンジニアによる開発に力を入れて自社製品として事業化してきた。これらの製品の対象は、民生用機器、FA などの産業用、インフラ用、エッジコンピューティング用など多岐にわたる。同社では「INNINGS」というブランドで統一して事業展開している。CPU はインテル製で、「Xeon」、「Core」、「Atom」などの製品をそろえている。OS は Windows が主体で、Linux にも対応しているものが多い。同社の CPU ボードや産業用 PC は、半導体デバイスなどは輸入品が主体だが、設計は社内で行っている。ボードの製造や PC の組み立ても日本の EMS メーカーが行っており、信頼性が高いとみられる。

信頼性やサポート体制が重要

IoT の拡大によって、端末側でデータ処理を行うエッジコンピューティングが求められていることに加え、AI 搭載コンピュータが普及することなどに伴い、補完的な機能を端末側に持たせる需要も増加している。イノテックの小型で高性能な製品はこうしたニーズに応え、今後着実に伸びると予想される。その鍵となるのは、信頼性、サポート体制、長寿命などであろう。イノテックの製品に対するこれらの評価は高いと推察される。

売上高は 24/3 期で 28.1 億円と小さいが、着実に伸びている。売上高営業利益率も上昇傾向にあり、24/3 期は 10%を超えたと推察される。向け先の業種が多岐にわたるため、全体では安定した事業と言えよう。

図表 21. イノテックの CPU ボードと BOX 型 PC (一例)



CPUボード
SX-8030
Core™ 搭載
6th Gen Skylake
Up to 32GB



BOX型PC
EMBOX TypeRE1283
Intel® Core® Raptor Lake 搭載

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) ガイオ・テクノロジー

自動車向けの検証ツールの販売およびエンジニアリングサービス

ガイオ・テクノロジーは、2014 年に株式を取得した 100%子会社である。主に自動車業界向けに、①組み込みソフト検証ツールの開発、販売、保守事業、②エンジニアリングサービス、技術者派遣事業、などを行っている。①については、組み込みソフト向け単体テストツール「カバレッジマスター winAMS」が多くのユーザーを持つガイオ・テクノロジーの代表的なツール製品となっている。安全性確保のために高いソフト品質を要求する自動車制御ソフトの分野で高い評価を得ている模様。②

は、ユーザーのモデル開発支援、コンサルティング、単体テスト受託サービス、などのエンジニアリングサービスを手掛ける。

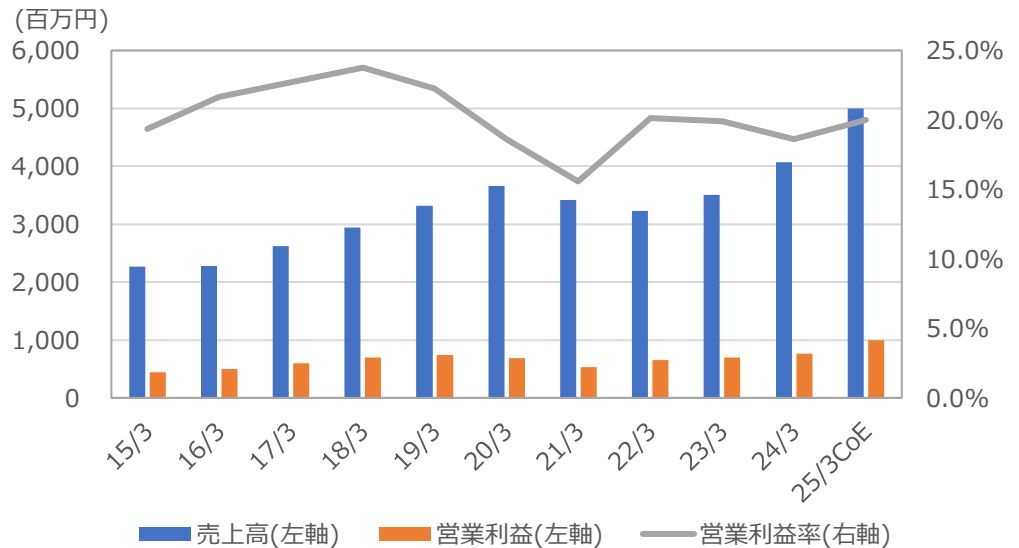
単体テストのデファクト

ガイオ・テクノロジーの「カバレッジマスターwinAMS」は、自動車機能安全(ISO26262)向けのツール認証を取得しており、ソフトウェアの単体テストの検証ツールではデファクトスタンダードとなっている。単体テストとは、ソフトウェア全体をテストする前に各ユニットが仕様通りに動作するかどうかを検証するもので、自動車機能安全の認証取得に必須のプロセス。日本の自動車完成車メーカーの9割以上が利用しているとのことであり、トヨタ(7203 東証プライム)、SUBARU(7270 東証プライム)、デンソー(6902 東証プライム)などが導入企業としてホームページでは紹介されている。

サービスの売上が伸長

足元では、ツールの売上をエンジニアリングサービスの売上が上回っている模様。ツールがすでに行き届いているのに対してエンジニアリングサービスは成長の途上にあるとみられる。ガイオ・テクノロジーの強みは、両輪を持つことであり、顧客からの評価につながっていると推定される。

図表 22. ガイオ・テクノロジーの業績動向



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

出所

3) アイティアアクセス

クラウド型決済システムが伸長

アイティアアクセスは、2000年にイノテックとACCESSが合併で設立した子会社。イノテックが85%の出資比率。車載向けなどのソフトウェア開発を行っているほか、足元ではクラウド型決済システムが伸びている。現在アイティアアクセスの売上高の60%程度をこれが占めると推定される。自動販売機はキャッシュレス決済対応になっていないものも多い。また、キャッシュレス決済端末であっても、一定時間端末側でデータ蓄積した後に通信する即時処理できないタイプのものが多かった。

クラウド型決済システムのメリットは、まず、サーバー側に機能を持たせることで端末をコンパクトにすることができる点が挙げられる。また、タイムリーに販売データを取得できるため、営業戦略に使えるメリットもある。アイティアアクセスにとっては、端末が一旦設置されればストック型の安定した収益を得られる。

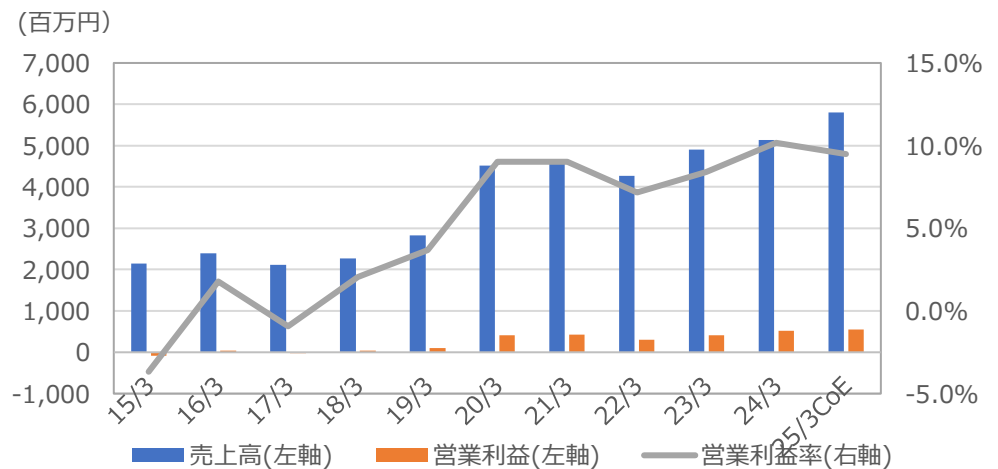
自動販売機におけるキャッシュレス決済の比率は、現在、概ね 35%前後と推定され、まだまだ拡大する余地は大きいとみられる。アイティアアクセスのクラウド型端末は後付けの設置も容易であり、販売データなどもタイムリーに提供されることから、今後も成長する見通しである。

図表 23. アイティアアクセスの決済端末(VMPU-01L)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 24. アイティアアクセスの業績動向



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

4) レグラス

画像処理の技術を持つ

レグラスは、2012年にイノテックが買収した100%子会社。画像処理の技術を持ち、彼らの事業の成長に加え、イノテックのCMOSセンサー用テスト開発にも有益であるとの判断があった。現在は、建機やフォークリフトの安全監視、停止制御の機能を備えたシステムなどが伸びている。まだ規模的には小さく、収益貢献は限られるが、同社の事業にとって鍵となる要素技術を持つ子会社と言えよう。

7. 企業 DNA と模倣困難性

1) ポジショニング理論

「集中戦略」

マイケル・E・ポーターが唱える競争の基本戦略は、①コストリーダーシップ戦略、②差別化戦略、③集中戦略、の3つから成る。このうち、イノテックが取る最重要な戦略は、③集中戦略と言えよう。同社は、創業時には商社として様々な半導体製造装置の輸入販売を手掛けたが、その後、商社ビジネスは一部を除いて撤退し、メーカー機能を拡充してきた。当初はイオン注入装置などの前工程装置の自社開発も試みたが成功せず、その後は、エレクトロニクスの設計と検証に関わる仕事が競争力を発揮できる領域と見定めて、その範囲に集中して事業を展開してきた。

事業環境が変わっても得意分野で勝負してきた

日本の半導体デバイスメーカーの競争力低下や日本の半導体装置メーカーの台頭によって、創業時の事業環境が大きく変化し、当時のビジネスモデルが立ち行かなくなっても、業態を転換しながら生き残り、成長軌道に乗ってきているのは、主には得意とする領域の中で事業を行ってきたためと考えられる。

2) 企業 DNA

企業 DNA

イノテックは、前述のように、吉田稔初代社長たち東京エレクトロンの幹部数人が中心となって創業した企業である。東京エレクトロンが半導体製造装置の商社からメーカーへと転身を遂げていく中、イノテックは創業時には輸入商社としての業態にこだわり、海外の製造装置ベンチャーの日本での足掛かりを築くサポートを行った。したがって、商社と言っても単に仲介を行うだけではなく、技術をよく理解し、それに基づく営業を行うということが創業時から重視されたようである。

「エレクトロニクスの設計や検証を支援する技術力と営業力」

技術力に基づいた営業を行うという風土が、その後、環境変化に応じて業態を変えていく中でも、企業文化として根強く残ったと推察される。それがゆえに、輸入商社からメーカーへというハードルの高い転身を実現できたと思われる。したがって、イノテックの企業 DNA は、「エレクトロニクスの設計や検証を支援する技術力と営業力」と我々は考える。企業 DNA に沿って事業を発展させることが会社の勝利の方程式であり、イノテックにも当てはまる。創業時に当時の経営陣が思い描いた業界環境が大きく変わり、これまで強い逆風を受けてきた格好だが、DNA を軸に新たな事業モデルを構築しつつある同社は、今後、持続的な成長のフェーズに入ると期待される。

3) 模倣困難性

リソース・ベスト・ビュー

ジェイ・B・バーニーらが提唱するリソース・ベスト・ビューは、企業の経営資源やケイパビリティに注目する考え方である。これを具体的に示したものが VRIO フレームワークである。Value (経済的価値)、Rarity (希少性)、Inimitability (模倣困難性)、Organization (組織) について検討するべきとしている。ストラテジー・アドバイザーズでは、このうち模倣困難性に特に注目している。

顧客との信頼関係

イノテックの模倣困難性としては、まず、長年にわたり築いてきた顧客との信頼関係、が挙げられよう。多様な半導体製造装置や EDA の輸入販売を行ってきたイノテックは、多くの半導体デバイスメーカーから見ると付き合いなければならないサプライヤーの一つであったと考えられる。イノテックの強みは、技術力に基づく輸入販売後の保守やサポートにあり、営業力の強さも重なって、顧客との強固な信頼関係を構築してきたと推察される。このことは、海外のテスターメーカーの再編などでテスターの輸入販売ができなくなった際に、顧客から、こういう仕様のテスターをイノテックで作れないか、という依頼があり、現在のテスター事業の発端になっていることから類推される。また、EDA の輸入販売

についても Cadence の日本拠点に対して自らの商圈を守っているのは、イノテックから買いたいという顧客の声があるためであろう。

開発と検証における知見

半導体を含むエレクトロニクスの設計や検証に関する知見と技術力も、模倣困難性と言えよう。買収した子会社の三栄ハイテックスやガイオ・テクノロジーなども、ニッチの分野ではあるが、設計や検証に関わるそれぞれの分野で高い技術力と競争力を持っている。イノテックがこれまで行ってきた買収は、多くが成功し、現在の連結収益に貢献しているが、それは、イノテックにそうした技術力を理解する目利きがあったからとも考えられる。後述するシミュレーション・プラットフォームも、開発や検証を支援する技術力がもたらすものと言える。

社員のチャレンジを後押しする企業文化

また、同社に根付く自由闊達な企業文化も挙げられよう。社員の発案によるチャレンジを見守り、後押しする風土があるとみられる。大塚社長がテスターを自社で生産することを発案した際には、慎重論もありながらもマネジメントは支援的であったとのこと。社員のチャレンジ精神とそれを後押しするマネジメントの良さを実感する大塚社長の下で、そうした文化は継続するとみられる。

4) エクイティストーリー

企業 DNA を深堀することで成長を達成できる

我々が考えるエクイティストーリーは、企業 DNA である、「エレクトロニクスの設計や検証を支援する技術力と営業力」を深堀するとともに、顧客や製品ラインナップの拡充を行うことにより、成長ポテンシャルの拡大が期待されることである。チップレットやシミュレーション・プラットフォームなどの新しいテクノロジーでのイノベーションによる収益貢献も予想される。テスターは、NAND フラッシュメモリーの需要成長が続く見通しであり、顧客や対象デバイスの広がりが期待される。DRAM への供給も視野に入る。STAR は台湾のファウンドリーを主要顧客にしており、AI 向けの GPU 生産の拡大やチップレットの採用拡大などが見込まれ、その恩恵を受けよう。これらの事業は半導体サイクルの波を受けながらも、シクリカルグロースを辿る可能性が高い。EDA、三栄ハイテックスは安定的であるし、ガイオ・テクノロジー、アイティアアクセスは需要が着実に伸びる分野を手掛けている。

経営改革の実践にも期待

もう一点は、依然として同社の改革余地が大きいとみられることである。特に、子会社はこれまで独立した存在として、多分に経営をそれぞれの会社に任せてきた。子会社の業績が比較的順調であったため、イノテックの経営陣としても、特にその体制を変える必要がなかった。しかし、多くの主力子会社を傘下に入れてから 10 年以上が経ち、今後はシナジーを上げやすい体制に変えていくことが期待される。まずは子会社それぞれが持つ顧客情報の共有化など、これまでできていなかったことを実施していく方針である。また、モデルベース開発のような共通のプラットフォームの技術も個々の子会社が持っており、横串を入れることによるシナジー効果が大きいと推察される。イノテック本体も、過去は縦割り組織で風通しに課題があったとみられることから、グループとして全体最適を追求できる体制を構築できるかがポイントになるであろう。

大塚社長は、若くしてイノテックに入社し、創業間もないイノテックの活気に満ちた当時の雰囲気の中で社会人として実績を積んできた。古き良き時代のイノテックを知っている世代である。一方で、歴代の経営陣のように過去のしがらみはなく、縦割りのような課題については改革を進められる立場にあると推察される。社長に就任して 3 年半が経過し、組織の改革などにも手を付けてきた成果がスタートしているが、まだ改革は途上にあり、今後の継続・加速が期待される。

5) ビジョンとミッション

25/3 期～27/3 期中期経営計画の Vision は「未来を変えテック、イノテック」とし、Mission として、「最先端技術と人を繋ぎ、豊かで快適な未来社会に貢献する」、「顧客に寄り添い、ともに課題を解決する」、「イノテックならではの付加価値の提供を目指す」としている。最先端技術、顧客に寄り添うこと、などが上記の企業 DNA や模倣困難性に通じるところであり、同社の目指す姿が示されている。

8. 財務戦略

19/3期～21/3期の3年間で無借金から適度なレバレッジのあるバランスシートに

自己株取得を積極的に行うとともに増配も実施

同社の財務は、棚橋祥紀専務執行役員の下で変革が行われてきた。過去を見ると、18/3期末の現預金は57.6億円、有利子負債はなし、自己資本242.0億円、自己資本比率は74.3%と、過大なキャッシュを保有し、レバレッジのない財務バランスであった。会社は2018年2月に、資本政策の基本方針を公表し、自己株取得を継続的に行って自己資本を200億円程度へ削減すること、有利子負債を活用する場合はD/Eレシオを0.5倍以下とすること、配当性向が30%を下回らないこととし急激な業績変動がなければ50%程度を目安とすること、などを打ち出した。

2018年2月に20億円、同年11月に25億円の自己株取得を決定。2019年11月にはさらに5億円の自己株取得の決定を公表した。2020年2月には、イノテックの株式を保有していた香港のCVP Holdingsとの提携解消により、CVP Holdingsが持っていたイノテック株式を売却することになったため、その分を自己株式立会外買付取引で取得することを発表。結果として、20/3期までの3年間で65億円の自己株取得を行った。配当についても17/3期の一株当たり配当15円から18/3期には30円、19/3期には40円へ増額した。

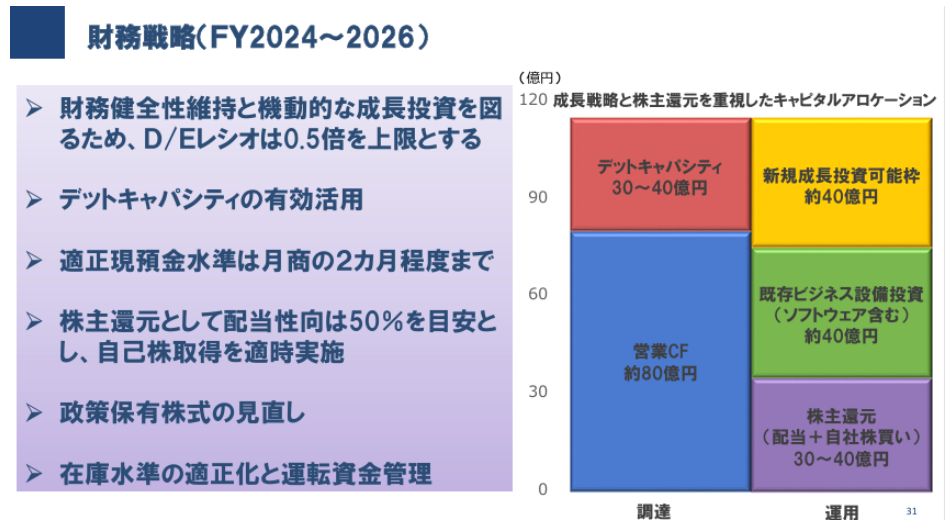
この結果、自己資本は20/3期末には200億円を切る水準まで減少した。その後も、当期純利益の変動はあっても1株当たり配当は増額し、配当性向は概ね40～60%のレンジで推移している。直近では、円安の進行によって包括利益の為替調整勘定が増加し、自己資本は24/3期末で247億円へ増加し、キャッシュが若干積み上がった状態となっている。2024年11月には上限5億円と小規模ながら自己株取得を発表している。

図表 25. 財務体質の推移

(百万円)							
決算期	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
【キャッシュ・フロー】							
当期純利益	721	1,493	1,169	1,535	2,195	1,667	1,478
減価償却費	600	768	985	993	1,058	1,197	1,288
資本的支出	-1,294	-1,438	-1,621	-1,119	-1,378	-1,619	-1,203
自己株取得	-404	-3,871	-2,203	0	0	0	0
配当	-315	-615	-529	-618	-771	-918	-930
【B/S】							
現預金	5,763	4,498	6,335	5,626	6,664	6,598	8,876
有利子負債	0	3,885	6,930	8,544	8,602	9,143	11,419
自己資本	24,201	21,009	19,416	20,094	22,213	23,605	24,704
【主要指標】							
自己資本比率	74.3%	63.9%	55.5%	53.3%	54.8%	54.1%	51.6%
D/Eレシオ	0.0%	18.5%	35.7%	42.5%	38.7%	38.7%	46.2%
ネットD/Eレシオ	-23.8%	-2.9%	3.1%	14.5%	8.7%	10.8%	10.3%
1株当たり配当(円)	30.0	40.0	40.0	50.0	65.0	70.0	70.0
配当性向	73.1%	42.8%	49.4%	41.4%	38.5%	55.1%	63.3%

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 26. 現在の中期経営計画の中での財務戦略



現行の中期経営計画でも財務バランスを考慮

25/3 期から始まった 3 か年の中期経営計画では、財務戦略を以下のような基準を設けて運営していく方針である。

現預金の適正水準を定義

今回は、2018 年 2 月に発表した政策に加えて、適正現預金水準を月商の 2 か月程度まで、という基準を設けた。25/3 期予想の売上高は 415 億円であるから、月商 2 か月分であれば現預金は 69 億円と計算され、25/3 期上期末の 52 億円はこの範囲内にある。また、政策保有株式の見直し、在庫水準の適正化と運転資金管理という項目も加えた。そうしたバランスシートの効率化も進めて、成長のための投資資金枠を拡充する考えとみられる。

株主資本コストを最低 8%と考える

同社では資本効率についても重視している。株主資本コストについては、CAPM で計算される水準とは別に、投資家の期待収益率として最低で 8%を基準とすべきとしている。会社資料によれば、CAPM によって計算された 23/3 期末の株主資本コストは 5.66%であった。株主資本コスト 8%を基準とすると、ROE がそれを上回ったのは 23/3 期のみとなり、株主資本コストを下回る利益率が続いていることになる。

9. 業績の動向

1) 当面の業績見通し

25/3 期は前期比減益へ。中間決算発表時に下方修正

25/3 期はテストソリューションが苦戦している。11 月 8 日に発表された上期決算では、売上高が前年同期比 6.9%増、営業利益が同 5.2%増であった。事業別ではシステム・サービスが大幅な増収増益となったのに対して、テストソリューションは前年同期比 2.0%増収ながら、営業赤字が拡大した。NAND フラッシュメモリー向けテスターは、ユーザーの設備投資が低調のため、売上が低迷している模様。システム・サービスは、ガイオ・テクノロジーの車載向け組込みソフト検証ツールやエンジニアリングサービスが好調。イノテックの CPU ボードや BOX 型コンピュータ、アイティアアクセスのクラウド決済サービスも堅調とみられる。

会社はテストソリューション事業の回復が下期も見込めないとして、25/3期通期業績予想を下方修正。営業利益予想は25億円から18億円へ修正された。会社が公表している売上総利益ベースの予想では、テストソリューションが期初予想の57.5億円から46.0億円へ下方修正された。システム・サービスは43.5億円から46.0億円へ上方修正されたが、カバーできない。テストの売上高は前期通期に対してほぼ半減の15億円前後へ落ち込む見通しで、イノテック単体では営業赤字となる見通し。

図表 27. 短期業績動向

(百万円)

	24/3上期	25/3上期 (A)	YoY	進捗率 (A)/(B)	25/3通期 新予想(B)	YoY	25/3通期 前回予想
売上高	19,471	20,808	6.9%	50.1%	41,500	0.3%	43,500
テストソリューション	6,916	7,053	2.0%	51.0%	13,830	-12.9%	16,050
半導体設計関連	6,364	6,622	4.1%	50.4%	13,150	2.1%	13,050
システム・サービス	6,189	7,132	15.2%	49.1%	14,520	15.3%	14,400
営業利益	854	898	5.2%	49.9%	1,800	-27.2%	2,500
テストソリューション	-67	-410	NM	NA	NA	NA	NA
半導体設計関連	308	287	-6.8%	NA	NA	NA	NA
システム・サービス	668	1,064	59.3%	NA	NA	NA	NA
調整額	-54	-43	NM	NA	NA	NA	NA
経常利益	1,206	750	-37.8%	41.7%	1,800	-37.5%	2,550
当期純利益	833	459	-44.9%	34.0%	1,350	-8.6%	1,700

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

26/3期は回復の公算

26/3期の業績は、やはりテストソリューションの動向が鍵を握るであろう。前述のように同社のテストの主力ユーザーは、設備投資を増やしてくるとみられる。ただし、回復のタイミングや強さについては、NANDフラッシュメモリーの市況の影響も依然としてあるとみられるため、一定の不透明感はある。テストソリューションが少なくとも下げ止まれば、システム・サービスは引き続き堅調に拡大するとみられるため、全体の収益も26/3期には明確な回復に転じる可能性が高いとみられる。

2) 中期経営計画

ROE10%、ROIC8%を目指す

2024年3月に発表した25/3期～27/3期の中期経営計画では、数値目標としてROE10%、ROIC8%を目指すとしている。事業環境にかかわらず最低でROE8%、ROIC6%は維持したいとしている。同社では前述のように、株主資本コスト8%との前提を置いており、常にそれを上回るROEを上げたいとの考えである。ROE10%の目標を達成するためには、08/3期の営業利益のピーク33.3億円を超える必要がある、としている。

数値目標のために、以下の3つの施策に取り組む。

営業利益率の向上

まず、第一に営業利益率の向上である。24/3期の売上高営業利益率は6.0%であり、25/3期は会社予想では4.3%へ低下することになる。商社からメーカーへの転換を実践してきた同社として、現在の水準では満足できない。各事業の収益性改善やDX化による経営効率の向上などに取り組む。事業構成の面では、利益率の高いシステム・サービス事業の比重が高まるにつれて、

全体の利益率も上昇するとみられる。また、テスターの需要はサイクル面で足元がボトムとなる可能性が高いため、26/3 期から 27/3 期には循環的な回復も期待できよう。

ポートフォリオの最適化

第二に、経営資源の再配分による事業ポートフォリオの最適化、である。これについては、前述のように、STAR のプローブカード事業の再編を発表している。量産型のプローブカード事業を切り出して譲渡し、STAR としては、信頼性評価装置と付加価値の高いプローブカードに集中して展開する。

また、同社ではグループ再編も掲げている。買収して傘下に入れた子会社は大半が買収時とほぼ同じエンティティとして事業を展開しているが、今後、グループのシナジーを最大化するためには、顧客情報の共有化を含む協力関係が重要になるとみられる。子会社各社の共通する事業を取り出して新たな組織を作るなどの踏み込んだ施策も必要になると我々は考える。効果的な施策が取られれば、売上の拡大とともにコスト低減にもつながろう。

業績の安定性向上

第三に業績の安定性の向上である。主な手立てとしては、特定顧客への依存度の引き下げ、製品ラインアップの充実、ストック型ビジネスの拡充が挙げられている。テスターでは、特定ユーザー向けの NAND フラッシュメモリーの比重が非常に大きく、ボラティリティの原因となっている。このため、他の NAND メーカーへ広げること、NAND 以外の DRAM や CMOS イメージセンサー向けの売上を増やすことなどにすでに取り組んでおり、26/3 期頃からはその成果が見えてくる可能性がある。また、ストック型のビジネスは EDA のほか、主にシステム・サービスで多くなっており、それをさらに拡大していきたい考えである。

成長のための投資

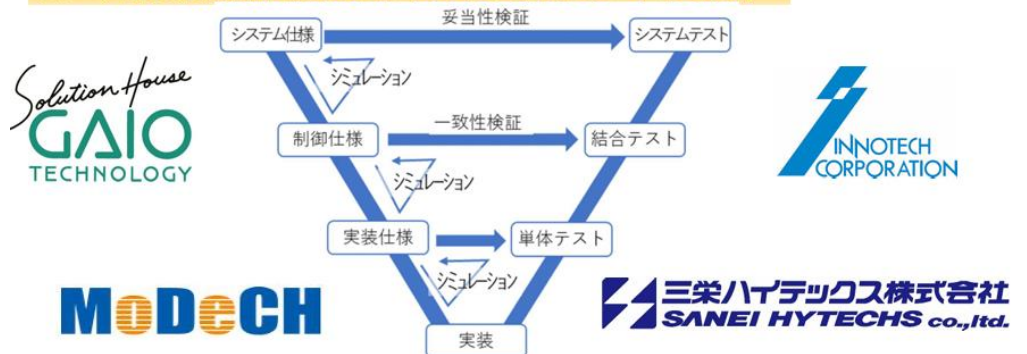
また、成長のための投資として、M&A、グローバル化、重点分野への投資(チップレットやシミュレーション・プラットフォームなど)、DX 投資などを挙げている。チップレットは、同社のテストソリューションや EDA の事業機会の拡大につながる。また、台湾のファウンドリーがチップレットの増産を行っており、STAR もその恩恵を受けよう。

グループ横断的なテーマであるシミュレーション・プラットフォームでのグループ会社間の協業や情報共有などによって、新たな付加価値をつけることができる可能性がある。グループ内にモデルベース開発と検証に知見のある企業が複数あり、イノテック内にもモデルベース開発支援やノイズ解析を行う部隊がある。モデルベース開発の上流を含めた各工程において総合的な支援を行うことが可能となる。

図表 28. シミュレーション・プラットフォーム

セグメントを超えたシナジー ~シミュレーション・プラットフォームの活用~

グループ内外の要素技術を活かしたイノテックならではのソリューションを提供



ソリューション案として設計効率化、品質向上のためのツール化にも注力

各設計プロセス毎のノウハウをモジュールコア化

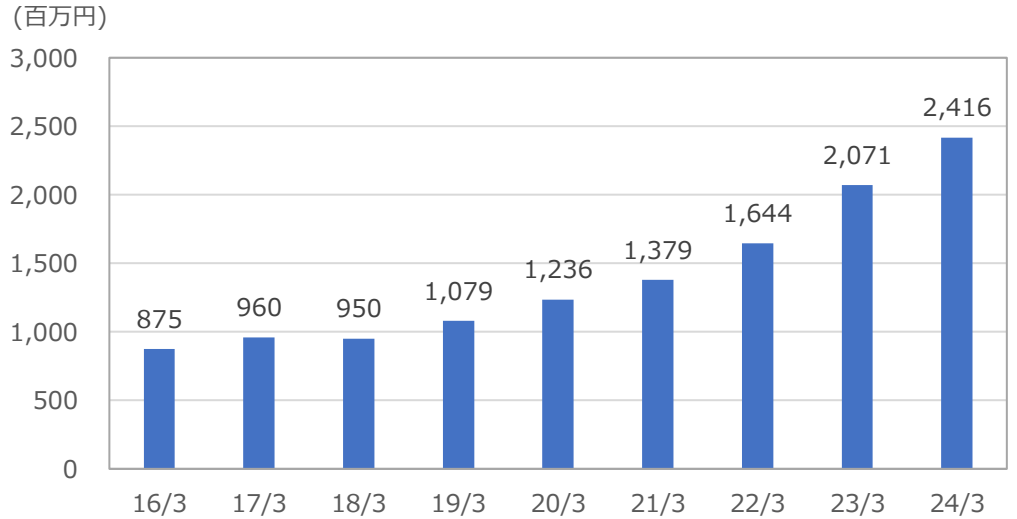
⇒コアIP販売+エンジニアリングサービス提供のビジネスモデルを展開

出所：会社資料

研究開発費も拡大

注力分野の開発のための投資として、研究開発費も拡充している。図表 29 に示すように、研究開発費はこのところ大きく増えている。STAr における研究開発費が為替の影響で円ベースで増加している要因もあろうが、それを考慮してもグループの研究開発費は増額されている。収益への寄与が顕在化してくることが期待される。

図表 29. 研究開発費の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) 事業環境と業績見通し

収益環境は底打ちへ

短期の業績は、半導体設計関連が安定的に推移し、システム・サービスが伸長する一方で、テストソリューションの回復の遅れにより、やや厳しい状況となっている。しかし、26/3 期から 27/3 期にかけては事業環境の面でも好材料が増えてくるとみられる。

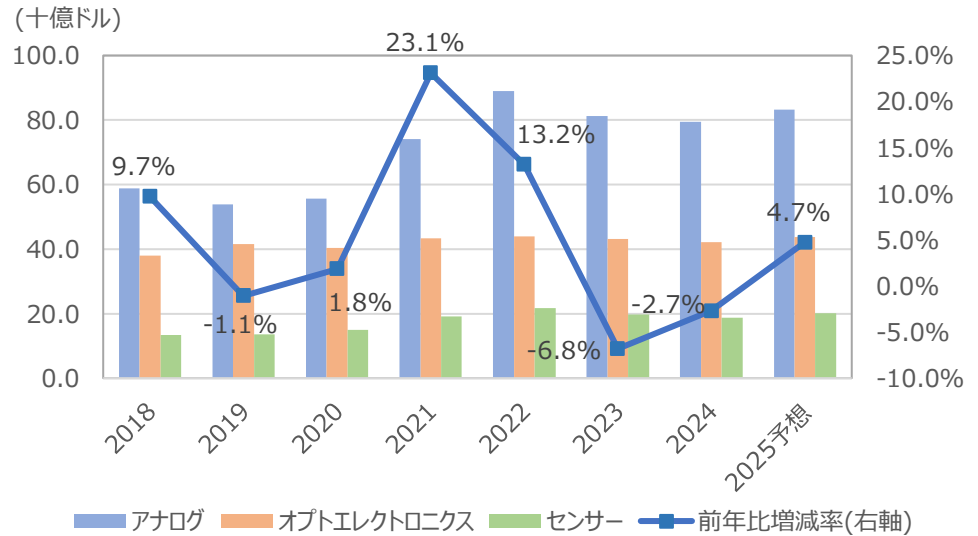
半導体は AI 関連以外低調だったが 緩やかに回復へ

まずは、半導体市場全般の回復が期待される。足元では AI 関連の GPU や DRAM が非常に好調な半面、他の半導体デバイスは 2023 年に生じた需要調整が続いており、回復が弱い。WSTS の 2024 年秋季半導体市場予測のデータを見ると、2024 年はロジックの市場が前年比 16.9%、メモリーが同 81.0%伸びると見込まれているのに対して、アナログは同 2.2%減、オプトエレクトロニクスは同 2.5%減、センサーは同 5.1%減と、2023 年に続いてマイナスと推定されている。しかし、2025 年は AI 関連が引き続き好調な中で、アナログが前年比 4.7%増、オプトエレクトロニクスが同 3.8%増、センサーが同 7.0%増と、同社との関連が深いデバイスでも市場はプラスに転じる予想となっている。

日本市場も緩やかな回復が見込まれている

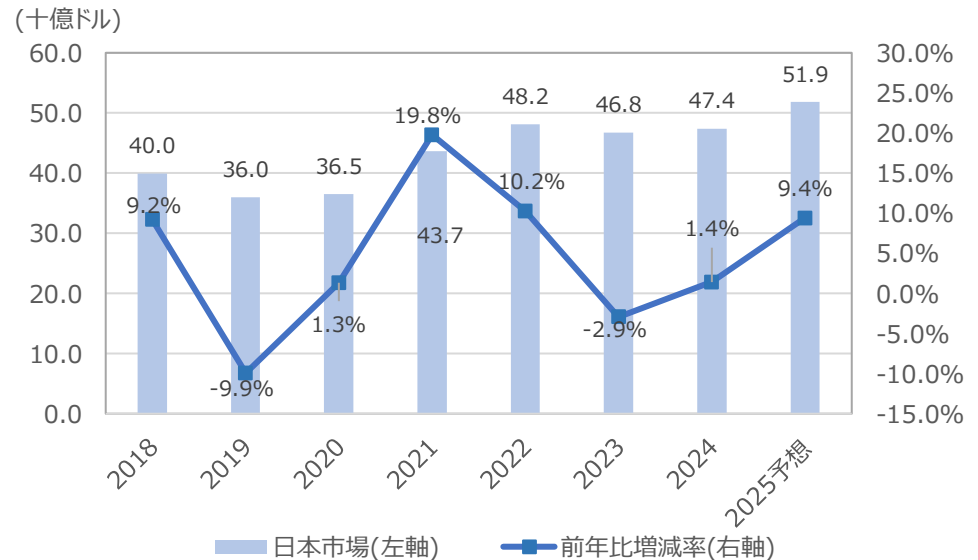
地域別では、AI 関連のデバイスの恩恵が大きい米国とアジアが 2024 年には大幅な増加となっているのに対し、その恩恵が小さい日本は 2023 年の前年比 2.9%減に続いて 2024 年は同 1.4%増と小幅な伸びにとどまると推定されているが、2025 年は同 9.4%増との予想である。こうした半導体デバイスのサイクル上昇は、イノテックグループの EDA を含む半導体設計関連、システム・サービスの組込みシステムや検証ツールなども連動するところであろう。

図表 30. 半導体デバイスの製品別市場動向(ロジックとメモリーを除く)



出所：WSTS 資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 31. 半導体デバイスの日本市場の動向



出所：WSTS 資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

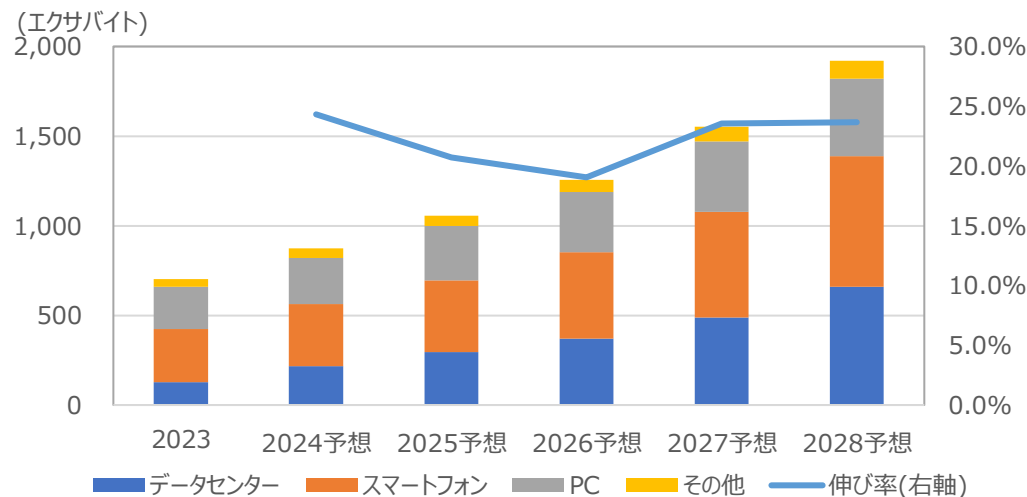
主要ユーザーのメモリーへの設備投資も回復へ

テスターの主要ユーザーの投資も回復する見通しである。新設備棟での設備構築により、特に先端品の生産能力を充実させるとみられる。AI 搭載のスマホや PC の比率が高まるにつれて NAND フラッシュメモリーの需要が高まると期待されるため、これに備えて投資額も増やす見通し。次世代フラッシュメモリーである高多層品向けの投資などを進める計画である。

調査会社の TechInsights によると、図表 32 に見られるように、今後 5 年間でバイトベースの NAND フラッシュメモリーの需要は年率 22.2% 増と予想されている。このうち、データセンターは同

38.9%増と成長をけん引する見通しとなっている。AI データセンター向け SSD がとりわけ急速な拡大を見せると予想している。

図表 32. NAND フラッシュメモリーの需要予想



出所：キオクシアホールディングスの目論見書よりストラテジー・アドバイザーズ作成

注：出典は TechInsights Inc. 「NAND Market Report Q3 2024」

イノテックグループのシステム・サービスは、各産業の市場動向よりは個別のシステムやサービスの浸透による堅調な拡大が見込まれ、マクロ環境の変動による大きな影響は受けにくいと予想される。

NAND 市場の回復が続けば 27/3 期の目標達成も可能であろう

25/3 期通期の業績予想が下方修正されたことで、中計の目標である ROE10%、営業利益最高益更新のハードルはやや上がった印象である。ただし、今回の収益下振れの要因は、テストソリューションに限られており、NAND 向けのテストの需要はサイクル面で回復に転じる可能性が高い。STAR は再編成を決めたところであり、今後のその効果が現れることが見込まれる。これらのことから、26/3 期は業績が回復する可能性が十分にある。NAND をはじめとする半導体デバイスの市場回復が続けば、27/3 期も続けて収益が増加する期待もあり、目標数値の達成も視野に入ってくるであろう。

10. バリュエーションと株価見通し

株価は NAND フラッシュメモリーなどの半導体デバイスの市況と業績によって変動

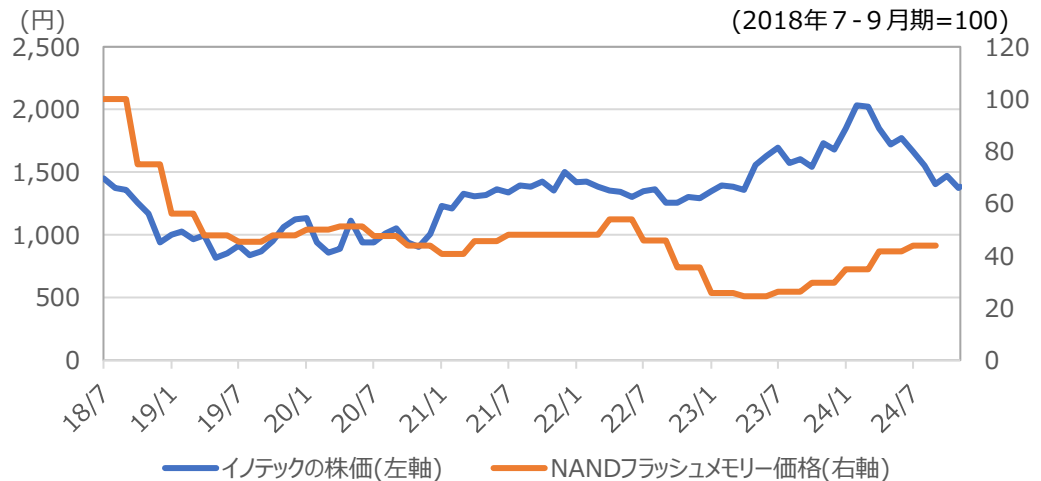
同社の株価は、2018 年 2 月に、「イノテックグループの資本政策に関する基本方針」を発表し、財務改革の実践を打ち出した際に大きく上昇した。その後はレンジ内での動きであったが、2023 年春から半導体デバイスの市況はボトムアウトして回復する局面となったため、イノテックの株価は上昇に転じた。2024 年 3 月に発表した中期経営計画で今後の戦略と実行に対する期待が高まり、また、株式市場全体の上昇もあって同社の株価は大きく上昇した。しかし、2024 年 3 月期決算の際に発表した 2025 年 3 月期の会社予想が微増益の見通しにとどまったこと、半導体デバイスの市況が頭打ちとなってきたことなどから、イノテックの株価は 2024 年春以降、大きく調整してきた。さらに、11 月の 25/3 期 Q2 決算発表時に 25/3 期通期会社予想の下方修正が発表されたことにより、株価はもう一段下落した。

NAND 市況に影響されながらも底堅さも見える

図表 33 に見られるように、イノテックの株価には NAND フラッシュメモリーの市況との連動性がある。テスト事業の売上構成比は同事業の好調時の 22/3 期でも 18%程度であるが、営業利益に占める比率は 40%前後に達したと推定される。一方で 25/3 期は赤字に陥る見通しである。

つまり、営業利益の増減に与える影響は非常に大きい。このため、株価変動への影響も大きい。ただし、2022年半ば以降のNAND市況下落の局面では、システム・サービス事業の健闘により全社では23/3期も小幅減益にとどめたため、株価も底堅く推移した。

図表 33. イノテックの株価と NAND フラッシュメモリーの市況

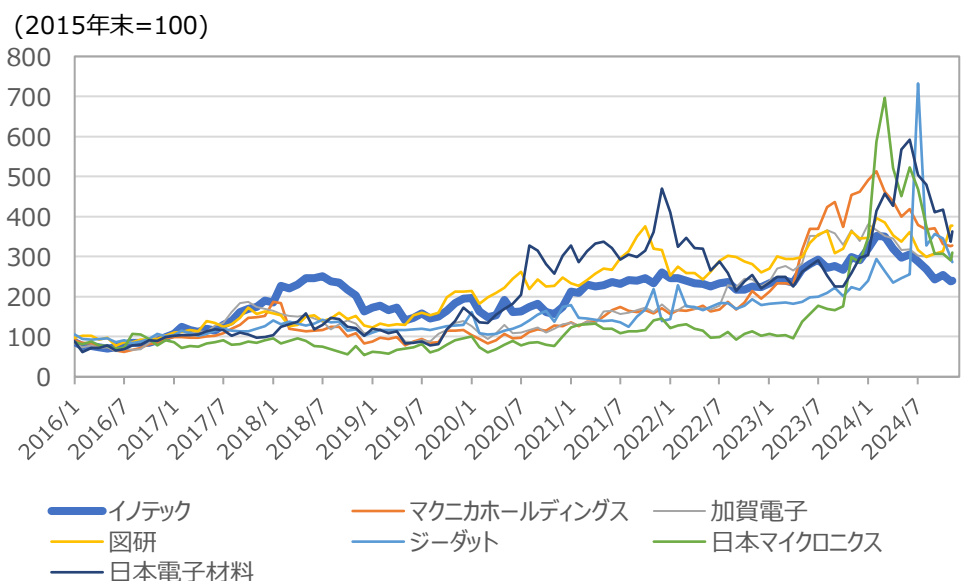


注：NANDフラッシュメモリー価格はキオクシアホールディングスの決算資料を参考に作成。記憶容量ベース
出所：ストラテジー・アドバイザーズ

半導体関連の中では株価の振幅は相対的に緩やか

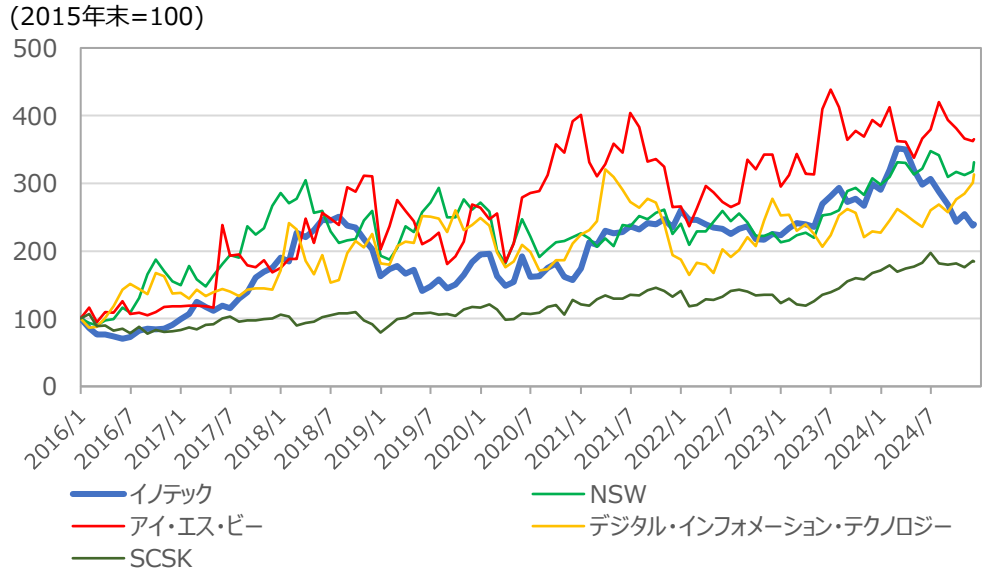
イノテックの株価と半導体商社やEDAメーカー、プローブカードメーカーなどの半導体関連企業の株価とを比較すると、半導体デバイスの市況の変化に応じて同様の動きを示している。2023年春からの市況ボトムアウトにより各社の株価も上昇傾向を辿ったが、AI関連以外の半導体デバイスの需要や市況の回復が遅れていることを受けて、2024年春から夏にかけて反落している。ただし、イノテックの株価は、半導体でも三栄ハイテックスやEDAなど収益が安定している事業の寄与や、システム・サービス事業の収益貢献の拡大、などにより、株価変動幅は相対的に小さいと言える。

図表 34. イノテックと半導体関連企業の株価比較



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 35. イノテックと組込みシステム関連企業の株価比較



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

バリュエーションは低位

同社の PER は、過去のレンジを見ると、2017 年～2018 年初めに大きく上昇しているのを除けば、8～15 倍のレンジで推移している。2024 年春までは業績向上期待と半導体デバイスの市況回復から 15 倍を超えたが、足元では 13.5 倍まで低下している。半導体市況の動向にもよるが、25/3 期が収益のボトムとなる可能性が高いことから、26/3 期基準で考えれば、今の株価では PER はもう一段低く計算されよう。ROE が低迷していることもあり、PBR は 2024 年の初めを除いて 1 倍割れが続いている。

ROE、ROIC の改善が課題

エレクトロニクス商社、プローブカードメーカー、EDA メーカー、組込みシステムの関連企業と同社の収益性やバリュエーションを比較したものが図表 38、図表 39 である。直近実績の ROE、ROIC は、業績が低下した日本電子材料を除いて最も低い。会社も ROE、ROIC を KPI として重視しており、中期経営計画でもそれぞれ 10%、8% を目標としている。

脱商社がバリュエーションには十分に反映されていない

バリュエーションでは、PER、PBR ともにエレクトロニクス商社のマクニカホールディングスと加賀電子に比べると高い水準にあるが、他の会社に対しては PBR が下回っており、PER は中位である。商社からメーカーへの転換を標榜しているイノテックであるが、まだ商社としてのバリュエーションに引っ張られている可能性がある。ただ、PBR が低位なのは、ROE が最も低いことも要因であるとみられるため、今後は、メーカー機能の事業の構成比の拡大と併せて、ROE の改善が注目される。

ROE 向上には、事業の収益性改善と、レバレッジが考えられる

ROE の改善については、以下の可能性がある。一つは、事業の収益性の向上、つまり ROIC の改善である。半導体デバイスの循環的な回復期待のほかに、新しいテクノロジーによる付加価値品の拡大、利益率の高いシステム・サービスの拡充などが考えられる。また、事業や子会社の再編などを通じてコスト低減や効率化が進展することも期待される。

第 2 に、財務戦略におけるレバレッジの活用であろう。25/3 期上期末の D/E レシオは 0.4 倍であり、同社が健全性の目安としている 0.5 倍を下回っている。また、円安の影響もあるとは言え、自己資本も 261 億円まで増加している。この 11 月に 5 億円の自己株取得を発表したが、依然、財務面では余裕がある。成長のための投資が優先されるべきであろうが、併せて株主還元を増やすことによって ROE の改善を図る余地がある。

イノテック | 9880 (東証プライム)

テストソリューションの底打ちに合わせて株価も回復する可能性

今後の株価を考えると、NAND フラッシュメモリーの設備投資が増加に転じて、26/3 期にはテスターの需要が回復に向かうとみられること、同社が STAR の事業再編を実施した効果が期待されること、テストソリューションで新規ユーザーの獲得などが実現してくるとみられること、などから、26/3 期にはテストソリューションの回復が予想される。半導体設計関連やシステム・サービスは堅調に推移するとみられるため、テストソリューションの回復の確度が高まれば、イノテックの株価も上昇に転じる可能性が高いであろう。

中期的にもアップサイド

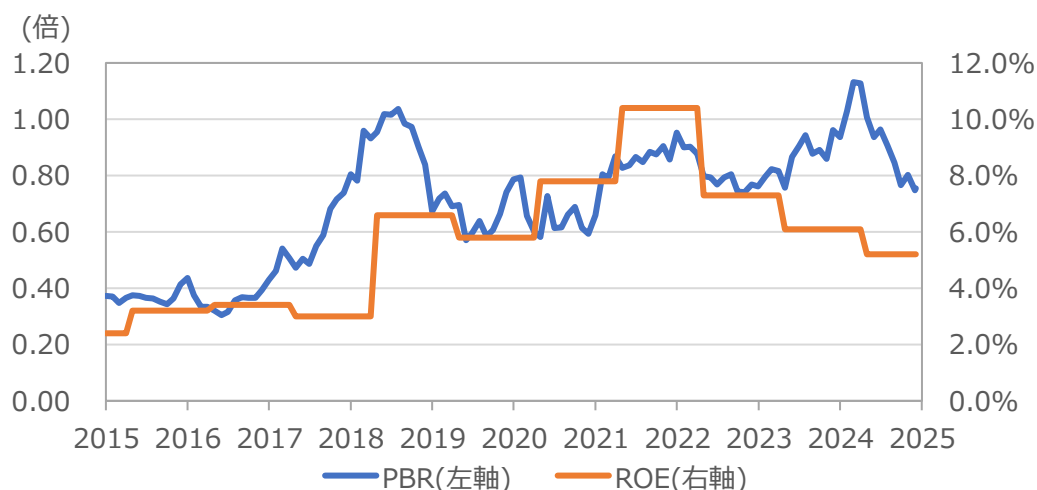
中期的には、AI データセンターの本格化による NAND 需要の増大、チップレットやシミュレーションプラットフォームなどの新しい技術の貢献、テスターでの顧客層の拡大や DRAM への展開などの可能性がある。これらが実際に収益寄与することが見えてくれば、中期的な株価のアップサイドも拡大すると期待される。

図表 36. イノテックの PER 推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 37. イノテックの ROE と PBR 推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 38. 同業他社との収益性比較

(百万円)	コード	決算期	売上高	営業利益	営業利益率	ROE	ROIC	自己資本比率
イノテック	9880	24/3	41,358	2,474	6.0%	6.1%	6.3%	51.6%
マクニカホールディングス	3132	24/3	1,028,718	63,733	6.2%	21.7%	18.4%	44.2%
加賀電子	8154	24/3	542,697	25,845	4.8%	14.5%	16.1%	52.6%
図研	6947	24/3	38,466	4,797	12.5%	9.5%	47.7%	63.3%
ジーダット	3841	24/3	2,061	302	14.7%	9.6%	NA	78.3%
日本マイクロニクス	6871	24/12	38,292	5,312	13.9%	10.3%	15.0%	73.8%
日本電子材料	6855	23/12	17,461	870	5.0%	2.5%	3.4%	71.0%
NSW	9739	24/3	50,299	5,862	11.7%	13.6%	23.7%	75.2%
アイ・エス・ピー	9702	23/12	32,388	2,734	8.4%	13.1%	31.6%	65.7%
デジタル・インフォメーション・テクノロジー	3916	24/6	18,150	2,040	11.2%	26.0%	52.8%	68.1%
SCSK	9719	24/3	480,307	57,004	11.9%	14.1%	18.1%	65.3%

注：ROIC は、NOPAT を事業資産(固定資産+正味運転資本)の期中平均で割って算出。ジーダットは事業資産がマイナスとなるため NA としている。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 39. 同業他社とのバリュエーション比較

(百万円、倍)	コード	決算期	株価 (12/23)	時価総額	PER 会社予想	PBR 直近実績	EV/ EBITDA	配当利回り 会社予想	ROE 会社予想
イノテック	9880	24/3	1,354	18,223	13.5	0.74	6.3	5.2%	5.2%
マクニカホールディングス	3132	24/3	1,755.5	105,384	10.5	0.43	4.4	8.0%	12.1%
加賀電子	8154	24/3	2,917	76,653	8.5	0.51	1.5	5.7%	11.3%
図研	6947	24/3	4,380	97,451	24.4	2.41	10.7	2.3%	9.9%
ジーダット	3841	24/3	1,361	5,238	21.8	1.48	5.2	2.9%	6.8%
日本マイクロニクス	6871	24/12	3,935	151,852	18.3	3.68	9.8	1.7%	17.8%
日本電子材料	6855	23/12	2,113	26,689	11.1	1.08	3.9	2.6%	9.1%
NSW	9739	24/3	3,080	45,889	11.0	1.38	4.2	2.8%	12.2%
アイ・エス・ピー	9702	23/12	1,370	15,669	9.7	1.32	2.3	3.4%	12.5%
デジタル・インフォメーション・テクノロジー	3916	24/6	2,175	32,347	18.0	4.67	10.3	2.8%	26.4%
SCSK	9719	24/3	3,310	1,034,425	23.2	3.42	11.6	2.1%	14.5%

注：ROE (会社予想) は進行期の会社予想純利益を直近四半期決算期末の自己資本で割って算出。

EV/EBITDA の EBITDA は、会社予想営業利益に直近実績の減価償却費を足して計算。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

11. リスク要因

イノテックの業績や株価の動向に与えるリスクとしては、以下の点が挙げられよう。

半導体市況

短期的なリスクとしては、NAND フラッシュメモリーなどの半導体デバイスの市況動向である。25/3 期の会社予想が下方修正されたように、半導体市況は先行きを予想するのが難しく、会社が想定しているであろう 26/3 期からの緩やかな回復がさらに遅れる可能性もあろう。その要因としては、マクロ景気などによるスマホや PC の売上動向、特に AI 搭載型の PC やスマホの売れ行きなどが影響しよう。

特定ユーザーなどでのポジション

第二に、特定の大手ユーザーやパートナーにおける同社のシェア低下の可能性である。現在、メモリーテスターは特定の国内大手半導体デバイスメーカーへの依存度が高く、仮に他のテスターメーカーが技術や価格の面で魅力的な製品を開発した場合にイノテックの売上に影響が出得る。EDA も、イノテックが代理店を務める Cadence の日本拠点が、守備範囲を広げることが仮にあれば、イノテックのシェアの売上に影響が出よう。ただし、前述のように、イノテックとしてはそうならないための技術開発や顧客との信頼関係構築を重視して行っており、現時点で大きなリスクとは考えにくい。

地政学リスク

地政学リスクについても指摘しておきたい。台湾子会社の STAR は、信頼性評価装置の中国向けの売上が増えてきている。米国トランプ政権の誕生により、中国向けのビジネスの規制が強まる可能性もあろう。ただし、イノテックではグループとしてそうしたリスクを回避すべく対応を行っており、現時点で大きな懸念はないと考えられる。

事業再編の遅れの可能性

下振れリスクではないが、成長を抑える要因となり得るのは、事業ポートフォリオやグループ運営における再編が進まないことであろう。依然、買収した時点での事業をそのまま続けている子会社も多く、それぞれの自主性もあるため、イノテックの経営陣が思い描くようには再編が進まない可能性がある。その場合は、現在の低い ROE や ROIC の改善が遅くなる可能性がある。

12. サステナビリティの方針と実践

1) イノテックのコーポレートガバナンス体制

イノテックグループは、イノテックおよび子会社 20 社で構成されており、組織形態は、監査等委員会設置会社である。2023 年に監査役会設置会社から監査等委員会設置会社へ移行した。取締役会については、取締役 5 名（うち、女性 1 名）で構成される。監査等委員 3 名（うち、女性 1 名）を選任しており、全員社外取締役である。

取締役会の諮問機関として、諮問委員会を設置している。独立社外取締役が委員の過半数を占める（4 名中 3 名）任意の諮問委員会であり、取締役および執行役員の選任・解任や報酬の内容等について助言・提言を行う。

取締役 5 名中、社外取締役 3 名で構成比は 60% である。コーポレートガバナンス・コード原則 4-8 により、プライム市場上場の会社には、少なくとも 3 分の 1 の独立社外取締役を選任することを求めており、当該基準を満たす。社外取締役は 3 名とも独立性の基準を満たしており、半導体事業に精通した経験者、行政機関及び金融機関出身者、弁護士で構成される。また、取締役 5 名中、女性取締役は 1 名（女性役員比率 20%）である。

図表 40. 同業他社とのバリュエーション比較

氏名	地位	性別	イノテックが期待する知見、経験のうち、特に生かすことができるスキル						
			企業経営	財務・会計	法務・コンプライアンス	グローバルビジネス	業界知見・テクノロジー	投資・新規事業	ESG・サステナビリティ
大塚信行	代表取締役	男性	●			●	●	●	
棚橋祥紀	代表取締役	男性	●	●	●			●	●
安生一郎	社外取締役 (監査等委員)	男性	●				●	●	
中江公人	社外取締役 (監査等委員)	男性	●	●					●
廣瀬史乃	社外取締役 (監査等委員)	女性			●	●			●

注：敬称略

出所：会社資料

2) イノテックのサステナビリティ体制

イノテックは、サステナビリティ方針として、「未来社会に貢献する」「不可欠な存在になる」「問題を解決する」「パイオニアになる」「誇りの持てる会社を実現する」という5つの経営理念のもと、次の通り、持続可能な社会の実現や企業価値の向上に努めていく。

- 企業活動を通じてさまざまな社会課題を解決します。
- 個々の従業員の成長を通じて企業価値の向上を目指します。
- ステークホルダーとの対話を通じて信頼される企業を目指します。

サステナビリティのガバナンス体制として、代表取締役社長執行役員をCSO（最高サステナビリティ責任者）、代表取締役専務執行役員をサステナビリティ推進担当取締役とする。サステナビリティに関する基本方針及びそれらに関する重要事項等を審議する場としてCSOが主催する「サステナビリティ推進会議」を設置し、原則として毎月開催する。推進会議で議論された内容は、定期的に（年1回以上）取締役会に報告され、リスクの管理状況を適切に監視、監督できる体制を整えている。

2024年3月に公表した新中期経営計画において、イノテックは、「ヒューマンキャピタルマネジメント」「サプライチェーンマネジメント」「エレクトロニクス技術を通じた社会課題の解決」「社会との共生と持続可能な未来への貢献」、「経営基盤の整備」の5つのマテリアリティを特定し、それぞれにKPIを設定、開示している。

図表 41. イノテックのマテリアリティと KPI

マテリアリティ	KPI	2023 年度 実績
ヒューマンキャピタル	女性管理職比率 2025 年 5%、2030 年 10% (国内)	女性管理職比率 4.7% (国内)
マネジメント	新卒女性採用比率 30%以上 (国内)	新卒女性採用比率 32.4% (国内)
	男性育児休暇取得率 50%以上 (国内)	男性育児休暇取得率 108.3% (国内)
	有給休暇取得率 70%以上 (国内)	有給休暇取得率 81.9% (国内)
サプライチェーン	仕入額の 80%以上から行動基準の同意書入手 (単体)	仕入額の 88.5%から行動基準の同意書入手 (単体)
マネジメント	RBA 加盟の仕入先は行動基準同意とみなす	RBA 加盟の仕入先は行動基準同意とみなす
エレクトロニクス技術を通じた社会課題の解決	研究開発費比率 4%以上 (連結)	研究開発費比率 5.8% (連結)
	重大事故 0 件	重大事故 0 件
社会との共生と持続可能な未来への貢献	2050 年までに Scope1・2 の温室効果ガス排出量を実質 0 に	ESG サイト「TCFD の枠組みに基づく開示」参照。
経営基盤の整備	ROE 8%超、ROIC 8~10%	ROE 6.1%、ROIC 4.7%
	重大な情報セキュリティ事故 0 件	重大な情報セキュリティ事故 0 件

注：RBA = Responsible Business Alliance。出所：会社資料

3) イノテックの気候変動対応

環境方針として、「イノテックは、ソフトウェア、半導体テスト装置、電子部品等の技術開発を中心とするエレクトロニクス企業として事業活動を行っています。この領域を通じて全従業員が環境への影響を認識し、地球環境の保全活動を推進いたします」と掲げる。

環境に対する基本方針に基づく活動の一環として、ISO14001（環境マネジメントシステムに関する国際規格）に対応した環境マネジメントシステムの取り組み、環境関連法規の遵守、環境負荷低減製品の販売促進、全従業員の環境保全に対する意識向上などに努める。

さらに、イノテックは、「世界の平均気温上昇を産業革命以前に比べて 2℃より十分低く保つとともに、1.5℃に抑える努力を追求する」というパリ協定の長期目標の実現を目指す。自社のウェブサイト（ESG）において、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）の枠組みに基づいた開示を行っている。

マテリアリティの重点テーマとして「持続可能エネルギーへのアクセス確保」「環境負荷低減製品での環境貢献」「地球環境、気候変動への配慮、貢献」を掲げ、気候変動がもたらす事業上のリスクと機会について識別、評価、分析し、それを経営計画や事業戦略に反映することで、中長期の持続的な成長実現を図る。

イノテックは、「2050 年までに Scope 1・2 の温室効果ガス排出量を実質ゼロにする」という目標を設定し、ISO 活動の一環として本社ビルの照明の完全 LED 化や本社ビルの屋上への太陽光パネルの設置など、徹底した省エネルギー対策を実践している。さらに、再生可能エネルギー由来の電力調達を具体的に検討するなど、カーボンニュートラルの実現を目指す。目標達成に向け、具体的な計画を策定中である。

図表 42. イノテックの気候関連の重要なリスクと機会、影響度、対応方針

区分		内容	影響度	対応方針	
リスク	移行リスク	政策・法規制	中	・政策動向のモニタリング	
		技術		カーボンプライシング（炭素税等）の導入や再生可能エネルギーの使用義務化などによるコスト増加	・政策導入時の影響額把握
					・徹底した省エネ活動
	市場	・本社ビル屋上へのソーラーパネルの設置			
	物理的リスク	急性	大雨や洪水などの自然災害によるサプライチェーンの断絶、部材調達難	大	・顧客への価格転嫁
		慢性			・パワートレイン以外の分野向けの製品開発、販売
		市場	ガソリン車の販売規制と世界的なEV車へのシフトチェンジ 自動車業界再編に伴う日系自動車メーカーのシェア低下		・パワートレイン以外の分野向けのサービスの提供
・EV向け事業の拡大					
機会	製品及びサービス	製品の省電力化、省スペース化要求への対応 DX推進に伴う物流や生産の効率化や省人化	中	・新興自動車メーカーや海外自動車メーカーとの取引拡大	
				・他分野への進出	
	市場	エレクトロニクス技術の活用機会の増加		・代替部材の並行評価	
				・長期部材先行手配	
				・部材共通化（発生リスクの低減）	
				・継続的なBCPの見直し、管理体制強化	
				・研究開発活動への投資	
				・クラウド決済システムやファクトリーオートメーションツールの浸透	
				・気候変動の緩和に寄与する製品・サービスの提供	

出所：会社資料

4) イノテックの人的資本戦略

人的資本戦略として、従業員一人ひとりが意欲を持ち、それぞれが多様な個性を發揮し、それぞれの多様な働き方で、新しいことに挑戦できる職場環境を目指すとともに、全ての従業員を尊重し、ダイバーシティの浸透を図っていく。さらに、モチベーション向上のための報酬制度見直しや福利厚生の充実策を段階的に講じている。

イノテックは、さらなる成長を実現するために、次の3つの視点から事業構造改革を推進している。第1は「製品ビジネスからソリューション・ビジネスへ」、第2は「国内ビジネスからグローバルビジネスへ」、第3は「半導体市場から最終製品市場へ」である。これらの事業変革を実現するために必要と考える人材像として次の7項目を設定し、人材育成及び能力開発を進めている。

- 新規ビジネス開拓等、失敗を恐れず自ら進んで新しいことに取り組む意欲のある人
- 高い専門知識・能力をベースに、グローバルな視点を持ち、臆することなく海外展開できる人
- 将来の見通しや具体策を明示し、決断、実行できる人
- 当事者意識／自覚、責任意識を持ち、逃げずに前向きにやり遂げる人
- リーダーシップを持ち、チームで協力しながら目標を達成できる人

- 相手の立場を理解し、謙虚さ・真摯さ・他者（社）への敬意を示し、良好な関係を築ける人
- 成長意欲、自分の意見・意思を持ち、上司・顧客を問わず、臆せずに進言・提言できる人

人材育成基盤となる研修制度を構築し、その円滑な運用と継続的な改善を統括する組織として2019年10月に「教育委員会」を発足させた。日々の業務を通じて、事業や業務に特化したスキルである「専門力」を磨く一方、社会人としての汎用的なスキルである「基礎力」向上のためのツールとして、全従業員を対象に教育研修プログラムを導入している。

イノテックグループの国内の女性管理職比率は4.7%である（2023年度末時点）。海外のグループ会社で31.1%、グループ全体で17.5%であるのに対し、国内グループは4.7%と低い。日本生産性本部の集計によると、2024年3月期決算の東証プライム上場企業の管理職比率は全体が8.5%、製造業が6.0%であり、イノテックの国内は業界水準を下回る。そこで、女性管理職について、2023年度の4.7%から、2025年度に5.0%、2030年度に10%とすることを目標として掲げている。

当該目標を達成するため、以下を重点施策とする。

- 女性社員と経営陣との間で定期的な意見交換の機会を設ける。
- 定期的なダイバーシティ推進研修を開催する。
- 新卒女性採用比率を30%以上とする。
- 年次有給休暇取得率向上、育児短時間勤務制度、時間有給休暇制度、在宅勤務など柔軟で効率的な働き方を推進する。

また、男性を100%としてみた男女賃金格差は、全労働者69.2%、正規雇用労働者68.2%である。東証プライム市場全体が71.4%で、製造業が73.6%であり、東証プライム市場よりも2ポイント、業界平均よりも4ポイント程度差が大きい。

図表 43. セグメント動向(四半期ベース)

(百万円)

	23/3Q3	23/3Q4	24/3Q1	24/3Q2	24/3Q3	24/3Q4	25/3Q1	25/3Q2
売上高								
テストソリューション	2,117	4,050	2,435	4,481	4,421	4,548	3,234	3,819
(YoY)	-40.4%	26.3%	-24.1%	-1.8%	108.8%	12.3%	32.8%	-14.8%
テスター	220	776	529	636	1,256	750	879	263
STAr	1,897	3,274	1,906	3,845	3,164	3,798	2,354	3,556
半導体設計関連	3,307	3,231	3,193	3,171	3,148	3,372	3,361	3,261
(YoY)	9.7%	-4.8%	-4.5%	-6.9%	-4.8%	4.4%	5.3%	2.8%
EDA他	2,214	2,174	2,082	2,117	2,159	2,283	2,316	2,271
三栄ハイテックス	1,026	986	1,038	1,016	951	990	971	951
モーテック	66	71	73	37	38	98	73	39
システム・サービス	2,933	3,228	3,060	3,129	3,287	3,113	3,622	3,510
(YoY)	16.2%	20.3%	23.2%	13.4%	12.1%	-3.6%	18.4%	12.2%
組込みシステム他	557	702	636	766	766	647	735	936
アイティアアクセス	1,274	1,267	1,396	1,256	1,272	1,236	1,656	1,171
ガイオ・テクノロジー	929	938	917	1,028	1,079	1,048	1,127	1,286
レグラス	171	322	109	80	169	182	102	118
合計	8,358	10,508	8,689	10,782	10,854	11,033	10,218	10,590
(YoY)	-8.1%	13.2%	-3.8%	0.5%	29.9%	5.0%	17.6%	-1.8%
営業利益								
テストソリューション	-284	491	-314	247	701	178	-212	-198
(営業利益率)	-13.4%	12.1%	-12.9%	5.5%	15.9%	3.9%	-6.6%	-5.2%
半導体設計関連	183	122	162	146	115	152	169	118
(営業利益率)	5.5%	3.8%	5.1%	4.6%	3.7%	4.5%	5.0%	3.6%
システム・サービス	374	402	287	381	509	439	522	542
(営業利益率)	12.8%	12.5%	9.4%	12.2%	15.5%	14.1%	14.4%	15.4%
調整額	-105	-125	-34	-20	-341	-135	-44	1
合計	168	890	101	753	986	634	434	464
(YoY)	-73.4%	226.0%	-70.6%	-18.1%	486.9%	-28.8%	329.7%	-38.4%
(営業利益率)	2.0%	8.5%	1.2%	7.0%	9.1%	5.7%	4.2%	4.4%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 44. 損益計算書

(百万円)

	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3CoE
売上高	28,863	28,735	29,804	31,161	32,536	37,238	38,629	41,358	41,500
(前期比)	-7.6%	-0.4%	3.7%	4.6%	4.4%	14.5%	3.7%	7.1%	0.3%
売上原価	20,786	20,345	20,329	21,566	22,581	26,018	26,387	28,198	
売上総利益	8,076	8,390	9,475	9,595	9,954	11,219	12,242	13,160	
(売上総利益率)	28.0%	29.2%	31.8%	30.8%	30.6%	30.1%	31.7%	31.8%	
販売費及び一般管理費	7,077	7,145	7,519	7,925	8,000	8,634	9,922	10,685	10,400
営業利益	999	1,244	1,955	1,670	1,954	2,585	2,319	2,474	1,800
(前期比)	-1.3%	24.5%	57.2%	-14.6%	17.0%	32.3%	-10.3%	6.7%	-27.2%
(売上高営業利益率)	3.5%	4.3%	6.6%	5.4%	6.0%	6.9%	6.0%	6.0%	4.3%
営業外収益	591	527	892	594	902	908	719	898	
営業外費用	339	563	388	369	397	509	558	492	
経常利益	1,251	1,208	2,459	1,896	2,460	2,984	2,480	2,880	1,800
(前期比)	7.7%	-3.4%	103.6%	-22.9%	29.7%	21.3%	-16.9%	16.1%	-37.5%
(売上高経常利益率)	4.3%	4.2%	8.3%	6.1%	7.6%	8.0%	6.4%	7.0%	4.3%
特別利益	6	0	1	0	7	72	2	3	
特別損失	30	0	203	0	10	81	0	534	
税金等調整前当期純利益	1,227	1,209	2,256	1,895	2,458	2,976	2,482	2,349	
(前期比)	1.7%	-1.5%	86.6%	-16.0%	29.7%	21.1%	-16.6%	-5.4%	
(売上高税引前利益率)	4.3%	4.2%	7.6%	6.1%	7.6%	8.0%	6.4%	5.7%	
法人税等	398	444	676	600	827	693	767	817	
(実効税率)	32.4%	36.7%	30.0%	31.7%	33.6%	23.3%	30.9%	34.8%	
当期純利益(非支配株主分含む)	829	764	1,580	1,294	1,630	2,283	1,714	1,532	
非支配株主に帰属する当期純利益	23	43	86	126	95	88	48	54	
親会社株主に帰属する当期純利益	806	721	1,493	1,168	1,534	2,194	1,666	1,477	1,350
(前期比)	8.9%	-10.5%	107.1%	-21.8%	31.3%	43.0%	-24.1%	-11.3%	-8.6%
(売上高当期純利益率)	2.8%	2.5%	5.0%	3.7%	4.7%	5.9%	4.3%	3.6%	3.3%
EPS (円)	45.9	41.0	93.5	81.0	120.7	168.7	127.0	110.6	100.3

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 45. 貸借対照表

(百万円)

	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
流動資産	16,160	17,963	17,400	19,243	20,476	23,189	25,957	30,305
現金及び預金	5,154	5,763	4,498	6,335	5,626	6,664	6,598	8,876
売上債権	6,628	7,119	7,428	7,392	8,550	8,773	9,566	10,034
棚卸資産	2,049	2,524	3,922	3,874	4,793	6,101	8,105	9,181
その他流動資産	2,329	2,557	1,552	1,642	1,507	1,651	1,688	2,214
固定資産	14,116	14,598	15,480	15,723	17,203	17,351	17,671	17,528
有形固定資産	10,080	10,235	10,370	10,565	10,713	10,842	11,463	11,630
無形固定資産	1,550	1,488	1,489	1,372	2,224	2,424	2,236	2,066
投資その他資産	2,485	2,874	3,620	3,785	4,266	4,085	3,971	3,831
投資有価証券	1,179	1,383	1,850	2,013	2,059	1,771	1,734	1,479
繰延税金資産	57	65	288	266	388	420	501	498
その他	1,249	1,426	1,482	1,506	1,819	1,894	1,736	1,854
資産合計	30,277	32,562	32,880	34,967	37,680	40,541	43,629	47,833
流動負債	5,077	6,862	7,155	10,120	12,183	13,612	17,068	20,260
買入債務	1,526	2,024	1,637	2,408	1,947	2,333	3,053	2,778
有利子負債	0	0	727	3,339	5,111	5,649	8,070	10,139
その他	3,551	4,838	4,791	4,373	5,125	5,630	5,945	7,343
固定負債	579	630	3,810	4,427	4,369	3,761	1,970	2,250
有利子負債	0	0	3,158	3,591	3,433	2,953	1,073	1,280
繰延税金負債	0	0	0	0	0	0	0	0
その他	579	630	652	836	936	808	897	970
純資産	24,620	25,068	21,915	20,418	21,127	23,167	24,589	25,322
株主資本	23,941	24,001	21,017	19,454	20,478	22,015	22,805	23,528
資本金	10,517	10,517	10,517	10,517	10,517	10,517	10,517	10,517
資本剰余金	7,301	7,328	4,506	4,506	4,468	4,228	4,242	4,044
利益剰余金	6,379	6,784	7,261	5,580	6,606	7,950	8,697	9,242
その他の包括利益累計額	74	199	-7	-38	-384	198	799	1,176
新株予約権	305	290	278	277	273	128	128	21
非支配株主持分	298	576	627	724	759	824	855	596
負債純資産合計	30,277	32,562	32,880	34,967	37,680	40,541	43,629	47,833
自己資本	24,016	24,201	21,009	19,416	20,094	22,213	23,605	24,704
BPS(円)	1,366.8	1,396.5	1,430.4	1,528.5	1,578.2	1,694.7	1,796.3	1,835.6

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 46. キャッシュ・フロー表

(百万円)

決算期	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
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	1,227	1,209	2,256	1,865	2,458	2,976	2,482	2,349
減価償却費・のれん償却費	546	600	768	985	993	1,058	1,197	1,288
売上債権の増減額	920	-1,021	-351	85	-1,060	-49	-730	-235
仕入債務の増減額	275	475	-359	766	-494	285	683	-377
棚卸資産の増減額	267	-664	-604	240	-856	-949	-1,946	-999
利息・配当の受取	9	9	11	11	13	19	18	38
利息の支払額	0	-2	-7	-13	-28	-32	-51	-88
法人税支払額	-563	-289	-622	-729	-469	-962	-976	-863
その他営業キャッシュ・フロー	-194	1,696	17	-94	279	125	1,003	1,508
合計	2,487	2,013	1,109	3,116	836	2,471	1,680	2,621
投資活動によるキャッシュ・フロー								
有形固定資産の取得による支出	-237	-677	-611	-678	-662	-639	-1,076	-704
無形固定資産の取得による支出	-172	-304	-436	-473	-377	-639	-493	-499
投資有価証券の取得による支出	-233	-313	-391	-470	-80	-100	-50	0
投資有価証券の売却による収入	15	0	0	0	0	41	0	0
その他投資キャッシュ・フロー	-207	403	-137	-92	-1,088	187	-73	-241
合計	-834	-891	-1,575	-1,713	-2,207	-1,150	-1,692	-1,444
財務活動によるキャッシュ・フロー								
短期有利子負債の純増減額	-9	-50	361	2,409	1,801	454	6	4,055
長期有利子負債の純増減額	0	-23	3,526	634	-509	-521	470	-1,963
自己株式の取得による支出	0	-404	-3,871	-2,203	0	0	0	0
配当金の支払額	-244	-315	-615	-529	-618	-771	-918	-930
その他財務活動キャッシュ・フロー	-36	259	-50	-23	11	-62	-75	-354
合計	-289	-533	-649	288	685	-900	-517	808
現金及び現金同等物に係る換算差額	-31	20	-50	-11	-56	356	183	122
現金及び現金同等物の増加額	1,332	608	-1,164	1,680	-741	1,047	-346	2,108
現金及び現金同等物期首残高	3,512	4,844	5,453	4,288	6,174	5,432	6,480	6,134
現金及び現金同等物期末残高	4,844	5,453	4,288	6,175	5,432	6,480	6,134	8,243
フリーキャッシュ・フロー	1,653	1,122	-466	1,403	-1,371	1,321	-12	1,177

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 47. 主要指標

	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
EPS (円)	45.9	41.0	93.5	81.0	120.7	168.7	127.0	110.6
BPS (円)	1,366.8	1,396.5	1,430.4	1,528.5	1,578.2	1,694.7	1,796.3	1,835.6
DPS (円)	15.0	30.0	40.0	40.0	50.0	65.0	70.0	70.0
配当性向	32.7%	73.1%	42.8%	49.4%	41.4%	38.5%	55.1%	63.3%
期末発行済株式数 (千株)	18,219	18,219	15,700	13,700	13,700	13,700	13,700	13,700
自己株式数 (千株)	648	888	1,012	997	967	592	559	242
自己株控除株式数 (千株)	17,571	17,330	14,688	12,703	12,733	13,108	13,141	13,458
期中平均発行済株式数 (千株)	17,566	17,579	15,973	14,430	12,712	13,013	13,128	13,366
自己資本比率	79.3%	74.3%	63.9%	55.5%	53.3%	54.8%	54.1%	51.6%
有利子負債残高 (百万円)	0	0	3,885	6,930	8,544	8,602	9,143	11,419
ネット有利子負債残高(百万円)	-5,154	-5,763	-613	595	2,918	1,938	2,545	2,543
D/ELシオ	0.00	0.00	0.18	0.36	0.43	0.39	0.39	0.46
ネットD/ELシオ	-0.21	-0.24	-0.03	0.03	0.15	0.09	0.11	0.10
売上高営業利益率	3.5%	4.3%	6.6%	5.4%	6.0%	6.9%	6.0%	6.0%
EBITDA (百万円)	1,545	1,844	2,723	2,655	2,947	3,643	3,516	3,762
EBITDAマージン	5.4%	6.4%	9.1%	8.5%	9.1%	9.8%	9.1%	9.1%
ROE	3.4%	3.0%	6.6%	5.8%	7.8%	10.4%	7.3%	6.1%
ROIC	3.7%	4.5%	7.4%	6.0%	6.4%	8.8%	6.6%	6.3%
従業員数 (人)	1,117	1,174	1,257	1,428	1,539	1,642	1,728	1,775

注：ROIC は NOPAT/(事業資産の期中平均)で計算

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性があります。あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号