

25/3期 Q3 決算：会社予想線で推移。テスターは厳しいがシステム・サービスが下支え

25/3期 Q3 決算(累計)は、売上高が前年同期比 1.3%減の 299.2 億円、営業利益が同 36.6%減の 11.6 億円と減収減益となった。Q3 (3 か月) では、売上高が前年同期比 16.0%減の 91.1 億円、営業利益が同 72.9%減の 2.6 億円であった。Q2 決算発表時に会社は通期予想を下方修正しており、その線に沿った Q3 決算と言える。

収益減少の主要因は、テスターを中心とするテストソリューション部門で、Q3 累計の売上高は前年同期比 15.3%減、営業利益は前年同期の 4.3 億円に対して▲6.5 億円と大幅に悪化した。テスターは、主要顧客である日本の半導体メーカーの設備投資が NAND フラッシュメモリーの市況低迷を受けて減少している影響を大きく受けている。一方、システム・サービスは、自動車向けの検証ツールなどを手掛けるガイオ・テクノロジーを中心に好調で、部門の売上高は Q3 累計で前年同期比 11.4%増、営業利益も同 28.8%増と拡大。

Q4 のテスターは、需要が引き続き低調とみられるが、Q3 に比べると幾分回復する見通し。システム・サービスは Q4 も堅調に推移する見通し。半導体設計関連は、自動車や産業機械向けの半導体設計などがやや鈍化しているとみられるが、EDA は堅調に推移しよう。全体では、25/3 期の会社予想は達成できる可能性が高い。

NAND フラッシュメモリーの市況回復は遅れているが、26/3 期には主要ユーザーの新工場の稼働などもあり、また新しい世代の 3 次元 NAND の増加も予想されることから、26/3 期後半には明るさが見えると期待される。また、テスターはユーザーや用途拡大の取り組みが徐々に効果をもたらすであろう。テストソリューション以外の収益は安定して全体を下支えする中、株価は低調に推移しているため、PER は 13.5 倍と低水準。メーカーへの転身により安定した収益体質が構築されてきているだけに、NAND フラッシュメモリーの需要や市況に明るさが見えれば株価も回復するとみられる。

株価・出来高 (過去 1 年間)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(2/21)	1,374
52週高値(24/3/8)	2,129
52週安値(24/8/5)	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)	13.4
時価総額(十億円)	18.4
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)	0.75
配当利回り (25/3 会予、%)	5.1

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

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)
25/3Q1	10,218	17.6	434	329.7	733	125.5	434	128.8	32.3	-
25/3Q2	10,590	-1.8	464	-38.4	17	-98.1	25	-96.1	1.8	-
25/3Q3	9,114	-16.0	267	-72.9	530	-45.7	536	230.9	39.9	-
24/3Q3累計	30,325	7.8	1,839	28.6	2,182	31.2	994	0.4	74.6	-
25/3Q3累計	29,922	-1.3	1,165	-36.6	1,280	-41.3	995	0.1	74.0	-
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	101.1	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

1. Q3 決算の概要

Q3 決算は大幅減益

2月10日に発表された25/3期Q3決算は、累計の売上高が前年同期比1.3%減の299.2億円、営業利益が同36.6%減の11.6億円と大幅な減益であった。Q3(3か月)では、売上高が前年同期比16.0%減の91.1億円、営業利益は同72.9%減の2.6億円であった。Q2(3か月)との比較でも売上高、営業利益ともに減少。

図表 1. 25/3 期 Q3 決算の要約

(百万円)

	24/3Q3 累計 (A)	進捗率 (A)/(C)	25/3Q3 累計 (B)	進捗率 (B)/(D)	25/3Q1	25/3Q2	25/3Q3	25/3Q4 CoE	24/3通期 (C)	25/3通期 CoE (D)
売上高	30,325	73.3%	29,922	72.1%	10,218	10,590	9,114	11,578	41,358	41,500
YoY	7.8%		-1.3%		17.6%	-1.8%	-16.0%	4.9%	7.1%	0.3%
テストソリューション	11,337	71.4%	9,606	69.5%	3,234	3,819	2,553	4,224	15,885	13,830
YoY	14.7%		-15.3%		32.8%	-14.8%	-42.3%	-7.1%	14.0%	-12.9%
半導体設計関連	9,512	73.8%	9,761	74.2%	3,361	3,261	3,139	3,389	12,884	13,150
YoY	-5.4%		2.6%		5.3%	2.8%	-0.3%	0.5%	-3.0%	2.1%
システム・サービス	9,476	75.3%	10,554	72.7%	3,622	3,510	3,422	3,966	12,589	14,520
YoY	15.9%		11.4%		18.4%	12.2%	4.1%	27.4%	10.4%	15.3%
売上総利益	9,770	74.2%	8,993	73.7%	3,111	3,247	2,635	3,207	13,160	12,200
YoY	9.9%		-8.0%		18.3%	-3.6%	-30.1%	-5.4%	7.5%	-7.3%
売上高比	32.2%		30.1%		30.4%	30.7%	28.9%	27.7%	31.8%	29.4%
テストソリューション	4,616	74.8%	3,340	72.6%	1,148	1,340	852	1,260	6,174	4,600
YoY	13.1%		-27.6%		17.1%	-19.6%	-56.7%	-19.1%	8.7%	-25.5%
売上高比	40.7%		34.8%		35.5%	35.1%	33.4%	29.8%	38.9%	33.3%
半導体設計関連	2,170	74.7%	2,199	73.3%	791	737	671	801	2,905	3,000
YoY	-2.8%		1.3%		5.2%	-1.3%	0.0%	9.0%	-0.6%	3.3%
売上高比	22.8%		22.5%		23.5%	22.6%	21.4%	23.6%	22.5%	22.8%
システム・サービス	2,982	73.1%	3,453	75.1%	1,171	1,170	1,112	1,147	4,080	4,600
YoY	15.8%		15.8%		30.5%	22.5%	-1.6%	4.5%	12.1%	12.7%
売上高比	31.5%		32.7%		32.3%	33.3%	32.5%	28.9%	32.4%	31.7%
営業利益	1,839	74.3%	1,165	64.7%	434	464	267	635	2,474	1,800
YoY	NA		-36.6%		329.7%	-38.4%	-72.9%	0.2%	6.7%	-27.2%
売上高比	6.1%		3.9%	NA	4.2%	4.4%	2.9%	5.5%	6.0%	4.3%
テストソリューション	437	NA	-654	NA	-212	-198	-244	NA	NA	NA
YoY	NA		NM		-32.5%	-180.2%	-148.4%	NA	NA	NA
売上高比	3.9%		-6.8%		-6.6%	-5.2%	-9.6%	NA	NA	NA
半導体設計関連	383	NA	355	NA	169	118	68	NA	NA	NA
YoY	NA		-7.3%		4.3%	-19.2%	-9.3%	NA	NA	NA
売上高比	4.0%		3.6%		5.0%	3.6%	2.2%	NA	NA	NA
システム・サービス	1,149	NA	1,480	NA	522	542	416	NA	NA	NA
YoY	NA		28.8%		81.9%	42.3%	-13.5%	NA	NA	NA
売上高比	12.1%		14.0%		14.4%	15.4%	12.2%	NA	NA	NA
調整額	-130		-14		-44	1	29	NA	NA	NA

注：25/3期Q1からセグメント別営業利益の配賦が変更されており、前年比は不可。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

部門別では、テスターを中心とするテストソリューションの収益が大幅に悪化。一方で、システム・サービスは、自動車向けの検証ツールや受託サービスなどを行うガイオ・テクノロジーを中心に収益を堅調に伸ばしている。半導体設計関連は、やはり半導体全体の回復遅れの影響はあるが、EDA が堅調であり、底堅い収益を上げている。

会社は 11 月の上期決算発表時に通期予想を下方修正しており、Q3 の決算は全体ではその線に沿ったものと言えよう。

2. 部門別の動向

1) テストソリューション事業

テスターの売上が大幅に減少

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などから成る。テスターは NAND フラッシュメモリ向けのテスターが主力で、日本の大手メーカーが主要ユーザーである。25/3 期 Q3(3 か月)は、売上高がわずか 1.1 億円にとどまった。営業利益も赤字に陥っているとみられる。Q4 も需要は低迷しているが、NAND フラッシュメモリ向けテスターやバーンインボードが若干回復する見通し。テスター事業の年間売上高 16.5 億円の会社予想は達成するとみられる。

STAr は信頼性評価装置の販売が後ろ倒しとなった

STAr については、信頼性評価装置の納入が後ろ倒しとなった影響などにより、Q3(3 か月)の売上高は、前年同期比でも前四半期比でも若干減少した。量産向けプローブカード事業を再編によりスピノフした影響はこの Q3 は限定的であったとみられる。Q4 は Q3 からずれ込んだ信頼性評価装置の売上が立つことから、Q4 の売上高および営業利益は Q3 に比べて増加しよう。

図表 2. テストソリューション事業の収益動向

(百万円)

	24/3				25/3			24/3	25/3
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q3累計	Q3累計
売上高	2,435	4,481	4,421	4,548	3,234	3,819	2,553	11,337	9,606
テスター	529	636	1,256	750	879	263	118	2,421	1,260
STAr	1,906	3,845	3,164	3,798	2,354	3,556	2,435	8,915	8,345
営業利益	-314	247	504	375	-212	-198	-244	437	-654
テスター	-29	-24	496	129	43	-220	-278	443	-455
STAr	-285	271	8	246	-255	22	34	-6	-199
売上高営業利益率	-12.9%	5.5%	11.4%	8.2%	-6.6%	-5.2%	-9.6%	3.9%	-6.8%
テスター	-5.5%	-3.8%	39.5%	17.2%	4.9%	-83.7%	-235.6%	18.3%	-36.1%
STAr	-15.0%	7.0%	0.3%	6.5%	-10.8%	0.6%	1.4%	-0.1%	-2.4%

注：売上高の内訳はセグメント情報に基づく。営業利益の内訳はセグメント情報および説明会資料を基に作成。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

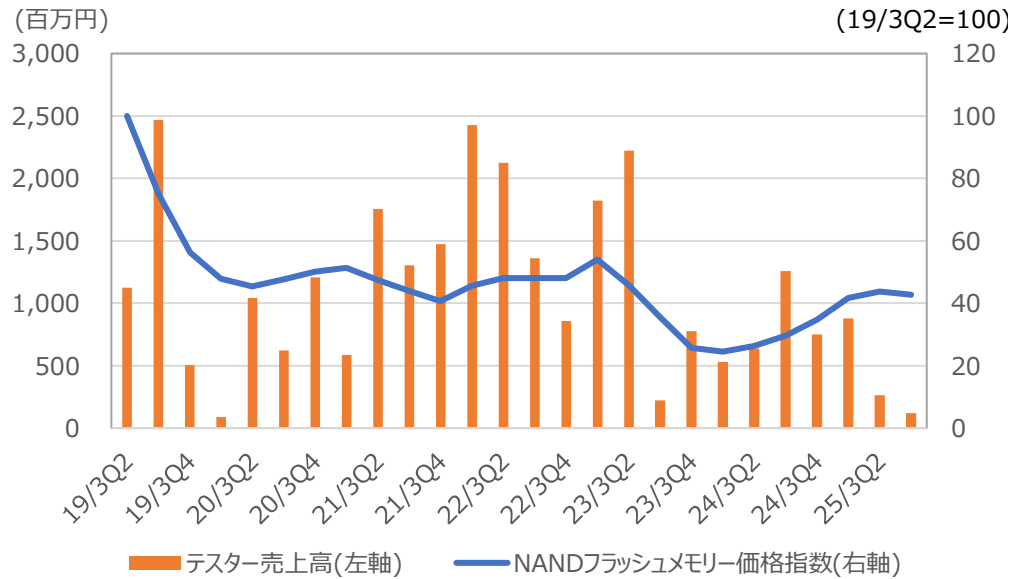
足元ではスマホや PC の調整で NAND フラッシュメモリの需要や市況が低調

2 月 14 日に 25/3 期 Q3 決算を発表したキオクシアホールディングス(東証 285A)によれば、NAND フラッシュメモリの市況は軟調であり、2024 年 10-12 月期の同社の平均販売単価は、7-9 月期比で一桁%台前半の下落であったとのこと。同社では 2025 年 1-3 月期の売上高を 3,150~3,450 億円と、前四半期の 4,500 億円から減少する見通しとしている。価格の低下を織り込んでいるとみられる。

26/3 期後半からの回復に期待

足元では、スマホや PC の需要が低迷しており、ユーザーの NAND フラッシュメモリーの在庫調整が行われているとみられる。一方、エンタープライズ・データセンター向けは堅調なことに加え、AI サーバーの導入が加速していることから、スマホなどの在庫調整が一巡するとみられる 26/3 期後半には、NAND フラッシュメモリー全体の需要や市況も上向くと期待されている。それともなると、イノテックのテストの需要も回復すると予想される。加えて、ユーザー層の拡大の方針の下で、26/3 期には海外メーカー向けテストなども増加する見通しである。このため、テスト事業の売上および利益は 26/3 期には 25/3 期比で回復すると予想される。

図表 3. NAND フラッシュメモリーの市況とイノテックのテスト売上高



注：価格指数はキオクシアホールディングスの決算説明資料を基にストラテジー・アドバイザーズ作成
出所：会社資料、ストラテジー・アドバイザーズ

2) 半導体設計関連事業

半導体市況の影響を受けるも底堅い

半導体設計関連事業は、イノテック本体が代理店機能を担う EDA の輸入販売、半導体設計やソフトウェア開発を行っている三栄ハイテックス、半導体デバイスのシミュレーション用モデルの作成などを行っているモーデックから成る。半導体設計関連事業の Q3(3 か月)の売上高は、前年同期比 0.3%減の 31.3 億円、営業利益は同横ばいの 6.7 億円であった。

EDA は堅調

EDA は堅調で、Q3(3 か月)の売上高は、前年同期比 2.5%増の 22.1 億円であった。Q3 累計では同 7.0%増。営業利益も順調に増加しているとみられる。米 Cadence 社が開発した EDA を日本の電子部品や産業機械向けなどに販売し、その後のサービスも提供している。ストック型のビジネスモデルで安定していることに加え、大半がドルベースの契約になっているとみられるため、円安効果もあると推定される。

三栄ハイテックスは半導体需要鈍化の影響を受ける

三栄ハイテックスの Q3(3 か月)は、売上高も営業利益も前年同期比で減少した。自動車や産業機械向けのアナログ半導体などの設計の需要が低調とみられる。モーデックも大きな変化はなかった。

半導体設計関連事業の Q4 も大きな変化はないと予想される。EDA はストック型であり既存顧客との取引が継続する見通しであることから堅調に推移しよう。三栄ハイテックスは Q4 も半導体全般の需要伸び悩みの影響を受けるとみられる。25/3 期通期の半導体設計関連事業の収益は、会社予想に近い線で推移しているとみられる。

EDA は 26/3 期も堅調の見通し

26/3 期の EDA は、顧客と結んでいる複数年契約の更改の件数が限定的とみられ、収益変動要因は少ない。堅調な収益を確保する可能性が高いであろう。足元で減速感がある三栄ハイテックスについては、半導体全般の需要回復のタイミングがポイントとなるが、デバイスメーカーの在庫調整の進展などにより 26/3 期後半には一定の回復が期待されよう。

図表 4. 半導体設計関連事業の収益動向

(百万円)

	24/3				25/3			24/3	25/3
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q3累計	Q3累計
売上高	3,193	3,171	3,148	3,372	3,361	3,261	3,139	9,512	9,761
EDA	2,082	2,117	2,159	2,283	2,316	2,271	2,214	6,358	6,801
三栄ハイテックス	1,038	1,016	951	990	971	951	871	3,005	2,793
モーテック	73	37	38	98	73	39	53	148	165
営業利益	162	146	75	192	169	118	68	383	355
EDA	38	35	48	133	64	60	49	121	173
三栄ハイテックス	118	130	33	16	99	65	28	281	192
モーテック	6	-19	-6	43	6	-7	-9	-19	-10
営業利益率	5.1%	4.6%	2.4%	5.7%	5.0%	3.6%	2.2%	4.0%	3.6%
EDA	1.8%	1.7%	2.2%	5.8%	2.8%	2.6%	2.2%	1.9%	2.5%
三栄ハイテックス	11.4%	12.8%	3.5%	1.6%	10.2%	6.8%	3.2%	9.4%	6.9%
モーテック	8.2%	-51.4%	-15.8%	43.9%	8.2%	-17.9%	-17.0%	-12.8%	-6.1%

注：売上高の内訳はセグメント情報に基づく。営業利益の内訳はセグメント情報および説明会資料を基に作成。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テ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

3) システム・サービス事業

システム・サービスの収益は堅調に拡大

システム・サービス事業は、イノテック本体の組込みシステム、自動車向けの検証ツールの販売や受託サービスを手掛けるガイオ・テクノロジー、自動販売機のキャッシュレス決済端末やソフトウェア開発を行うアイティアアクセス、画像処理技術を手掛けるレグラスから成る。Q3 累計の売上高は前年同期比 11.4%増の 105.5 億円、営業利益は同 28.8%増の 14.8 億円と大幅に拡大。

ガイオ・テクノロジーは好調維持

特に収益貢献が大きいガイオ・テクノロジーの収益が引き続き好調。Q3 累計の売上高は前年同期比 22.2%増、営業利益が同 48.2%増。検証ツールが引き続き安定しているほか、受託サービスの需要が大きく伸びている模様。旺盛な需要に対して外注を含めた人員の確保に苦労している状況とみられる。アイティアアクセスは、Q3 累計の売上高が前年同期比 4.5%増、営業利益が同 13.1%増。決済端末が堅調なほか、自動車向けのソフトウェア開発が伸びている。イノテックの組込システムも堅調とみられる。

Q4 も堅調に推移へ

システム・サービスの Q4 は、需要動向に変化はないとみられ、25/3 期通期の収益は会社予想を達成する見通し。

26/3 期は、自動車業界を取り巻くマクロ環境が、米国トランプ政権による関税導入や米中摩擦の激化の可能性など、やや不透明であるが、イノテック固有のマイナス要因は特にはないとみられる。ガイオ・テクノロジーが人員の確保などがさらに伸ばすための課題と言えようが、マクロに波乱がなければ、システム・サービス事業は 26/3 期も安定した収益を上げる可能性が高いであろう。

図表 5. システム・サービス事業の収益動向

(百万円)

	24/3				25/3			24/3	25/3
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q3累計	Q3累計
売上高	3,060	3,129	3,287	3,113	3,622	3,510	3,422	9,476	10,554
イノテック	636	766	766	647	735	936	751	2,168	2,422
アイティアアクセス	1,396	1,256	1,272	1,236	1,656	1,171	1,274	3,924	4,101
ガイオ・テクノロジー	917	1,028	1,079	1,048	1,127	1,286	1,281	3,024	3,694
レグラス	109	80	169	182	102	118	116	358	336
営業利益	287	381	481	467	522	542	416	1,149	1,480
イノテック	50	100	93	90	74	116	32	243	222
アイティアアクセス	144	143	126	110	212	122	133	413	467
ガイオ・テクノロジー	140	169	241	209	258	301	256	550	815
レグラス	-47	-31	21	58	-22	3	-5	-57	-24
営業利益率	9.4%	12.2%	14.6%	15.0%	14.4%	15.4%	12.2%	12.1%	14.0%
イノテック	7.9%	13.1%	12.1%	13.9%	10.1%	12.4%	4.3%	11.2%	9.2%
アイティアアクセス	10.3%	11.4%	9.9%	8.9%	12.8%	10.4%	10.4%	10.5%	11.4%
ガイオ・テクノロジー	15.3%	16.4%	22.3%	19.9%	22.9%	23.4%	20.0%	18.2%	22.1%
レグラス	-43.1%	-38.8%	12.4%	31.9%	-21.6%	2.5%	-4.3%	-15.9%	-7.1%

注：売上高の内訳はセグメント情報に基づく。営業利益の内訳はセグメント情報および説明会資料を基に作成。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

3. 業績見通し

25/3 期は会社予想を達成へ

25/3 期通期の会社予想は、2024 年 11 月の Q2 決算発表時に下方修正されており、Q3 はその線での業績推移となっている。通期の売上高は前期比 0.3%増の 415 億円、同じく営業利益は同 27.3%減の 18 億円となろう。部門別には、半導体設計関連の収益が予想比で若干弱含む可能性があると思われるが、システム・サービスの収益拡大でカバーしよう。テストソリューションは予想通りの推移。NAND フラッシュメモリーの市況低迷などにより事業環境は厳しいが、テストソリューションが営業赤字に陥る中でも、会社全体では底堅い収益を確保できるのは、メーカーへの転身、システム・サービスの拡大など事業の多様化を進めてきた成果と言えよう。

Q3 累計決算では、営業外収益で保険解約戻金などが 2.6 億円計上されたほか、営業外費用で円ドル変動による為替差損が若干発生しているとみられる。また、STAr の量産向けプロブカードの再編によるスピノフにより、特別利益に事業譲渡益が 3.1 億円計上された。

26/3 期は業績が回復する公算

26/3 期の業績については、年度後半から NAND フラッシュメモリーの需要および市況の回復が期待される。テスターは、イノテック独自要因でも販売先の多様化などが進み、25/3 期に対しては回

復が見込まれる。EDA やシステム・サービス事業は、ストック型が多くを占めるビジネスであり、堅調に推移するとみられる。したがって、イノテック全体の収益回復の幅は、NAND フラッシュメモリーの回復の時期と程度に影響を受けるであろう。

中期経営計画達成のためには 26/3 期の業績が重要に

現在の中期経営計画（25/3 期～27/3 期）では、目標として、ROE10%、ROIC8%を掲げており、売上高営業利益率 7～8%、営業利益で過去最高益（08/3 期の 33.3 億円）の更新を目指している。25/3 期会社予想ベースの売上高営業利益率は 4.3%、Q3 末の自己資本で計算した ROE(会社予想の当期純利益を使用)は 5.4%であり、目標値との乖離が大きくなっている。イノテックの業績は 25/3 期をボトムに回復基調に入ると予想されるが、中計達成のためには 26/3 期の業績回復がある程度明確になることが望まれよう。

図表 6. 損益計算書 (四半期別)

(百万円)

	24/3Q1	24/3Q2	24/3Q3	24/3Q4	25/3Q1	25/3Q2	25/3Q3	25/3Q4 CoE
売上高	8,689	10,782	10,854	11,033	10,218	10,590	9,114	11,578
(YoY)	-3.8%	0.5%	29.9%	5.0%	17.6%	-1.8%	-16.0%	4.9%
売上原価	6,058	7,414	7,082	7,643	7,106	7,344	6,479	
売上総利益	2,630	3,367	3,772	3,390	3,111	3,247	2,635	
(売上総利益率)	30.3%	31.2%	34.8%	30.7%	30.4%	30.7%	28.9%	
販売費及び一般管理費	2,529	2,615	2,786	2,756	2,677	2,782	2,369	
営業利益	101	753	986	634	434	464	267	635
(YoY)	-70.6%	-18.1%	486.9%	-28.8%	329.7%	-38.4%	-72.9%	0.2%
(売上高営業利益率)	1.2%	7.0%	9.1%	5.7%	4.2%	4.4%	2.9%	5.5%
営業外収益	357	258	94	188	444	-148	416	
受取利息配当金	0	0	0	0	0	0	0	
営業外費用	134	130	104	124	146	298	153	
支払利息割引料	0	0	0	0	0	0	0	
経常利益	325	882	976	697	733	17	530	520
(YoY)	-40.9%	-9.7%	623.0%	-14.8%	125.5%	-98.1%	-45.7%	-25.4%
(売上高経常利益率)	3.7%	8.2%	9.0%	6.3%	7.2%	0.2%	5.8%	4.5%
特別利益	0	0	2	0	0	0	319	
特別損失	0	0	0	-29	0	0	0	
税金等調整前当期純利益	325	883	415	727	733	18	848	
(YoY)	-40.9%	-9.6%	205.1%	-11.1%	125.5%	-98.0%	104.3%	
(売上高税引前利益率)	3.7%	8.2%	3.8%	6.6%	7.2%	0.2%	9.3%	
法人税等	165	179	245	227	296	-20	256	
(実効税率)	50.8%	20.3%	59.0%	31.2%	40.4%	-111.1%	30.2%	
当期純利益(非支配株主分含む)	159	704	171	498	436	39	591	
非支配株主に帰属する当期純利益	-30	60	9	16	2	13	56	
親会社株主に帰属する当期純利益	189	643	162	483	434	25	536	355
(YoY)	-28.7%	-2.1%	138.2%	-28.6%	129.6%	-96.1%	230.9%	-26.5%
(売上高当期純利益率)	2.2%	6.0%	1.5%	4.4%	4.2%	0.2%	5.9%	3.1%

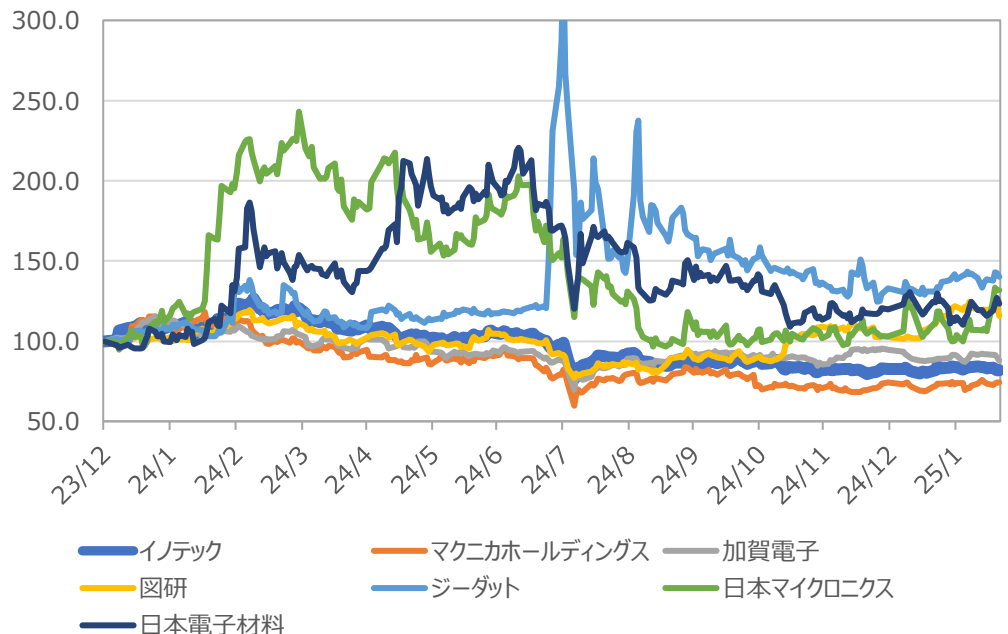
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

4. 株価とバリュエーション

イノテックの株価は、2024年11月の会社業績予想の下方修正発表の際に下落した後は、1,350円～1,400円のボックス圏で推移している。半導体商社やEDA、プローブカードの同業他社の株価推移を見ると、2024年後半は総じて株価が低調な動きを示してきた。直近では、24/12期の好決算を公表した日本マイクロニクスや株主還元強化を発表した図研などの株価が上昇しているが、他の会社の株価には大きな変化はみられない。イノテックの株価は、エレクトロニクス商社であるマクニカホールディングス、加賀電子と同様に低調な動きとなっている。

図表 7. イノテックと半導体関連企業の株価比較

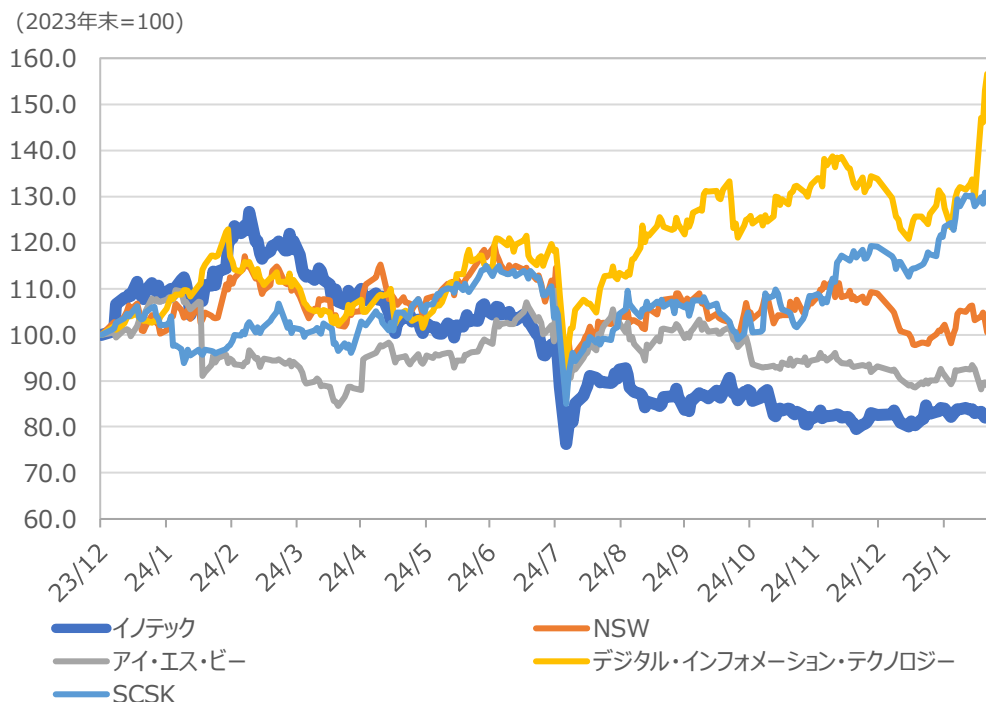
(2023年末=100)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

次にシステム関連企業の株価を見ると、企業間の差が大きい。デジタル・インフォメーション・テクノロジーは 25/6 期上期決算発表時に通期の業績予想と配当予想を上方修正し、元々堅調であった株価はさらに大きく上昇した。SCSK も 25/3 期 Q3 決算発表時に通期予想を上方修正し、株価は上昇。イノテックの株価は半導体向けテスター事業などに引っ張られ、これらの中ではアンダーパフォームしている。

図表 8. イノテックと組込みシステム関連企業の株価比較



図表 9. 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・ビー	9702	24/12	33,954	2,800	8.2%	16.1%	33.3%	68.2%
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 10. 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 (2/21)	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	1,374	18,351	13.5	0.75	6.1	5.1%	5.4%
マクニカホールディングス	3132	24/3	1,868.0	333,277	11.2	1.36	9.1	1.9%	11.7%
加賀電子	8154	24/3	2,667	140,167	7.8	0.93	3.6	2.1%	11.0%
図研	6947	24/3	4,755	103,868	26.2	2.62	11.8	2.1%	10.2%
ジーダット	3841	24/3	1,372	5,281	22.0	1.49	5.1	2.9%	6.8%
日本マイクロニクス	6871	24/12	5,090	196,423	NA	3.96	NA	NA	NA
日本電子材料	6855	24/3	2,335	29,493	12.3	1.20	4.5	2.4%	9.2%
NSW	9739	24/3	2,778	41,389	9.9	1.25	3.5	3.1%	12.0%
アイ・エス・ビー	9702	24/12	1,282	14,662	9.3	1.09	2.2	4.2%	11.6%
デジタル・インフォメーション・テクノロジー	3916	24/6	2,545	37,437	19.4	5.47	10.9	2.6%	27.0%
SCSK	9719	24/3	3,763	1,176,005	25.3	3.89	16.0	1.9%	14.6%

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、通期の会社予想営業利益に直近通期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

バリュエーションは低位

イノテックのバリュエーションは低水準である。会社予想基準の PER は 13.5 倍、24/3 期実績 BPS ベースの PBR は 0.75 倍。今年度予想ベースの配当利回りは 5.1%。PBR はこれらの企業の中で最も低く、配当利回りは最も高い。このようにイノテックの株価が低位に据え置かれている要因として以下の 3 点が考えられよう。

1) 半導体サイクルが AI 関連など一部を除いて停滞している、2) ROE が 5.4%と比較対象企業に比べて最も低い、3) エレクトロニクス商社株との見方から脱却できていないとみられること、などである。

NAND の市況回復と固有の施策に期待

このうち、1) の半導体サイクルは 2025 年度後半には明るさが見えてくると予想され、2) の ROE は相対的に低いことに変わりはないが、26/3 期は一定の回復が見込まれること、などから、株価も現在の水準からは回復すると予想される。株価のカタリストとしては、NAND フラッシュメモリーの市況回復のジビリティが高まることまずは挙げられよう。イノテック固有の要因としては、グループ再編などの効率化に向けた施策、ユーザー層や製品ラインナップの拡充の実現、株主還元の強化などがポテンシャルとして考えられよう。特に、足元で進展がみられるテストソリューションのユーザー層拡大は、今後の成長性向上に寄与すると期待される。

図表 11. 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	101.1

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 12. 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 13. 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