

CFO メッセージ



代表取締役（兼）専務執行役員 CFO
堀越 健

■ 2023 年度の振り返り

中期経営計画「DANTOTSU Value – Together, to “The Next” for sustainable growth」の2年目となる2023年度は、北米やオセアニアを中心に鉱山機械需要が高水準で推移するとともに、円安のプラス効果もあり、2年連続で過去最高売上高・営業利益を更新しました（図1）。また、インフレや資材価格上昇によるコスト増加を販売価格の改善で吸収し（図2）、営業利益率も2007年度の14.8%を16年ぶりに更新し、過去最高の15.7%となりました。

図1：業績推移

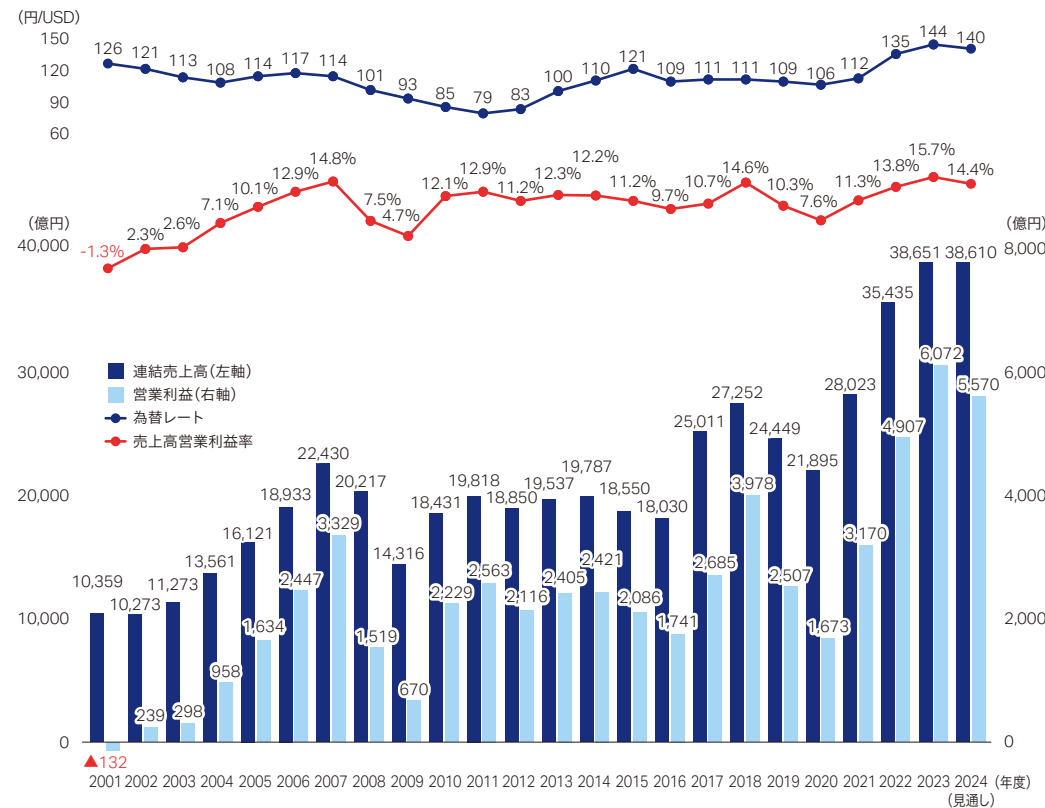
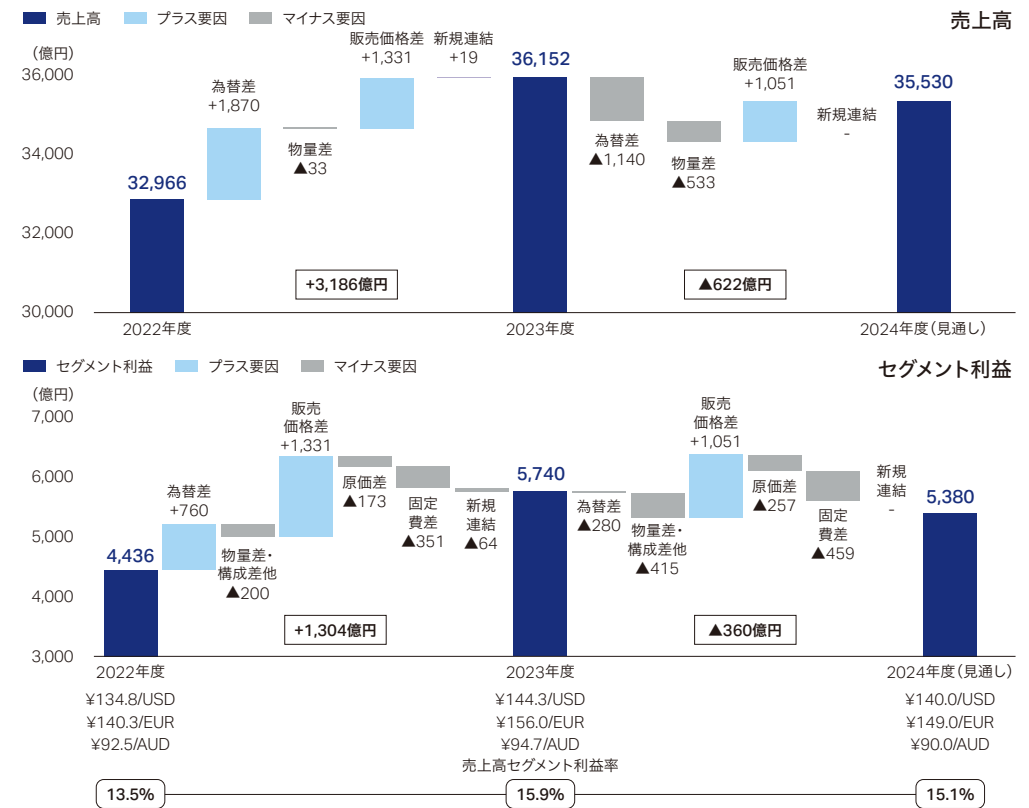


図2：建設機械・車両事業 売上高増減要因・セグメント利益増減要因（2022年度実績～2024年度見通し）



CFO メッセージ

■ 2024 年度（中期経営計画最終年度）の見通し

（1）販売価格の改善

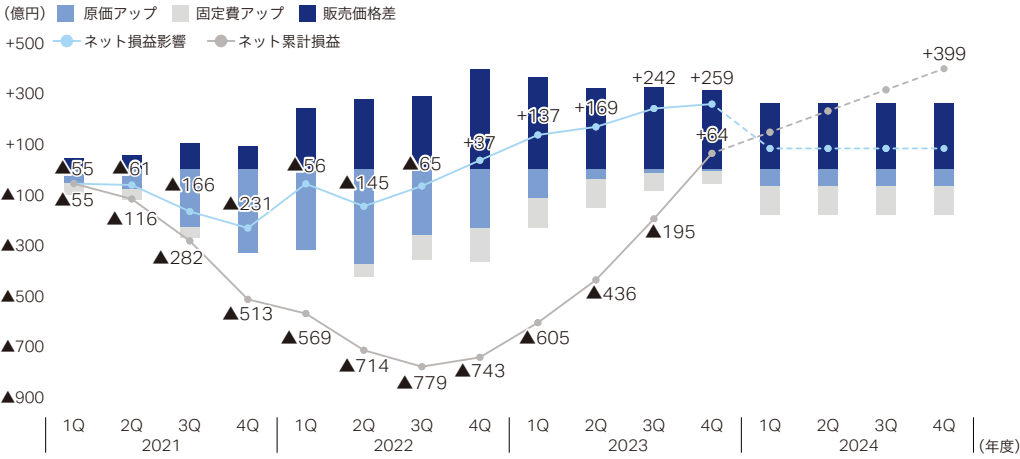
2024 年度は、為替は 1 ドル 140 円を前提とし、金利の高止まりや景気減速による建設・鉱山機械需要の減少が見込まれることから、減収減益の見通しです。しかし、販売価格の改善はここ 2 年間と同レベルの 1,000 億円規模を実施する方針です。2023 年度からは地域責任者が出席する会議において、「所在地別・仕向地別連結損益」の公開を開始し、各地域の連結損益が同条件下で比較可能になったことで、販売価格改善のインセンティブが一層働くようになりました。2024 年度からはグループ会社トップの報酬を各地域連結業績と連動させることで販売価格の改善を更に徹底していきます。

販売価格と原価・固定費増減の推移を 2021 年度から比較すると（図 3）、2023 年度の第 4 四半期に初めて販売価格の増加分が原価・固定費の増加分を累積で上回ることができました。2024 年度は更に販売価格の改善を収益につなげていきます。

（2）固定費のコントロール

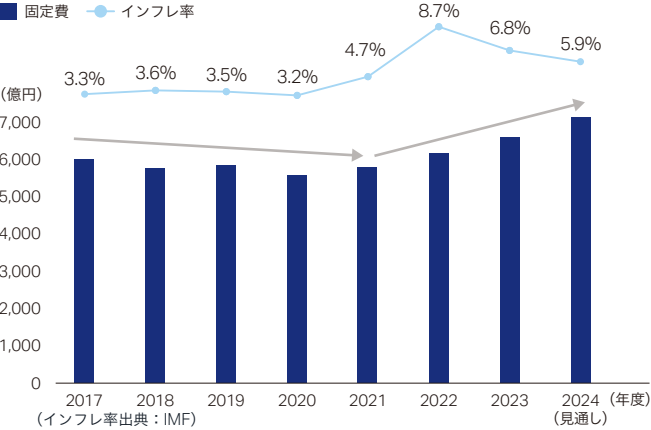
一方、固定費に目を移すと、コマツは「成長とコストの分離」を基本方針としており、実際、2017 年度から 2021 年度の 5 年間は、さまざまな事業環境の変化、売上げの増減があったにもかかわらず、構造改革・効率化により固定費を横ばいレベルにコントロールしてきました。しかし、2021 年度後半から、世界的なインフレを背景とした人件費上昇や経費増加が急速に進行し、加えてカーボンニュートラルを視野に入れた将来の成長のための戦略投資を加速させたことにより、固定費が増加しました（図 4）。

図 3：販売価格の改善と原価アップの推移



2024 年度の固定費も、インフレによる各地域の人件費上昇や研究開発などの成長投資により増加し、2022 年度からの 3 年間の累積では 1,000 億円以上増加する見込みです。固定費レベルを決定する際には、インフレなどの外部環境や費用対効果の確認はもちろん、損益分岐点と限界利益率を継続的にチェックしながら慎重に判断しています。

図 4：固定費と世界のインフレ率の推移

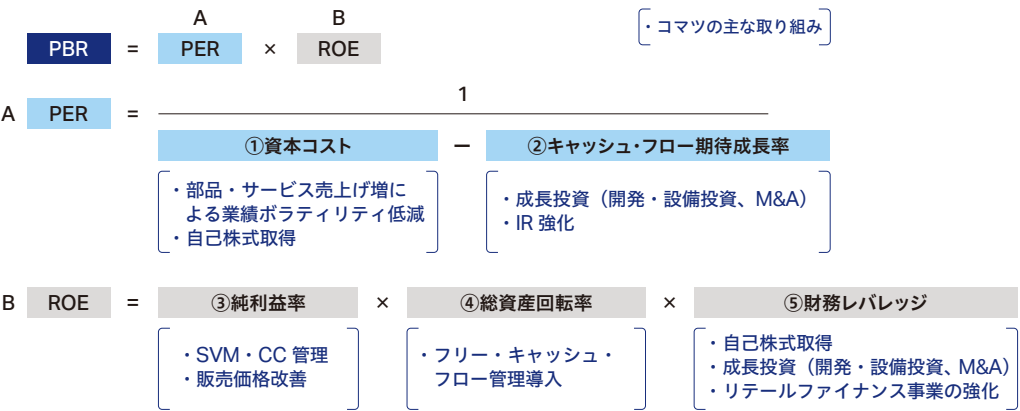


■ 企業価値向上に向けた取り組み

（1）PBR 改善への取り組み

コマツでは、PBR（Price book-value ratio：株価純資産倍率）を PER（Price earnings ratio：株価収益率）と ROE（Return on equity：自己資本利益率）に分解したうえで、さらに、PER の構成要素である①資本コストと②キャッシュ・フロー期待成長率、ROE の構成要素である③純利益率、④総資産回転率、⑤財務レバレッジまでブレイクダウンし、それぞれの項目について競合他社と比較して PBR 向上のために実施すべき対策を議論し実行しています（図 5）。①～⑤の各項目において、コマツでの企業価値向上に向けた取り組みを説明します。

図 5：PBR 分解式



CFO メッセージ

①資本コスト

当社のグローバル水準の株主資本コストは8%程度と想定しており、これを上回るROE10%以上を経営目標とし、エクイティ・スプレッド（ROE－株主資本コスト）の拡大に向けてROEの向上と株主資本コスト低減の両方に取り組んでいます。資本コスト低減面では事業のボラティリティ低減と自己株式取得が主な取り組みとして挙げられます。

まず、建設機械・車両事業においては、需要変動に左右されにくくコンスタントに高い利益率を維持できる事業構造の構築を進めています。具体的には、安定した販売ボリュームが期待でき収益性の高い「部品・サービス」の構成比を高めるため（図6）、新車販売時のメンテナンス付き延長保証契約による純正部品販売促進など、アフターマーケット事業を戦略的に拡大しています。

次に自己株式取得については、バランスを欠いた継続性のない判断にならないよう取締役会で十分に議論し、実施検討のための基準を定めています（図7）。2つの必達基準として財務の健全性、株主資本比率、5つの補足基準としてROE、連結フリー・キャッシュ・フロー（FCF）、ネットキャッシュ、配当性向、PERを設けており、今回、上記基準の充足状況などを総合的に勘案し、2024年4月から9月にかけて1,000億円を上限とした自己株式取得を実施しています。

図6：建設機械・車両事業売上げ構成比

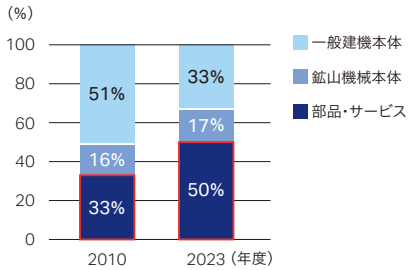


図7：自己株式取得の判断基準

	項目	基準
必達基準	①財務の健全性	格付け
	②原資のストック	株主資本比率
補足基準	①効率性	ROE
	②原資の創出力（将来見込み）	連結FCF
	③原資の創出力（足元の状況）	ネットキャッシュ
	④配当	配当性向
	⑤PER	同左

②キャッシュ・フロー期待成長率

この「キャッシュ・フロー期待成長率」の項目が競合他社に対して最も劣位にあると社内では分析しています。コマツでは成長を加速するため、研究開発投資・設備投資・M&Aなどの成長分野に重点的に経営資源を配分しています。

キャッシュアロケーションの考え方としては、従来からのポリシーに基づき、(1) 設備投資（成長戦略）、(2) 株主還元、(3) バランスシート改善（将来のM&Aへの備え）という3つの資金使途に配分します（図8）。安定的な株主還元を継続していくためには成長投資が最も重要だと考えており、営業キャッシュ・フローの約50%を設備投資に充当するとともに、常に将来のM&Aに備えておく方針です。

図8：現中期経営計画（2022～2024年度）キャッシュアロケーションの基本的な考え方

営業 C/F	設備投資	通常投資 リース・レンタル用投資 計	35-45% 5-15% 約50%	営業キャッシュ・フローの約半分を 成長投資に充当
	株主還元		約40%	
	将来のM&Aへの備え		約10%	
				連結配当性向40%以上 外部リソースの活用を常に検討

M&Aの実績では、2023年度はカーボンニュートラル実現に向けた電動化事業を加速するため、バッテリーメーカーであるAmerican Battery Solutions社（ABS社、アメリカ）、中小規模鉱山現場での安全性と生産性の向上を実現するため、建設・鉱山機械運行管理システムのプロバイダーiVolve社（オーストラリア）の買収を実施しました。コマツでは、M&Aを当社の事業ポートフォリオの将来像を実現するための重要な手段の一つと位置付け、今後も積極的に活用していきます（図9）。なお、買収後は、被買収会社のROIとWACC（加重平均資本コスト）との比較および連結業績へのシナジー効果を確認し、企業価値向上への貢献度を定期的にモニタリングしています。

図9：2019～2023年度のM&A案件（建設機械・車両事業）

発表年度	分野	会社名	概要	本社所在地
2019年度	坑内掘りハードロック事業	Timberock 社	坑内掘り鉱山機械部品の製造・販売	カナダ
	鉱山機械事業	Immersive 社	鉱山顧客向けオペレータートレーニングの提供	オーストラリア
	林業機械事業	TimberPro 社	林業機械・アタッチメントの製造・販売	アメリカ
2021年度	鉱山機械事業	Tramac 社	鉱山機械アタッチメントの販売	カナダ
2022年度	坑内掘りハードロック事業	GHH 社*	坑内掘り鉱山機械の開発・製造・販売	ドイツ
		Mine Site Technologies 社	坑内掘り鉱山向けの通信デバイスと坑内測位による最適化プラットフォームを提供	オーストラリア
	林業機械事業	Bracke 社	植林用アタッチメントの開発・製造・販売	スウェーデン
2023年度	バッテリー開発・生産	American Battery Solutions 社	商用車および産業用車両向けリチウムイオンバッテリーを含む多様なバッテリーパックの開発・製造	アメリカ
	露天掘り鉱山・砕石事業	iVolve 社	中小規模の露天掘り鉱山・砕石業向け建設機械運行管理システムの開発・販売	オーストラリア

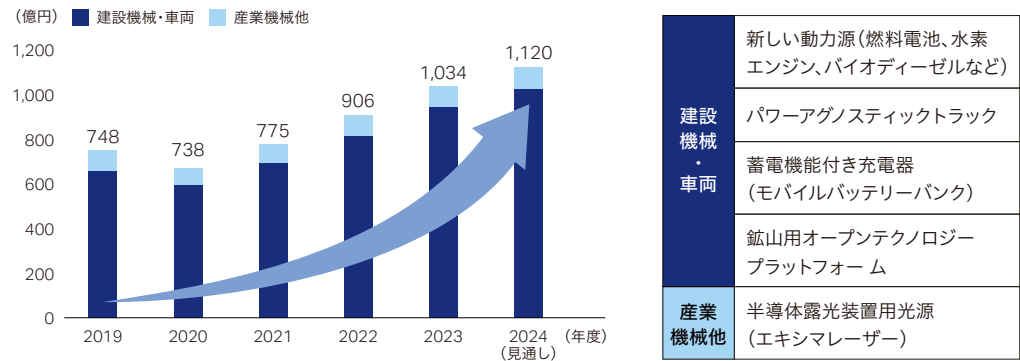
* 買収完了は2024年

CFO メッセージ

コマツは、2030 年 CO₂ 排出量半減（2010 年比）、2050 年カーボンニュートラル（チャレンジ目標）を経営目標として掲げています。その実現に向けて、研究開発面では既に実用化しているハイブリッド技術やディーゼルエレクトリック、有線電動、バッテリー電動に加え、燃料電池や水素エンジン、バイオディーゼルなど、将来に向けての開発投資が本格化しています（図 10）。これらの重要投資案件については、通常の固定費管理を適用して圧縮すると将来の成長が大きく阻害されるリスクがあるため、中期経営計画案件として別管理し、予算を重点配分しています。

以上のようなコマツの成長戦略について、より丁寧に説明し、投資家の皆さまにご理解いただけるよう IR 活動を更に強化していきます。

図 10：研究開発費の推移と主な研究開発テーマ



③純利益率

損益管理においては、直接原価計算を採用しており、変動費・固定費項目の定義を明確化し、グループ全体に一貫して適用することにより各地の採算比較を可能としています。これは世界各地の生産拠点で同じ仕様・品質の製品を生産できる「グローバル・クロスソーシング」のベースとなっています。

コマツは、売上高の 9 割が海外市場であり、社員の 7 割が日本以外で働いています。また、海外現地法人トップも現地のナショナル社員が増加してきており、管理指標は、多様な国籍や経理職種以外の社員も直観的に理解できるよう、可能な限りシンプルなものにしています。例えば損益計算では、SVM：Standard variable margin（限界利益）や CC：Capacity cost（固定費）、CC 人員（固定費としてみなされる人員）などを管理指標として定め、継続的な販売価格の改善、固定費管理や原価低減により、利益率を向上させていきます。

④総資産回転率

コマツは、2017 年度から ROIC（投下資本利益率）を導入し、運転資本を適正に管理するため ROIC 計算式の投下資本を、「運転資本＋有形固定資産」に展開して実務に落とし込み、キャッシュ・コンバージョン・サイクルを定期的にモニタリングしてきました。しかしながら、ROIC は収益のインパクトが非常に大きく、収益が改善すれば資産効率が悪化しても指標が改善するという点と、“比率”表示により事業部門が直接的に改善を感じられないという短所があり、改善に直結させることが難しい面もありました。

2023 年度からは、連結 ROIC の更なる向上を目的とし、グループ各社の管理指標としてフリー・キャッシュ・フロー（以下、FCF）を導入しました。これは各グループ会社が、資産効率の良しあしを、率よりも金額の多寡で実感できるようにすることが目的です。

通常のキャッシュ・フロー計算書に工夫を加え、FCF 創出の源泉を（1）利益、（2）運転資本、（3）固定資産（減価償却費－投資額）、（4）M&A の 4 つに分解し、ダイレクトに改善すべき「要素」と「絶対額」を明確にして改善にフォーカスしながら将来キャッシュ・フローを最大化していく計画です（図 11）。

各地域の責任者に対しては、利益と FCF の軸で各社の立ち位置を四象限にプロットし示すことで緊張感を持ってもらい、キャッシュ・フロー創出にドライブをかけています（図 12）。

図 11：フリー・キャッシュ・フロー推移

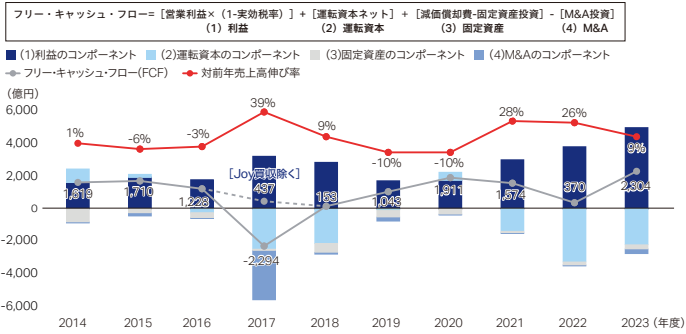
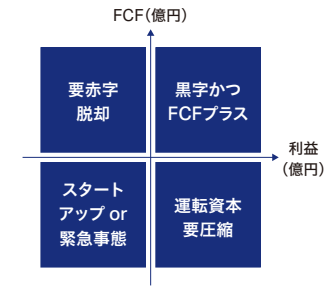


図 12：会社別フリー・キャッシュ・フロー四象限グラフ



⑤財務レバレッジ

バランスシート面では、現状の S&P および Moody’s のシングル A 格の格付けを維持できるレベルに借入金残高を抑える方針です（図 13）。2023 年度は格付け機関 R&I の格付けが AA-（安定的）から AA（安定的）に向上しました。これは販売の地域分散が進んでいること、景気に左右されにくい部品・サービス事業から得られる収益が厚みを増していることが背景と考えています。

配当金については、連結業績に加え、将来の投資計画やキャッシュ・フローなどを総合的に勘案し、連結配当性向を 40% 以上として、引き続き安定的な配当の継続に努めていく方針です。自己株式取得はこれまで同様、上述した基準などを総合的に勘案し、機動的に実施していく考えです（図 14）。

Figure 1: Number of companies and total sales (2005-2023). The chart shows a general upward trend in both metrics over the period. The number of companies (blue bars) shows significant fluctuations, with a notable peak in 2017 and a sharp decline in 2008. Total sales (red line) shows a steady, consistent increase over the entire period.

Year	Number of Companies (Left Axis)	Total Sales (Right Axis)
2005	25,000	0
2006	26,000	2,000
2007	28,000	3,000
2008	11,000	3,500
2009	20,000	3,000
2010	28,000	3,500
2011	23,000	4,000
2012	22,000	4,500
2013	21,000	5,000
2014	23,000	5,500
2015	19,000	6,000
2016	28,000	6,500
2017	34,000	7,500
2018	25,000	9,000
2019	18,000	9,500
2020	33,000	9,000
2021	28,000	9,500
2022	31,000	10,500
2023	43,000	11,500