



26/3 期 Q1 決算：スロースタートに見えるが、
実際は会社想定を上回る好調なスタート

イノテック（以下、同社）の 26/3 期 Q1 決算（4-6 月）は、売上高が前年同期比（以下 YoY）7.4%減の 94.6 億円、営業利益が同 45.9%減の 2.3 億円となり、減収減益であった。業績が急回復した前 Q4（1-3 月）対比では、売上高が前四半期比（以下 QoQ）21.5%減、営業利益が同 67.6%減となり、再び減速した。25 年 5 月発表の通期予想に対する進捗率は、売上高で 21.7%、営業利益で 9.0%と低水準に留まる。ただし、Q1 については元々低水準の業績を同社は予想しており、Q1 実績数字は同社想定を上回る着地であった。26/3 期の出だしとしては、好調なスタートを切ったことになる。

Q1 実績が好調に推移した要因は、「テストソリューション」にてテスターの海外顧客からの前倒し需要があったこと、「システム・サービス」で組込システムが好調であったこと等が挙げられる。特に「テストソリューション」は、テスターの日系主要顧客における需要回復の弱さ、及び台湾子会社 STAr の季節要因も含んだ一時的減速を背景に、Q1 では売上高、営業利益とも極めて低い進捗率を同社は 5 月時点で予想していたが、結果として想定を上回った。

26/3 期会社予想は、期初に発表された売上高 435 億円（YoY3.6%増）、営業利益 26 億円（同 37.8%増）を現時点で据え置いている。Q1 段階にてテスター事業が上振れた要因は、“海外顧客の受注が単に前倒しされただけではないか”、との保守的な見方もできる。一方、主力の EDA が堅調な「半導体設計関連」と、組込システムが好調な「システム・サービス」の今後の見通しには安定感がある。以上を考慮すれば、テスターの海外顧客需要の本格的な増加、及び日系主要顧客需要の回復が顕在化した場合、26/3 期業績が会社予想を上回る可能性も充分にある。

現在は 3 カ年中計（最終 27/3 期）の 2 年目が進行中である。通期予想に対する Q1 の進捗率は低位であったものの、テスターの海外顧客展開などの施策自体は順調に進展している。半導体関連銘柄に対するセンチメントが全般に好転する中、株価は 4 月の本年ボトムから上昇に転じてはいるものの、PER11.6 倍、PBR0.8 倍と依然、低水準に留まる。弊社の考えるエクイティストーリーは、「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で、顧客や製品ラインアップを増加させ、成長ポテンシャルが拡大する」（24 年 12 月 24 日発行イニシャルレポート参照）。NAND フラッシュメモリーの市況が反転すれば、エクイティストーリーの実現性に対する確度が高まり、株価には上昇余地が生まれよう。

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(8/18)	1,501
52週高値(24/9/2)	1,558
52週安値(25/4/9)	1,085
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)	13.7
時価総額(十億円)	20.6
自己資本比率(25/3、%)	54.1
ROE (25/3、%)	4.8
PER (26/3 会予、倍)	11.6
PBR (25/3 実績、倍)	0.8
配当利回り (26/3 会予、%)	4.7

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	329.0	733	125.6	434	128.8	32.3	-
26/3Q1	9,457	-7.4	234	-45.9	407	-44.4	185	-57.3	14.2	-
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	41,977	1.5	1,887	-23.7	1,755	-39.1	1,200	-18.8	89.5	70.0
26/3 会社予想	43,500	3.6	2,600	37.8	2,600	48.2	1,700	41.6	129.1	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

目次

1. 26/3 期 Q1 決算の概要.....	3
2. 部門別の動向.....	4
1) テストソリューション事業.....	4
2) 半導体設計関連事業.....	5
3) システム・サービス事業.....	6
3. 今後の見通しと中計の進捗状況.....	7
4. 株価とバリュエーション.....	9

1. 26/3 期 Q1 決算の概要

Q1 決算は YoY、QoQ とも減収減益、だが同社想定を上回る

8月8日発表のQ1 決算は売上高がYoY7.4%減の94.6億円、営業利益は同45.9%減の2.3億円であった。通期会社予想に対する進捗率は売上高21.7%、営業利益9.0%と低位に留まる。ただし、同社はQ1の低進捗率を5月時点で既に想定しており、同社想定に対しては上振れて着地した。なお、過去の売上高実績に対するQ1時点の進捗率は24/3期21.0%、25/3期24.3%。一方、前Q4(1-3月)との比較では売上高21.5%減、営業利益67.6%減となり、季節性に伴って減速した。なお、営業外に持分法投資損失1.0億円を計上した。

図表 1. 26/3 期 Q1 決算の要約

(百万円)

	25/3 Q1	Q2	Q3	Q4	26/3 Q1	25/3 FY	26/3CoE FY
売上高	10,218	10,590	9,114	12,055	9,457	41,977	43,500
YoY	17.6%	-1.8%	-16.0%	9.3%	-7.4%	1.5%	3.6%
テストソリューション	3,234	3,819	2,553	5,371	2,671	14,977	15,030
YoY	32.8%	-14.8%	-42.3%	18.1%	-17.4%	-5.7%	0.4%
半導体設計関連	3,361	3,261	3,139	3,231	3,278	12,992	13,530
YoY	5.3%	2.8%	-0.3%	-4.2%	-2.5%	0.8%	4.1%
システム・サービス	3,622	3,510	3,422	3,451	3,507	14,005	14,940
YoY	18.4%	12.2%	4.1%	10.9%	-3.2%	11.2%	6.7%
売上総利益	3,111	3,246	2,635	3,657	2,803	12,649	13,340
YoY	18.3%	-3.6%	-30.1%	7.8%	-9.9%	-3.9%	5.5%
売上高比	30.4%	30.7%	28.9%	30.3%	29.6%	30.1%	30.7%
テストソリューション	1,148	1,340	852	1,840	925	5,180	5,540
YoY	17.1%	-19.6%	-56.7%	18.1%	-19.4%	-16.1%	6.9%
売上高比	35.5%	35.1%	33.4%	34.3%	34.6%	34.6%	36.9%
半導体設計関連	791	737	671	711	764	2,910	3,040
YoY	5.2%	-1.3%	0.0%	-3.3%	-3.4%	0.2%	4.5%
売上高比	23.5%	22.6%	21.4%	22.0%	23.3%	22.4%	22.5%
システム・サービス	1,171	1,170	1,112	1,105	1,114	4,558	4,760
YoY	30.5%	22.5%	-1.6%	0.6%	-4.9%	11.7%	4.4%
売上高比	32.3%	33.3%	32.5%	32.0%	31.8%	32.5%	31.9%
営業利益	434	464	266	721	234	1,887	2,600
YoY	329.0%	-38.4%	-73.0%	13.9%	-45.9%	-23.7%	37.8%
売上高比	4.2%	4.4%	2.9%	6.0%	2.5%	4.5%	6.0%
テストソリューション	-212	-198	-244	342	-264	-312	-
YoY	-	-	-	-8.8%	-	-	-
売上高比	-	-	-	6.4%	-	-	-
半導体設計関連	169	118	68	102	139	457	-
YoY	4.3%	-19.2%	-9.3%	-46.9%	-17.8%	-20.5%	-
売上高比	5.0%	3.6%	2.2%	3.2%	4.2%	3.5%	-
システム・サービス	522	542	416	319	407	1,799	-
YoY	81.9%	42.3%	-13.5%	-31.7%	-22.0%	11.3%	-
売上高比	14.4%	15.4%	12.2%	9.2%	11.6%	12.8%	-
調整額	-44	1	29	-43	-47	-57	-

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、25/3 期通期の前期比及び各四半期の前年同期比は、25/3 期の配賦方法を適用した24/3 期通期及び各四半期の金額との比較

出所：会社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)

「テストソリューション」の進捗率は低位だが、会社想定を上回る

部門別の売上高進捗率（通期会社予想対比）では、「テストソリューション」がテスター、STAr 双方の不振を背景に 17.8%と低水準であった。ただし、会社想定は上回っている。一方で、「半導体設計関連」は堅調な EDA を中心に 24.2%、「システム・サービス」もイノテック本体の組込システム等の好調により 23.5%と、概ね会社想定に沿った進捗となっている。

5 月発表の会社予想を維持

会社は 5 月発表の 26/3 期通期予想を維持した。Q1 業績はスロースタートとなったものの、会社予想を上回るペースで進捗した。ただし、Q2 以降の事業環境が見通せないことから、今回は予想の修正を見送っている。

2. 部門別の動向

1) テストソリューション事業

26/3 期は営業黒字転換を目指す

「テストソリューション」は、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。25/3 期は営業赤字に転落するなど不振であったが、26/3 期は同増収、営業利益は黒字転換を会社は予想する。前年度をボトムに業績反転を目指す。

テスターの四半期売上高は増加に転じてはいるが、依然低水準

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、日本の大手半導体メーカーが主要顧客である。四半期売上高トレンドは、25/3 期 Q3 をボトムとして Q4 は増加に転じ、当 26/3 期 Q1 も QoQ 増収が継続した。ただし、テスターの四半期売上高は好調時で 20 億円を超えていたことを鑑みれば、Q1 売上高実績 5.5 億円は依然として極めて低い水準であり、本格的な回復にはほど遠い状況といえる。ただし、NAND 向けテスターにおいて主要日系顧客の需要に動きがなかった一方、当初 Q2 から始まることを想定していた新規海外顧客の需要が Q1 より小規模ながら立ち上がったことは、今後に向けた好材料と認識される。

STAr は季節要因もあり Q1 低調だったが、Q2 以降は上向く見通し

STAr の四半期売上高トレンドは、25/3 期下期にて信頼性評価装置の納入タイミングがズレたことで Q3 が低迷、Q4 は反動で好調と、変動が大きかった。26/3 期 Q1（4-6 月：決算期ズレのため CY25 では 1-3 月）は季節要因もあり、再び出荷数量が少ない状態からのスタートとなった。ただし、26/3 期 Q2（7-9 月：決算期ズレのため CY25 の 4-6 月に相当）以降は研究開発向けプローブカード、信頼性評価装置とも需要が上向く見通しである。特に、台湾大手ファブリー顧客向けの旺盛な需要が牽引する見通し。また、信頼性評価装置については、米国相互関税政策が同社の事業に追い風となり、予想に織り込まれていないプラス要素となる可能性もある。

図表 2. テストソリューション事業の収益動向

(百万円)	25/3				26/3	25/3	26/3CoE
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	FY	FY
売上高	3,234	3,819	2,553	5,371	2,671	14,977	15,030
テスター	879	263	118	453	554	1,713	3,450
STAr	2,354	3,556	2,435	4,919	2,117	13,264	11,580
営業利益	-212	-198	-244	342	-264	-312	NA
テスター	43	-220	-278	-112	-56	-567	NA
STAr	-255	22	34	454	-208	255	NA
売上高営業利益率	-6.6%	-5.2%	-9.6%	6.4%	-9.9%	-2.1%	NA
テスター	4.9%	-83.7%	-235.6%	-24.7%	-10.1%	-33.1%	NA
STAr	-10.8%	0.6%	1.4%	9.2%	-9.8%	1.9%	NA

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：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

イノテック | 9880 (東証プライム)

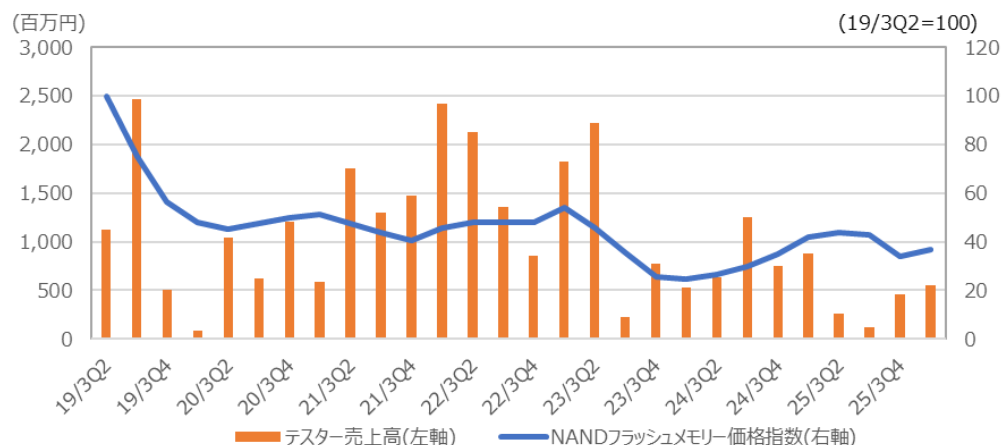
NAND フラッシュメモリーの市況は回復に転じている

8月8日に25/3期Q1決算を発表したキオクシアホールディングス(東証プライム 285A)によれば、NAND フラッシュメモリーの市況は回復に転じており、2025年4-6月期の同社の平均販売単価は、QoQで5~10%の上昇であった。キオクシアホールディングスでは2025年7-9月期の売上高を4,200~4,700億円と、前四半期の3,428億円から大きく増加する見通しとしている。また、価格についても改善が継続するとコメントしている。米国関税政策の影響は注視するものの、7-9月期業績には大きく影響しないとの見方を採っている。

テスト事業は下期以降回復に向かうだろう

スマホやPC向けNANDフラッシュメモリーは、スマホ・PC関連顧客の在庫調整が25/3期で終了し、Q1より需要が回復に転じているとみられる。また、エンタープライズ・データセンター用SSD向けの需要は堅調であり、AIサーバーの導入も加速していることから、今後も継続的な需要拡大が期待される。現在は循環的な回復初期とみられるが、NANDフラッシュメモリー業界の稼働率は過度に上昇することなく、需給バランスを考慮して業界全体の規律が守られている様子。よって、同社のテスト事業も今後は国内主要NAND顧客向けに回復感が出る可能性が高まろう。また、顧客層拡大の方針の下、Q2以降は海外NAND顧客向けも更に増加する見通し。このため、テスト事業の下期は、同社独自要因も加わる形で回復に向かうと予想される。

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

半導体市況の影響はあるものの底堅く推移

「半導体設計関連」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。25/3期は半導体市況が低迷する中、業績は底堅く推移したと総括されよう。なお、26/3期の会社予想は売上高、営業利益とも同ほぼ横ばい。市場環境の不透明感を鑑み、慎重なスタンスで臨んでいる。

EDAは堅調

EDAは年度を通じて堅調に推移した。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継続し提供している。いわゆるストック型のビジネスモデルであり、売上高が安定していることが強み。26/3期は、顧客と結んでいる複数年契約の更改の件数が限定的であり、収益変動要因は少ない。Q1実績も会社予想に沿って堅調に推移した。Q2以降も堅調な事業推移が想定される。

イノテック | 9880 (東証プライム)

三栄ハイテックスは緩やかながら稼働率が回復途上

三栄ハイテックスの半導体設計ビジネスは、25/3 期下期に自動車や産業機械向けアナログ半導体などの設計需要に減速感が出て、通期で売上高も営業利益も低調だった。26/3 期は設計の稼働率が徐々に上向くと的前提を同社は採っている。Q1 実績では、実際に緩やかながら稼働率が回復を示した。自動車関連を中心とした既存顧客がやや低調である一方、それ以外の顧客の新規プロジェクト継続などを背景に、Q2 以降も会社想定に沿った堅実な回復が期待される。

モーデックの事業環境に変化なし

モーデックのシミュレーションモデル製品販売ビジネスは、事業環境に大きな変化がなかった。Q1 は、自動車関連を中心に前年同期並の水準で推移した。Q2 以降も顧客の分散を図ることで安定した事業展開を目指している。

図表 4. 半導体設計関連事業の収益動向

(百万円)

	25/3				26/3	25/3	26/3CoE
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	FY	FY
売上高	3,361	3,261	3,139	3,231	3,278	12,992	13,530
EDA	2,316	2,271	2,214	2,288	2,264	9,089	9,370
三栄ハイテックス	971	951	871	885	951	3,678	3,900
モーデック	73	39	53	59	62	224	260
営業利益	169	118	68	102	139	457	NA
EDA	64	60	49	91	69	264	NA
三栄ハイテックス	99	65	28	13	65	205	NA
モーデック	6	-7	-9	-2	5	-12	NA
営業利益率	5.0%	3.6%	2.2%	3.2%	4.2%	3.5%	NA
EDA	2.8%	2.6%	2.2%	4.0%	3.0%	2.9%	NA
三栄ハイテックス	10.2%	6.8%	3.2%	1.5%	6.8%	5.6%	NA
モーデック	8.2%	-17.9%	-17.0%	-3.4%	8.1%	-5.4%	NA

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

3) システム・サービス事業

システム・サービスの収益は全体としては堅調に推移

「システム・サービス」は、イノテック本体の組込システム、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。25/3 期はガイオ・テクノロジーを中心に各事業が伸びて YoY 増収増益となった。26/3 期の会社予想は売上高、営業利益とも同小幅増加。市場環境の不透明感を鑑み、慎重なスタンスで計画を組んでいる。想定に対して、ガイオ・テクノロジーとアイティアアクセスに多少の懸念材料が出ている一方、本体の組込システムの好調で充分補完できるものと考えられる。

イノテックの組込システムは防衛、インフラ関連などが好調

イノテックの組込システムは、自社製 CPU ボードや BOX 型コンピュータが防衛、インフラ関連（防災用途含む）、及び船舶向けに伸長し、Q1 業績は会社想定を上回って好調に推移した。足下の需要には継続性があり、Q2 以降も良好な事業環境が継続する見通し。

ガイオ・テクノロジーはやや低調

ガイオ・テクノロジーの Q1 は、車載向け検証ツールやエンジニアリングサービスが YoY 増収となったものの、5 月時点の会社想定よりも低調に推移した。一方、新規受注に対応するために外注人員を確保し外注費を増やしたが、Q1 は外注人員の稼働が下がったために収益性は低下した。現在、日系自動車業界にはトランプ相互関税政策に伴い、今後の見通しに不透明感が漂っている。同

社日系顧客の需要にも濃淡があり、Q2以降も全体では低迷が継続する見通し。なお、同社はQ2以降、需要に合わせて外注費コントロールを行うことで、収益性の改善を図る方針を採る。

アイティアアクセスは一部顧客の需要減速ペースが今後早まるリスクが浮上

アイティアアクセスは、決済端末における一部顧客の内製化に伴う需要喪失や一部ライセンスの取り扱い終了により、Q1実績はYoY減収減益となった。ただし、これは会社想定内であり、Q2も想定線での推移が予想される。一方で、決済端末における一部顧客の内製化に伴う減速ペース（決済サービス含む）がQ3以降、想定以上に早まる可能性がリスクとして浮上している。今後は、中長期的視点から決済サービス拡大の基盤となる決済端末の販売強化（自販機向け廉価版の投入や用途展開の加速）を進める予定。

レグラスは建機向けが好調

レグラスのQ1実績は、画像処理システムがフォークリフト向けの不振を建設機械向け的好調で補い、全体では堅調に推移した。Q2以降も会社想定線での推移が見込まれる。

図表 5. システム・サービス事業の収益動向

(百万円)

	25/3				26/3	25/3	26/3
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	FY	CoE FY
売上高	3,622	3,510	3,422	3,451	3,507	14,005	14,940
イノテック	735	936	751	653	914	3,075	3,260
アイティアアクセス	1,656	1,171	1,274	1,291	1,322	5,392	6,100
ガイオ・テクノロジー	1,127	1,286	1,281	1,309	1,170	5,003	4,900
レグラス	102	118	116	199	99	535	680
営業利益	522	542	416	319	407	1,799	NA
イノテック	74	116	32	24	102	246	NA
アイティアアクセス	212	122	133	68	161	535	NA
ガイオ・テクノロジー	258	301	256	183	150	998	NA
レグラス	-22	3	-5	44	-6	20	NA
営業利益率	14.4%	15.4%	12.2%	9.2%	11.6%	12.8%	NA
イノテック	10.1%	12.4%	4.3%	3.7%	11.2%	8.0%	NA
アイティアアクセス	12.8%	10.4%	10.4%	5.3%	12.2%	9.9%	NA
ガイオ・テクノロジー	22.9%	23.4%	20.0%	14.0%	12.8%	19.9%	NA
レグラス	-21.6%	2.5%	-4.3%	22.1%	-6.1%	3.7%	NA

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. 今後の見通しと中計の進捗状況

26/3 期は増収増益を会社は予想

26/3 期通期の会社予想は、売上高がYoY3.6%増の435億円、営業利益が同37.8%増の26億円。四半期ベースでは、Q1（4-6月）にて「テストソリューション」の需要が季節性に伴い低水準であることからスロースタートとなった。Q2以降から業績が上向き推移を同社は見込んでいる。

計画達成の確度は十分に高いとみる

会社予想は元々、半導体市況の回復を過度に期待した前提を採っていない。今回Q1実績が会社想定を上回ったことから、達成への確度は現時点では十分に高いと弊社はみる。仮に、半導体市況（特にNANDフラッシュメモリ）の好転に伴って事業環境が更に改善すれば、会社予想を上回る数字も十分に期待できよう。

一方、今期業績に対するリスクとしては、「システム・サービス」におけるガイオ・テクノロジーとアイティアアクセスの想定以上の不振が挙げられよう。ただし、足下の事業環境にさほど急激な減速感がないこと、及び本体の組込システムが好調で、Q2以降も同社想定を上回って推移する可能性が高いことから、「システム・サービス」全体でのダウンサイドは限定的と考えられる。

中期経営計画達成のためには 26/3 期の業績回復が必須

同社は目指すべき目標として ROE10%、ROIC8%を掲げている。中期経営計画（25/3 期～27/3 期）では、最終年度の業績の目安として営業利益率 7～8%、営業利益で過去最高益（08/3 期 33.3 億円）の更新を目指す。1 年目となる 25/3 期実績は営業利益率 4.5%（ROE4.8%）であり、目安との乖離が大きかった。同社の業績は 25/3 期をボトムに回復基調に入ると予想されるが、中計達成には 26/3 期の業績回復が必須となろう。一方、外部環境の変化を除けば、業績改善に向けた中計の施策は着実に進展していることが伺える。

テストソリューション：海外顧客の開拓を推進中

「テストソリューション」では、テスター（イノテック本体の自社開発製品）の国内主要 NAND 顧客向けへの偏重を脱却するために、海外 NAND 顧客の開拓などを推進しているが、Q1 より前倒し需要を獲得し幸先の良いスタートとなった。また、DRAM 対応製品の開発も予定通りに進捗しており、事業化に向けて順調に進んでいることも今後に向けた好材料となる。STAR では、信頼性評価装置において米国関税政策が追い風となる可能性があり、今後注目する。

半導体設計関連：グループ内連携で高付加価値ソリューションを提供

「半導体設計関連」では、EDA（イノテック本体が手掛ける Cadence 製品の国内代理店販売事業）にて、グループ内の三栄ハイテックスやモーデックとの連携により、高付加価値ソリューションの提供を目指している。26/3 期の新展開に期待したい

システム・サービス：組込システム、並びにクラウド決済端末の拡販を強化

「システム・サービス」では、組込システム（イノテック本体の自社開発製品）にて、産業機械向け“INNINGS”を社会インフラ・防衛向けに展開する一方、環境負荷低減につながる小型新製品の開発を進めている。アイティアアクセスでは、飲料自販機向けのクラウド決済端末を、高稼働の自販機のみならず、廉価版製品の投入により低稼働の自販機にも垂直展開を試みている。同時に、飲料以外の自販機、オフィス・コンビニ、駐車場などへの水平展開も実施中。

図表 6. 損益計算書 (四半期別)

(百万円)	25/3				26/3	26/3
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	CoE
売上高	10,218	10,590	9,114	12,054	9,457	43,500
(YoY)	17.6%	-1.8%	-16.0%	9.3%	-7.4%	3.6%
売上原価	0	0	0	0	0	30,160
売上総利益	3,111	3,246	2,635	3,656	2,803	13,340
(売上総利益率)	30.4%	30.7%	28.9%	30.3%	29.6%	30.7%
販売費及び一般管理費	2,677	2,782	2,369	2,934	2,569	10,740
営業利益	434	464	266	721	234	2,600
(YoY)	329.0%	-38.4%	-73.0%	13.9%	-45.9%	37.8%
(売上高営業利益率)	4.2%	4.4%	2.9%	6.0%	2.5%	6.0%
営業外収益	444	-148	415	141	403	-
営業外費用	146	298	153	390	230	-
経常利益	733	17	529	474	407	2,600
(YoY)	125.6%	-98.1%	-45.7%	-32.0%	-44.4%	48.2%
(売上高経常利益率)	7.2%	0.2%	5.8%	3.9%	4.3%	6.0%
特別利益	-	0	318	19	0	-
特別損失	-	-	-	75	-	-
税金等調整前当期純利益	733	18	848	418	408	-
(YoY)	125.5%	-98.0%	104.8%	-42.4%	-44.3%	-
(売上高税引前利益率)	7.2%	0.2%	9.3%	3.5%	4.3%	-
法人税等	296	-20	256	180	223	-
(実効税率)	40.4%	-111.1%	30.2%	43.1%	54.7%	-
当期純利益(非支配株主分含む)	436	38	591	237	185	-
非支配株主に帰属する当期純利益	2	13	55	32	0	-
親会社株主に帰属する当期純利益	434	24	536	204	185	1,700
(YoY)	128.8%	-96.3%	232.9%	-57.7%	-57.3%	41.6%
(売上高当期純利益率)	4.2%	0.2%	5.9%	1.7%	2.0%	3.9%

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

株価は現在 1,450~1,500 円で推移

イノテック（以下、同社）の株価は 2025 年 1~3 月では 1,350~1,400 円のボックス圏で推移していたが、4 月 2 日のトランプ大統領の相互関税導入発言を契機に急落。4 月 7 日ザラ場で 1,070 円のボトムを付けた後、徐々に切り返し、決算発表前は 1,200 円前後まで戻した。その後、5 月 13 日発表の決算内容が好感されて株価は更に上昇、8 月 8 日の Q1 決算発表当日にはザラ場で 1,509 円まで上昇するなど期待が高まっていた。決算後は Q1 業績の進捗率の低さに対する懸念から株価はやや下落し、現在は 1,450~1,500 円での推移になっている。

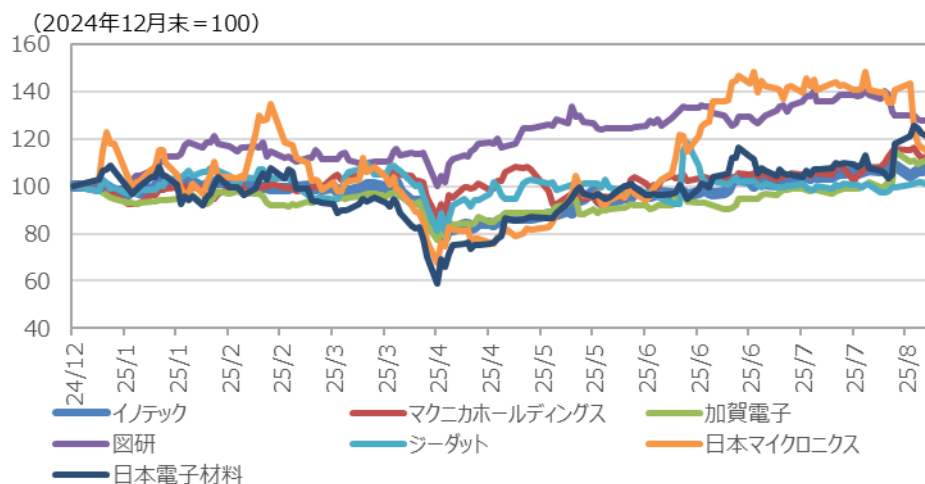
半導体商社、EDA、プローブカード企業とのパフォーマンス比較

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、2025 年 4 月初頭のトランプ関税ショックに伴う全般的な株価下落によって生じた短期的なボトムからは、戻り傾向で推移している。プローブカードを手掛ける日本マイクロニクス、日本電子材料の株価を比較すると 8 月 7 日に Q1 好決算を発表した日本電子材料の株価が上昇した一方で、8 月 8 日に Q2 決算を発表した日本マイクロニクスは今後の製品出荷遅延の見通しが嫌気され株価は下落した。同社の株価は、

イノテック | 9880 (東証プライム)

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、加賀電子同様に、ボトムからの戻りがやや弱く、Q2 決算内容も株価上昇のカタリストとはなっていない。なお、EDA 関連の図研、ジーダットは半導体市況の影響を相対的に受けにくく、株価の変動が抑制されているとみられる。

図表 7. イノテックと半導体関連企業の株価比較

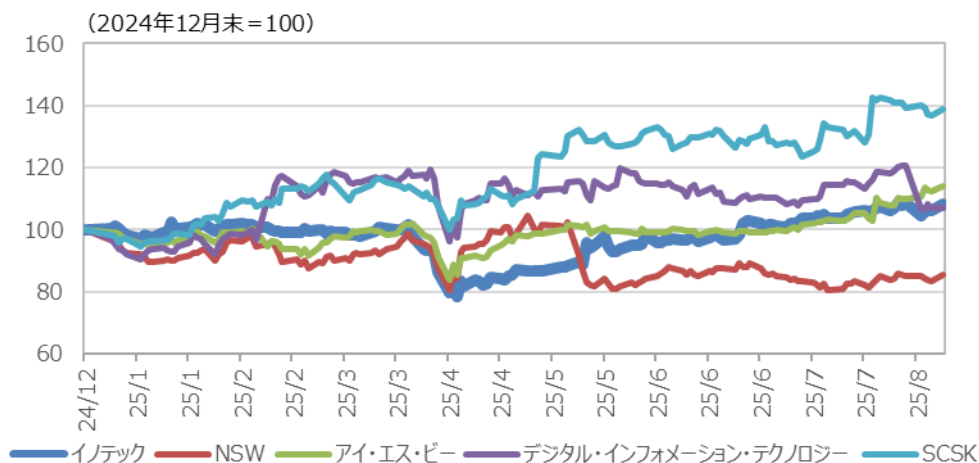


出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

システム関連企業とのパフォーマンス比較

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。今回の決算発表期の株価反応では一部明暗が分かれた。8月7日に堅調なQ2決算、並びに25/12期予想の上方修正と増配を発表したアイ・エス・ビーの株価は上昇した。一方で、8月8日に25/6期通期の好決算を発表したものの、26/6期会社予想の営業利益が小幅増益に留まったデジタル・インフォメーション・テクノロジーの株価は下落した。同社の株価はやや下落したものの、相対的には小動きとなった。

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



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

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	25/3	41,977	1,887	4.5%	4.8%	4.5%	54.1%
マクニカホールディングス	3132	25/3	1,034,180	39,649	3.8%	10.2%	10.1%	45.4%
加賀電子	8154	25/3	547,779	23,601	4.3%	10.8%	14.5%	54.4%
図研	6947	25/3	40,736	5,392	13.2%	13.0%	47.6%	63.1%
ジーダット	3841	25/3	2,063	257	12.5%	6.0%	NA	84.1%
日本マイクロニクス	6871	24/12	55,643	12,572	22.6%	19.4%	27.1%	62.1%
日本電子材料	6855	25/3	23,829	4,585	19.2%	13.1%	17.2%	70.0%
NSW	9739	25/3	50,028	6,116	12.2%	10.7%	23.6%	75.1%
アイ・エス・ビー	9702	24/12	33,955	2,800	8.2%	16.0%	32.9%	68.2%
デジタル・インフォメーション・テクノロジー	3916	25/6	24,159	3,014	12.5%	29.0%	56.8%	71.6%
SCSK	9719	25/3	596,065	66,121	11.1%	15.2%	11.6%	32.9%

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 (8/18)	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	25/3	1,501	20,564	11.6	0.78	5.9	4.7%	6.9%
マクニカホールディングス	3132	25/3	2,086.5	373,634	13.8	1.47	10.4	3.4%	10.8%
加賀電子	8154	25/3	3,225	185,129	6.6	1.02	4.9	3.7%	14.5%
図研	6947	25/3	5,310	118,146	25.4	2.88	13.9	1.9%	11.3%
ジーダット	3841	25/3	1,328	5,192	23.2	1.42	8.2	3.0%	6.3%
日本マイクロニクス	6871	24/12	4,290	171,709	18.0	3.33	8.4	1.7%	17.7%
日本電子材料	6855	25/3	2,611	33,022	13.2	1.18	5.4	1.9%	8.9%
NSW	9739	25/3	2,645	39,411	11.1	1.11	3.5	3.2%	10.0%
アイ・エス・ビー	9702	24/12	1,560	17,882	10.6	1.32	3.1	3.5%	12.3%
デジタル・インフォメーション・テクノロジー	3916	25/6	2,321	35,980	15.5	4.23	9.3	3.2%	27.3%
SCSK	9719	25/3	4,621	1,445,796	22.7	4.96	14.7	2.0%	21.9%

注：ROE（会社予想）は進捗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水準が継続

同社の株価はやや戻り基調とはいえ、バリュエーションは依然として低水準である。会社予想基準の PER は 11.6 倍、25/3 期実績 BPS ベースの PBR は 0.8 倍。今年度予想ベースの配当利回りは 4.7%。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。

理由は 3 点

同社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 が比較対象企業に比べて最も低い水準である
- (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ている

イノテック | 9880 (東証プライム)

NAND の市況回復とイノテック独自の施策に期待

半導体サイクル (1) に関しては、米国関税政策に影響を受けるものの、26/3 期後半は NAND 市場に明るさが見えてくることが予想される。ROE 上昇 (2)、エレクトロニクス商社株からの脱却 (3) については、テスターの新規顧客向け需要増や新製品展開による事業規模拡大、STAR のファウンドリー向け事業の成長、組込システムの強化、グループ再編などの効率化に向けた施策、株主還元の強化など、同社が中計に掲げる独自の戦略を推進することで達成可能である。

中計の施策実行によりエクイティストーリーの実現性が高まる

現在、通期会社予想に対する Q1 実績の進捗率の低さから 26/3 期予想に対する未達懸念が払拭されていない。よって、エクイティストーリー実現への信認が得られていないと考えられる。弊社の考えるエクイティストーリーは、「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で、顧客や製品ラインアップを増加させ、成長ポテンシャルが拡大する」(24 年 12 月 24 日発行イニシャルレポート参照)。株価低迷の要因として挙げた上記 3 点のうち (2) ROE 引き上げ、及び (3) エレクトロニクス商社株からの脱却、については中計の施策を実行することにより払拭され、エクイティストーリーの実現性が徐々に高まると予想する。

Q1 業績は中計に掲げる施策の効果が寄与し、営業黒字を確保

今後の持続的な株価上昇には、エクイティストーリーの実現性向上を通じた EPS 成長と低バリュエーション克服が必要となる。Q1 業績は、半導体市況の影響を強く受けるテスターの既存 NAND 顧客向け出荷台数が大きく落ち込んでいるにもかかわらず、全社では営業赤字を回避し安定した黒字を確保した。このことは、テスターの新規顧客向け需要増や組込システムの好調など、中計に掲げる施策の効果が寄与し始めていることを示すものである。今後 NAND フラッシュメモリーの市況、並びに需要が回復フェーズ入りし、かつエクイティストーリー実現への確度が高まれば、株価には上昇余地が生まれよう。

図表 11. 損益計算書

(百万円)

決算期	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3CoE
売上高	28,735	29,804	31,161	32,536	37,238	38,629	41,358	41,977	43,500
(前期比)	-0.4%	3.7%	4.6%	4.4%	14.5%	3.7%	7.1%	1.5%	3.6%
売上原価	20,345	20,329	21,566	22,581	26,018	26,387	28,198	29,327	30,160
売上総利益	8,390	9,475	9,595	9,954	11,219	12,242	13,160	12,650	13,340
(売上総利益率)	29.2%	31.8%	30.8%	30.6%	30.1%	31.7%	31.8%	30.1%	30.7%
販売費及び一般管理費	7,145	7,519	7,925	8,000	8,634	9,922	10,685	10,762	10,740
営業利益	1,244	1,955	1,670	1,954	2,585	2,319	2,474	1,887	2,600
(前期比)	24.5%	57.2%	-14.6%	17.0%	32.3%	-10.3%	6.7%	-23.7%	37.8%
(売上高営業利益率)	4.3%	6.6%	5.4%	6.0%	6.9%	6.0%	6.0%	4.5%	6.0%
営業外収益	527	892	594	902	908	719	898	854	-
営業外費用	563	388	369	397	509	558	492	987	-
経常利益	1,208	2,459	1,896	2,460	2,984	2,480	2,880	1,755	2,600
(前期比)	-3.4%	103.6%	-22.9%	29.7%	21.3%	-16.9%	16.1%	-39.1%	48.1%
(売上高経常利益率)	4.2%	8.3%	6.1%	7.6%	8.0%	6.4%	7.0%	4.2%	6.0%
特別利益	0	1	0	7	72	2	3	339	-
特別損失	0	203	0	10	81	0	534	76	-
税金等調整前当期純利益	1,209	2,256	1,895	2,458	2,976	2,482	2,349	2,018	-
(前期比)	-1.5%	86.6%	-16.0%	29.7%	21.1%	-16.6%	-5.4%	-14.1%	-
(売上高税引前利益率)	4.2%	7.6%	6.1%	7.6%	8.0%	6.4%	5.7%	4.8%	-
法人税等	444	676	600	827	693	767	817	714	-
(実効税率)	36.7%	30.0%	31.7%	33.6%	23.3%	30.9%	34.8%	35.4%	-
当期純利益(非支配株主分含む)	764	1,580	1,294	1,630	2,283	1,714	1,532	1,304	-
非支配株主に帰属する当期純利益	43	86	126	95	88	48	54	104	-
親会社株主に帰属する当期純利益	721	1,493	1,168	1,534	2,194	1,666	1,477	1,200	1,700
(前期比)	-10.5%	107.1%	-21.8%	31.3%	43.0%	-24.1%	-11.3%	-18.8%	41.7%
(売上高当期純利益率)	2.5%	5.0%	3.7%	4.7%	5.9%	4.3%	3.6%	2.9%	3.9%
EPS (円)	41.0	93.5	81.0	120.7	168.7	127.0	110.6	89.5	129.1

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)

決算期	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3
流動資産	17,963	17,400	19,243	20,476	23,189	25,957	30,305	29,712
現金及び預金	5,763	4,498	6,335	5,626	6,664	6,598	8,876	6,532
売上債権	7,119	7,428	7,392	8,550	8,773	9,566	10,034	10,609
棚卸資産	2,524	3,922	3,874	4,793	6,101	8,105	9,181	9,355
その他流動資産	2,557	1,552	1,642	1,507	1,651	1,688	2,214	3,215
固定資産	14,598	15,480	15,723	17,203	17,351	17,671	17,528	17,297
有形固定資産	10,235	10,370	10,565	10,713	10,842	11,463	11,630	10,593
無形固定資産	1,488	1,489	1,372	2,224	2,424	2,236	2,066	1,873
投資その他資産	2,874	3,620	3,785	4,266	4,085	3,971	3,831	4,831
投資有価証券	1,383	1,850	2,013	2,059	1,771	1,734	1,479	2,648
繰延税金資産	65	288	266	388	420	501	498	353
その他	1,426	1,482	1,506	1,819	1,894	1,736	1,854	1,830
資産合計	32,562	32,880	34,967	37,680	40,541	43,629	47,833	47,008
流動負債	6,862	7,155	10,120	12,183	13,612	17,068	20,260	19,167
買入債務	2,024	1,637	2,408	1,947	2,333	3,053	2,778	3,198
有利子負債	0	727	3,339	5,111	5,649	8,070	10,139	8,766
その他	4,838	4,791	4,373	5,125	5,630	5,945	7,343	7,203
固定負債	630	3,810	4,427	4,369	3,761	1,970	2,250	1,709
有利子負債	0	3,158	3,591	3,433	2,953	1,073	1,280	850
繰延税金負債	-	-	-	-	-	-	-	-
その他	630	652	836	936	808	897	970	859
純資産	25,068	21,915	20,418	21,127	23,167	24,589	25,322	26,133
株主資本	24,001	21,017	19,454	20,478	22,015	22,805	23,528	23,407
資本金	10,517	10,517	10,517	10,517	10,517	10,517	10,517	10,517
資本剰余金	7,328	4,506	4,506	4,468	4,228	4,242	4,044	4,069
利益剰余金	6,784	7,261	5,580	6,606	7,950	8,697	9,242	9,497
その他の包括利益累計額	199	-7	-38	-384	198	799	1,176	2,016
新株予約権	290	278	277	273	128	128	21	22
非支配株主持分	576	627	724	759	824	855	596	688
負債純資産合計	32,562	32,880	34,967	37,680	40,541	43,629	47,833	47,008
自己資本	24,201	21,009	19,416	20,094	22,213	23,605	24,704	25,423
BPS(円)	1,396.5	1,430.4	1,528.5	1,578.2	1,694.7	1,796.3	1,835.6	1,930.8

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. キャッシュ・フロー計算書

(百万円)

決算期	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3
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	1,209	2,256	1,865	2,458	2,976	2,482	2,349	2,018
減価償却費・のれん償却費	600	768	985	993	1,058	1,197	1,289	1,317
売上債権の増減額	-1,021	-351	85	-1,060	-49	-730	-235	-813
仕入債務の増減額	475	-359	766	-494	285	683	-377	348.35
棚卸資産の増減額	-664	-604	240	-856	-949	-1,946	-999	-600
利息・配当の受取	9	11	11	13	19	18	39	57
利息の支払額	-2	-7	-13	-28	-32	-51	-89	-138
法人税支払額	-289	-622	-729	-469	-962	-976	-863	-796
その他営業キャッシュ・フロー	1,696	17	-94	279	125	1,003	1,507	319
合計	2,013	1,109	3,116	836	2,471	1,680	2,621	1,712
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	-677	-611	-678	-662	-639	-1,076	-705	-591
無形固定資産の取得による支出	-304	-436	-473	-377	-639	-493	-499	-605
投資有価証券の取得による支出	-313	-391	-470	-80	-100	-50	0	0
投資有価証券の売却による収入	-	-	-	-	41	-	-	-
その他投資キャッシュ・フロー	403	-137	-92	-1,088	187	-73	-241	786
合計	-891	-1,575	-1,713	-2,207	-1,150	-1,692	-1,445	-410
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	-50	361	2,409	1,801	454	6	4,055	-1,274
長期有利子負債の純増減額	-23	3,526	634	-509	-521	470	-1,963	-690
自己株式の取得による支出	-404	-3,871	-2,203	-	-	-	0	-433
配当金の支払額	-315	-646	-551	-640	-847	-992	-960	-978
その他財務活動キャッシュ・フロー	259	-19	-1	33	14	-1	-323	-9
合計	-533	-649	288	685	-900	-517	809	-3,383
現金及び現金同等物に係る換算差額	20	-50	-11	-56	356	183	123	178
現金及び現金同等物の増加額	608	-1,164	1,680	-741	1,047	-346	2,108	-1,903
現金及び現金同等物期首残高	4,844	5,453	4,288	6,174	5,432	6,480	6,135	8,243
現金及び現金同等物期末残高	5,453	4,288	6,175	5,432	6,480	6,134	8,243	6,340
フリーキャッシュ・フロー	1,122	-466	1,403	-1,371	1,321	-12	1,176	1,302

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 14. 主要指標

	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3
EPS (円)	41.0	93.5	81.0	120.7	168.7	127.0	110.6	89.5
BPS (円)	1,396.5	1,430.4	1,528.5	1,578.2	1,694.7	1,796.3	1,835.6	1,930.8
DPS (円)	30.0	40.0	40.0	50.0	65.0	70.0	70.0	70.0
配当性向	73.1%	42.8%	49.4%	41.4%	38.5%	55.1%	63.3%	78.2%
期末発行済株式数 (千株)	18,219	15,700	13,700	13,700	13,700	13,700	13,700	13,700
自己株式数 (千株)	888	1,012	997	967	592	559	242	533
自己株控除株式数 (千株)	17,330	14,688	12,703	12,733	13,108	13,141	13,458	13,167
期中平均発行済株式数 (千株)	17,579	15,973	14,430	12,712	13,013	13,128	13,366	13,404
自己資本比率	74.3%	63.9%	55.5%	53.3%	54.8%	54.1%	51.6%	54.1%
有利子負債残高 (百万円)	0	3,885	6,930	8,544	8,602	9,143	11,420	9,616
ネット有利子負債残高(百万円)	-5,763	-613	595	2,918	1,938	2,545	2,543	3,084
D/Eレシオ	0.00	0.18	0.36	0.43	0.39	0.39	0.46	0.38
ネットD/Eレシオ	-0.24	-0.03	0.03	0.15	0.09	0.11	0.10	0.12
売上高営業利益率	4.3%	6.6%	5.4%	6.0%	6.9%	6.0%	6.0%	4.5%
EBITDA (百万円)	1,844	2,723	2,655	2,947	3,643	3,516	3,763	3,204
EBITDAマージン	6.4%	9.1%	8.5%	9.1%	9.8%	9.1%	9.1%	7.6%
ROE	3.0%	6.6%	5.8%	7.8%	10.4%	7.3%	6.1%	4.8%
ROIC	4.5%	7.4%	6.0%	6.4%	8.8%	6.6%	6.3%	4.5%
従業員数 (人)	1,174	1,257	1,428	1,539	1,642	1,728	1,775	NA

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

