イノテック　I 9880（東証プライム）

Company Report
2026 年 06 月 11 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
内野　晃彦

Strategy Advisors

業績拡大期が到来～NAND 向けテスター需要が増加、DRAM や CIS への展開も視野に

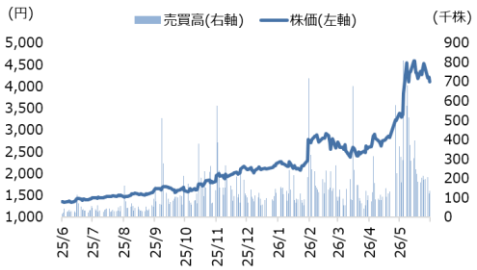
イノテック（以下、同社）の 26/3 期決算は、売上高が前年同期比（以下 YoY）11.3%増の 467.3 億円、営業利益が同 64.7%増の 31.1 億円となり、大幅増収増益であった。本社ビル売却益の一部計上（特別利益 29.1 億円）により、当期純利益は同 242.6%増の 41.1 億円に拡大。2 月時会社予想比では、売上高で 2.3 億円、営業利益で 1.1 億円上回った。STAr の好調により「テストソリューション」が上振れしたことが主要因である。半導体市場の活況を受けて、好調な決算であったと総括される。なお、Q4（3 ヶ月）では売上高が QoQ25.9%増の 140.1 億円、営業利益が同 9.0%増の 10.3 億円であった。なお、「テストソリューション」におけるテスターは、国内顧客の需要が想定通り Q4 から再開された。

26/3 期通期でみると、「テストソリューション」は、テスターの海外顧客向け出荷が期初より始まったことに加え、STAr の採算が量産用プローブカード事業の分離によって改善した。「半導体設計関連」は、主力の EDA を始めとして全体的に堅調に推移した。「システム・サービス」は、ガイオ・テクノロジーが不振であったが、好調な組込みシステムがカバーした形となった。

27/3 期会社予想は売上高 500 億円、営業利益 37 億円、当期純利益 48.5 億円（Q2 発生見込みの本社売却益の残存分 34.6 億円含む）と示された。「テストソリューション」において、テスターの国内顧客向け需要拡大が寄与し、全体を牽引する内容となる。3 カ年中計（25/3～27/3 期）の施策が順調に進展する中で、同社はキャピタルアロケーションを見直した。本社ビル売却等による想定外のキャッシュイン約 160 億円については、株主還元への 50 億円の増額（計約 90 億円）に充てるほか、残額を一旦は借入金返済（約 60 億円）に充てるものの、将来の成長投資へ配分する方針。M&A 関連では小規模の案件が実現している。26 年 3 月にファイ・マイクロテックを買収し、今後の光電変換技術に関するリソースを獲得した。また 4 月にはネットビジョンを買収し、車載カメラ・ECU 向けの評価・検証用画像インターフェイスボードの設計に関するリソースを獲得した。

同社を取り巻く事業環境は大きく好転しており、NAND フラッシュメモリー向けテスターや組込みシステムでは今後も旺盛な需要が続こう。また、テスターは新規海外顧客開拓に成功したことに加え、27/3 期以降は DRAM や CIS（CMOS イメージセンサー）への展開も視野に入ってきた。株価は大きく上昇し、現在 PBR1.9（26/3 期実績ベース）倍までバリュエーション水準が向上した。弊社の考えるエクイティストーリーは、「ニッチ分野にて成長ポテンシャルの高い SPE（半導体製造装置）企業として認知されること」。業績拡大期が到来し、弊社エクイティストーリー実現の確度は高まっている。株価には今後更なるアップサイドが生じよう。

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(6/10)	4,100
52週高値(26/5/25)	4,585
52週安値(25/6/13)	1,337
上場来高値(26/5/25)	4,585
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)	56.2
自己資本比率(26/3、%)	54.8
ROE (26/3、%)	15.9
PER (27/3 会予、倍)	10.3
PBR (26/3 実績、倍)	1.9
配当利回り (27/3 会予、%)	3.2

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)
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	46,737	11.3	3,108	64.7	2,912	66.0	4,111	242.6	320.2	125.0
27/3 会社予想	50,000	7.0	3,700	19.0	3,700	27.0	4,850	18.0	398.4	130.0

注：純利益は、親会社株主に帰属する当期純利益。
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 期決算の概要 3
2. 部門別の動向 5
1) テストソリューション事業 5
2) 半導体設計関連事業 7
3) システム・サービス事業 9
3. 27/3 期の見通し 11
4. 中計の進捗状況とキャピタルアロケーション見直し 13
1) 中期経営計画（25/3～27/3 期）の進捗状況 13
2) キャピタルアロケーションの見直し 14
5. 株価とバリュエーション 15
6. エクイティストーリー 19
【イニシエーションアップデート】 21
7. 概要（事業の概況・沿革・社長プロフィール） 21
1) 事業の概況 21
2) 沿革 23
3) 社長プロフィール 26
8. テストソリューション事業 27
1）テスター 27
2）STAr Technologies 32
9. 半導体設計関連事業 35
1）EDA 35
2）三栄ハイテックス 37
3）モーデック 38
4）ファイ・マイクロテック 38
10. システム・サービス事業 39
1）組込みシステム 39
2）ガイオ・テクノロジー 41
3）アイティアクセス 42
4）レグラス 43
5）ネットビジョン 43
11. 企業 DNA と模倣困難性 44
1）ポジショニング理論 44
2）企業 DNA 44
3）模倣困難性 44
4）ビジョンとミッション 45
12. リスク要因 45
13. サステナビリティの方針と実践 46
1) コーポレートガバナンス体制 46
2) サステナビリティ体制 46
3) 人的資本戦略 47
4) 気候変動対応 48

1. 26/3 期決算の概要

26/3 期決算は YoY 大幅増収増益、「テストソリューション」が黒字転換し牽引

5 月 14 日発表の 26/3 期決算は、売上高が前年同期比（以下 YoY）11.3%増の 467.3 億円、営業利益が同 64.7%増の 31.1 億円となり、大幅増収増益にて着地した。セグメント別では「テストソリューション」が YoY23.2%増収、営業損益は YoY で 15.0 億円改善して 11.9 億円の黒字に転換した。テスターにおける海外新規顧客の需要獲得などが寄与した。「半導体設計関連」は YoY5.7%増収、同 43.5%増益。EDA を中心に堅調に推移した。「システム・サービス」は YoY3.9%増収、同 2.8%減益となった。組込みシステムの好調がガイオ・テクノロジーの不振を補った。なお、本社ビル売却益の一部計上（特別利益 29.1 億円）により、親会社株主に帰属する当期純利益は同 242.6%増の 41.1 億円に拡大した。

Q4（3 ヶ月）は QoQ 増収増益

なお Q4（3 か月）では、売上高が YoY16.2%増の 140.1 億円、営業利益が同 42.6%増の 10.3 億円であった。なお、Q3 対比（QoQ）では売上高が 25.9%増、営業利益は 9.0%増となり、増収増益。セグメント別 QoQ では、「テストソリューション」が売上高 30.2 億円増、営業利益 5.2 億円増となり、増益であった。一方で「半導体設計関連」は同 0.7 億円増、同 1.5 億円減、「システム・サービス」が同 2.1 億円減、同 1.5 億円減となり、ともに減益。「テストソリューション」の増益分で、「半導体設計」、及び「システム・サービス」の減益分をカバーした形となった。

「テストソリューション」が 2 月時会社予想を上回る

2 月発表の会社計画対比では売上高、営業利益とも上回って着地した。「テストソリューション」が上振れを牽引した形となっている。テスターは国内大手顧客の需要が主に 3 月より回復したものの、4 月以降にズレ込んだ分もあり若干の未達に終った。一方で、STAr の好調が大きく寄与して、セグメント全体では計画を上回った。なお、「半導体設計」、及び「システム・サービス」は概ね計画線での推移であった。

図表 1. 26/3 期通期決算の要約

(百万円)	25/3				26/3				25/3	26/3	27/3CoE
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	**Q4**	FY	**FY**	**FY**
売上高	**10,218**	**10,590**	**9,114**	**12,055**	**9,457**	**12,143**	**11,129**	**14,006**	41,977	**46,737**	**50,000**
YoY	17.6%	-1.8%	-16.0%	9.3%	-7.4%	14.7%	22.1%	**16.2%**	1.5%	**11.3%**	**7.0%**
テストソリューション	3,234	3,819	2,553	5,371	2,671	4,958	3,906	**6,921**	14,977	**18,456**	**20,200**
YoY	32.8%	-14.8%	-42.3%	18.1%	-17.4%	29.8%	53.0%	**28.9%**	-5.7%	**23.2%**	**9.4%**
半導体設計関連	3,361	3,261	3,139	3,231	3,278	3,462	3,460	**3,529**	12,992	**13,729**	**14,400**
YoY	5.3%	2.8%	-0.3%	-4.2%	-2.5%	6.2%	10.2%	**9.2%**	0.8%	**5.7%**	**4.9%**
システム・サービス	3,622	3,510	3,422	3,451	3,507	3,725	3,762	**3,557**	14,005	**14,551**	**15,400**
YoY	18.4%	12.2%	4.1%	10.9%	-3.2%	6.1%	9.9%	**3.1%**	11.2%	**3.9%**	**5.8%**
売上総利益	**3,111**	**3,246**	**2,635**	**3,657**	**2,803**	**3,716**	**3,545**	**4,180**	12,649	**14,246**	**15,500**
YoY	18.3%	-3.6%	-30.1%	7.8%	-9.9%	14.5%	34.5%	**14.3%**	-3.9%	**12.6%**	**8.8%**
売上高比	30.4%	30.7%	28.9%	30.3%	29.6%	30.6%	31.9%	**29.8%**	30.1%	**30.5%**	**31.0%**
テストソリューション	1,148	1,340	852	1,840	925	1,740	1,465	**2,290**	5,180	**6,420**	**7,300**
YoY	17.1%	-19.6%	-56.7%	18.1%	-19.4%	29.9%	71.9%	**24.5%**	-16.1%	**23.9%**	**13.7%**
売上高比	35.5%	35.1%	33.4%	34.3%	34.6%	35.1%	37.5%	**33.1%**	34.6%	**34.8%**	**36.1%**
半導体設計関連	791	737	671	711	764	801	847	**766**	2,910	**3,178**	**3,300**
YoY	5.2%	-1.3%	0.0%	-3.3%	-3.4%	8.7%	26.2%	**7.7%**	0.2%	**9.2%**	**3.8%**
売上高比	23.5%	22.6%	21.4%	22.0%	23.3%	23.1%	24.5%	**21.7%**	22.4%	**23.1%**	**22.9%**
システム・サービス	1,171	1,170	1,112	1,105	1,114	1,176	1,233	**1,124**	4,558	**4,647**	**4,900**
YoY	30.5%	22.5%	-1.6%	0.6%	-4.9%	0.5%	10.9%	**1.7%**	11.7%	**2.0%**	**5.4%**
売上高比	32.3%	33.3%	32.5%	32.0%	31.8%	31.6%	32.8%	**31.6%**	32.5%	**31.9%**	**31.8%**
営業利益	**434**	**464**	**266**	**721**	**234**	**902**	**943**	**1,027**	1,887	**3,108**	**3,700**
YoY	329.0%	-38.3%	-72.9%	13.8%	-45.9%	94.5%	253.7%	**42.3%**	-23.7%	**64.7%**	**19.0%**
売上高比	4.2%	4.4%	2.9%	6.0%	2.5%	7.4%	8.5%	**7.3%**	4.5%	**6.6%**	**7.4%**
テストソリューション	-212	-198	-244	342	-264	411	264	**779**	-312	**1,190**	**NA**
YoY	-	-	-	-8.8%	-	-	-	**127.8%**	-	**-**	**NA**
売上高比	-	-	-	6.4%	-	8.3%	6.8%	**11.3%**	-	**6.4%**	**NA**
半導体設計関連	169	118	68	102	139	175	245	**97**	457	**656**	**NA**
YoY	4.3%	-19.2%	-9.3%	-46.9%	-17.8%	48.3%	260.3%	**-4.9%**	-20.5%	**43.5%**	**NA**
売上高比	5.0%	3.6%	2.2%	3.2%	4.2%	5.1%	7.1%	**2.7%**	3.5%	**4.8%**	**NA**
システム・サービス	522	542	416	319	407	473	508	**361**	1,799	**1,748**	**NA**
YoY	81.9%	42.3%	-13.5%	-31.7%	-22.0%	-12.7%	22.1%	**13.2%**	11.3%	**-2.8%**	**NA**
売上高比	14.4%	15.4%	12.2%	9.2%	11.6%	12.7%	13.5%	**10.1%**	12.8%	**12.0%**	**NA**
調整額	-44	1	29	-43	-47	-156	-74	**-211**	-57	**-488**	**NA**

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 2. 26/3 期決算のセグメント別要約

(百万円)	25/3 Q1	Q2	Q3	Q4	26/3 Q1	Q2	Q3	Q4
売上高								
テストソリューション	**3,234**	**3,819**	**2,553**	**5,371**	**2,671**	**4,958**	**3,906**	**6,921**
（YoY）	32.8%	-14.8%	-42.3%	18.1%	-17.4%	29.8%	53.0%	28.9%
テスター	879	263	118	453	554	1,524	784	1,388
STAr	2,354	3,557	2,434	4,919	2,117	3,434	3,122	5,533
半導体設計関連	**3,361**	**3,261**	**3,139**	**3,231**	**3,278**	**3,462**	**3,460**	**3,529**
（YoY）	5.3%	2.8%	-0.3%	-4.2%	-2.5%	6.2%	10.2%	9.2%
EDA他	2,316	2,272	2,213	2,288	2,264	2,433	2,397	2,525
三栄ハイテックス	971	951	871	885	951	994	1,020	934
モーデック	73	39	53	59	62	36	42	70
システム・サービス	**3,622**	**3,510**	**3,422**	**3,451**	**3,507**	**3,725**	**3,762**	**3,557**
（YoY）	18.4%	12.2%	4.1%	10.9%	-3.2%	6.1%	9.9%	3.1%
組込みシステム他	735	936	751	653	914	971	1,001	987
アイティアクセス	1,656	1,171	1,274	1,291	1,322	1,412	1,461	1,249
ガイオ・テクノロジー	1,127	1,287	1,280	1,309	1,170	1,209	1,157	1,205
レグラス	102	119	115	199	99	135	141	116
合計	**10,218**	**10,590**	**9,114**	**12,054**	**9,457**	**12,143**	**11,129**	**14,006**
（YoY）	17.6%	-1.8%	-16.0%	9.3%	-7.4%	14.7%	22.1%	16.2%
営業利益								
テストソリューション	**-212**	**-198**	**-244**	**342**	**-264**	**411**	**264**	**779**
（営業利益率）	-6.6%	-5.2%	-9.6%	6.4%	-9.9%	8.3%	6.8%	11.3%
半導体設計関連	**169**	**118**	**68**	**102**	**139**	**175**	**245**	**97**
（営業利益率）	5.0%	3.6%	2.2%	3.2%	4.2%	5.1%	7.1%	2.7%
システム・サービス	**522**	**542**	**416**	**319**	**407**	**473**	**508**	**361**
（営業利益率）	14.4%	15.4%	12.2%	9.2%	11.6%	12.7%	13.5%	10.1%
調整額	**-44**	**1**	**29**	**-43**	**-47**	**-156**	**-74**	**-211**
合計	**434**	**464**	**266**	**721**	**234**	**902**	**943**	**1,027**
（YoY）	329.0%	-38.3%	-72.9%	13.8%	-45.9%	94.5%	253.7%	42.3%
（営業利益率）	4.2%	4.4%	2.9%	6.0%	2.5%	7.4%	8.5%	7.3%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2. 部門別の動向

1) テストソリューション事業

営業黒字へ転換

同セグメントは、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 期は前年度をボトムとして業績が反転し、営業黒字への転換を果たした。

テスター：国内顧客の需要が Q4 から再開された

テスターは NAND フラッシュメモリー向けのテスターが主力製品である。四半期売上高トレンド（3 か月）は Q1 の 5.5 億円、Q2 の 15.2 億円 、Q3 は 7.8 億円に対して、Q4 は 13.9 億円となり、QoQ 大幅増収であった。NAND 向けテスターにおいて主要日系顧客の需要が主に Q4 から再開されたが、顧客側の検収が 3 月末を跨いだものもあり、2 月時会社想定に対して 3.5 億円未達となった。期初より前倒し気味に始まった新規海外顧客の需要は、四半期ベースでも想定通り着実に伸長している。

なお、27/3 期以降も需要拡大が継続する確度が高まっていると考える。理由は、（1）生成 AI 進展に伴うデータセンター用ニアライン SSD の需要増などによる NAND フラッシュメモリーの需給逼迫、（2）日系顧客の新工場の稼働率上昇、（3）海外顧客向けビジネスの高い競争力、の 3 点である。なお、部品調達難による供給力低下のリスクについては直近で顕在化していないが、今後は注視する必要があろう。

STAr：信頼性評価装置は高水準維持、プローブカードは収益性向上

STAr の四半期売上高トレンドは、Q1（25 年 4-6 月：決算期ズレのため 1-3 月業績）21.1 億円という低水準から Q2（7-9 月：同様に 4-6 月）は 34.3 億円と大幅に増加、Q3（10-12 月：同様に 7-9 月）も 31.2 億円、Q4（26 年 1-3：同様に 25 年 10-12 月）は季節性に伴う信頼性評価装置の出荷増もあり 55.3 億円の高水準となった。プローブカードは台湾大手ファンダリー顧客の研究開発向け需要が旺盛であることに加え、25/3 期に汎用品事業の分離を実施した効果もあって、採算性が向上している。

図表 3. テストソリューション事業の収益動向（半期・四半期）

(百万円)	24/3		25/3		26/3	
	H1	H2	H1	H2	H1	H2
売上高	**6,916**	**8,969**	**7,053**	**7,924**	**7,629**	**10,827**
テスター	1,165	2,006	1,142	571	2,078	2,172
STAr	5,751	6,962	5,911	7,353	5,551	8,655
営業利益	**-67**	**879**	**-410**	**98**	**147**	**1,043**
テスター	-53	625	-177	-390	177	236
STAr	-14	254	-233	488	-30	807
売上高営業利益率	**-1.0%**	**9.8%**	**-5.8%**	**1.2%**	**1.9%**	**9.6%**
テスター	-4.5%	31.2%	-15.5%	-68.3%	8.5%	10.9%
STAr	-0.2%	3.6%	-3.9%	6.6%	-0.5%	9.3%

(百万円)	25/3				26/3				25/3	26/3	27/3CoE
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	FY	FY
売上高	**3,234**	**3,819**	**2,553**	**5,371**	**2,671**	**4,958**	**3,906**	**6,921**	**14,977**	**18,456**	**20,200**
テスター	879	263	118	453	554	1,524	784	1,388	1,713	4,250	6,700
STAr	2,354	3,557	2,434	4,919	2,117	3,434	3,122	5,533	13,264	14,206	13,500
営業利益	**-212**	**-198**	**-244**	**342**	**-264**	**411**	**264**	**779**	**-312**	**1,190**	**NA**
テスター	43	-220	-278	-112	-56	233	46	189	-567	413	NA
STAr	-255	22	34	454	-208	178	218	590	255	777	NA
売上高営業利益率	**-6.6%**	**-5.2%**	**-9.6%**	**6.4%**	**-9.9%**	**8.3%**	**6.8%**	**11.3%**	**-2.1%**	**6.4%**	**NA**
テスター	4.9%	-83.7%	-235.6%	-24.7%	-10.1%	15.3%	5.9%	13.6%	-33.1%	9.7%	NA
STAr	-10.8%	0.6%	1.4%	9.2%	-9.8%	5.2%	7.0%	10.7%	1.9%	5.5%	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：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

NAND フラッシュメモリーの市況は著しい活況

5 月 15 日に 26/3 期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、以下キオクシア)によれば、NAND フラッシュメモリーの市況は著しい活況を呈しており、CY26 のビット成長率は 15～20%、更に CY27 も供給を上回る需要が継続するとの見通しが示された。また、Q4（26 年 1-3 月）のキオクシアにおける販売単価（Like for Like）は QoQ で 2 倍以上となり、急上昇したことが明らかとなった。キオクシアの 27/3 期 Q1（4-6 月）売上高ガイダンスは QoQ74.5%増であり、増加の要因を販売単価の上昇としている。需給逼迫に伴う急激な価格上昇のペースが、足下でも継続している状況が伺える。

テスター事業の 27/3 期は国内顧客向け需要の回復が続こう

NAND フラッシュメモリーの市況は、AI 推論サーバー向けの需要拡大を背景に需給が供給を上回る状態となっている。従来型サーバー向けの需要が堅調である一方、ニアライン HDD から SSD への置き換えペースが鈍化していること等を背景に、業界全体が AI 推論サーバー向けの高性能品の生産を優先するトレンドが今後は更に強まろう。同社の 27/3 期におけるテスター事業は、国内主要 NAND 顧客向けの回復が続くとみられる。海外の新規 NAND 顧客向けにおいても、高シェアを維持し堅実な成長が継続する見通しである。

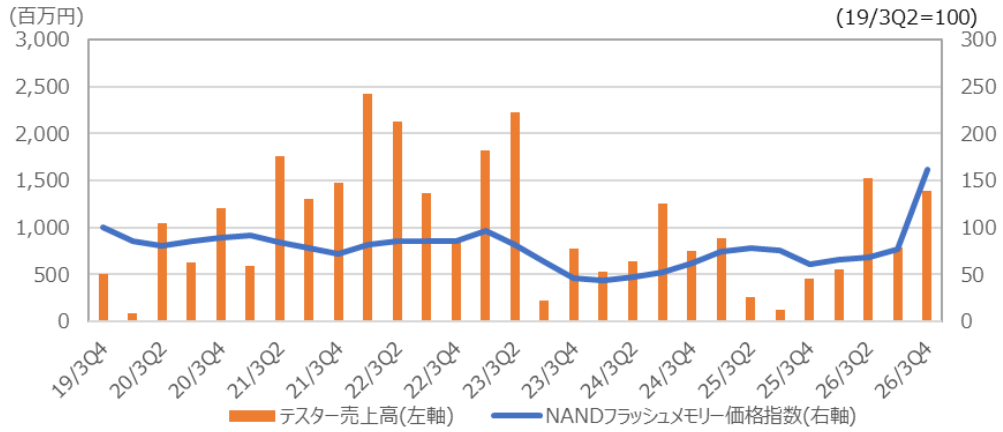
メモリー容量増加がテスター需要にプラス影響

NAND フラッシュを手掛けるキオクシアは、北上工場にて新棟の稼働を開始し、高性能 3D-NAND 製品 BiCS8 FLASH™（218 層品）の生産比率を高めている。このように、メモリー容量の大きい高性能品増加の潮流はテスト時間の長期化を助長するため、同社のテスター需要に対するプラス要因である。

海外 NAND メーカーも需要拡大の恩恵を享受

旺盛な NAND フラッシュ需要を受けているのは海外勢（韓国 Samsung、SK Hynix、中国 YMTC 等）も同様である。特に近年シェアが上昇している中国 YMTC では、積極的な増産を実施している。現在は、業界全体で生産能力増強のフェーズに入ったと言えよう。中長期的な視点では、NAND 各社が良好な需給バランスの維持継続を目指し、規律が守られた健全な能力増強投資が実施されているかどうかを継続的に注視する必要があろう。

図表 4. NAND フラッシュメモリーの市況とイノテックのテスター売上高



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

業績は EDA を中心に底堅い

同セグメントは、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なる。26/3 期も EDA を中心に業績は底堅く推移したと総括されよう。2 月時予想との対比でも、売上高、売上総利益ともに想定通りの着地となった。

EDA：堅調に推移

EDA は堅調に推移した。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である。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かった。また、プリント基板向け設計ツールで Windows11 切り替え需要を取り込んだことも、好業績に貢献した。

三栄ハイテックス：新規 IP 案件獲得が貢献

三栄ハイテックスの半導体設計ビジネスは、自動車や産業機械を中心とした既存顧客向けアナログ半導体などの設計需要に停滞感が継続したものの、新規顧客を取り込んだことで全体では好調に推移した。また、アナログ-デジタル変換器関連の IP 案件（自社開発）が Q3 を中心に売上増加に貢献した。

モーデック：Q4 にて大口案件を受託

モーデックのシミュレーションモデル作成販売ビジネスは、半導体や自動車関連を中心とした事業環境に前年度対比で大きな変化は無かった。ただし、Q4 にて研究開発プロジェクトの大口受託案件が加わったため、通期では営業損益の黒字化を達成した。

図表 5. 半導体設計関連事業の収益動向（半期・四半期）

(百万円)	24/3 H1	24/3 H2	25/3 H1	25/3 H2	26/3 H1	26/3 H2
売上高	**6,364**	**6,520**	**6,622**	**6,370**	**6,740**	**6,989**
EDA他	4,199	4,442	4,588	4,501	4,697	4,922
三栄ハイテックス	2,054	1,941	1,922	1,756	1,945	1,954
モーデック	110	136	112	112	98	112
営業利益	**308**	**267**	**287**	**170**	**314**	**342**
EDA他	73	181	124	140	158	197
三栄ハイテックス	248	49	164	41	167	117
モーデック	-13	37	-1	-11	-11	28
営業利益率	**4.8%**	**4.1%**	**4.3%**	**2.7%**	**4.7%**	**4.9%**
EDA他	1.7%	4.1%	2.7%	3.1%	3.4%	4.0%
三栄ハイテックス	12.1%	2.5%	8.5%	2.3%	8.6%	6.0%
モーデック	-11.8%	27.2%	-0.9%	-9.8%	-11.2%	25.0%

(百万円)	25/3 Q1	25/3 Q2	25/3 Q3	25/3 Q4	26/3 Q1	26/3 Q2	26/3 Q3	26/3 Q4	25/3 FY	26/3 FY	27/3CoE FY
売上高	**3,361**	**3,261**	**3,139**	**3,231**	**3,278**	**3,462**	**3,460**	**3,529**	**12,992**	**13,729**	**14,400**
EDA他	2,316	2,272	2,213	2,288	2,264	2,433	2,397	2,525	9,089	9,619	10,100
三栄ハイテックス	971	951	871	885	951	994	1,020	934	3,678	3,899	3,800
モーデック	73	39	53	59	62	36	42	70	224	210	500
営業利益	**169**	**118**	**68**	**102**	**139**	**175**	**245**	**97**	**457**	**656**	**NA**
EDA他	64	60	49	91	69	89	104	93	264	355	NA
三栄ハイテックス	99	65	28	13	65	102	145	-28	205	284	NA
モーデック	6	-7	-9	-2	5	-16	-4	32	-12	17	NA
営業利益率	**5.0%**	**3.6%**	**2.2%**	**3.2%**	**4.2%**	**5.1%**	**7.1%**	**2.7%**	**3.5%**	**4.8%**	**NA**
EDA他	2.8%	2.6%	2.2%	4.0%	3.0%	3.7%	4.3%	3.7%	2.9%	3.7%	NA
三栄ハイテックス	10.2%	6.8%	3.2%	1.5%	6.8%	10.3%	14.2%	-3.0%	5.6%	7.3%	NA
モーデック	8.2%	-17.9%	-17.0%	-3.4%	8.1%	-44.4%	-9.3%	45.7%	-5.4%	8.1%	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

組込システムの好調がガイオ・テクノロジーの不振を補う

同セグメントは、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クセス、画像処理技術を手掛けるレグラスからなる。26/3 期売上高は YoY で組込みシステムが伸びる一方、アイティアクセスがほぼ横ばい、ガイオ・テクノロジーが減少した。全体では YoY 微増収、微減益となった。2 月時予想対比では売上高、売上総利益ともに概ね想定線で着地した。

組込システム：全般に渡って好調

イノテック本体の組込みシステムは、自社製 CPU ボードや BOX 型コンピュータが社会インフラ関連で順調に伸びた。防衛・船舶向けなどの好調も業績拡大に貢献した。また、データセンター関連需要の拡大が、同社の産業機器向け、半導体向けの回復における追い風となっている。今後もセグメント全体を牽引する成長を示すであろう。

ガイオ・テクノロジー：低調続く

ガイオ・テクノロジーは、車載向け検証ツールやエンジニアリングサービスが低調に推移した。また、外注費等のコスト削減が追いつかず、収益性も悪化した。ただし、四半期ベースでみれば収益性は Q1 にて下げ止まり、Q2 から Q4 に掛けて徐々に回復に向かっている。一方、需要自体に回復の兆しはみえていない。

アイティアクセス：決済端末販売の縮小をサービス収入等でカバー

アイティアクセスは、主力の決済端末ビジネスが一部顧客の内製化に伴う需要喪失、及び競合他社との競争激化により、新規の端末販売の低迷が続くものの、サービス収入の増加等で充分にカバーしている。なお、IVI（In-Vehicle Infotainment）向けソフトウェア開発の受託事業は好調に推移している。

レグラス：フォークリフト向けが好調

レグラスは、画像処理システムがフォークリフト向けで伸び悩んだものの、受託開発案件の好調で補い、全体では概ね堅調に推移した。

図表 6. システム・サービス事業の収益動向（半期・四半期）

(百万円)	24/3		25/3		26/3	
	H1	H2	H1	H2	H1	H2
売上高	**6,189**	**6,400**	**7,132**	**6,873**	**7,232**	**7,319**
組込みシステム他	1,402	1,413	1,671	1,404	1,885	1,988
アイティアクセス	2,652	2,508	2,827	2,565	2,734	2,710
ガイオ・テクノロジー	1,945	2,127	2,414	2,589	2,379	2,362
レグラス	189	351	221	314	234	257
営業利益	**668**	**948**	**1,064**	**735**	**880**	**868**
組込みシステム他	150	183	190	56	227	187
アイティアクセス	287	236	334	201	313	261
ガイオ・テクノロジー	309	450	559	439	334	395
レグラス	-78	79	-19	39	6	25
売上高営業利益率	**10.8%**	**14.8%**	**14.9%**	**10.7%**	**12.2%**	**11.9%**
組込みシステム他	10.7%	13.0%	11.4%	4.0%	12.0%	9.4%
アイティアクセス	10.8%	9.4%	11.8%	7.8%	11.4%	9.6%
ガイオ・テクノロジー	15.9%	21.2%	23.2%	17.0%	14.0%	16.7%
レグラス	-41.3%	22.5%	-8.6%	12.4%	2.6%	9.7%

(百万円)	25/3				26/3				25/3	26/3	27/3CoE
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	FY	FY
売上高	**3,622**	**3,510**	**3,422**	**3,451**	**3,507**	**3,725**	**3,762**	**3,557**	**14,005**	**14,551**	**15,400**
組込みシステム他	735	936	751	653	914	971	1,001	987	3,075	3,873	4,700
アイティアクセス	1,656	1,171	1,274	1,291	1,322	1,412	1,461	1,249	5,392	5,456	5,800
ガイオ・テクノロジー	1,127	1,287	1,280	1,309	1,170	1,209	1,157	1,205	5,003	4,742	4,200
レグラス	102	119	115	199	99	135	141	116	535	575	700
営業利益	**522**	**542**	**416**	**319**	**407**	**473**	**508**	**361**	**1,799**	**1,748**	**NA**
組込みシステム他	74	116	32	24	102	125	117	71	246	414	NA
アイティアクセス	212	122	133	68	161	152	188	73	535	574	NA
ガイオ・テクノロジー	258	301	256	183	150	184	177	218	998	729	NA
レグラス	-22	3	-5	44	-6	12	26	-1	20	31	NA
営業利益率	**14.4%**	**15.4%**	**12.2%**	**9.2%**	**11.6%**	**12.7%**	**13.5%**	**10.1%**	**12.8%**	**12.0%**	**NA**
組込みシステム他	10.1%	12.4%	4.3%	3.7%	11.2%	12.9%	11.7%	7.2%	8.0%	10.7%	NA
アイティアクセス	12.8%	10.4%	10.4%	5.3%	12.2%	10.8%	12.9%	5.8%	9.9%	10.5%	NA
ガイオ・テクノロジー	22.9%	23.4%	20.0%	14.0%	12.8%	15.2%	15.3%	18.1%	19.9%	15.4%	NA
レグラス	-21.6%	2.5%	-4.3%	22.1%	-6.1%	8.9%	18.3%	-0.9%	3.7%	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。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. 27/3 期の見通し

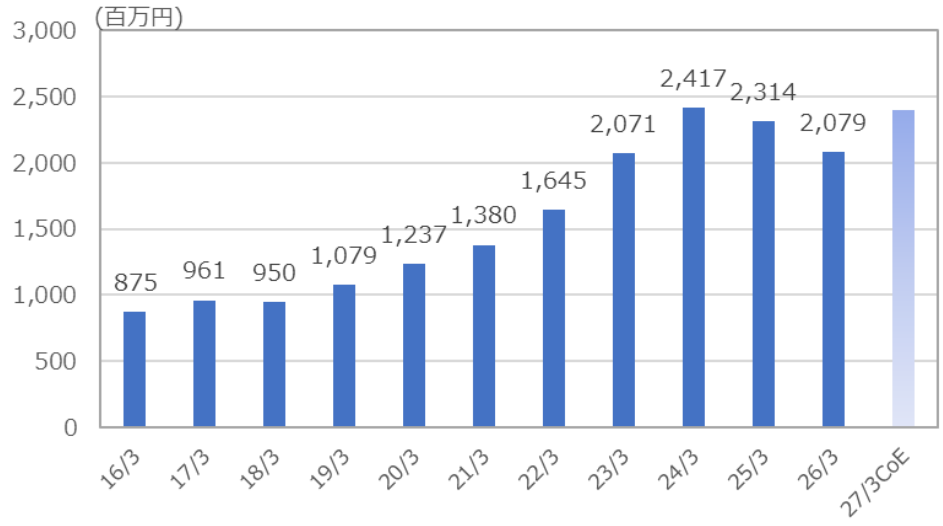
27/3 期会社予想の営業利益は YoY19.0%増の 37 億円

27/3 期通期の会社予想は、売上高が YoY7.0%増の 500 億円、営業利益が同 19.0%増の 37 億円と示された。セグメント別では「テストソリューション」の売上高が YoY9.5%増の 202 億円、売上総利益が同 13.7%増の 73 億円。「半導体設計関連」の売上高が YoY4.9%増の 144 億円、売上総利益が同 3.8%増の 33 億円。「システム・サービス」の売上高が YoY5.8%増の 154 億円、売上総利益が同 5.4%増の 49 億円。

研究開発費増加が営業利益にマイナス影響

営業利益予想は 37 億円と示されたが、YoY5.9 億円増益となる要因についての考え方を示す。プラス要素としては増収分（YoY32.6 億円増）の限界利益創出が挙げられる。一方、マイナス影響としては研究開発費増加（約 3 億円）の寄与度が大きく、次いで本社ビル売却により発生するオフィス賃料等、人件費増加などが想定される。

図表 7. 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

予想達成の確度は高いとみるが、部品部材コスト上昇や調達難がリスク

四半期ベースの 26/3 期営業利益推移が Q1：2.3 億円、Q2：9.0 億円、Q3：9.4 億円、Q4：10.3 億円となっており、テスターの回復とともに着実に増加していることを考慮すれば、通期予想達成への確度は現時点で充分に高いと弊社はみる。ただし、中東情勢も含めたサプライチェーンの変化に伴う部品（特に半導体）や部材コスト上昇、及び調達難により、同社の供給量が制約されること、並びに顧客の稼働低下により需要が押し下げられることが、計画達成に向けた最大のリスクとなろう。

「テストソリューション」

「テストソリューション」では、テスターが海外顧客向け需要の継続と国内顧客向け需要の急回復を背景として大きく伸長し、過去最高の売上高（65～70 億円：弊社推定）を目指す。STArは、AI サーバー向け半導体需要による大手ファンドリー向けプローブカードの好調で売上高は前年並みを予想するものの、研究開発費の増加により YoY 減益を見込む。

「半導体設計関連」

「半導体設計関連」は、EDA が主力の IC 設計ツールで複数の大型契約更新を控えているほか、システム製品向けツール等の拡販を進めて売上高 100 億円の大台達成を目論む。三栄ハイテックスは、海外アノテーション事業の不振を国内事業でカバーし、前年度並の営業利益を維持する予定。モーデックは、研究開発プロジェクトの受託案件が 26/3 期に引き続き好調であることに加え、半導体関連の案件積み増しもあり、YoY 増収増益を見込む。

「システム・サービス」

「システム・サービス」 では、組込みシステムが防衛向けに堅調に推移することに加え、データセンター向け需要（SSD 検査装置、及びデータセンター内の計測器）が拡大し、過去最高の売上高 50 億円を目指す。アイティアクセスは、車載の市場環境悪化で IVI 向け受託開発の減速を見込む一方、決済サービスの堅調な推移とセキュリティ関連ビジネスの立ち上げでカバーし、YoY 増益を予想する。ガイオ・テクノロジーは、車載関連顧客における投資抑制を考慮し、同減収減益を見込む。レグラスは、建機・フォークリフト向けとも出荷台数増加に伴い、同増収増益を計画する。

図表 8. 損益計算書（四半期別）

(百万円)	25/3 Q1	Q2	Q3	Q4	26/3 Q1	Q2	Q3	Q4	27/3 CoE
売上高	**10,218**	**10,590**	**9,114**	**12,054**	**9,457**	**12,143**	**11,129**	**14,006**	**50,000**
(YoY)	17.6%	-1.8%	-16.0%	9.3%	-7.4%	14.7%	22.1%	16.2%	7.0%
売上原価	7,107	7,344	6,479	8,398	6,654	8,427	7,584	9,826	34,500
売上総利益	3,111	3,246	2,635	3,656	2,803	3,716	3,545	4,180	15,500
(売上総利益率)	30.4%	30.7%	28.9%	30.3%	29.6%	30.6%	31.9%	29.8%	31.0%
販売費及び一般管理費	2,677	2,782	2,369	2,934	2,569	2,814	2,601	3,153	11,800
営業利益	**434**	**464**	**266**	**721**	**234**	**902**	**943**	**1,027**	**3,700**
(YoY)	329.0%	-38.3%	-72.9%	13.8%	-45.9%	94.5%	253.7%	42.3%	19.0%
(売上高営業利益率)	4.2%	4.4%	2.9%	6.0%	2.5%	7.4%	8.5%	7.3%	7.4%
営業外収益	444	-148	415	141	403	-91	152	233	-
営業外費用	146	298	153	390	230	466	-83	279	-
経常利益	**733**	**17**	**529**	**474**	**407**	**344**	**1,178**	**980**	**3,700**
(YoY)	125.6%	-98.0%	-45.8%	-32.0%	-44.4%	1845.7%	122.7%	106.8%	27.0%
(売上高経常利益率)	7.2%	0.2%	5.8%	3.9%	4.3%	2.8%	10.6%	7.0%	7.4%
特別利益	0	0	318	19	0	407	30	2,910	-
特別損失	0	0	0	75	0	0	0	109	-
税金等調整前当期純利益	733	18	848	418	408	752	1,209	3,782	-
(YoY)	125.6%	-97.9%	104.5%	-42.4%	-44.3%	4010.3%	42.5%	804.0%	-
(売上高税引前利益率)	7.2%	0.2%	9.3%	3.5%	4.3%	6.2%	10.9%	27.0%	-
法人税等	296	-20	256	180	223	382	298	1,051	-
(実効税率)	40.4%	-111.1%	30.2%	43.1%	54.7%	50.8%	24.6%	27.8%	-
当期純利益(非支配株主分含む)	436	38	591	237	185	369	910	2,730	-
非支配株主に帰属する当期純利益	2	13	55	32	0	-18	44	59	-
親会社株主に帰属する当期純利益	**434**	**24**	**536**	**204**	**185**	**388**	**865**	**2,671**	**4,850**
(YoY)	128.8%	-96.2%	232.4%	-57.6%	-57.3%	1478.5%	61.4%	1205.9%	18.0%
(売上高当期純利益率)	4.2%	0.2%	5.9%	1.7%	2.0%	3.2%	7.8%	19.1%	9.7%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

4. 中計の進捗状況とキャピタルアロケーション見直し

1) 中期経営計画（25/3～27/3 期）の進捗状況

中計目標である営業利益の過去最高益更新が視野に

3 カ年中計では、最終 27/3 期の営業利益の目標として過去最高益（08/3 期 33.3 億円）の更新、及び営業利益率 7～8%を目安としていた。今回、27/3 期の営業利益予想が 37 億円（営業利益率 7.4%）と示されたことで、目標は達成可能な状況といえる。

中計の基本戦略は（1）営業利益率向上、（2）経営資源の再配分による事業ポートフォリオ最適化、（3）業績の安定性向上、の 3 つである。中計開始から 2 年が経過したが、それぞれ順調な進捗が伺える。

資本効率向上に向け、各セグメントの施策は順調に進展

一方、26/3 期の経営指標をみると、ROE15.9%（本社ビル売却影響を除けば 8.4%）、ROIC6.4%であり、目標の ROE10%（8%以上を維持）、ROIC8%（6%以上を維持）に実体ベースで届いていない。DE レシオ 0.2 倍（目安 0.5 倍以下）、現預金 2.2 か月（目安 2 か月以内）となった。本社ビル売却によるキャッシュインに伴い、期末における資本効率はやや低下した。説明会では、各セグメントにおける中計施策の進捗状況が示された。

「テストソリューション」

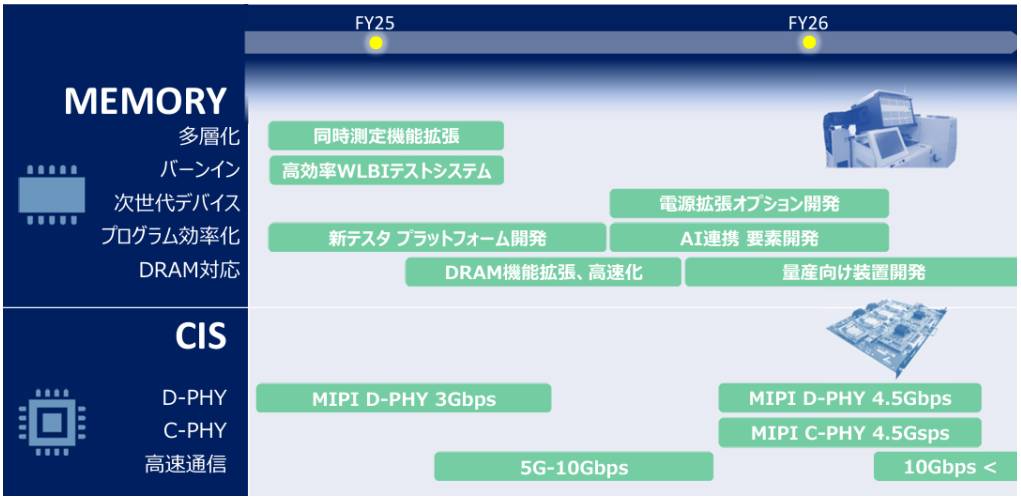
～テスター

「テストソリューション」では、テスターの製品ラインアップ拡充に取り組んでいる。主力製品は NAND フラッシュメモリー向けテスターだが、現在 DRAM 向けテスターを開発中である。26/3 期中に試作機評価が終了し、今期 27/3 期は量産向け装置の評価フェーズに移行する。順調に進めば 28/3 期から顧客への出荷が開始される見込みである。また、併せて CIS（CMOS イメージセンサ）向けテスターの開発も行っている。同社は CIS の検査に用いられるキャプチャーボードを既に顧客に供給しているが、MIPI 画像通信規格に対応するだけでなくテスターとしての供給を目指す。こちらも 27/3 期は量産向け装置の評価フェーズと位置付けており、順調に進めば 28/3 期から顧客への出荷が開始される見込みである。

～STAr

STAr では製品ポートフォリオ再編がテーマとなる。25/3 期に不採算であった量産用プローブカード事業を分離したことで、26/3 期は収益性が改善した。同社は現在、信頼性評価装置では低電圧から高電圧まで幅広く対応可能な“PLUTO”を中心に製品を展開している。また、プローブカードでは 27/3 期の研究開発費を増額し、先端プロセス半導体に対応する MEMS 型製品や、パワー半導体向け高耐圧製品の開発を積極的に実施する計画である。

図表 9. テスターの開発ロードマップ



出所：会社資料

「半導体設計関連」

「半導体設計関連」では、グループ経営の更なる基盤強化がテーマとなる。ファイ・マイクロテックの買収（2026 年 2 月発表）、及び三栄ハイテックスにおける子会社ジェイ・エス・シーの一部事業の吸収合併（2026 年 4 月）などのアクションを実施している。

「システム・サービス」

～組込システム

「システム・サービス」では、組込みシステムにて自社製品“INNINGS”を産機、半導体、防衛などの産業に拡販すると当時に、世界発の LIC（リチウムイオンキャパシタ）内蔵による UPS（無停電電源装置）付 FA-PC をリリースした。

～アイティアクセス

アイティアクセスでは、決済系の新規マーケットの開拓を推進している。現状は飲料自販機の自動決済端末が中心だが、オフィスコンビニ・アイス自販機・駐車場への拡大を目指す。また、決済時のポイント連携やゲームなど、非決済サービスを合わせて提供することで、収益の多層化を狙う。更に、25 年 1 月に発表されたフィンランドの Seafarix 社との戦略的業務提携によって、自動車 IVI 向けソリューションを強化する方針である。

2) キャピタルアロケーションの見直し

本社ビル売却等による資金使途は主に株主還元の強化と将来の成長投資

本社ビル売却等（政策保有株式売却を含む）によるキャッシュイン約 160 億円の発生に伴い、同社は中計における財務戦略として公表していたキャピタルアロケーションを今回、見直した（図表 10）。3 年間の営業 CF（研究開発費 70 億円控除前）約 150 億円には変更ない。また、キャッシュアウト側では成長投資（M&A、研究開発費など）約 120 億円、既存ビジネスへの設備投資（ソフトウェア含む）約 40 億円にも大きな変更はない。よって、本社ビル売却等によるキャッシュイン 160 億円の使途は、当初の計画から 50 億円増額（計約 90 億円）して株主還元に充てるほか、残額を一旦は借入金返済（約 60 億円）に充てるものの、将来には成長投資に向けた資金として活用する。

資本効率の改善に主眼を置くが、成長投資に向けた借入余地を残す

今回の見直しでは資本効率の改善に主眼を置いており、ROE 重視により株主価値の向上を図ることが狙いとなる。一方、借入金返済にて資産を圧縮し、ROIC の改善も進める。ただし、次期中計期間（28/3～30/3 期）における成長投資に向けた借入余地を残し、財務柔軟性を高める方針である。

なお、成長投資（約 120 億円）の方向性は（1）M&A、（2）研究開発、（3）海外向けビジネス拡大、の 3 点に分解される。以下に、各項目の説明を加える。

成長投資（1）M&A

M&A に関しては、直近で 2 社を実施した。2026 年 3 月には光通信関連の半導体設計技術を有するファイ・マイクロテック（9 章参照）、4 月には車載カメラ・ECU 等の評価用画像インターフェイスボードを展開するネットビジョン（10 章参照）の買収を行った。ともに成長市場において、中核技術を保有する企業である。今後も短期的なシナジー効果にとらわれず、ニッチ領域にて技術力のある企業へ投資することを基本姿勢とする。

成長投資（2）研究開発

テスターでは、現在の主力である NAND フラッシュメモリー向けテスターの技術を他用途に展開し、DRAM 向けテスターや次世代 CIS 向けテスターの開発を急ぐ。STAr では、高精度信頼性評価装置や MEMS 型プローブカードなどの研究開発を積極化させる方針である。組込みシステムでは、既に発表済のエッジ顔認証システム「Edge FACE」に代表されるような、リアルタイム処理を駆使して付加価値を創出するための開発を推進する。

成長投資（3）海外向けビジネス拡大

同社は中国での生産に対応するため、ブイ・テクノロジー（東証プライム 7717）が中国の現地資本と設立した JV（XINHUI 社）に 10%出資している（2018 年発表）。なお、2021 年にはブイ・テクノロジーから「中国大手メモリーメーカーからのテスター受注について」とのリリースが出されている。XINHUI 社は中国企業であるため、例えば中国メモリー企業へのテスターの供給が容易となること等が想定される。このように、顧客ベース拡大を見据えた海外パートナー連携を、今後も機動的に進める方針である。

株主還元

株主還元（約 90 億円）に関して。同社の配当政策は、連結配当性向 50%程度を目安とし、30%を下回らないとの方針を掲げている。1 株当たり配当予想は 26/3 期 125 円（配当性向 39.0%）、27/3 期 130 円（同 32.6%）。本社ビル売却に伴う特別利益計上に伴って、特別配当が 26/3 期予想に 50 円、27/3 期予想に 50 円含まれる。

また、同社は 5 月 14 日開催の取締役会で自己株式取得（上限 1.0 百万株／25 億円）を決定した。取得期間は 5 月 15 日～12 月 31 日。27/3 期の総還元性向は、期初予想ベースで 84.2%となる見通しである。

図表 10. キャピタルアロケーションの見直し

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

5. 株価とバリュエーション

株価は上昇し、現在 4,000 円～4,500 円の間で推移

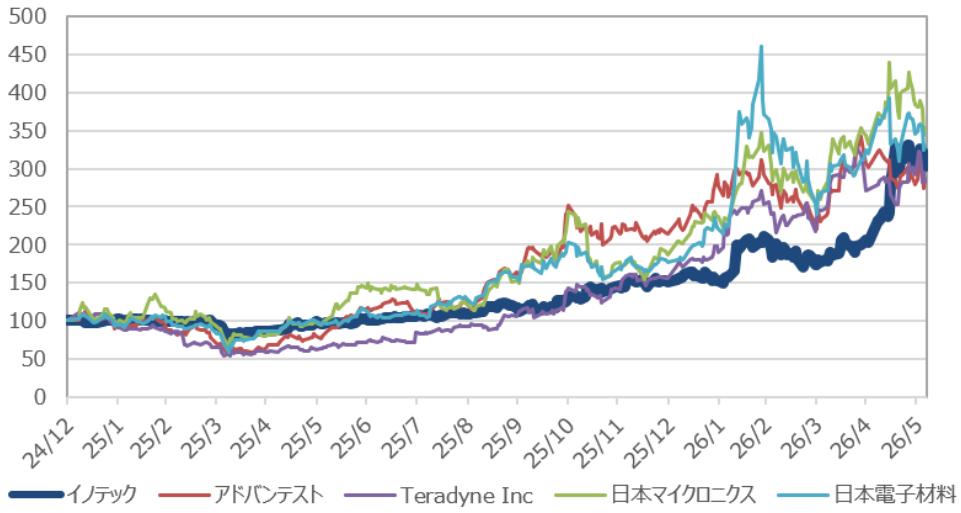
イノテック（以下、同社）の株価は 2025 年 4 月のトランプ大統領の相互関税導入発言を契機に急落。4 月 7 日ザラ場で 1,070 円のボトムを付けた後は切り返し、その後は一貫して上昇を続けた。26 年に入ってテスター需要に連動する NAND フラッシュ市況の好転を受けて株価は上昇を続け、5 月 14 日発表の 26/3 期決算内容や増配が好感されて更に上昇、5 月 19 日にはザラ場で本年最高値 4,760 円を付けた。現在は 4,000 円～4,500 円の間で推移している。

テスター関連企業とのパフォーマンス比較

テスター、及びプローブカード企業の株価推移を確認する。テスターの同業はアドバンテスト（6857 東証プライム）、Teradyne（TER　NASDAQ）という世界的 SPE 企業であり、ロジックから各種メモリーに至るまで、様々な半導体に対応する製品ラインアップを揃える。AI サーバーに搭載される GPU の需要が本格的に高まり、2025 年 4 月の株価ボトム後は、まず業界トップのアドバンテスト、続いて Teradyne の株価が上昇基調となった。GPU の価格急騰、及び HBM（高速広帯域 DRAM）の生産量増加等により、ロジックや HBM 向けテスターの見通しが好転し株価を押し上げた。一方、従来はスマホ市場に左右されてきた NAND フラッシュメモリーの需給環境に変化が起きるタイミングは遅れた。26 年より AI データセンターのストレージ需要拡大に合わせて価格が高騰し、NAND 向けテスターを手掛ける同社の株価も急上昇している。2024 年末を起点としたパフォ

ーマンスでは、5 月発表の好決算もあって 2 社を追走し、捉えつつある。また、プローブカードを手掛ける日本マイクロニクス（6871 東証プライム）、日本電子材料（6855 東証スタンダード）の株価は、AI 需要拡大のトレンドを受けて好調なパフォーマンスを示している。

図表 11. イノテックとテスター／プローブカード企業の株価比較

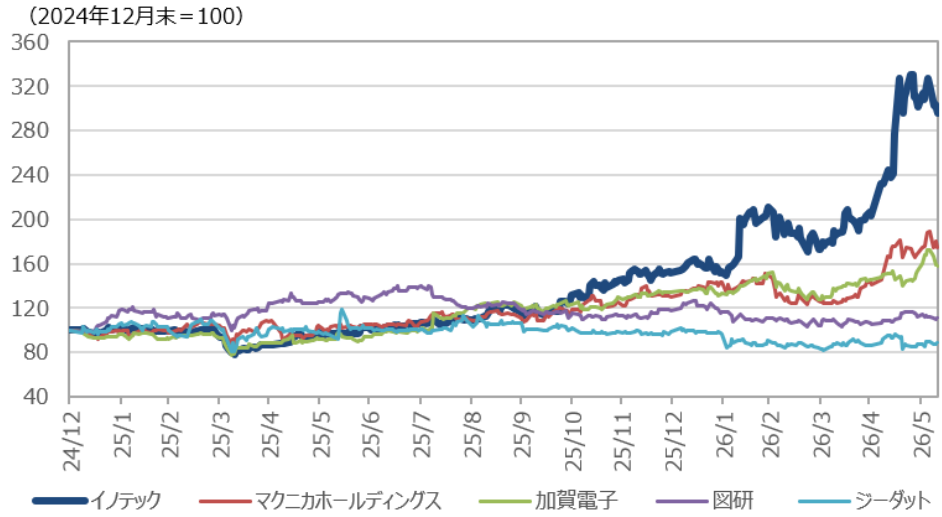


出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

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 企業の株価推移を見ても、2025 年 4 月以降は総じて上昇基調となっている。同社の株価は、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（3132 東証プライム）、加賀電子（8154 東証プライム）と同様にボトムからの戻りが弱かったが、同グループ内ではやや優勢なパフォーマンスであった。2026 年に入り NAND 市況の好転に合わせて、同社テスター事業の回復が意識され、株価は更に上昇した。なお、EDA 関連の図研（6947 東証プライム）、ジーダット（3841 東証スタンダード）は半導体市況の影響を受けにくく、株価変動が相対的に小さい。

図表 12. イノテックと半導体商社／EDA 企業の株価比較

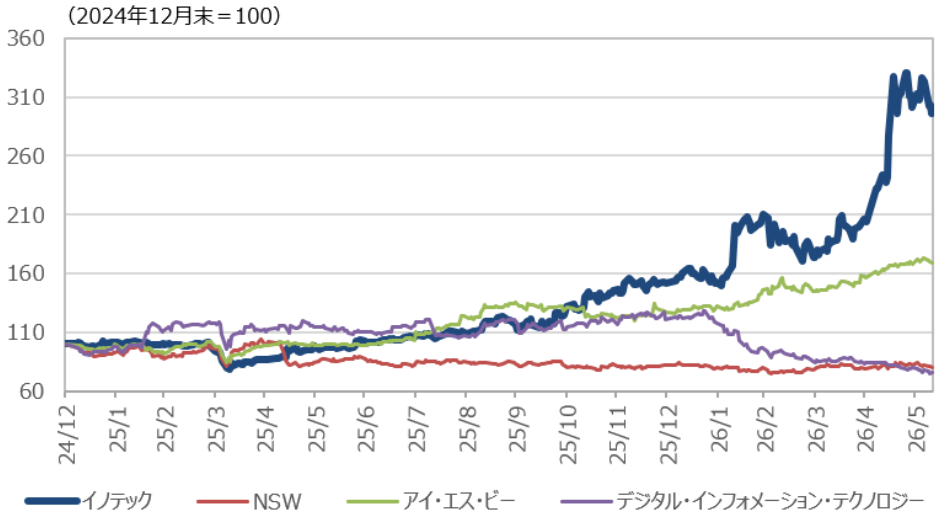


出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

システム関連企業とのパフォーマンス比較

システム・サービス関連企業の株価を見ると、企業間の差が大きい。NSW（9739 東証プライム）とデジタル・インフォメーション・テクノロジー（3916 東証プライム）の株価に停滞感がある一方、アイ・エス・ビー（9702 東証プライム）は相対的に良好なパフォーマンスを示している。同社の株価は上昇基調を続けており、2024 年 12 月起点でみると同グループでベストパフォーマーとなっている。

図表 13. イノテックとシステム・サービス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 14. 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**	**26/3**	**46,738**	**3,109**	**6.7%**	**15.9%**	**4.8%**	**54.9%**
アドバンテスト	6857	26/3	1,128,610	499,120	44.2%	57.6%	75.8%	67.9%
Teradyne	TER	25/12	477,266	103,024	21.6%	19.7%	26.1%	66.8%
マクニカホールディングス	3132	26/3	1,214,196	41,950	3.5%	10.5%	10.6%	39.8%
加賀電子	8154	26/3	658,941	27,824	4.2%	17.8%	13.0%	45.5%
図研	6947	26/3	43,102	5,865	13.6%	13.3%	70.1%	61.0%
ジーダット	3841	26/3	2,042	261	12.8%	4.8%	75.8%	83.5%
日本マイクロニクス	6871	25/12	70,173	16,542	23.6%	20.9%	24.6%	66.7%
日本電子材料	6855	26/3	29,366	7,249	24.7%	15.0%	21.5%	76.7%
NSW	9739	26/3	52,431	5,290	10.1%	10.1%	18.7%	76.9%
アイ・エス・ビー	9702	25/12	37,020	2,314	6.3%	10.2%	18.9%	67.2%
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%

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。
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 15. 同業他社とのバリュエーション比較

(十億円、倍)	コード	決算期	株価 (6/10)	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**	**4,100**	**56.2**	**10.3**	**1.9**	**10.4**	**3.2%**	**18.4%**
アドバンテスト	6857	26/3	25,235	18,472.0	39.3	23.0	27.8	-	58.5%
Teradyne	TER	25/12	60,070	9,403.5	51.8	21.4	38.7	-	36.1%
マクニカホールディングス	3132	25/3	3,227	577.9	18.0	2.1	10.8	2.5%	11.5%
加賀電子	8154	25/3	4,565	239.6	10.9	1.2	6.8	3.1%	10.9%
図研	6947	25/3	4,595	102.2	17.0	2.3	9.6	3.3%	13.8%
ジーダット	3841	25/3	1,176	4.6	21.6	1.3	6.0	3.4%	5.8%
日本マイクロニクス	6871	25/12	12,610	504.7	NA	7.4	NA	NA	NA
日本電子材料	6855	25/3	6,950	101.9	18.5	2.3	9.3	1.2%	12.3%
NSW	9739	25/3	2,492	37.1	9.9	1.0	3.0	5.0%	9.9%
アイ・エス・ビー	9702	25/12	2,313	26.5	14.3	1.8	5.1	3.0%	12.7%
デジタル・インフォメーション・テクノロジー	3916	25/6	820	25.4	11.0	1.5	6.1	9.1%	25.6%

注：海外企業は 6/9 終値、会社予想は Factset コンセンサス。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切り上がってきたが、同業比較ではまだ中位に位置

同社の株価は上昇基調となっており、バリュエーションが徐々に切り上がってきた。27/3 期会社予想基準の PER は 10.3 倍（実質 19.9 倍、特別利益 34.6 億円を除いたベース）、26/3 期実績 BPS ベースの PBR は 1.9 倍である。今年度予想ベースの配当利回りは 3.2%。バリュエーションが上昇し、PER、PBR ともこれらの企業の中で中位に位置する段階になったといえる。メモリー半導体サイクルの好転とともに、同社のテスター、すなわち SPE 関連事業の成長性が認識され始めたといえよう。なお、SPE を専業とするテスター競合のアドバンテストは PER39.3 倍、PBR23.0 倍、Teradyne は PER51.8 倍（EPS コンセンサス 7.23 ドル基準）、PBR21.4 倍となっており、株価はいわゆる“AI 半導体バブル”の様相を呈している。なお、同社は収益が多角化されており SPE 企業としての認知度が低い一方、今後はテスター事業が全社業績を牽引する姿が鮮明となり、SPE 企業としての認知度は高まるだろう。同社のバリュエーションは切り上がってきたものの、現状 SPE 競合 2 社ほど高い水準にはないことも考慮すれば、依然として充分な上昇余地があると考えられる。

理由は 2 点

同社の株価バリュエーションが従前、低位に据え置かれていた要因として以下の 2 点が考えられる。

（1）ROE が比較対象企業に比べて低い水準である

（2）エレクトロニクス商社株との見方から脱却できず成長性に乏しいとみられている

（1）ROE10%（常に 8%以上を維持）の目標達成を目指す

ROE 上昇（1）について。同社 ROE は 26/3 期実績で 15.4%に急上昇したが、本社ビル売却の影響を除いた 8.4%が実力値である。25/3 期の 4.8%から大きく改善したものの、目標の 10%には届いていない。会社予想をベースにすると、27/3 期 ROE は 10%をやや下回る水準にまで上昇する。株主資本コストについて同社は、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、26/3 期実績にて ROE がそれを上回ったことになる。中計最終年度となる 27/3 期は、今後目標とする 10%（常に 8%以上を維持）達成に向けて、重要な位置づけの年となろう。

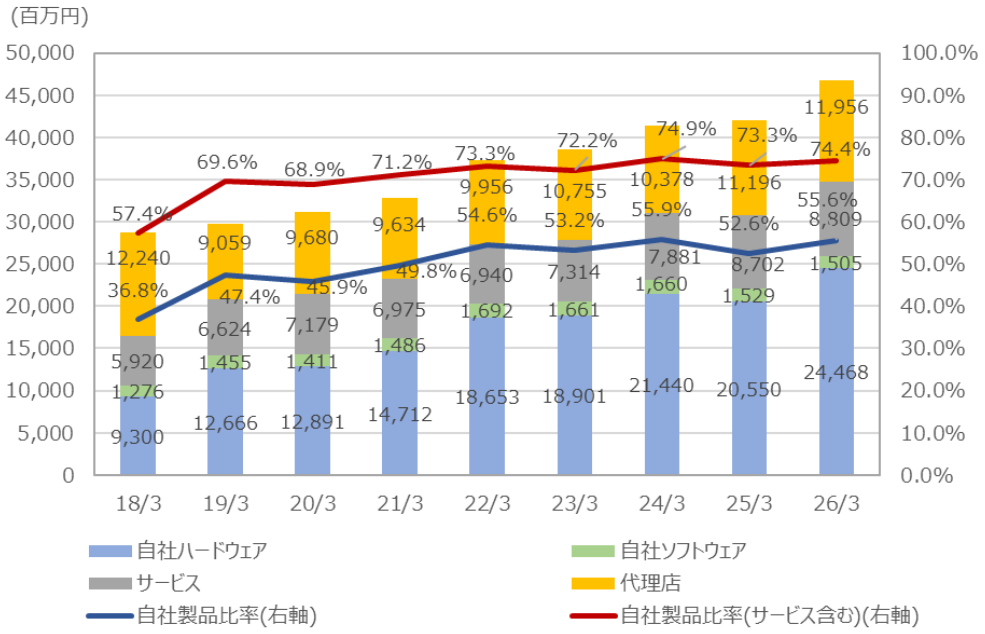
（2）エレクトロニクス商社株から SPE 株へ見方が変化すると予想

エレクトロニクス商社株からの脱却（2）について。NAND フラッシュメモリー向けテスターにおける国内顧客の需要回復、及び新規海外顧客の需要捕捉によって、安定した事業基盤が確立されつつある。更に、28/3 期以降の成長に向けて、DRAM 向けテスターや CIS 向けテスターへの展開も現実味を帯びてきた。また、STAr の手掛ける信頼性評価装置やプローブカード、及びイノテック本体が手掛ける組込みシステムは、旺盛な需要を受けて成長性が高まっている。同社の事業ポートフォリオは近年変貌を遂げており、自社 HW（Hardware）比率が上昇中である（図表 16 参照）。今後は、営業利益全体に占める「テストソリューション」の構成比が更に上昇し、エレクトロニクス商社株から SPE 株へと株式市場の見方が大きく変化すると予想される。

「テストソリューション」が EPS 成長をドライブ、低バリュエーション克服へ

今後の持続的な株価上昇には、継続的な EPS 成長とバリュエーション向上が課題となる。ストラテジー・アドバイザーズ（以下、弊社）では、エクイティストーリー（6 章を参照）の実現性向上こそが、上記課題を克服するために必要と考えている。

図表 16. 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

6. 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」を深堀し、顧客や製品ラインナップの拡充、半導体設計能力の強化、システム・サービスへの拡張を通じて、「ニッチ分野にて成長ポテンシャルの高い SPE 企業として認知されること」である。まず個別の事業に着目すれば、テスターは 5 章までで示した通り事業が拡大局面に入っている。STAr は台湾ファウンドリーを主要顧客にしており、AI 向け GPU 生産の拡大やチップレットの採用拡大などの恩恵を受けよう。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。組込みシステムは特徴ある製品ラインアップが揃いつつあり、成長性が高まっている。EDA、三栄ハイテックスは安定的であり、ガイオ・テクノロジー、アイティアクセスは中長期的に需要が着実に伸びる分野を手掛けている。また、ファイ・マイクロテックの買収により半導体設計力の強化、ネットビジョンの買収によりシステム・サービスの強化を行うなど、中長期的な視野に立った戦略的投資も積極化させている。

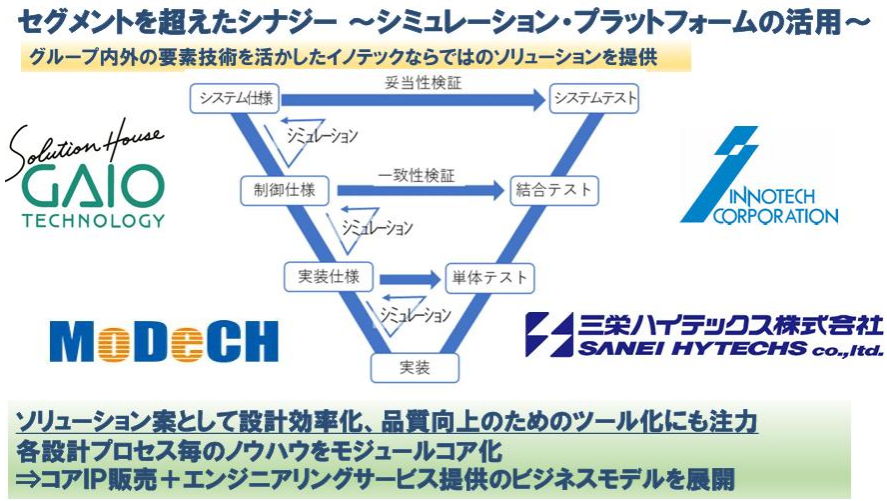
経営改革の実践にも期待

もう一点は、依然として同社には組織改革の余地が大きいことである。特に、子会社はこれまで独立した存在として、経営をそれぞれの会社に任せてきた。子会社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、今後はシナジー追求に適した体制の構築が期待される。まず、各子会社が持つ顧客情報の共有化から実施する方針である。更に、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（図表 17）を構築し、グループ会社間の協業や情報共有にアプローチできれば、新たな付加価値を創出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を複数有し、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。したがって、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も可能となろう。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重要なポイントになるであろう。

次期中計の具体的な施策が待たれる

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 5 年が経過し、組織改革などにも手を付けてきた成果が出始めているが、まだグループ全体最適の追求という視点でみれば、改革は途上にあるといえよう。次期中計期間（28/3～30/3 期）における具体的な施策の遂行が期待される。

図表 17. シミュレーション・プラットフォーム



出所：会社資料

【イニシエーションアップデート】

7. 概要（事業の概況・沿革・社長プロフィール）

1) 事業の概況

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、子会社の設立や M&A を実施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、同社の事業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している。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言え、同社の初期から引き継いできた事業である。

図表 18. イノテックの事業内容

(百万円)	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 CoE
売上高						
テストソリューション	**14,447**	**13,938**	**15,885**	**14,977**	**18,456**	**20,200**
テスター	6,768	5,042	3,171	1,713	4,250	6,700
STAr Technologies	7,679	8,895	12,713	13,264	14,206	13,500
半導体設計関連	**12,429**	**13,287**	**12,884**	**12,992**	**13,729**	**14,400**
EDA他	8,291	9,056	8,641	9,089	9,619	10,100
三栄ハイテックス	3,854	3,941	3,995	3,678	3,899	3,800
モーデック	283	289	246	224	210	500
システム・サービス	**10,360**	**11,404**	**12,589**	**14,005**	**14,551**	**15,400**
組込みシステム他	2,040	2,339	2,815	3,075	3,873	4,700
アイティアクセス	4,256	4,890	5,160	5,392	5,444	5,800
ガイオ・テクノロジー	3,232	3,507	4,072	5,003	4,741	4,200
レグラス	831	666	540	535	491	700
売上高合計	**37,238**	**38,629**	**41,358**	**41,977**	**46,737**	**50,000**
営業利益						
テストソリューション	**1,534**	**957**	**812**	**-312**	**1,190**	**NA**
半導体設計関連	**606**	**632**	**575**	**457**	**656**	**NA**
システム・サービス	**1,114**	**1,333**	**1,616**	**1,799**	**1,748**	**NA**
調整	-670	-603	-530	-57	-486	NA
営業利益合計	**2,585**	**2,319**	**2,474**	**1,887**	**3,108**	**3,700**

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 年に出資し、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。また、2026 年 3 月には光通信関連の IC を手掛けるファイ・マイクロテックの買収を実施した。

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)と合弁で設立したアイティ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。また、2026 年 4 月にはネットビジョンを買収した。

図表 19. 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、ウェ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。

EDA の販売などのも手掛ける

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。日系半導体メーカーの競争力低下により日本で製造装置の需要が伸びなくなったこと、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 年に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踏み出し、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、製造装置や組込みシステムのハードウェア、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クセスを ACCESS(4813 東証プライム)と合弁で設立。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 M&A を積極的に行い、自社製品を画像処理、検証ツール等に拡大した。一方で、商社ビジネス（電子部品、HDD）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ボラティリティの低減に成功。売上高は商社ビジネス時代に比べて大きく減少したものの、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当時の過去最高を記録するなど堅調に推移している。

商社からメーカーへの転換に成功しつつある

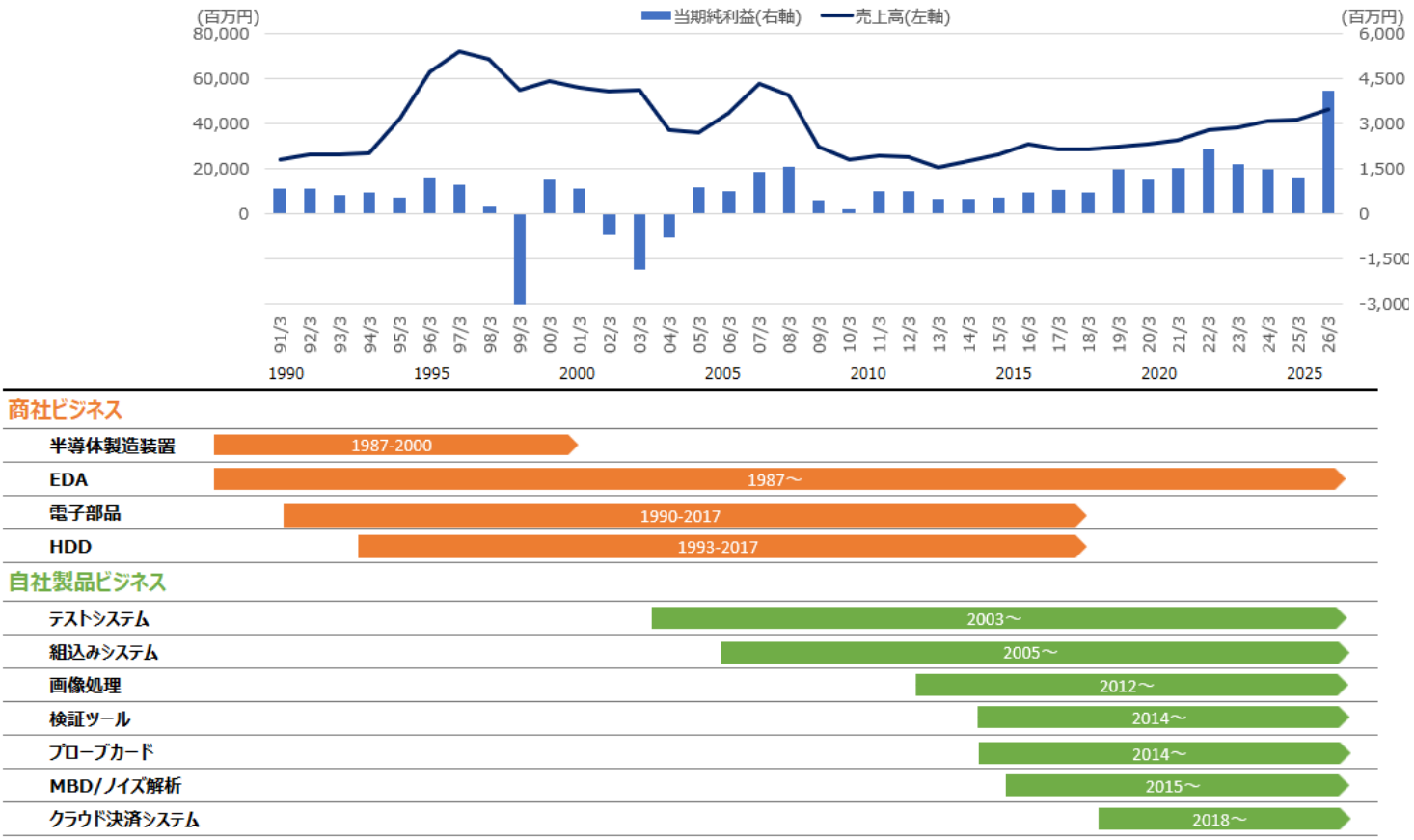
つまり、イノテックは自社製品がテストソリューションや半導体設計、組込みシステム、画像処理、検証ツール等へ広がってきた 2014 年頃を境に、サイクルによって収益が変動しやすい商社から、収益が安定的に拡大するメーカーへの転換が軌道に乗ったと言えよう。HDD の輸入販売から撤退した 2017 年以降は自社製品比率が 6 割を超え、さらにその比率が高まっている。こうした変化を反映して、2022 年 10 月には、東京証券取引所の所属業種が卸売業から電気機器へと変更された。

図表 20. 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との合弁でアイティアクセス(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	モーデ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 21. イノテックの業績とビジネス領域の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 22. 親会社および主要子会社の業績動向

(百万円)	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3CoE
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	14,780	17,218	16,537	14,762	14,023	17,894	22,500
売上総利益	3,899	4,650	4,466	4,348	3,458	4,915	6,250
営業利益	792	1,233	959	716	-42	734	1,500
(OPM)	5.4%	7.2%	5.8%	4.9%	-0.3%	4.1%	6.7%
経常利益	1,752	2,265	1,907	1,832	625	1,980	2,250
当期純利益	1,375	1,788	1,578	1,478	625	3,834	4,100
STAr Technology（テストソリューション）92.4%出資							
売上高	5,563	7,730	8,950	12,761	13,305	14,280	13,500
売上総利益	2,345	2,919	3,657	4,446	4,458	4,663	4,800
販管費	2,198	2,722	3,665	4,206	4,203	3,886	0
営業利益	147	197	-8	240	255	777	580
(OPM)	2.6%	2.5%	-0.1%	1.9%	1.9%	5.4%	4.3%
経常利益	325	362	67	84	114	424	430
当期純利益	273	333	51	33	354	337	350
三栄ハイテックス（半導体設計関連）100%出資							
売上高	3,550	3,880	3,941	3,995	3,678	3,909	3,800
売上総利益	1,041	986	1,025	1,029	944	1,041	950
営業利益	353	299	320	297	205	284	280
(OPM)	9.9%	7.7%	8.1%	7.4%	5.6%	7.3%	7.4%
経常利益	407	287	314	308	213	335	280
当期純利益	248	264	247	241	170	284	200
モーデック（半導体設計関連）86.1%出資							
売上高	108	349	369	347	316	346	500
売上総利益	48	167	212	180	168	205	270
営業利益	-80	10	35	24	-12	17	50
(OPM)	-74.1%	2.9%	9.5%	6.9%	-3.8%	4.9%	10.0%
経常利益	-80	13	38	23	-11	17	50
当期純利益	-80	13	62	23	-21	20	35
ガイオ･テクノロジー（システム･サービス）100%出資							
売上高	3,421	3,233	3,510	4,075	5,004	4,742	4,200
売上総利益	1,399	1,326	1,446	1,548	1,967	1,660	1,580
営業利益	533	651	698	759	998	729	650
(OPM)	15.6%	20.1%	19.9%	18.6%	19.9%	15.4%	15.5%
経常利益	547	657	706	772	1,012	748	670
当期純利益	377	452	484	534	706	513	470
アイティアクセス（システム･サービス）85.0%出資							
売上高	4,669	4,274	4,899	5,141	5,384	5,456	5,800
売上総利益	1,080	965	1,193	1,386	1,449	1,600	1,650
営業利益	422	307	411	523	535	574	620
(OPM)	9.0%	7.2%	8.4%	10.2%	9.9%	10.5%	10.7%
経常利益	433	324	438	539	794	590	620
当期純利益	309	226	301	379	525	408	430
レグラス（システム･サービス）100%出資							
売上高	648	874	697	601	575	575	700
売上総利益	117	213	212	203	181	185	220
営業利益	-83	12	3	1	20	31	50
(OPM)	-12.8%	1.4%	0.4%	0.2%	3.5%	5.4%	7.1%
経常利益	-77	13	2	0	18	28	50
当期純利益	-48	6	-1	6	10	18	35

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) 社長プロフィール

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 63 歳。コンピュータ専門学校を卒業し、1982 年にヒューモラボラトリー(非上場)に入社。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。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、成長途上であった。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おり、大塚社長もそうした環境の中でスキルを磨きたいと考えた。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開始した。当初は経営陣からリスクが高いと反対の声があったが、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の省電力性能を訴えて 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。大塚社長は第 6 代となる。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 代目は野村総研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あり、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 歳代で入社しており、イノテックで実績を上げて昇格したプロパーに近い最初の社長である。

図表 23. イノテックの歴代社長（敬称略）

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	1996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

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

大塚社長は就任後、まず事業セグメント変更を行った。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。

セグメント単位の事業運営に期待

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くることが期待される。

8. テストソリューション事業

テスターと STAr で構成

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 24. テストソリューション事業の収益動向

(百万円)	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 CoE
売上高	**14,447**	**13,938**	**15,885**	**14,977**	**18,456**	**20,200**
テスター	6,768	5,042	3,171	1,713	4,250	6,700
STAr	7,679	8,895	12,713	13,264	14,206	13,500
営業利益	**1,534**	**957**	**812**	**-312**	**1,190**	**NA**
テスター	1,337	965	572	-567	413	NA
STAr	197	-8	240	255	777	NA
売上高営業利益率	**10.6%**	**6.9%**	**5.1%**	**-2.1%**	**6.4%**	**NA**
テスター	19.8%	19.1%	18.0%	-33.1%	9.7%	NA
STAr	2.6%	-0.1%	1.9%	1.9%	5.5%	NA

注：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

現在は NAND フラッシュメモリー用のテスターが主力

主力製品は NAND フラッシュメモリー向けの「RETSET」である。これはウェハー工程での検査に用いられ、低価格、省スペース、低消費電力を訴求している。「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、上記訴求ポイントを実現している。主要ユーザーは国内 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 用ウェハーテスターでは、イノテックが高い市場シェアを有するとみられる。

図表 25. イノテックのテスター「RETSET」

出所：会社資料

FPGA を使った設計で開発リードタイムを短縮し、顧客ニーズを捕捉

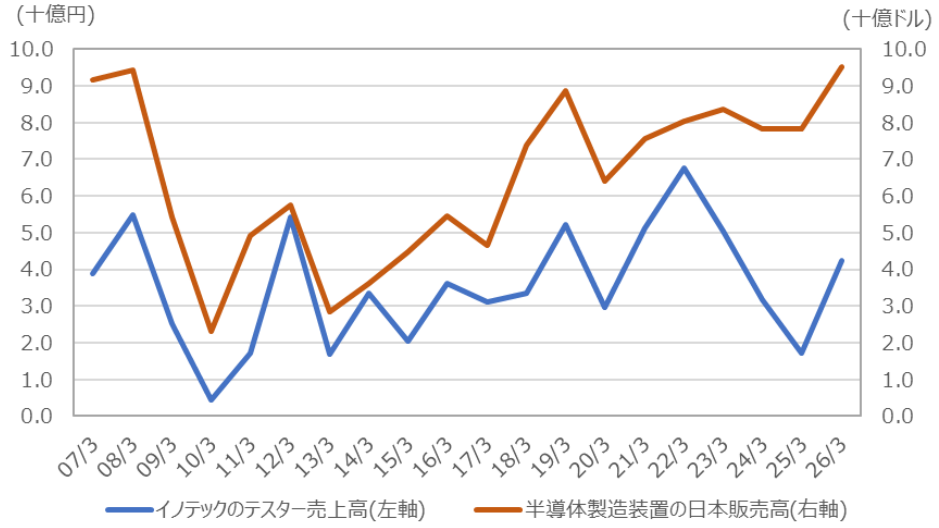
テスターの競合他社は、アドバンテスト、Teradyne といった世界的な SPE 企業である。同社の特徴は、最新 FPGA を使って設計することで開発リードタイムを短縮し、かつ最新のニーズをタイムリー

に捕捉した顧客満足度の高い製品を開発できること。例えば NAND フラッシュメモリーでは多層化による容量増加が進展しており、テスト時間短縮のための多 DUT 化（DUT=Device Under Test）によって顧客の利便性が向上する。また、検査工程における省電力・省スペース化のニーズも高く、テスターの電源にて小型・低消費電力を実現すれば、顧客満足度も高まる。このように、検査工程の現場での具体的なニーズを吸い上げ、顧客に寄り添う姿勢を持ってテスター開発を進め、強固な信頼関係を築いてきたことが、テスター事業の基盤になっているといえよう。

国内既存顧客向けの需要は 26/3 期 Q4 より回復

イノテックのメモリーテスターの需要は、主力国内顧客の設備投資に大きく影響されてきた。同顧客の設備投資全体から見ればイノテック製テスターの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が、24/3 期以降は同顧客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低迷した。ただし、26/3 期は Q4（1-3 月）より同顧客向け売上が回復に向かっている。図表 26 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。イノテックの主力顧客は数少ない国内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た。

図表 26. 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

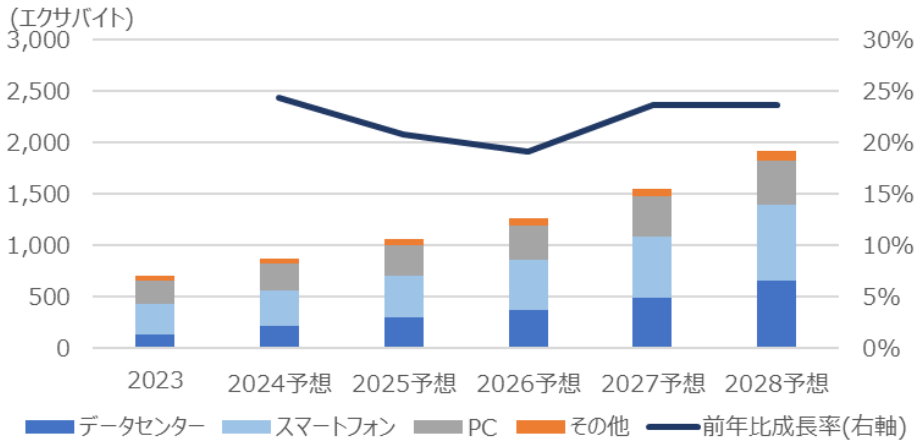
海外新規顧客向けの出荷が 26/3 期より始まる

従前よりイノテックは海外新規 NAND フラッシュメモリー顧客の開拓を行ってきたが、26/3 期 Q1 より同顧客向けのテスターの出荷が始まった。26/3 期は四半期ベースでも安定した需要が継続し、売上高も足下で堅調に拡大している。この海外顧客は、先行する NAND トップ 3 社にキャッチアップするため今後も積極的な能力増強を行う計画であり、イノテックのテスター事業には追い風となろう。なお、同顧客向けの NAND 用テスターでは、イノテックが高いシェアを有するとみられる。国内で培った低価格、省スペース、低消費電力、という特徴を活かし、更に同海外顧客ニーズを的確に捉えた性能を実現したことが、高シェアに繋がったと推察される。

NAND フラッシュメモリー市場はスーパーサイクル入り

NAND フラッシュメモリー市場は現在、世界的な生成 AI ブームに伴うスーパーサイクル（構造的な供給不足）入りし、価格高騰に直面している。生成 AI 需要の高まりから学習や推論の負荷が急増し、大規模な AI データセンターの建設ラッシュとなっている。ここで AI サーバーに搭載される大容量高速 SSD（NAND フラッシュメモリーを使用したストレージ）の需要は今後、継続して伸びる見通しである。一方、従来の主力用途だったスマホ、PC の需要は緩やかな回復基調だが、今後はエッジ端末においても AI 機能付加が進めば、ストレージ容量増加による成長も期待できる状況である。

図表 27. NAND フラッシュメモリーの需要予想



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

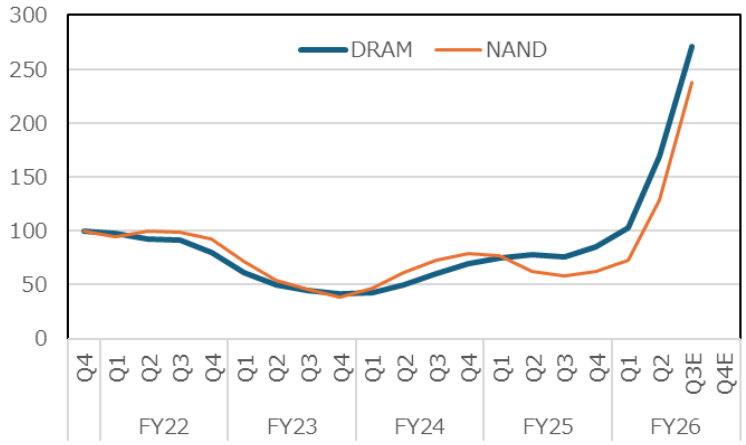
多層化技術による高容量化トレンド続く

NAND の主要プレーヤーは Samsung、SK Hynix（以上、韓）、キオクシア、Micron（米）、Sandisk（米、キオクシアと提携）、YMTC（中）などである。スマホ向けで従前より優位に立っていた韓国勢に対して、AI データセンター向けへの供給で挽回を狙う日米同盟といった対抗の構図となる。高容量化トレンドに関しては、キオクシアが BiCS8（218 層）の出荷比率を高めるなど、大きく進展している。なお、キオクシアは BiCS10（332 層）を前倒しし、2026 年中の量産開始を予定している。先行する Samsung の V-NAND、SK Hynix の 4D-NAND を追走する構えである。一方、近年台頭する YMTC は、独自の多層化技術 Xtacking で高容量化を進めている。

メモリー価格は急上昇

図表 28 は、NAND フラッシュメモリー、及び DRAM の価格推移である。生成 AI ブームに伴い、HBM 需要が拡大したため、まず DRAM 価格が先行して上昇し、2026 年より遅れて NAND フラッシュメモリーの価格が上昇したことがわかる。イノテックのテスターの売上高は、従前より NAND フラッシュメモリーの価格にある程度の相関がみられる。2026 年 1-3 月の価格は QoQ100%増（2 倍）、4-6 月の価格の見通しは同 70%増である。こうした価格高騰の背景には、AI データセンター建設ラッシュに伴う高速大容量 SSD 需要の急増がある。よって今後も顧客の設備投資は高水準が継続し、イノテックのテスター売上高を押し上げるものとみられる。

図表 28. NAND フラッシュメモリーと DRAM の価格推移（指数：FY21Q4=100）



注：Q1：9-11 月／Q2：12-2 月／Q3：3-5 月／Q4：6-8 月
出所：Micron 決算資料等よりストラテジー・アドバイザーズ推定

現在の NAND 市場は 4 強、すなわち Samsung、SK Hynix（以上、韓）、キオクシア、YMTC（中）を中心に、高容量化の激しい技術開発競争を行っている。以下に、各社の動向をまとめる。

Samsung は V-NAND で先行

業界をリードする Samsung の V-NAND は、主力の V8（236 層）から、現在は V9（286 層）に移行中である。Samsung はシングルスタック技術（1 度に極限まで多くのセルウェハーを積み上げて、全てのウェハーを配線接続する TSV=Through Silicon Via を一気に形成する）に拘ってきたが、V8 より初めてダブルスタックとした。V9 の QLC（4 ビット記録）は AI データセンター向けを狙った製品。なお、26 年中に V10（400 層以上）の量産立ち上げを計画している。

SK Hynix は世界に先駆け 300 層を突破

DRAM（特に HBM）市場で先頭を走る SK Hynix は、NAND 市場でも 4D-NAND として強みを発揮している。現在は、主力の 238 層品から先端品 321 層品への移行中。世界に先駆けて 300 層を突破し、AI データセンター向け QLC 品の供給を進めている。同社の NAND 事業は Intel から買収しており、データセンター関連の様々な知見が生かされている。

キオクシアの BiCS 戦略

キオクシアは 2015 年における 3D-NAND（立体構造）量産移行後の製品を BiCS FLASH™ と呼んでいる。2017 年の BiCS4（96 層）では QLC（4 ビット記録）技術を導入し、一段の大容量化を進めた。現在はここ数年主力であった BiCS6（162 層）から 24 年に市場投入された BiCS8（218 層）への切り替え期にあたる。2025 年秋に北上工場 K2 の稼働を始め、BiCS8 の生産比率を引き上げている。BiCS8 の特徴は CBA（CMOS Directly Bonded to Array）技術を導入したことである。従来は制御回路ウェハーの上に記憶セルウェハーを順次積み上げる方式を取っていたが、CBA では制御回路ウェハーと記憶セルウェハーを別工程で作製し、最後に精密に貼り合わせる。これにより、メモリーとしての性能が大きく向上し、AI データセンターに適した製品となっている。

現在、キオクシアは CBA 技術を活用しつつコスパを重視したスマホ・PC 向け BiCS9（約 120 層）、並びに AI データセンターが求める高速大容量の BiCS10（332 層）の量産準備を進めている。特に BiCS10 は、量産を当初計画から 1 年前倒しし 2026 年中に投入する予定である。

YMTC は市場シェアを拡大中

成長著しい中国の YMTC は、独自のウェハー接合技術 Xtacking をベースに 2018 年に市場参入した。その後、試作・検証期間を経て 2021 年に Xtacking2.0（128 層）を市場投入。大手スマホのサプライチェーン入りを果たしたことで一躍、注目を浴びた。2025 年は Xtacking4.0（層数未公表だが 294 層と推定）の製品を市場投入し、米国による最先端 SPE（エッチャー等）の厳しい輸出規制の中でも高性能品の開発が可能であるとの実力を示した。

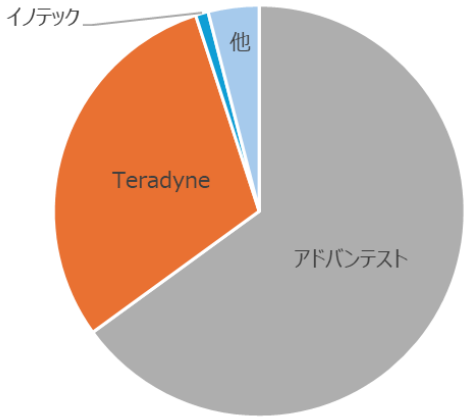
現在、YMTC は Xtacking5.0 において 300 層超に挑んでおり、AI データセンター向けの供給を目指して 26 年以降の量産開始を予定している。中国 SPE 企業（AMEC 等）との連携を強化し、海外に依存しない生産体制とする方針であり、実現すれば更なるシェア拡大が視野に入るだろう。

メモリーテスター世界市場

イノテックのテスター事業の主戦場は NAND フラッシュメモリー向けであり、2025 年のメモリーテスター世界市場（17～20 億ドル：アドバンテスト推定）に対するシェアは、国内主要顧客向け需要が極端に低迷したことを受けて 1%弱（CY25 実績ベース）となっている。テスター市場は現在、メモリー分野、ロジック分野ともアドバンテスト、Teradyne が強く、シェアを二分している。

同社は、NAND 向けでシェア回復、及び拡大を目指す一方、DRAM 向けの開発を進めることで、更なるシェア拡大を目指す。また、CIS（CMOS イメージセンサー）向けテスターの開発も進展中。順調に進めば、DRAM 向け、CIS 向けとも 28/3 期に量産開始となる計画となっている。

図表 29. メモリーテスター市場（17～20 億ドル、CY25 実績ベース）



出所：アドバンテスト資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

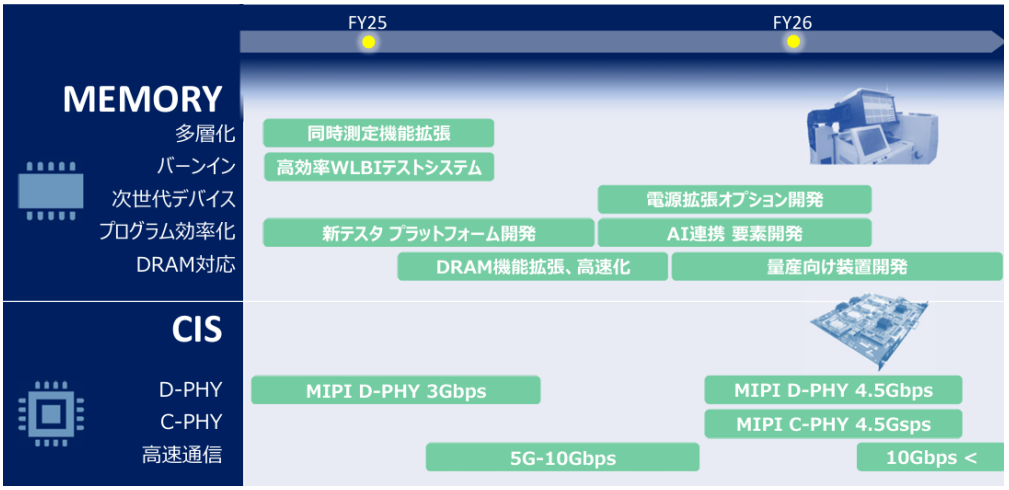
DRAM への展開を推進、NAND 向けテスターで培った強みを活かす

DRAM 向けテスターは、NAND と比較して高速・高信頼性が求められるため、基本機能の開発における難易度は高い。一方、NAND 向けテスターにおける強み、すなわち最新 FPGA を使って設計することで開発リードタイムを短縮し、かつ最新のニーズをタイムリーに捕捉した顧客満足度の高い製品に仕上げるといった特徴を、そのまま DRAM 向けテスターに展開する方針である。DRAM 市場では現在、AI サーバーの GPU ボードに搭載されるハイエンド品 HBM（High Band Memory）の需要が急拡大しており、DRAM 市場を寡占化する Samsung、SK Hynix、Micron の 3 強がしのぎを削って増産体制を構築している。一方、スマホや PC に使用される汎用品 DDR の生産が HBM に振り向けられ、キャパシティが不足することで、3 社以外（中国企業など）にも今後、事業機会が拡大することが予想される。中国では DRAM 専業として立ち上がった CXMT が DDR5 の量産化に成功、現在は生産能力を急速に引き上げている。一方で、複数のアジア系ニュースソースは、中国の既存 NAND 企業が DRAM 生産を計画していると報じている。こうした、DDR 系 DRAM にてプレーヤーが拡大する動きは、イノテックが目指すテスターの DRAM への展開に対するポジティブな要因となろう。

CIS への展開を推進、画像データ通信規格対応の開発を進める

CIS 向けでは現在、検査工程に用いられるキャプチャーボードを国内顧客向けに生産している。現在、それを更に発展させた CIS 向けテスターを開発中である。テスターの実現には、画像データ通信規格である通常の MIPI D-PHY（クロック線とデータ線の 2 本単位）、高速の MIPI C-PHY（クロック線なしデータ線 3 本）、等に対応する必要がある。開発中のテスターは、新規海外顧客向けの納入を目指している。

図表 30. テスターの開発ロードマップ



出所：会社資料

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、売上を伸ばしてきた。近年、顧客の低迷によって端境期となっていたが、テスター需要の回復に伴ってバーンインボードの需要も増えるとみられる。

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%出資している。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「PLUTO」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。

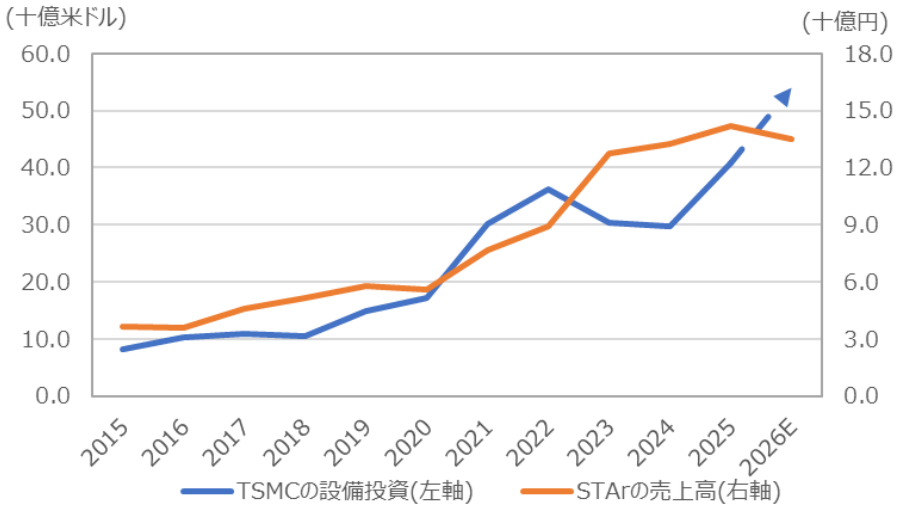
信頼性評価装置は台湾を中心とするファウンドリー向けが主体

STAr の半導体信頼性評価装置は、ウェハーレベル、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などを行える。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。

競合はイスラエルの Qualitau

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 の設備投資は足下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は緩やかなものとみられる。なお、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。

図表 31. TSMC の設備投資と STAr の売上高の推移

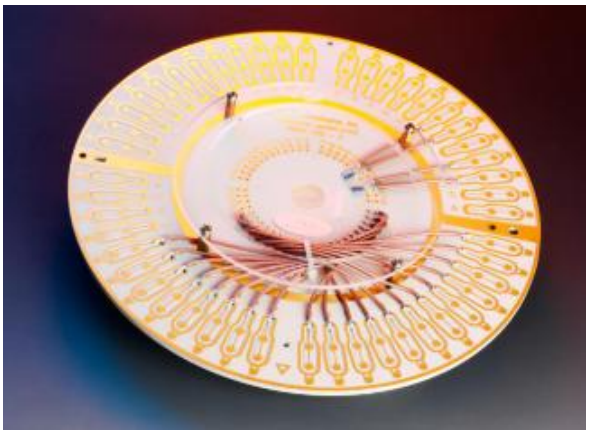


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

プローブカードには各種方式

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ェ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 32. 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

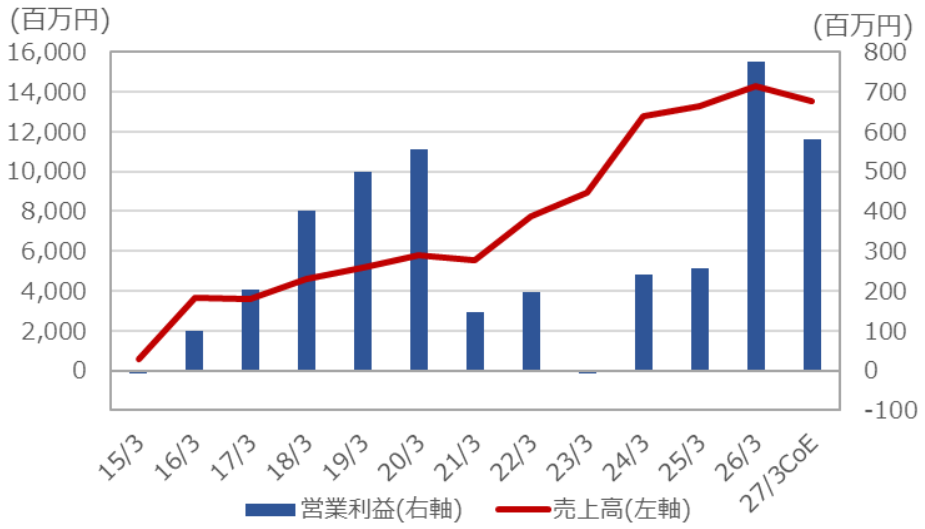
プローブカートの売上高は 26/3 期で 50 億円前後

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 25/12 期の売上高は 685 億円、日本電子材料の 26/3 期の売上高は 294 億円。STAr のプローブカードの売上高は 26/3 期で 50 億円前後と推定される。

STAr の利益は停滞傾向にあった

STAr の業績を図表 33 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が牽引している。一方、利益面では 25/3 期まで苦戦を強いられていた。中国向け事業の利益率が相対的に低かったことに加え、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たことなどが主因とみられる。

図表 33. 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

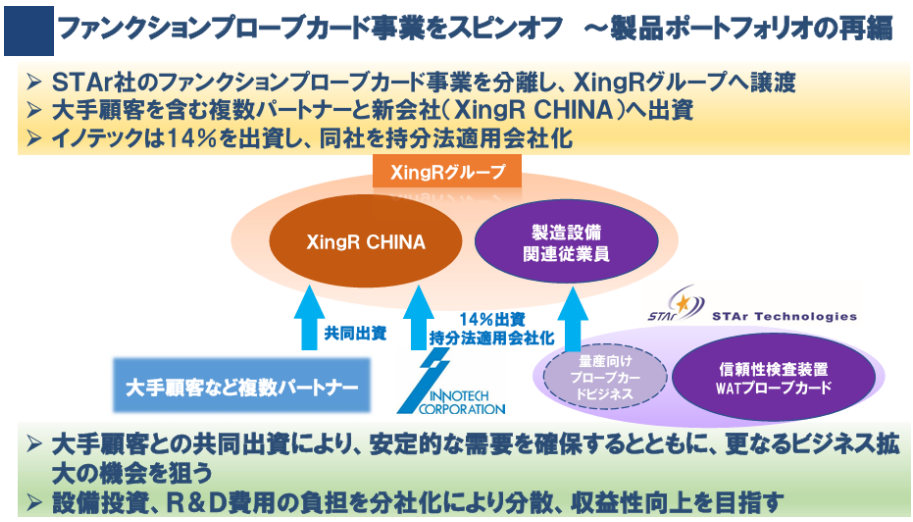
量産向けプローブカードを譲渡

このためイノテックは 25/3 期に、STAr のプローブカード事業のうち量産品向けについて、XingR グループへ譲渡した。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している。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、譲渡した量産品向け事業も 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ろう。

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、今後も設備投資を増加させる方針を示している。このことは STAr の収益環境には追い風となろう。なお STAr の業績は、量産品向けプローブカードの投資負担が軽減されたことから、営業利益率は 25/3 期の 1.9%から、26/3 期は 5.4%へと顕著に改善した。

図表 34 プローブカード事業の再編



出所：会社資料

9. 半導体設計関連事業

EDA 販売（代理店）、三栄ハイテックス等で構成

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、モーデック、及び新しく連結されたファイ・マイクロテックから成る。半導体サイクルの影響を若干受けるものの、売上や利益の推移は比較的安定している。

図表 35. 半導体設計関連事業の収益動向

(百万円)	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 CoE
売上高	**12,429**	**13,287**	**12,884**	**12,992**	**13,729**	**14,400**
EDA他	8,291	9,056	8,641	9,089	9,619	10,100
三栄ハイテックス	3,854	3,941	3,995	3,678	3,899	3,800
モーデック	283	289	246	224	210	500
営業利益	**606**	**632**	**575**	**457**	**656**	**NA**
EDA他	297	277	254	264	355	NA
三栄ハイテックス	299	320	297	205	284	NA
モーデック	10	35	24	-12	17	NA
営業利益率	**4.9%**	**4.8%**	**4.5%**	**3.5%**	**4.8%**	**NA**
EDA他	3.6%	3.1%	2.9%	2.9%	3.7%	NA
三栄ハイテックス	7.8%	8.1%	7.4%	5.6%	7.3%	NA
モーデック	3.5%	12.1%	9.8%	-5.4%	8.1%	NA

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

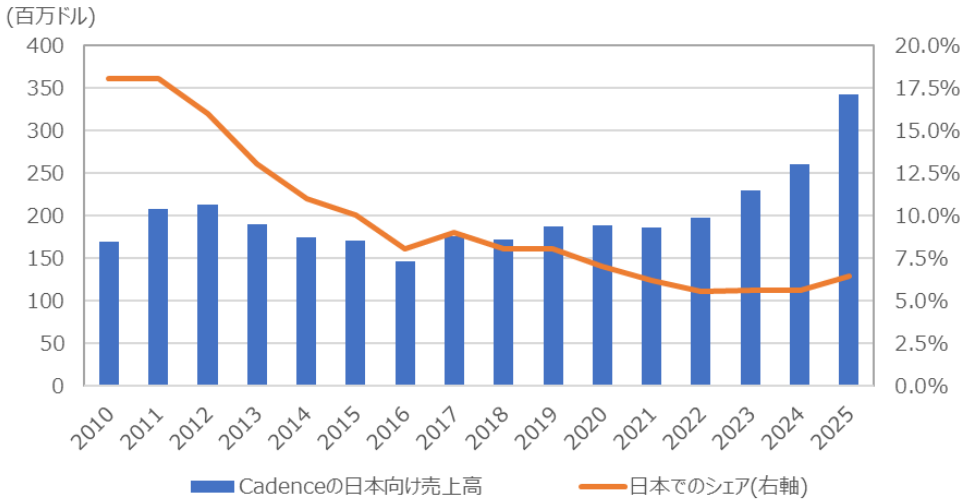
EDA は、半導体デバイスやプリント配線板などの回路設計に用いられるソフトウェアである。回路設計を支援するツールや設計結果を検証するツールなどがある。半導体デバイスの高集積化が進み、半導体回路が複雑化する中で、先端分野はもちろん、非先端のデバイスでも EDA が欠かせないものとなっている。また、集積度が上がり設計の難易度が高まるにつれて、一つのデバイスの設計でも複数の段階で異なる EDA のソフトウェアが必要になっており、需要は高まる傾向にある。半導体の微細化に伴いチップレットの採用が増えているが、インターポーザーの回路設計などにも EDA が用いられる。チップレットは、CPU・キャッシュメモリ・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増加に転じる

Cadence にとって日本市場の構成比は、2010 年代は低下傾向であった。2010 年に 18%だった構成比は 2022 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、Cadence の日本向け売上高の水準は、2023 年以降は再び増加傾向が顕著となり、構成比も底打ちして増加に転じている。半導体デバイスメーカーのシェア低下が落ち着く一方、非半導体用途が増加していることが背景となっている。

図表 36. 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

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、売上を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。

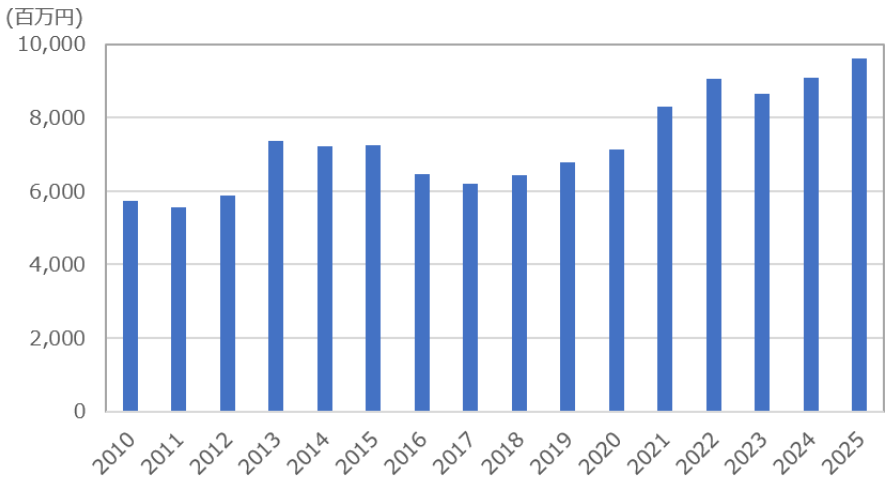
イノテックのサポート体制は顧客からの評価が高い

また、イノテックは SPE 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一定程度あるとみられる。Cadence の日本向け売上高に占めるイノテックのシェアは 20%前後を保持している。

日本では Cadence と Synopsys の競争

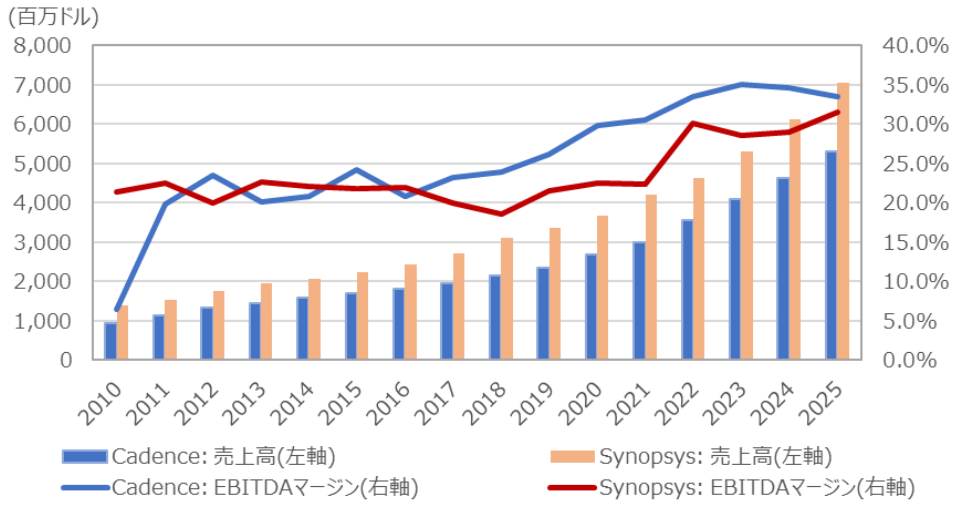
EDA は世界的にも Cadence と Synopsys Inc.(SNPS NAS)、Siemens EDA(非上場)の 3 社が大手であるが、特に、Cadence と Synopsys の 2 社がしのぎを削っているとみられる。図表 38 に見られるように、売上は同様に伸びているが、EBITDA や EBITDA マージンは、Cadence の伸びがこのところ勝っている。日本市場でもこの 2 社の競争が激しいとみられ、Cadence としては Synopsys に対する競争力を保つためにもイノテックの存在が重要とみられる。イノテックから見れば、顧客満足度を維持向上することが重要な要件となろう。

図表 37. イノテックの EDA 他の売上高



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 38. Cadence と Synopsys の業績推移



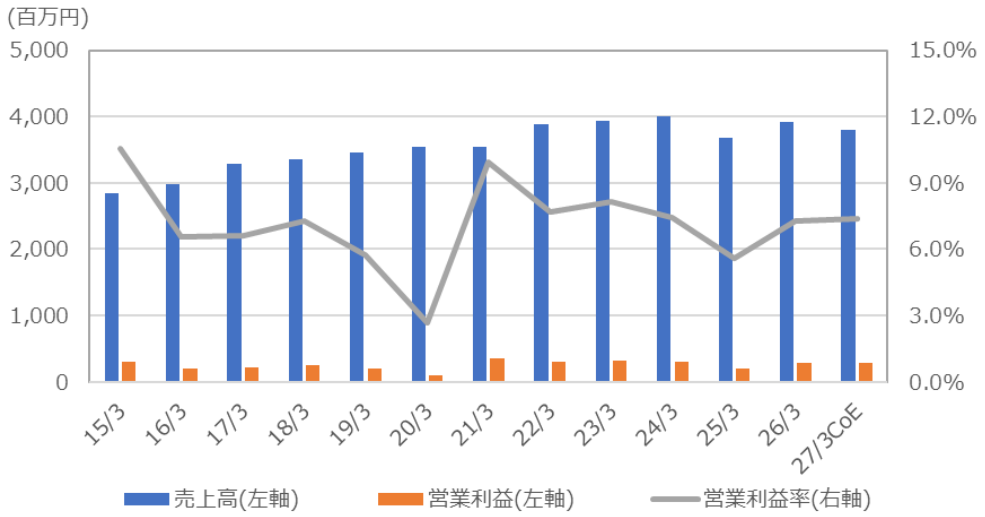
出所： 各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2）三栄ハイテックス

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 39. 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

2025 年 4 月時点の従業員数は 348 名、うち技術者が 88%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はなく、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事業が減速へ

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。近年、自動運転のための道路データなどの領域が伸びていたが、27/3 期は減速する見通しである。

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、先端半導体サイクルの影響を受けにくい。ただし、25/3 期後半から自動車・産業向けを中心にアナログ半導体の設計需要が低迷した影響を受けている。26/3 期に入って極めて緩やかながら回復の兆候が出ている。三栄ハイテックスは受託設計を主体とした事業を展開しているが、26/3 期は独自 IP 案件を電源用途で獲得するなど、近年自社開発のウェイトも上昇しつつある。収益性向上の観点からも注目したい。

3）モーデック

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%である。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。

4）ファイ・マイクロテック

光通信の高速アナログ半導体設計を手掛ける

ファイ・マイクロテックは 2026 年にイノテックが買収し、100%子会社化した。従業員はエンジニアを中心に 10 名。創業者の赤澤氏はかつて NTT 厚木研究所に所属する優秀な研究者であったが、2001 年にファイ・マイクロテックを興して独立し、半導体設計事業を開始した。現在、光通信

等の高速アナログ半導体の仕様検討・提案から試作、量産、販売を行っている。26/3 期売上高実績は約 1 億円程度と現在の事業規模は小さい。

V-ONU にて光電変換チップが使われる

現在の主力製品である光電変換チップ「PH1005」や「PH1013」は、通信キャリアが各家庭に供給するルーターに搭載される V-ONU（映像用回線終端装置）で使われている。具体的には、光ファイバーにて各家庭に引き込んだ映像データを電気信号に変換し、その広帯域な FM 信号を多チャンネル映像信号に復調する働きを持つ。同社チップの特徴は SiGe（シリコンゲルマニウム）材料を使用していることである。安価だがやや性能に劣る Si（CMOS）と、高性能（特に高周波領域）だがコスト高となる GaAs（ガリウムヒ素）の中間のようなバランスの取れた特性を有している。

CPO（光電融合）技術への布石

今後は車載 LAN、LiDAR や、胃カメラの分野で信号の光化への対応が進むことに加え、中長期的には AI データセンターの通信高速化に伴う光電変換進展に伴う設計需要の捕捉が期待される。イノテックグループでは、半導体設計力を強化したいとの意図があり、長期的なテーマとして浮上している CPO（光電融合）技術に対して、布石を打つ狙いもあろう。

10. システム・サービス事業

組込みシステム、ガイオ・テクノロジー、アイティアクセスなどで構成

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クセスがいずれも収益貢献を高めている。ネットビジョンを 2026 年 4 月に買収し、27/3 期より連結参入となる予定である。

図表 40. システム・サービス事業の収益動向

(百万円)	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 CoE
売上高	**10,360**	**11,404**	**12,589**	**14,005**	**14,551**	**15,400**
組込みシステム他	2,040	2,339	2,815	3,075	3,873	4,700
アイティアクセス	4,274	4,899	5,141	5,384	5,456	5,800
ガイオ・テクノロジー	3,233	3,510	4,075	5,004	4,742	4,200
レグラス	874	697	601	575	575	700
営業利益	**1,114**	**1,333**	**1,616**	**1,799**	**1,748**	**NA**
組込みシステム他	144	221	333	246	414	NA
アイティアクセス	307	411	523	535	574	NA
ガイオ・テクノロジー	651	698	759	998	729	NA
レグラス	12	3	1	20	31	NA
営業利益率	**10.8%**	**11.7%**	**12.8%**	**12.8%**	**12.0%**	**NA**
組込みシステム他	7.1%	9.4%	11.8%	8.0%	10.7%	NA
アイティアクセス	7.2%	8.4%	10.2%	9.9%	10.5%	NA
ガイオ・テクノロジー	20.1%	19.9%	18.6%	19.9%	15.4%	NA
レグラス	1.4%	0.4%	0.2%	3.5%	5.4%	NA

注：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）組込みシステム

CPU ボードや BOX 型 PC を自社製品として事業化

イノテックでは、エレクトロニクス製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するに至った。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 Intel 製で、「Xeon」、「Core」、「Atom」などの製品を揃える。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 は設計、及び主要部品（半導体デバイス等）の調達を社内で行い、製造は国内 EMS メーカーに委託している。

イノテック | 9880（東証プライム）

継続稼働、同一モデルの長期間供給といった要求に応える

産業用 PC（CPU ボード含む）に求められるものとして、365 日 24 時間稼働を継続し停止しないこと、及び同一製品モデルを長期間（5～8 年）に渡って供給し続けること、の 2 点が重要である。例えば、様々な産業分野における工場の製造工程のオペレーションに“一般の PC”を使用すると、CPU 世代交代があるため製品モデルが短命である、頻繁な OS 更新によりアプリケーションソフトの再検証作業が頻発する、などの弊害がある。また、社会インフラ分野での使用を考えた場合、設置の利便性を考慮したコンパクト、かつ省電力の設計が要求される。特にボードに実装される電源 IC は様々な電圧で動作するため、優秀なハードウェア・エンジニアを抱え、汎用の電源制御 IC に頼らず自由度の高い電源回路を設計できることの意義は大きい。

“Atom 系”CPU を使用した省電力設計などに強み

国内競合企業は首位の PFU リコーであり、イノテックを含め 5 社程度が主要プレーヤーである。Intel のメインストリームである“Core”系 CPU を使用している他社が多い中、イノテックは Intel が 2008 年頃に投入した省電力の“Atom”系 CPU を搭載したボードの展開を始めた。同社には商社として顧客ニーズを汲み取る事業展開をしてきた強みがあり、“Atom”の省電力特性を活かしたファンレス、かつ独自の小型形状（省スペース）を特徴としている。 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おり、補完的な機能を端末側に持たせる需要も増加している。同社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。

サポート体制の充実を図る

同社が重視するのは、顧客の保守費用の低減、及びダウンタイム（設備停止時間）の最小化、の 2 点である。このために、ハードウェアとソフトウェアの両面からサポート体制の充実を図っている。まず、故障を起こさないことが重要である。その上で、トラブル対応に関する顧客満足度が高ければ、リピート受注が獲得できる可能性が高まる。ソフトウェアに関しては BIOS のソースを購入した上で開発していることが、不具合の早期解消に向けて効果を発揮している。

27/3 期予想の売上高は 50 億円の大台目指す

組込みシステムの売上高は 26/3 期で YoY26%増の 39 億円と成長率が高まっている。営業利益率も改善傾向にあり、26/3 期は 10.7%（弊社推定）となった。27/3 期予想の売上高は 50 億円の大台を目指す。用途別では社会インフラ、産機、半導体、鉄道、防衛の 5 つに分類されるが、事業規模（金額ベース）では社会インフラが大きく、次いで産機と鉄道、更に続いて半導体と防衛といった順番となる。現在、AI データセンター建設ラッシュに伴い、半導体にて SSD 関連、産機にてデータセンター内の計測器関連の需要が大きく伸びている。また、産機では船舶向け需要が高まっている。防衛は中長期的に安定した成長が期待できる状況となってきた。

特徴ある FA-PC やエッジ FACE に注力して拡販

今後注力する製品分野は、（1）特徴ある FA-PC、（2）エッジ FACE である。まず、FA-PC では、“Atom”系 CPU を活用したコストパフォーマンス良好でメンテナンスフリーの製品の拡販を推進する。2025 年 11 月に世界初 LIC（リチウムイオンキャパシタ）内蔵 UPS 機能搭載製品を発表した。エッジ FACE はクラウド側ではなくエッジ側に顔認証機能を持たせ、簡素な構成でオフィス等の入退出管理を行うシステムである。

図表 41. イノテックの CPU ボードと BOX 型 PC（一例）

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である。

（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。

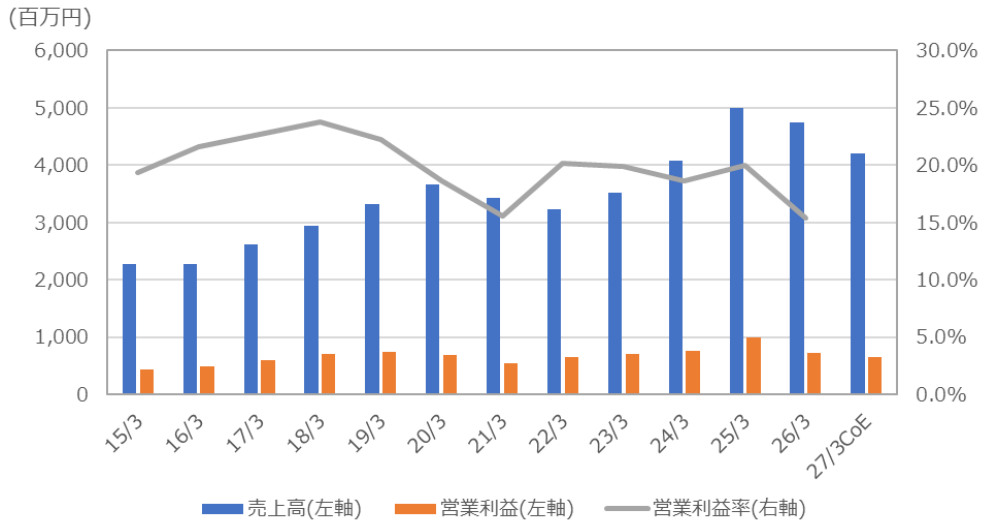
単体テストのデファクトスタンダード

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。

エンジニアリングサービスの中長期的な成長に期待

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である。ツールが顧客にすでに行き渡っているのに対して、エンジニアリングサービスは中長期的に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。なお、現在の事業環境は、国内自動車生産台数の低迷を背景に需要が低迷しており、本格的な回復の兆しが見られていない。

図表 42. 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

3) アイティアクセス

クラウド型決済システムを手掛ける

アイティアクセスは、2000 年にイノテックと ACCESS が合弁で設立した子会社である。イノテックが 85%の出資比率となっている。車載向けなどのソフトウェア開発を行っているほか、クラウド型決済システムを手掛けている。現在アイティ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。

キャッシュレス決済端末設置でストック型の収益も確保

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。アイティアクセスにとっては、決済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。

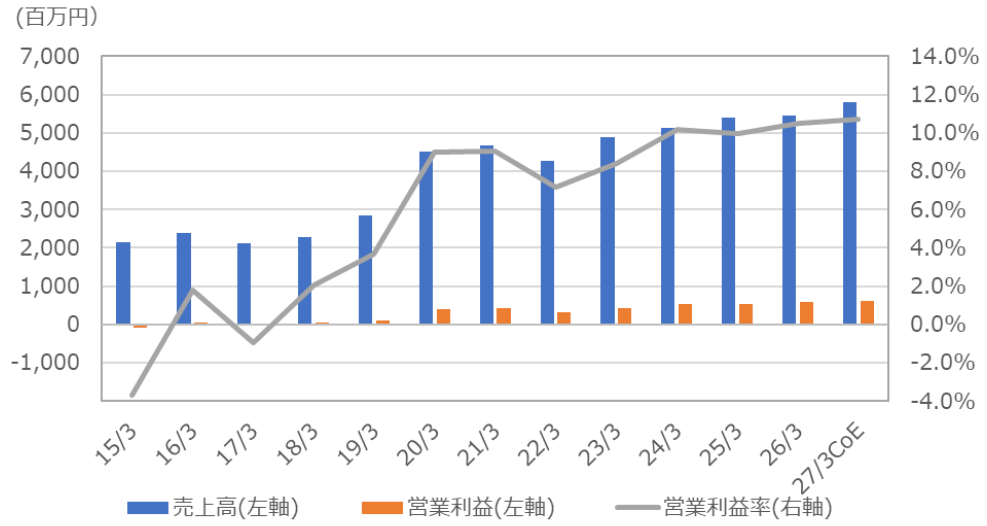
自販機から多用途への展開も視野

アイティアクセスのクラウド型端末は後付け設置も容易であり、販売データがタイムリーに提供されるというメリットがある。ただし足下では、顧客の端末内製化に伴う需要減、及び競争激化により、新規の端末販売が減少中。ストック型であるサービス収入の増加で補うことに加え、他用途（オフィスコンビニ、アイス自販機、駐車場など）への展開が期待される。

図表 43. アイティ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

図表 44. アイティ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ち、建機やフォークリフト向けシステムが伸長

レグラスは、2012 年にイノテックが買収した 100%子会社である。画像処理の技術を持っており、自らの事業成長に加え、イノテックの CIS 用テスター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。

5）ネットビジョン

車載カメラ・ECU の評価・検証用の画像インターフェイスボードを展開

ネットビジョンは、2026 年 4 月にイノテックが買収した 100%子会社である。車載カメラ・ECU の評価・検証用の画像インターフェイスボードを展開しており、同分野で極めて高い競争力を有する。ボード設計から FPGA、ソフトウェア、ファームウェアまで一貫して開発するファブレス企業であるという特徴を持つ。グループ内では、レグラスの事業と親和性がある。また、イノテック本体のテスター事業にて CIS 検査工程用キャプチャーボードを手掛けており、中長期的なシナジー効果が期待できる。また、車載関連の知見を有するという観点から、将来はガイオ・テクノロジー、アイティアクセス、三栄ハイテックスとの協業の可能性も広がろう。

11. 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ろう。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・ベースト・ビュー

ジェイ・B・バーニーらが提唱するリソース・ベースト・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着目する。

顧客との信頼関係

イノテックの模倣困難性はまず、長年に渡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、多くの半導体関連メーカーにとって付き合う必要のあるサプライヤーの 1 社だったと考えられる。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。このことは、海外のテスターメーカー再編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、という依頼を受け、現在のテスター事業の発端になっていることからも類推される。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圏を守っているのは、イノテックから買いたいという顧客の要望が背景にあると推定される。

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。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有する。イノテックが実施してきた M&A 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、イノテックに技術力を理解する目利きがあったからであろう。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）ビジョンとミッション

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 は、「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、等が企業 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。

12. 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。

半導体の調達量ショート、ナフサ不足に伴う顧客のサプライチェーン寸断

短期的なリスクとして、NAND フラッシュメモリー、DRAM などの半導体デバイスの価格高騰、及び調達不安が挙げられる。現在、26/3 期はメモリー市場では需要が供給を上回る状況となっている。需給ひっ迫の要因となっているのは、データセンター関連の需要急増である。メモリー価格高騰に伴う原価上昇分の製品価格への転嫁は、概ね順調に進むことが想定される一方、実際に調達量がショートすれば、同社の出荷に影響が出ることが考えられる。また、顧客の有するサプライチェーン寸断によって供給不足が起こり、顧客における稼働が低下するケースにも注意が必要である。特にホルムズ海峡を含めた中東情勢の動向によって原油価格の高騰が継続し、ナフサ不足が石油化学業界を通じて様々な産業分野にマイナスの影響を与える可能性も考慮する必要がある。

特定ユーザーなどでのポジション変化

次に、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が挙げられる。現在、メモリーテスターは特定の大手半導体デバイスメーカー2 社への依存度が高く、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い。各子会社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ろう。28/3 期から始まる次期中計では、こうした「グループ全体最適」が大きなテーマになると推定される。

13. サステナビリティの方針と実践

1) コーポレートガバナンス体制

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、関連会社 1 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 名で構成される。取締役 5 名中 3 名が独立社外取締役（いずれも監査等委員）である。

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、行政機関、弁護士、金融機関・コンサルティング出身者で構成される。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。

任意の諮問委員会

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。

図表 45. イノテック取締役のスキルマトリクス

			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						
氏名	地位	性別	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	投資・新規事業	ESG・サステナビリティ
大塚信行	代表取締役社長執行役員	男性	●			●	●	●	
棚橋祥紀	代表取締役専務執行役員	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			●	●			●
栗山史	社外取締役（監査等委員）	男性		●			●	●	

注：敬称略
出所：会社資料

2) サステナビリティ体制

サステナビリティ方針

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。

サステナビリティ体制

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、定期的に開催する。推進会議の主な参加者は、CSO、担当取締役のほか、常勤執行役員、各事業部門長及び国内連結子会社の代表者である。

マテリアリティ

サステナビリティに関連し、「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。ヒューマンキャピタルマネジメントに関しては、ダイバーシティの推進に加え、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。

図表 46. イノテックのマテリアリティと KPI

マテリアリティ	KPI	2025 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 5.3%（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 24.0%（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 100.0%（国内）
	有給休暇取得率 70%以上（国内）	有給休暇取得率 80.2%（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 88.6%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 4.4%（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	1,562.5 t-CO2(前年度比 2.3%)
経営基盤の整備	ROE 8%超、ROIC 8～10%	ROE 15.9%、ROIC 6.4%
	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) 人的資本戦略

人的資本戦略

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発揮し、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。中核人材である「管理職」の登用に関しても、当社は、年齢、性別、性的自認や性的指向、国籍、障がいの有無、新卒・中途 採用の別などにかかわらず、すべての従業員を尊重し、もダイバーシティの浸透を図る。

人的資本目標

イノテック単体の女性管理職比率は、5.4%であり、国内グループ会社で 5.3%、海外グループ会社で 33.3%、グループ全体で 17.6%である（2026 年 3 月末）。日本生産性本部の調査では、東証プライム上場企業の女性管理職割合の平均は 9.1%（2025 年）である。同社としては、管理職登用に男女差があることを課題として認識しており、2030 年度に国内グループで女性管理職比率 10%の目標を掲げる。

労働者の男女の賃金の格差は、全労働者 68.0%、正規雇用労働者 67.0%である。同調査によると、東証プライム上場企業の平均は 72.0%であり、全労働者ベースでは平均をやや下回る。

多様性の重点施策

女性管理職比率向上に向け、以下の重点施策を実施していく。

- 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、在宅勤務など柔軟で効率的な働き方を推進する。

4) 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。

図表 47. 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	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	中	・政策動向のモニタリング
					・政策導入時の影響額把握
					・徹底した省エネ活動
					・本社ビル屋上へのソーラーパネルの設置
					・顧客への価格転嫁
		技術	自動車産業におけるパワートレイン分野の縮小に伴う技術優位性の低下	中	・パワートレイン以外の分野向けの製品開発、販売
					・パワートレイン以外の分野向けのサービスの提供
		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	大	・EV向け事業の拡大
			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		・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
	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	・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）
		慢性	長期的な平均気温上昇、降雨パターン変化、海面上昇などによるサプライチェーンの断絶、部材調達難		・継続的なBCPの見直し、管理体制強化
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	中	・研究開発活動への投資
			DX推進に伴う物流や生産の効率化や省人化	中	・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
	市場		エレクトロニクス技術の活用機会の増加	中	・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

図表 48. 損益計算書(百万円)

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3CoE
売上高	**31,161**	**32,536**	**37,238**	**38,629**	**41,358**	**41,977**	**46,737**	**50,000**
（前期比）	4.6%	4.4%	14.5%	3.7%	7.1%	1.5%	11.3%	7.0%
売上原価	21,566	22,581	26,018	26,387	28,198	29,327	32,491	34,500
売上総利益	9,595	9,954	11,219	12,242	13,160	12,649	14,246	15,500
(売上総利益率)	30.8%	30.6%	30.1%	31.7%	31.8%	30.1%	30.5%	31.0%
販売費及び一般管理費	7,925	8,000	8,634	9,922	10,685	10,762	11,137	11,800
営業利益	**1,670**	**1,954**	**2,585**	**2,319**	**2,474**	**1,887**	**3,108**	**3,700**
(前期比)	-14.6%	17.0%	32.3%	-10.3%	6.7%	-23.7%	64.7%	19.0%
(売上高営業利益率)	5.4%	6.0%	6.9%	6.0%	6.0%	4.5%	6.6%	7.4%
営業外収益	594	902	908	719	898	854	697	-
営業外費用	369	397	509	558	492	987	893	-
経常利益	**1,896**	**2,460**	**2,984**	**2,480**	**2,880**	**1,754**	**2,912**	**3,700**
(前期比)	-22.9%	29.7%	21.3%	-16.9%	16.1%	-39.1%	66.0%	27.0%
(売上高経常利益率)	6.1%	7.6%	8.0%	6.4%	7.0%	4.2%	6.2%	7.4%
特別利益	0	7	72	2	3	339	3,349	-
特別損失	0	10	81	0	534	76	109	-
税金等調整前当期純利益	1,895	2,458	2,976	2,482	2,349	2,018	6,152	-
(前期比)	-16.0%	29.7%	21.1%	-16.6%	-5.4%	-14.1%	204.9%	-
(売上高税引前利益率)	6.1%	7.6%	8.0%	6.4%	5.7%	4.8%	13.2%	-
法人税等	600	827	693	767	817	714	1,955	-
(実効税率)	31.7%	33.6%	23.3%	30.9%	34.8%	35.4%	31.8%	-
当期純利益(非支配株主分含む)	1,294	1,630	2,283	1,714	1,532	1,304	4,196	-
非支配株主に帰属する当期純利益	126	95	88	48	54	104	84	-
親会社株主に帰属する当期純利益	**1,168**	**1,534**	**2,194**	**1,666**	**1,477**	**1,200**	**4,111**	**4,850**
(前期比)	-21.8%	31.3%	43.0%	-24.1%	-11.3%	-18.8%	242.6%	18.0%
(売上高当期純利益率)	3.7%	4.7%	5.9%	4.3%	3.6%	2.9%	8.8%	9.7%
EPS (円)	**81.0**	**120.7**	**168.7**	**127.0**	**110.6**	**89.5**	**320.2**	**398.4**

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 49. 貸借対照表(百万円)

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
流動資産	**19,243**	**20,476**	**23,189**	**25,957**	**30,305**	**29,712**	**34,835**
現金及び預金	6,335	5,626	6,664	6,598	8,876	6,532	8,534
売上債権	7,392	8,550	8,773	9,566	10,034	11,141	13,619
棚卸資産	3,874	4,793	6,101	8,105	9,181	9,355	9,834
その他流動資産	1,642	1,507	1,651	1,688	2,214	2,684	2,848
固定資産	**15,723**	**17,203**	**17,351**	**17,671**	**17,528**	**17,296**	**13,212**
有形固定資産	10,565	10,713	10,842	11,463	11,630	10,593	6,646
無形固定資産	1,372	2,224	2,424	2,236	2,066	1,872	1,958
投資その他資産	3,785	4,266	4,085	3,971	3,831	4,830	4,608
投資有価証券	2,013	2,059	1,771	1,734	1,479	2,648	1,978
繰延税金資産	266	388	420	501	498	353	694
その他	1,506	1,819	1,894	1,736	1,854	1,829	1,936
資産合計	34,967	37,680	40,541	43,629	47,833	47,008	48,048
流動負債	**10,120**	**12,183**	**13,612**	**17,068**	**20,260**	**19,167**	**19,063**
買入債務	2,408	1,947	2,333	3,053	2,778	3,197	3,552
有利子負債	3,339	5,111	5,649	8,070	10,139	8,766	3,723
その他	4,373	5,125	5,630	5,945	7,343	7,204	11,788
固定負債	**4,427**	**4,369**	**3,761**	**1,970**	**2,250**	**1,708**	**1,871**
有利子負債	3,591	3,433	2,953	1,073	1,280	850	1,150
繰延税金負債	-	-	-	-	-	0	0
その他	836	936	808	897	970	858	721
純資産	**20,418**	**21,127**	**23,167**	**24,589**	**25,322**	**26,132**	**27,113**
株主資本	19,454	20,478	22,015	22,805	23,528	23,407	24,566
資本金	10,517	10,517	10,517	10,517	10,517	10,517	10,517
資本剰余金	4,506	4,468	4,228	4,242	4,044	4,069	4,079
利益剰余金	5,580	6,606	7,950	8,697	9,242	9,497	12,684
その他の包括利益累計額	-38	-384	198	799	1,176	2,015	1,781
新株予約権	277	273	128	128	21	21	21
非支配株主持分	724	759	824	855	596	687	743
負債純資産合計	**34,967**	**37,680**	**40,541**	**43,629**	**47,833**	**47,008**	**48,048**
自己資本	**19,416**	**20,094**	**22,213**	**23,605**	**24,704**	**25,422**	**26,347**
BPS(円)	**1,528.5**	**1,578.2**	**1,694.7**	**1,796.3**	**1,835.6**	**1,930.8**	**2,164.2**

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 50. キャッシュ・フロー計算書(百万円)

決算期	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
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	1,865	2,458	2,976	2,482	2,349	2,018	6,152
減価償却費・のれん償却費	985	993	1,058	1,197	1,289	1,317	1,290
売上債権の増減額	85	-1,060	-49	-730	-235	-812	-2,225
仕入債務の増減額	766	-494	285	683	-377	348	273
棚卸資産の増減額	240	-856	-949	-1,946	-999	-599	-453
利息・配当の受取	11	13	19	18	39	57	32
利息の支払額	-13	-28	-32	-51	-89	-138	-161
法人税支払額	-729	-469	-962	-976	-863	-796	-728
その他営業キャッシュ・フロー	-94	279	125	1,003	1,507	317	-122
合計	**3,116**	**836**	**2,471**	**1,680**	**2,621**	**1,712**	**4,058**
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	-678	-662	-639	-1,076	-705	-587	6,328
無形固定資産の取得による支出	-473	-377	-639	-493	-499	-605	-594
投資有価証券の取得による支出	-470	-80	-100	-50	0	0	-180
投資有価証券の売却による収入	-	-	41	-	-	0	558
その他投資キャッシュ・フロー	-92	-1,088	187	-73	-241	782	-320
合計	**-1,713**	**-2,207**	**-1,150**	**-1,692**	**-1,445**	**-410**	**5,792**
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	2,409	1,801	454	6	4,055	-1,274	-5,361
長期有利子負債の純増減額	634	-509	-521	470	-1,963	-690	500
自己株式の取得による支出	-2,203	-	-	-	0	-433	-2,117
配当金の支払額	-551	-640	-847	-992	-960	-978	-965
その他財務活動キャッシュ・フロー	-1	33	14	-1	-323	-9	-9
合計	**288**	**685**	**-900**	**-517**	**809**	**-3,383**	**-7,952**
現金及び現金同等物に係る換算差額	-11	-56	356	183	123	178	43
現金及び現金同等物の増加額	1,680	-741	1,047	-346	2,108	-1,903	1,942
現金及び現金同等物期首残高	4,288	6,174	5,432	6,480	6,135	8,243	6,340
現金及び現金同等物期末残高	6,175	5,432	6,480	6,134	8,243	6,340	8,282
フリーキャッシュ・フロー	1,403	-1,371	1,321	-12	1,176	1,302	9,850

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 51. 主要指標

	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
EPS (円)	93.5	81.0	120.7	168.7	127.0	110.6	89.5	320.2
BPS (円)	1,430.4	1,528.5	1,578.2	1,694.7	1,796.3	1,835.6	1,930.8	2,164.2
DPS (円)	40.0	40.0	50.0	65.0	70.0	70.0	70.0	125.0
配当性向	42.8%	49.4%	41.4%	38.5%	55.1%	63.3%	78.2%	39.0%
期末発行済株式数 (千株)	15,700	13,700	13,700	13,700	13,700	13,700	13,700	13,700
自己株式数（千株）	1,012	997	967	592	559	242	533	1,525
自己株控除株式数（千株）	14,688	12,703	12,733	13,108	13,141	13,458	13,167	12,175
期中平均発行済株式数 (千株)	15,973	14,430	12,712	13,013	13,128	13,366	13,404	12,842
自己資本比率	63.9%	55.5%	53.3%	54.8%	54.1%	51.6%	54.1%	54.8%
有利子負債残高 (百万円)	3,885	6,930	8,544	8,602	9,143	11,420	9,616	4,873
ネット有利子負債残高(百万円)	-613	595	2,918	1,938	2,545	2,543	3,084	-3,661
D/Eレシオ	0.18	0.36	0.43	0.39	0.39	0.46	0.38	0.18
ネットD/Eレシオ	-0.03	0.03	0.15	0.09	0.11	0.10	0.12	-0.14
売上高営業利益率	6.6%	5.4%	6.0%	6.9%	6.0%	6.0%	4.5%	6.6%
EBITDA (百万円)	2,723	2,655	2,947	3,643	3,516	3,763	3,204	4,398
EBITDAマージン	9.1%	8.5%	9.1%	9.8%	9.1%	9.1%	7.6%	9.4%
ROE	6.6%	5.8%	7.8%	10.4%	7.3%	6.1%	4.8%	15.9%
ROIC	7.4%	6.0%	6.4%	8.8%	6.6%	6.3%	4.5%	6.4%
従業員数 (人)	1,257	1,428	1,539	1,642	1,728	1,775	1,560	-

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