

Japan Equity Research

機械

小松製作所 (6301)



三菱UFJモルガン・スタンレー証券
イニシエーション
Neutral

新規カバー：鉱山機械の拡大は続くが、好業績は織り込み済み

投資アクション（イニシエーション）

小松製作所の目標株価を 4,200 円、レーティングを「Neutral」とし、カバレッジをスタートする。

カバレッジセクター内における同社の今後の株価パフォーマンスが相対的に中位になると考え、レーティングは Neutral とする。

鉱山機械の需要回復により業績拡大局面を迎えているが、株価は好業績を織り込んでおりと判断。一般建機や産業機械は需要拡大の後半戦を迎えており、循環株である同社の投資妙味は高くないと考える。ESG 投資における石炭ダイベストメントの進展にも注意が必要である。

投資判断理由

エクイティストーリーは、『長期的な回復局面を迎えている鉱山機械と、連結化した KMC の再成長による業績拡大』である。ただし、株価バリュエーションに割安感が無いため、レーティングは Neutral とする。

ポイントは下記 2 点。

(1) 資源価格上昇により鉱山機械は長期的な回復局面を迎えている

(2) 2017 年に連結化した KMC の再成長が期待できる

鉱山機械は回復局面を迎えており、KMC の買収効果も具現化するため、19/3 期以降は過去最高利益の更新が続くと考える。ただし、ESG 投資の石炭ダイベストメントの進展で、鉱山機械の石炭依存度の高さが、バリュエーションの低下要因となりうる可能性に注意が必要である。一般建機や産業機械は需要拡大局面の後半戦を迎えている。外部環境に不透明感がある中、循環株である同社の投資妙味は高くないと考える。

カタリストとリスク

株価上昇カタリストは、四半期決算における好業績の確認、資源価格上昇、世界景気拡大、円安、スマコンの業績貢献化、など。

株価下落リスクは、資源価格下落、世界景気悪化、円高、競争激化、ESG 投資における石炭ダイベストメントの活発化、など。

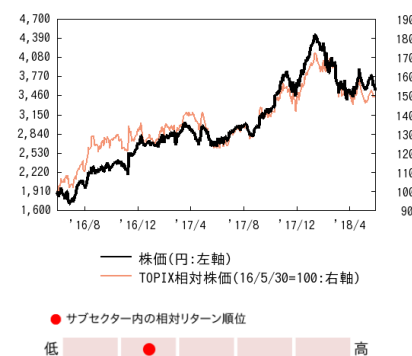
バリュエーション

目標株価 4,200 円は、20/3 期弊社予想 EPS 302.3 円と妥当 PER14.0 倍から算出。妥当 PER14.0 倍は、過去の業績拡大局面である 11/3 期-16/3 期の平均 PER と建設機械株のグローバルセクター平均 PER を参考に算出。

目標株価：4,200 円

潜在リターン：+18.1%

主要市場	東証 1 部
株価 (5/30)	3,555 円
52 週高安	4,445 - 2,683.5 円
発行済株式数	971,968 千株
時価総額	3,455 十億円
1 日平均売買代金 (過去 1 年)	15,168 百万円
ベータ	1.27
ROE (19/3E)	14.5%
株主資本比率 (19/3E)	52.3%
予想配当利回り (19/3E)	2.7%
外国人持株比率 (17/9)	44.5%



佐々木 翼

アナリスト

03-6627-5281

sasaki-tsubasa@sc.mufg.jp

＜連結＞	売上高	営業利益	税前列益	当期利益	EPS	1株配当	PER	PBR
決算期	百万円 前年比%	百万円 前年比%	百万円 前年比%	百万円 前年比%	円	円	倍	倍
17/3	1,802,989 -2.8	174,097 -16.5	166,469 -18.7	113,381 -17.5	120.2	58.0	-	-
18/3	2,501,107 38.7	271,581 56.0	291,807 75.3	196,410 73.2	208.2	84.0	-	-
19/3 新予	2,640,500 5.6	387,600 42.7	368,600 26.3	258,600 31.7	274.1	96.0	13.0	1.80
コンセンサス	2,710,355 8.4	371,825 36.9	358,864 23.0	248,364 26.5	263.3	-	13.5	-
会予	2,503,000 0.1	339,000 24.8	320,000 9.7	226,000 15.1	239.6	96.0	14.8	-
20/3 新予	2,781,100 5.3	425,400 9.8	406,400 10.3	285,200 10.3	302.3	121.0	11.8	1.65
コンセンサス	2,906,160 7.2	423,091 13.8	413,626 15.3	288,880 16.3	306.2	-	11.6	-
21/3 新予	2,902,900 4.4	456,700 7.4	437,700 7.7	307,000 7.6	325.5	130.0	10.9	1.51

(出所) 会社資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱UFJモルガン・スタンレー証券

(注1) EPS、1株配当、PER及びPBRは当期発行済株式数より自己株式を除外した株数で週及計算 (注2) コンセンサスはIFISコンセンサス

1. 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（以下、「MUMSS」）は、2018年5月14日に公表された、ソニー株式会社の100%子会社である株式会社ソニー・ミュージックエンタテインメント（以下、「SME」）による、DHX Media Ltd.が保有するPeanuts Worldwide LLC 持分80%の内の49%（全体の持分の約39%）取得に関し、SMEのファイナンシャル・アドバイザーを務めています。本案件の成立には、当局による承認が取得されること、およびその他通常的前提条件を充足することが条件とされており、SMEはMUMSSに対し、ファイナンシャル・アドバイザー・サービスに係る報酬を支払うことに同意しています。

2. 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（以下、「MUMSS」）は、2018年5月22日に公表された、ソニー株式会社（以下、「ソニー」）の完全子会社であるSony Corporation of AmericaによるMubadala Investment Companyが主導するコンソーシアムがEMI Music Publishingについて保有する約60%の持分の取得に関し、ソニーのファイナンシャル・アドバイザーを務めています。本案件の成立には、当局による承認の取得を含む諸条件を充足することが条件とされており、ソニーはMUMSSに対し、ファイナンシャル・アドバイザー・サービスに係る報酬を支払うことに同意しています。

図表1：小松製作所（6301）財務諸表（連結）（百万円）

決算期	17/3	18/3	19/3E	20/3E	21/3E
P/L					
売上高	1,802,989	2,501,107	2,640,500	2,781,100	2,902,900
売上総利益	516,565	735,275	853,600	911,400	962,700
販管費	342,468	463,694	466,000	486,000	506,000
営業利益	174,097	271,581	387,600	425,400	456,700
税前利益	166,469	291,807	368,600	406,400	437,700
法人税等	50,405	86,387	99,500	109,700	118,200
実効税率（％）	30.3	29.6	27.0	27.0	27.0
当期純利益	113,381	196,410	258,600	285,200	307,000
EBITDA	278,392	405,491	519,600	557,400	588,700
前年比（％）					
売上高	-2.8	38.7	5.6	5.3	4.4
営業利益	-16.5	56.0	42.7	9.8	7.4
税前利益	-18.7	75.3	26.3	10.3	7.7
当期純利益	-17.5	73.2	31.7	10.3	7.6
EBITDA	-13.3	45.7	28.1	7.3	5.6

売上高比（％）					
売上総利益	28.7	29.4	32.3	32.8	33.2
販管費	19.0	18.5	17.6	17.5	17.4
営業利益	9.7	10.9	14.7	15.3	15.7
税前利益	9.2	11.7	14.0	14.6	15.1
当期純利益	6.3	7.9	9.8	10.3	10.6
EBITDA	15.4	16.2	19.7	20.0	20.3

投資関連					
設備投資	142,006	145,668	156,500	150,000	150,000
減価償却費	104,295	133,910	132,000	132,000	132,000
研究開発費	70,507	73,600	74,000	76,000	78,000

B/S					
流動資産合計	1,419,521	1,797,591	1,957,841	2,170,584	2,368,788
手元流動性	122,192	146,860	193,003	262,953	383,206
売掛債権	619,265	792,714	844,960	889,952	928,928
棚卸資産	533,897	730,288	792,150	889,952	928,928
その他流動資産	144,167	127,729	127,728	127,727	127,726
固定資産合計	1,236,961	1,574,947	1,599,447	1,617,447	1,635,447
有形固定資産	679,027	740,528	765,028	783,028	801,028
無形固定資産	101,155	329,096	329,096	329,096	329,096
投資その他資産	456,779	505,323	505,323	505,323	505,323
資産合計	2,656,482	3,372,538	3,557,288	3,788,031	4,004,235
流動負債合計	700,182	989,661	973,066	1,017,749	1,033,583
短期有利子負債	217,843	329,899	300,000	300,000	300,000
買掛債務	240,113	303,556	316,860	361,543	377,377
その他流動負債	242,226	356,206	356,206	356,206	356,206
固定負債合計	307,785	639,287	658,589	658,589	658,589
長期有利子負債	190,859	480,698	500,000	500,000	500,000
その他固定負債	116,926	158,589	158,589	158,589	158,589
負債合計	1,007,967	1,628,948	1,631,655	1,676,338	1,692,172
純資産合計	1,648,515	1,743,590	1,925,633	2,111,693	2,312,063
株主資本	1,557,992	1,693,690	1,861,733	2,032,793	2,217,163
負債合計+純資産合計	2,656,482	3,372,538	3,557,288	3,788,031	4,004,235

C/F					
営業CF	256,126	148,394	303,796	334,089	392,882
投資CF	-133,299	-377,745	-156,500	-150,000	-150,000
FCF	122,827	-229,351	147,296	184,089	242,882
財務CF	-107,718	243,949	-101,154	-114,140	-122,630
現預金増減	13,642	24,496	46,142	69,949	120,252

比率分析（％）					
ROA	4.3	6.5	7.5	7.8	7.9
ROE	7.4	12.1	14.5	14.6	14.4
自己資本比率	58.6	50.2	52.3	53.7	55.4
DE レシオ（ネット）	18.4	39.2	32.6	26.4	18.8

1株あたり指標					
EPS（円）	120.2	208.2	274.1	302.3	325.5
BPS（円）	1,651.6	1,795.5	1,973.6	2,155.0	2,350.4
DPS（円）	58.0	84.0	96.0	121.0	130.0
配当性向（％）	48.3	40.3	35.0	40.0	39.9

（出所）会社資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱UFJモルガン・スタンレー証券
（注1）一株あたり指標は今期発行済株式数より自己株式を除外した株数で過及計算

【会社概要】

小松製作所は、油圧ショベル、ブルドーザ、ダンプトラックなどの建設機械を製造。また、プレス機械などの産業機械やフォークリフトも製造する。

【中期経営計画、19/3期】

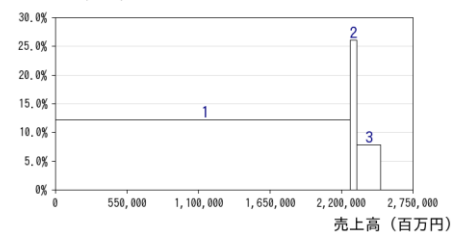
1. ROE 10%レベル
2. 配当性向 40%-60%

【業績変動要因】

1. 資源価格の想定以上の変動
2. 中国建機の想定以上の需要変動
3. 急激な為替変動(1円変動の通期営業利益への影響額、MUMSS試算)
USD: 54億円
ユーロ: 6億円
4. 部品調達環境の想定以上の変動
5. 価格競争環境の想定以上の変動

【セグメント別構成比、18/3期】

セグメント利益率



- （凡例）1. 建設機械・車両
2. リテールファイナンス
3. 産業機械他

【大株主構成、17/9 末】

1. 日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口） 6.10%
2. 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口) 6.00%
3. JP Morgan Chase Bank 380055 4.10%
4. 太陽生命保険株式会社 3.40%
5. 自社(自己株口) 2.90%

目次

1. 投資判断、目標株価とバリュエーション、カタリストとリスク	4
1-1 投資判断	4
1-2 エクイティストーリーのポイント	5
1-3 目標株価とバリュエーション	6
1-4 カタリストとリスク	8
2. 成長シナリオとエクイティストーリー	12
2-1 業績成長を予想するが、現状株価はこうした業績拡大を織り込んだ水準	12
2-2 2つの視点の解説	13
(1) 資源価格上昇により鉱山機械は長期的な回復局面を迎えている	13
(2) 2017年に連結化したKMCは再成長しつつある	15
3. 競争力の源泉とビジネスモデル、事業分野の概要	18
3-1 競争力の源泉とビジネスモデル	18
3-2 事業分野の概要	21
3-3 建設機械・車両事業の概要	23
3-4 コマツマイニング(KMC)の概要	28
3-5 リテールファイナンス事業の概要	29
3-6 産業機械他事業の概要	30
3-7 中期経営計画の概要	31
3-8 ESGに対する取り組み	32
4. 業績予想	34
4-1 弊社業績予想の概要	34
4-2 2019年3月期弊社予想	35
4-3 2020年3月期弊社予想	36
4-4 2021年3月期弊社予想及び長期予想	37
5. コーポレートガバナンス	42
5-1 コーポレートガバナンス体制	42
5-2 現状のコーポレートガバナンス体制を選択している理由	42
5-3 コーポレートガバナンス報告書	42

1. 投資判断、目標株価とバリュエーション、カタリストとリスク

1-1 投資判断

Neutral でカバレッジ開始

小松製作所の目標株価を 4,200 円、レーティングを「Neutral」とし、カバレッジを開始する。カバレッジセクター内における同社の今後の株価パフォーマンスが相対的に中位になると考え、レーティングは Neutral とする。

同社を Neutral とする理由は、株価が既に好業績を織り込む中、鉱山機械以外の事業は需要拡大の後半戦を迎えており、外部環境に不透明感がある中で、循環株である同社への投資妙味は高くないと判断するため。鉱山機械の石炭依存度の高さが、ESG 投資の進展でバリュエーション低下要因となりうる可能性にも注意が必要である。

株価は過去 1 年半で約 2.8 倍に上昇

同社の株価は 2016 年 2 月 12 日終値の 1,567 円から、2018 年 1 月 11 日の 4,445 円へ、1 年半で約 2.8 倍に上昇した。下記 3 点を理由に、業績拡大が続いたためである：① 中国や東南アジアなどの新興国の建設機械の需要回復、②資源価格上昇による鉱山機械の需要回復、③2017 年 4 月に連結子会社化した KMC(旧 Joy Global)の業績回復。

現状株価は好業績を織り込んでいる

しかしながら、同社の現状株価(5月29日終値 3,625 円)は高い利益水準を織り込んでいると弊社は判断する。図表 2 は、同社の時価総額と営業利益の推移だが、現状の株価は 3,700-3,800 億円程度の営業利益を織り込んでいる水準である。

鉱山機械の回復による業績拡大で 19/3 期以降も業績拡大が継続、株価バリュエーションにも過熱感はない。しかしながら、一般建機や産業機械などの鉱山機械以外の事業は、需要拡大局面の後半戦を迎えている。

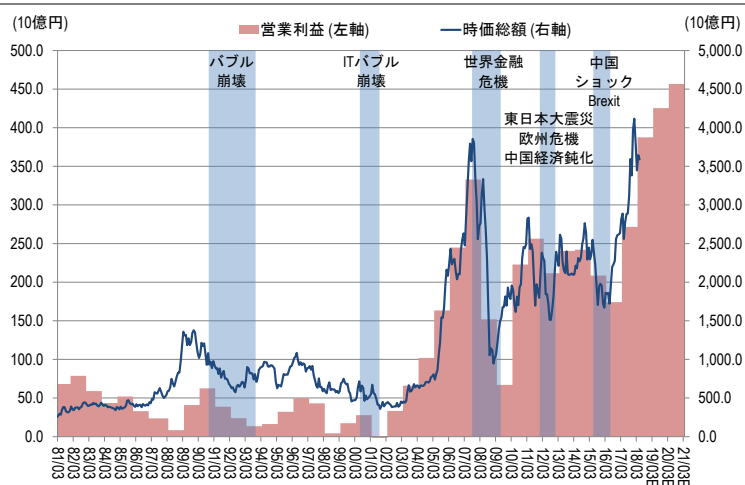
石炭ダイベストメントの進展に注意が必要

鉱山機械の石炭依存度の高さが、ESG の観点からバリュエーション低下要因となりうる可能性には注意が必要である。石炭関連産業や企業を融資や投資対象から外す動きは、石炭ダイベストメントと呼ばれる。石炭ダイベストメントの進展で欧米の主要機関投資家が同社を投資対象外とする可能性には注意が必要だろう。

株価バリュエーションに
加熱感はないが、循環株で
あることから投資妙味は
高くない

株価バリュエーションは 19/3 期弊社予想 PER 約 13 倍、19/3 期弊社予想 PBR 約 1.84 倍である。過熱感がある水準ではないが、外部環境に不透明感がある中、リスクリワードの観点から、循環株である同社に対する投資妙味は高くないと考える。

図表 2：小松製作所の営業利益と時価総額の長期推移



注：E は MUMSS 予想 出所：Astra Manager data、会社資料より MUMSS 作成

1-2 エクイティストーリーのポイント

同社のエクイティストーリーは、『長期的な回復局面を迎えている鉱山機械と、連結化した KMC の再成長による業績拡大』である。ポイントは以下の 2 点である（エクイティストーリーの詳細は P12 以降を参照）。

(1) ポイント1～資源価格上昇により鉱山機械は長期的な回復局面を迎えている

第 1 のポイントは、資源価格上昇により鉱山機械は長期的な回復局面を迎えていると考えること。理由は下記 3 点である。

- ①資源価格回復時に、資源大手各社は設備投資を拡大する傾向にある
- ②資源大手各社のキャッシュフローが改善しており、投資余力が増している
- ③2000 年代中盤から拡大した鉱山投資が更新投資の時期を迎える可能性がある

世界トップ 2 社の 1 社として、
鉱山機械市場の回復の恩恵を享受可能

同社はキャタピラーと共に世界トップ 2 社の 1 社であり、鉱山機械の需要回復の恩恵を享受可能である。同社は、無人ダンプトラック運行システムや補修部品、各種サービスを供給しており、鉱山の効率的な運営拡大で需要が拡大する可能性がある。

(2) ポイント2～2017年に連結化したKMCの再成長が期待できる

第 2 のポイントは、2017 年に連結化したコマツマイニング(KMC、旧 Joy Global)の再成長が期待できると考える点。理由は下記 2 点である。

- ①統合の進展で買収シナジーが期待できる
- ②石炭産業の復権に伴い、中期的に業績の回復局面を迎えつつある

KMC とは補完関係にあり、
買収シナジーが期待できる

同社と KMC は製品分野や販売体制が補完関係にあり、買収シナジーが期待できる。今後は、約 3 年間で統合を進め、売上高拡大、コスト削減、投資抑制の 3 点から買収シナジー創出を目指す方針である。

1-3 目標株価とバリュエーション

目標株価 4,200 円

目標株価 4,200 円は、20/3 期弊社予想 EPS302.3 円と妥当 PER14.0 倍から算出。

妥当 PER14.0 倍

妥当 PER14.0 倍は、①過去の業績拡大局面である 11/3 期-16/3 期の平均 PER、②19 年度における建設機械株のグローバルセクター平均 PER を参考に算出。

グローバル比較でも株価バリュエーションに割安感はない

同社の株価バリュエーションは、19/3 期弊社予想 PER13.2 倍、20/3 期弊社予想 PER12.0 倍である。建設機械の競合企業であるキャタピラーやボルボと比べても、大きな割安感はないと考える。

鉱山機械の競合企業であるアトラスコプコ、サンドビッグと比べると、相対的に割安な水準となっている。循環性の高い一般建機の構成比の高さがディスカウント要因になっていると考える。

図表 3：建設機械企業の株価バリュエーションの国際比較

コード	企業名	現地通貨	株価	年初末株価	時価総額	時価総額	営業利益増減率		OPM		ROE		PER		PBR		EVEBITDA		配当利回り	
			2018/05/29	パフォーマンス	(10億ドル)	(10億円)	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E
6301 JP	小松製作所	日本円	3,625	-15.3	32.5	3523.4	42.7	9.8	14.7	15.3	14.5	14.6	13.2	12.0	1.84	1.68	8.3	7.7	2.6	3.3
6305 JP	日立建機	日本円	4,020	-5.4	8.0	864.8	11.7	7.1	10.2	10.4	13.6	13.2	13.6	12.7	1.77	1.61	7.3	6.9	2.2	2.2
6326 JP	クボタ	日本円	1,868	-17.2	21.2	2305.2	5.9	7.2	11.8	12.1	11.1	11.0	15.4	14.3	1.64	1.51	11.9	11.4	1.9	1.9
6432 JP	竹内製作所	日本円	2,555	-7.1	1.2	125.2	0.5	11.3	14.1	14.6	14.6	14.4	11.8	10.6	1.62	1.44	6.1	5.4	1.6	2.0
CAT US	キャタピラー	USドル	156	-0.8	93.2	10117.7	64.9	12.6	15.5	16.2	39.0	33.7	14.4	13.1	5.58	3.66	12.5	9.0	2.0	2.0
DE US	ジョンディア	USドル	159	0.6	51.5	5589.4	75.8	18.4	11.8	12.9	27.6	26.3	16.9	13.7	4.57	3.62	15.3	10.4	1.7	1.7
TEX US	テレックス	USドル	41	-16.3	3.1	335.7	64.3	20.7	7.1	8.1	18.3	21.2	14.1	11.0	2.60	2.22	13.3	8.7	1.0	1.0
VOLVB SS	ボルボ	SEK	156	0.7	37.1	4025.5	16.1	3.1	9.2	9.4	22.3	21.1	12.5	12.1	2.56	2.40	8.9	8.2	5.3	5.3
ATCOA SS	アトラスコプコ	SEK	357	1.0	47.5	5153.0	0.4	6.9	23.0	23.1	29.9	30.3	22.5	20.4	6.76	5.70	14.5	14.5	2.1	2.1
SAND SS	サンドビッグ	SEK	156.5	8.5	21.9	2379.9	21.5	2.9	17.9	17.7	23.2	21.3	16.4	15.3	3.44	3.03	10.0	9.5	2.5	2.5
042670 KS	斗山インフラコア	韓国ウォン	10,700	17.8	2.1	224.0	22.0	6.2	10.8	10.8	16.0	15.1	7.6	7.0	1.18	1.01	7.9	6.9	0.0	0.0
267270 KS	現代建設機械	韓国ウォン	169,500	-5.0	1.6	168.3	nm	10.8	6.8	7.1	10.3	11.0	12.0	10.8	1.24	1.11	nm	8.1	0.0	0.0
600031 CH	三一重工	人民元	8.4	-11.7	10.0	1089.8	103.1	29.5	11.5	13.0	14.2	16.2	17.0	12.9	2.26	2.01	14.5	10.0	2.1	2.1
000157 CH	中联重科	人民元	4.2	-7.7	30.8	3343.6	104.6	6.9	8.1	7.7	4.1	4.4	20.4	18.4	0.83	0.81	27.2	13.7	2.3	2.3
	建設機械セクター平均												15.2	13.6	3.74	2.91	12.7	9.4		

出所:Bloomberg、会社資料より MUMSS 作成、小松製作所、日立建機、竹内製作所は MUMSS 予想、それ以外は Bloomberg コンセンサス予想。キャタピラー、テレックス、ボルボ、アトラスコプコ、サンドビッグ、斗山インフラコア、現代建設機械、三一重工、中联重科は 12 月末決算、ジョンディア(Deere & Company) は 10 月末決算、竹内製作所は 2 月決算。

90年代から00年代初頭は
PERでの評価が難しかった

1990年代から03/3期までは、バブル崩壊と公共工事縮小による国内建機需要の低迷とリストラにより、同社の当期利益の水準が低かったため、同社の株価はPERでの評価が難しい時期が続いた。

04/3期から08/3期は成長
株に

04/3期以降はリストラとグローバル化の奏功による利益水準の回復により、同社の株価はPERで評価可能となった。04/3期から08/3期における同社のPERは、6.8倍～25.2倍(期間平均PER14.4倍)で推移した。中国の一般建機の需要拡大を享受したことから、成長株として高いマルチプルを株式市場から付与された時期でもあった。

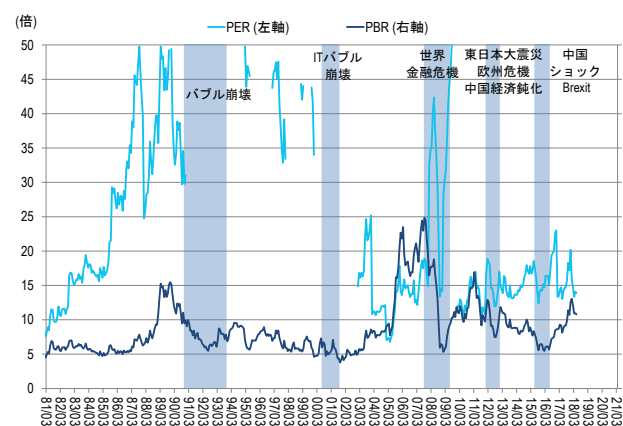
金融危機が起きた09/3期から10/3期にかけては、金融危機により当期利益の水準が低下したため、同社の株価はPERでの評価が難しい時期が続いた。

11/3期から16/3期は循環
株としてのマルチプルが
付与されていた

11/3期から16/3期における同社のPERは、10.2倍～18.8倍(期間平均PER14.4倍)で推移した。11/3期から12/3期は、鉱山機械と中国の一般建機の需要拡大により利益水準が拡大したが、13/3期から16/3期にかけては鉱山機械と中国の一般建機の需要が低迷したことから、同社の業績は低迷した。このため、11/3期から16/3期にかけては、循環株としてのマルチプルが株式市場から付与されていたと弊社は考える。

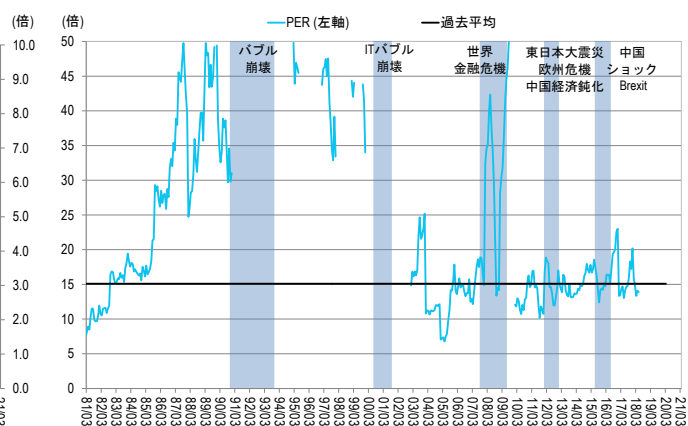
17/3期以降は、景気回復に伴う世界的な一般建機と鉱山機械の需要回復により、同社のPERは上昇を開始した。17/3期から18/3期の同社のPERは、13.0倍～23.0倍(期間平均PER16.6倍)で推移した。

図表4：PERとPBRの長期推移



出所：会社資料、Bloomberg より MUMSS 作成

図表5：PERの長期推移と過去平均PER



出所：会社資料、Bloomberg より MUMSS 作成

1-4 カタリストとリスク

カタリスト

株価上昇カタリストは、①決算における業績計画の高い進捗率の確認、②資源価格の上昇、③世界景気の拡大、④円安、⑤株主還元の強化、など。

株価下落リスク

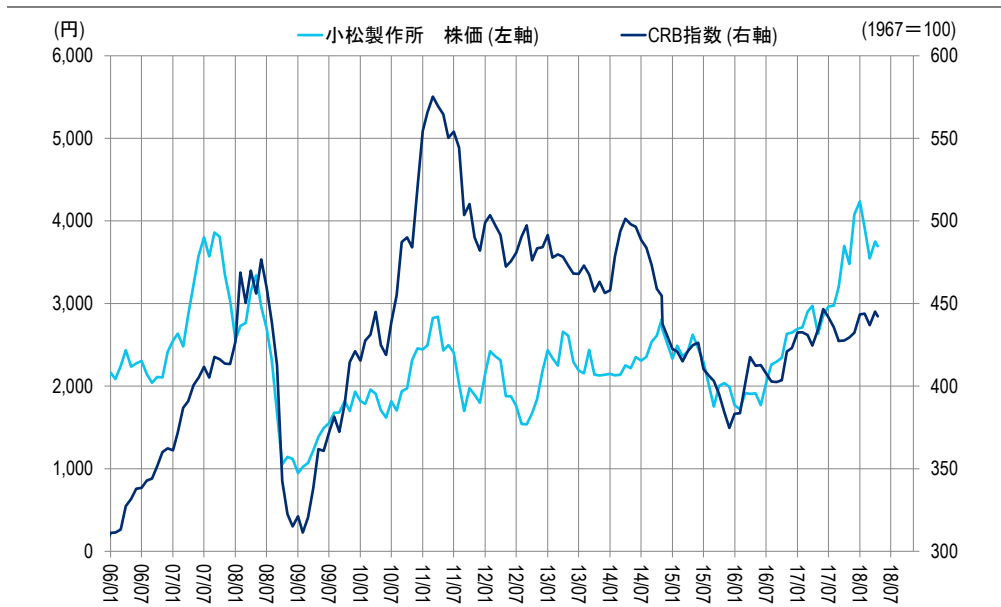
株価下落リスクは、①資源価格の下落、②円高、③競争激化、④世界景気の悪化、⑤ESG投資における石炭ダイベストメントの活発化、など。

コモディティ市場の影響を受けやすい

同社の営業利益に占める鉱山機械関連事業の構成比は 50%以上であると弊社は推定している。このため、同社の株価はコモディティ市場の影響を受けやすい。

コモディティ市場全般の市場を示す CRB 指数と同社の株価には高い相関が存在する。

図表 6：小松製作所の株価と CRB 指数の比較



出所：Bloomberg より MUMSS 作成

米国ドルレートと株価には高い相関

また、同社はグローバル生産体制を構築しているものの、エンジン、油圧機器に代表される基幹部品は日本で集中生産し、世界各国の製造拠点に輸出する事業構造のため、為替影響を受けやすい。

このため、米国ドルレートと同社の株価には高い相関が存在する。

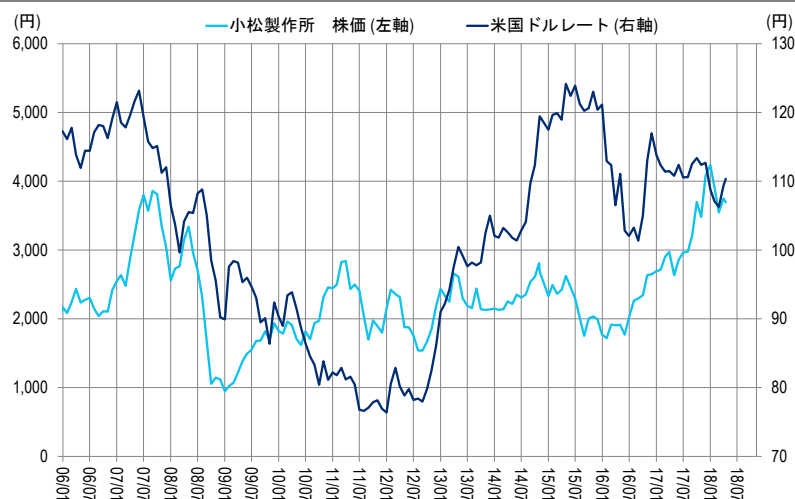
円高で業績が悪化しやすい

米国ドルを中心に円高が進行すると業績が悪化する。

19/3 期会社計画における営業利益の為替感応度は、1 円円高で、米国ドル 54 億円、ユーロ 6 億円、豪ドル 1 億円の減益影響。0.1 円円高で、人民元 5 億円の減益影響。

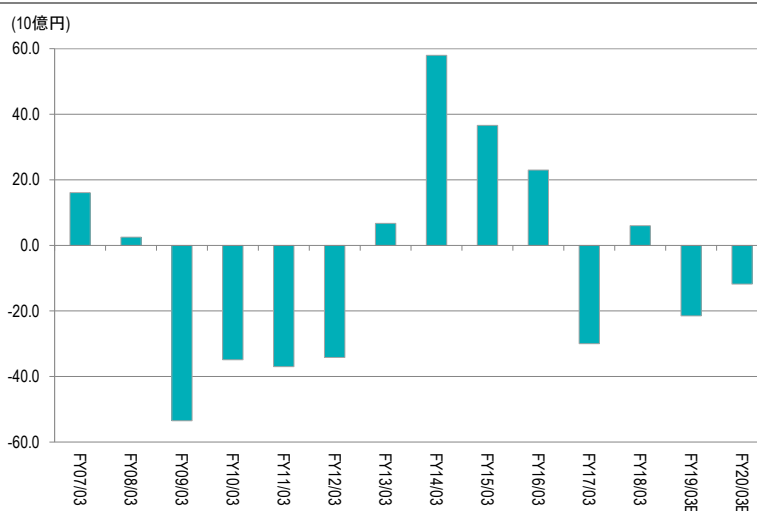
また、鉱山機械は基本的にドル建てだが、納期が長く在庫の影響で、為替の影響は長期化する傾向にある。19/3 期会社計画では、円高ドル安が即時に影響する為替感応度は 35 億円であり、残りは 20/3 期以降に持ち越される。

図表 7：小松製作所の株価と米国ドルレートの推移の比較



出所：Bloomberg より MUMSS 作成

図表 8：建設機械・車両事業の増減益要因における為替影響の推移



出所：会社資料、MUMSS 作成、MUMSS 予想

ESG 投資における石炭ダイベストメントの活発化に注意が必要

石炭への依存度が高い事業構造

ESG の観点から投資対象から除外される可能性

石炭産業が縮小する可能性

石炭関連企業であることは株価下落要因

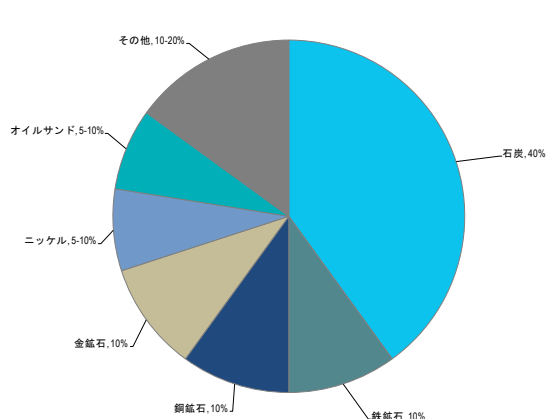
株価下落に繋がりうる要因として、ESG 投資における石炭ダイベストメントの活発化に注意が必要と考える。ESG 投資では、石炭産業は、二酸化炭素排出源であることから、ネガティブスクリーニングの対象となりつつある。石炭関連産業や企業を融資や投資対象から外す動きは、石炭ダイベストメントと呼ばれており、欧米の主要金融機関を中心に取り組みが活発化している。

18/3 期の従来コマツ（KMC の影響を除いたコマツ）の鉱山機械の資源別売上高の約 40%が石炭関連、KMC は売上高の 40～50%が石炭関連であると弊社は推測する。会社全体では、18/3 期の売上高の 15～20%、営業利益の 20～25%が石炭関連であると弊社は推測する。ESG の観点から、同社の鉱山機械が石炭への依存度が高いことは、株式市場から石炭関連企業として見られる可能性があることに注意が必要である。

石炭関連産業・企業は、ESG の観点から下記 3 点のリスクを有すると考える。

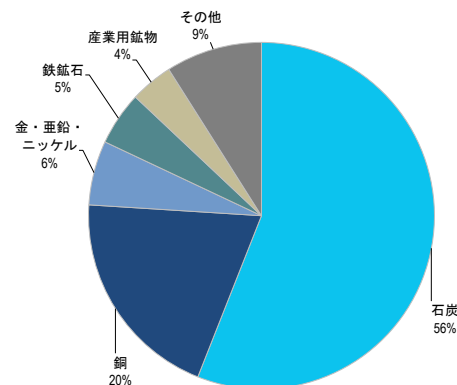
- ①石炭は地球温暖化に繋がる二酸化炭素の主な排出源の一つであるため、ESG の観点から主要機関投資家が石炭関連企業を投資対象から除外する可能性がある
- ②石炭産業は、将来的に縮小を免れない可能性がある。さらに言えば、ESG の影響で、石炭産業の縮小が加速する可能性がある
- ③ESG や持続性の観点から、石炭産業は持続可能性が担保できないと株式市場で見られる可能性があり、石炭関連企業であることは株価下落要因になりうる

図表 9：鉱山機械の資源別売上高構成比(18/3 期実績)



注：従来コマツの鉱山機械事業 出所：会社資料より MUMSS 推定、作成

図表 10：KMC の資源別売上高構成比 (16/4 期実績)



注：2015年5月～2016年4月実績 出所：会社資料より MUMSS 作成

図表 11：欧米の主要金融機関は石炭ダイベストメントを進める

金融機関	日時	内容
フランス銀行	2018/03	石炭関連の売上高が20%以上を占める企業は投資対象から除外
ロイズ・コーポレーション	2017/11	石炭関連企業は投資対象から除外
チュールヒ保険	2017/11	石炭関連企業は投資対象から除外、かつ、保険引受停止
カリフォルニア州教職員退職年金基金	2017/07	米国外の石炭関連企業は投資対象から除外
サンフランシスコ職員退職年金基金	2017/05	石炭火力発電関連企業からのダイベストメント
アクサ	2017/04	石炭関連企業は投資対象から除外、かつ、損害保険サービスを停止
アイルランド戦略投資基金	2017/02	アイルランド下院で、全化石燃料から投資引き上げを決定
ドイツ銀行	2016/12	未開発鉱区での新規石炭探掘と石炭火力発電の双方に対する投融資を停止
フランス年金準備基金	2016/12	売上高の20%以上が石炭探掘または石炭火力発電事業の企業は投資対象から除外
ウェルズファーゴ	2015/12	石炭探掘への融資を制限及び削減
モルガンスタンレー	2015/12	石炭探掘に関わる企業への投融資残高を世界的に削減
ING	2015/11	新設の石炭火力発電所と掘削計画から撤退
アリアンツ	2015/11	石炭掘削企業などからの融資撤退
Norges Bank	2015/05	石炭関連企業は投資対象から除外。日本企業では、電源開発、北海道電力、東北電力、北陸電力、中国電力、四国電力、沖縄電力が除外。
Bank of America	2015/03	石炭探掘に関わる企業への投融資残高を世界的に削減

出所：会社資料、報道資料より MUMSS 作成

先進国の資源メジャーも石炭からの脱却を進めている

石炭ダイベストメントの進展により、世界の資源大手も石炭からの脱却を進めている。同社の主要顧客の1社である Rio Tinto は、2018年3月にオーストラリアの石炭鉱山の権益を売却し、石炭資源から完全撤退した。環境対策が進む先進国や中国で消費が減少する石炭のエクスポージャーを減らし、電気自動車向けに需要が増えるリチウムや銅に代表される成長分野に経営資源を割くことが目的である。

フランスのエネルギー大手のトタルも、2015年8月に石炭鉱山の権益を売却し、石炭生産から完全撤退している。トタルはホームページで以下のように述べている：「石炭は世界のエネルギー消費量の28%を占めていますが、石炭の燃焼によるCO2排出量は、世界全体の三分の一にも上ります。トタルは天然ガスを効果的な代替エネルギーと見なしています。」「トタルは石炭から撤退し、エネルギーミックスにおける天然ガスの比率を徐々に高めていきます。」

このように先進国の資源メジャーは、徐々にだが着実に石炭からの脱却を進めている。この中、石炭開発を進めているのは、新興国の資源大手である。

18/3期の業績回復は石炭の需要拡大がドライバーに

18/3期4Q(1-3月期)の決算説明会で、同社は鉱山機械需要のドライバーの一つが石炭の需要拡大であると説明した。また、KMCの業績が18/3期から改善した理由の一つは、北米における石炭生産の回復である。しかしながら、こうした業績回復が、ESGの観点から機関投資家からネガティブに判断される可能性には注意が必要であろう。

石炭に代わる新規分野の開拓を進める

同社は鉱山機械が石炭への依存度が高いことは課題の一つであると認識している。石炭に代わる新たな需要先として、林業機械、リチウムに代表される産業用鉱物や採石機などの新分野の開拓に注力している。電気自動車や燃料電池車の普及により、銅、コバルト、プラチナ、レアメタルなどの資源の需要も長期的に拡大しよう。

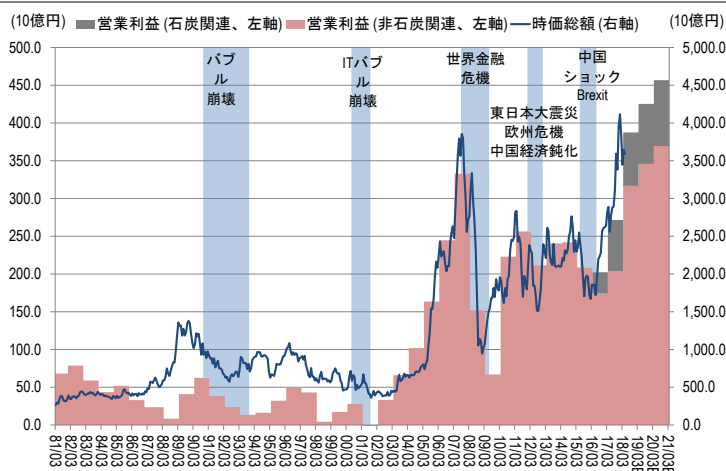
KMCの坑内掘り技術は産業用鉱物分野で需要開拓が可能

KMCが有する坑内掘りの技術は、こうした産業用鉱物分野で利用される技術であり、従来から持つコマツの技術と組み合わせる事で、新たな需要開拓が可能になると考える。しかしながら、こうした分野の開拓には時間を要すると考える。

環境フレンドリーな資源分野の開拓の進展に期待

同社の歴史を振り返ると、直面している経営課題を克服するために、歴代の経営者が経営資源を拡張することで、強力なビジネスモデルを構築したことがうかがえる。今後、環境フレンドリーな資源分野の開拓の進展に期待したい。

図表 12：石炭が同社の鉱山機械の業績ドライバーの一つ



出所：Astra Manager data、会社資料より MUMSS 作成、推定。MUMSS 予想（石炭関連の営業利益は MUMSS 推定）

2. 成長シナリオとエクイティストーリー

2-1 業績成長を予想するが、現状株価はこうした業績拡大を織り込んだ水準

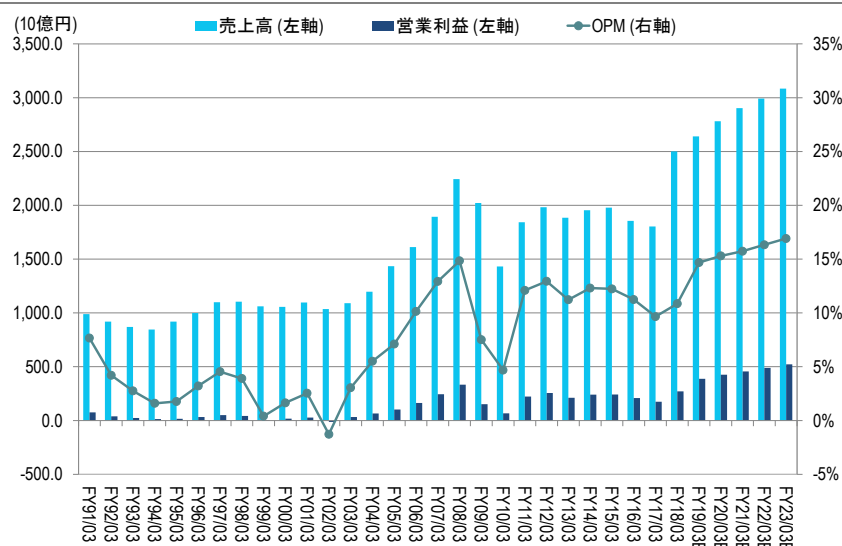
エクイティストーリー

エクイティストーリーは、「長期的な回復局面を迎えている鉱山機械と、連結化したKMCの再成長による業績拡大」である。弊社は鉱山機械を中心とする業績拡大により、19/3期以降も業績拡大が続くと判断する。今後も、業績成長を予想するが、現状株価はこうした業績拡大を織り込んだ水準にあると考える(図表14)。

同社のエクイティストーリーのポイントは下記2点である。

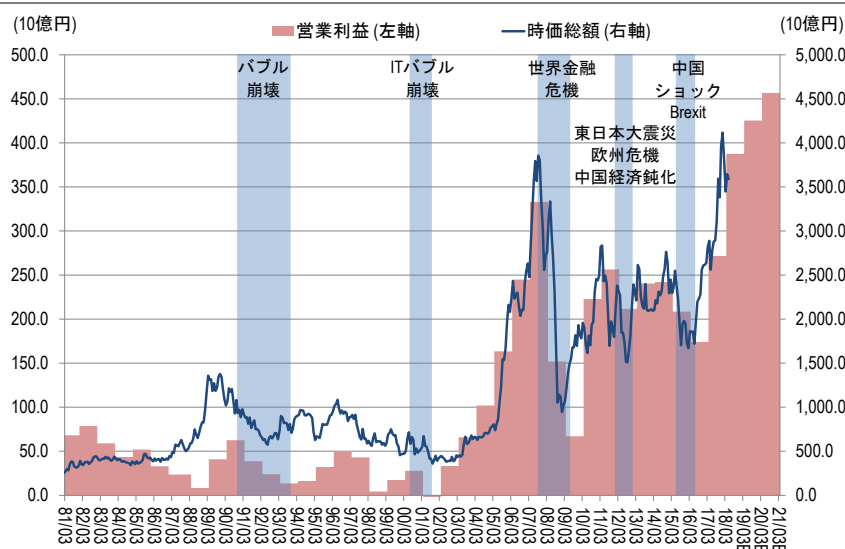
- ①資源価格上昇により鉱山機械は長期的な回復局面を迎えている
- ②2017年に連結化したKMCは再成長しつつある

図表13：小松製作所の長期業績の推移



出所：会社資料より MUMSS 作成、MUMSS 予想、MUMSS 予想

図表14：小松製作所の営業利益と時価総額の長期推移（再掲）



出所：Astra Manager data、会社資料より MUMSS 作成、MUMSS 予想

2-2 2つの視点の解説

(1) 資源価格上昇により鉱山機械は長期的な回復局面を迎えている

第 1 の視点の鉱山機械が長期的な回復局面を迎えていると考える理由は下記 3 点。

- ①資源価格回復時に、資源大手各社は設備投資を拡大する傾向にある
- ②資源大手各社のキャッシュフローが改善しており、投資余力が増している
- ③2000 年代中盤から拡大した鉱山投資が更新投資の時期を迎える可能性がある

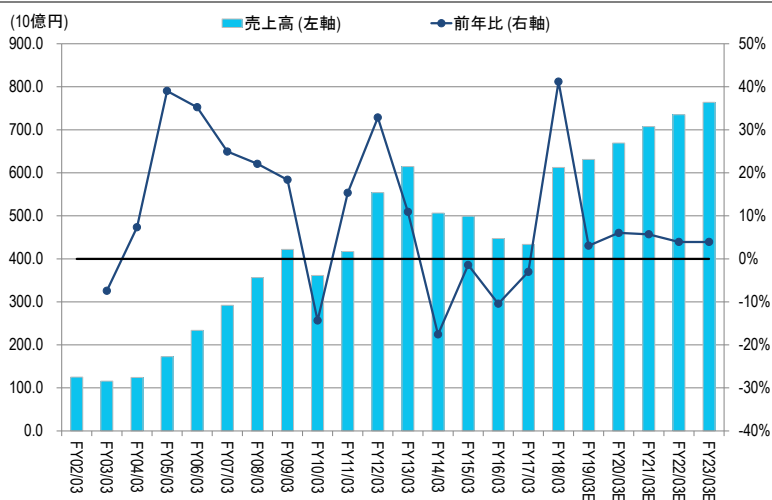
世界トップ 2 社の 1 社として、鉱山機械市場の回復の恩恵を享受可能

補修部品やアフターサービスで安定収益を確保可能

同社はキャタピラーと共に世界トップ 2 社の 1 社であり、鉱山機械の需要回復の恩恵を享受可能である。鉱山機械本体では、無人ダンプトラック運行システムなどの製品を供給しており、鉱山の効率的な運営拡大で需要が拡大する可能性がある。

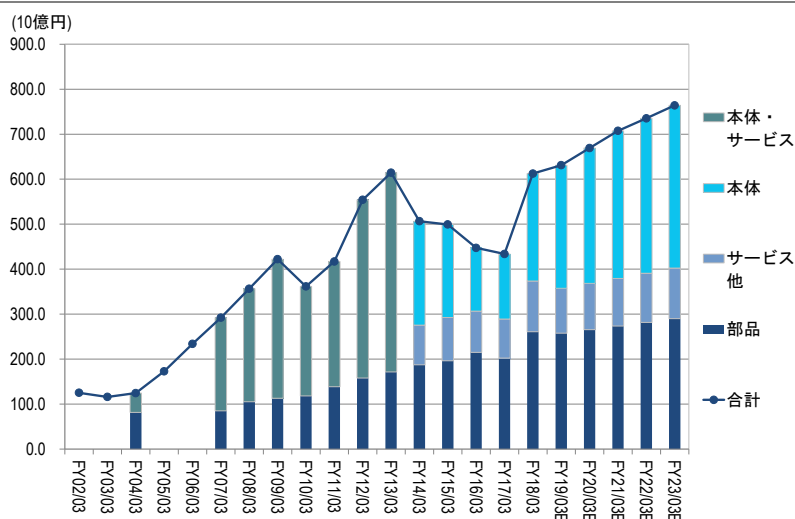
また、鉱山機械向け補修部品やアフターサービスにおいても高い競争力を有しており、鉱山各社が鉱山機械に投資を行わない場合でも、遊休機械の再稼働に伴う部品・サービスの提供で、安定収益を確保可能である。

図表 15：鉱山機械の売上高推移



出所：会社資料より MUMSS 作成、MUMSS 予想

図表 16：鉱山機械の製品別売上高推移



出所：会社資料より MUMSS 作成、MUMSS 予想

鉱山機械需要と資源大手の設備投資は連動

資源大手の設備投資は中長期的な回復局面を迎えている可能性が高い

図表 17 に資源大手 3 社(Rio Tinto、Anglo American、Vale)の設備投資と、小松製作所による鉱山機械の市場台数を示す。資源大手が資源産業の全てではなく、かつ設備投資は必ずしも鉱山機械の購入に用いられるわけではないが、資源大手の設備投資と鉱山機械の需要には高い連動性があることが窺える。

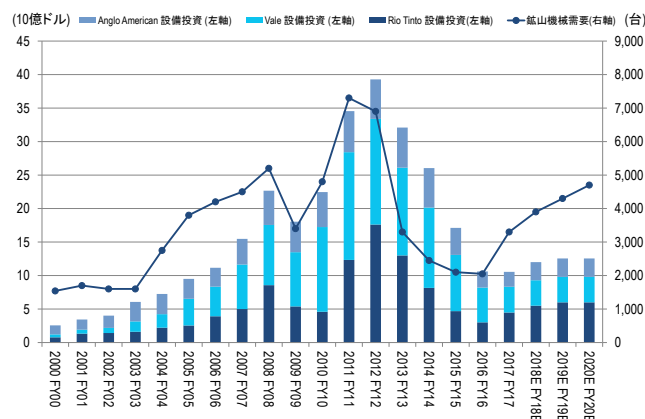
そこで資源大手の設備投資動向を分析すると、下記 3 点を理由に、中長期的に設備投資が回復局面を迎えている可能性が高いと弊社は判断する。

①資源大手 3 社の設備投資水準と CRB 指数に連動性があるなど、資源価格回復時に、資源大手各社は設備投資を拡大する傾向にある

②資源大手各社のバランスシートとキャッシュフローが改善しており、投資余力が増している

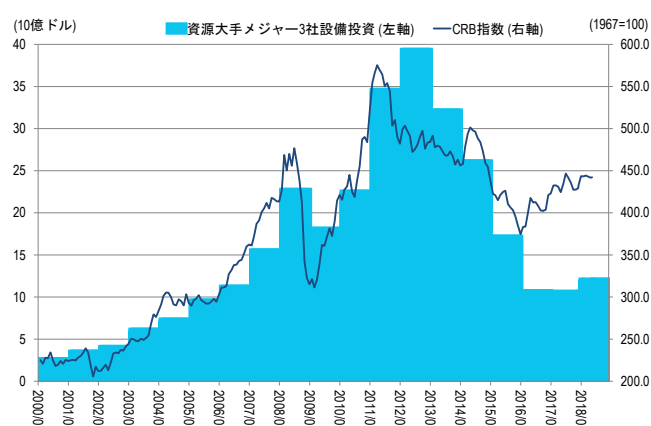
③2000 年代中盤に拡大した鉱山投資が更新投資の時期を迎える可能性が高い

図表 17：資源大手 3 社の設備投資と鉱山機械需要の比較



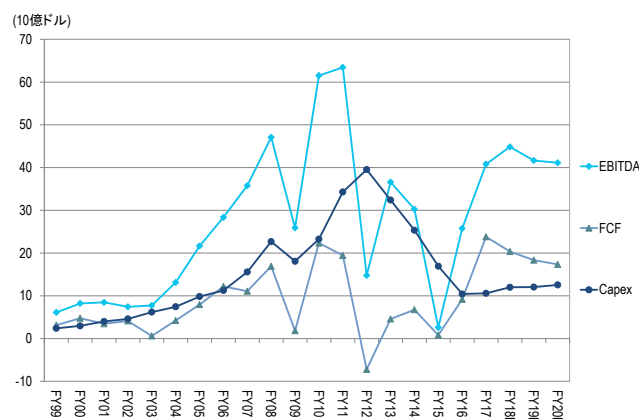
出所：会社資料、Bloomberg より MUMSS 推定、作成。鉱山機械需要は MUMSS、資源大手 3 社の設備投資予想は会社計画

図表 18：資源大手 3 社の設備投資と CRB 指数の比較



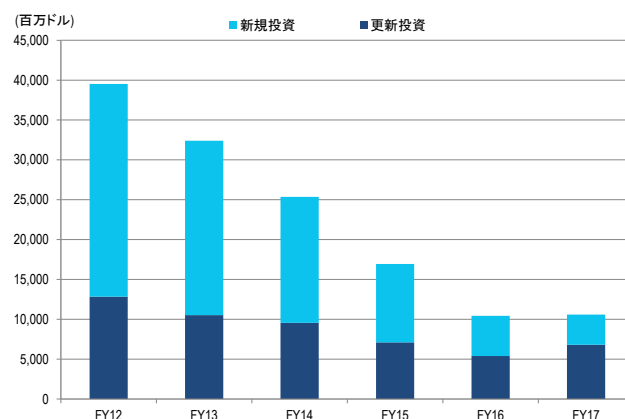
出所：会社資料、Bloomberg より MUMSS 推定、作成。鉱山機械需要は MUMSS 予想、資源大手 3 社の設備投資予想は会社計画

図表 19：資源大手 3 社の EBITDA、FCF、設備投資の推移



出所：会社資料より MUMSS 推定、作成。EBITDA は Bloomberg コンセンサス、設備投資は会社計画。FCF は Bloomberg コンセンサスと設備投資計画から算出。

図表 20：資源大手 3 社の新規投資と更新投資



出所：会社資料を基に MUMSS 推定、作成

(2) 2017年に連結化したKMCは再成長しつつある

第2の視点は、2017年に連結化したコマツマイニング(KMC、旧 Joy Global)が再成長しつつあると考える点。理由は下記2点である

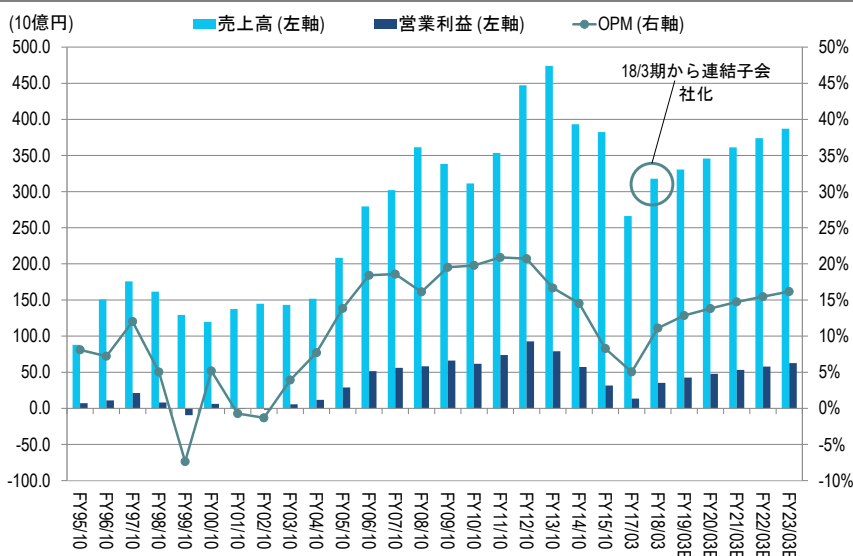
①統合の進展で買収シナジーが期待できる

②米国の石炭産業の復権に伴い、中期的に業績の回復局面を迎えつつある

Joy Global を長期的な大底圏で買収

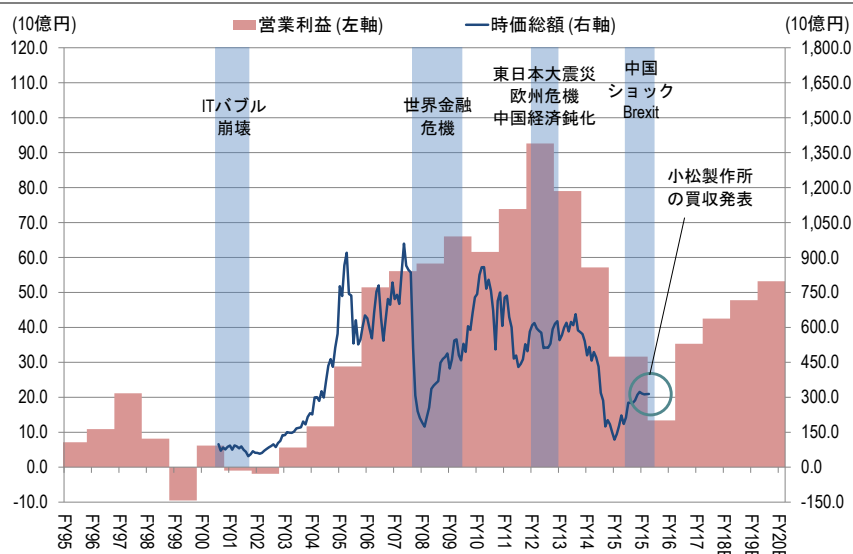
図表 21 と 22 に KMC の長期業績と時価総額の推移を示したが、同社が Joy Global を買収したのは、業績の長期的な大底圏だったことが窺える。仮に、Joy Global が上場を継続していると、株価は上昇していたことが想定され、KMC の業績回復が、同社の業績ドライバーの一つになると考える。

図表 21 : KMC(旧 Joy Global)の長期業績の推移



出所：会社資料、Bloomberg より MUMSS 作成、MUMSS 予想。買収前は 10 月期決算、買収後は 3 月期決算。営業利益は買収関連費用控除前。

図表 22 : KMC(旧 Joy Global)の営業利益と時価総額の推移



出所：会社資料、Bloomberg より MUMSS 作成、MUMSS 予想。買収前は 10 月期決算、買収後は 3 月期決算。営業利益は買収関連費用控除前。

- 買収シナジーが期待できる
- ①鉱山機械のフルライン化
- ②鉱山産業のトレンドに対応可能
- ③コスト削減、設備投資削減が可能
- ④売上高の拡大
- ⑤イノベーション
- 第1の理由は、同社とKMCは製品分野や販売体制が補完関係にあり、買収シナジーが期待できることである。同社がKMCを連結子会社化した狙いは下記である。
- ①両社の製品ラインナップは製品のオーバーラップがなく、補完関係にある。特に坑内掘り製品は小松製作所が有していない製品で、鉱山機械のフルライン化が可能
- ②KMCは坑内掘りに関連した製品や超大型の積込機を有しており、鉱山における坑内掘りの増加や、ダンプの大型化などの鉱山産業のトレンドに対応可能
- ③拠点の統廃合や拠点の有効活用によるコスト削減や設備投資削減が可能
- ④製品のクロスセルによる売上高拡大が期待できる。両社の顧客ベースは異なることも多く、顧客にワンストップソリューションを宣伝・提供することが可能になる
- ⑤両者の技術を融合し、ICT化や無人化を進めることで、安全性と生産性の向上、遠隔操作・自動化などの鉱山におけるイノベーションを進展することが可能になる
- 同社がKMCを買収して約1年経つが、その間に同社がQuick Winと呼んでいる早期の統合を進めている。また、18/3期2Q決算(7-9月期)には、商品・市場の補完性、企業文化の親和性、顧客との強固な関係は想定通りと同社はコメントしている。18/3期には統合によるシナジー効果が全社で25億円程度発生したと同社は推定している。
- 今後3年間でPMIを進める
- 今後は、約3年間で統合を進め、売上高拡大、コスト削減、投資抑制の3点から買収シナジー創出を目指す方針である。直営代理店地域では18年度末、その他の地域は19年度末までの統合完了を行う計画である。想定シナジー目標は2021年度にKMC売上高の約10%の増収である。

図表 23：鉱山機械各社の製品ポートフォリオの概要

	小松製作所	Joy Global	キャタピラー	Bucyrus
ブルドーザー	○		○	
ホイールローダー	○		○	
マイニングトラック	○		○	○
エクスカベーター	○			○
ドリル		○		○
ロープシャベル		○		○
ドラグライン		○		○
サーフェスベルト		○		○
地底ベルト		○		○
LWサポート		○		○
LWシャーラー		○		○
地底ドリル				○

出所：会社資料をもとにMUMSS作成、Bucyrusはキャタピラーが2010年に買収

図表 24：KMCの統合計画の概要

シナジー	アプローチ	具体例
1. 売上拡大	1) 新車販売の拡大	・KMCの強みを取り込みつつ、直接販売・直接サービスを維持・強化。 ・両社が強みを持つ顧客基盤や販路を活用し、新車販売拡大。 ・両社設備の効果的な活用によるリビルド・リマン売上拡大。 ・双方のグループサプライヤの部品を積極活用することで、外部流出していた売上を取り込む。
	2) パーツ・サービス売上の拡大	
	3) ソリューションビジネスの拡大	・フルラインナップ化に加え、ICT技術を組み合わせたソリューションを提供し、パッケージ商談への積極参入により売上拡大。
	4) 新製品の開発	・コマツとKMC技術を組み合わせた新製品投入により、売上拡大。
2. コスト削減	1) 生産拠点の業務統合	・KMCと従来のコマツグループとのクロスソースを推進。 ・本体生産は、マザー工場での合理化を推進。 ・共同購買を推進。
	2) 鉱山現場の業務統合	・鉱山における部品保管倉庫やサプライチェーンオペレーション統合によりコスト削減。
	3) 管理部門の業務統合	・人事、経理・財務、法務などのバックオフィス業務の統合によりコスト削減するとともに、ガバナンス、コンプライアンスを強化。
3. 投資抑制	1) 各地域における投資抑制	・各地域の重複投資（生産/サービス拠点の新設など）を精査。

出所：会社資料をもとにMUMSS作成

米国の石炭産業の復権により業績回復局面を迎えつつある

第2の理由は、KMCは米国を中心とする石炭産業向けの売上高が40~50%程度であり、米国の石炭産業の復権の恩恵を受けると考えることである。実際、旧 Joy Global の株価と燃料炭価格は連動している。

米国の石炭生産は火力発電向けが中心

米国で生産される石炭の約90%が米国国内の火力発電向けに利用されるが、2013年以降、米国の石炭生産は減産が続いた。下記が理由である。

①シェールガス革命による天然ガス発電へのシフト

②オバマ政権による電力部門の二酸化炭素排出規制

米国の石炭生産は中期的な回復局面を迎えている

しかしながら、2016年以降、米国の石炭生産は回復しつつある。下記3点を理由に、現状は中期的に石炭生産が回復局面を迎えているためである。

①米国における天然ガス価格が上昇傾向にある

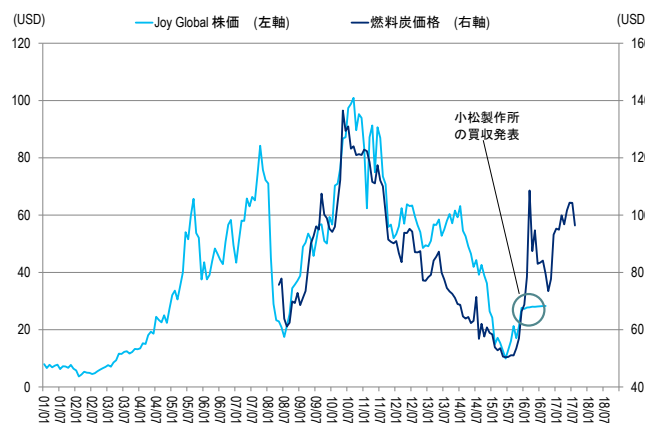
②大寒波に代表される異常気象が発生した際、天然ガス需要がパイプライン能力を超える問題が発生しており、安定的な電力源として石炭火力が見直されている

③石炭産業復活を掲げるトランプ政権が、石炭火力への環境規制を緩和しつつある

ラストベルトの石炭産業復活をトランプ政権が掲げる

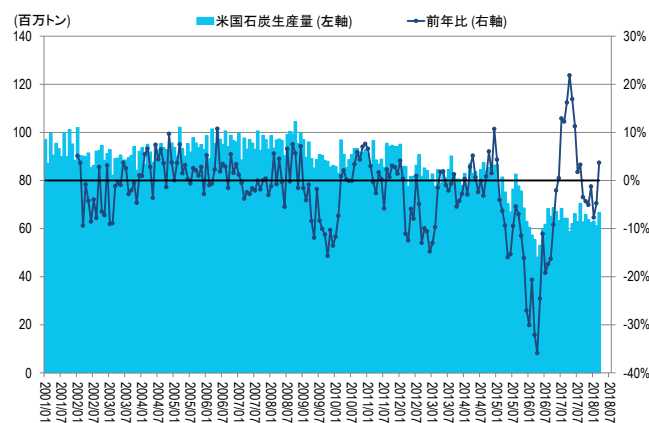
トランプ政権の支持基盤の一つであるラストベルトの主要産業が石炭産業であることが背景にある。

図表 25： Joy Global の株価と燃料炭価格の比較



出所：Bloomberg より MUMSS 作成

図表 26： 米国の石炭生産量の月次推移



出所：U.S. Energy Information Administration より MUMSS 作成

3. 競争力の源泉とビジネスモデル、事業分野の概要

3-1 競争力の源泉とビジネスモデル

建設機械世界第二位

同社は建設機械の大手メーカーである。世界全体でもキャタピラーに次ぐ業界 2 位の市場ポジションを確保している。

図表 27 と 28 に同社の価値創造プロセスと SWOT 分析をまとめている。

同社の競争優位性は製品競争力と販売力の高さによって構築されている。同社の製品競争力の高さは、ハードウェアとソフトウェアの両面で構築されており、特に大型の油圧ショベルや鉱山機械で高い競争力を有している。

同時に、世界中に展開された強固な販売網や、無線通信による製品の遠隔管理システムである KOMTRAX に代表される各種サービスの提供を通じて、顧客の囲い込みとサービス提供型のビジネスモデルの確立に成功している。

複数の要素から競争優位性を構築

同社が高い競争優位性を有する要因は下記である。

- ①競争力のある製品を生み出す高い設計開発力
- ②溶接や鋳物等の金属加工技術や、基幹部品(エンジン、油圧機器、減速機等)内製による製品の高い品質と信頼性の実現
- ③KOMTRAX に代表される ICT 技術やソフトウェア技術の有効活用
- ④世界中に展開された強固な販売・アフターサービス網の存在

図表 27：小松製作所の価値創造プロセス

価値創造プロセス
・小松製作所は総合建設機械メーカー。建設機械では、米国のキャタピラーに次ぐ、世界第2位の企業である。 ・高い製品競争力、ICT技術の活用、世界に広がる販売・アフターサービス網といった複数の要素で同社の競争優位性は構築されている。 ・溶接や鋳物といった金属加工技術の保有や、基幹部品(エンジン、油圧機器等)の内製化により、製品の高い品質と信頼性を実現している ・KOMTRAXやAHSを業界に先駆けて投入、ICT建機の開発でも先行するなど、ICT技術やソフトウェアの活用に長けている。 ・高稼働率維持、人件費削減、生産性改善といった顧客のオペレーション改善を可能にするトータルソリューションサービスを提供を通じて、顧客の囲いこみに成功している ・売上高の50%以上が部品やサービス由来であるなど、サービス提供型のビジネスモデルを構築しており、高い利益率と安定収益の確保に成功している。 ・自社の事業領域の強化に必要な製品や要素技術は買収を通じて獲得している ・鉱山機械市場の長期的な大底圏である2016年にJoy Global買収を決定するなど、同社の経営判断は的確なケースが多い。KOMTRAXなどを通じてリアルタイムで市況を把握できることや、データを元に合理的な意思決定を行う企業カルチャーが背景にあると弊社は推測する

出所：MUMSS 作成

図表 28：小松製作所の SWOT 分析

SWOT	
強み ・金属加工技術や基幹部品内製化により高い品質・信頼性を実現 ・KOMTRAXやAHSを筆頭にICT技術の活用で先行している ・売上高の50%以上が部品やサービスであるなど、ソリューション提供型のビジネスモデルを構築しており、安定収益の確保に成功 ・鉱山機械はキャタピラーと2強で寡占状態にある ・Joy Global買収で、鉱山機械は製品がフルラインナップに	弱み ・基幹部品を日本で生産するため、為替感応度が高い ・欧米の一般建機市場で、業界ポジションが相対的に低い ・一般建機本体はコモディティ化が進展しているため、相対的に収益性が低く、収益性改善のために何らかの経営施策が必要 ・資源価格下落が大きな逆風となりやすい
機会 ・北米市場はインフラやエネルギー関連向けに需要が回復中 ・労働力不足とICT技術の発達で、ICT建機が普及する可能性がある ・鉱山機械は長期的な回復局面を迎えつつある	脅威 ・欧米の一般建機市場ではキャタピラー等の強力な競合企業が存在 ・新興国の一般建機市場では、新興国メーカーが台頭しつつある ・鉱山機械は石炭依存度が高く、将来的にエネルギー源としての石炭離れが経営課題となる可能性がある

出所：MUMSS 作成

歴代経営者が経営課題を克服し、経営資源を拡張することで、強力なビジネスモデルを構築した

同社が高い競争優位性を有する理由として、「グローバル化」、「事業領域の取捨選択」、「デジタル化」、「サービス提供型のビジネスモデルの構築」、「外部リソースの活用」などの、日本の製造業が直面した経営課題に対する解決策として、歴代経営者がこれらを克服するために、経営資源を拡張し続けることで、強力なビジネスモデルを構築することに成功したためと弊社は考える。

①グローバル化

1990年代初頭のバブル崩壊や公共工事の縮小により、国内の建機需要が構造的に縮小する中で、同社は海外市場を開拓せざるを得ない状況に直面した。欧米市場はキャタピラーに代表される強力な欧米企業が存在するため、同社は新興国や資源国を中心とする海外市場の開拓に注力した。同社がいち早く注力した市場は、改革開放による経済成長が本格化した中国であり、1995年には中国で現地生産を開始した。

グローバル生産体制を構築

海外展開を進めるに当たり、製品のブラックボックス化とモジュール化を通じて、技術流出を防ぎつつグローバル生産体制を構築した。例えば、エンジン等の基幹部品は日本で生産し、それ以外の部品の調達や最終製品の組み立ては現地で行うことで、品質と信頼性を守りつつ製品のローカル化を進めた。建設機械は地域ごとに利用方法が異なるため、ローカル化が海外進出に成功した要因の一つとなった。

グローバル生産体制を構築するために、「コマツみどり会」と呼ばれるサプライヤーとの協力関係を構築している。「コマツみどり会」を通じて、サプライヤーに対する資金繰りや海外展開支援を行い、グローバル調達体制の構築にも成功した。

また、製品開発力を強化するために、開発と生産を一体化したマザー工場を世界各地に設置。業務基幹システムも標準型ERPを早期に導入済みである。販売面では海外の代理店の買収を進めた。こうした努力の結果、現在では全世界の主要地域で高い業界ポジションを有している。

②事業領域の取捨選択

同社は競争優位性を持った事業を中心に事業ポートフォリオを再構築するために、事業領域の取捨選択を行った。同社は1980年代に多角化を行った結果、広範な事業領域を有していたが、1990年代以降、半導体事業を筆頭に多くの事業から撤退した。

また、競争優位性がある事業領域においても、「ダントツ製品」に代表されるように、明確な競争優位性ある製品を中心に製品ラインナップの絞り込みを行っている。

③デジタル化

グローバル化やリストラを進めた上で、同社が成長戦略として注力してきたのが、ICT技術を通じた製品のデジタル化である。代表例が、建機に通信機器を搭載し、建機の稼働状況の把握や遠隔操作を可能にするKOMTRAXである。2001年の投入以降、補修部品の提供などのアフターサービスを強化している。

KOMTRAXは経営判断の質の向上につながる

また、顧客の稼働状況の把握を通じた需要予測や経営判断の質の向上もKOMTRAX導入のメリットである。鉱山機械市場の長期的な大底圏である2016年にJoy Global買収を決定するなど、同社の経営判断はタイミングや市況を的確に判断するケースが多い。KOMTRAXなどを通じてリアルタイムで市況を把握できることや、データを元に合理的な意思決定を行う企業カルチャーが背景にあると弊社は推測する。

④サービス提供型のビジネスモデルの構築	同時に、同社はサービス提供型のビジネスモデルの構築も進めている。1996年に買収した米国のモジュラーマイニングシステムズ社のフリート管理システムとKOMTRAXを組み合わせ、2008年に無人ダンプトラック運行システム(AHS、Autonomous Haulage System)を世界で初めて投入。そのほかにも、鉱山機械の運転を解析するKOMTRAX PLUS、鉱山におけるメンテナンス補助システムのMINECARE、鉱山におけるマシンガイダンスシステムのProVisionなどを投入している。 これらの製品やサービスを通じて、高稼働率の維持、人件費削減、生産性改善などの顧客のオペレーション改善を可能にするトータルソリューションサービスの提供体制を構築した。この結果、鉱山機械事業では、顧客の買い込みを図ることに加え、サービスの提供を通じて、安定収益を確保できるようになった。
⑤外部リソースの活用	同社は自社の事業領域の強化に必要な製品や要素技術は買収を通じて獲得してきた。モジュラーマイニングシステムズ社に加え、2000年の建設・鉱山機械部品の米国のヘンズレー・インダストリーズ社、2004年の林業機械のスウェーデンのパルテック・フォレスト社(現コマツフォレスト AB)、2017年のJoy Global が代表的な買収である。鉱山機械の大型ダンプも1988年に設立した米国ドレッサー社との合併由来である。
オープンイノベーションも進める	近年では、2015年にドローンによる3D測量技術のベンチャーであるSkycatchに出資、2017年にGPU大手のNVIDIAと提携するなど、オープンイノベーションによる外部リソースの有効活用も進めている。
歴史から振り返るコマツの競争力の源泉は？	同社の歴史を振り返ると、その時々を経営課題に対し、必要な経営資源を社内外で調達しながら柔軟に企業戦略を変更し、新たなビジネスモデルを構築することで、経営課題を克服しかつより強固な企業体質を作り上げてきたことが伺える。
経営学上のマイルストーンとなった論文「Strategic Intent」はコマツを分析	米国の著名な経営学者であるC.K.プラハラードとゲイリー・ハメルは、1989年にハーバードビジネスレビュー上で発表した論文「Strategic Intent」において、同社が成長してきた要因を分析した。この論文は同年のマッキンゼー賞を受賞している。
「組織の志」こそ競争力の源	この論文の分析では、同社が現状でできることに注力するのではなく、既存の経営資源では達成が難しい挑戦的な目標を掲げることで、会社全体で情熱的に努力することで経営資源そのものを拡張し、かつ従来のやり方を根本的に変えることで、新たなビジネスモデルを生み出してきたことが、同社の飛躍の要因であると結論づけた。 この論文は、コア・コンピタンス、つまり他社が真似できない自社ならではの価値を提供する企業の中核的な力が競争力を左右するという経営戦略論を生み出した。
コマツのコア・コンピタンスは？	今までの議論を踏まえると、1990年代以降も「Strategic Intent」で分析された形で、同社は成長を続けてきたことが窺える。そこで、同社のコア・コンピタンスを考察すると、現実の課題やデータを直視する胆力、通用しなくなったものを破壊し、新たなものを作り出す勇気と創造性、全社一丸で企業努力を続ける情熱を有する企業カルチャーが、同社が成功してきた真の要因であると考えられる。
保守的になったら終わり	C.K.プラハラードとゲイリー・ハメルは、企業が官僚化し、保守的になることで競争力が劣化する危険性を述べている。同社にとっても、企業カルチャーが大企業病化し、変化に対応できなくなることが最大のリスクと経営課題であろう。

3-2 事業分野の概要

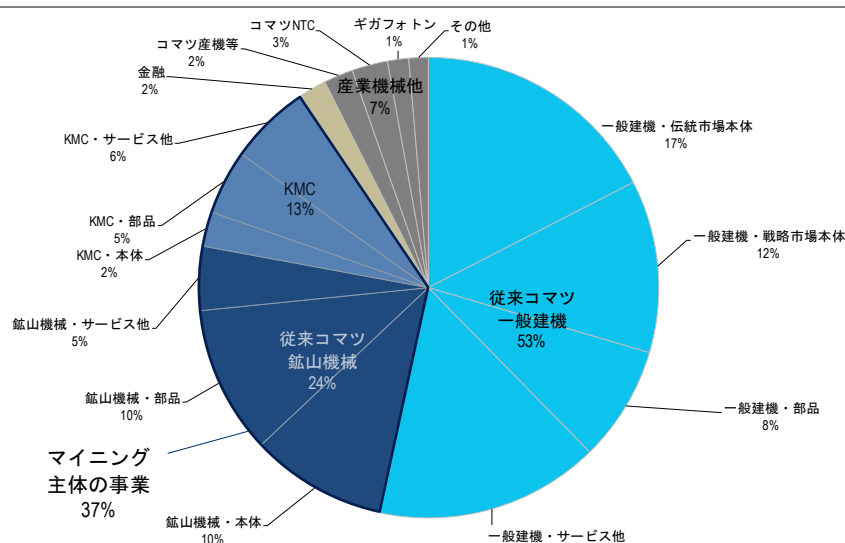
事業別売上高構成比

18/3 期における事業別売上高は、従来コマツの建設機械・車両が 1 兆 9,495 億円(構成比 78%)、KMC が 3,178 億円(同 13%)、リテールファイナンス 496 億円(同 2%)、産業機械他が 1,841 億円(同 7%)である。建設機械・車両の内、一般建機が 1 兆 3,371 億円(構成比 53%)、鉱山機械が 6,124 億円(同 24%)である。

事業別営業利益構成比

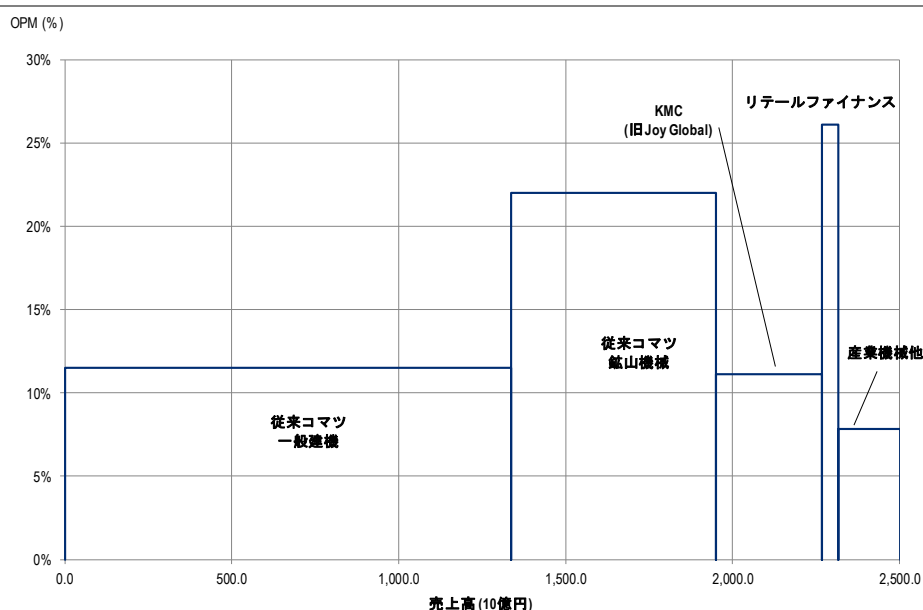
18/3 期営業利益(買収関連費用 478 億円控除前)3,194 億円に対する事業別営業利益は、従来コマツの建設機械・車両 2,884 億円(構成比 90%)、KMC353 億円(同 11%)、買収関連費用 478 億円を控除前)、リテールファイナンス 129 億円(同 4%)、産業機械他 144 億円(同 5%)である。

図表 29：事業別売上高構成比 (18/3 期実績)



注：伝統市場は日本、北米、欧州、戦略市場はそれ以外の地域 出所：会社資料より MUMSS 推定、作成

図表 30：事業ポートフォリオの概要 (18/3 期実績)



出所：会社資料より MUMSS 推定、作成、KMC の営業利益は買収関連費用控除前

重要なポイントは、サービス提供型の安定成長が可能な事業構造の再構築が進んでいることである。

景気変動の影響を抑える
努力をしてきた

同社の主力製品である一般建機や鉱山機械は、世界景気の影響を受けやすく、需要が変動しやすいことが課題である。そこで、部品やサービス事業の強化、柔軟な生産体制の構築を通じて、同社は需要変動に強い事業構造の構築に注力している。

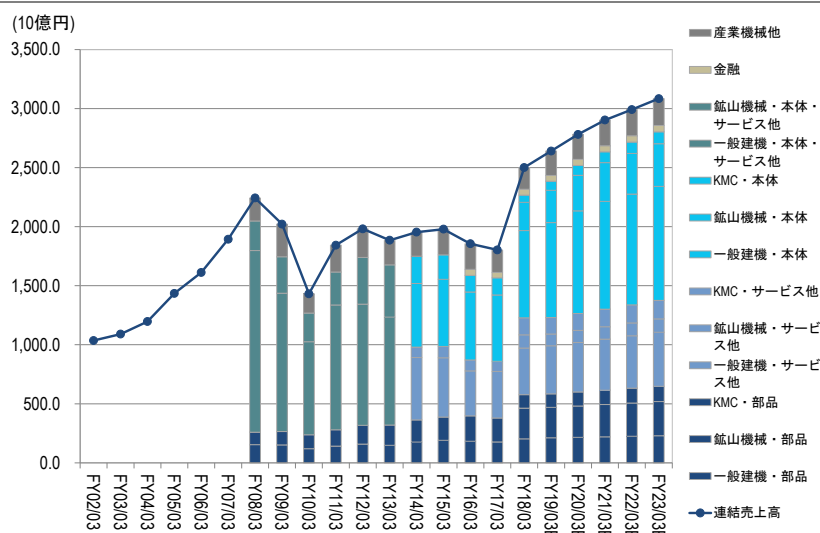
サービス提供型の事業が
売上高の50%以上

この結果、18/3期の売上高の50%以上が、建設機械の補修部品及びサービス、金融、ギガフォトンなどのサービス提供型の事業である。これらの事業は、景気動向に関わらず、中長期的に安定成長が続いている。

リカーリングで稼ぐソニーと同じ

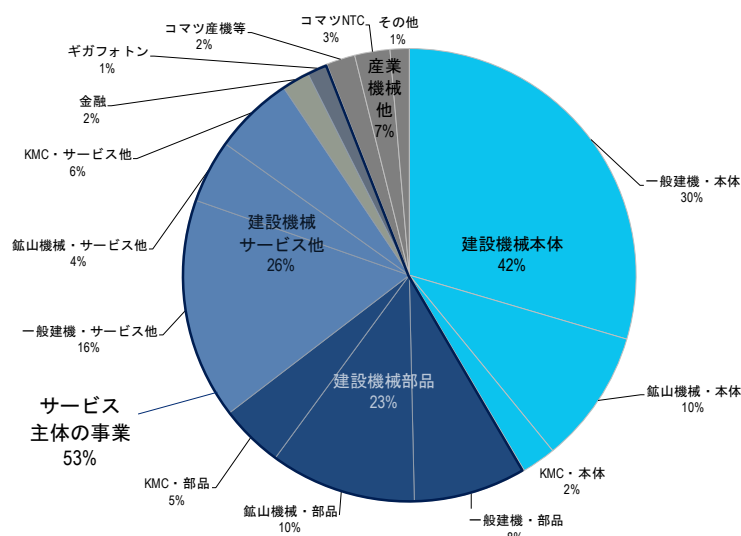
株式市場では、同社は景気敏感株のイメージが強く、一般建機や鉱山機械の需要動向の影響を株価は受けやすい。しかしながら、同社は安定収益を確保可能な事業構造の構築が進んでいる。これは、サービスを通じて継続的に収益を得るリカーリングモデルで復活したソニーと同じ構造変化であると考ええる。

図表 31：製品別売上高の推移：サービス提供型の事業は長期的に安定成長が続く



出所：会社資料より MUMSS 推定、作成、MUMSS 予想

図表 32：製品別売上高構成比：サービス提供型の事業が売上高の半分である(18/3期実績)



出所：会社資料より MUMSS 推定、作成

3-3 建設機械・車両事業の概要

高い利益率を常に維持

建設機械・車両事業は、一般建機、鉱山機械を中心とする同社の主力事業である。02/3 期以降は金融危機を除くと常に高い利益率を維持している。同社が高い利益率を有する理由は下記である。

- ①製品の高い品質・信頼性から、中古機市場で高いリセールバリューを有するなど、一定の顧客ロイヤリティとブランド価値を獲得している
- ②基幹部品の内製を通じて生産面で高い付加価値を獲得している
- ③高利益率の部品・サービス事業の存在

主力製品の概要

同社は幅広い製品ラインナップを有する。油圧ショベル、ミニショベル等の掘削機械、ホイールローダー、スキッドステアローダー等の積込機械、ブルドーザ等の整地機械、ダンプトラック等の運搬機械、鉱山機械、林業機械、採石機械、フォークリフトなどが主力製品である。エンジンや油圧機器等の基幹部品は内製している。

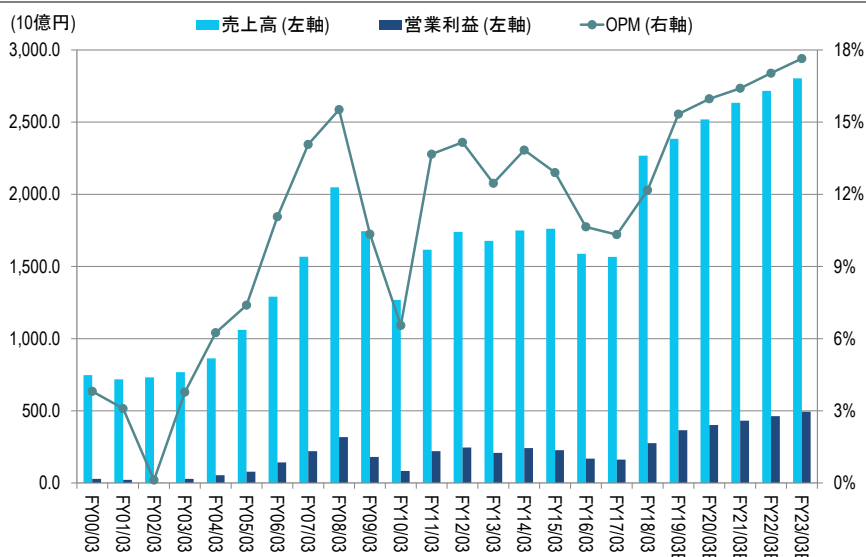
製品分野別に主力3事業に分類

建設機械・車両事業は製品分野別に、①一般建機(従来コマツベース)、②鉱山機械(従来コマツベース)、③KMC(2017年4月から連結化した旧 Joy Global)の3事業に分類される。一般建機は建設用の油圧ショベルやホイールローダー等の建設機械、鉱山機械は鉱山向けの超大型の油圧ショベルやダンプトラック等が主力製品である。

リスクは石炭産業への依存度の高さ

同社の鉱山機械は石炭産業への依存度が高く、石炭産業が衰退していくことがリスクの一つである。同社はこの課題を認識しており、林業機械や砕石機、さらに言えばリチウムなどの産業用鉱物向け製品を強化する方針である。

図表 33：建設機械・車両事業の長期業績の推移



出所：会社資料より MUMSS 作成、MUMSS 予想

各事業の 18/3 期実績における地域別売上高構成比を示す(図表 34 から 37)。

一般建機

地域別売上高構成比(弊社推定)は、日本 24%、北米 23%、欧州 CIS15%、中南米 6%、オセアニア 4%、アジア 12%、中国 11%、中東・アフリカ 5%である。マザーマーケットの日本や、巨大な建築・住宅・インフラ関連需要がある北米の構成比が高い。次の成長市場として、東南アジアやインドなどのアジアに同社は注力している。

中国の一般建機市場の業績影響は大きくない

重要ポイントの一つは、同社は中国関連銘柄のイメージが強いが、一般建機の中国向け売上高は 11%である。中国の一般建機市場へのエクスポージャーは大きくない。

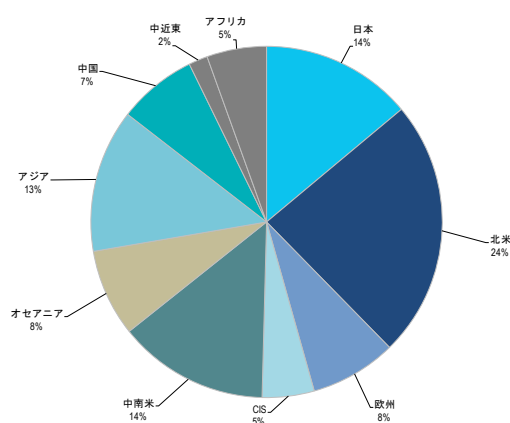
鉱山機械

地域別売上高構成比(弊社推定)は、北米 15%、欧州 CIS11%、中南米 26%、オセアニア 14%、アジア 22%、中近東・アフリカ 11%、日本・中国 1%である。鉱物別には、石炭、鉄鉱石、銅が大きく、残りは金、亜鉛、ニッケル、産業用鉱物である。鉱物の中でも 18/3 期売上高の約 40%が石炭向けであるなど、石炭の構成比が高い。北米は石炭、欧州 CIS は石炭、鉄鉱石、金、中南米はチリの銅やブラジルの鉄鉱石、オセアニアは豪州の鉄鉱石、アジアはインドネシアの石炭などが、主要な向け先である。

KMC

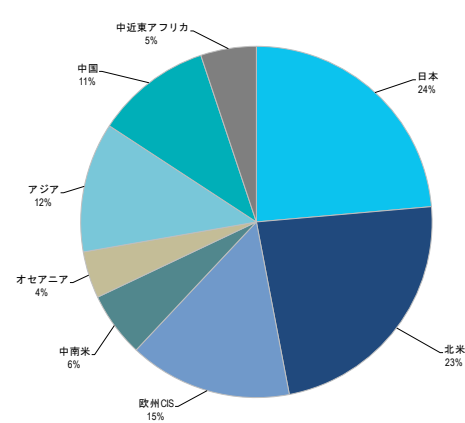
地域別売上高構成比は、北米 43%、欧州 4%、CIS2%、中南米 23%、オセアニア 13%、アジア 1%、中国 5%、中近東・アフリカ 9%である。

図表 34：建設機械・車両：地域別売上高構成比(18/3 期実績)



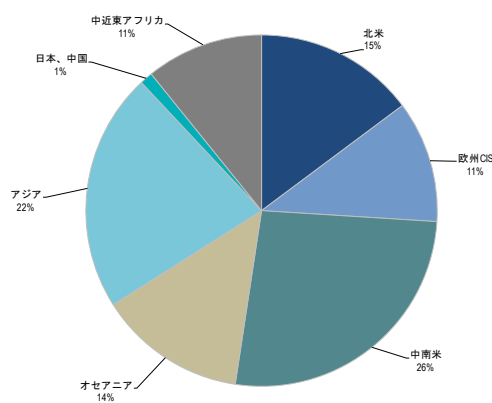
出所：会社資料より MUMSS 作成

図表 35：一般建機：地域別売上高構成比(18/3 期実績)



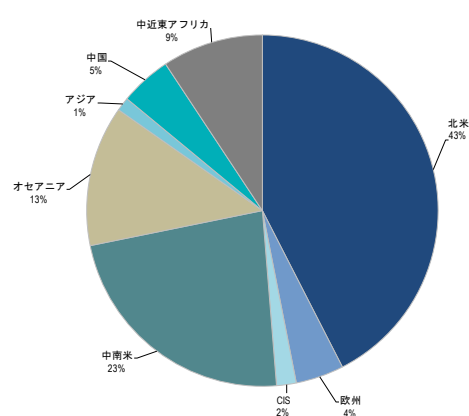
出所：会社資料より MUMSS 推定、作成

図表 36：鉱山機械：地域別売上高構成比(18/3 期実績)



出所：会社資料より MUMSS 推定、作成

図表 37：KMC：地域別売上高構成比(18/3 期実績)



出所：会社資料より MUMSS 作成

製品別売上高の概要

各事業の 18/3 期における製品別売上高構成比を示す(図表 38 から 41)。建設機械本体に加え、補修部品を中心とする部品や、機械のレンタル、ソリューションサービスの提供に代表されるサービス他の売上高構成比が高いことが特徴である。

製品別の収益性

製品別の収益性は、製品ミクスが良好な順に下記となっている。なお、一般建機本体の伝統市場は先進国、戦略市場は新興国や資源国である。

部品、サービス＞鉱山機械本体、一般建機本体戦略市場＞一般建機本体伝統市場

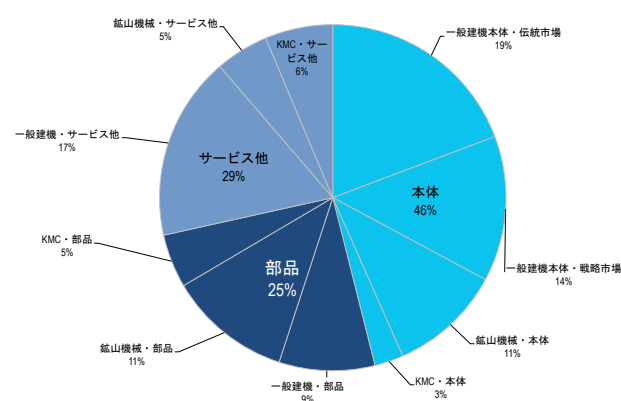
18/3 期の事業別営業利益構成比を推定すると、部品とサービス他が約 60～70%、鉱山機械本体は約 10～20%、一般建機本体は約 20%程度の利益貢献であると推測する。

一般建機本体の収益性の低さが経営課題の一つ

同社の経営課題の一つは、建設機械・車両事業の売上高の約 1/3 を占める一般建機本体の収益性が同社の中で相対的に低いことである。一般建機本体はコモディティ化が進展している上、伝統市場ではキャタピラーに代表される欧米企業、戦略市場では地場の新興国企業と市場競争が激しいことが理由である。

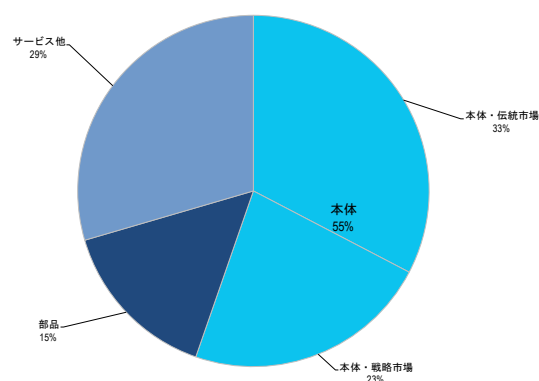
収益性を改善するために、①ICT 建機の普及、②ハイブリッドショベル等の性能の高い製品の投入、③高成長が期待できるアジア市場の開拓、④中古車ビジネスの強化に代表される高付加価値化と収益向上策を同社は進めている。

図表 38：建設機械・車両：製品別売上高構成比(18/3 期実績)



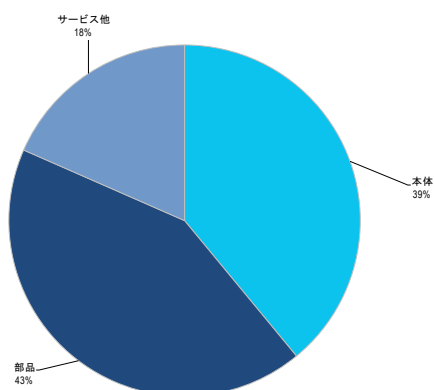
出所：会社資料より MUMSS 作成

図表 39：一般建機：製品別売上高構成比(18/3 期実績)



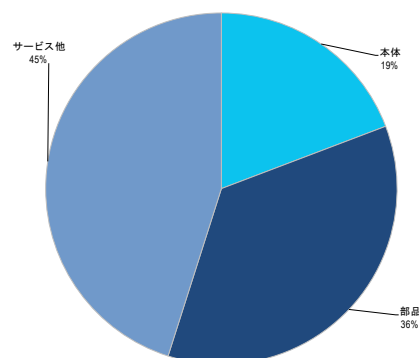
出所：会社資料より MUMSS 推定、作成

図表 40：鉱山機械：製品別売上高構成比(18/3 期実績)



出所：会社資料より MUMSS 作成

図表 41：KMC：製品別売上高構成比(18/3 期実績)



出所：会社資料より MUMSS 作成

高利益率の部品とサービスが安定成長している

同社の事業構造を理解する上で最重要ポイントは、利益率の高い部品・サービス他の売上高が安定的に成長を続けていることである。同社は部品やサービスを利益面と競争優位性の両面から重要性が高いと認識している。

特に部品事業は2012年に部品管理本部を立ち上げ、顧客満足度の上昇、グローバル在庫の最適化、サプライチェーンのリードタイムの短縮を通じて、補修部品の売上高の拡大を進めている。

一般建機の部品・サービス他は安定成長が続く

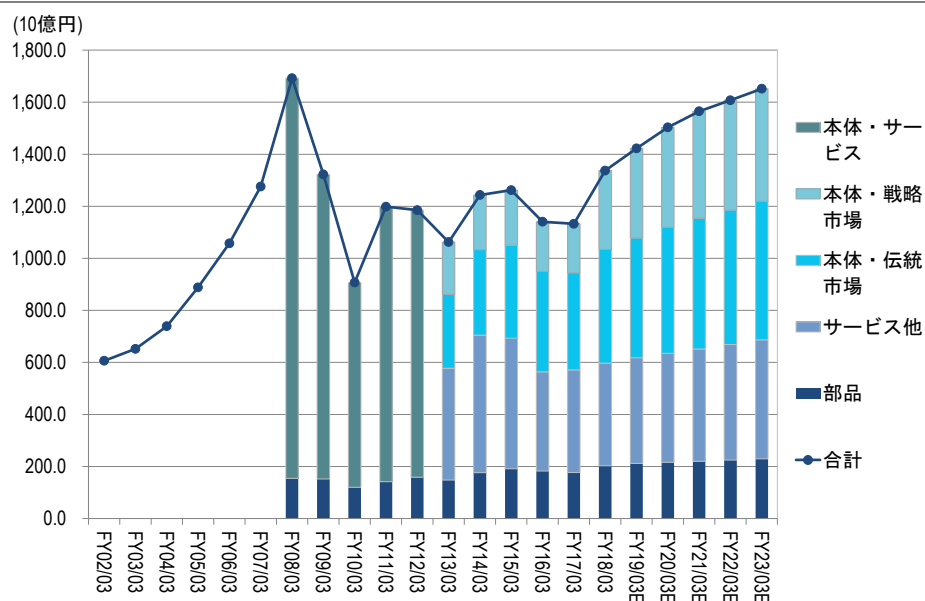
一般建機事業においては、部品やサービス他の安定成長が続いている。一般建機本体の売上高は市況で大きく上下するが、部品売上高は拡大トレンドが続いている。

定期交換部品やアタッチメントの販売強化、買収を含めた製品ラインナップの強化を進めている。また、サービスでは、レンタル事業、中古車の販売、メンテナンスなどのプロダクトサポートを強化している。

弊社は、一般建機向けの部品事業は下記理由により、安定成長が続くと考え

- ①先進国では更新需要が中心だが、配車台数の増加と補修部品の製品ラインナップの増加で、売上高の安定成長が続く
- ②新興国では、一般建機本体の配車台数に増加余地が大きいことに加え、部品カバー率が低く、補修部品事業に拡大余地がある

図表 42：一般建機の製品別売上高推移



出所：会社資料より MUMSS 作成、MUMSS 予想

鉱山機械の部品・サービス
他は安定成長が続く

鉱山建機では、部品・サービス他の売上高は安定成長が続いている。この理由として、無人ダンプシステム、MINECARE、KOMTRAX PLUS に代表される鉱山のオペレーション改善を可能にするトータルソリューションサービスを顧客に提供することで、顧客の買い込みと安定収益の確保に成功しているためと考える。鉱山で同社のトータルソリューションサービスが求められている理由は下記である。

- ①標高 3,000m を超す高山地帯に位置する鉱山も多く、かつ災害や人身事故も起きやすいことから、無人ダンプシステムを筆頭に無人化のソリューションが求められる
- ②鉱山労働者は熟練労働者として自給が高いことに加え、多くの鉱山は都市圏から離れた山奥に位置しており、鉱山のオペレーションは人件費がかかりやすい
- ③無人ダンプシステムなどのシステムの運用は、鉱山内に無線 LAN のインフラを整備する必要があり、継続的なメンテナンスを提供する必要がある

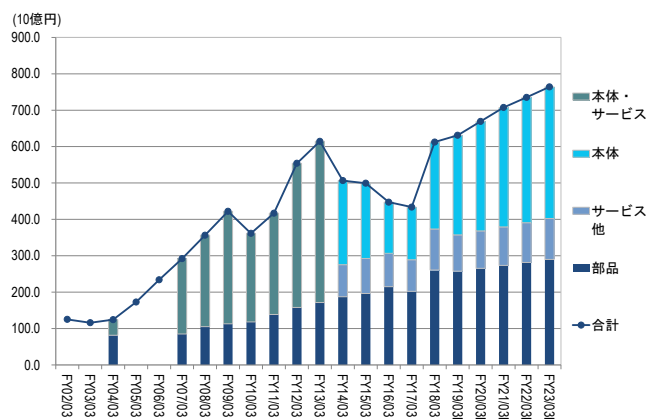
鉱山機械の部品・サービス
他は鉱山の稼働上昇時に
売上高が拡大

鉱山機械の部品、サービス他の特徴として、オーバーホールと呼ばれる鉱山機械の重度の故障時に売上高が大きく計上される。オーバーホールは、鉱山機械のライフサイクル中に通常 2-3 回発生するが、鉱山機械のオーバーホールは、鉱山機械の稼働上昇時に起きやすい。結果的に鉱山の稼働率の上昇時に部品、サービス他の売上高は拡大しやすい。

図表 44 に、過去 15 年間の鉱山機械の累積普及台数と、部品、サービス他の台あたり売上高の推移を示す。2011 年及び 2017 年前後の鉱山の稼働率が高い時期に、部品の台あたり売上高が拡大している。同様に、サービス他の台あたり売上高も 2017 年に拡大している。

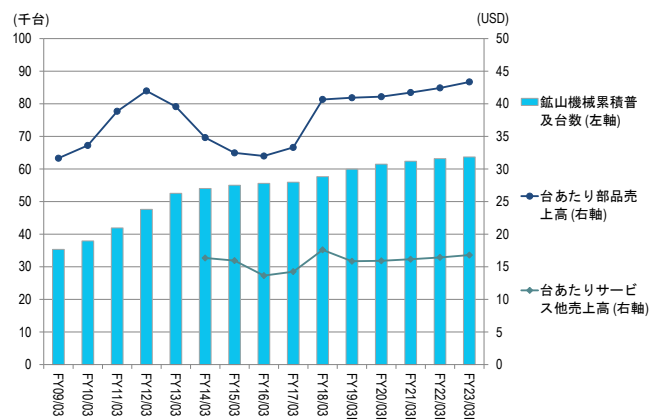
顧客である鉱山側も効率的な運営を心掛けているため、基本的には既存の鉱山機械をメンテナンスしながら用いているが、既存の機械では稼働に問題が生じる場合、新規の鉱山機械を導入する。

図表 43：鉱山機械の製品別売上高推移



出所：会社資料より MUMSS 作成、MUMSS 予想

図表 44：鉱山機械の部品・サービスの台あたり売上高



注：鉱山機械の累積普及台数 出所：会社資料より MUMSS 作成、MUMSS 予想

3-4 コマツマイニング(KMC)の概要

2017年4月にJoy Global
を連結化

2016年7月に、同社はJoy Globalを約3,000億円で買収することで合意した。主要各国の独禁法の承認を受け、2017年4月に同社はJoy Globalを連結子会社化し、コマツマイニング(KMC)としている。同社にとっては、歴史上最大の企業買収である。

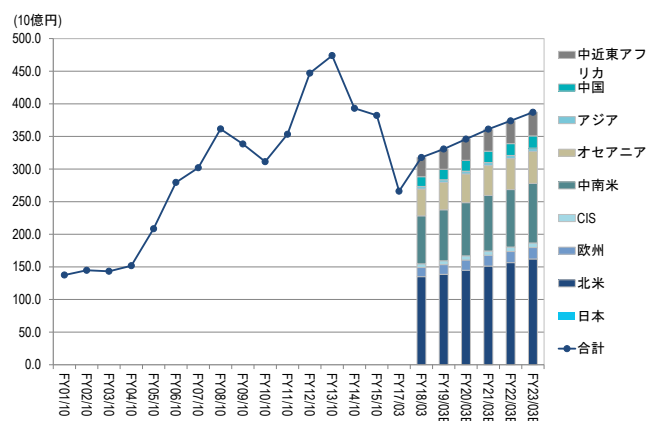
KMCの特徴は下記である。

- ①1884年に設立した伝統ある米国の鉱山機械メーカーであり、露天掘り及び坑内掘り向けに多様な製品ラインナップを保有する
- ②18/3期期実績における部品の売上高構成比が36%、サービス他が45%であるなど、部品とサービスを主体とする事業構造を有する。
- ③主要な資源メジャーを含むコモディティ企業が顧客。米国の石炭、チリの銅鉱山、豪州の鉄鉱石、石炭などにエクスポージャーを有する。
- ④直販・直サービス体制を構築することで、顧客の囲い込みに成功している

業界再編で鉱山機械は2強
体制に

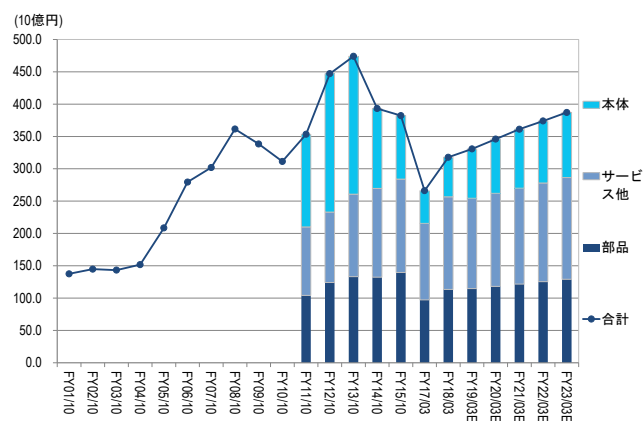
キャタピラーはKMCの競合であるBucyrusを2010年に買収している。KMC買収で、鉱山機械でフルラインナップを揃える企業は、キャタピラーと同社だけである。

図表 45 : KMC の地域別売上高推移



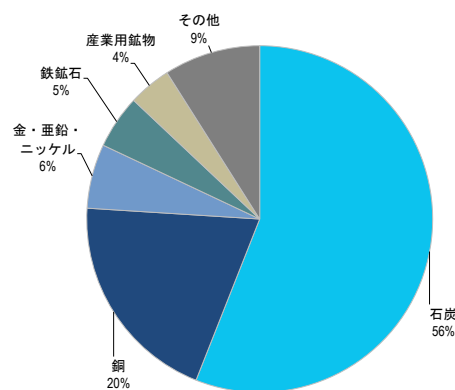
出所：会社資料より MUMSS 作成、MUMSS 予想

図表 46 : KMC の製品別売上高推移



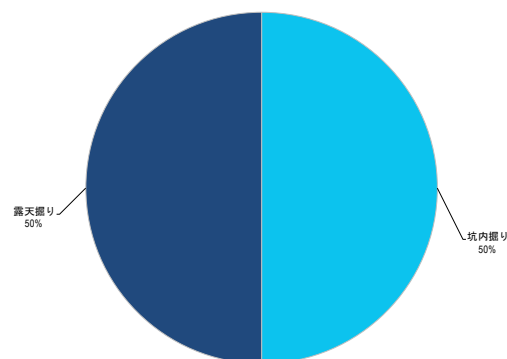
出所：会社資料より MUMSS 作成、MUMSS 予想

図表 47 : KMC の資源別売上高構成比 (16/4 期実績) (再掲)



出所：会社資料より MUMSS 作成、2015年5月～2016年4月実績

図表 48 : KMC の用途売上高構成比 (18/3 期実績)



出所：会社資料より MUMSS 作成

3-5 リテールファイナンス事業の概要

安定収益を確保

リテールファイナンス事業で、同社は建設機械の販売金融を手掛けている。18/3 期営業利益は 130 億円と、業績貢献は大きくないが、安定収益を確保している。同社はユーザーとリテールファイナンスを通じて良好な関係を築いており、同社の建設機械事業の競争力の源泉の一つとなっている。

同社がリテールファイナンスを行う理由・メリットは下記である。

顧客のメリットが大きい

①建機の販売と金融ビジネスの両面で収益を確保できる

②顧客側は同社の建機を使用して得た収入から機械代金を支払うことで建機を購入可能であるなど、柔軟な条件で建機を購入や支払いをすることが可能であり、顧客のメリットが大きい

クレジットリスクが低い

③同社は営業活動を通じて、金融機関以上に顧客の情報を有している

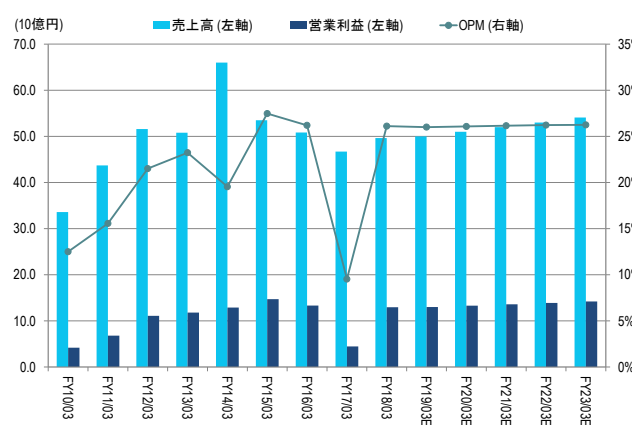
④顧客のローン返済に問題がある場合、KOMTRAX を通じて、建機の稼働を停止することが可能であり、顧客がローン支払いに強いインセンティブを有する。また、顧客が倒産した場合、担保として建機を回収し再販することで、クレジットリスクを抑えている

⑤補修ビジネスで建機をメンテナンスすることが可能な上、グローバルな再販ルートを持つため、中古機ビジネスが可能

北米市場が最大

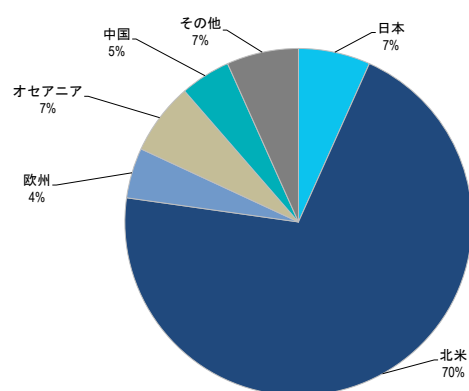
リテールファイナンス事業は、地域別には北米が約 70%程度の資産を有するなど、北米市場へのエクスポージャーが大きい。北米以外では、日本、欧州、中国、オセアニアなどで行われている。

図表 49：リテールファイナンス事業の長期業績の推移



出所：会社資料より MUMSS 作成、MUMSS 予想

図表 50：資産の地域別構成比(17 年 12 月末実績)



出所：会社資料より MUMSS 推定、作成

3-6 産業機械他事業の概要

主力4事業

産業機械他は、①コマツ産機、②コマツ NTC、③ギガフォトン、④その他の4事業である。コマツ産機、コマツ NTC はプレス装置や工作機械が主力製品で、設備投資サイクルの影響を受けやすい。ギガフォトン、露光装置向けの光源が主力製品であり、半導体市場の拡大に伴い安定成長が続くと考える。

①コマツ産機の概要

大型プレス装置、中小型プレス装置、板金機械、部品・サービスが主力製品である。主要顧客は、完成車メーカー、産業機械メーカー、鉄道車両メーカーなどであり、この中でも自動車産業が最大の顧客である。同社の装置は、自動車の各種プレス製品を製造するために利用される。

余談だが、元ミスミ社長の三枝匡氏による事業再生を題材としたベストセラーである「V字回復の経営—2年で会社を変えられますか」は、同氏がコンサルタント時代に関わったコマツ産機のターンアラウンドを小説化している。

②コマツ NTC の概要

トランスファマシン、マシニングセンタ、研削盤、クランクシャフト加工機、ワイヤーソー等の各種工作機械が主力製品である。トランスファマシンはシリンダヘッド、研削盤やクランクシャフト加工機はクランクシャフト、マシニングセンタはエンジン部品など、自動車向けに利用される製品が多い。ワイヤーソーはソーラー発電向けシリコンウエハの加工に利用される。

③ギガフォトンの概要

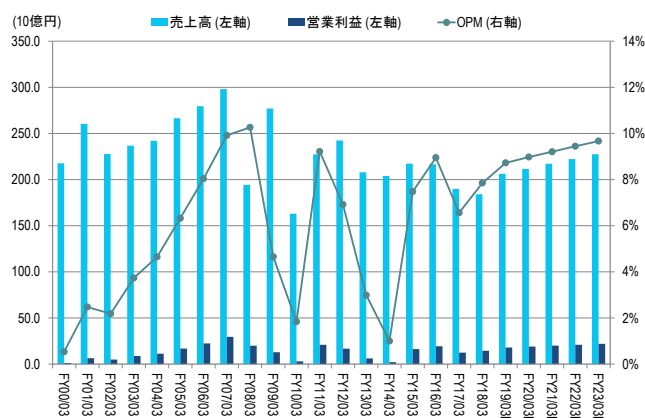
半導体・液晶パネルの露光装置向けの光源が主力製品である。主要顧客は、露光装置メーカーと半導体デバイスメーカーである。半導体露光装置向けの光源は、同社と Cymer(ASML 傘下)の2社で寡占している。

光源を露光装置メーカーに販売後、露光装置を使用する半導体デバイスメーカーに対して、光源の使用量に比例して課金を行うというビジネスモデルで事業を行っている。2016年度の売上高の約4分の3が課金由来である。2016年度末時点で、約1,300台の光源が稼働中であり、半導体の生産量増加により、増収が続いている。次世代製品では、EUV 露光装置向けの光源の開発を進めている。

④その他事業

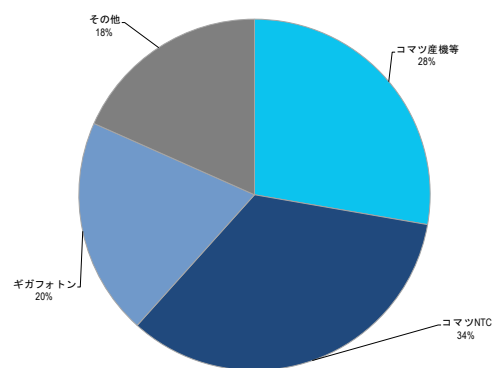
サーモモジュールを手掛ける KELK 社や防衛関連製品が主力事業である。

図表 51：産業機械他事業の長期業績の推移



出所：会社資料より MUMSS 作成、MUMSS 予想

図表 52：産業機械他の製品別売上高構成比(18/3 期実績)



出所：会社資料より MUMSS 作成

3-7 中期経営計画の概要

17/3 期から新中期計画がスタート	17/3 期から 3 年間の新中期経営計画「Together We Innovate GEMBA Worldwide－Growth Toward Our 100th Anniversary (2021) and Beyond－」を同社は実行している。
業績目標は非開示	興味深いことに、この中期経営計画では業績目標を開示していない。同社の業績はマクロ環境の変動を大きく受けるためである。実際、過去の中期経営計画では、金融危機や鉱山機械市場の低迷を主因に、業績目標が未達だったケースが多い。
定性的な経営目標を掲げる	業績目標を開示しない代わりに、同社は定性的な経営目標として、下記を掲げている。 ①成長性：業界水準を超える成長率を目指す ②収益性：業界トップレベルの営業利益率を目指す ③資本効率性：ROE10%レベルを目指す ④健全性：業界トップレベルの財務体質を目指す ⑤株主還元：成長への投資を主体としながら、株主還元(自社株買いを含む)とのバランスをとる。連結配当性向を 40%以上とし、60%を超えない限り減配はしない リテールファイナンス事業に関しては、独自の経営目標として、ROA2.0%以上、ネット D/E レシオ 5 倍以下を掲げている。
①イノベーションによる成長戦略	中計における経営施策としては、①イノベーションによる成長戦略、②既存事業の成長戦略、③土台強化のための構造改革などを掲げている。また、コマツウェイをベースに、ESG の取り組みも強化していく方針である。
②既存事業の成長戦略	イノベーションによる成長戦略では、建設機械、鉱山機械において ICT 技術を更に活用し、スマートコンストラクションや無人ダンプトラック運行システムの強化を進める。また、ICT 建機向けのステレオカメラや、産業機械では工作機械、板金鍛圧機械の主要部品の内製を進めるなど、基幹部品の開発に注力する方針である。
③土台強化のための構造改革	既存事業では、アフターマーケット事業、レンタル・中古機の循環事業から構成するバリューチェーン全体を強化する方針である。このために、買収も積極的に活用する方針である。また、先進国、新興国でそれぞれ市場ニーズにあった製品の投入や、販売・アフターサービス網の強化を進める。また、採石・セメント分野や林業機械などの一般建機・鉱山機械に次ぐ事業の柱も強化する。
	土台強化のための構造改革として、製造原価の抑制と固定費の削減を進める方針である。また、つながる向上による生産改革、補修部品のオペレーション改革、開発の筋肉質化、グローバルな人材強化を進める方針である。

3-8 ESGに対する取り組み

同社は ESG に注力している

同社は ESG の観点から評価できる製品の投入、活動を数多く行っている。こうした点はポジティブな要因として評価できよう。代表例が、建設機械のノウハウを活かした対人地雷除去機の開発である。IR 活動では、年に一度、ESG 説明会を開催している。建設機械の二酸化炭素排出量を削減するハイブリッドショベルや、鉱山の安全性を高める無人ダンプトラック運行システムも ESG の観点から高く評価できよう。

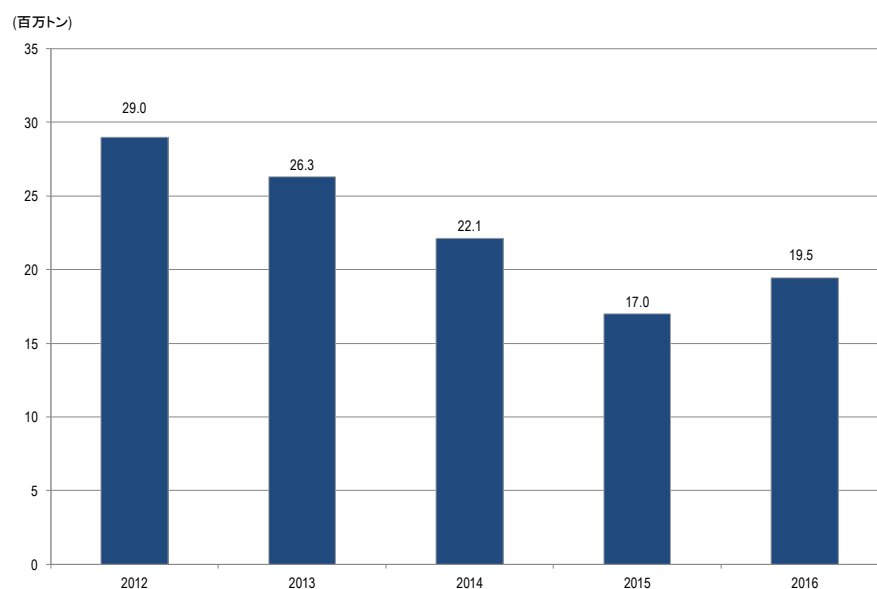
建設機械の二酸化炭素排出量を削減

建設機械は二酸化炭素の排出源の一つである。同社は、ハイブリッド建機に代表される燃費の高い製品を投入することで、建設機械の二酸化炭素排出量を削減している。小松製作所は二酸化炭素排出量を KOMTRAX によりモニターしているが、燃費向上により、トータルライフサイクルにおける二酸化炭素排出量は減少傾向にある。

鉱山現場の安全性を高めるソリューションを提供

自動運転ダンプを筆頭に、無人化・自動化による鉱山の安全性を高める各種ソリューションを同社は提供している。鉱山は毎年人身事故が起きる過酷な環境であり、安全性を高めるソリューションの提供は、ESG の観点から高く評価すべきである。

図表 53：小松製作所の建設機械のトータルライフサイクルにおける二酸化炭素排出量



出所：会社資料より MUMSS 作成

SDGゴールを定める

また、同社はCSRの重点分野・重点活動として、SDGs(Sustainable Development Goals、持続可能な開発目標)を定めている。SDGsとは、2015年9月の国連総会で提示された具体的行動指針で、17の分野別目標と、169項目の達成基準が盛り込まれている。

コマツが注力するSDG5分野

同社は17分野のSDGsのターゲットを同社のCSR重点分野・重点活動と照合し、同社と関連性が大きい5つの分野別目標を定めている。5分野の概要と、SDGs達成へ向けた同社の取り組みは下記である。

①経済発展と適切な雇用

事業で培ったノウハウを人材育成や職業訓練に活かし、より多くの雇用創出をめざし、活動する地域社会と共生していく。全世界の従業員が働き甲斐を持って、安全で安心して働ける職場づくりを目指す。顧客の魅力的な職場づくりにも貢献する。

②インフラ・産業技術革新

イノベーションと地球環境に配慮した事業を通じて、顧客の事業における生産性向上、安全と環境負荷低減を支援する。各ステークホルダーと連携しながら、持続可能なインフラ整備や資源開発に貢献する技術の向上を目指す。

③持続可能な都市

持続可能なインフラ開発と都市化を促進するダントツ商品、サービス、ソリューションを通じて、産業界の活性化と生活の質向上に貢献する。災害に強い都市開発に貢献し、災害発生時には同社の機械と本業を活かした支援を行う。

④気候変動対策

コマツバリューチェーン全体の二酸化炭素排出及び環境負荷の低減に努める。イノベーションによる効率化・省エネルギーを促進する。

⑤協業

社内外のステークホルダーと対話を通じて、社会からの要請を確認し、行動する。ビジネスパートナーを含めた環境・労働・社会規範遵守の促進を強化する。オープンイノベーション、産学連携や顧客・代理店・協力企業・地域社会と協業しながら、社会課題へ対応する

図表 54：小松製作所のCSR重点分野・重点活動とSDGs

関連性が大きい5つのSDGゴール								☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆	☆
コマツのCSR重点分野	貧困の根絶	飢餓の根絶	健康な生活	質の高い教育	男女平等	水と公衆衛生	エネルギー	経済発展 適切雇用	インフラ 産業技術	不平等 の緩和	持続可能 な都市	生産と消費	気候変動 対策	海洋生物 保護	陸上生物 保護	平和と正義	協業
生活を豊かにする ～事業を通じた社会的課題の解決																	
インフラ整備と生活の向上に貢献する 製品やサービスの提供																	
イノベーションによる生産性・安全性 向上・効率化・省エネルギー促進																	
製品の稼働現場と事業所における 環境対応																	
製品のライフサイクルにおける 環境負荷低減																	
安全性の向上 (お客様、社会、社員、パートナー)																	
人を育てる																	
コマツウェイを通じた人材育成 (社員、代理店)																	
ブランドマネジメントを通じた人材育成 (社員、代理店)																	
地域社会における人材育成への貢献																	
社員の尊重、ダイバーシティ																	
次世代育成																	
社会とともに発展する																	
ステークホルダーとの双方向 のコミュニケーション																	
コーポレートガバナンスと コンプライアンスの徹底																	
ビジネスパートナーを含めた 環境・労働・社会規範遵守の促進																	
本業を活かした社会貢献 (地域支援・地雷処理と安全な村づくり)																	
災害復興支援																	

直接関係性: 大 中 小

出所：会社資料より MUMSS 作成

4. 業績予想

4-1 弊社業績予想の概要

弊社営業利益予想は、19/3 期 3,876 億円(前年比 43%増)、20/3 期 4,254 億円(前年比 10%増)、21/3 期 4,567 億円(同 7%増)と予想する。

為替前提

19/3 期以降の弊社の為替前提は、1 ドル 105 円、1 ユーロ 130 円と想定。

業績予想における主な前提

弊社業績予想における主な前提は下記である(一般建機と鉱山機械の需要前提の詳細は、本レポートと同時発行の建設機械セクターのレポートを参照)。

- ①世界景気は、新興国、先進国ともに大きな変動をきたさずに推移する中、同社の一般建機の販売が好調に推移する
- ②コモディティ市場が回復局面を迎える中、同社の鉱山機械関連の製品の販売が好調に推移する
- ③鋼材価格の上昇は同社の損益に大きなインパクトを与えない。

図表 55 に、同社の主な増減益要因の推移を示す。同社の業績は、①物量差他、②為替によって、大きく左右されることが窺える。

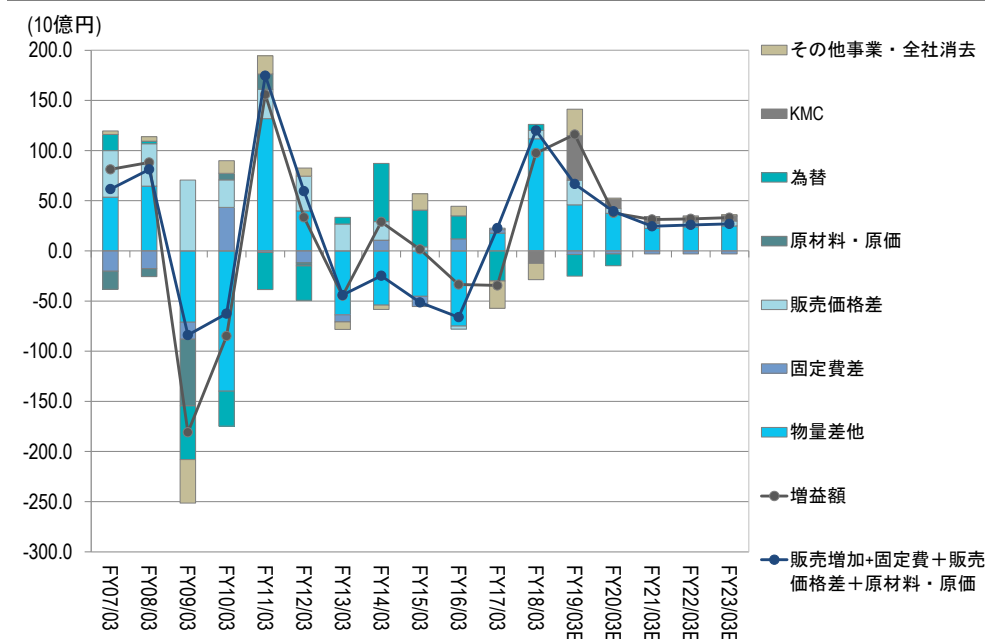
18/3 期は、販売拡大と円安の進展により、前年比で大幅増益となった。19/3 期以降は、円高が減益要因だが、従来コマツにおける一般建機及び鉱山機械の販売増加、KMC の損益改善、産業機械他の収益拡大が増益要因となり、増益が続くと判断する。

固定費はしっかりとコントロールされている

同社の固定費はしっかりとコントロールされている。要因は下記である。

- ①過去のピーク時に構築された生産能力を有しており、増産投資の必要性に乏しい
- ②研究開発面では、必要な要素技術の開発を継続して行っている
- ③本社部門を中心に、間接費を中心とした固定費削減を進めている

図表 55：小松製作所の増減益要因の推移



出所：会社資料、MUMSS、MUMSS 予想

4-2 2019年3月期弊社予想**大幅増益を予想**

19/3 期は売上高 2 兆 6,405 億円(前年比 6%増)、営業利益 3,876 億円(前年比 43%増)を予想する。円高の進行が減益要因となるが、従来コマツにおける一般建機及び鉱山機械の販売増加、KMC の損益改善、産業機械他の収益拡大が増益要因となり、全社業績では増益を予想する。

増減益分析

増減益分析は、為替影響、固定費の増加が減益要因となるが、建設機械や鉱山機械の増収、KMC の損益改善、産業機械他の収益拡大、全社消去・その他の営業収益の損益改善が増益要因となり、1,160 億円の増益を予想。

減益要因は、為替影響－215 億円、固定費差－37 億円で、合計－252 億円の減益を予想。

増益要因は、物量・構成差他 460 億円、販売価格差 244 億円、KMC の損益改善 444 億円、産業機械他の損益改善 35 億円、全社消去・その他の営業収益の損益改善 229 億円で、合計 1,412 億円の増益を予想。

主要セグメントの業績予想は下記の通り

従来コマツ

売上高 2 兆 535 億円(前年比 5%増)、営業利益 3,336 億円(同 16%増) を予想。鉱山機械及び一般建機の販売拡大、一般建機の価格是正を主因に増益を予想する。なお、米国と中国の貿易摩擦により鋼材価格が上昇しているが、同社は北米における調達比率が低いことから、大きな影響を受けないとする。

鉱山機械

鉱山機械の売上高は 6,311 億円(前年比 3%増)と予想。アジア、オセアニアの石炭や南米の銅需要の拡大を主因に増収を想定。製品別売上高予想は、本体 2,736 億円(同 15%増)、部品 2,577 億円(同 1%減)、サービス他 998 億円(同 12%減)。鉱山の稼働再開に伴い鉱山機械本体の需要拡大を想定するが、オーバーホール需要の一巡により、部品とサービス他の増収率は低く想定する。

一般建機

一般建機の売上高は 1 兆 4,224 億円(前年比 6%増)と予想。地域別増収率(弊社推定)は、北米前年比 5%増、中南米同 6%増、欧州・CIS 同 6%増、日本同 4%減、中国同 26%増、アジア同 16%増、オセアニア同 4%増、中近東・アフリカ同横ばいと予想。北米、欧州を中心とする先進国需要が堅調に推移することに加え、中国、東南アジアを中心とする新興国需要が拡大すると考える。

KMC

売上高 3,307 億円(前年比 4%増)、営業利益 320 億円(前年実績－124 億円)を予想。北米における石炭需要、南米の銅需要の回復による増収と、買収関連費用の減少による増益を予想する(買収関連費用は 18/3 期 478 億円から 19/3 期予想 105 億円)。

製品別売上高予想は、本体 762 億円(同 25%増)、部品 1,148 億円(同 1%増)、サービス他 1,397 億円(同 3%減)。鉱山の稼働再開に伴い鉱山機械本体の需要拡大を予想するが、オーバーホール需要の一巡により、部品とサービス他の増収率は低く想定する。

産業機械他

売上高 2,063 億円(前年比 12%増)、営業利益 180 億円(同 24%増) を予想。半導体需要の拡大によるギガフォトンの増収や、自動車産業の設備投資拡大による工作機械・プレス機器の増収による業績拡大を予想。主要事業の製品別売上高予想は、コマツ産機等 615 億円(同 20%増)、コマツ NTC680 億円(同 8%増)、ギガフォトン 408 億円(同 10%増)。

4-3 2020年3月期弊社予想

増益を予想	20/3 期は売上高 2 兆 7,811 億円(前年比 5%増)、営業利益 4,254 億円(前年比 10%増)を予想する。円高の進行が減益要因となるが、従来コマツにおける一般建機及び鉱山機械の販売増加、KMC の損益改善、産業機械他の収益拡大が増益要因となり、全社業績では増益を予想する。
増減益分析	増減益分析は、為替影響、固定費の増加が減益要因となるが、建設機械や鉱山機械の増収、KMC の損益改善、産業機械他の損益改善が増益要因となり、378 億円の増益を予想。 減益要因は、為替影響－118 億円、固定費－30 億円で、合計－148 億円の減益を予想。 増益要因は、物量・構成差他 374 億円、販売価格差 50 億円、KMC の損益改善 89 億円、リテールファイナンス 3 億円、産業機械他の損益改善 10 億円、合計 526 億円の増益を予想。 主要セグメントの業績予想は下記の通り
従来コマツ	売上高 2 兆 1,726 億円(前年比 6%増)、営業利益 3,612 億円(同 17%増) を予想。鉱山機械及び一般建機の販売拡大、一般建機の価格是正を主因に増益を予想する。
鉱山機械	鉱山機械の売上高は 6,692 億円(前年比 6%増)と予想。鉱山における更新投資の拡大による需要拡大を想定。製品別売上高予想は、本体 3,010 億円(同 10%増)、部品 2,654 億円(同 3%増)、サービス他 1,028 億円(同 3%増)。鉱山における更新投資の拡大による鉱山機械本体の需要拡大を予想する。部品とサービス他の増収も増収を予想する。
一般建機	一般建機の売上高は 1 兆 5,034 億円(前年比 6%増)と予想。地域別増収率(弊社推定)は、北米前年比 7%増、中南米同 5%増、欧州・CIS 同 5%増、日本同 4%増、中国同 5%増、アジア同 11%増、オセアニア同 4%増、中近東・アフリカ同横ばいと予想。北米、欧州を中心とする先進国需要が堅調に推移、新興国需要は拡大が続くと考えらる。
KMC	売上高 3,459 億円(前年比 5%増)、営業利益 409 億円(前年比 28%増)を予想。鉱山における更新投資の拡大による増収と、買収関連費用の減少による増益を予想する(買収関連費用は 19/3 期予想 105 億円から 20/3 期予想 71 億円)。
産業機械他	製品別売上高予想は、本体 838 億円(同 10%増)、部品 1,182 億円(同 3%増)、サービス他 1,439 億円(同 3%増)。鉱山における更新投資の拡大による鉱山機械本体の需要拡大を予想する。鉱山機械の普及台数の拡大による部品とサービス他の増収を見込む。
	売上高 2,116 億円(前年比 3%増)、営業利益 190 億円(同 6%増) を予想。半導体需要の拡大によるギガフォトンの増収による業績拡大を予想。主要事業の製品別売上高予想は、コマツ産機等 615 億円(同横ばい)、コマツ NTC700 億円(同 3%増)、ギガフォトン 441 億円(同 8%増)。

4-4 2021年3月期弊社予想及び長期予想

増収増益が続くと想定

21/3 期は売上高 2 兆 9,029 億円(前年比 4%増)、営業利益 4,567 億円(前年比 7%増)を予想する。固定費の増加が減益要因となるが、一般建機及び鉱山機械の販売増加、バリューチェーン事業の拡大などが増益要因となり、増収増益を予想する。22/3 期以降も、21/3 期同様に増収・製品ミクス改善による増益局面が続くと考える。

図表 56：連結損益計算書とセグメント別業績予想（通期ベース）

	FY2013/03	FY2014/03	FY2015/03	FY2016/03	FY2017/03	FY2018/03	FY2019/03	FY2020/03	FY2021/03	FY2022/03	FY2023/03	FY2019/03
(10億円)	FYA	FYA	FYA	FYA	FYA	FYA	New FYE	New FYE	New FYE	New FYE	New FYE	FYCE
売上高	1,885.0	1,953.7	1,978.7	1,855.0	1,803.0	2,501.1	2,640.5	2,781.1	2,902.9	2,991.9	3,084.6	2,503.0
(前年比)	-5%	4%	1%	-6%	-3%	39%	6%	5%	4%	3%	3%	0%
営業利益	211.6	240.5	242.1	208.6	174.1	271.6	387.6	425.4	456.7	488.6	521.6	339.0
(前年比)	-17%	14%	1%	-14%	-17%	56%	43%	10%	7%	7%	7%	25%
(対売上高比率)	11%	12%	12%	11%	10%	11%	15%	15%	16%	16%	17%	14%
税引前利益	204.6	242.1	236.1	204.9	166.5	291.8	368.6	406.4	437.7	469.6	502.6	320.0
法人税等	69.1	75.9	78.5	63.7	50.4	86.4	99.5	109.7	118.2	126.8	135.7	
(実効税率)	34%	31%	33%	31%	30%	30%	27%	27%	27%	27%	27%	
当期純利益	126.3	159.5	154.0	137.4	113.4	196.4	258.6	285.2	307.0	329.3	352.4	226.0
研究開発費	60.8	64.5	70.7	70.7	70.5	73.6	74.0	76.0	78.0	80.0	82.0	74.0
(対売上高比率)	3%	3%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
減価償却費	89.3	87.3	102.2	112.5	104.3	133.9	132.0	132.0	132.0	132.0	132.0	58.0
設備投資額	137.0	179.1	192.7	160.1	142.0	145.7	156.5	150.0	150.0	150.0	150.0	67.5
簡易キャッシュフロー	215.6	246.8	256.2	249.9	217.7	330.3	390.6	417.2	439.0	461.3	484.4	284.0
簡易フリー・キャッシュフロー	78.7	67.7	63.5	89.8	75.7	184.7	234.1	267.2	289.0	311.3	334.4	216.5
売上高												
建設機械・車両	1,677.0	1,749.8	1,761.4	1,587.6	1,566.3	2,267.3	2,384.2	2,518.5	2,633.7	2,716.6	2,803.0	2,249.0
KMC	NA	NA	NA	NA	NA	317.8	330.7	345.9	361.2	373.9	387.1	315.0
従来コマツ	1,677.0	1,749.8	1,761.4	1,587.6	1,566.3	1,949.5	2,053.5	2,172.6	2,272.5	2,342.7	2,415.9	1,934.0
従来コマツ・鉱山機械	614.5	506.5	499.3	447.2	433.7	612.4	631.1	669.2	707.4	735.2	764.1	587.9
従来コマツ・一般建機	1,062.5	1,243.3	1,262.1	1,140.4	1,132.6	1,337.1	1,422.4	1,503.4	1,565.1	1,607.5	1,651.8	1,346.1
リテールファイナンス	50.8	66.0	53.5	50.9	46.7	49.6	50.0	51.0	52.0	53.0	54.1	48.0
産業機械他	207.9	203.9	217.3	216.6	189.9	184.1	206.3	211.6	217.2	222.3	227.5	206.0
合計	1,885.0	1,953.7	1,978.7	1,855.0	1,803.0	2,501.1	2,640.5	2,781.1	2,902.9	2,991.9	3,084.6	2,503.0
(前年比)												
建設機械・車両	-4%	4%	1%	-10%	-1%	45%	5%	6%	5%	3%	3%	-1%
KMC	nm	nm	nm	nm	nm	nm	4%	5%	4%	4%	4%	-1%
従来コマツ	-4%	4%	1%	-10%	-1%	24%	5%	6%	5%	3%	3%	-1%
従来コマツ・鉱山機械	11%	-18%	-1%	-10%	-3%	41%	3%	6%	6%	4%	4%	-4%
従来コマツ・一般建機	-10%	17%	2%	-10%	-1%	18%	6%	6%	4%	3%	3%	1%
リテールファイナンス	-2%	30%	-19%	-5%	-8%	6%	1%	2%	2%	2%	2%	-3%
産業機械他	-14%	-2%	7%	0%	-12%	-3%	12%	3%	3%	2%	2%	12%
合計	-5%	4%	1%	-6%	-3%	39%	6%	5%	4%	3%	3%	0%
営業利益												
建設機械・車両	209.0	242.1	227.3	169.0	161.7	276.0	365.6	402.1	432.1	462.7	494.4	318.0
KMC	NA	NA	NA	NA	NA	-12.4	32.0	40.9	46.4	51.1	56.0	25.5
従来コマツ	NA	NA	NA	NA	NA	288.4	333.6	361.2	385.7	411.6	438.4	292.5
リテールファイナンス	11.8	12.9	14.7	13.3	4.5	13.0	13.0	13.6	13.9	13.9	14.2	12.0
産業機械他	6.2	2.0	16.3	19.4	12.5	14.5	18.0	19.0	20.0	21.0	22.0	18.0
調整額	-15.4	-16.5	-16.2	6.9	-4.5	-31.8	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0
合計	211.6	240.5	242.1	208.6	174.1	271.6	387.6	425.4	456.7	488.6	521.6	339.0
OPM												
建設機械・車両	12%	14%	13%	11%	10%	12%	15%	16%	16%	17%	18%	14%
KMC	nm	nm	nm	nm	nm	-4%	10%	12%	13%	14%	14%	8%
従来コマツ	nm	nm	nm	nm	nm	15%	16%	17%	17%	18%	18%	15%
リテールファイナンス	23%	20%	27%	26%	10%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	25%
産業機械他	3%	1%	7%	9%	7%	8%	9%	9%	9%	9%	10%	9%
調整額	-1%	-1%	-1%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
合計	11%	12%	12%	11%	10%	11%	15%	15%	16%	16%	17%	14%
(前年比)												
建設機械・車両	-15%	16%	-6%	-26%	-4%	71%	32%	10%	7%	7%	7%	15%
KMC	nm	nm	nm	nm	nm	nm	28%	13%	10%	10%	10%	nm
従来コマツ	nm	nm	nm	nm	nm	nm	16%	8%	7%	7%	7%	1%
リテールファイナンス	6%	9%	14%	-9%	-67%	191%	0%	2%	2%	2%	2%	-7%
産業機械他	-63%	-67%	698%	19%	-36%	16%	24%	6%	5%	5%	5%	24%
調整額	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
合計	-17%	14%	1%	-14%	-17%	56%	43%	10%	7%	7%	7%	25%

出所：会社資料、MUMSS、E は MUMSS 予想、CE は会社予想

図表 57：建設機械・車両の製品別売上高予想と地域別売上高予想（通期ベース）

	FY2013/03	FY2014/03	FY2015/03	FY2016/03	FY2017/03	FY2018/03	FY2019/03	FY2020/03	FY2021/03	FY2022/03	FY2023/03	FY2019/03
(10億円)	FYA	FYA	FYA	FYA	FYA	FYA	New FYE	New FYE	New FYE	New FYE	New FYE	FYCE
建設機械・車両 製品別売上高												
建設機械・車両	1,677.0	1,749.8	1,761.4	1,587.6	1,566.3	2,267.3	2,384.2	2,518.5	2,633.7	2,716.6	2,803.0	2,249.0
本体	NA	769.3	775.7	716.9	706.0	1,044.7	1,159.0	1,258.8	1,338.4	1,384.6	1,433.2	NA
部品	319.5	363.7	387.2	397.5	378.9	576.8	584.3	599.6	615.4	631.7	648.4	NA
サービス・他	NA	616.5	598.4	473.2	481.4	645.8	640.9	660.1	679.9	700.3	721.4	NA
KMC	NA	NA	NA	NA	NA	317.8	330.7	345.9	361.2	373.9	387.1	315.0
本体	NA	NA	NA	NA	NA	61.1	76.2	83.8	91.3	95.9	100.7	72.6
部品	NA	NA	NA	NA	NA	113.4	114.8	118.2	121.7	125.4	129.2	109.3
サービス・他	NA	NA	NA	NA	NA	143.3	139.7	143.9	148.2	152.6	157.2	133.0
従来コマツ・鉱山機械	614.5	506.5	499.3	447.2	433.7	612.4	631.1	669.2	707.4	735.2	764.1	587.9
本体	NA	230.9	206.8	140.6	144.6	238.9	273.6	301.0	328.1	344.5	361.7	251.0
部品	171.5	187.4	196.1	214.9	202.4	260.7	257.7	265.4	273.4	281.6	290.0	245.2
サービス・他	NA	88.0	96.3	91.7	86.6	112.8	99.8	102.8	105.9	109.1	112.4	91.7
従来コマツ・一般建機	1,062.5	1,243.3	1,262.1	1,140.4	1,132.6	1,337.1	1,422.4	1,503.4	1,565.1	1,607.5	1,651.8	1,346.1
本体・伝統市場	283.4	328.5	357.5	385.8	373.4	436.6	460.0	484.5	502.3	517.0	532.4	NA
本体・戦略市場	201.2	210.0	211.4	190.5	188.0	308.1	349.2	389.5	416.7	427.2	438.4	NA
部品	148.0	176.3	191.1	182.6	176.5	202.7	211.8	216.0	220.3	224.7	229.2	NA
サービス・他	429.9	528.5	502.1	381.5	394.8	389.7	401.4	413.4	425.8	438.6	451.8	NA
合計	1,677.0	1,749.8	1,761.4	1,587.6	1,566.3	2,267.3	2,384.2	2,518.5	2,633.7	2,716.6	2,803.0	2,249.0
(前年比)												
建設機械・車両	-4%	4%	1%	-10%	-1%	45%	5%	6%	5%	3%	3%	-1%
本体	nm	nm	1%	-8%	-2%	48%	11%	9%	6%	3%	4%	nm
部品	1%	14%	6%	3%	-5%	52%	1%	3%	3%	3%	3%	nm
サービス・他	nm	nm	-3%	-21%	2%	34%	-1%	3%	3%	3%	3%	nm
KMC	nm	nm	nm	nm	nm	nm	4%	5%	4%	4%	4%	-1%
本体	nm	nm	nm	nm	nm	nm	25%	10%	9%	5%	5%	19%
部品	nm	nm	nm	nm	nm	nm	1%	3%	3%	3%	3%	-4%
サービス・他	nm	nm	nm	nm	nm	nm	-3%	3%	3%	3%	3%	-7%
従来コマツ・鉱山機械	11%	-18%	-1%	-10%	-3%	41%	3%	6%	6%	4%	4%	-4%
本体	nm	nm	-10%	-32%	3%	65%	15%	10%	9%	5%	5%	5%
部品	9%	9%	5%	10%	-6%	29%	-1%	3%	3%	3%	3%	-6%
サービス・他	nm	nm	9%	-5%	-6%	30%	-12%	3%	3%	3%	3%	-19%
従来コマツ・一般建機	-10%	17%	2%	-10%	-1%	18%	6%	6%	4%	3%	3%	1%
本体・伝統市場	nm	16%	9%	8%	-3%	17%	5%	5%	4%	3%	3%	nm
本体・戦略市場	nm	4%	1%	-10%	-1%	64%	13%	12%	7%	3%	3%	nm
部品	-7%	19%	8%	-4%	-3%	15%	4%	2%	2%	2%	2%	nm
サービス・他	nm	23%	-5%	-24%	3%	-1%	3%	3%	3%	3%	3%	nm
合計	-4%	4%	1%	-10%	-1%	45%	5%	6%	5%	3%	3%	-1%
建設機械・車両 地域別売上高												
日本	292.7	342.2	330.6	307.7	301.5	315.7	303.0	315.1	315.1	315.1	315.1	313.0
中国	119.9	162.0	110.2	69.7	97.4	164.8	203.2	213.3	222.0	222.6	223.3	190.0
北米	276.5	276.1	334.8	370.2	338.4	538.3	555.0	589.7	622.5	650.3	679.4	490.0
中南米	259.3	266.8	261.2	215.0	203.0	314.8	332.3	350.4	368.7	382.0	395.8	281.0
米州	535.8	542.9	596.0	585.3	541.4	853.0	887.3	940.1	991.2	1,032.3	1,075.2	771.0
欧州	100.4	121.9	148.3	139.5	135.5	180.5	191.4	200.9	210.9	217.3	223.9	191.0
CIS	89.5	68.5	54.3	47.8	70.5	108.6	114.2	120.6	127.2	131.8	136.5	104.0
欧州CIS	189.8	190.4	202.6	187.3	206.0	289.0	305.6	321.5	338.1	349.1	360.4	295.0
アジア	218.0	193.9	212.4	189.5	206.6	298.7	333.9	362.5	385.8	403.3	421.6	328.0
オセアニア	193.1	154.7	137.0	107.0	105.7	182.0	185.6	194.9	205.0	213.6	222.5	182.0
アジアオセアニア	411.1	348.6	349.4	296.5	312.3	480.6	519.5	557.4	590.8	616.9	644.1	510.0
中近東	29.7	55.4	60.8	58.7	35.8	39.6	38.0	39.5	39.5	39.5	39.5	43.0
アフリカ	98.0	108.3	111.8	82.5	71.9	124.6	127.6	131.6	137.0	141.1	145.4	127.0
中近東アフリカ	127.7	163.7	172.6	141.2	107.7	164.2	165.6	171.1	176.5	180.6	184.9	170.0
合計	1,677.0	1,749.8	1,761.4	1,587.6	1,566.3	2,267.3	2,384.2	2,518.5	2,633.7	2,716.6	2,803.0	2,249.0
(前年比)												
日本	2%	17%	-3%	-7%	-2%	5%	-4%	4%	0%	0%	0%	-1%
中国	-40%	35%	-32%	-37%	40%	69%	23%	5%	4%	0%	0%	15%
北米	16%	0%	21%	11%	-9%	59%	3%	6%	6%	4%	4%	-9%
中南米	26%	3%	-2%	-18%	-6%	55%	6%	5%	5%	4%	4%	-11%
米州	21%	1%	10%	-2%	-7%	58%	4%	6%	5%	4%	4%	-10%
欧州	-17%	21%	22%	-6%	-3%	33%	6%	5%	5%	3%	3%	6%
CIS	12%	-23%	-21%	-12%	48%	54%	5%	6%	5%	4%	4%	-4%
欧州CIS	-5%	0%	6%	-8%	10%	40%	6%	5%	5%	3%	3%	2%
アジア	-32%	-11%	10%	-11%	9%	45%	12%	9%	6%	5%	5%	10%
オセアニア	19%	-20%	-11%	-22%	-1%	72%	2%	5%	5%	4%	4%	0%
アジアオセアニア	-15%	-15%	0%	-15%	5%	54%	8%	7%	6%	4%	4%	6%
中近東	-19%	87%	10%	-3%	-39%	10%	-4%	4%	0%	0%	0%	9%
アフリカ	8%	10%	3%	-26%	-13%	73%	2%	3%	4%	3%	3%	2%
中近東アフリカ	1%	28%	5%	-18%	-24%	52%	1%	3%	3%	2%	2%	4%
合計	-4%	4%	1%	-10%	-1%	45%	5%	6%	5%	3%	3%	-1%

出所：会社資料、MUMSS、E は MUMSS 予想、CE は会社予想

図表 58：連結損益計算書とセグメント別業績予想（四半期ベース）

(10億円)	FY2017/03			FY2018/03			FY2019/03					
	Q1A	Q2A	Q3A	Q4A	Q1A	Q2A	Q3A	Q4A	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E
売上高	389.3	406.9	430.6	576.3	561.2	597.7	646.8	695.3	624.8	637.8	665.4	712.5
(前期比)	-20%	5%	6%	34%	-3%	7%	8%	7%	-10%	2%	4%	7%
(前年比)	-13%	-9%	-10%	19%	44%	47%	50%	21%	11%	7%	3%	2%
営業利益	29.8	34.3	42.9	67.1	52.4	60.2	75.6	83.4	90.8	91.3	94.0	111.7
(前期比)	-40%	-30%	-23%	24%	76%	75%	76%	24%	73%	52%	24%	34%
(対売上高比率)	8%	8%	10%	12%	9%	10%	12%	12%	15%	14%	14%	16%
税引前利益	24.2	33.9	45.2	63.2	48.1	96.0	71.2	76.5	86.0	86.5	89.2	106.9
法人税等	9.2	11.9	14.0	15.2	9.5	28.7	15.7	32.4	23.2	23.4	24.1	28.8
(実効税率)	38%	35%	31%	24%	20%	30%	22%	42%	27%	27%	27%	27%
当期純利益	15.6	21.9	30.8	45.0	36.4	65.4	53.3	41.3	60.5	60.7	62.9	74.6
研究開発費	17.4	17.6	17.3	18.2	18.3	18.2	18.5	18.6	18.5	18.5	18.5	18.5
(対売上高比率)	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
減価償却費	26.7	25.1	25.6	26.9	32.8	32.6	33.4	35.1	33.0	33.0	33.0	33.0
設備投資額	33.9	33.7	40.4	34.0	43.2	36.7	43.1	22.7	39.0	39.0	39.0	39.5
簡易キャッシュフロー	42.3	47.0	56.4	72.0	69.2	98.0	86.7	76.4	93.5	93.7	95.9	107.6
簡易フリー・キャッシュフロー	8.4	13.3	16.0	38.0	26.0	61.3	43.6	53.7	54.5	54.7	56.9	68.1
売上高												
建設機械・車両	343.4	351.9	376.6	494.4	511.0	545.8	591.8	618.7	570.2	580.2	606.1	627.7
KMC	NA	NA	NA	NA	74.0	76.9	85.4	81.5	81.6	81.6	83.6	83.9
従来コマツ	NA	NA	NA	NA	437.0	468.9	506.4	537.2	488.6	498.6	522.5	543.8
従来コマツ・鉱山機械	98.3	90.7	108.9	135.8	137.2	145.3	166.9	163.0	156.4	157.4	162.4	154.9
従来コマツ・一般建機	245.1	261.1	267.7	358.6	299.8	323.6	339.5	374.2	332.2	341.2	360.1	388.9
リテールファイナンス	11.3	11.0	12.0	12.4	12.0	11.7	13.1	12.9	12.5	12.5	12.5	12.5
産業機械他	34.5	44.0	42.0	69.4	38.2	40.2	41.9	63.7	42.1	45.1	46.8	72.3
合計	389.3	406.9	430.6	576.3	561.2	597.7	646.8	695.3	624.8	637.8	665.4	712.5
(前年比)												
建設機械・車両	-12%	-7%	-9%	21%	49%	55%	57%	25%	12%	6%	2%	1%
KMC	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
従来コマツ	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
従来コマツ・鉱山機械	-15%	-18%	-4%	26%	40%	60%	53%	20%	14%	8%	-3%	-5%
従来コマツ・一般建機	-10%	-3%	-10%	19%	22%	24%	27%	4%	11%	5%	6%	4%
リテールファイナンス	-13%	-14%	-5%	0%	6%	6%	9%	4%	4%	7%	-5%	-3%
産業機械他	-22%	-21%	-21%	9%	11%	-9%	0%	-8%	10%	12%	12%	13%
合計	-13%	-9%	-10%	19%	44%	47%	50%	21%	11%	7%	3%	2%
営業利益												
建設機械・車両	26.4	31.2	38.9	65.1	48.0	55.8	80.2	92.0	86.5	87.0	88.2	103.9
KMC	NA	NA	NA	NA	-12.9	-7.0	4.7	2.8	8.0	8.0	8.3	7.7
従来コマツ	NA	NA	NA	NA	60.9	62.8	75.5	89.2	78.5	79.0	79.9	96.2
リテールファイナンス	1.9	2.3	2.6	-2.3	3.3	2.6	3.0	4.0	3.3	3.3	3.3	3.3
産業機械他	1.7	2.4	2.4	6.0	2.4	2.5	4.3	5.3	3.0	3.0	5.0	7.0
調整額	-0.2	-1.6	-1.0	-1.8	-1.3	-0.6	-12.0	-18.0	-2.0	-2.0	-2.5	-2.5
合計	29.8	34.3	42.9	67.1	52.4	60.2	75.6	83.4	90.8	91.3	94.0	111.7
OPM												
建設機械・車両	8%	9%	10%	13%	9%	10%	14%	15%	15%	15%	15%	17%
KMC	nm	nm	nm	nm	-17%	-9%	6%	3%	10%	10%	10%	9%
従来コマツ	nm	nm	nm	nm	14%	13%	15%	17%	16%	16%	15%	18%
リテールファイナンス	17%	21%	21%	-19%	28%	22%	23%	31%	26%	26%	26%	26%
産業機械他	5%	5%	6%	9%	6%	6%	10%	8%	7%	7%	11%	10%
調整額	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-2%	-3%	0%	0%	0%	0%
合計	8%	8%	10%	12%	9%	10%	12%	12%	15%	14%	14%	16%
(前年比)												
建設機械・車両	-38%	-23%	-6%	47%	82%	79%	106%	41%	80%	56%	10%	13%
KMC	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
従来コマツ	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
リテールファイナンス	-50%	-38%	-21%	nm	76%	11%	19%	nm	-2%	26%	7%	nm
産業機械他	-48%	-45%	-46%	-19%	39%	5%	80%	-12%	26%	22%	16%	32%
調整額	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
合計	-40%	-30%	-23%	24%	76%	75%	76%	24%	73%	52%	24%	34%

出所：会社資料、MUMSS、E は MUMSS 予想

図表 59：建設機械・車両の製品別売上高予想と地域別売上高予想（四半期ベース）

(10億円)	FY2017/03				FY2018/03				FY2019/03			
	Q1A	Q2A	Q3A	Q4A	Q1A	Q2A	Q3A	Q4A	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E
建設機械・車両 製品別売上高												
建設機械・車両	343.4	351.9	376.6	494.4	511.0	545.8	591.8	618.7	570.2	580.2	606.1	627.7
本体	163.7	167.3	173.7	268.0	219.9	246.0	276.6	302.2	268.0	276.0	291.0	324.0
部品	87.8	87.8	93.7	109.6	134.2	146.5	146.2	149.9	144.8	145.8	146.1	147.6
サービス・他	91.9	96.7	109.2	116.8	156.9	153.4	168.9	166.6	157.4	158.4	168.9	156.2
KMC	NA	NA	NA	NA	74.0	76.9	85.4	81.5	81.6	81.6	83.6	83.9
本体	NA	NA	NA	NA	14.1	12.5	19.8	14.7	18.0	18.0	20.0	20.2
部品	NA	NA	NA	NA	26.0	29.8	29.6	28.0	28.7	28.7	28.7	28.7
サービス・他	NA	NA	NA	NA	33.9	34.6	35.9	38.9	34.9	34.9	34.9	35.0
従来コマツ・鉱山機械	98.3	90.7	108.9	135.8	137.2	145.3	166.9	163.0	156.4	157.4	162.4	154.9
本体	33.2	26.6	34.4	50.4	47.4	53.4	73.3	64.8	67.0	68.0	73.0	65.6
部品	45.7	45.8	50.7	60.2	58.8	65.8	66.0	70.1	64.4	64.4	64.4	64.5
サービス・他	19.4	18.3	23.8	25.1	31.0	26.2	27.6	28.0	25.0	25.0	25.0	24.8
従来コマツ・建設機械	245.1	261.1	267.7	358.6	299.8	323.6	339.5	374.2	332.2	341.2	360.1	388.9
本体・伝統市場	79.0	88.0	82.9	123.6	92.0	114.6	112.4	117.6	107.0	111.0	118.0	124.0
本体・戦略市場	51.5	52.8	56.5	93.9	66.4	65.5	71.0	105.2	76.0	79.0	80.0	114.2
部品	42.1	42.0	43.0	49.4	49.4	50.9	50.6	51.8	51.7	52.7	53.0	54.4
サービス・他	72.5	78.4	85.4	91.7	92.0	92.6	105.4	99.7	97.5	98.5	109.0	96.4
合計	343.4	351.9	376.6	494.4	511.0	545.8	591.8	618.7	570.2	580.2	606.1	627.7
(前年比)												
建設機械・車両	-12%	-7%	-9%	21%	49%	55%	57%	25%	12%	6%	2%	1%
本体	-10%	-2%	-5%	27%	34%	47%	59%	13%	22%	12%	5%	7%
部品	-14%	-11%	-8%	15%	53%	67%	56%	37%	8%	0%	0%	-2%
サービス・他	-13%	-11%	-15%	14%	71%	59%	55%	43%	0%	3%	0%	-6%
KMC	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	10%	6%	-2%	3%
本体	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	28%	44%	1%	37%
部品	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	10%	-4%	-3%	2%
サービス・他	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	3%	1%	-3%	-10%
従来コマツ・鉱山機械	-15%	-18%	-4%	26%	40%	60%	53%	20%	14%	8%	-3%	-5%
本体	-11%	-23%	2%	44%	43%	101%	113%	29%	41%	27%	0%	1%
部品	-17%	-13%	-11%	19%	29%	44%	30%	16%	10%	-2%	-2%	-8%
サービス・他	-17%	-20%	3%	14%	60%	43%	16%	12%	-19%	-5%	-9%	-11%
従来コマツ・建設機械	-10%	-3%	-10%	19%	22%	24%	27%	4%	11%	5%	6%	4%
本体・伝統市場	-8%	1%	-13%	4%	16%	30%	36%	-5%	16%	-3%	5%	5%
本体・戦略市場	-12%	7%	5%	64%	29%	24%	26%	12%	14%	21%	13%	9%
部品	-11%	-9%	-3%	10%	17%	21%	18%	5%	5%	4%	5%	5%
サービス・他	-11%	-9%	-19%	14%	27%	18%	24%	9%	6%	6%	3%	-3%
合計	-12%	-7%	-9%	21%	49%	55%	57%	25%	12%	6%	2%	1%
建設機械・車両 地域別売上高												
日本	59.7	77.7	79.1	85.0	69.2	87.4	78.7	80.4	68.0	74.0	82.0	79.0
中国	18.7	17.4	21.8	39.5	38.3	31.7	43.9	50.9	52.0	49.9	50.0	51.3
北米	75.6	79.9	80.3	102.6	116.0	131.5	152.1	138.6	128.1	135.3	148.4	143.2
中南米	49.0	46.0	51.1	56.9	72.3	77.8	82.1	82.6	82.5	82.6	84.2	83.0
米州	124.7	125.9	131.4	159.5	188.3	209.3	234.2	221.2	210.6	217.9	232.6	226.2
欧州	35.8	29.5	26.3	43.9	43.1	41.6	39.8	56.1	46.1	45.1	43.9	56.3
CIS	15.6	14.7	18.2	22.0	27.7	25.6	26.2	29.0	27.8	26.0	29.0	31.4
欧州CIS	51.4	44.2	44.5	65.9	70.7	67.2	66.0	85.1	73.9	71.1	72.9	87.7
アジア	40.2	40.3	50.5	75.5	64.1	69.0	77.0	88.6	78.9	80.0	81.6	93.4
オセアニア	24.0	24.2	25.9	31.6	45.1	40.0	51.6	45.3	45.9	46.0	47.3	46.4
アジアオセアニア	64.3	64.5	76.4	107.1	109.2	109.0	128.5	133.9	124.8	126.0	128.9	139.8
中近東	9.2	7.2	6.9	12.6	7.4	10.1	9.5	12.5	9.0	9.1	9.0	10.9
アフリカ	15.5	14.9	16.6	24.9	27.9	31.1	31.0	34.7	31.9	32.2	30.7	32.8
中近東アフリカ	24.7	22.1	23.5	37.4	35.3	41.2	40.5	47.2	40.9	41.3	39.7	43.7
合計	343.4	351.9	376.6	494.4	511.0	545.8	591.8	618.7	570.2	580.2	606.1	627.7
(前年比)												
日本	-12%	-3%	-3%	8%	16%	12%	-1%	-5%	-2%	-15%	4%	-2%
中国	1%	33%	32%	84%	104%	82%	102%	29%	36%	57%	14%	1%
北米	0%	-4%	-24%	-3%	53%	65%	90%	35%	10%	3%	-2%	3%
中南米	-16%	-5%	-12%	14%	47%	69%	61%	45%	14%	6%	3%	0%
米州	-7%	-4%	-20%	2%	51%	66%	78%	39%	12%	4%	-1%	2%
欧州	-5%	-10%	-15%	14%	20%	41%	51%	28%	7%	8%	10%	0%
CIS	35%	25%	39%	95%	77%	74%	44%	32%	0%	2%	11%	8%
欧州CIS	5%	-1%	1%	33%	38%	52%	48%	29%	4%	6%	10%	3%
アジア	-24%	-13%	5%	78%	59%	71%	52%	17%	23%	16%	6%	5%
オセアニア	-6%	-14%	-4%	20%	88%	66%	99%	43%	2%	15%	-8%	2%
アジアオセアニア	-18%	-14%	2%	56%	70%	69%	68%	25%	14%	16%	0%	4%
中近東	-47%	-49%	-53%	-1%	-19%	41%	38%	0%	22%	-10%	-6%	-13%
アフリカ	-35%	-26%	-5%	19%	80%	108%	87%	40%	15%	4%	-1%	-6%
中近東アフリカ	-40%	-36%	-27%	12%	43%	86%	72%	26%	16%	0%	-2%	-8%
合計	-12%	-7%	-9%	21%	49%	55%	57%	25%	12%	6%	2%	1%

出所：会社資料、MUMSS、E は MUMSS 予想

図表 60：連結貸借対照表（通期ベース）

(10億円)	FY2013/03 FYA	FY2014/03 FYA	FY2015/03 FYA	FY2016/03 FYA	FY2017/03 FYA	FY2018/03 FYA	FY2019/03 FYE	FY2020/03 FYE	FY2021/03 FYE	FY2022/03 FYE	FY2023/03 FYE
流動資産	1,492.1	1,493.4	1,521.4	1,386.5	1,419.5	1,797.6	1,957.8	2,170.6	2,368.8	2,576.6	2,800.5
現金・預金	93.8	91.1	107.3	108.5	122.2	146.9	193.0	262.9	383.2	534.0	698.6
受取手形・売掛金	606.9	617.3	620.1	583.4	619.3	792.7	845.0	890.0	928.9	957.4	987.1
棚卸資産	633.6	625.1	622.9	539.6	533.9	730.3	792.2	890.0	928.9	957.4	987.1
その他流動資産	157.7	159.9	171.2	155.0	144.2	127.7	127.7	127.7	127.7	127.7	127.7
固定資産	1,025.8	1,158.1	1,277.0	1,228.2	1,237.0	1,574.9	1,599.4	1,617.4	1,635.4	1,653.4	1,671.4
有形固定資産	585.2	667.3	743.9	697.7	679.0	740.5	765.0	783.0	801.0	819.0	837.0
無形固定資産	93.2	94.6	95.0	103.1	101.2	329.1	329.1	329.1	329.1	329.1	329.1
長期売上債権	235.8	260.9	280.1	291.9	313.9	362.4	362.4	362.4	362.4	362.4	362.4
投資・その他資産	111.5	135.3	157.9	135.5	142.8	143.0	143.0	143.0	143.0	143.0	143.0
投資有価証券	59.3	67.2	73.4	51.6	67.7	67.7	67.7	67.7	67.7	67.7	67.7
資産合計	2,517.9	2,651.6	2,798.4	2,614.7	2,656.5	3,372.5	3,557.3	3,788.0	4,004.2	4,230.0	4,471.9
流動負債	827.6	792.2	804.9	700.9	700.2	989.7	973.1	1,017.7	1,033.6	1,045.2	1,057.2
支払手形・買掛金	226.3	234.2	225.1	205.4	240.1	303.6	316.9	361.5	377.4	388.9	401.0
短期借入金・社債	335.9	294.0	309.9	244.9	217.8	329.9	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0
その他流動負債	265.4	264.0	270.0	250.6	242.2	356.2	356.2	356.2	356.2	356.2	356.2
固定負債	437.6	418.2	395.0	326.0	307.8	639.3	658.6	658.6	658.6	658.6	658.6
長期借入金	343.8	311.1	279.3	212.6	190.9	480.7	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0
その他固定負債	93.8	107.1	115.7	113.4	116.9	158.6	158.6	158.6	158.6	158.6	158.6
負債合計	1,265.2	1,210.4	1,199.9	1,026.9	1,008.0	1,628.9	1,631.7	1,676.3	1,692.2	1,703.7	1,715.8
株主資本	1,236.6	1,346.4	1,415.9	1,498.7	1,558.0	1,693.7	1,861.7	2,032.8	2,217.2	2,414.4	2,626.2
評価換算差額等	-43.4	30.0	113.0	18.7	18.7	-29.2	-29.2	-29.2	-29.2	-29.2	-29.2
少数株主持分	59.5	64.7	69.5	70.3	71.8	79.1	93.1	108.1	124.1	141.1	159.1
新株予約権	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純資産合計	1,252.7	1,441.1	1,598.5	1,587.8	1,648.5	1,743.6	1,925.6	2,111.7	2,312.1	2,526.3	2,756.1
負債・純資産合計	2,517.9	2,651.6	2,798.4	2,614.7	2,656.5	3,372.5	3,557.3	3,788.0	4,004.2	4,230.0	4,471.9
ネットキャッシュ	-680.2	-611.6	-580.8	-441.8	-376.7	-788.8	-739.0	-676.1	-561.9	-415.5	-255.6
ネット金融資産	-526.6	-446.7	-408.4	-297.5	-218.8	-596.0	-539.3	-469.3	-349.1	-198.2	-33.7

出所：会社資料、MUMSS、E は MUMSS 予想

図表 61：キャッシュ・フロー計算書（通期ベース）

(10億円)	FY2013/03 FYA	FY2014/03 FYA	FY2015/03 FYA	FY2016/03 FYA	FY2017/03 FYA	FY2018/03 FYA	FY2019/03 FYE	FY2020/03 FYE	FY2021/03 FYE	FY2022/03 FYE	FY2023/03 FYE
営業CF											
当期純利益	126.3	159.5	154.0	137.4	113.4	196.4	258.6	285.2	307.0	329.3	352.4
減価償却費	89.3	87.3	102.2	112.5	104.3	133.9	132.0	132.0	132.0	132.0	132.0
運転資金増減	-34.0	59.4	80.2	16.5	-25.3	-246.8	-100.8	-98.1	-62.1	-45.4	-47.3
その他	32.4	13.3	7.2	53.2	63.7	64.8	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0
合計	214.0	319.4	343.7	319.6	256.1	148.4	303.8	334.1	392.9	432.9	455.1
投資CF											
設備投資	-131.6	-167.4	-180.4	-135.7	-131.8	-137.5	-156.5	-150.0	-150.0	-150.0	-150.0
その他	0.2	-0.1	-1.4	-12.9	-1.5	-240.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
合計	-131.4	-167.4	-181.8	-148.6	-133.3	-377.7	-156.5	-150.0	-150.0	-150.0	-150.0
財務活CF											
有利子負債増減	-15.8	-90.7	-45.7	-112.9	-49.9	313.7	-10.6	0.0	0.0	0.0	0.0
増減資	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
配当金	-42.9	-50.5	-55.3	-54.7	-54.7	-61.3	-90.6	-114.1	-122.6	-132.1	-140.6
その他	-13.1	-14.1	-43.0	-5.5	-3.1	-8.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
合計	-71.8	-155.3	-144.0	-173.1	-107.7	243.9	-101.2	-114.1	-122.6	-132.1	-140.6
キャッシュ換金差額	-0.3	0.6	-2.8	2.4	-1.5	9.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
キャッシュ増減額	10.5	-2.7	15.0	0.4	13.6	24.5	46.1	69.9	120.3	150.8	164.6
新規連結に伴うキャッシュ増減額	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
キャッシュ期首残高	83.1	93.6	90.9	105.9	106.3	119.9	144.4	190.5	260.5	380.7	531.6
キャッシュ期末残高	93.6	90.9	105.9	106.3	119.9	144.4	190.5	260.5	380.7	531.6	696.2

出所：会社資料、MUMSS、E は MUMSS 予想

5. コーポレートガバナンス

5-1 コーポレートガバナンス体制

経営上の組織形態は監査役設置会社。役員数は13名で、うち取締役8名（うち社外3名）、監査役5名（うち社外3名）。

独立かつ客観的な立場から経営を監督する機能を充実させるために、独立社外取締役を複数名（現在3名）選任している。

同社の社外取締役は、三井住友フィナンシャルグループ名誉顧問である奥 正之氏、立命館大学 特別招聘教授である藪中 三十二氏、ヤマトホールディングス代表取締役会長である木川 眞氏の3名である。

社外監査役は、専門家として、かつ一般株主・投資家との利益相反が生じる恐れのない社外の立場から、取締役の職務執行を監査する役割を担っている。同社の社外監査役は、日興リサーチセンター理事長である山口 廣秀氏、お茶の水女子大学名誉教授である篠塚 英子氏、森・濱田松本法律事務所客員弁護士である大野 恒太郎氏である。

5-2 現状のコーポレートガバナンス体制を選択している理由

同社は、「企業価値とは、同社を取り巻く社会とすべてのステークホルダーからの信頼度の総和である」と考えており、株主をはじめ、すべてのステークホルダーから更に信頼される会社となるため、グループ全体でコーポレートガバナンスを強化し、経営効率の向上と企業倫理の浸透、経営の健全性確保に努めている。

取締役会は、原則として月1回以上定期的に開催し、重要事項の審議・決議と当社グループの経営方針の決定を行うとともに、代表取締役以下の経営執行部の業務執行を厳正に管理・監督している。取締役8名のうち3名を社外取締役とし、経営の透明性と客観性の確保に努めている。このような考えのもと、現状のコーポレートガバナンス体制は、同社の企業体質を強化し、企業価値を高めることに寄与していると同社は判断している。

5-3 コーポレートガバナンス報告書

2017年12月1日にコーポレートガバナンス報告書を更新。同社はコーポレートガバナンス・コードの各原則を実施している。

株主総会

選任・解任

監査役会

監査

取締役会

監査報告

会計監査人 (監査法人)

選任・解任

監査役スタッフ室

助言・提言

人事諮問委員会

報酬諮問委員会

助言・提言

国際・アドバイザー・ボード

連携

監査

報告・上程

選任・解任・監督

業務執行機能

社長(兼)CEO

戦略検討会

コマツグループのグローバルオペレーション 執行役員・グローバルオフィサー

監査室

内部監査

コンプライアンス委員会

地球環境委員会

CSR委員会

技術戦略会議

リスク管理委員会

情報セキュリティ委員会

連携

選解任等の議案の内容の決定・会計監査人の相当性および独立性確認

答申

監査報告

注：2017 年 12 月時点 出所：会社資料より MUMSS 作成

図表 63：社外取締役・監査役

社外取締役	略歴	選任理由
奥 正之 社外取締役	1968/4 株式会社住友銀行(現 株式会社三井住友銀行) 入行	奥正之は、㈱三井住友銀行の代表取締役を務めた経歴を有する等、金融・財務分野において国際的に活躍し、実業界における高い見識と豊富な経験を有している。これらを活かし、経営全般について提言することにより、経営の透明性と健全性の維持向上およびコーポレート・ガバナンス強化に寄与することが期待できるため、社外取締役として選任している。同氏は、2001年1月から2011年4月まで、当社および当社の連結子会社の主要な借入先のひとつとして取引がある㈱三井住友銀行(㈱住友銀行当時を含む。)の代表取締役専務取締役、代表取締役副頭取および代表取締役頭取を歴任していたが、同行を退任して6年以上が経過しており、現在は同行の業務執行に携わっていない。同行は、当社および当社の連結子会社の複数ある主な借入先のひとつであり、当社の意思決定に著しい影響を及ぼす取引先ではない。同氏は、一般株主と利益相反が生じるおそれはないことから、当社は、独立性のある「独立役員」と位置づけている。
	1994/6 同行取締役就任	
	1998/11 同行常務取締役就任	
	2001/1 同行代表取締役専務取締役就任	
	2001/4 株式会社三井住友銀行代表取締役専務取締役就任	
	2002/12 株式会社三井住友フィナンシャルグループ代表取締役専務取締役就任	
	2003/6 株式会社三井住友銀行代表取締役副頭取就任	
	2005/6 株式会社三井住友フィナンシャルグループ代表取締役会長就任	
	2005/6 株式会社三井住友銀行代表取締役頭取就任	
	2011/4 株式会社三井住友銀行退任	
荻中 三十二 社外取締役	2011/4 株式会社三井住友フィナンシャルグループ取締役会長就任	荻中三十二は、外務省事務次官を務めた経歴を有し、国家間の政策調整や在外領事等に活躍し、国際社会における高い見識と豊富な経験を有している。これらを活かし、経営全般について提言することにより、当社のグローバルな事業展開におけるリスクを軽減・回避し、中長期的な企業価値を高めることに寄与することが期待できるため、社外取締役として選任している。同氏は、一般株主と利益相反が生じるおそれはないことから、当社は、独立性のある「独立役員」と位置づけている。
	2014/6 当社取締役就任(現在に至る)	
	2017/4 2017年4月 株式会社三井住友フィナンシャルグループ取締役	
	2017/6 株式会社三井住友フィナンシャルグループ名誉顧問(現在に至る)	
木川 眞 社外取締役	1973/4 株式会社富士銀行(現 株式会社みずほ銀行) 入行	木川眞は、ヤマトホールディングス㈱およびヤマト運輸㈱の代表取締役を務めた経歴を有し、ICTの活用やビジネスモデルの変革等、戦略的かつ先進的な企業経営に取り組むなど、実業界における高い見識と豊富な経験を有している。これらを活かし、経営全般について提言することにより、当社の経営戦略に対する適切なモニタリングを行い、中長期的な企業価値を高めることに寄与することが期待できるため、社外取締役として選任している。同氏は、ヤマトホールディングス㈱の代表取締役会長を務めている。当社および当社の連結子会社は、ヤマト運輸㈱をはじめとする同社子会社に對し、運送費等の支払いがあるが、その金額は当社連結の直近事業年度における売上原価、販売費および一般管理費合計額の0.1%未満である。同氏は、一般株主と利益相反が生じるおそれはないことから、当社は、独立性のある「独立役員」と位置づけている。
	2004/4 株式会社みずほコーポレート銀行(現 株式会社みずほ銀行) 常務取締役リスク管理グループ統括役員兼人事グループ統括役員就任	
	2005/3 株式会社みずほコーポレート銀行退任	
	2005/4 005年4月 ヤマト運輸株式会社(現 ヤマトホールディングス株式会社) 入社	
	2005/6 2005年6月 同社常務取締役グループ経営戦略本部長就任	
	2005/11 2005年11月 ヤマトホールディングス株式会社代表取締役常務就任	
	2006/4 2006年4月 同社代表取締役常務執行役員就任	
	2006/6 2006年6月 同社代表取締役専務執行役員就任	
	2007/3 2007年3月 同社代表取締役執行役員就任	
	2007/3 2007年3月 ヤマト運輸株式会社代表取締役社長社長執行役員就任	
	2011/4 2011年4月 ヤマトホールディングス株式会社代表取締役社長社長執行役員就任	
	2015/4 2015年4月 ヤマトホールディングス株式会社代表取締役会長就任(現在に至る)	
	2016/6 2016年6月 当社取締役就任(現在に至る)	
社外監査役	略歴	選任理由
山口 廣秀 社外監査役	1974/4 日本銀行入行	山口廣秀は、日本銀行副総裁を務めた経歴を有する等、金融・財務分野において国際的に活躍し、金融界における高い見識と豊富な経験を有している。これらを活かし、専門的見地から監査役として役割を果たすことが期待できるため、社外監査役として選任している。同氏は、一般株主と利益相反が生じるおそれはないことから、当社は、独立性のある「独立役員」と位置づけている。
	2008/10 同行副総裁就任	
	2013/3 同行退任	
	2014/6 当社監査役就任(現在に至る)	
篠塚 英子 社外監査役	1993/4 お茶の水女子大学教授就任	篠塚英子は、社団法人日本経済研究センターにおいて、経済分野の研究に従事した後、国立大学法人お茶の水女子大学 名誉教授のほか、日本銀行政策委員会審議委員、内閣府男女共同参画推進連携会議議長、日本司法支援センター(略称 法テラス) 常任理事、人事院人事官を務めた経歴を有し、これまでに数多くの公職を歴任しており、経済・労働・法律等、幅広い知識と豊富な経験を有している。これらを活かし、専門的見地から監査役として役割を果たすことが期待できるため、社外監査役として選任している。同氏は、一般株主と利益相反が生じるおそれはないことから、当社は、独立性のある「独立役員」と位置づけている。
	2009/3 国立大学法人お茶の水女子大学名誉教授就任(現在に至る)	
	2015/6 当社監査役就任(現在に至る)	
松尾 邦弘 社外監査役	1968/4 東京地方検察庁検事任官	松尾邦弘は、最高検察庁検事総長を務めた経歴を有する等、法曹界での豊富な経験を有している。これらを活かし、専門的見地から監査役として役割を果たすことが期待できるため、社外監査役として選任している。同氏は、2007年10月から当社社外監査役に選任される前日の2009年6月23日まで、当社監査役会との間で法律顧問契約を締結していた。この監査役会法律顧問として当社監査役会との間で法律顧問契約を締結していた。この監査役会法律顧問としての職務は、独立した立場で取締役会を監査する機能を有する監査役および監査役会の機能を強化するただけに寄与し、取締役会および業務執行側とは何ら利害関係はなかった。なお、同氏は、当社監査役就任後は当社から監査役としての報酬のみを受領している。同氏は、一般株主と利益相反が生じるおそれはないことから、当社は、独立性のある「独立役員」と位置づけている。
	1988/4 法務大臣官房参事官就任	
	1998/5 最高検察庁検事就任	
	2003/9 東京高等検察庁検事長就任	
	2004/6 最高検察庁検事総長就任	
	2006/6 退官	
	2006/9 弁護士登録(現在に至る)	
	2009/6 当社監査役就任(現在に至る)	

注：2017 年 6 月時点 出所：会社資料より MUMSS 作成

図表 64 : 会社沿革

年	月	
1921	5	竹内鋳業(株)より小松鉄工所を分離独立、石川県小松町(現、小松市)に(株)小松製作所設立
1922	4	竹内鋳業(株)より小松電気製鋼所を譲受
1938	5	粟津工場を新設
1949	5	東京、大阪の両証券取引所に株式を上場
1952	10	大阪工場を新設
1952	12	池貝自動車製造(株)を吸収合併し川崎工場とする 中越電化工業(株)を吸収合併し氷見工場とする
1962	12	小山工場を新設
1985	4	メカトロニクス、新素材開発等の先端的高度技術研究のための研究所を新設
1988	9	米国ドレッサー社と合併でコマツドレッサーカンパニー(その後、米州コマツカンパニーに社名変更し、コマツアメリカ(株)に事業統合された)を設立
1994	6	コマツ産機(株)、コマツ工機(株)(その後、コマツNTC(株)に吸収合併された)を設立し、産業機械に関する営業の一部を譲渡
1997	7	コマツキャストエクス(株)を設立し、同年10月、鋳造事業に関する営業を譲渡
2006	10	コマツ電子金属(株)(現、SUMCO TECHXIV(株))の発行済株式の過半を(株)SUMCOに譲渡
2007	1	茨城工場、金沢工場を新設
2007	4	小松ゼノア(株)の油圧機器事業を吸収分割により承継
2007	4	小松フォークリフト(株)が小松ゼノア(株)を吸収合併、コマツユーティリティ(株)に商号変更し、農林機器事業をハスクバーナ・ジャパン(株)(現、ハスクバーナ・ゼノア(株))に譲渡
2008	3	(株)日平トヤマ(現、コマツNTC(株))の発行済株式の過半を取得
2008	8	(株)日平トヤマ(現、コマツNTC(株))を株式交換により完全子会社化
2009	4	日本国内における建設機械の販売・サービス事業を吸収分割によりコマツ東京(株)に承継 コマツ東京(株)が日本国内の建設機械総販売代理店等12社を吸収合併、コマツ建機販売(株)に商号変更
2010	4	大型プレス機械の製品開発、販売及びサービス事業を吸収分割によりコマツ産機(株)に承継
2011	4	コマツユーティリティ(株)を吸収合併
2014	10	コマツディーゼル(株)を吸収合併
2017	4	米国ジョイ・グローバル社(現、コマツマイニング(株))の発行済株式のすべてをコマツアメリカ(株)を通じて取得

出所：会社資料より MUMSS 作成

Appendix A

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は、本レポートで述べられている内容（複数のアナリストが関与している場合は、それぞれのアナリストが本レポートにおいて分析している銘柄にかかる内容）が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に関するアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明いたします。また、当該アナリストは、過去・現在・将来にわたり、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、直接又は間接的に報酬を一切受領しておらず、受領する予定もないことをここに証明いたします。

重要な開示事項

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社（以下「MUMSS」）及びその関連会社等は、次の会社の発行済み普通株式等総数の1%以上を保有しています：ナブテスコ、小松製作所、住友重機械工業、日立建機、竹内製作所、ソニー

MUMSS 及びその関連会社等は、次の会社の発行済み普通株式等総数の 0.5%超を保有しています：ナブテスコ、小松製作所、住友重機械工業、日立建機、竹内製作所、ソニー

上記保有開示について、上場から 1 ヶ月以内の会社については有価証券募集要綱(Offering Memorandum)の記載によります。また、保有割合は米国の適用法令に基づく計算方式により計算します。

MUMSS 及びその関連会社等は過去 12 ヶ月間に、次の会社の有価証券の募集又は売出し等に際し、主幹事又は共同幹事を務めたことがあります：住友重機械工業、日立建機

MUMSS 及びその関連会社等は過去 12 ヶ月間に、次の会社に提供した投資銀行業務の対価として、当該企業から報酬を受領しており及び／又は対価を得て投資銀行業務を提供するような契約を締結しています：小松製作所、住友重機械工業、日立建機、ソニー

MUMSS 及びその関連会社等は今後 3 ヶ月以内に、次の会社に提供した投資銀行業務の対価として、当該企業から報酬を受領することを見込んでいるか、もしくは得ようとするを予定しています：ナブテスコ、小松製作所、住友重機械工業、日立建機、竹内製作所、ソニー

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券レーティングシステム:

個別銘柄に対するレーティングの定義

Overweight (OW) 当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が上位であるとアナリストが予想する場合

Neutral (N) 当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が中位であるとアナリストが予想する場合

Underweight (UW) 当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が下位であるとアナリストが予想する場合

NR レーティング及び目標株価を付与しない

RS 一時的にレーティング及び目標株価を付与しない

中小型に分類された銘柄に対するレーティングの定義

Buy 絶対株価が上昇するとアナリストが予想する場合

Hold 絶対株価の変化が小さいとアナリストが予想する場合

Sell 絶対株価が下落するとアナリストが予想する場合

NR レーティング及び目標株価を付与しない

RS 一時的にレーティング及び目標株価を付与しない

本レポートに目標株価が記載されている場合、特に断りがない限り、その達成の予測期間は今後 12 ヶ月間です。

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券のレーティング分布（2018年5月30日付）

レーティング項目	全対象銘柄	投資銀行部門顧客*
Buy (Overweight, Buy)	39.4%	32.3%
Hold (Neutral, Hold)	54.0%	31.4%
Sell (Underweight, Sell)	4.0%	10.5%
その他	2.5%	33.3%

当該レーティング項目において、「Buy」は「Overweight」（個別銘柄）と「Buy」（中小型株）の合計、「Hold」は「Neutral」（個別銘柄）と「Hold」（中小型株）の合計、「Sell」は「Underweight」（個別銘柄）と「Sell」（中小型株）の合計に該当します。

*投資銀行部門顧客は過去 12 ヶ月間のデータに基づいて抽出され、レーティング項目ごとの投資銀行部門顧客比率を計算して表示しています。

その他開示事項

MUMSS は、MUMSS のリサーチ部門・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与する社員の通信・個人証券口座を監視するための適切な基本方針と手順等、組織上・管理上の制度を整備しています。

MUMSS の方針では、アナリスト、アナリスト監督下の社員、及びそれらの家族は、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証券を保有することも、当該企業の、取締役、執行役又は顧問等の任務を担うことも禁じられています。また、リサーチレポート作成に関与し未公表レポートの公表日時・内容を知っている者は、当該リサーチレポートの受領対象者が当該リサーチレポートの内容に基づいて行動を起こす合理的な機会を得るまで、当該リサーチに関連する金融商品（又は全金融商品）を個人的に取引することを禁じられています。

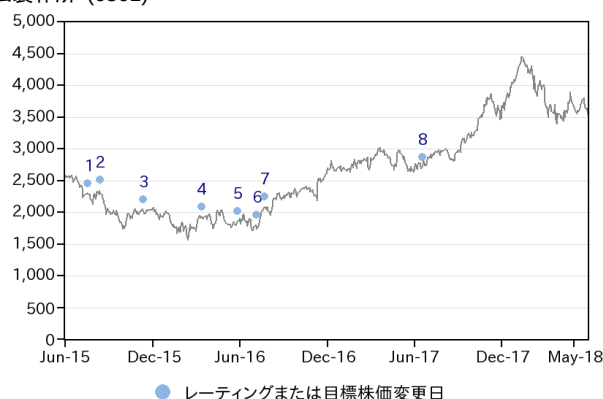
アナリストの報酬の一部は、投資銀行業務収入を含む MUMSS の収益に基づき支払われます。

MUMSS 及びその関連会社等は、本レポートに記載された会社が発行したその他の経済的持分又はその他の商品を保有することがあります。MUMSS 及びその関連会社等は、それらの経済的持分又は商品についての売り又は買いのポジションを有することがあります。

MUMSS の役員（以下、会社法（平成 17 年法律第 86 号）に規定する取締役、執行役、又は監査役又はこれらに準ずる者をいう）は、次の会社の役員を兼任しています：三菱UFJフィナンシャル・グループ、カブドットコム証券、三菱倉庫

MUMSS のリサーチ関連部署に在籍する職員は株式会社デンソーの社外監査役を兼任しています。当該社員は株式会社デンソー並びに同社の同業他社・仕入先・販売先企業等のレポートの作成には関与しません。

小松製作所（6301）



	日付	株価 (円)	レーティング	目標株価 (円)
1	2015/07/17	2,288	Neutral	2,240
2	2015/08/11	2,343	Neutral	2,170
3	2015/11/10	2,040.5	Neutral	2,070
4	2016/03/11	1,917	Neutral	1,850
5	2016/05/26	1,851.5	Neutral	1,630
6	2016/07/04	1,788.5	Neutral	1,600
7	2016/07/21	2,081.5	RS	-
8	2017/06/16	2,697	Drop	-

2018 年 05 月 30 日付履歴

過去 12 カ月間の担当アナリスト

2017/05/30 ~ 2017/06/15 : 石塚 大

本レポートの開示情報は以下のリンクにある WEB ディスクロージャーよりご参照ください。
<https://www.er.sc.mufig.jp/disclosure/disclosure.php>

免責事項

本レポートは、MUMSS が、本レポートを受領される MUMSS 及びその関連会社等の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、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘又は申込みを目的としたものではありません。

本レポート内で MUMSS に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。本レポートの作成者は、インサイダー情報を使用することはもとより、当該情報を入手することも禁じられています。MUMSS は株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ(以下「MUFG」)の子会社等であり、MUMSS の方針に基づき、MUFG については投資判断の対象としておりません。

本レポートは、MUMSS が公的に入手可能な情報のみに基づき作成されたものです。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性、信頼性が客観的に検証されているものではありません。本レポートはおお客様が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。また、MUMSS 及びその関連会社等は本レポート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、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものでない可能性があります。本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、また、MUMSS は本レポート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。MUMSS は関連会社等と完全に独立してレポートを作成しています。そのため、本レポート中の意見、見解、見通し、評価及び目標株価は、異なる情報源及び方法に基づき関連会社等が別途作成するレポートに示されるものと乖離する場合があります。

本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。

本レポートは、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。本レポートは、特定の個人のための投資判断に向けられたものではなく、本レポート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作成されているものではありません。本レポートで言及されている証券・関連投資は、全ての投資家にとって適切とは限り

ません。お客様は、独自に特定の投資及び戦略を評価し、本レポートに記載されている証券に関して投資・取引を行う際には、専門家及びファイナンシャル・アドバイザーに法律・ビジネス・金融・税金その他についてご相談ください。

MUMSS 及びその関連会社等は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる結果のいかなるもの（直接・間接の損失、逸失利益及び損害を含むがこれらに限られない）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家に対しても法的責任を負うものではありません。最終投資判断はお客様自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任はお客様にあります。

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、又は保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。従って、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。

MUMSS・その他 MUFG 関連会社、又はこれらの役員、提携者、関係者及び社員は、本レポートに言及された証券、同証券の派生商品及び本レポートに記載された企業によって発行されたその他証券を、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有したり、本レポートで示された投資判断に反する取引を行ったり、マーケットメーカーとなったり、又は当該証券の発行体やその関連会社に幅広い金融サービスを提供もしくは同サービスの提供を図ることがあります。本レポートの利用に際しては、上記の一つ又は全ての要因あるいはその他の要因により現実的もしくは潜在的な利益相反が起こりうることをご認識ください。なお、MUMSS は、会社法第 135 条の規定により自己の勘定で MUFG 株式の売買を行うことを禁止されています。

本レポートで言及されている証券等は、いかなる地域においても、またいかなる投資家層に対しても販売可能とは限りません。本レポートの配布及び使用は、レポートの配布・発行・入手可能性・使用が法令又は規則に反する、地方・州・国やその他地域の市民・国民、居住者又はこれらの地域に所在する者もしくは法人を、対象とするものではありません。

英国及び欧州経済地域：本レポートが英国において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities EMEA plc. (以下「MUS(EMEA)」)。電話番号：+44-207-628-5555)により配布されます。MUS(EMEA)は、英国で登録されており、Prudential Regulation Authority（ブルーデンス規制機構、「PRA」）の認可及び Financial Conduct Authority（金融行動監視機構、以下「FCA」）と PRA の規制を受けています (FS Registration Number 124512)。本レポートは、professional client（プロ投資家）又は eligible counterparty（適格カウンターパーティー）向けに作成されたものであり、FCA 規則に定義された retail clients（リテール投資家）を対象としたものではありませんので、誤解を回避するため、同定義に該当する顧客に交付されてはならないものです。MUS(EMEA)は、本レポートを英国以外の欧州連合加盟国においても professional investors（若しくはこれと同等の投資家）に配布する場合があります。本レポートは、MUS(EMEA)の組織上・管理上の利益相反管理制度に基づいて作成されています。同制度には投資リサーチに関わる利益相反を回避する目的で、情報の遮断や個人的な取引・勧誘の制限等のガイドラインが含まれています。本レポートはルクセンブルク向けに配布することを意図したものではありません。

米国：本レポートは Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. (以下「MUMSS」)によって作成されたものです。MUMSS は日本で証券業務の認可を取得しております。本レポートが米国において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Americas Inc. (以下「MUSA」)。電話番号：+1-212-405-7000)により配布されます。MUSA は、United States Securities and Exchange Commission（米国証券取引委員会）に登録された broker-dealer（ブローカー・ディーラー）であり、Financial Industry Regulatory Authority（金融取引業規制機構、「FINRA」）による規制を受けています (SEC# 8-43026; CRD# 19685)。本レポートが MUSA の米国外の関連会社等により米国内へ配布される場合、本レポートの配布対象者は、1934 年米国証券取引所法の規則 15a-6 に基づく major U.S. institutional investors（主要米国機関投資家）に限定されております。MUSA 及びその関連会社等は本レポートに言及されている証券の引受業務を行っている場合があります。本レポートは証券の売買及びその他金融商品への投資等の勧誘を目的としたものではありません。また、いかなる投資・取引についてもいかなる約束をもするものでもありません。本レポートが米国で大手機関投資家以外の個人に配布される限りにおいて、MUSA は以下の条件のもとでその内容について責任を負っています。本レポートの執筆者であるアナリストは、リサーチアナリストとして FINRA への登録ないし FINRA の資格取得を行っておらず、MUSA の関係者ではない場合があります。したがって、調査対象企業とのコミュニケーション、パブリックアピランス、アナリスト本人の売買口座に関する FINRA の規制に該当しない場合があります。FLOES は MUSA の登録商標です。

IRS Circular 230 Disclosure（米国内国歳入庁 回示 230 に基づく開示）：MUSA は税金に関するアドバイスの提供は行っておりません。本レポート内（添付文書を含む）の税金に関する記述は MUSA 及び関連会社以外の個人・法人が本レポートにおいて研究する事項に関する勧誘・推奨を行う目的、又は米国納税義務違反による処罰を回避する目的で使用することを意図したのではなく、これらを目的とした使用を認めておりません。

日本：本レポートが日本において配布される場合、その配布は MUFG のグループ会社であり、金融庁に登録された金融商品取引業者である MUMSS（電話番号：03-6627-5340）が行います。

シンガポール：本レポートがシンガポールにおいて配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Asia (Singapore) Limited (以下「MUS(SPR)」)。電話番号：+65-6232-7784)とのアレンジに基づき配布されます。MUS(SPR)はシンガポール政府の承認を受けた merchant bank であり、Monetary Authority of Singapore（シンガポール金融管理局）の規制を受けています。本レポートの配布対象者は、Financial Advisers Regulation の Regulation 2 に規定される institutional investors、accredited investors、expert investors に限定されます。本レポートは、これらの投資家のみによる使用を目的としており、それ以外の者に対して配布、転送、交付、頒布されてはなりません。本レポートが accredited investors 及び expert investors に配布される場合、MUS(SPR)は Financial Advisers Act の次の事項を含む一定の事項の遵守義務を免除されます。第 25 条：一定の投資商品に関してファイナンシャル・アドバイザーが全ての重要情報を開示する義務、第 27 条：ファイナンシャル・アドバイザーが合理的な根拠に基づいて投資の推奨を行う義務、第 36 条：ファイナンシャル・アドバイザーが投資の推奨を行う証券に対して保有する権利等について開示する義務。本レポートを受領されたお客様で、本レポートから又は本レポートに関連して生じた問題にお気づきの方は、MUS(SPR)にご連絡ください。

香港：本レポートが香港において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Asia Limited（以下「MUS(ASIA)」)。電話番号：+852-2860-1500)とのアレンジに基づき配布されます。MUS(ASIA)は Hong Kong Securities and Futures

Ordinance に基づいた認可、及び Securities and Futures Commission（香港証券先物取引委員会；Central Entity Number AAA889）の規制を受けています。本レポートは Securities and Futures Ordinance により定義される professional investor を配布対象として作成されたものであり、この定義に該当しない顧客に配布されてはならないものです。

その他の地域：本レポートがオーストラリアにおいて配布される場合、MUS(ASIA)又は MUS(ASIA)により配布されています。MUS(ASIA)は Australian Securities and Investment Commission (ASIC) Class Order Exemption CO 03/1103 に基づき、Corporations Act 2001 が定める金融サービスの提供者によるオーストラリア金融業免許の保有義務を免除されています。MUS(ASIA)は ASIC Class Order Exemption CO 03/1102 により同様に義務を免除されています。本レポートはオーストラリアの Corporations Act 2001 に定義される wholesale client のみを配布対象としております。本レポートがカナダにおいて配布される場合、本レポートは MUS(EMEA)又は MUSA により配布されます。MUSA は international dealer exemption の措置により次の各州、準州において金融取引業者としての登録を免除されています：アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、プリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州、ニュー・ブランズウィック州、ニューファンドランド・ラブラドール州、ノースウエスト準州、ノバ・スコシア州、ヌナブト準州、プリンス・エドワード・アイランド州、サスカチュワン州、ユーコン準州。MUS(EMEA) は international dealer exemption の措置により次の各州において金融取引業者としての登録を免除されています：アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、プリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州。本レポートはカナダにおける National Instrument 31-103 によって定義された permitted client のみを配布対象としております。本レポートに含まれる情報は、いかなる場合においても、カナダの州、準州において、目論見書、広告、公募又は特定の証券の売買の勧誘若しくは申込みを目的としたものではありません。また、いかなる場合においても、本レポートに含まれる情報は、カナダの州、準州において投資上のアドバイスとして解釈されるものではなく、また顧客のニーズを考慮して作成されているものではありません。

又は本レポートは、インドネシアにおいて複製・発行・配布されてはなりません。また中国（中華人民共和国「PRC」を意味し、PRC の香港特別行政区・マカオ特別行政区、及び台湾を除く）において、複製・発行・配布されてはなりません（ただし、PRC の適用法令に準拠する場合を除きます）。

Copyright © Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大 1.404%（税込み）（ただし約定代金 193,000 円以下の場合は最大 2,700 円（税込み））の手数料が必要となります。

本レポートは MUMSS の著作物であり、著作権法により保護されています。MUMSS の書面による事前の承諾なく、本レポート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。

〒100-8127

東京都千代田区大手町 1 丁目 9 番 2 号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 エクイティリサーチ部

Tel.03-6627-5340 Fax.03-6627-5344

本レポートの内容に関する追加・補足情報はご希望に応じて提供いたします。

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 2336 号

（加入協会）日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、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