

## インテル(MDY:A2, S&P:A, Fitch:A-)の事業概要と 同社のクレジット投資評価

チーフ・インベストメント・  
ストラテジスト

上田 祐介

### [本レポートのサマリー]

#### 1. 本レポートの目的

p. 1

本レポートでは、Intel. corp (以下、インテル)の、FY2023 Q2(2023年6月期)までの四半期決算(インテルは12月末決算)を元に、インテルの経営状況や主要商品市場の現状を確認し、同社に対するクレジット評価を行う。

#### 2. インテルの事業概要

p. 2

- インテル(Intel Corporation)は、コンピューター部品及び関連製品を設計、製造、そして販売する半導体メーカーである。売上高の半分を Client Computing (CCG)事業、そして3割前後を Data Center & AI(DCAI)が占めている。
- CPU市場のシェアは71%、そしてサーバー用プロセッサ市場のシェアは82%と、圧倒的な優位性を維持している。

#### 3. インテルの業績状況

p. 6

- インテルの今期の2四半期(FY2023 Q1-Q2)決算:売上高はFY2023Q1から増収となったものの、依然として営業利益、純利益共に赤字となっている。対前年比でも減収、営業減益。
- 売上高の約半分を、パソコンおよびモバイル端末向け事業(CCG)が占める
- 同社の売上高の8割を占めるCCG事業とDCAI事業はともにパソコン市場の需要の増減に影響されるため、需要減退している市場と連動して売り上げが前同期比でマイナスとなった
- 売上高を地域別で見ると、中国が最も大きい売上構成比を占めている。
- 米国で導入されたCHIPS法によって、設備投資が加速される一方で中国への厳格な輸出規制が行われることから、売上に影響を受ける可能性がある。

#### 4. インテルの財務状況

p. 9

- インテルでは全体的に財務指標の悪化傾向が継続。ネット有利子負債は前年同期比で約1.5倍と急増。有利子負債の返済余力の指標であるネット有利子負債/EBITDA倍率は6.23倍まで悪化。
- 巨額の設備投資を投資キャッシュフローで穴埋めしていることで、EBITDAが悪化。これにより格付けにさらなるマイナス方向での圧力がかかる可能性がある。

#### 5. インテルの信用格付、及び社債の投資評価

p.12

- インテルの信用格付は、Moody'sからA2格、S&PからはA格、FitchからはA-格と高い信用能力は評価されているものの、全格付会社から2023年2月に1-2ノッチの格下げが実施されていた。全格付機関とも格付け見通しもネガティブとしている。弊社では、今後1-2年以内にインテルの信用格付けがさらに1ノッチ程度格下げされる可能性があるがAレンジには留まりやすいと考える。
- 投資対象としては、2年以下もしくは15~20年の社債を推奨。

## 5バリューアセット アナリスト・レポート

## インテル(MDY:A2, S&amp;P:A, Fitch:A-)の事業概要と同社のクレジット投資評価

5バリューアセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

## 1. 本レポートの目的

本レポートでは、Intel. corp (以下、インテル)の、FY2023 Q2(2023年6月期)までの四半期決算(インテルは12月末決算)を元に、インテルの経営状況や主要商品市場の現状を確認し、同社に対するクレジット評価を行う。なお、本レポートでは、2023年7月27日公表の2023年度第二四半期までの決算を参照している。

なお、本レポートでは同社の事業年度を下記の基準で表記している点にご注意されたい。  
2022年度(FY2022)は2022年1月1日から2022年12月末まで、2023年度(FY2023)は2023年1月1日から2023年12月末までとして表記する。  
四半期の決算表記については、FQ1が1~3月、FQ2が4~6月、FQ3が7~9月、そしてFQ4が10~12月として記載される。

## 2. インテルの事業概要

### インテルの事業概要

#### [ポイント]

- インテルは、コンピューター部品及び関連製品を設計、製造、そして販売する半導体メーカー
- 総売上高の約半分(51%)を PC/モバイル向け(CCG) 事業、30%をクラウドサービス事業者向け(DCAI)事業が占めている。
- IFS(ファウンドリー事業)以外のセクターは、それぞれ世界的な PC やタブレット端末の需要減への半導体市価の連動もあり、タイミングを合わせる形で減収減益に。

インテル(Intel Corporation)は、コンピューター部品及び関連製品を設計、製造、そして販売する半導体メーカーである。主な製品は、マイクロプロセッサ、組み込みプロセッサ、マイクロコントローラー、フラッシュメモリ、グラフィック、ネットワーク通信、システム処理ソフトウェアなどである。同社のビジネスにおける収益の柱は、下記の五つの分野に分類することができる。

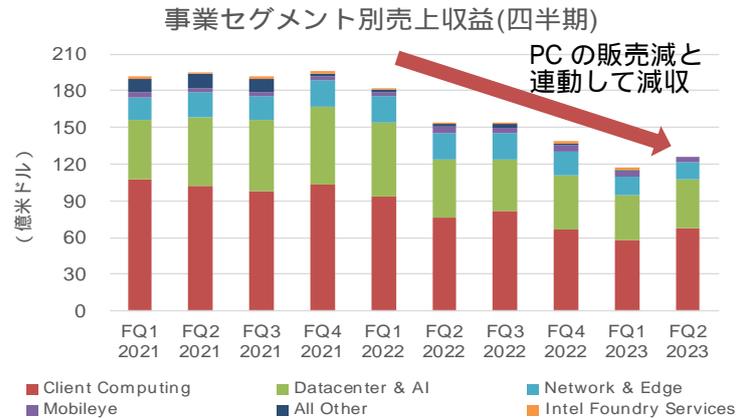
CCG	Client Computing	パソコン及びモバイル端末向け事業
DCAI	Data Center and AI	クラウドサービス事業者・企業へのソリューション提供
NEX	Network and Edge	ネットワークやエッジコンピューティング (IOT など、分散処理フレームワーク)の提供
Mobileye	-----	自動運転及び運転支援に関するサービスの提供
IFS	Intel Foundry Services	商用ファウンドリー(半導体の代替製造)の提供

(注) Mobileye と IFS はまだ正規のセグメントではない。

以下の図表 1 にはインテルのセグメント別の四半期売上高の推移、そして図表 3 ではセグメント別の通期売上高の構成と推移を示した。同図表に示された通り、インテルの事業構造は下記の特徴と傾向を示している。

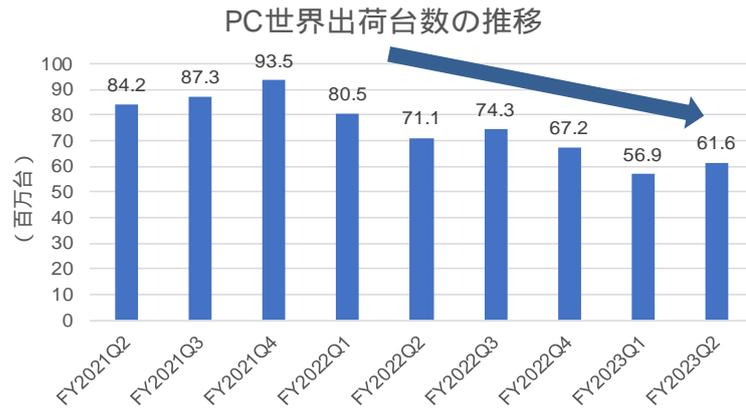
- FY2021 から FY2023Q1 にかけて、全体的に減収が継続。ただし FY2023Q2 に反転増益に。
- インテルの売上高の半分を Client Computing (CCG) 事業、そして 3 割前後を Data Center and AI (DCAI) が占めている。
- Client Computing (CCG) 事業に関しては、パソコン市場の縮小に連動する形で収益が減少。直近四半期には PC の販売増に連動して増収(図表 2)。
- Data Center and AI (DCAI) も、市場の拡大にも関わらず単価の下落により売上高が減収傾向を継続。ただし CCG よりは落ち込みが少なく、売上構成比は増加傾向。
- Network and Edge (NEX) は製品ライン全体での売上高の減収傾向。
- Mobileye は、代表商品によって、安定的な売上高を保っているが、まだ売上高に占めるウエイトは小さい。
- Intel Foundry Services (IFS) は 2021 年から導入されたセグメントであり、同社内で「今後の安定的な利益の創出を期待しているビジネス領域」との説明。ただし大手との差は相当に大きい。

図表1 インテルの四半期売上高(及び前年同期比)



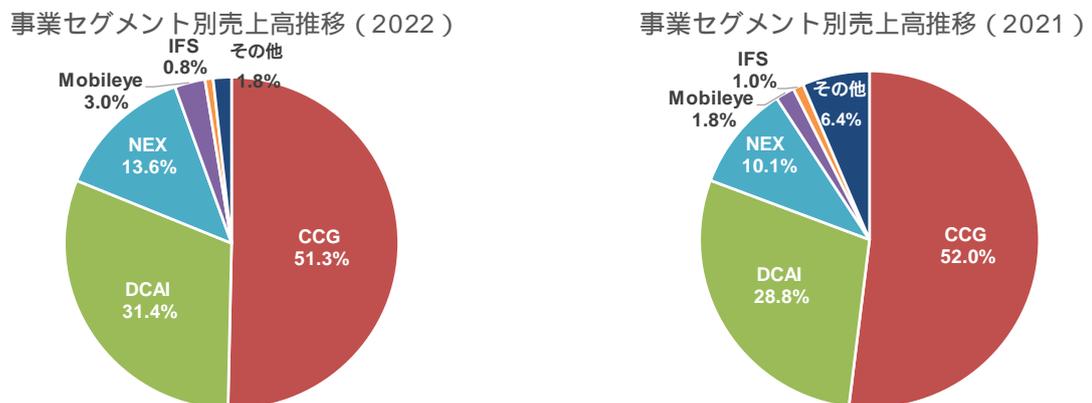
出所: インテル開示資料より5バリューアセットで作成

図表2 PC世界出荷台数の推移



出所: IDC 開示資料より5バリューアセットで作成

図表3 インテルの事業セグメント構成



出所: インテル開示資料より5バリューアセットで作成

## 世界の CPU 市場とインテルの市場シェアの状況

## [ポイント]

- CPU 市場における競合他社と比較した際のインテルの優位性を確認
- パソコンとサーバー処理用半導体ベースのシェアで見れば、インテルのシェアは70%と首位であるものの、2017年の90%からは大きくプレゼンスを落とした
- 収益性の高いサーバー向けプロセッサ市場では82%のシェアを誇り、優位性を維持している
- ファウンダリー事業は同社が2021年に開始した事業であり、増収トレンドを辿っていることから、市場でのプレゼンス拡大が期待される。ただし、上位企業に肩を並べる水準まで市場規模を伸ばすには、相当の追加的な設備投資も必要

CPU 市場はインテルとAMDの二社によってほとんど二分されている

AMDは増収増益トレンドを辿ってシェア拡大しているのに対し、インテルはシェアを縮小

収益性の高いサーバー向けプロセッサのシェア率については、インテルは82%を誇り優位性を維持

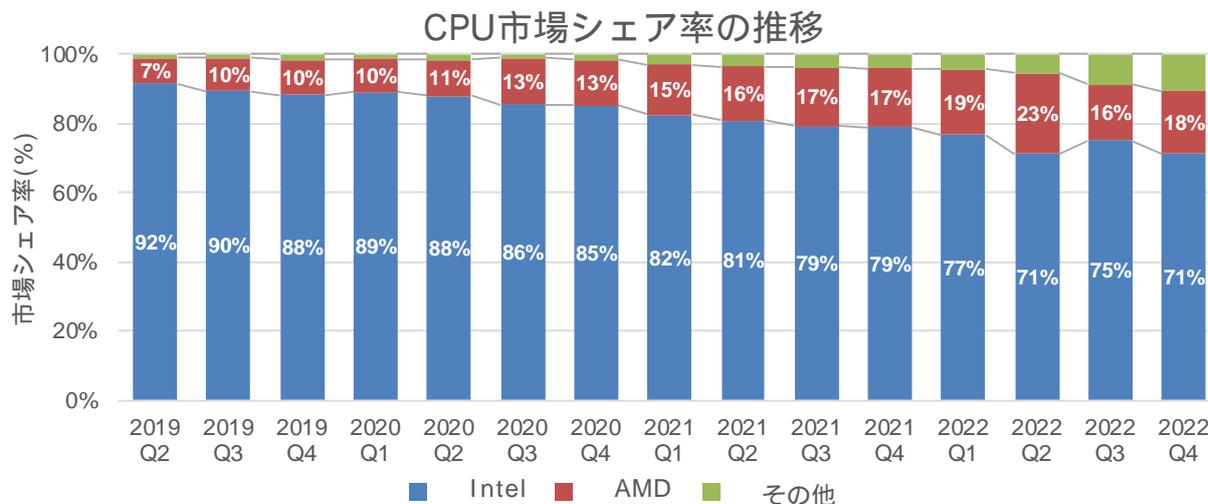
前章で確認の通り、インテルの売上高の過半は、CCG セグメント(パソコンおよびモバイル端末向け事業)による売上が占めている。そして、そのほかのうちの3割ほどをDCAI(クラウドサービス向け事業)が占めている。インテルの収益はPCなどコモディティ化された製品市場の影響を受ける一方で、中核部品の供給者として圧倒的な優位性を有している。一方で、CCG事業は供給者が限られるCPU市場において競争下にあり、プレゼンスに大きく左右される。以下では世界のCPU市場の動向と、メインプレイヤーのプレゼンスについて確認する。

図表4には、CPU市場における市場シェアの推移を示した。CPU市場は、インテルとAMDの2社によってほぼ二分されている。この二社のシェア明暗は分かれる結果となっており、AMDが好調に売上高を伸ばし続けてきた一方で、インテルは販売シェアが縮小し、売上高が落ち込んできた。

この2社間のトレンド差については、もともと価格競争力を武器にしてきたAMDに対し、インテルが2022Q3中に行った値上げの影響も大きく影響し、特にデスクトップ向けプロセッサの出荷台数の減少につながった。両社共にデスクトップ向けプロセッサの出荷台数が縮小したものの、出荷台数の減少幅はインテルの方が大きかったため、インテルの市場シェアはさらに圧縮される結果となった。ただし、収益性が高いサーバー向けプロセッサのシェアは、依然としてインテルが82%台で優位性を維持し続けている。

このように、インテルはCPU市場において一部セグメントで他社の追随を許している状態にあるものの、総合的な優位性は維持し続けている。各セグメントの売上高の減収トレンドも、主にはパソコン市場の圧縮の影響を受けたものであり、企業そのものの商品競争力が低下しているわけではない。

図表4 CPU市場の市場シェアの推移



出所: Bloomberg データより5バリュースセットで作成

ほとんどの事業セグメントの売上が減少傾向を継続する中、インテルでは新たな成長分野として2021年に立ち上げられた新規事業セグメントであるファウンダリー事業(半導体の代替製造事業)に大きな期待を示している。これは、中国への対抗策としてバイデン政権が進めている半導体製造のアメリカ化政策に期待している事業分野でもある。ただし、グローバルにファウンダリー事業を手掛ける主要企業は、いずれも巨額の設備投資を実施し、売上高も大きい。図表5市場にはFY2023 Q1におけるファウンダリー事業者の売上高上位10社を示した。インテルのFY2023 Q2における同事業の売上高は直前四半期対比で約2倍の2.3億米ドルと急増しており、その規模は上位10社にほぼ届いた水準となっている。一方で、上位6社と比較すると現時点ではまだ売上規模は小さく、上位企業に肩を並べる水準まで市場規模を伸ばすには、相当の追加的な設備投資も必要となる状況だ(図表5)。

図表5 ファウンダリー市場の売上高上位10社(2023Q1、単位:百万米ドル)

Ranking	Company	Revenue			Market Share	
		1Q23	4Q22	QoQ	1Q23	4Q22
1	TSMC	16,735	19,962	-16.2%	60.1%	58.5%
2	Samsung	3,446	5,391	-36.1%	12.4%	15.8%
3	GlobalFoundries	1,841	2,101	-12.4%	6.6%	6.2%
4	UMC	1,784	2,165	-17.6%	6.4%	6.3%
5	SMIC	1,462	1,621	-9.8%	5.3%	4.7%
6	HuaHong Group	845	882	-4.2%	3.0%	2.6%
7	Tower	356	403	-11.7%	1.3%	1.2%
8	PSMC	332	408	-18.7%	1.2%	1.2%
9	VIS	269	305	-11.8%	1.0%	0.9%
10	DB Hitek	234	292	-20.0%	0.8%	0.9%
Total of Top10		27,304	33,530	-19%	98%	98%

出所: TrendForce データより5バリュースセットで作成

### 3. インテルの業績状況

#### [ポイント]

- インテルの今期の2四半期(FY2023 Q1-Q2)決算:売上高は FY2023Q1 から増収となったものの、依然として営業利益、純利益共に赤字となっている。対前年比でも減収、営業減益。
- 売上高の約半分を、パソコンおよびモバイル端末向け事業(CCG)が占める。
- 同社の売上高の8割を占める CCG 事業と DCAI 事業はともにパソコン市場の需要の増減に影響されるため、PC への需要減退に連動して売上が前同期比でマイナスとなった。
- 売上高を地域別で見ると、中国が最も大きい売上構成比を占めている。
- 米国で導入された CHIPS 法によって、設備投資が加速される一方で中国への厳格な輸出規制が行われることから、売上に影響を受ける可能性がある。

#### P/Lと事業セグメント別の傾向

インテルの今期の2四半期(FY2023 Q1-Q2)決算:売上高は増収したものの、営業利益、純利益共に依然として赤字。対前年比でも減収、営業減益

全体として、増収増益トレンドに転じている

インテルでは、CCG セグメントの売上高の安定が、全社ベースでの利益構造の維持に重要

ここでは、直近までの損益計算書に基づき、インテルの収益力について確認する。前述の通り、同社のビジネスにおける収益の柱は CCG、DCAI、NEX、Mobileye、そして IFS の5つに分類することができる。同社ビジネスの損益状況について、これら5つのセグメントの状況と照らし合わせて確認していく。

インテルの今期の四半期(FY2023 Q2)における全社ベースの売上高は直前期より+1,234(百万米ドル)伸長して12,949(百万米ドル)となった。この結果、営業損益は依然として-1,106(百万米ドル)の赤字であるものの、赤字幅は452(百万米ドル)圧縮された。今期の売上高の増加は、主に CCG セグメントによるものであり、FY2022 Q3 に行われた値上げの影響で落ち込んでいた出荷台数が持ち直した形だ。ただし、同出荷増は教育市場向け製品が相対的に伸びたことに起因しており、単価の安い小型製品や旧世代製品の売り上げ構成比が高まったことから、前年同期比では減収となっている。この他、DCAI セグメントの減収はクラウドデータ市場の軟化による市場規模の縮小が、NEX セグメントの減収は顧客の購買行動の削減による製品ライン全体での需要減退が、それぞれ要因として挙げられる。

セグメント別にそれぞれの売上高の対前年変化率を比較すると、主力の2事業であるパソコンやタブレット端末などデバイス市場における需要増減が大きく影響する CCG、単価の下落が影響した DCAI では減収だった一方、その他のセグメントでは売上高は増収となっていた。

図表6 インテルの売上高推移・損益計算書(単位:百万米ドル)

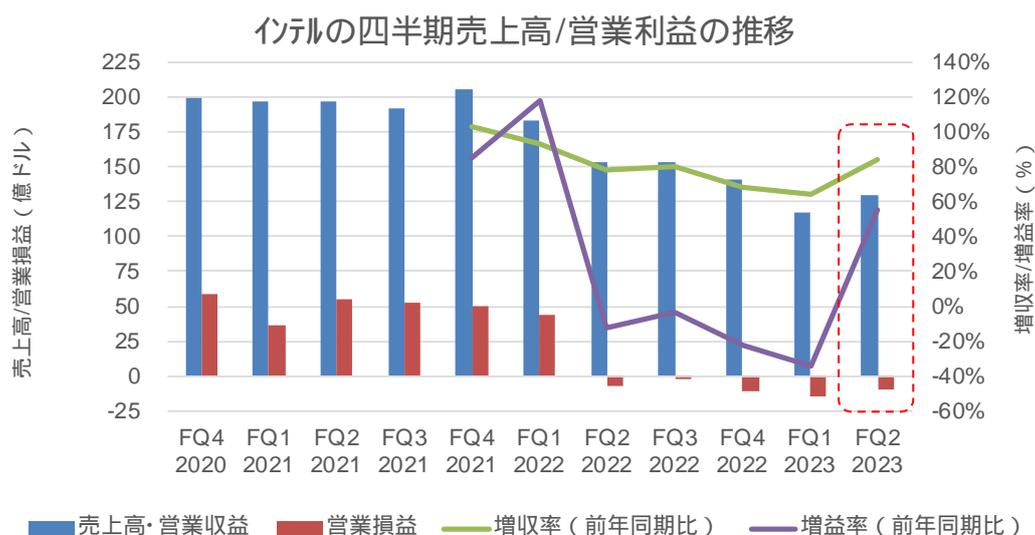
## [ 事業セグメント別売上高推移 ]

事業セグメント	四半期売上高					通年売上高				変化率
	FY2022Q2	FY2022Q3	FY2022Q4	FY2023Q1	FY2023Q2	FY2021		FY2022		
	売上高					売上高	(構成比)	売上高	(構成比)	
Client Computing Group(CCG)	7,678	8,129	6,644	5,767	6,780	41,081	52.0%	31,773	50.4%	-22.7%
Data Center and AI (DCAI)	4,696	4,255	4,420	3,718	4,004	22,774	28.8%	19,445	30.8%	-14.6%
Network and Edge (NEX)	2,210	2,133	1,927	1,489	1,364	7,665	9.7%	8,409	13.3%	9.7%
Mobileye	460	450	565	458	454	1,386	1.8%	1,869	3.0%	34.8%
Intel Foundry Services (IFS)	57	78	178	118	232	347	0.4%	469	0.7%	35.2%
All others	220	293	308	165	115	5,771	7.3%	1,089	1.7%	-81.1%
<b>売上高総計</b>	<b>15,321</b>	<b>15,338</b>	<b>14,042</b>	<b>11,715</b>	<b>12,949</b>	<b>79,024</b>	<b>100.0%</b>	<b>63,054</b>	<b>100.0%</b>	<b>-20.2%</b>

## [ 損益計算書 ]

損益計算書	FQ2 2022 2022/7/2	FQ3 2022 2022/10/1	FQ4 2022 2022/12/31	FQ1 2023 2023/4/1	FQ2 2023 2023/7/1	前年 同期比	FY2021 2021/12/25	FY2022 2022/12/31	年次 変化率
売上高・営業収益	15,321	15,338	14,042	11,715	12,949	-15.5%	79,024	63,054	-20.2%
売上原価	9,734	8,803	8,542	7,707	8,311	-14.6%	35,209	36,188	2.8%
売上総利益	5,587	6,535	5,500	4,008	4,638	-17.0%	43,815	26,866	-38.7%
販売費及び一般管理費	1,800	1,744	1,706	1,303	1,374	-23.7%	6,534	7,002	7.2%
+ 研究開発(R&D)	4,400	4,302	4,464	4,109	4,080	-7.3%	15,190	17,528	15.4%
営業費用	6,287	6,710	6,632	5,476	5,654	-10.1%	24,359	24,532	0.7%
営業損益	-700	-175	-1,132	-1,468	-1,016	45.1%	19,456	2,334	-88.0%
税引前損益(GAAP)	-909	-188	-796	-1,158	-816	-10.2%	21,703	7,768	-64.2%
法人税損益	-455	-1,207	-135	1,610	-2,289	403.1%	1,835	-249	-
純利益(GAAP)	-454	1,019	-664	-2,758	1,481	-	19,868	8,014	-59.7%
EBITDA	2,448	3,077	2,155	898	1,260	-48.5%	31,248	15,369	-50.8%

## [ 売上高・営業利益の推移 ]



出所: インテル開示資料より5バリュースセットで作成

### インテルの地域セグメント別売上高の傾向

売上高を地域別で確認すると、中国が最も大きい売上構成比を占める。シンガポールはFY2021から売上高を半分まで落とした

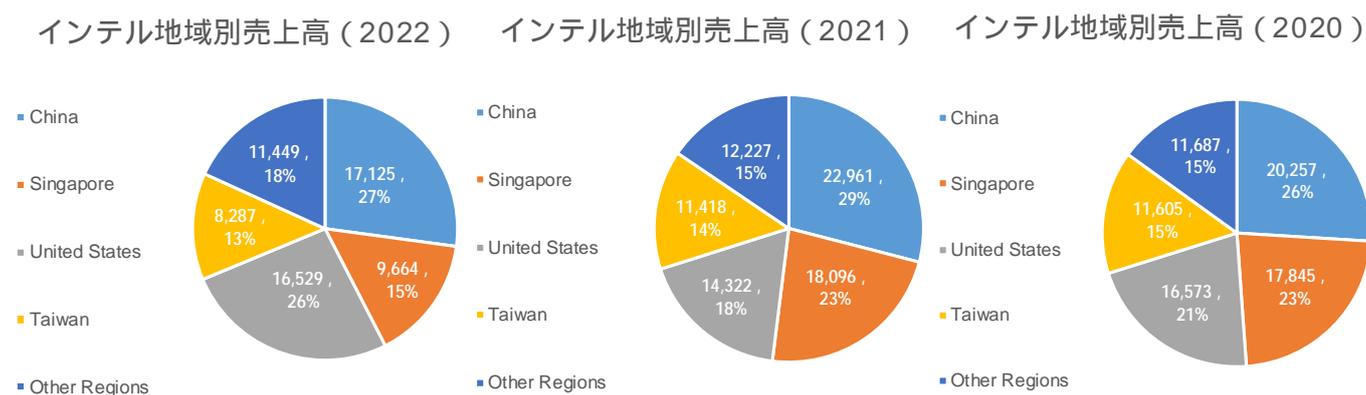
米国で導入されたCHIPS法によって、設備投資が加速される一方で中国への厳格な輸出規制が行われることから、売上に影響を受ける可能性がある

次に、インテルの地域別売上について確認し、同社のビジネスの特徴と、今後の見通しについて考える。インテルは、中国における売上高構成比が27%を占めている。FY2021までは、中国に続いてシンガポールが23%を占め、それに続いて米国が20%前後を占める地域構造となっていた。しかしFY2022では、シンガポールでの売上高が前年度の半分にまで落ち込んだため、米国内での売上高はさほど増えていないにもかかわらず、構成比は米国が二番手となった。台湾では安定的な売上を得ることができており、14%前後の構成比となっている。FY2022には、米国を除く全地域で減収傾向が見られ、特にシンガポールの減収が顕著であった。

地域セグメント別売上高から、インテルの売上高は中国に強く依拠していると捉えることができる。ここで重要となるのが、2022年の10月に打ち出されたバイデン政権によるCHIPS法である。CHIPS法では、半導体業界に対して約2,000億米ドルの民間投資が行われる予定であり、インテルはこれによって最先端半導体工場の建設費用100億ドルのうち約30億ドル分が軽減される予定である。しかし設備投資が加速される一方で、中国への厳格な輸出規制が行われる。この輸出規制は、先端半導体や積層技術や人材に対する規制は明言されているのに対し、CPUに対する規制は不透明要因が多く、中国での売上高構成比が高いインテルの利益構造が影響を受ける可能性がある。

シンガポールでの売上高の大幅な減少、そしてCHIPS法の導入による中国への輸出規制によって今後のインテルの地域別利益構造が減収を伴って変化していく可能性があり、一定の警戒する必要があると考えられる。

図表7 インテルの地域セグメント別売上高



出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成

## 4. インテルの財務状況

## [ポイント]

- インテルでは FY2023 上半期において、下記の通り全体的に財務指標の悪化傾向が継続している
  - (1) 自己資本比率が+2ポイント上昇し、56.3%に上昇した点はプラス
  - (2) ネット有利子負債は前年同期比で約1.5倍と急増
  - (3) 有利子負債の返済余力の指標であるネット有利子負債/EBITDA倍率は6.23倍まで悪化。格付けに対するマイナス方向の圧力につながる可能性がある

自己資本比率は50%台を保ち続けている。

ネット有利子負債は前年同期比で約1.5倍と急増

巨額の設備投資を財務キャッシュフローで穴埋めしていることで、ネット有利負債 EBITDA倍率が悪化

これによって信用格付けにもマイナス方向の圧力がかかる可能性が

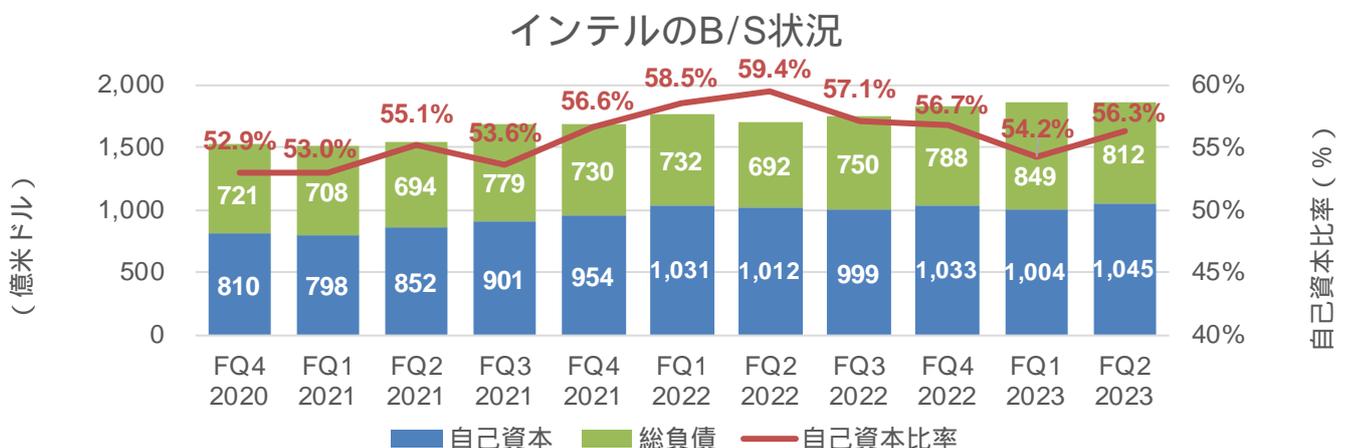
以下の図表8にはインテルの自己資本比率の推移を、図表9には有利子負債と手元流動性の推移を、図表10にはネット有利子負債 EBITDA倍率の推移を、それぞれ抜粋した。

自己資本比率は安定的に50%台を保ち続けている。FY2023Q1には負債の増加により若干落ち込んだものの、FY2023Q1からQ2にかけて有利子負債の圧縮を実施、自己資本の拡大もあって、自己資本比率も54.2%から56.3%まで回復し、ストックベースで見た財務の健全性は増していた(図表8)。

その一方でフロー指標との対比でみると、ネット有利子負債残高は前年同期比で約1.5倍と急増(図表9)する一方、EBITDAが大きく落ち込み続けており、既存債務の返済能力の低下が深刻化している。同社のネット有利子負債 EBITDA倍率はFY2023Q1から大きく上昇しQ2には6.23倍にまで昇った(図表10)。巨額の設備投資を財務キャッシュフローで穴埋めする形で継続していることが、同倍率の悪化の原因だ。既存事業が縮小する中、成長は期待できるものの多額の設備投資を要するファウンダー事業に取り組むことで、同社の信用格付けに対してマイナス方向の圧力がかかる可能性がある。

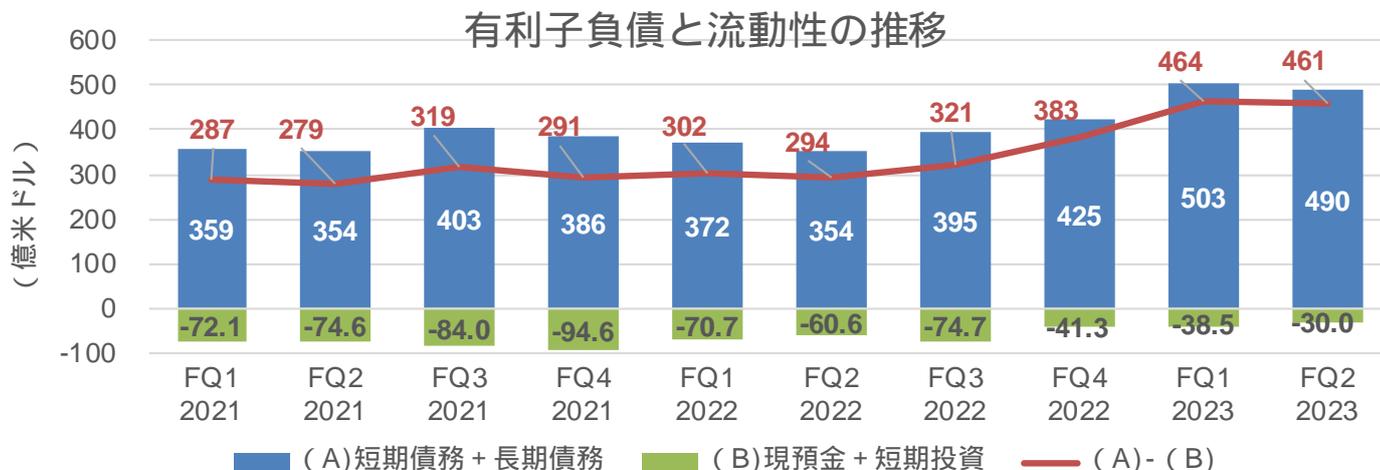
財務面での評価ポイントとしては、営業キャッシュフローはFY2023 Q1の赤字から黒転したが過去の水準よりは低い点があげられる。フリーキャッシュフローの赤字幅が縮小したのは投資活動によるキャッシュフローの圧縮による影響もあるが、今後の投資動向によっては財務(借入)への依存度はさらに高まりやすい状況だ。(図表11 下段)

図表8 インテルの自己資本比率の推移



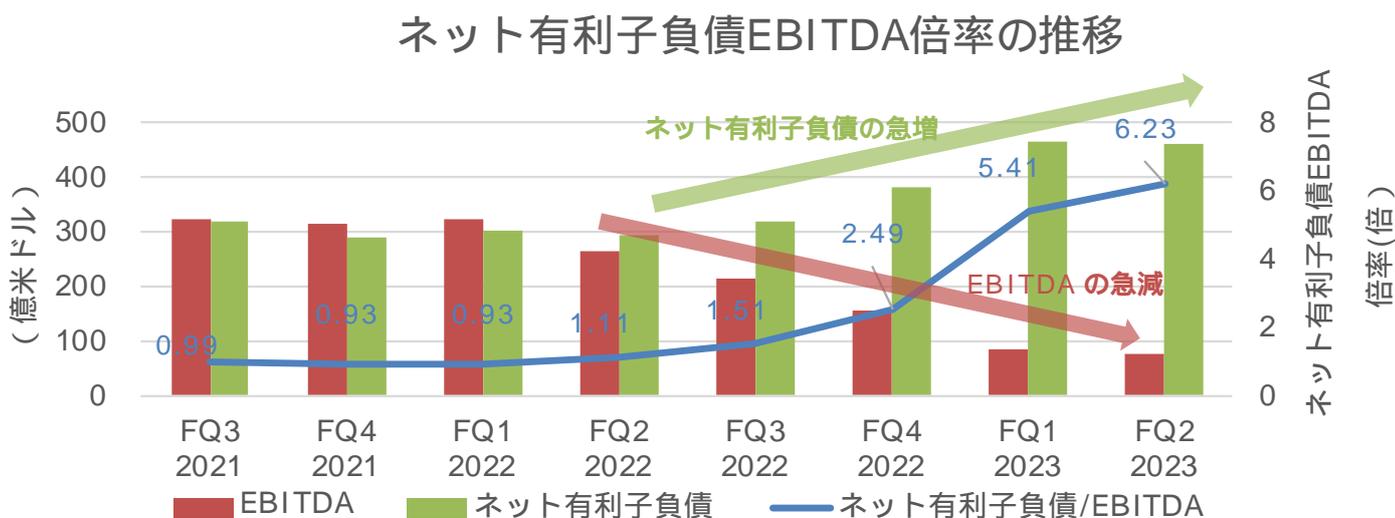
出所: インテル開示資料より5バリュアセットで作成

図表9 インテルの有利子負債と手元流動性の推移



出所: インテル開示資料より5バリュースセットで作成 (注) 図中では手元流動性をマイナスで、有利子負債をプラスで示している

図表10 インテルのネット有利子負債 EBITDA 倍率の推移



出所: インテル開示資料より5バリュースセットで作成 (注). EBITDA は直近4四半期の合計値を使用

図表 11 インテル貸借対照表・キャッシュフロー計算書 (単位:百万米ドル)

## [ 貸借対照表 ]

貸借対照表	FQ1 2022	FQ2 2022	FQ3 2022	FQ4 2022	FQ1 2023	FQ2 2023
	2022/4/2	2022/7/2	2022/10/1	2022/12/31	2023/4/1	2023/7/1
売掛金等合計	7,074	6,063	7,469	4,133	3,847	2,996
+ 現金及び現金同等物	6,215	4,390	4,529	11,144	8,232	8,349
+ 短期投資	32,481	22,654	18,030	17,194	19,302	15,908
手元流動性	7,074	6,063	7,469	4,133	3,847	2,996
+ 在庫	11,935	12,174	12,831	13,224	12,993	11,984
+ その他流動資産	4,863	5,307	6,404	4,712	3,940	4,119
<b>流動資産総額</b>	<b>62,568</b>	<b>50,588</b>	<b>49,263</b>	<b>50,407</b>	<b>48,314</b>	<b>43,356</b>
+ 固定資産純額	66,718	71,660	75,763	81,347	85,734	90,945
+ 総長期投資	10,280	10,376	10,437	10,463	18,087	10,473
+ その他固定資産	36,790	37,794	39,378	36,436	33,168	40,855
<b>資産総額</b>	<b>176,356</b>	<b>170,418</b>	<b>174,841</b>	<b>182,103</b>	<b>185,303</b>	<b>185,629</b>
<b>流動負債総額</b>	<b>29,322</b>	<b>27,218</b>	<b>27,813</b>	<b>32,155</b>	<b>27,393</b>	<b>27,180</b>
+ 短期債務	4,459	2,882	2,283	4,540	1,437	2,711
+ 買掛金	7,210	7,945	7,133	9,595	8,083	8,757
+ その他流動負債	0	0	0	(173)	0	0
+ 長期債務	32,788	32,548	37,240	37,920	48,836	46,335
+ 前受収益	0	0	0	0	0	0
<b>非流動負債総額</b>	<b>11,110</b>	<b>9,434</b>	<b>9,903</b>	<b>8,742</b>	<b>8,671</b>	<b>7,643</b>
<b>合計負債</b>	<b>73,220</b>	<b>69,200</b>	<b>74,956</b>	<b>78,817</b>	<b>84,900</b>	<b>81,158</b>
<b>自己資本合計</b>	<b>103,136</b>	<b>101,218</b>	<b>99,885</b>	<b>103,286</b>	<b>100,403</b>	<b>104,471</b>
<b>総資本(負債+資本)</b>	<b>176,356</b>	<b>170,418</b>	<b>174,841</b>	<b>182,103</b>	<b>185,303</b>	<b>185,629</b>

## [ キャッシュフロー計算書 ]

キャッシュフローの状況	FQ1 2022	FQ2 2022	FQ3 2022	FQ4 2022	FQ1 2023	FQ2 2023
	2022/4/2	2022/7/2	2022/10/1	2022/12/31	2023/4/1	2023/7/1
営業活動によるキャッシュフロー	5,891	809	1,030	7,703	(1,785)	2,808
投資活動によるキャッシュフロー	(4,797)	(7,049)	(7,299)	(1,248)	(7,413)	(5,888)
フリーキャッシュフロー	1,094	(6,240)	(6,269)	6,455	(9,198)	(3,080)
財務活動によるキャッシュフロー	(1,863)	(2,855)	3,683	2,343	7,394	117
現金及び現金同等物の期末残高	(769)	(9,095)	(2,586)	8,798	(1,804)	(2,963)

出所: インテル開示資料より5バリュアセットで作成

## 5. インテルの信用格付、及び社債の投資評価

### [ポイント]

- インテルの信用格付は、Moody's から A2 格、S&P からは A 格、Fitch からは A-格と高い信用能力は評価されているものの、全格付会社から 2023 年 2 月に 1-2 ノッチの格下げが実施されていた。全格付機関とも格付け見通しもネガティブとしている。  
弊社では、今後 1-2 年以内にインテルの信用格付けがさらに 1 ノッチ程度格下げされる可能性があるが A レンジには留まりやすいと考える。
- 投資対象としては、2 年以下もしくは 15 ~ 20 年の社債を推奨

インテルの発行体格付けは、3社ともA格ゾーンだが2023年2月に1-2ノッチの格下げが実施されていた

外部環境の影響による利益構造の先行きの不透明性、そして新事業の成長性の不透明性などが、格付け見通し「ネガティブ」に反映

以下の図表 12 には、インテルの信用格付(発行体格付)を示した。インテルは Moody's からは A2 格、S & P からは A 格、Fitch からは A 格と、相対的に高い発行体としての信用力評価を受けつつも、事業環境や経済状況の悪化の影響に対し格付機関毎に異なる評価が反映されている。各社とも財務健全性と収益性の低下可能性を反映し、2023 年 2 月に 1 ~ 2 ノッチの格下げを実施している。また、全格付機関共に発行体格付けの見通しを「ネガティブ」としている。

同社は 81% の売り上げを先進国から得ており、高い市場シェアと高い技術に基づいた製品が、同社の安定したビジネス基盤を支えている。一方で、売上高、営業利益、純利益等は長期にわたり減少傾向となっており、営業利益に関しては改善されたもののいまだ赤字が継続している。また、新たに米国で導入された CHIPS 法の影響で、今後の同社の利益構造は不透明性を抱えている。2021 年に立ち上げられた新事業 IFS についても、増収増益傾向ではあるものの、企業を支える事業として成長するまでの財務圧力の影響は不透明だ。

図表 12 インテルの発行体格付け一覧(2023/8/23 時点)

	発行体格付け		
	Moody's	S&P	Fitch
発行体格付け	A2	A	A-
格付け見通し	NEG	NEG	NEG

出所: インテル開示資料より 5 バリュースセットで作成

注: 海外格付けについては巻末の無登録格付けに関する説明書を参照していただきたい。

弊社では、今後 1-2 年以内にインテルの信用格付けがさらに 1 ノッチ程度格下げされる可能性があるが A レンジには留まりやすいと考える

投資対象としては、2 年以下もしくは 15 ~ 20 年の社債を推奨

以下の図表 14、15 には、インテル社債のスプレッドと利回りの期間構造を示した。同図表が示すとおり、2029/11/15 に満期を迎える予定の 5 年未満の社債ではスプレッドが大きく落ち込んでいる半面、5 年超の社債に関しては、長い年限をとった場合にも極端なスプレッドの増減は観測されず安定的であり、市場が長期的な視野で捉えた際に、インテルのビジネスや利益構造の悪化可能性に伴う潜在リスクを織り込んでいるようには見えない。

弊社では、今後 1-2 年以内にインテルの信用格付けがさらに 1 ノッチ程度格下げされる可能性があると考え。ただし、同社の信用力は圧倒的な市場シェアによって下支えされやすく、A レンジの格付けは維持されやすいものとみる。足元でスプレッドはタイト化しているものの絶対利回りは拡大しており、同社社債は有効な投資対象だ。ロールダウンも考えれば、

同社の社債は2年以下もしくは15~20年の社債投資の効用が相対的に高いと考える。インテルの20-30年の超長期債は、通信セクター債などよりビジネスモデルが構造的に安定した超長期社債に比べると、相対的な投資妙味に欠ける可能性がある。

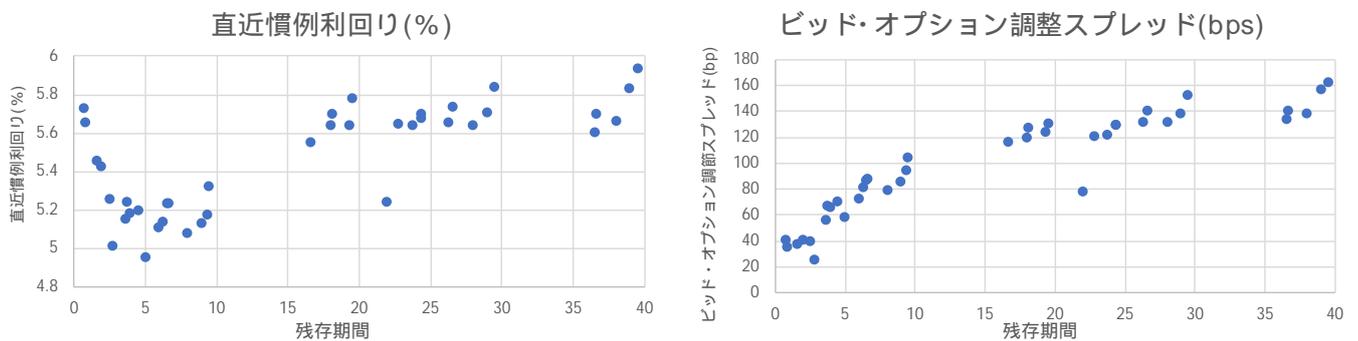
以上

図表 13 インテル社債の利回り/スプレッド例 (2023年8月25日時点)

ISINコード	満期	クーポン	残高 (百万米ドル)	通貨	S&P 格付	劣後債	コール可能	リス国	アスク・オプション・ビット・オプション調整		
									直近慣例 利回り	調整 スプレッド (bp)	調整 スプレッド (bp)
US458140BD13	2024/05/11	2.875	1,250	USD	A	N	Y	US	5.73	33.0	41.0
US458140BH27	2029/11/15	2.450	2,000	USD	A	N	Y	US	5.14	73.5	81.6
US458140AP51	2042/12/15	4.250	567	USD	A	N	N	US	5.64	107.9	124.3
US458140CB48	2052/08/05	4.900	1,750	USD	A	N	Y	US	5.71	133.6	138.6
US458140BX76	2061/08/12	3.200	750	USD	A	N	Y	US	5.67	134.7	138.6
US458140CC21	2062/08/05	5.050	900	USD	A	N	Y	US	5.83	146.7	156.4

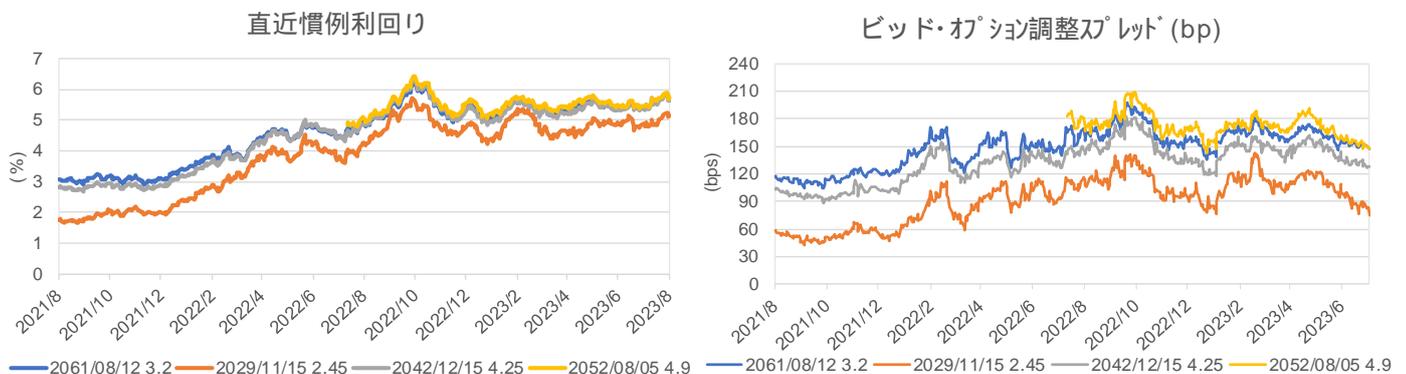
出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

図表 14 インテル社債の利回り/スプレッド・カーブ(2023年8月25日時点)



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

図表 15 インテル社債のスプレッド・利回り



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、誠実義務、利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

<p>ムーディーズ・インベスターズ・サービスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(<a href="https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx">https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx</a>))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。</p>	<p>S&amp;P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&amp;P グローバル・レーティング(以下「S&amp;P」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&amp;P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&amp;P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(<a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/index">https://www.spglobal.com/ratings/jp/index</a>)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」(<a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered">https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered</a>)に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について S&amp;P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものではなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。</p> <p>信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。</p> <p>S&amp;P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&amp;P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デュデリジエンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。</p>	<p>フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(<a href="https://www.fitchratings.com/ja">https://www.fitchratings.com/ja</a>)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(<a href="https://www.fitchratings.com/ja/regulatory">https://www.fitchratings.com/ja/regulatory</a>)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一セグメントの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。</p> <p>フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。</p>
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

この情報は、2022年8月10日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

## Disclaimer

本資料は、5VA が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

### 開示事項

本資料の作成及び配布は5バリューアセット株式会社（以下、5VA）が行っております。

5VA では調査部門の活動（リサーチレポート作成、リサーチ情報の伝達を含む）に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチレポートが公開される前後3か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

### アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト（以下、同アナリスト）は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

### 免責事項

本資料内で5VA が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性を客観的に検証しておりません。本資料内で5VA 以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について5VA は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

5VA は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証も表明しておりません。また、5VA は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において5VA が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。5VA では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、5VA は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、5VA では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。5VA は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況) についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあり得ます。5VA では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、5VA 及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と5VA 並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることにご注意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。  
間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、5VA では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright 5VA Co., Ltd. All rights reserved.

本資料は5VAの著作物であり、著作権法により保護されております。

5VAの書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1丁目4-1  
丸の内永楽ビルディング 20階  
5バリューアセット株式会社 調査部  
(金融商品仲介業者 近畿財務局第437号)

この書面は金融商品仲介業者（以下、弊社）が所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し、広告又は広告類似配布物をお客様にお渡しする場合と一緒にお渡しする書面です。お取引前に下記内容をご理解くださいますよう、お願い申し上げます。

広告等補完書面（金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示

金融商品仲介業者の商号 **5バリューアセット株式会社**  
 登録番号：近畿財務局長（金仲）第 437 号  
**楽天証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号**  
 加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、  
 一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会  
**東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号**  
 加入する協会：日本証券業協会一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融  
 商品取引業協会、一般社団法人日本 STO 協会  
**マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号**  
 加入する協会：日本証券業協会一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人金融  
 先物取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会、一般社団法人  
 投資顧問業協会

【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む。）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます。）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます。）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等（上記記載）の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

(202204\_159) (2016年5月) 0390900204