

# インテル(MDY:A3、S&P:A-、Fitch:BBB+)の事業概要と 同社のクレジット投資評価アップデート

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、FY2024 Q2(2024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 (CGG) 事業、そして3割前後を Data Center & AI(DCAI)が占める。
- 3. 世界のCPU市場とインテルの市場シェアの状況** p.5
  - 顧客向け x86 CPU のシェアで見れば、インテルのシェアは79.4%と首位であるものの、AMDの追随により減少傾向が続いている。
  - サーバー向け CPU 市場では、アクセラレーションコンピューティングの台頭により x86 CPU のシェアが弱体化し、インテルのシェアも縮小傾向にある。
  - CHIPS プラス法による政策支援を受け期待が高まるファウンドリー事業への本格的な参入を図っているものの、競合となる TSMC やサムスンとの差は依然大きい。
- 4. インテルの業績・財務状況** p.9
  - FY2023における連結売上高は、PC やサーバー等の需要が減退したことで、前年比-14.0%の2桁減収であった。営業利益はトップラインの減少に伴い、-98.8%と大幅な減益となった。
  - 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おり、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。
- 5. インテルの財務状況** p.13
  - EBITDA の減少とネット有利子負債の増加により、ネット有利子負債/EBITDA 倍率は9.82倍にまで高まっているが、潤沢な手元流動性により支払能力を担保。
  - フリーキャッシュフローは、設備投資がかさんでいることでマイナスが続いており、今後もファウンドリー事業の成長の追求により改善が見込みにくい。
- 6. インテルの信用格付、及び社債の投資評価** p.16
  - インテルの信用格付は、Moody's から A3 格、S&P からは A-格、Fitch からは BBB+格と相対的に高い信用評価。ただし、2024年に全社から1ノッチの格下げ。
  - 短期的にはA格が維持されやすいが、長期的にはさらなる格下げの可能性も。
  - ファウンドリー事業への公的支援は、インテルの絶対的なデフォルト・リスクを抑制する一方で、債務拡大による将来的な格下げ要因にもなり得る。
  - 投資対象としては、2年以下もしくは15~20年のインテル社債を推奨。
  - インテルの長期債は、特有のリスク特性を十分に理解した上で投資を行う必要性。

## 5バリューアセット アナリスト・レポート

## インテル(MDY:A3、S&amp;P:A-、Fitch:BBB+)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、FY2024 Q2(2024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。

- FY2023(2023年度)は2023年1月1日から2023年12月末まで、FY2024(2024年度)は2024年1月1日から2024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、Q1が1~3月末、Q2が4~6月末、Q3が7~9月末、そしてQ4が10~12月末として記載される。

## 2. 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である。
- 総売上高の約半分(54%)を PC/モバイル向け CPU(CCG)事業、約 30%をクラウドサービス事業者向け(DCAI)事業が占めている。
- Intel Foundry(ファウンドリー事業)以外のセグメントは、それぞれ世界的な PC やタブレット端末、データセンター、サーバー等の最終製品の需要に業績が連動している。

### ① インテルの事業概要とセグメント

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。インテルの事業セグメントを下表に示した。同社の事業セグメントは、主に CPU の設計・開発等の製品事業を展開する“Intel Products”、社内外の半導体を提供する製造事業を展開する“Intel Foundry”、上場子会社の Altera と上場予定の子会社 Mobileye が属する“All other”の 3 セグメントから構成される。

事業セグメント	概要
<b>Intel Products</b>	CPUの設計と開発、顧客向けの関連ソリューション提供
Client computing Group(CCG)	パソコン・モバイル端末向けCPU事業
Data Center and AI(DCAI)	クラウドサービス事業者・企業へのソリューション提供
Network and Edge(NEX)	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
<b>Intel Foundry</b>	商用ファウンドリー(半導体の代替製造)の提供
<b>All other</b>	上場・上場予定子会社など
Altera	FPGA製造・販売
Mobileye	自動運転及び運転支援に関するサービスの提供

同社は、FY2024 Q1 に事業セグメントの再編を行った。主要な事業セグメントの変更点として、ファウンドリー機能(製造部門)を分離し、新たに独立した Intel Foundry という会計基準を満たす事業セグメントとして設けたことである。インテルは、「Internal Foundry Model」という指針を掲げており、ファウンドリー事業の強化を図っている。

今回のセグメントの再編により、製品部門と製造部門が分かれそれぞれに独立採算制が適用されたことで、従前製造部門は社内向け製造にリソースのほとんどを割いていたものの、収益性の追求が可能となり、社外の製造を自由に受注できる体制を整えることとなった。インテルは今後、ファウンドリー事業へインオーガニックな成長も見据えさらなる投資を行いながら参入を進めている。

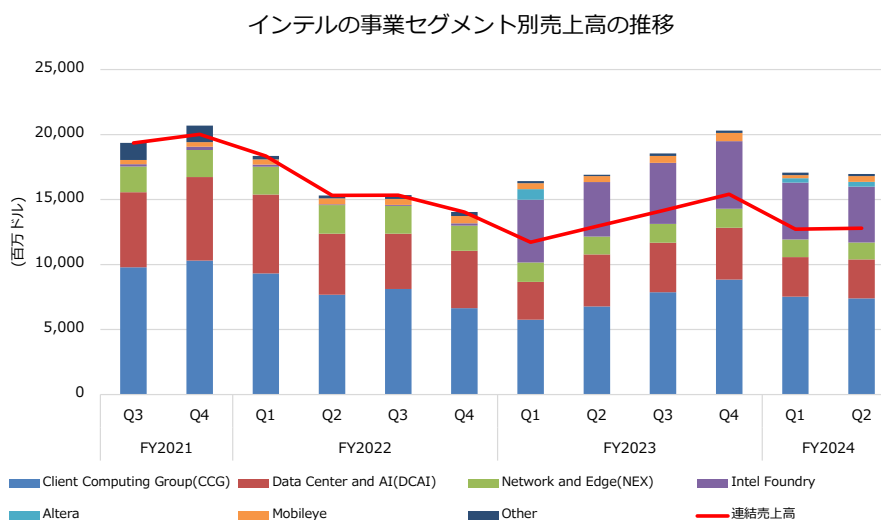
同時に、製品部門においても、社内のファウンドリーでする必要はなくなり、TSMC や Samsung といった外部のファウンドリーに製造の委託が可能となった。これにより、性能を追求した最先端の製造プロセスを自社で開発することなく使用することができ、開発コストの削減と時間の削減を実現できる。現に、インテルは次世代のモバイル向け CPU の生産を TSMC に委託を行っている。

以上のように、長年半導体の微細化開発に遅れを取ってきたインテルは、垂直統合型のビジネスモデルからの脱却を進め、一旦は最先端プロセスを外部に移行をし、時間を稼ぎながら同時に社外向けファウンドリー事業の強化を図るという戦略がとられている。

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 FY2023 Q1 にかけて、全体的に減収が継続。ただし FY2023 Q2 から Q4 には PC 出荷台数の増加に伴い増収。FY2024 Q1 には減収したものの、Q2 には PC 出荷台数の回復に伴い再度増収に転じた。
- インテルの売上高の半分を CPU 製造事業である Client Computing (CCG)、約 30% を Data Center and AI (DCAI)、約 10% を Network and Edge (NEX) が占め、合わせてインテルの製品事業である Intel Products の約 80% と大半を占める。
- Client Computing (CCG) は、直近四半期 (FY2024 Q1) にパソコン市場の縮小に連動する形で収益が減少。FY2023 Q2 から Q4 にかけてはパソコン出荷台数の増加に伴い増収が続いた。
- Data Center and AI (DCAI) は、FY2021 から FY2023 Q1 にかけてデータセンター市場の後退や、新たに低単価で高性能な AMD のサーバー向け CPU が投入されたことでシェアを一部落としたことにより、売上高が減収傾向となった。FY2023 Q2 から Q4 にはデータセンター市場の回復により売上は増収に転じたものの、FY2024 Q1 にはデータセンターの減少による需要の後退により前期比で減収に転じた。
- Network and Edge (NEX) は製品ライン全体での売上高の減収傾向。
- Intel Foundry は FY2024 Q1 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が期待しているビジネス領域。ただし大手との差は相当に大きい。

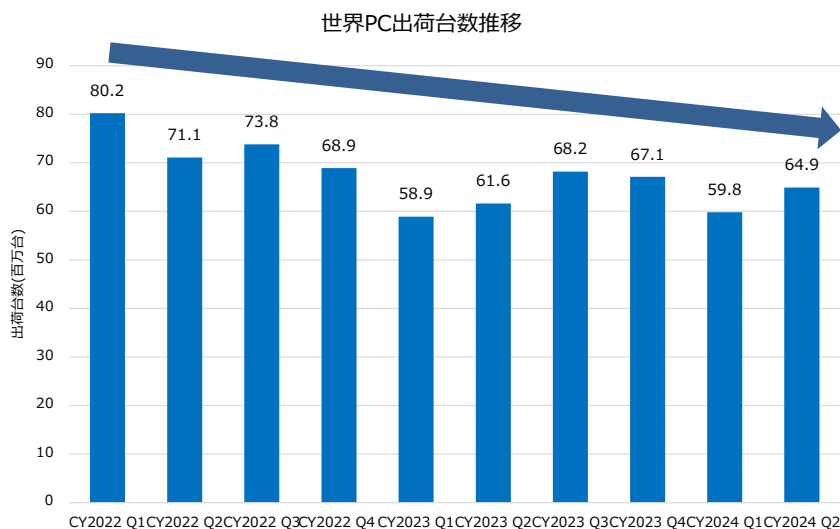
図表1 インテルの四半期売上高(及び前年同期比)



出所: インテル開示資料より5バリューアセットで作成

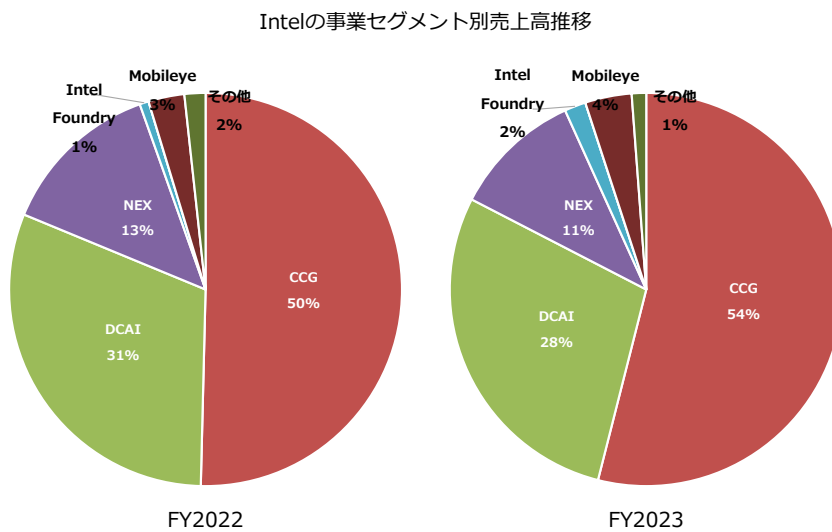
注: FY2023 Q1 と FY2024 Q1 の Intel Foundry の売上高には社内向け製造の売上が含まれており、連結消去として相殺される。

図表 2 PC 世界出荷台数の推移



出所: IDC レポートより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

### 3. 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する。
- 顧客向け x86 CPU のシェアで見れば、インテルのシェアは 79.4%と首位であるものの、AMD の追随により縮小傾向が続いている。
- サーバー向け CPU 市場では、アクセラレーションコンピューティングの台頭により x86 CPU のシェアが弱体化し、インテルのシェアも縮小傾向にある。
- CHIPS プラス法による政策支援を受け期待が高まるファウンドリー事業への本格的な参入を図っているものの、競合となる TSMC やサムスンとの差は依然大きい。

#### ① 世界の CPU 市場の概況とインテルの市場シェア

x86 CPU 市場はインテルと AMD の二社によって二分されている

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

サーバー向け CPU 市場における x86 CPU 市場の弱体化によりインテルはシェアを縮小

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 CPU 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(データセンター向け CPU 設計開発などの製品事業)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最終製品市場の影響を受ける一方で、PC の中核部品である CPU の供給者として、特に PC やサーバーに使われる x86 CPU 市場において圧倒的な優位性を有している。一方で、x86 CPU を市場に供給しているのはほぼインテルと AMD の 2 社のみであり、そのシェアは製品の性能や価格に影響を強く受けやすい。

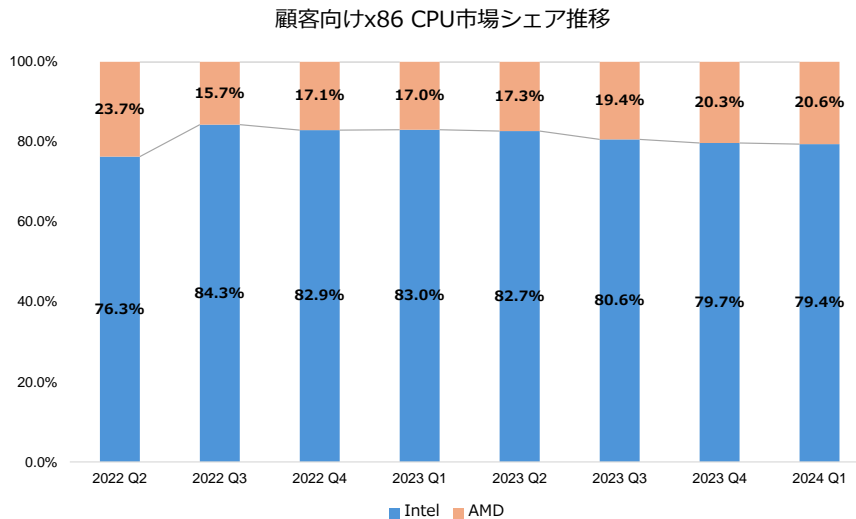
図表 4 には、ノートパソコン、デスクトップパソコン、サーバー向け等すべての x86 CPU 市場における市場シェアの推移を示した。x86 CPU 市場においては、直近四半期(FY2024 Q1)で 79.4%と依然高いシェアを有しているものの、徐々に AMD にシェアを奪われ続け、少しずつシェアが減少傾向にある。

従来の x86 CPU 市場では、低価格であることのみが強みであり性能においては劣る AMD に対し、インテルが優位に立っていた。しかし、近年 AMD が「Ryzen」や「EPYC」といった、インテルよりも価格比での性能で勝る CPU を市場に投入したことで、費用対効果を重視する顧客から支持を受けシェアを徐々に拡大を続けてきたことで、インテルのシェアは縮小傾向にある。特に、より性能が重視される市場においてはシェアの縮小が顕著であり、FY2024 Q1 のデスクトップ PC 向け x86 CPU 市場では 76.1%、サーバー向け x86 CPU 市場では 76.4%と、x86 CPU 市場全体でのシェアよりも低くなっている。一方、電力性能が重視されるノートパソコン等のモバイル向け x86 CPU 市場においては、電力性能がより優れるインテルのシェアは 80.7%と、他の市場と比較すると高いシェアを維持できている。

しかし、近年 x86 CPU 市場は縮小が続いており、特に高度な演算処理を必要とするサーバーやデータセンター向け製品で顕著となっている。サーバーやデータセンターの演算処理装置には、x86 CPU ではなく、よりデータの処理が高速な GPU や FPGA などによって代替され、CPU に演算性能は求められなくなりつつある。CPU はより安価な AWS の ARM CPU や中国製の CPU がシェアを奪い、x86 CPU は弱体化が進み、サーバーやデータセンター向け演算処理装置市場全体におけるインテルのシェアも縮小傾向にある。

このように、インテルは一部セグメントで他社の追随を許しているものの、x86 CPU 市場においては、パソコン向け CPU を中心に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、インテルそのものの商品競争力が大幅に低下しているわけではない。

図表 4 x86 CPU 市場の市場シェアの推移



出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成

## ② ファウンドリー事業への参入

インテルは垂直統合型のビジネスモデルに強みを持っていたものの、近年は他社に遅れを取っている

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ドリー事業(半導体の代替製造事業)に大きな期待を示している。ファウンドリーとは、実際に半導体の生産を行う工場や企業のことを指す。従前のインテルの特徴的な点として、半導体の設計・開発と製造までをすべて自社で行う垂直統合型のビジネスモデルが取られていたことにある。このようなビジネスモデルにより、半導体の製造のすべてを自社で完結することができ、原価を抑えながら半導体の性能を追求できることに大きな強みを持っていた。しかし、半導体の性能の向上や収益性の向上に必要となる微細化においては、近年 TSMC 等の専門ファウンドリーや Samsung などに遅れを取っていることが課題となっていた。この結果、インテル自身も、次世代の CPU・GPU を自社での生産を断念し、最先端生産プロセスを備える TSMC に生産の委託を行っている。

米国の主力な半導体企業の多くはファブレス企業で、製造を米国外に依存していることに懸念が高まった

図表 5 には FY2023 Q4(2023 年 10 月～12 月末)と FY2024 Q1(2024 年 1 月～3 月末)におけるファウンドリー事業者の社外向けファウンドリー事業の売上高上位 10 社とそのシェアを示した。上位 10 社のうち、アメリカの企業は 5 位の GlobalFoundries のみとなっている。アメリカの主力な半導体企業である NVIDIA、Qualcomm、AMD 等は半導体ファウンドリーを備えないファブレス企業であり、その生産のすべてを他のファウンドリーに依存している。こ

これらの企業は、世界をリードする最先端の半導体デバイスの設計・開発を行っているものの、これらの生産のほとんどが台湾の TSMC と韓国の Samsung などに依存しており、その生産拠点多く米国外に置かれている。新型コロナウイルス以降、深刻な半導体不足の煽りもあり、国防等も含めた国家戦略上非常に重要な半導体の製造をアジア、特に中国による潜在的な地政学的リスクの大きい台湾へ依存しすぎていることに懸念が高まった。

CHIPS 法の成立で、半導体製造の米国回帰政策が取られ、インテルもファウンドリー事業に政策支援を受ける

このような背景の中、トランプ前政権下の 2021 年 1 月に成立した、国防関連の予算や政策、軍の運用に関する事項を定める法律である国防授權法において成立した法律を CHIPS 法と呼ぶ。同法の一部に含まれる形で、バイデン政権下の 2022 年 8 月に成立した CHIPS 及び科学法 (通称 CHIPS プラス法) を通じて、「商務省は半導体の製造、組立、検査、先端パッケージング、または研究開発に関する米国内の施設や装置への投資を促すために、資金援助プログラムを立ち上げる」と国内半導体製造に対する連邦資金の付与が明記された。この資金援助プログラムは、5 年間で連邦政府機関の基礎研究費に約 2,000 億ドル、国内の半導体製造能力の強化に約 527 億ドルを充てることと決定している。毎年度の国防予算の大枠を定める国防授權法の中に、半導体産業の振興が盛り込まれたことは、半導体産業がそれだけ国防と密接に関わっていることを意味する。インテルもこの資金援助プログラムの対象となり、2024 年 3 月に米国における半導体製造拠点拡大に向けて米国政府から最大 85 億ドルの支給を受けることが発表されており、加えて 110 億ドルの融資資格も得る見込みである。

インテルのファウンドリー事業の規模は、上位の企業と大差をつけられており、追いつくためには相当な技術開発・設備投資が必要な状況

上記のような半導体製造の米国内への回帰政策において、ファウンドリー事業は期待されている事業分野でもある。しかし、グローバルにファウンド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。インテルの直近四半期 (FY2024 Q1) におけるファウンドリー事業の売上高は、社内の製造も含むと 43.7 億ドルであり、製造の規模のみで見れば、Samsung を上回る水準となる。しかし、社外向けの製造では、およそ 2~3 億ドル程度と、上位 10 社にほぼ届いた水準ではあるものの、上位 6 社と比較すると現時点ではまだ売上規模は小さい。自社向けの製造にほとんどのリソースが割かれている中、このような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だけでなく、Samsung や TSMC などの最先端製造プロセスを備えたファウンドリーに比肩するような技術開発を行う必要がある状況である (図表 5)。



図表5 ファウンドリー市場の売上高上位10社(CY2024 Q1、単位:百万米ドル)

順位	企業	売上高			市場シェア	
		CY2024 Q1	CY2023 Q4	前期比	CY2024 Q1	CY2023 Q4
1	TSMC	18,847	19,660	-4.1%	61.7%	61.2%
2	Samsung	3,357	3,619	-7.2%	11.0%	11.3%
3	SMIC	1,750	1,678	+4.3%	5.7%	5.2%
4	UMC	1,737	1,727	+0.6%	5.7%	5.4%
5	GlobalFoundries	1,549	1,854	-16.5%	5.1%	5.8%
6	HuaHong Group	673	657	+2.4%	2.2%	2.0%
7	Tower	327	352	-7.1%	1.1%	1.1%
8	PSMC	316	330	-4.2%	1.0%	1.0%
9	Nexchip	310	308	+0.6%	1.0%	1.0%
10	VIS	306	304	+0.7%	1.0%	1.0%
上位10社合計		29,172	30,489	-4.3%	96%	95%

出所: TrendForce レポートより5バリューアセットで作成

#### 4. インテルの業績状況

##### [ポイント]

- インテルの売上の約半分を占める CCG と約 3 割を占める DCAI はともに最終製品であるパソコンやサーバーの需要の増減の影響を強く受け、同社の業績も連動している。
- FY2023 における連結売上高は、PC やサーバー等の需要が減退したことで、前年比 -14.0%の2桁減収であった。営業利益はトップラインの減少に伴い、-98.8%と大幅な減益となった。
- 売上高を地域別でみると、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。

##### ① P/L と事業セグメント別の傾向

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 から構成される Intel Products、Intel Foundry、子会社 Altera・Mobileye を含む All Other の 6 ビジネスライン、3 セグメント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。

インテルの売上の約半分を占める CCG と約 3 割を占める DCAI はともに最終製品であるパソコンやサーバーの需要の増減の影響を強く受け、同社の業績も連動

FY2023 における連結売上高は前年比-14.0%の2桁減収、営業利益はトップラインの減少に伴い、-98.8%と大幅な減益

##### [売上高;FY2023 通期]

インテルの FY2023 における連結の通期売上高は、前年(FY2022)比-14.0%減収の 542 億ドルであった。パソコン市場全体で需要が低下し、ノートパソコン、デスクトップともに出荷台数が減少したことで CCG が前年比-7.9%の減収となった影響が大きい。また、ノートパソコン向け CPU ではローエンド製品の出荷割合が高かったため、平均販売価格が減少したことも CCG の減少に影響を与えた。この他、データセンター市場の軟化によるサーバー数の減少により DCAI が前年比-20.2 の減収となった影響も大きい。

##### [売上高;FY2024 Q2]

インテルの直近四半期(FY2024 Q2)における連結の売上高は、前期(FY2024 Q1)比+0.6%増収、前年同期(FY2023 Q2)比-1.2%減収の、128 億ドルであった。前期比では、Mobileye を除くすべてのビジネスラインで減収となり、Mobileye の+84.1%の増収と相殺した。前年同期比では、PC 出荷台数の増加により、CCG は前年同期比+9.3%と増収となったものの、サーバー・データセンター市場の後退による DCAI の減収(前年同期比-24.0%)などが相殺し、連結で-1.2%の減収となった。

## [営業損益;FY2023 通期]

インテルの FY2023 における連結の営業損益は、前年(FY2022)比-98.8%減益の 3,100 万ドルであった。研究開発費等の販管費、営業費用等のコストは前年比で減少したものの、トップライン(売上高)の-14.0%の大幅な減収が上回り、前年比で大幅な減益となった。

## [営業損益;FY2024 Q2]

インテルの直近四半期(FY2024 Q2)における連結の営業損益は、前期(FY2024 Q1)比で 12.4 億ドルの赤字幅増加、前年同期(FY2023 Q2)比で 9.4 億ドルの赤字幅増加となり、-19.6 億ドルの損失となった。前期比では、トップラインの大幅な減収や、研究開発費等の営業費用の増加が影響した。前年同期比では、トップラインは微減ではあったものの、研究開発費を中心に営業費用等のコストの増加もあり、黒字化には至らず赤字が拡大した。

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]

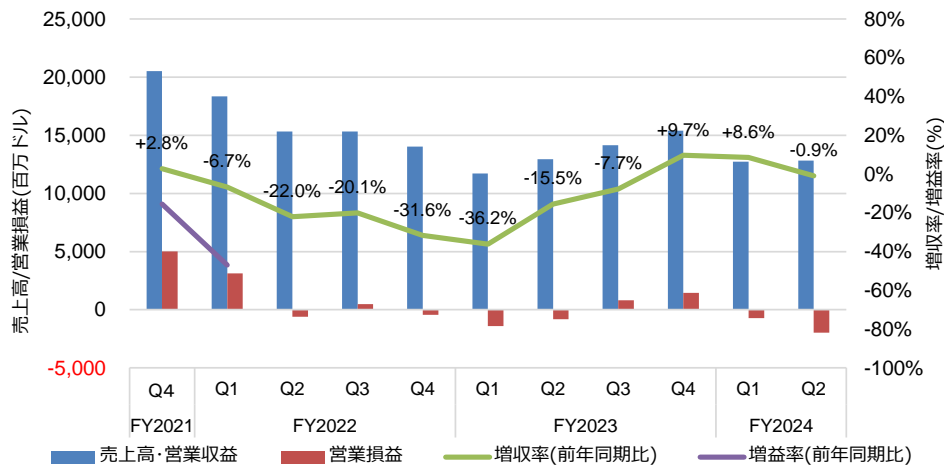
事業セグメント	四半期売上高					通年売上高				変化率
	FY2023 Q2	FY2023 Q3	FY2023 Q4	FY2024 Q1	FY2024 Q2	FY2022		FY2023		
	売上高					売上高	(構成比)	売上高	(構成比)	
Intel Products	12,148	13,131	14,300	11,933	11,799	59,627	94.6%	50,553	93.2%	-15.2%
Client computing Group(CCG)	6,780	7,867	8,844	7,533	7,410	31,773	50.4%	29,258	54.0%	-7.9%
Data Center and AI(DCAI)	4,004	3,814	3,985	3,036	3,045	19,445	30.8%	15,521	28.6%	-20.2%
Network and Edge(NEX)	1,364	1,450	1,471	1,364	1,344	8,409	13.3%	5,774	10.6%	-31.3%
Intel Foundry	4,200	4,700	5,200	4,369	4,320	469	0.7%	952	1.8%	103.0%
All other	569	716	815	775	968	2,958	4.7%	2,723	5.0%	-7.9%
Altera	-	-	-	342	361	-	-	-	-	-
Mobileye	454	530	637	239	440	1,869	3.0%	2,079	3.8%	11.2%
Other	115	186	178	194	167	1,089	-	644	1.2%	-40.9%
売上高総計	12,949	14,158	15,406	12,724	12,800	63,054	100.0%	54,228	100.0%	-14.0%

[損益計算書]

損益計算書	FY2023 Q2	FY2023 Q3	FY2023 Q4	FY2024 Q1	FY2024 Q2	前年	FY 2022	FY 2023	年次
	2023/7/1	2023/9/30	2023/12/30	2024/3/30	2024/6/29	同期比	2022/12/31	2023/12/30	変化率
売上高・営業収益	12,949	14,158	15,406	12,724	12,833	-0.9%	63,054	54,228	-14.0%
売上原価	8,311	8,140	8,359	7,507	8,286	-0.3%	35,949	32,517	-9.5%
売上総利益	4,638	6,018	7,047	5,217	4,547	-2.0%	27,105	21,711	-19.9%
販売費及び一般管理費	1,374	1,340	1,617	1,556	1,329	-3.3%	7,002	5,634	-19.5%
+ 研究開発(R&D)	4,080	3,870	3,987	4,382	4,239	+3.9%	17,528	16,046	-8.5%
営業費用	5,454	5,210	5,604	5,938	6,511	+19.4%	24,530	21,680	-11.6%
営業損益	-1,016	808	1,443	-721	-1,964	赤字増	2,575	31	-98.8%
税引前損益(GAAP)	-816	-52	2,788	-719	-2,004	赤字増	7,768	762	-90.2%
法人税損益	-2,289	-362	128	-282	-350	赤字減	-249	-913	266.7%
純利益(GAAP)	1,473	297	2,669	-381	-1,654	赤字増	8,014	1,689	-78.9%
EBITDA	1,460	3,255	3,956	1,830	605	-58.6%	15,610	9,633	-38.3%

[売上高・営業利益の推移]

インテルの四半期売上高/営業利益の推移



出所: インテル開示資料より5バリュアセットで作成

## ② インテルの地域セグメント別売上高の傾向

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

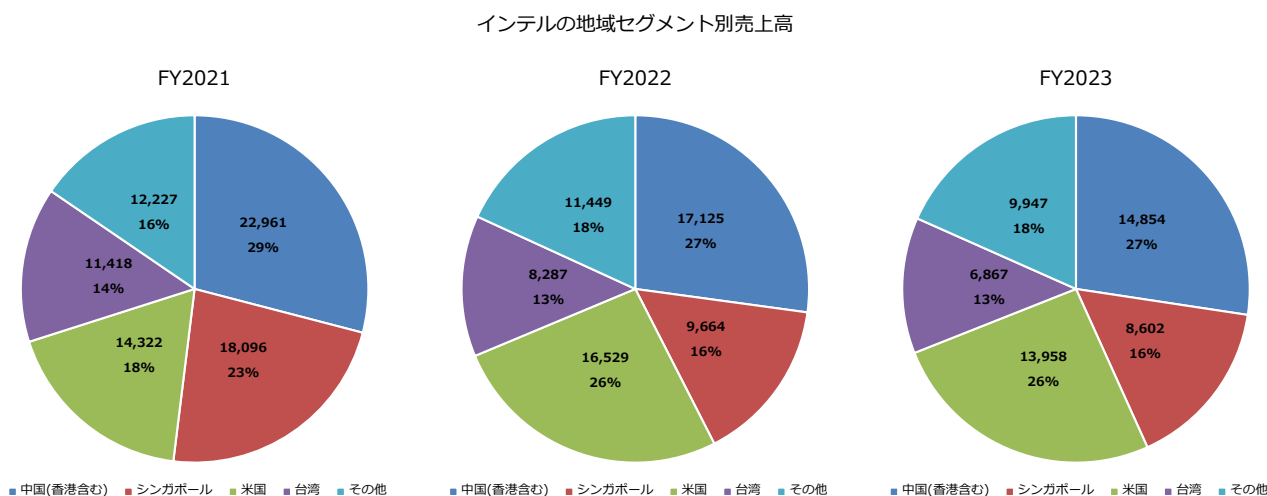
米国で導入された CHIPS 法によって、設備投資が加速される一方で中国への厳格な輸出規制が行われることから、売上に影響を受ける可能性がある

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、FY2023 において中国の売上高構成比が 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 には、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。FY2023 には、各地域で減収となり構成比に変化はなかった。

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 プラス法に基づく対中半導体輸出規制である。先述のとおり、CHIPS プラス法では、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補助金を得ることで米国内における半導体製造拠点拡大に係る負担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、一定の警戒を払う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: インテル開示資料より5バリュアセットで作成

## 5. インテルの財務状況

### [ポイント]

- インテルでは FY2023 以降、負債の圧縮により自己資本比率は改善傾向にあり、FY2024 Q1 における自己資本比率は 57.5%であった。
- EBITDA の急激な減少とネット有利子負債の増加により、ネット有利子負債/EBITDA 倍率は 9.82 倍にまで高まっているが、潤沢な手元流動性により支払能力は担保されている。
- フリーキャッシュフローは、設備投資がかさんでいることでマイナスが続いており、今後もファウンドリー事業の成長の追求により改善が見込みにくい。

自己資本比率は  
50%台を維持

EBITDA の減少とネット有利子負債の増加により、ネット有利子負債/EBITDA 倍率は 3.74 倍にまで悪化

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、ネット有利子負債 EBITDA 倍率が悪化傾向

設備投資がかさんでいることで FCF はマイナスが継続、今後もファウンドリー事業の成長の追求により改善が見込みにくい

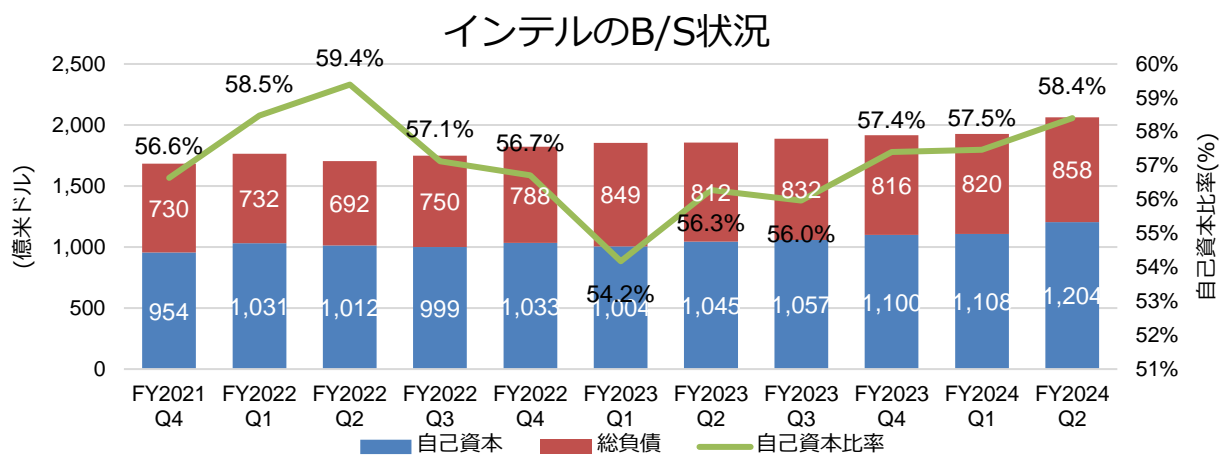
以下の図表 8 にはインテルの自己資本比率の推移を、図表 9 には有利子負債と手元流動性の推移を、図表 10 にはネット有利子負債/EBITDA 倍率の推移を、それぞれ抜粋した。

自己資本比率は安定的に 50%台を保ち続けている。FY2023 Q1 には負債の増加により若干落ち込んだものの、FY2023 Q1 から Q2 にかけて有利子負債の圧縮が実施され、自己資本の拡大もあって、自己資本比率も 54.2%から 56.3%まで回復した。その後、FY2024 Q2 には、負債は増加したものの、自己資本の拡大により、自己資本比率は 58.4%まで改善し、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、FY2022 Q2 以降ネット有利子負債は増加が続いており、直近四半期(FY2024 Q1)においても前年同期比で約 1.3 倍と急増(図表 9)している。さらに、FY2021 以降、EBITDA が大きく落ち込み続けている。FY2024 Q1 から FY2024 Q2 にかけて、手元流動性の増加により純有利子負債は削減したものの、EBITDA の急激な減少により、同社のネット有利子負債/EBITDA 倍率は FY2024 Q1 から大きく上昇し 9.82 倍にまで悪化した。(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。ただし、インテルは、合計 150 億ドルのリボルビングクレジットファシリティ等の現金同等物や短期投資等により、手元流動性は確保されており、同社の支払い能力は下支えされているといえる。

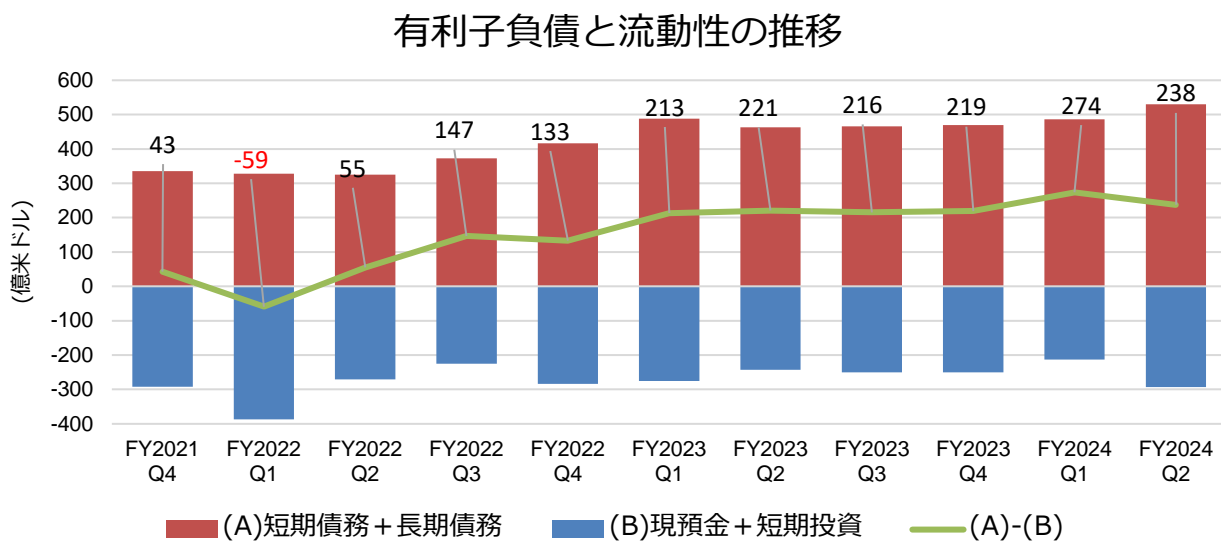
財務面での評価材料、営業キャッシュフローは FY2024 Q1 のキャッシュアウトから FY2024 Q2 にはキャッシュインに転じたものの、投資キャッシュフローが前期比で拡大したことで、フリーキャッシュフロー(FCF)のキャッシュアウトの規模は、FY2024 Q1 の-37.9 億ドルから FY2024 Q2 には-68.7 億ドルに拡大した。(図表 11 下段)。既存事業を展開する市場が縮小する中、成長は期待できるものの多額の設備投資を要するファウンドリー事業に取り組むことで、引き続き FCF の創出は改善されにくく、負債も削減が見込まれにくい。

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バリュースセットで作成

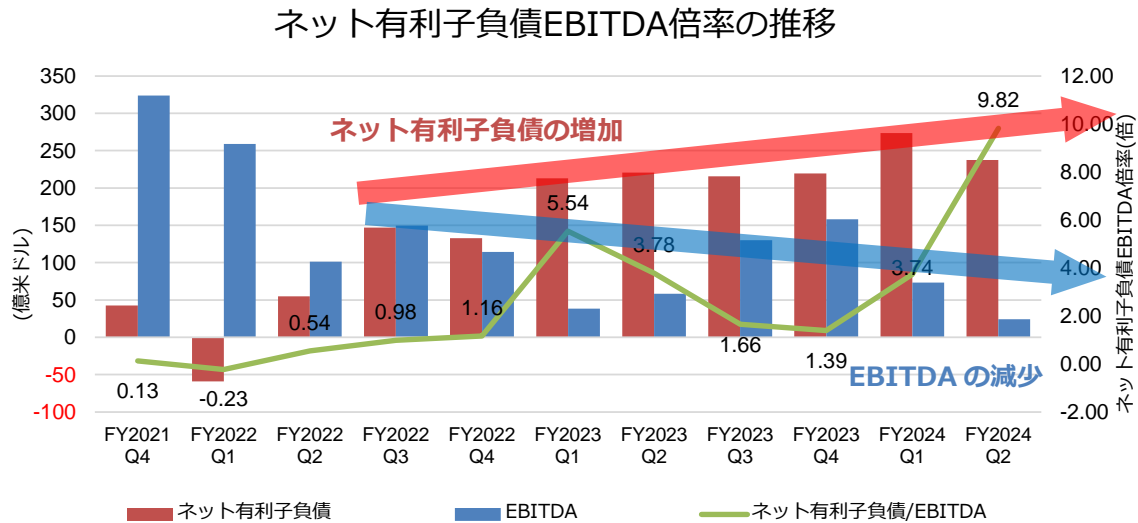
図表9 インテルの有利子負債と流動性の推移



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/バリュアセットで作成

(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	FY2023 Q1 2023/4/1	FY2023 Q2 2023/7/1	FY2023 Q3 2023/9/30	FY2023 Q4 2023/12/30	FY2024 Q1 2024/3/30	FY2024 Q2 2024/6/29
売掛金等合計	4,085	3,252	3,100	3,606	5,473	3,131
+ 現金及び現金同等物	8,232	8,349	7,621	7,079	6,923	11,287
+ 短期投資	19,302	15,908	17,409	17,955	14,388	17,986
手元流動性	27,534	24,257	25,030	25,034	21,311	29,273
+ 在庫	12,993	11,984	11,466	11,127	11,494	11,244
+ その他流動資産	3,702	3,863	4,215	3,502	4,330	7,181
流動資産総額	48,314	43,356	43,811	43,269	42,608	50,829
+ 固定資産純額	85,734	90,945	93,352	97,152	99,924	103,398
+ 総長期投資	6,029	5,893	5,700	5,829	6,139	5,824
+ その他固定資産	12,068	12,671	13,413	7,683	11,947	14,329
資産総額	185,303	185,629	188,837	191,572	192,733	206,205
流動負債総額	27,393	27,180	28,614	28,053	27,213	32,027
+ 短期債務	-	-	-	-	793	4,695
+ 買掛金	8,083	8,757	8,669	8,578	8,559	9,618
+ その他流動負債	439	547	887	604	493	-
+ 長期債務	48,836	46,335	46,591	46,978	47,869	48,334
+ 前受収益	-	-	-	-	-	-
非流動負債総額	57,507	53,978	54,537	53,554	54,764	53,744
合計負債	84,900	81,158	83,151	81,607	81,977	85,771
自己資本合計	100,403	104,471	105,686	109,965	110,756	120,434
総資本(負債+資本)	185,303	185,629	188,837	191,572	192,733	206,205

[キャッシュフロー計算書]

キャッシュフローの状況	FY2023 Q1 2023/4/1	FY2023 Q2 2023/7/1	FY2023 Q3 2023/9/30	FY2023 Q4 2023/12/30	FY2024 Q1 2024/3/30	FY2024 Q2 2024/6/29
営業活動によるキャッシュフロー	(1,785)	2,808	5,824	4,624	(1,223)	2,292
投資活動によるキャッシュフロー	(8,521)	(2,808)	(7,394)	(5,318)	(2,563)	(9,165)
フリーキャッシュフロー	(10,306)	0	(1,570)	(694)	(3,786)	(6,873)
財務活動によるキャッシュフロー	7,394	117	1,042	(48)	3,630	11,237
現金及び現金同等物の純変動額	(2,912)	117	(728)	(542)	(156)	4,364

出所: インテル開示資料より5/バリュアセットで作成



## 6. インテルの信用格付、及び社債の投資評価

### [ポイント]

- インテルは、Moody's から A3 格、S&P からは A-格、Fitch からは BBB+格と相対的に高い信用評価されているものの、全格付会社から 2024 年に 1 ノッチの格下げを受けた。
- 短期的には、x86 系 CPU を中心に高い市場シェアと高い開発技術に基づいた製品が、同社の安定したビジネス基盤をサポート
- ただし、CHIPS 法に基づくファウンドリー事業への公的支援は、インテルの絶対的なデフォルト・リスクを抑制する一方で、債務拡大による将来的な格下げ要因にもなり得る。
- インテル社債投資対象とする場合には、2 年以下もしくは 15~20 年の社債を推奨。
- 超長期債への投資にあたっては、今後一定の格下げ可能性を十分に理解し、絶対的なデフォルト・リスクが抑制されている点に着目、リスク特性を納得した上での投資が必要。

インテルの発行体格付けは、2024 年 2 月・7 月に 1 ノッチの格下げが実施

短期的には、x86 系 CPU を中心に高い市場シェアと高い開発技術に基づいた製品が、同社の安定したビジネス基盤をサポート

ただし、CHIPS 法に基づく、ファウンドリー事業への公的支援は、インテルの絶対的なデフォルト・リスクを抑制

一方で同事業は、インテルの財務面では債務の拡大圧力により格下げ可能性を高める可能性も

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 A3 格、S&P からは A-格、Fitch からは BBB+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、事業環境や財務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、Moody's と S&P の 2 社が 2024 年 2 月に、Fitch が 2024 年 7 月に 1 ノッチの格下げを実施している。また、Moody's と Fitch の 2 社が発行体格付けの見通しを「安定的」、S&P が「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、x86 系 CPU を中心に高い市場シェアと高い開発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、米国で導入された CHIPS 法は、米国政府の戦略的イニシアチブに基づいて公的資金を受けつつファウンドリー事業への参入を果たせるという点で、基本的にはインテルの信用力へのサポート要因である。仮に米大統領選の結果がトランプ候補もしくはハリス候補のいずれに傾こうとも、戦略資源である半導体のサプライチェーンを米国内に構築し、台湾依存による地政学リスクを抑制するという方針が揺らぐとは考えにくい。仮に、インテルのファウンドリー事業が速やかに立ち上がらなくとも、インテルの米国内における政治的重要性は変わらず、非常時における米国政府や金融機関による潜在サポートも期待できると弊社は考える。よって、インテルの長期社債の投資にあたっては、同格付けの他の事業社債にくらべ、デフォルト・リスクは一定程度、抑制されているとみなせるだろう。

ただし、このことは同社社債の格付けが今後も安定的に維持されることを、必ずしも意味している訳ではない。そもそも同社の利益構造は不透明性を抱えている。また、ファウンドリー事業に関しても、CHIPS プラス法により巨額の公的資金援助を受けられるものの、逆にそのことが長期的に同事業を継続しなければならないという強い強制力を生じさせている、とも言える。よって、最先端プロセスで先を行く TSMC やサムスンのシェアを奪うことができるかは不透明なまま、同事業が成長し収益化するまでの長期にわたる巨額の資金負担が、同社の財務を悪化させ、信用格付けの低下につながる可能性も否定できない。

図表 12 インテルの発行体格付け一覧(2024/7/30 時点)

	発行体格付					
	Moody's		S&P		Fitch	
	格付/Outlook	日付	格付/Outlook	日付	格付/Outlook	日付
発行体格付け	A3	2024/2/8	A-	2024/2/9	BBB+	2024/7/1
格付け見通し	STABLE	2024/2/8	NEGATIVE	2024/2/9	STABLE	2024/7/1

出所: インテル開示資料より5バリュアセットで作成

注: ここで参照している S&P の海外格付けについては、巻末の「無登録格付に関する説明書」も合わせてご確認ください。

同社の信用力は、短期的(~2年程度)には x86 CPU 市場における圧倒的な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。一方で、中長期(10年超)になると、最終的にデフォルトするリスクは限定的であるものの、主としてファウンドリー事業に起因する財務の悪化により BBB 格への格下げが生ずる可能性は否定できない。

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同等の水準を保っている、このことは、債券市場では長期的にインテルのビジネスモデルや利益・財務構造が悪化して生じる潜在リスク(格下げによる時価下落リスク)を、必ずしも織り込んでいるようには見えない。

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

超長期債への投資にあたっては、今後一定の格下げ可能性を十分に理解した上で、絶対的なデフォルト・リスクが抑制されている点に着目し、リスク特性を納得した上で投資を行う必要がある

足元でスプレッドはタイト化しているものの利回りは mid の気配値で 5% 台半ばを維持しており、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。一方で、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。また、長期債の投資にあたっては、今後一定の格下げ可能性を十分に理解した上で、絶対的なデフォルト・リスクが抑制されている点に着目し、特有のリスク特性を納得した上で投資を行う必要があるだろう。

以上

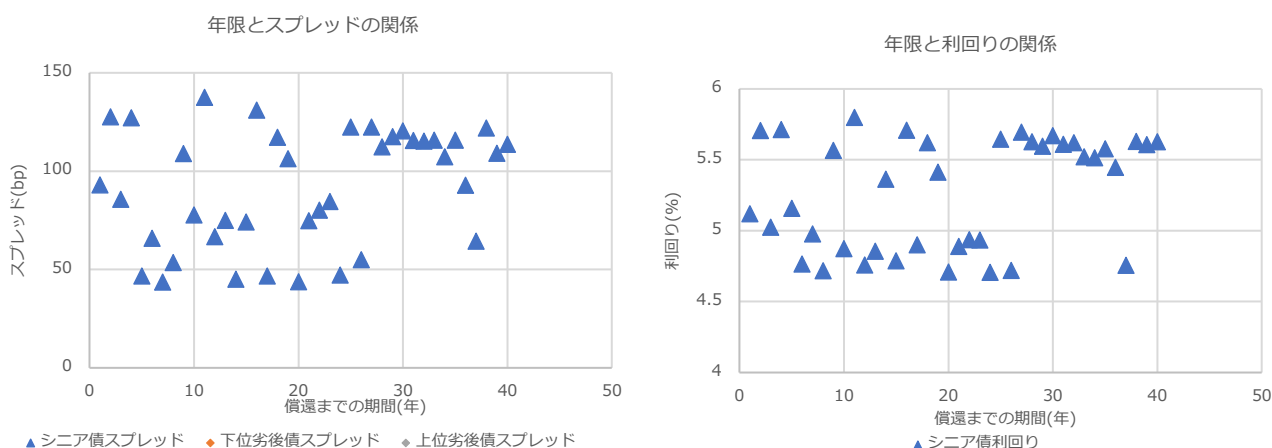
図表 13 インテル社債の利回り/スプレッド例 (2024年7月30日時点)

日本語名	ISINコード	満期	First Call Dt	クーポン	通貨	残高(米ドル換算)	S&P格付	劣後債	コール可能	リク国	単価	直近慣例利回り	ミッド・オプション調整スプレッド(bp)
インテル	US458140AS90	2025/7/29	2025/4/29	3.700	USD	2,250	A-	N	Y	US	98.61	5.16	43.2
インテル	US458140BH27	2029/11/15	2029/8/15	2.450	USD	2,000	A-	N	Y	US	89.19	4.79	71.0
インテル	US458140AP51	2042/12/15	-	4.250	USD	567	A-	N	N	US	84.42	5.62	115.0
インテル	US458140CB48	2052/8/5	2052/2/5	4.900	USD	1,750	A-	N	Y	US	89.59	5.64	119.4
インテル	US458140CM03	2054/2/21	2053/8/21	5.600	USD	1,150	A-	N	Y	US	98.48	5.71	127.0
インテル	US458140CC21	2062/8/5	2062/2/5	5.050	USD	900	A-	N	Y	US	89.81	5.71	128.2
インテル	US458140CK47	2063/2/10	2062/8/10	5.900	USD	1,250	A-	N	Y	US	101.6	5.80	137.1

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

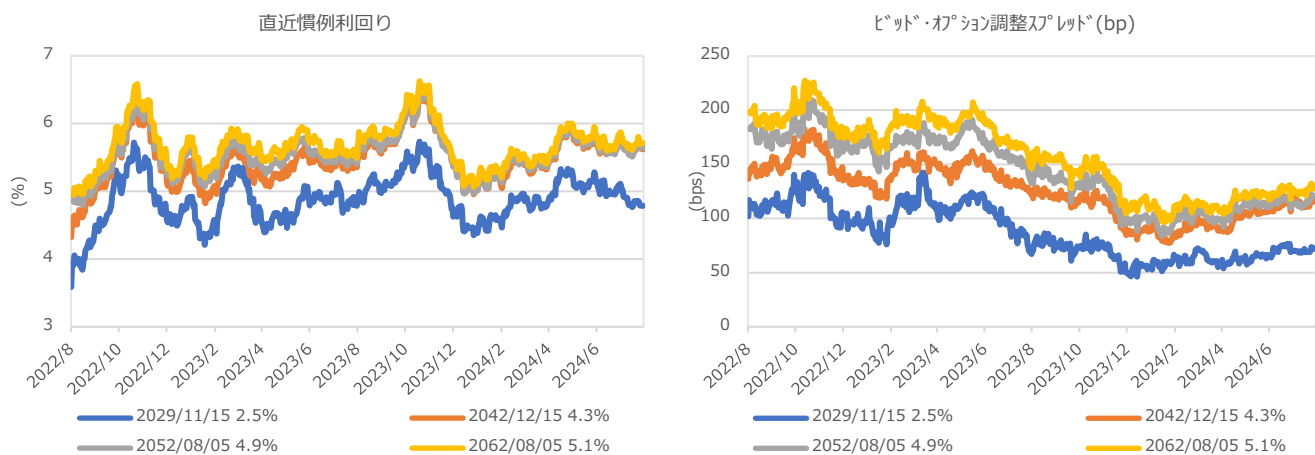
注: ここで参照している S&P の海外格付けについては、巻末の「無登録格付に関する説明書」も合わせてご確認ください。

図表 14 インテル社債の利回り/スプレッド・カーブ(2024年7月30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、①誠実義務、②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、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④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・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：ムーディーズ・レーティング(以下「ムーディーズ」と称します。) 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://ratings.moodys.com/japan/ratings-news">https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news</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・レーティングの信用格付は、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。</p> <p>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。) 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、デューデリジェ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。) 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、同一カテゴリー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、2024年6月25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ない、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 バリューストック株式会社 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に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、  
一般社団法人日本投資顧問業協会、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、一般社団法人日本号資産取引業協会、  
一般社団法人投資顧問業協会

株式会社 SBI 証券 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 44 号、  
商品先物取引業者

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、  
日本商品先物取引協会

J トラストグローバル証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 35 号

加入する協会：日本証券業協会

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。

(202405\_159) (2016年5月) 0390900204

## 【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。

(202405\_159) (2016年5月) 0390900204