

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

アップデート / 目標株価変更

Neutral

Neutral 継続：コマツの株価の上値を抑える2つの懸念材料

投資アクション（目標株価、業績予想）

19/3期弊社営業利益予想は上方修正するが、20/3期以降の弊社営業利益予想は下方修正する。目標株価を3,600円(従来4,200円)に引き下げる。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を継続する。

投資判断理由

エクイティストーリーに変更はない。足元業績は好調でバリュエーションに割高感はない。しかしながら、需要拡大局面の後半戦を迎え、かつ外部環境に不透明感がある中で、循環株である同社の投資妙味は高くないと考え、レーティングはNeutralを継続する。

19/3期1Q(4-6月)は、営業利益がコンセンサスを上回る順調な決算だったが、株価の上値は重たい状況が続いている。下記2つの懸念材料により、バリュートラップに陥っている可能性があると考え。

- (1) 新興国経済の減速による一般建機・鉱山機械の需要減速リスク
- (2) 石炭ダイベストメントの進展と鉱山機械の石炭依存度の高さ

中国では、KOMTRAXの稼働時間や建設機械の販売台数がピークアウト傾向にあり、需要が鈍化しつつある。また、新興国の景気減速懸念も一般建機や鉱山機械の需要減速につながるリスクがあり、注意が必要。また、同社の鉱山機械の石炭依存度の高さは、バリュエーションのディスカウント要因と考える。TCFDによる低炭素社会へ向けた戦略とシナリオ分析が提示されれば、懸念払拭に繋がる可能性があると考え。

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3,600円は、20/3期弊社予想EPS 297.9円と妥当PER12.0倍から算出。妥当PER12.0倍は、建機株のグローバルセクター平均を用いる。

<連結> 決算期	売上高		営業利益		税前列益		当期利益		EPS 円	1株配当 円	PER 倍	PBR 倍
	百万円	前年比%	百万円	前年比%	百万円	前年比%	百万円	前年比%				
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	2,694,400	7.7	394,600	45.3	377,600	29.4	265,100	35.0	281.0	96.0	11.2	1.60
旧予	2,640,500	5.6	387,600	42.7	368,600	26.3	258,600	31.7	274.1	96.0	11.5	-
コセガイ	2,674,540	6.9	382,428	40.8	367,443	25.9	250,936	27.8	266.0	-	11.9	-
会予	2,503,000	0.1	339,000	24.8	320,000	9.7	226,000	15.1	239.6	96.0	13.2	-
20/3 新予	2,768,100	2.7	417,700	5.9	400,700	6.1	281,000	6.0	297.9	119.0	10.6	1.46
旧予	2,781,100	5.3	425,400	9.8	406,400	10.3	285,200	10.3	302.3	121.0	10.5	-
コセガイ	2,824,205	5.6	418,826	9.5	406,410	10.6	280,243	11.7	297.1	-	10.6	-
21/3 新予	2,848,500	2.9	435,600	4.3	418,600	4.5	293,100	4.3	310.7	124.0	10.2	1.35
旧予	2,902,900	4.4	456,700	7.4	437,700	7.7	307,000	7.6	325.4	130.0	9.7	-

(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

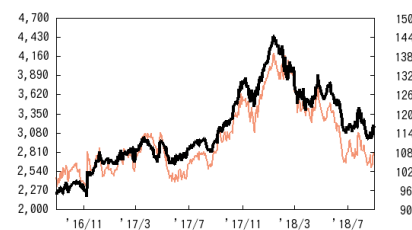
(注1) EPS、1株配当、PER及びPBRは当期発行済株式数より自己株式を除外した株数で週及計算

(注2) コンセンサスはIFISコンセンサス

目標株価：4,200円 → 3,600円

潜在リターン：+13.9%

主要市場	東証1部
株価(8/31)	3,161円
52週高安	4,445 - 2,937.5円
発行済株式数	971,968千株
時価総額	3,072十億円
1日平均売買代金(過去1年)	16,752百万円
ベータ	1.27
ROE(19/3E)	14.9%
株主資本比率(19/3E)	52.3%
予想配当利回り(19/3E)	3.0%
外国人持株比率(18/3)	44.3%



● サブセクター内の相対リターン順位
低 ● 高

佐々木 翼

アナリスト

03-6627-5281

sasaki-tsubasa@sc.mufg.jp

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	2,694,400	2,768,100	2,848,500
売上総利益	516,565	735,275	860,600	903,700	941,600
販管費	342,468	463,694	466,000	486,000	506,000
営業利益	174,097	271,581	394,600	417,700	435,600
税前利益	166,469	291,807	377,600	400,700	418,600
法人税等	50,405	86,387	102,000	108,200	113,000
実効税率(%)	30.3	29.6	27.0	27.0	27.0
当期純利益	113,381	196,410	265,100	281,000	293,100
EBITDA	278,392	405,491	526,600	549,700	567,600
前年比(%)					
売上高	-2.8	38.7	7.7	2.7	2.9
営業利益	-16.5	56.0	45.3	5.9	4.3
税前利益	-18.7	75.3	29.4	6.1	4.5
当期純利益	-17.5	73.2	35.0	6.0	4.3
EBITDA	-13.3	45.7	29.9	4.4	3.3
売上高比(%)					
売上総利益	28.7	29.4	31.9	32.6	33.1
販管費	19.0	18.5	17.3	17.6	17.8
営業利益	9.7	10.9	14.6	15.1	15.3
税前利益	9.2	11.7	14.0	14.5	14.7
当期純利益	6.3	7.9	9.8	10.2	10.3
EBITDA	15.4	16.2	19.5	19.9	19.9
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	1,970,801	2,173,063	2,357,635
手元流動性	122,192	146,860	172,545	273,752	406,869
売掛債権	619,265	792,714	862,208	885,792	911,520
棚卸資産	533,897	730,288	808,320	885,792	911,520
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	3,570,248	3,790,510	3,993,082
流動負債合計	700,182	989,661	979,534	1,016,059	1,026,511
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	323,328	359,853	370,305
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	1,638,123	1,674,648	1,685,100
純資産合計	1,648,515	1,743,590	1,932,125	2,115,862	2,307,982
株主資本	1,557,992	1,693,690	1,868,225	2,036,962	2,213,082
負債合計+純資産合計	2,656,482	3,372,538	3,570,248	3,790,510	3,993,082
C/F					
営業CF	256,126	148,394	283,346	363,469	400,096
投資CF	-133,299	-377,745	-156,500	-150,000	-150,000
FCF	122,827	-229,351	126,846	213,469	250,096
財務CF	-107,718	243,949	-101,162	-112,263	-116,980
現預金増減	13,642	24,496	25,684	101,206	133,116
比率分析(%)					
ROA	4.3	6.5	7.6	7.6	7.5
ROE	7.4	12.1	14.9	14.4	13.8
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	33.6	25.8	17.8
1株あたり指標					
EPS(円)	120.2	208.2	281.0	297.9	310.7
BPS(円)	1,651.5	1,795.3	1,980.3	2,159.2	2,345.9
DPS(円)	58.0	84.0	96.0	119.0	124.0
配当性向(%)	48.3	40.3	34.2	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) 1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】

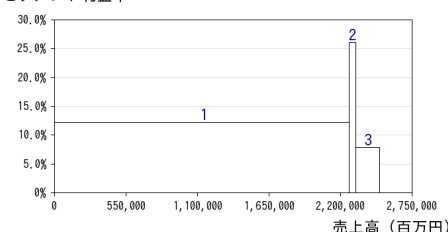
- ROE 10%レベル
- 配当性向 40%-60%

【業績変動要因】

- 資源価格の想定以上の変動
- 中国建機の想定以上の需要変動
- 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
- 部品調達環境の想定以上の変動
- 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、18/3末】

- 日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口) 6.40%
- 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口) 6.40%
- 太陽生命保険株式会社 3.40%
- JP Morgan Chase Bank 380055 3.40%
- 自社(自己株口) 2.90%

1. 目標株価算出根拠

Neutral 継続

小松製作所の目標株価を 3,600 円(従来 4,200 円)へ引き下げる。

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 を継続する。

目標株価 3,600 円

目標株価 3,600 円は、20/3 期弊社予想 EPS297.9 円と妥当 PER12.0 倍から算出。妥当 PER12.0 倍は、建設機械株のグローバルセクター平均 PER から算出 (従来通り)。

従来目標株価 4,200 円は、20/3 期弊社旧予想 EPS302.3 円と妥当 PER14.0 倍から算出していた。

バリュートラップに陥っている

19/3 期 1Q(4-6 月)は、営業利益がコンセンサスを上回る順調な決算だったが、同社の株価の上値は重たい状況が続いている。株価バリュエーションは、19/3 期弊社予想 PER 約 11 倍、20/3 期弊社予想 PER 約 10 倍と割安である。しかしながら、下記 2 つの懸念材料により、バリュートラップに陥っている可能性があると考えられる。

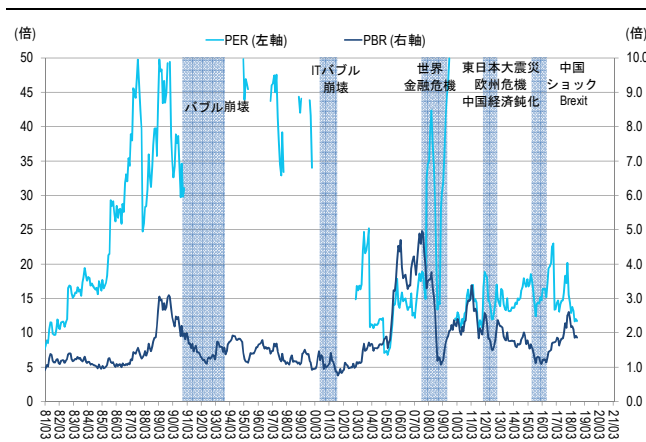
- ①新興国経済の減速による一般建機・鉱山機械の需要減速リスク
- ②石炭ダイベストメントの進展と鉱山機械の石炭依存度の高さ

図表 2 : 連結損益計算書とセグメント別業績予想 (通期ベース)

コード	企業名	現地通貨	株価	年初末株価 パフォーマンス	時価総額 (10億ドル)	時価総額 (10億円)	営業利益増益率		OPM		ROE		PER		PBR		EVEBITDA	
			2018/08/30				FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E
6301 JP	小松製作所	日本円	3,190	-25.4	27.9	3100.6	47.1	10.0	14.1	14.7	14.3	14.6	12.0	10.8	1.64	1.49	10.4	7.7
6305 JP	日立建機	日本円	3,340	-21.4	6.5	718.5	28.6	9.8	10.6	11.0	13.6	13.7	11.0	10.1	1.45	1.32	7.9	6.8
6326 JP	クボタ	日本円	1,744	-22.7	19.4	2152.2	3.1	7.4	11.4	11.8	10.9	10.9	14.6	13.6	1.54	1.43	11.1	10.7
6432 JP	竹内製作所	日本円	2,875	4.5	1.3	140.9	7.2	6.8	14.8	15.1	14.3	13.2	13.2	12.4	1.80	1.61	7.1	6.9
CAT US	キャタピラー	USドル	156	-0.8	82.6	9172.2	74.8	12.9	16.2	16.9	43.9	36.0	13.4	12.1	5.66	3.75	11.0	7.4
DE US	ジョンディア	USドル	159	0.6	46.1	5116.4	68.7	21.0	11.3	12.7	28.1	29.3	16.7	13.7	4.62	3.87	13.7	9.4
TEX US	テレックス	USドル	41	-16.3	2.9	317.2	65.4	19.4	7.0	8.0	19.1	22.6	13.9	10.8	2.86	2.35	12.7	8.5
VOLVB SS	ボルボ	SEK	160	3.5	37.4	4151.9	25.1	1.9	9.7	24.1	21.6	11.9	11.7	2.57	2.36	9.3	7.9	
ATCOA SS	アトラスコフコ	SEK	263	-3.5	34.6	3841.1	-11.0	5.1	23.2	23.1	28.8	31.4	20.6	19.2	6.62	5.63	11.1	12.9
042670 KS	斗山インフラコア	韓国ウォン	9,760	7.5	1.8	202.1	33.0	2.5	11.3	11.1	17.6	16.3	6.4	5.9	1.09	0.92	7.9	6.4
267270 KS	現代建設機械	韓国ウォン	119,500	-33.1	1.1	117.4	nm	9.6	7.1	7.5	10.4	10.6	9.6	8.2	0.91	0.82	nm	6.3
600031 CH	三一重工	人民元	8.9	-5.7	10.2	1129.2	166.7	25.1	14.0	15.5	18.1	18.7	13.8	11.4	2.36	2.02	14.8	9.1
000157 CH	中联重科	人民元	3.9	-13.7	28.7	3180.3	46.3	26.6	5.7	6.1	3.9	4.4	18.4	15.5	0.78	0.76	25.2	10.8
	建設機械セクター平均												13.1	11.6	3.72	2.93	12.1	8.4

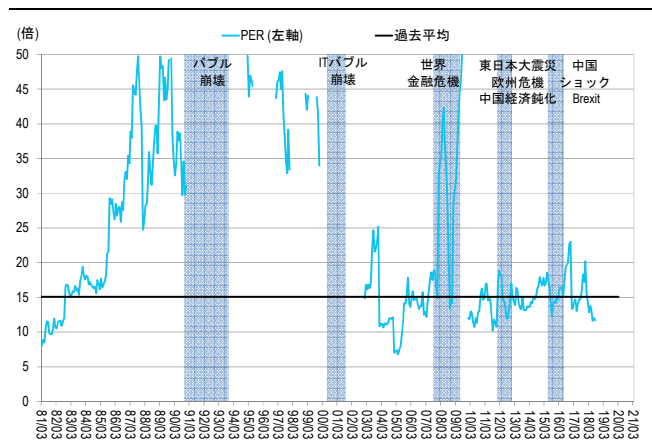
出所 : 会社資料、MUMSS、E は Bloomberg コンセンサス

図表 3 : PER と PBR の長期推移



出所 : 会社資料、Bloomberg より MUMSS 作成

図表 4 : PER の長期推移と過去 PER の安値平均



出所 : 会社資料、Bloomberg より MUMSS 作成

2. コマツの株価の上値を抑える2つの懸念材料

2-1 1つ目の新興国経済の減速による建設機械・鉱山機械の需要減速リスク

第一の懸念材料は中国を中心とする新興国経済の減速により、建設機械・鉱山機械の需要が減速するリスクである。

同社の事業構造は新興国経済の減速の影響を受けやすい。先進国を中心とする伝統市場の一般建機よりも、新興国を中心とする戦略市場での一般建機や鉱山機械の方が、収益性が高いためである。このため、株価上昇には、新興国経済の減速懸念が払拭される必要があると考える。

KOMTRAXと中国の販売台数はピークアウト傾向

中国では、建設機械需要の先行指標であるKOMTRAXの稼働時間が、2018年2月に前年比でマイナス転換後、継続的に前年割れが継続、7月にはマイナス幅が7%に拡大するなど、工事量はピークアウト傾向にある。また、同社の中国の建機販売台数は2018年3月以降、ピークアウト傾向にあり、2018年7月には前年比+1%となっている。このように中国における同社の建設機械の需要は鈍化しつつある。

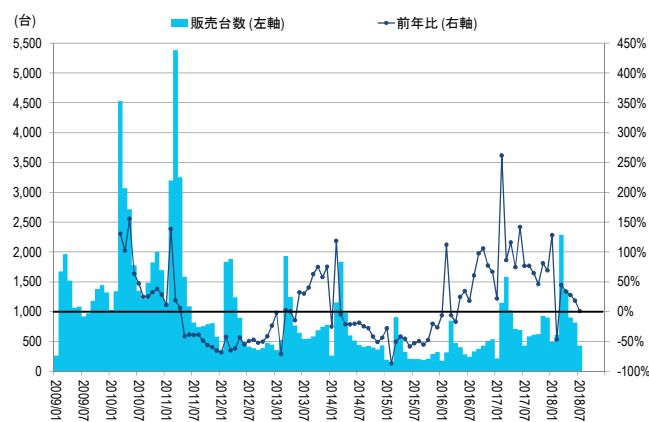
中国経済の減速は、他の地域の需要減速につながる

18/3期の一般建機における中国向けの売上高の構成比は約11%(弊社推定)であり、全社業績における中国の影響はそれほど大きくない。しかしながら、中国の経済活動の減速は、他の地域の一般建機・鉱山機械の需要減速につながるリスクがある。

中国は鉄鉱石、銅、石炭などの主要鉱物の世界需要の約半分を消費しているため、中国経済が減速すると、将来的に鉱山機械の需要減速に繋がらう。同時に、新興国や資源国は中国経済と密接につながっている地域も多いことから、中国経済の減速はこうした地域の一般建機の需要減速に繋がらう。

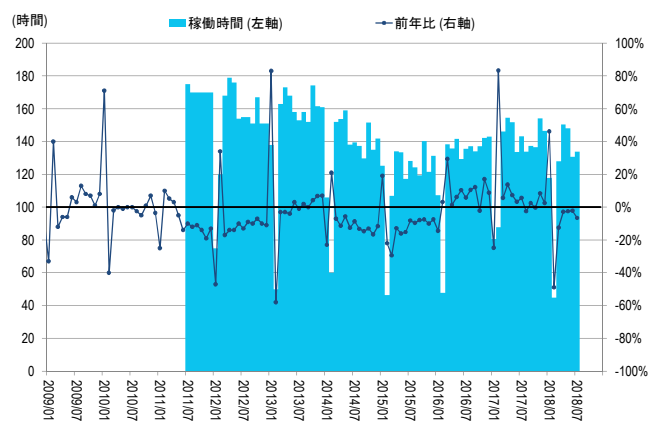
また、東南アジア、中近東、中南米などの中国以外の新興国の景気減速懸念が台頭していることも、一般建機や鉱山機械の需要減速につながるリスクがあり、注意が必要と考える。

図表5：中国におけるコマツの建機の販売台数推移



出所：中国工程机械工業協会より MUMSS 作成

図表6：中国におけるKOMTRAXの稼働状況



出所：会社資料より MUMSS 作成

サイクルがピークアウトすると需要が長期間低迷するリスクがある

重要なポイントは、建設機械はサイクルがピークアウトすると、必ずしも需要が短期間で回復するわけではないことである。過去には、サイクルのピークアウト後に需要が長期間にわたり低迷した時期が存在している。

1990年代や2010年代中盤は業績が長期間低迷

例えば、日本では、1990年代のバブル崩壊後、需要が長期間低迷した。2011年には中国で総額4兆元の景気刺激策が行われ、中国の建設機械の需要が拡大したが、2012年に需要がピークアウトした後は、2016年前半まで需要低迷が継続した。この結果、1990年代や2010年代中盤は業績低迷が数年間にわたり継続している。

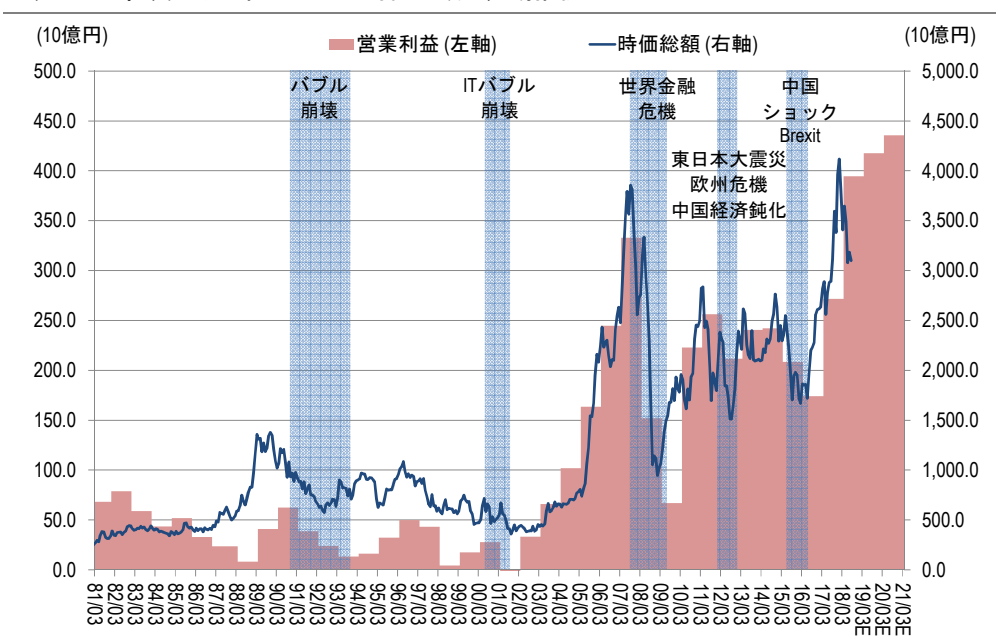
バリュートラップにはあまりやすい

この間、株価も長期間にわたり、上値が抑えられる時期が続いた。こうした歴史的な経緯から、同社の株価はサイクルのピークアウト懸念により、バリュートラップにはあまりやすい特徴があると考えられる。株価上昇には新興国経済の減速懸念の払拭が必要であると考えられる。

中国の景気刺激策には注意が必要

なお、2018年7月に中国政府は内需拡大を目的とした景気刺激策を発表している。仮に、中国政府が景気刺激策を拡大すると、中国を中心とする新興国経済の懸念低減に繋がることから、政策動向には注意が必要である。弊社業績予想・シナリオにおいては、中国の景気刺激策の影響を大きく織り込んでいない。

図表7：小松製作所の営業利益と時価総額の長期推移



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

2-2 2つ目の懸念材料は石炭ダイベストメントの進展と鉱山機械の石炭依存度の高さ

第二の懸念材料として、同社の鉱山機械の石炭依存度は高いことから、石炭ダイベストメントの進展は、株価バリュエーションの低下要因になっていると考える。石炭関連産業・企業は、下記3点のリスクを有するためである。

ESGの観点から投資対象から除外される可能性	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
石炭産業が縮小する可能性	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
石炭関連企業であることは株価下落要因	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
石炭ダイベストメントは日本でも進展	2018年に入り、大手銀行や信託銀行、大手生命保険から石炭関連産業への投融資を減らす動きが生じるなど、日本においても石炭ダイベストメントは進展しつつある。
石炭依存度は拡大	19/3期1Q(4-6月)決算では、従来コマツの鉱山機械の資源別の売上高構成比において、石炭向けは約50%程度に上昇するなど、同社の石炭依存度は上昇しつつある。
石炭ディスカウントの解消にはTCFDによる開示が必要	同社がTCFD(Task Force on Climate-related Financial Disclosures)に則った形で、低炭素社会の実現へ向けた経営施策や、低炭素化による業績インパクトを定量的に示したシナリオ分析を開示すれば、石炭ダイベストメントの進展による株価バリュエーションのディスカウント解消に繋がると考える。
石炭ダイベストメントは世界的な潮流、背景にパリ協定	そもそも、石炭ダイベストメントが世界的な潮流である理由として、2016年11月に発効したパリ協定が挙げられる。パリ協定では、世界全体の気温上昇を産業革命前と比べ2度未満に抑えることが合意されている。このため、今世紀中に温室効果ガスの排出量を森林などの吸収量を下回る水準に抑えることを目標にしている。
「座礁資産」のコンセプトが重要	パリ協定の発効と同時に注目を浴びている概念が、化石燃料そのものがリスク資産であるという「座礁資産」という考えである。世界の気温上昇を産業革命前と比べ2度未満に抑えるためには、現在、世界で保有している化石燃料の約80%は使用不可能という試算を英国の大手シンクタンクが発表している。
石炭は回収不能リスクの高い座礁資産	このため、パリ協定を実現するために、多くの化石燃料が採掘不可能となるリスクが生じている。化石燃料の中でも、温室効果ガスである二酸化炭素排出量の多さから、石炭は最もリスクの高い座礁資産であるという扱いを受けている。
世界の主要金融機関は気候変動問題を無視できない	このため、石炭とその関連産業が、将来的に回収不能となるリスクをヘッジするために、世界の主要金融機関は石炭ダイベストメントを進めている。 また、金融機関が社会的な責任が求められる中で、気候変動問題に関連する形で座礁資産を問題視する環境NGOなどの市民運動を、世界の主要金融機関が無視できなくなったことも石炭ダイベストメントが進展している理由である。

カーボンフリーな事業構造を構築すべき	こうした世界的な潮流に対し、石炭関連企業はどのように対応すればよいのであろうか？第一に、石炭関連事業の割合を縮小し、カーボンフリーな事業構造を構築すべきことが挙げられる。同社においても、電気自動車向けに需要拡大が期待できるリチウムなどの鉱物向けや、林業機械などの分野の拡大を進めている。
TCFDによる開示が求められる	石炭関連企業が注力すべき取り組みの2つ目として、TCFDを通じたシナリオ分析と気候変動問題に対する取り組みの開示が挙げられる。TCFDは、2015年12月に、金融安定理事会によって設立された気候変動に対する国際的な金融イニシアティブである。
TCFDでは何を開示するのか？	2017年6月に発表された金融安定理事会の報告書では、気候変動問題に関する情報開示として、ガバナンス、戦略、リスク管理、指標および目標の4つの項目について、積極的に開示すべきと提言している。具体的には下記である。 ①気候変動問題に関連する機会とリスクに関する組織のガバナンス ②気候変動問題に関連する機会とリスクに関するビジネス、戦略、財務計画への実際及び潜在的な影響 ③気候変動問題に関連する機会とリスクについて、どのように識別、評価及び管理を行っているか？ ④気候変動問題に関連する機会とリスクを評価、管理する際に使用する指標と目標
大手資源メジャーはTCFDによる気候変動問題に対する取り組みを開示	実際、エクソンモービルやBHPビルトンなどの大手資源メジャーは、低炭素社会が実現した際の業績に対するシナリオ分析と、気候変動問題に対する企業としての考え方、取り組みをTCFDのアプローチを通じて開示している。TCFDの開示により、投資家は気候変動問題のリスクを考慮した形で、大手資源メジャーに投資することが可能となっている。
コマツのTCFDによる開示は懸念払拭に繋がる	同社がTCFDによる開示を行う場合、石炭依存度の高さに関する懸念払拭に繋がると考える。気候変動問題のリスクを定量化することで、投資家が事業リスクに投資しやすくなると考えるためである。また、日本企業や建設機械関連企業によるTCFDの開示は積極的に行われてこなかったことから、同社はESGの優等生であるという見方が浮上する可能性があり、この場合、株価バリュエーションの上昇に繋がると考える。

3. 弊社業績予想のアップデート

3-1 弊社業績予想の概要

弊社業績予想の概要は、P.9~10の図表8、9に示した通り。

営業利益予想

営業利益予想は、19/3期3,946億円(前年比45%増、従来予想3,876億円)、20/3期4,177億円(前年比6%増、従来予想4,254億円)、21/3期4,356億円(同4%増、同4,567億円)。19/3期営業利益予想は上方修正するが、20/3期以降の営業利益予想は下方修正する。

今回の業績予想の大きな変更点は、下記である。

①19/3期2Q以降の弊社為替前提を1ドル110円(従来105円)、1ユーロ130円(同130円)に変更

②米国、欧州を中心とする伝統市場では、弊社従来想定を上回る形で一般建機の販売が堅調に推移していることから、売上高予想を上方修正

③KMCは弊社従来想定を上回る形で業績が堅調に推移していることから、弊社売上高予想、営業利益予想を上方修正

④中国の建機販売が鈍化していること、新興国の景気に減速感があることから、中国を中心とする戦略市場における一般建機と鉱山機械の売上高予想を下方修正

⑤産業機械他、リテールファイナンスなどの弊社業績予想は微修正に留める。

連結全体では、17/3期から18/3期にかけての業績ドライバーであった戦略市場における一般建機や鉱山機械の売上高の鈍化を新たに予想することから、20/3期以降の営業利益予想は下方修正する。

図表8：連結損益計算書とセグメント別業績予想(通期ベース)

	FY3/18	FY3/19	FY3/20	FY3/21	FY3/22	FY3/23	FY3/19	FY3/20	FY3/21	FY3/22	FY3/23	FY3/19
(10億円)	FYA	New FYE	New FYE	New FYE	New FYE	New FYE	Old FYE	Old FYE	Old FYE	Old FYE	Old FYE	FYCE
売上高	2,501.1	2,694.4	2,768.1	2,848.5	2,931.1	3,016.9	2,640.5	2,781.1	2,902.9	2,991.9	3,084.6	2,503.0
(前年比)	39%	8%	3%	3%	3%	3%	6%	5%	4%	3%	3%	0%
営業利益	271.6	394.6	417.7	435.6	465.6	496.6	387.6	425.4	456.7	488.6	521.6	339.0
(前年比)	56%	45%	6%	4%	7%	7%	43%	10%	7%	7%	7%	25%
(対売上高比率)	11%	15%	15%	15%	16%	16%	15%	15%	16%	16%	17%	14%
税前列益	291.8	377.6	400.7	418.6	448.6	479.6	368.6	406.4	437.7	469.6	502.6	320.0
法人税等	86.4	102.0	108.2	113.0	121.1	129.5	99.5	109.7	118.2	126.8	135.7	
(実効税率)	30%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	
当期純利益	196.4	265.1	281.0	293.1	314.0	335.6	258.6	285.2	307.0	329.3	352.4	226.0
研究開発費	73.6	74.0	76.0	78.0	80.0	82.0	74.0	76.0	78.0	80.0	82.0	74.0
(対売上高比率)	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
減価償却費	133.9	132.0	132.0	132.0	132.0	132.0	132.0	132.0	132.0	132.0	132.0	58.0
設備投資額	145.7	156.5	150.0	150.0	150.0	150.0	156.5	150.0	150.0	150.0	150.0	67.5
簡易キャッシュフロー	330.3	397.1	413.0	425.1	446.0	467.6	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	184.7	240.6	263.0	275.1	296.0	317.6	234.1	267.2	289.0	311.3	334.4	216.5
売上高												
建設機械・車両	2,267.3	2,438.1	2,506.0	2,579.8	2,656.2	2,735.7	2,384.2	2,518.5	2,633.7	2,716.6	2,803.0	2,249.0
KMC	317.8	347.5	354.5	369.7	382.5	395.7	330.7	345.9	361.2	373.9	387.1	315.0
従来コマツ	1,949.5	2,090.6	2,151.5	2,210.1	2,273.7	2,340.0	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	612.4	629.7	647.0	671.8	697.9	725.2	631.1	669.2	707.4	735.2	764.1	587.9
従来コマツ・一般建機	1,337.1	1,460.9	1,504.5	1,538.3	1,575.8	1,614.8	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	49.6	50.5	51.5	52.5	53.6	54.7	50.0	51.0	52.0	53.0	54.1	48.0
産業機械他	184.1	205.8	210.6	216.2	221.3	226.5	206.3	211.6	217.2	222.3	227.5	206.0
合計	2,501.1	2,694.4	2,768.1	2,848.5	2,931.1	3,016.9	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	45%	8%	3%	3%	3%	3%	5%	6%	5%	3%	3%	-1%
KMC	nm	9%	2%	4%	3%	3%	4%	5%	4%	4%	4%	-1%
従来コマツ	24%	7%	3%	3%	3%	3%	5%	6%	5%	3%	3%	-1%
従来コマツ・鉱山機械	41%	3%	3%	4%	4%	4%	3%	6%	6%	4%	4%	-4%
従来コマツ・一般建機	18%	9%	3%	2%	2%	2%	6%	6%	4%	3%	3%	1%
リテールファイナンス	6%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	-3%
産業機械他	-3%	12%	2%	3%	2%	2%	12%	3%	3%	2%	2%	12%
合計	39%	8%	3%	3%	3%	3%	6%	5%	4%	3%	3%	0%
営業利益												
建設機械・車両	276.0	371.6	395.4	412.0	440.7	470.4	365.6	402.1	432.1	462.7	494.4	318.0
KMC	-12.4	37.3	42.5	48.0	52.8	57.7	32.0	40.9	46.4	51.1	56.0	25.5
従来コマツ	288.4	334.3	352.9	364.0	387.9	412.7	333.6	361.2	385.7	411.6	438.4	292.5
リテールファイナンス	13.0	15.0	13.3	13.6	13.9	14.2	13.0	13.3	13.6	13.9	14.2	12.0
産業機械他	14.5	18.0	19.0	20.0	21.0	22.0	18.0	19.0	20.0	21.0	22.0	18.0
調整額	-31.8	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0
合計	271.6	394.6	417.7	435.6	465.6	496.6	387.6	425.4	456.7	488.6	521.6	339.0
OPM												
建設機械・車両	12%	15%	16%	16%	17%	17%	15%	16%	16%	17%	18%	14%
KMC	-4%	11%	12%	13%	14%	15%	10%	12%	13%	14%	14%	8%
従来コマツ	15%	16%	16%	16%	17%	18%	16%	17%	17%	18%	18%	15%
リテールファイナンス	26%	30%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	25%
産業機械他	8%	9%	9%	9%	9%	10%	9%	9%	9%	9%	10%	9%
調整額	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
合計	11%	15%	15%	15%	16%	16%	15%	15%	16%	16%	17%	14%
(前年比)												
建設機械・車両	71%	35%	6%	4%	7%	7%	32%	10%	7%	7%	7%	15%
KMC	nm	nm	14%	13%	10%	9%	nm	28%	13%	10%	10%	nm
従来コマツ	nm	16%	6%	3%	7%	6%	16%	8%	7%	7%	7%	1%
リテールファイナンス	191%	16%	-11%	2%	2%	2%	0%	2%	2%	2%	2%	-7%
産業機械他	16%	24%	6%	5%	5%	5%	24%	6%	5%	5%	5%	24%
調整額	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
合計	56%	45%	6%	4%	7%	7%	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9：建設機械・車両の製品別と地域別売上高予想(通期ベース)

(10億円)	FY3/18	FY3/19	FY3/20	FY3/21	FY3/22	FY3/23	FY3/19	FY3/20	FY3/21	FY3/22	FY3/23	FY3/19	
	FYA	New FYE	New FYE	New FYE	New FYE	New FYE	Old FYE	Old FYE	Old FYE	Old FYE	Old FYE	Old FYE	
建設機械・車両 製品別売上高													
建設機械・車両	2,267.3	2,438.1	2,506.0	2,579.8	2,656.2	2,735.7	2,384.2	2,518.5	2,633.7	2,716.6	2,803.0	2,249.0	
本体	1,044.7	1,182.8	1,242.4	1,291.4	1,331.2	1,373.0	1,159.0	1,258.8	1,338.4	1,384.6	1,433.2	NA	
部品	576.8	604.0	602.6	610.5	626.7	643.4	584.3	599.6	615.4	631.7	648.4	NA	
サービス・他	645.8	651.3	661.0	677.7	698.1	719.1	640.9	660.1	679.9	700.3	721.4	NA	
KMC	317.8	347.5	354.5	369.7	382.5	395.7	330.7	345.9	361.2	373.9	387.1	315.0	
本体	61.1	70.0	77.0	83.9	88.1	92.5	76.2	83.8	91.3	95.9	100.7	72.6	
部品	113.4	123.0	123.0	126.7	130.5	134.4	114.8	118.2	121.7	125.4	129.2	109.3	
サービス・他	143.3	154.5	154.5	159.1	163.9	168.8	139.7	143.9	148.2	152.6	157.2	133.0	
従来コマツ・鉱山機械	612.4	629.7	647.0	671.8	697.9	725.2	631.1	669.2	707.4	735.2	764.1	587.9	
本体	238.9	248.9	273.8	298.4	313.3	329.0	273.6	301.0	328.1	344.5	361.7	251.0	
部品	260.7	276.0	270.5	270.5	278.6	287.0	257.7	265.4	273.4	281.6	290.0	245.2	
サービス・他	112.8	104.8	102.7	102.7	105.8	109.0	99.8	102.8	105.9	109.1	112.4	91.7	
従来コマツ・一般建機	1,337.1	1,460.9	1,504.5	1,538.3	1,575.8	1,614.8	1,422.4	1,503.4	1,565.1	1,607.5	1,651.8	1,346.1	
本体・伝統市場	436.6	480.0	503.6	520.1	535.0	550.6	460.0	484.5	502.3	517.0	532.4	NA	
本体・戦略市場	308.1	383.9	388.0	389.0	394.8	400.9	349.2	389.5	416.7	427.2	438.4	NA	
部品	202.7	205.0	209.1	213.3	217.6	222.0	211.8	216.0	220.3	224.7	229.2	NA	
サービス・他	389.7	392.0	403.8	415.9	428.4	441.3	401.4	413.4	425.8	438.6	451.8	NA	
合計	2,267.3	2,438.1	2,506.0	2,579.8	2,656.2	2,735.7	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	45%	8%	3%	3%	3%	3%	5%	6%	5%	3%	3%	-1%	
本体	48%	13%	5%	4%	3%	3%	11%	9%	6%	3%	4%	nm	
部品	52%	5%	0%	1%	3%	3%	1%	3%	3%	3%	3%	nm	
サービス・他	34%	1%	1%	3%	3%	3%	-1%	3%	3%	3%	3%	nm	
KMC	nm	9%	2%	4%	3%	3%	4%	5%	4%	4%	4%	-1%	
本体	nm	15%	10%	9%	5%	5%	25%	10%	9%	5%	5%	19%	
部品	nm	8%	0%	3%	3%	3%	1%	3%	3%	3%	3%	-4%	
サービス・他	nm	8%	0%	3%	3%	3%	-3%	3%	3%	3%	3%	-7%	
従来コマツ・鉱山機械	41%	3%	3%	4%	4%	4%	3%	6%	6%	4%	4%	-4%	
本体	65%	4%	10%	9%	5%	5%	15%	10%	9%	5%	5%	5%	
部品	29%	6%	-2%	0%	3%	3%	-1%	3%	3%	3%	3%	-6%	
サービス・他	30%	-7%	-2%	0%	3%	3%	-12%	3%	3%	3%	3%	-19%	
従来コマツ・一般建機	18%	9%	3%	2%	2%	2%	6%	6%	4%	3%	3%	1%	
本体・伝統市場	17%	10%	5%	3%	3%	3%	5%	5%	4%	3%	3%	nm	
本体・戦略市場	64%	25%	1%	0%	1%	2%	13%	12%	7%	3%	3%	nm	
部品	15%	1%	2%	2%	2%	2%	4%	2%	2%	2%	2%	nm	
サービス・他	-1%	1%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	nm	
合計	45%	8%	3%	3%	3%	3%	5%	6%	5%	3%	3%	-1%	
建設機械・車両 地域別売上高													
日本	315.7	293.0	304.7	304.7	304.7	304.7	303.0	315.1	315.1	315.1	315.1	313.0	
中国	164.8	202.7	203.0	203.8	204.4	205.1	203.2	213.3	222.0	222.6	223.3	190.0	
北米	538.3	579.0	605.3	633.6	661.9	691.6	555.0	589.7	622.5	650.3	679.4	490.0	
中南米	314.8	323.0	325.3	335.2	347.3	359.8	332.3	350.4	368.7	382.0	395.8	281.0	
米州	853.0	902.0	930.6	968.8	1,009.2	1,051.4	887.3	940.1	991.2	1,032.3	1,075.2	771.0	
欧州	180.5	220.0	230.6	242.1	249.5	257.1	191.4	200.9	210.9	217.3	223.9	191.0	
CIS	108.6	118.8	117.9	117.8	122.1	126.5	114.2	120.6	127.2	131.8	136.5	104.0	
欧州CIS	289.0	338.8	348.5	359.9	371.6	383.6	305.6	321.5	338.1	349.1	360.4	295.0	
アジア	298.7	348.6	358.6	370.7	383.3	396.4	333.9	362.5	385.8	403.3	421.6	328.0	
オセアニア	182.0	194.1	199.3	206.5	213.6	221.1	185.6	194.9	205.0	213.6	222.5	182.0	
アジアオセアニア	480.6	542.7	557.9	577.2	596.9	617.5	519.5	557.4	590.8	616.9	644.1	510.0	
中近東	39.6	34.2	34.7	35.4	36.2	37.0	38.0	39.5	39.5	39.5	39.5	43.0	
アフリカ	124.6	124.7	126.6	130.0	133.2	136.4	127.6	131.6	137.0	141.1	145.4	127.0	
中近東アフリカ	164.2	158.9	161.3	165.4	169.4	173.4	165.6	171.1	176.5	180.6	184.9	170.0	
合計	2,267.3	2,438.1	2,506.0	2,579.8	2,656.2	2,735.7	2,384.2	2,518.5	2,633.7	2,716.6	2,803.0	2,249.0	
(前年比)													
日本	5%	-7%	4%	0%	0%	0%	-4%	4%	0%	0%	0%	-1%	
中国	69%	23%	0%	0%	0%	0%	23%	5%	4%	0%	0%	15%	
北米	59%	8%	5%	5%	4%	4%	3%	6%	6%	4%	4%	-9%	
中南米	55%	3%	1%	3%	4%	4%	6%	5%	5%	4%	4%	-11%	
米州	58%	6%	3%	4%	4%	4%	4%	6%	5%	4%	4%	-10%	
欧州	33%	22%	5%	5%	3%	3%	6%	5%	5%	3%	3%	6%	
CIS	54%	9%	-1%	0%	4%	4%	5%	6%	5%	4%	4%	-4%	
欧州CIS	40%	17%	3%	3%	3%	3%	6%	5%	5%	3%	3%	2%	
アジア	45%	17%	3%	3%	3%	3%	12%	9%	6%	5%	5%	10%	
オセアニア	72%	7%	3%	4%	3%	4%	2%	5%	5%	4%	4%	0%	
アジアオセアニア	54%	13%	3%	3%	3%	3%	8%	7%	6%	4%	4%	6%	
中近東	10%	-14%	1%	2%	2%	2%	-4%	4%	0%	0%	0%	9%	
アフリカ	73%	0%	2%	3%	2%	2%	2%	3%	4%	3%	3%	2%	
中近東アフリカ	52%	-3%	2%	3%	2%	2%	1%	3%	3%	2%	2%	4%	
合計	45%	8%	3%	3%	3%	3%	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 10 : 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)	FY3/17				FY3/18				FY3/19			
	Q1A	Q2A	Q3A	Q4A	Q1A	Q2A	Q3A	Q4A	Q1A	Q2E	Q3E	Q4E
売上高	389.3	406.9	430.6	576.3	561.2	597.7	646.8	695.3	646.1	654.2	670.0	724.1
(前期比)	-20%	5%	6%	34%	-3%	7%	8%	7%	-7%	1%	2%	8%
(前年比)	-13%	-9%	-10%	19%	44%	47%	50%	21%	15%	9%	4%	4%
営業利益	29.8	34.3	42.9	67.1	52.4	60.2	75.6	83.4	96.0	91.1	95.1	112.5
(前年比)	-40%	-30%	-23%	24%	76%	75%	76%	24%	83%	51%	26%	35%
(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	92.9	85.7	90.8	108.2
法人税等	9.2	11.9	14.0	15.2	9.5	28.7	15.7	32.4	28.0	20.2	24.5	29.3
(実効税率)	38%	35%	31%	24%	20%	30%	22%	42%	30%	24%	27%	27%
当期純利益	15.6	21.9	30.8	45.0	36.4	65.4	53.3	41.3	63.0	62.6	64.1	75.4
研究開発費	17.4	17.6	17.3	18.2	18.3	18.2	18.5	18.6	18.3	18.7	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	32.8	33.2	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	43.2	34.8	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	95.8	95.8	97.1	108.4
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	52.6	61.0	58.1	68.9
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	592.1	596.0	610.7	639.3
KMC	NA	NA	NA	NA	74.0	76.9	85.4	81.5	87.2	86.9	86.7	86.7
従来コマツ	NA	NA	NA	NA	437.0	468.9	506.4	537.2	504.9	509.1	524.0	552.6
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	154.3	155.3	159.4	160.7
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	350.6	353.8	364.6	391.9
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	13.0	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	41.0	45.7	46.8	72.3
合計	389.3	406.9	430.6	576.3	561.2	597.7	646.8	695.3	646.1	654.2	670.0	724.1
(前年比)												
建設機械・車両	-12%	-7%	-9%	21%	49%	55%	57%	25%	16%	9%	3%	3%
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%	12%	7%	-4%	-1%
従来コマツ・一般建機	-10%	-3%	-10%	19%	22%	24%	27%	4%	17%	9%	7%	5%
リテールファイナンス	-13%	-14%	-5%	0%	6%	6%	9%	4%	8%	7%	-5%	-3%
産業機械他	-22%	-21%	-21%	9%	11%	-9%	0%	-8%	7%	14%	12%	13%
合計	-13%	-9%	-10%	19%	44%	47%	50%	21%	15%	9%	4%	4%
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	88.3	86.3	90.8	106.2
KMC	NA	NA	NA	NA	-12.9	-7.0	2.8	10.9	8.8	8.8	8.8	8.8
従来コマツ	NA	NA	NA	NA	60.9	62.8	75.5	89.2	77.4	77.5	82.0	97.4
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	5.5	3.0	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	-0.8	-1.2	-4.0	-4.0
合計	29.8	34.3	42.9	67.1	52.4	60.2	75.6	83.4	96.0	91.1	95.1	112.5
OPM												
建設機械・車両	8%	9%	10%	13%	9%	10%	14%	15%	15%	14%	15%	17%
KMC	nm	nm	nm	nm	-17%	-9%	6%	3%	13%	10%	10%	10%
従来コマツ	nm	nm	nm	nm	14%	13%	15%	17%	15%	15%	16%	18%
リテールファイナンス	17%	21%	21%	-19%	28%	22%	23%	31%	42%	24%	26%	26%
産業機械他	5%	5%	6%	9%	6%	6%	10%	8%	7%	6%	11%	10%
調整額	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-2%	-3%	0%	0%	-1%	-1%
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%	84%	55%	13%	15%
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%	76%	76%	11%	19%	65%	16%	7%	7%	7%
産業機械他	-48%	-45%	-46%	-19%	39%	5%	80%	-12%	28%	20%	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%	83%	51%	26%	35%

出所 : 会社資料、MUMSS、E は MUMSS 予想

図表 11 : 建設機械・車両の製品別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	Q1A	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	592.1	596.0	610.7	639.3
本体	163.7	167.3	173.7	268.0	219.9	246.0	276.6	302.2	278.2	287.8	296.0	320.8
部品	87.8	87.8	93.7	109.6	135.0	145.7	146.2	149.9	153.5	151.5	148.0	151.0
サービス・他	91.9	96.7	109.2	116.8	156.1	154.2	168.9	166.6	160.4	156.7	166.7	167.5
KMC	NA	NA	NA	NA	74.0	76.9	85.4	81.5	87.2	86.9	86.7	86.7
本体	NA	NA	NA	NA	14.1	12.5	19.8	14.7	12.9	17.1	20.0	20.0
部品	NA	NA	NA	NA	26.8	29.0	29.6	28.0	31.4	31.6	30.0	30.0
サービス・他	NA	NA	NA	NA	33.1	35.4	35.9	38.9	42.9	38.2	36.7	36.7
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	154.3	155.3	159.4	160.7
本体	33.2	26.6	34.4	50.4	47.4	53.4	73.3	64.8	58.1	61.5	68.4	60.9
部品	45.7	45.8	50.7	60.2	58.8	65.8	66.0	70.1	71.3	68.7	66.0	70.0
サービス・他	19.4	18.3	23.8	25.1	31.0	26.2	27.6	28.0	24.9	25.1	25.0	29.8
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	350.6	353.8	364.6	391.9
本体・伝統市場	79.0	88.0	82.9	123.6	92.0	114.6	112.4	117.6	112.5	115.5	115.0	137.0
本体・戦略市場	51.5	52.8	56.5	93.9	66.4	65.5	71.0	105.2	94.7	93.7	92.6	102.9
部品	42.1	42.0	43.0	49.4	49.4	50.9	50.6	51.8	50.8	51.2	52.0	51.0
サービス・他	72.5	78.4	85.4	91.7	92.0	92.6	105.4	99.7	92.6	93.4	105.0	101.0
合計	343.4	351.9	376.6	494.4	511.0	545.8	591.8	618.7	592.1	596.0	610.7	639.3
(前年比)												
建設機械・車両	-12%	-7%	-9%	21%	49%	55%	57%	25%	16%	9%	3%	3%
本体	-10%	-2%	-5%	27%	34%	47%	59%	13%	27%	17%	7%	6%
部品	-14%	-11%	-8%	15%	54%	66%	56%	37%	14%	4%	1%	1%
サービス・他	-13%	-11%	-15%	14%	70%	59%	55%	43%	3%	2%	-1%	1%
KMC	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	18%	13%	2%	6%
本体	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	-9%	37%	1%	36%
部品	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	17%	9%	1%	7%
サービス・他	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	30%	8%	2%	-6%
従来コマツ・鉱山機械	-15%	-18%	-4%	26%	40%	60%	53%	20%	12%	7%	-4%	-1%
本体	-11%	-23%	2%	44%	43%	101%	113%	29%	23%	15%	-7%	-6%
部品	-17%	-13%	-11%	19%	29%	44%	30%	16%	21%	4%	0%	0%
サービス・他	-17%	-20%	3%	14%	60%	43%	16%	12%	-20%	-4%	-9%	6%
従来コマツ・建設機械	-10%	-3%	-10%	19%	22%	24%	27%	4%	17%	9%	7%	5%
本体・伝統市場	-8%	1%	-13%	4%	16%	30%	36%	-5%	22%	1%	2%	17%
本体・戦略市場	-12%	7%	5%	64%	29%	24%	26%	12%	43%	43%	30%	-2%
部品	-11%	-9%	-3%	10%	17%	21%	18%	5%	3%	1%	3%	-2%
サービス・他	-11%	-9%	-19%	14%	27%	18%	24%	9%	1%	1%	0%	1%
合計	-12%	-7%	-9%	21%	49%	55%	57%	25%	16%	9%	3%	3%
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	63.9	73.1	77.0	79.0
中国	18.7	17.4	21.8	39.5	38.3	31.7	43.9	50.9	50.5	50.9	50.0	51.3
北米	75.6	79.9	80.3	102.6	116.0	131.5	152.1	138.6	140.7	141.3	149.5	147.5
中南米	49.0	46.0	51.1	56.9	72.3	77.8	82.1	82.6	76.6	81.5	83.2	81.7
米州	124.7	125.9	131.4	159.5	188.3	209.3	234.2	221.2	217.3	222.8	232.7	229.2
欧州	35.8	29.5	26.3	43.9	43.1	41.6	39.8	56.1	53.9	51.3	51.9	62.9
CIS	15.6	14.7	18.2	22.0	27.7	25.6	26.2	29.0	31.4	27.9	28.0	31.5
欧州CIS	51.4	44.2	44.5	65.9	70.7	67.2	66.0	85.1	85.2	79.3	79.9	94.4
アジア	40.2	40.3	50.5	75.5	64.1	69.0	77.0	88.6	86.0	84.5	83.6	94.5
オセアニア	24.0	24.2	25.9	31.6	45.1	40.0	51.6	45.3	51.0	47.0	47.8	48.3
アジアオセアニア	64.3	64.5	76.4	107.1	109.2	109.0	128.5	133.9	137.0	131.5	131.4	142.8
中近東	9.2	7.2	6.9	12.6	7.4	10.1	9.5	12.5	6.8	7.3	9.0	11.1
アフリカ	15.5	14.9	16.6	24.9	27.9	31.1	31.0	34.7	31.4	31.1	30.7	31.5
中近東アフリカ	24.7	22.1	23.5	37.4	35.3	41.2	40.5	47.2	38.2	38.4	39.7	42.6
合計	343.4	351.9	376.6	494.4	511.0	545.8	591.8	618.7	592.1	596.0	610.7	639.3
(前年比)												
日本	-12%	-3%	-3%	8%	16%	12%	-1%	-5%	-8%	-16%	-2%	-2%
中国	1%	33%	32%	84%	104%	82%	102%	29%	32%	60%	14%	1%
北米	0%	-4%	-24%	-3%	53%	65%	90%	35%	21%	7%	-2%	6%
中南米	-16%	-5%	-12%	14%	47%	69%	61%	45%	6%	5%	1%	-1%
米州	-7%	-4%	-20%	2%	51%	66%	78%	39%	15%	6%	-1%	4%
欧州	-5%	-10%	-15%	14%	20%	41%	51%	28%	25%	23%	31%	12%
CIS	35%	25%	39%	95%	77%	74%	44%	32%	13%	9%	7%	8%
欧州CIS	5%	-1%	1%	33%	38%	52%	48%	29%	20%	18%	21%	11%
アジア	-24%	-13%	5%	78%	59%	71%	52%	17%	34%	22%	9%	7%
オセアニア	-6%	-14%	-4%	20%	88%	66%	99%	43%	13%	17%	-7%	7%
アジアオセアニア	-18%	-14%	2%	56%	70%	69%	68%	25%	25%	21%	2%	7%
中近東	-47%	-49%	-53%	-1%	-19%	41%	38%	0%	-8%	-28%	-6%	-11%
アフリカ	-35%	-26%	-5%	19%	80%	108%	87%	40%	13%	0%	-1%	-9%
中近東アフリカ	-40%	-36%	-27%	12%	43%	86%	72%	26%	8%	-7%	-2%	-10%
合計	-12%	-7%	-9%	21%	49%	55%	57%	25%	16%	9%	3%	3%

出所：会社資料、MUMSS、EはMUMSS予想

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：小松製作所

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：小松製作所

上記保有開示について、上場から1ヵ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今後3ヵ月以内に、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：小松製作所

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ヵ月間です。

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8月31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)	40.8%	31.1%
Hold (Neutral, Hold)	53.3%	31.7%
Sell (Underweight, Sell)	3.6%	11.8%
その他	2.3%	36.4%

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ヵ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、三菱倉庫

小松製作所（6301）



	日付	株価 (円)	レーティング	目標株価 (円)
1	2015/10/26	2,047	Neutral	2,170
2	2015/11/10	2,040.5	Neutral	2,070
3	2016/03/11	1,917	Neutral	1,850
4	2016/05/26	1,851.5	Neutral	1,630
5	2016/07/04	1,788.5	Neutral	1,600
6	2016/07/21	2,081.5	RS	-
7	2017/06/16	2,697	Drop	-
8	2018/05/31	3,587	Neutral	4,200

2018年08月31日付履歴

過去 12 ヶ月間の担当アナリスト

2018/05/31 ~ 現在 : 佐々木 翼

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.mufg.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し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・国やその他の地域の市民・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 of the 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(SPR)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(SPR)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、ブリティッシュ・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、ブリティッシュ・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おります。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 インベストメントリサーチ部

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