

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

## テノックス

1905 東証JASDAQ

企業情報はこちら >>>

2022 年 1 月 19 日 (水)

執筆：客員アナリスト

宮田仁光

FISCO Ltd. Analyst **Kimiteru Miyata**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

## 目次

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| ■ 要約                          | 01 |
| 1. 基礎工事で国内有数の技術力と信頼を誇る        | 01 |
| 2. 強みはラインアップ、施工品質、「折り込む力」     | 01 |
| 3. 3 つの基本戦略に沿って新中期経営計画を進行     | 01 |
| 4. M&A や提携などの成果をテコに新中期経営計画達成へ | 02 |
| ■ 会社概要                        | 03 |
| 1. 会社概要                       | 03 |
| 2. 沿革                         | 03 |
| 3. 基礎工事とは                     | 04 |
| ■ 事業概要                        | 05 |
| 1. 事業内容                       | 05 |
| 2. 建設事業                       | 06 |
| 3. 事業領域の拡大                    | 09 |
| 4. ビジネスモデルと強み                 | 09 |
| ■ 新中期経営計画                     | 11 |
| 1. 長期ビジョン                     | 11 |
| 2. 新中期経営計画                    | 11 |
| 3. 新中期経営計画の進捗                 | 12 |
| ■ 業績動向                        | 14 |
| 1. 2022 年 3 月期第 2 四半期の業績動向    | 14 |
| 2. 2022 年 3 月期の業績見通し          | 17 |
| 3. 来期～中期成長イメージ                | 18 |
| ■ 株主還元策                       | 19 |
| ■ 情報セキュリティ                    | 20 |

## 要約

### 順調にスタートした新中期経営計画

#### 1. 基礎工事で国内有数の技術力と信頼を誇る

テノックス<1905>は、杭工事や地盤改良工事など基礎工事に特化した建設事業を行っている。基礎工事は、住宅やマンション、商業施設、道路、鉄道高架橋などを目に見えない地下で支えており、品質が良くて当たり前という施工への信頼が大きな前提となっている。近年、大地震への備えや、頻発する大型台風や集中豪雨など自然災害に対する防災意識の高まりなどから、一般の人にも注目される業界になってきた。なかでも同社は、業界のパイオニアとして、中低層建築物向けに広く浸透しているテノコラム工法や、高速道路や鉄道などの土木工事に用いられるガンテツパイル工法を開発するなど、国内有数の技術力と信頼を誇っている。専業者として長年培ってきた同社の経験やノウハウは、社会的にも大きな財産と言って過言ではない。

#### 2. 強みはラインアップ、施工品質、「折り込む力」

同社は鋼管杭工事と深層の地盤改良工事を得意とし、戸建て住宅から工場、物流施設、中低層ビル・マンションなどの建築構造物、道路・鉄道橋梁や盛土、上下水道施設、土留・山留、擁壁、鉄塔などの土木構造物の基礎を支えてきた。それが近年、M&A や資本業務提携などによって、コンクリート杭工事や既存杭の引抜き工事などラインアップを強化しており、ワンストップで総合的な提案が可能となっている。同社の強みは豊富なラインアップに加え、施工管理装置「VCCS」や施工状態を早期確認する「促進養生システム」、子会社の持つ工事技能者集団や機材などを背景とした施工品質、ゼネコンからの受注を前に設計業者に技術を提案・アピールできる「折り込む力」にある。同社は、こうした強みを背景に、設計から施工までを一貫して行うビジネスモデルを特長としている。

#### 3. 3つの基本戦略に沿って新中期経営計画を進行

2022年3月期初に策定した新中期経営計画では、開発戦略、営業・施工戦略、ESG戦略の3つの基本戦略によって、変化する社会のニーズや生活様式への「適応力」を高めていく方針である。これにより、2024年3月期を最終年度に、前中期経営計画の目標値であった売上高220億円、経常利益15億円、ROE8%に再チャレンジする考えである。新中期経営計画はスタートして日はまだ浅いが、軽油に代わるクリーンなGTL（Gas to Liquids）燃料を基礎工事業界で初めて建設現場に導入したほか、既存杭引抜き工事の際に周辺地盤の強度を復旧・安定させる地盤改良技術の開発、北海道新幹線延伸事業における鋼管ソイルセメント杭の施工、基礎に二酸化炭素を固定化する技術試験など、3つの基本戦略に沿ったプロジェクトが順調に進行を開始した。

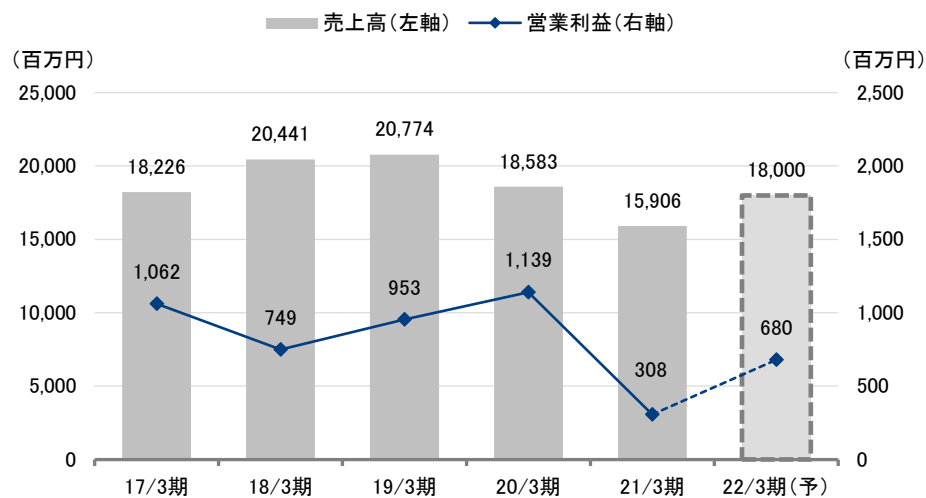
#### 4. M&A や提携などの成果をテコに新中期経営計画達成へ

2022 年 3 月期第 2 四半期の業績は、売上高 6,838 百万円（前年同期比 5.1% 減）、営業利益 48 百万円（同 189.3% 増）となった。価格競争の激化により中小案件の受注が減少して減収となったが、好採算の大型案件が順調に推移したため増益となった。2022 年 3 月期の業績見通しについて、同社は売上高 18,000 百万円（前期比 13.2% 増）、営業利益 680 百万円（同 120.1% 増）と見込んでいる。下期も大型案件が収益をけん引すると期待されるが、価格競争や資材価格高騰などのリスクも懸念される。短期的にやや厳しい経営環境が続くが、事業環境が今後徐々に改善していくことが予想されるため、3 つの基本戦略に加え M&A や提携などこれまで展開してきた戦略の成果への期待が高まる。こうした成果をテコに、同社は新中期経営計画の目標値を達成する計画である。

#### Key Points

- ・ 技術力と信頼を誇る基礎工事のパイオニア。杭工事や地盤改良工事を得意とする
- ・ ラインアップ、施工品質、「折り込む力」を強みとするビジネスモデルが特長
- ・ 新中期経営計画目標（2024 年 3 月期経常利益 15 億円）に向け順調にスタート

#### 業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

### 基礎工事のパイオニアとして専門を貫く

#### 1. 会社概要

同社は、基礎工事に特化した建設事業及び建設資材の販売を行っている。建設事業では、住宅やマンション、商業施設、教育施設、病院、工場、倉庫などの建築構造物や、道路や鉄道の高架橋などの土木構造物を建設する際の、杭工事や地盤改良工事といった基礎を請け負っている。杭工事と地盤改良工事の 2 工法を有する企業は極めて少なく、同社の大きな特徴といえる。基礎工事は、構造物が主に地下にあるため一般の目に届かず地味な印象を受けるが、文字どおり日本の基礎を支える重要な工事であるため、施工への信頼が大きな前提となる。そうした業界でパイオニアとして専門を貫く同社は、長年培ってきた経験やノウハウによって、中低層建築物向けに業界で広く浸透しているテノコラム工法や、高速道路や鉄道などの土木工事に用いられるガンテツパイル工法を開発するなど、国内トップクラスの技術力を誇る。こうした同社の経験やノウハウは、社会的にも大きな財産と言って過言ではない。なお、子会社で土木コンサルティング、海外展開なども行っている。

### 時代とともにサービスラインアップを拡充

#### 2. 沿革

同社は 1970 年に創業者の安田善次郎（やすだぜんじろう）氏によって設立され、旭化成工業（株）（現旭化成<3407>）の代理店としてコンクリート杭の販売及び施工を開始した。1977 年に既製杭の施工法（中掘り工法）で特許を取得、1984 年には現在もなお全国各地で広く使われているテノコラム工法の特許を取得した。こうした技術力を背景に 1980 年代後半から 1990 年にかけて、同社は営業拠点網を全国に拡大していった。1991 年に日本証券業協会に株式を店頭登録した後は業容拡大期に入り、1995 年にガンテツパイル工法を開発し技術審査証明を取得したほか、テノコラム工法、ATT コラム工法、TN-X 工法、ピュアパイル工法など、開発してきた工法で各種認証を次々と取得していった。また、同年に（株）山本組を子会社化して（株）テノックス技研に改称、1997 年には（株）複合技術研究所を設立している。

さらに、2015 年にベトナムのホーチミン市に TENOX ASIA CO., LTD. を設立、2018 年にはテノコラム工法でベトナムの技術認証を取得するなど、海外での事業展開も本格化している。2020 年には基礎工事の（株）広島組を M&A、同年コンクリート杭の日本ヒューム<5262>、2021 年に同じくコンクリート杭のメーカーで二酸化炭素固定化技術を持つ日本コンクリート工業<5269>と業務資本提携をするなど、新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）においてサービスラインアップを急速に拡充している。2020 年 7 月には創立 50 周年を迎え、国内営業拠点として北海道から九州まで 6 営業所、3 出張所を擁し、ほかに 1 機材センター・試験研究室、国内外に関連子会社 4 社を有する企業規模となった。ちなみに、同社の社名は、安田善次郎氏を慕って集まった設立当初の 10 名の青年が雄牛のように力強くまい進することを願い、10 名の「TEN」と雄牛の「OX」を結び付けて「TENOX」と名付けられている。

## 会社概要

## 沿革

| 年月             | 沿革                                                                                                |
|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1970年 7月       | 東京都港区にて（株）テノックスを設立、旭化成工業（株）（現旭化成（株））の代理店としてコンクリートパイルの販売、施工を開始                                     |
| 1976年10月       | 旭化成建材（株）の特約店として基本契約を締結                                                                            |
| 1977年 2月       | 既製杭の施工法（中掘り工法）特許を取得                                                                               |
| 1980年 3月       | 新日本製鐵（株）（現日本製鉄（株））と鋼管杭、鋼管矢板を使用した低振動、低騒音杭基礎工法の研究開発に関して提携                                           |
| 1980年 5月       | 旭化成建材（株）と共同研究開発の CMJ 工法が建設大臣認定を取得                                                                 |
| 1983年10月       | 住友セメント（株）（現住友大阪セメント（株））と当社製造の土質安定処理材を使用し、テノコラム工法を用いた低層建築物基礎工法に関する研究開発について提携                       |
| 1984年 3月       | テノコラム工法の特許を取得                                                                                     |
| 1985年 5月       | 新日本製鐵（株）と共同研究開発の TN 工法が建設大臣認定を取得                                                                  |
| 1980年代後半～1990年 | 営業拠点の全国展開を推進                                                                                      |
| 1991年 6月       | 佐賀大学と軽量地盤工法の研究開発に関して提携                                                                            |
| 1991年11月       | 日本証券業協会に株式を店頭登録                                                                                   |
| 1993年 2月       | CMJ 工法の超大径杭建設大臣認定を取得                                                                              |
| 1995年 3月       | ガンテツパイル工法、財団法人国土開発技術研究センターが行う一般土木工法・技術審査証明事業による技術審査証明を取得                                          |
| 1998年10月       | ガンテツパイル工法、基礎杭としての許容支持力に関する建設大臣認定取得、テノコラム（深層混合処理）工法、一般財団法人先端建設技術センターが行う先端建設技術・技術審査証明事業による技術審査証明を取得 |
| 2002年 7月       | ATT コラム、国土交通大臣による認定を取得                                                                            |
| 2003年 7月       | ATT コラム大径化に対して、国土交通大臣による追加認定を取得                                                                   |
| 2004年12月       | 日本証券業協会への店頭登録を取消し、ジャスダック証券取引所に株式を上場                                                               |
| 2005年 6月       | TN-X 工法、国土交通大臣認定を取得                                                                               |
| 2010年 2月       | ピュアパイル工法、建築技術性能証明を取得                                                                              |
| 2012年 2月       | ピュアパイル工法Ⅱ、建築技術性能証明を取得                                                                             |
| 2015年 9月       | ベトナム社会主義共和国ホーチミン市に TENOX ASIA CO.,LTD を設立                                                         |
| 2018年 8月       | ベトナムでテノコラム工法の技術認証を取得                                                                              |
| 2020年10月       | 杭抜工事参入などを目的に（株）広島組及び亀竹産業（株）を完全子会社化                                                                |
| 2020年12月       | コンクリート杭の強化などを目的に日本ヒューム（株）と業務及び資本提携契約を締結                                                           |
| 2021年 1月       | ESG や基礎工事業での協力強化を目的に日本コンクリート工業（株）と業務及び資本提携契約を締結                                                   |

出所：ホームページよりフィスコ作成

## 様々な地盤に建つ大小構造物を対象とする

### 3. 基礎工事とは

基礎とは、建築構造物や土木構造物の荷重を地盤に伝え、安全に支える構造のことである。建築構造物などは安定した地盤に直接建設するのが良いとされるが、軟らかい地盤の場合はその下方にある硬い地盤（支持層）で支えねばならず、地盤と建物の条件に適した土台づくり＝基礎工事が必要とされる。日本は地震が多い上、人口の大半が河川下流の土砂が堆積した平野に集中しているため、特に基礎工事は重要視される。基礎工事は主に、支持層が浅い場合の直接基礎（地盤改良を併用した直接基礎を含む）と支持層が深い場合の杭基礎に分けられ、そのほか軟弱地盤上での浮き基礎や液状化対策を兼用した基礎など、地盤の条件によって様々な適用事例がある。

## 会社概要

直接基礎は、支持層が 1 メートル以内と非常に浅い場合（または建築物が非常に軽い場合）、基礎を直接地面に建てる工法である。直接基礎には地盤改良を併用する場合も含まれ、支持層が 1 ～ 2 メートルとやや浅い場合の浅層改良と、2 ～ 10 メートル程度のやや深い場合の深層改良があり、いずれも土壌に改良材などを混ぜ合わせながら硬い地盤に変えていく工法である。地盤改良は、基礎工事のみならず山留めや土壌汚染対策などにも採用される。

杭基礎は、支持層がおおむね 10 メートルより深い場合に用いられる工法である。杭工事は杭の支え方で、杭の先端を硬い支持層に到達させて支える支持杭と、杭周囲の地盤の摩擦力で支える摩擦杭に分けられる。また、製造方法によって、工場で製造され均一性や施工の容易さに特徴のある既製杭と、工事現場で製造するため施工管理が大変だが、杭径の大きさなど製造自由度の高い場所打ち杭に分けられる。場所打ち杭は、重量の非常に重い構造物や既製杭の施工が難しい特殊な地盤などに用いられる。

杭は材料によって、靱性（大地震にねばれるしなやかさ）が高く支持層に到達することで大きな支持力が得られる鋼管杭と、プレストレスをかけた超高強度コンクリートにより高い支持力が得られるコンクリート杭に分けられる。鋼管杭は加工しやすいことから、鋼管の先端に羽根を取り付けるなど支持力を高める工夫もしやすい。

基礎工事の対象は様々な地盤に建つ小屋や住宅から高層ビルや橋梁など大小多岐にわたる建築・土木構造物となるため、基礎工事を行う企業も大企業から中小企業まで数多い。また、基礎工事では地中が目視できない分、品質が悪くて当たり前という施工への信頼が非常に重要な前提条件となる。近年、大地震や大型台風、集中豪雨といった激甚災害に対する防災意識の高まりから、基礎工事は一般の人からの注目も増している。そうした業界で、同社のように地盤改良工事と杭工事の 2 工法を有する企業は極めて少なく、同社の大きな特徴となっている。特に深層の地盤改良工事と既製の鋼管杭工事を得意としているが、近年、資本業務提携などによりコンクリート杭や浅層の地盤改良工事などラインアップを拡充しているところである。また、施工品質への信頼のため、施工を管理するシステムなどの開発も行っている。

## 事業概要

### 時代の要請に合わせてラインアップを拡充

#### 1. 事業内容

同社は基礎工事のなかでも、特に高架橋など土木構造物や中低層ビルなど建築構造物における鋼管杭工事と、柱状改良による深層の地盤改良工事を得意としている。様々な地盤や構造物、施主の要望に対応するため、多彩な工法や施工ノウハウを駆使し、着実に最善の基礎工事を提供している。近年では時代の要請に合わせて、コンクリート杭や既存杭の引抜き工事などラインアップを拡充している。また、子会社のテノックス技研と広島組は同社とともに基礎工事に特化した建設事業を営んでおり、同社に対して機材の賃貸を含む施工協力も行っている。海外では、TENOX ASIA がベトナムで建設事業を行っている。売上高の大半がこうした建設事業セグメントで占められるが、ほかに土木建築コンサルティング全般等事業セグメントで複合技術研究所が土木建築コンサルティングを、その他の事業セグメントでは不動産賃貸事業などを行っている。



## 事業の大半を占める杭工事と地盤改良工事

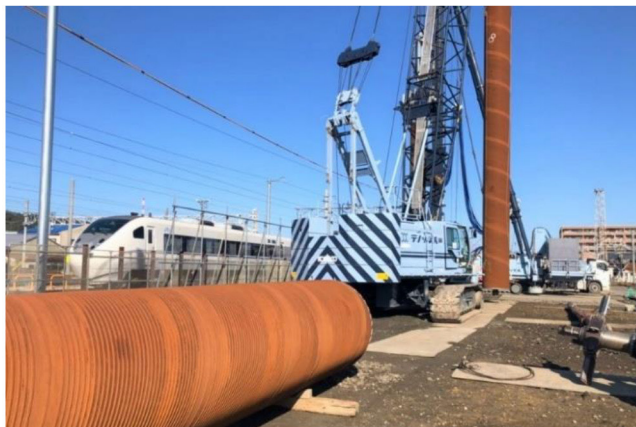
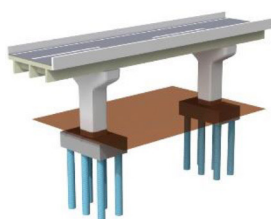
### 2. 建設事業

建設事業の中身は年度によって割合が異なるが、鋼管杭工事と柱状改良による深層の地盤改良工事が大半を占める。同社が対象とする構造物は、戸建て住宅から工場、物流施設、中低層ビル・マンションなどの建築構造物、及び道路・鉄道橋梁や盛土、上下水道施設、土留・山留、擁壁、鉄塔などの土木構造物で、目的は、建築物を支えるだけでなく、耐震力補強や液状化抑制、環境負荷低減、土砂崩壊の抑制なども含まれる。主な工法は、杭工事が TN 工法、TN-X 工法、ガンテツパイル工法、NS エコパイル工法、ATT コラム工法、CMJ 工法など、地盤改良工事がテノコラム工法、地盤補強工法がピュアパイル工法である。TN-X 工法とピュアパイル工法は建築構造物だけを対象としているが、その他の工法は土木構造物にも利用される。以下に主要な同社工法の詳細を示す。

#### (1) ガンテツパイル工法（杭）

日本製鉄 <5401>、クボタ <6326> と共同研究開発した工法。地盤にセメントミルクを注入し地盤を攪拌・混合して造成される固化体（ソイルセメント柱）の中央に、外面突起付き鋼管を圧入するハイブリッドな合成杭である。特長は、大きな鉛直支持力を発揮するため少ない本数で基礎構造物を支えることができること、ソイルセメントの大きな先端支持力と鋼管の高い靱性という 2 つの特性を同時に生かせること、地盤を有効利用して固化体を造成するため建設残土の発生を低減できること、それゆえ建設費の縮減や工期の短縮が可能になることなどである。道路や鉄道の高架橋、上下水道施設など土木分野で幅広く利用される。

#### ガンテツパイル工法（杭）



出所：決算説明会資料より掲載



## 事業概要

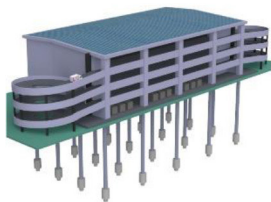
## (2) TN-X 工法 (杭)

日本製鉄と共同で研究開発した工法。油圧式の拡張掘削ヘッドにより杭先端部に根固め球根を築造することで大きな支持力を得る高支持力鋼管杭を使用する。2005 年に国土交通大臣認定を取得、大きな杭耐力を必要とする大型物流施設、ホテル、マンション、データセンター、庁舎、病院、空港施設などの重要建築物に採用されている。特長は、杭先端部の最大径 2,400mm の根固め球根によって最大 17,900kN<sup>※1</sup> の高い先端支持力が得られるため少ない本数で大型構造物を支えることができること、鋼管杭の高い靱性から大地震に強いこと、中掘り工法採用のためφ 1,400mm の大口径鋼管杭を 70m (施工長) の深度まで低排土で施工が可能なこと、掘削深度や掘削速度、セメントミルク<sup>※2</sup> 注入量、拡張翼径などリアルタイムのモニタリングによる品質管理が可能なことなどである。

※1 kN (キロニュートン) : 荷重を表す単位。おおむね 10kN = 1ton。

※2 セメントミルク : セメントと水を混ぜ合わせてできるミルク状のもの。

## TN-X 工法 (杭)



出所：決算説明会資料より掲載

## (3) ATT コラム工法 (杭)

旭化成建材 (株) と共同で研究開発した工法。ソイルセメントコラム (柱状改良体) の中に羽根付き鋼管杭を埋設するハイブリッド工法である。特長は、ソイルセメントコラムと羽根付き鋼管杭の相乗効果による大きな摩擦力和高い靱性で、地盤によっては一般工法の 4 倍の水平支持力が発揮されること、支持力が大きいいため杭本数を少なくできること、後述するテノコラム工法を応用することで建設残土を低減できること、狭隘地での施工が可能なことなどである。摩擦杭やアウトフレーム型耐震補強の基礎として多用される一方、繁華街の中低層建築物や歩道橋の橋台基礎など狭い現場や狭い搬入路でも利用できるうえ、明確な支持層に着底しない浮き基礎にも対応しているため高く評価されている。

テノックス | 2022 年 1 月 19 日 (水)  
1905 東証 JASDAQ | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

# 事業概要

## ATT コラム工法（杭）



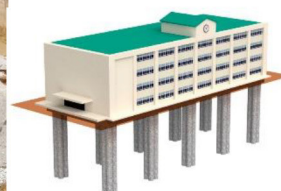
出所：決算説明会資料より掲載

## (4) テノコラム工法（地盤改良）

建築物の基礎工法として地盤改良が認知される先駆けとなった工法で、1984 年に同社独自で特許を取得した。スラリー※状にしたセメント系固化材（固化材液）を地盤に注入し、機械的に攪拌混合することで築造されるソイルセメントコラムである。特長は、土質を選ばず均一な強度のコラムを築造できること、コラム径や機械サイズのラインアップが幅広く施工仕様や現場条件に合わせられること、施工管理システムによって工期短縮やコスト削減を図れること、低振動・低騒音で地下水汚濁や二次公害のない環境にやさしい工法であることなどである。戸建て住宅や集合住宅、大規模ショッピングセンター、中低層ビルなど様々な建築構造物の基礎として利用されるだけでなく、液状化対策や円弧滑り防止など用途は多岐にわたる。阪神大震災や東日本大震災、熊本地震といった大地震の際、テノコラム工法を基礎に採用した構造物が無被害だったことから、同工法への信頼性が改めて高まった。このため、これまでの施工実績は約 39,000 件に達する。

※ スラリー：セメントと水を混ぜ合わせてできるミルク状のもの。

## テノコラム工法（地盤改良）



出所：決算説明会資料より掲載

## M&A や提携によりラインアップを強化

### 3. 事業領域の拡大

同社は近年、M&A や提携により事業領域の拡大を進めている。同社は地盤改良工事と杭工事の両方を行っているが、地盤改良工事は深層が中心で杭工事は鋼管杭が主力である。これをそれぞれ浅層改良やコンクリート杭へと工法のラインアップを増やし、さらに既存杭の引抜き工事などへと営業領域を広げることができれば、顧客に対してワンストップで総合的な提案が可能となる。したがって、ラインアップの拡充は受注に有利に働くことになり、将来の建設需要減少への対策にもなる（工法が全く異なるため、場所打ち杭には進出しない方針のようだ）。

2020 年 10 月、回転埋設工法である HIT 工法を開発するなど、長年関西を拠点に杭工事や引抜き工事、地盤改良工事などの基礎工事を手掛けてきた広島組と、土木建築用機械や工具の販売、修理、リースなどを行う亀竹産業（株）（2021 年 2 月広島組と合併）を完全子会社化した。広島組の持つ営業地盤と引抜き工事技術の取り込みが最大の目的である。また、2020 年 12 月に、日本ヒュームと業務及び資本提携契約を締結した。同社が持つ杭工事や地盤改良工事の技術と、日本ヒュームが持つコンクリート杭製造技術や施工技術を持ち寄ることでシナジーを発揮する考えだが、特に同社にとってはコンクリート杭の再強化につながる提携といえる。2021 年 1 月には、日本コンクリート工業と業務及び資本提携契約を締結した。提携の目的は、基礎工事分野での協力に加え、日本コンクリート工業の持つ二酸化炭素固定化技術の活用によって脱炭素及び産業廃棄物を活用した循環経済に参画することにある。業務及び資本提携をした 2 社とは、株式を相互に保有することにより長期的な提携関係の構築・推進を目指している。

## 強みはラインアップ、施工力、「折り込む力」

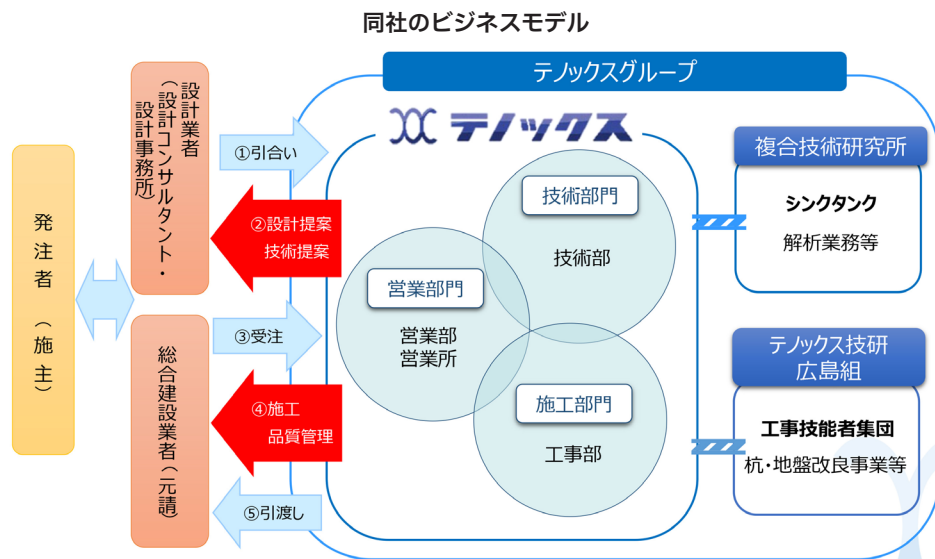
### 4. ビジネスモデルと強み

以上のように同社は、ガンテツパイル工法による鋼管杭工事やテノコラム工法による地盤改良工事という 2 つの工法を有しており、さらにコンクリート杭や既存杭の引抜き工事、環境問題への対応などへと業容を広げている。このように様々なケースに対応できるラインアップは、同社の強みといえる。また、携帯端末などで施工状況をリアルタイムで確認できる施工管理装置「VCCS」を多くの現場に導入、テノコラム工法では工事開始直後に 4 週後の強度を予測する「促進養生システム」を開発するなど、どのような現場でも安定した施工品質を確保することができる。また、子会社で工事技能者集団や機材を提供しているため、工程に合わせた安全確実な工事進行も可能となっている。こうした安全確実で高い施工品質も同社の強みといえる。

**テノックス** | 2022 年 1 月 19 日 (水)  
 1905 東証 JASDAQ | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

# 事業概要

ところで、建築構造物や土木構造物の建設は、通常ゼネコン（元請、総合建設業者）が下請けを取り仕切って進める。基礎工事に関わる事業者もゼネコンから発注を受けるが、基礎工事は最初にして最重要の工程であるため、発注を前に設計業者（設計コンサルタント・設計事務所）から直接引き合いが来ることが多い。その際同社は、設計業者にラインアップや施工品質などをアピールし工法を提案することができる。その後、設計業者の描いた図面により発注者（施主）がゼネコンに発注し、ゼネコンは専門企業である同社に（100% とは言えないが）発注し、同社は工事完成後にゼネコンに引き渡すという流れになる。このように同社は、ビジネスモデル上はゼネコンの下請けということになるが、バリューチェーンという観点からは設計業者と直接つながる形になっており、豊富な経験とノウハウから同社の技術提案が設計に反映されることが多く、そのためゼネコンから同社が受注する機会が多くなるようだ。これを同社は「折り込む力」と呼び、同社の強みということができる。同社のビジネスモデルの特長は、こうした 3 つの強みを柱に構成されている点にある。



出所：決算説明会資料より掲載

## ■ 新中期経営計画

### 基礎工事を通して社会に「安全」と「安心」を提供する

#### 1. 長期ビジョン

同社は、2018 年度に長期ビジョン（目指すべき企業像）を策定、「人間尊重、技術志向、積極一貫」という経営理念をバックボーンに、変化する社会のニーズに適応した技術革新に積極的に取り組むことで新たな価値と市場を創出し、基礎工事を通して社会に「安全」と「安心」を提供し、全てのステークホルダーが豊かさを実感できるサステナブルな企業を目指している。しかし、策定時と比べて、東京オリンピック・パラリンピック向け工事の一巡、常態化する異常気象、コロナ禍を経たニューノーマルなど経営環境に大きな変化があり、長期ビジョンの実現への橋頭保づくりを目的とした前中期経営計画（2018 年度～2020 年度）は対応が道半ばとなった。このため、Phase2 と位置付ける新中期経営計画（2021 年度～2023 年度）では、少子高齢化による新設工事の減少、インフラ維持や激甚災害への対応で少量多様化する建設ニーズ、働き方改革や生産性向上を目的とする省力化・自動化・デジタル化などに「適応」することで、新たな 50 年の礎となる「高付加価値」を追求していくことになった。

### 3 つの基本戦略で「適応力」を高める考え

#### 2. 新中期経営計画

新中期経営計画では、スローガンを「進取の気性」とし、ニーズに適応した高付加価値を創出し、社会課題の解決や企業価値の向上につなげていく方針である。そのため、開発戦略、営業・施工戦略、ESG 戦略の 3 つの基本戦略によって、新しい時代の社会や生活様式への「適応力」を高めていく考えである。開発戦略では、基礎工事技術で高付加価値を創出し、災害の激甚化や担い手不足、工事への信頼向上といった課題を解消する。営業・施工戦略では、強みを活かして設計提案から施工まで一気通貫した受注を確保することで需要の減少などの課題に対応する一方、国土の強靱化や開発途上国の社会インフラ整備などにも貢献する。ESG 戦略では、社会課題の解決や企業価値の向上などに積極的に取り組み、サステナビリティ経営の高度化を図る。



3 つの基本戦略により、国土のリダンダンシー※整備事業（高速鉄道整備事業及び高速道路整備事業）における基礎工事を確保するとともに、民間建築事業での営業領域の拡大、ベトナムなど海外での基礎工事業の本格展開などを推進する方針である。また、「VCCS」の利用拡大と標準化、ICT 施工技術の積極的な導入、M&A や業務資本提携を生かした業容拡大なども進める計画である。これにより 2024 年 3 月期を最終年度に、前中期経営計画の目標値であった売上高 220 億円、経常利益 15 億円、ROE8% に再チャレンジする考えである。なお、新中期経営計画で順調に増加する見込みのキャッシュ・フローに関して、同社は成長投資と後述する株主還元に戦略的かつバランスよく配分していく方針である。なかでも成長投資については、手元資金や自己株式の活用、必要に応じて社債の発行や借入により、3 年間で 35 億円を計画している。内容は、施工機械や研究開発・実験工事、ICT 技術導入、海外事業投資、基幹システム刷新、グリーン投資など多岐にわたる。

※リダンダンシー (Redundancy): 「冗長性」や「余剰」を意味する。国土計画上では、自然災害などによる障害発生時に、一部区間の途絶や一部施設の破壊が全体の機能不全に繋がらないよう、交通ネットワークやライフラインなどインフラをあらかじめ多重化したり、予備の手段を用意したりすること。

## 3 つの基本戦略に沿って具体策が進行

### 3. 新中期経営計画の進捗

新中期経営計画がスタートして半年経過したが、3 つの基本戦略に沿って、すでに具体的な施策が着実に進行している。GTL (Gas to Liquid) 燃料の導入や既存杭引抜き時の地盤改良対策の検討、国土強靱化・リダンダンシープロジェクトへの貢献などである。

#### (1) GTL 燃料の導入

同社は、GTL 燃料を基礎工事業界で初めて建設現場に導入した。GTL 燃料は石油由来の軽油に代わるクリーンな燃料で、燃焼時の二酸化炭素 (CO<sub>2</sub>) 排出量を約 8.5% 削減するほか、無色無臭で燃やしても煤が出にくく、硫黄酸化物 (SO<sub>x</sub>) や窒素酸化物 (NO<sub>x</sub>) といった大気汚染物質を低減することができる。東京機材センターにおいてクレーンやゼネレーターで試験運用を進めてきたが、今期に入って実際の地盤改良工事現場で使用する施工機での運用を開始した。クリーン化のコストが大きく増えないことからゼネコンや設計事務所の関心が高く、同社は差別化技術として順次拡大していく方針である。

GTL 燃料（現場施工例：左／軽油・GTL 燃料：右）



出所：決算説明会資料より掲載



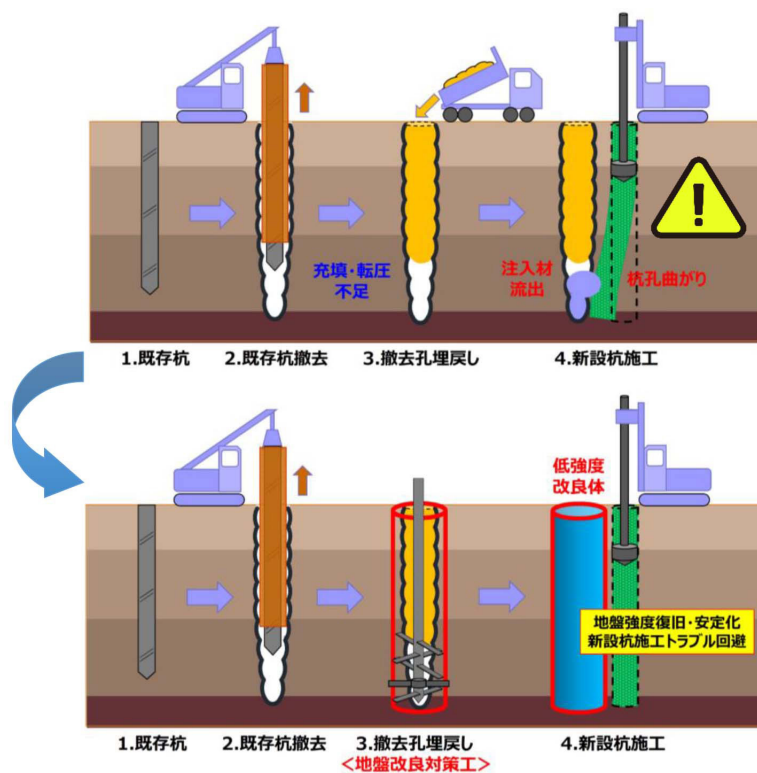
【軽油】 【GTL燃料】



## (2) 既存杭引抜き時の地盤改良対策工事

既存建物を解体する際、建物を支えてきた杭（既存杭）の撤去後に杭孔の埋戻し処理を適切に行わないと、孔曲がりや孔壁崩壊などにより新設杭の品質確保に影響を及ぼすことがある。このため、杭の撤去と同時に埋戻し処理を行い、周辺地盤の緩みを防止して原地盤程度の強度に復旧・安定させる地盤改良対策が必要となる。同社はそうした地盤改良技術の確立に取り組んでおり、現在、試験施工を行っているところである。また、原地盤程度の強度を確保する方法として産業副産物を用いた材料を活用していくことを検討しており、関東と関西を皮切りに事業展開を考えている。

### 既存杭引抜き工事における地盤改良対策工事



出所：決算説明会資料より掲載

## (3) 国土強靱化、リダンダンシープロジェクトへの貢献

北陸新幹線延伸工事での実績を背景に、同社は 2022 年 3 月期第 3 四半期に、北海道新幹線の延伸事業の工事第一弾として「北海道新幹線、市渡高架橋他」の基礎工事を受注した。すでに鋼管ソイルセメント杭の施工試験を実施しているが、同社にとって今後の鉄道基礎工事の受注につながる重要案件という位置づけである。また、近年頻発する豪雨災害に対して、水処理施設・排水機場・ポンプ場など国土交通省が注力している水処理施設の整備へ向けて、同社は鋼管杭及びコンクリート杭などを使用した設計提案を強化している。

テノックス | 2022 年 1 月 19 日 (水)  
1905 東証 JASDAQ | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

新中期経営計画

#### 北海道新幹線鋼管ソイルセメント杭施工試験



出所：決算説明会資料より掲載

#### (4) 二酸化炭素固定化技術の開発

同社は、日本コンクリート工業との業務提携の一環として「PAdeCS 研究会」に加盟、コンクリートスラッジ由来の脱リン材「PAdeCS」製造時に二酸化炭素を封入して生成されるエコタンカルを基礎工事の施工に使用するという技術の開発を進めている。コンクリートの代わりにエコタンカルを使うことで、地盤改良の際にエコタンカル 1 トン当たり 440 キログラムの二酸化炭素を、特別大きなコストをかけずに固定化できる技術である。来期を目的にプロジェクト前段階での試験施工を実施するべく、現在、室内試験を行っているところである。同社は、こうした技術によって基礎工事における「脱炭素」の流れをけん引する考えで、技術を確立したあとは他社が活用できる方法を検討する方針である。

## 業績動向

### 中小案件が伸び悩んだが大型案件で利益を確保

#### 1. 2022 年 3 月期第 2 四半期の業績動向

2022 年 3 月期第 2 四半期の業績は、売上高 6,838 百万円（前年同期比 5.1% 減）、営業利益 48 百万円（同 189.3% 増）、経常利益 72 百万円（同 142.5% 増）、親会社株主に帰属する四半期純利益 61 百万円（同 38.3% 増）と減収増益となった。国内経済は、新型コロナウイルス感染症に対するワクチン接種が進んで景気回復への期待感が高まっているものの、感染症の再拡大により社会経済活動が大きく制限され、依然として先を見通せない状況にあった。建設業界においては、公共投資は補正予算などにより引き続き底堅く推移し、民間の設備投資にも回復の動きが出てきたものの、先行きの不透明感が拭えないことから受注活動で競争が激化、受注単価の下落を招いている状況である。また、建設資材の価格が上昇、特に鋼材が高騰しており、鋼管杭などの値決めに影響が生じている模様である。セメントも値上げ方向にあるが、鋼管杭からコンクリート杭へのシフトも検討されている。このため、同社としては、提携先の日本ヒュームや日本コンクリート工業、子会社化した広島組のノウハウを有効に活用していく方針である。

## 業績動向

## 2022 年 3 月期第 2 四半期の業績

(単位：百万円)

|                      | 21/3 期 2Q |        | 22/3 期 2Q |        | 増減率    |
|----------------------|-----------|--------|-----------|--------|--------|
|                      | 実績        | 売上比    | 実績        | 売上比    |        |
| 売上高                  | 7,205     | 100.0% | 6,838     | 100.0% | -5.1%  |
| 売上総利益                | 896       | 12.4%  | 995       | 14.6%  | 11.0%  |
| 販管費                  | 879       | 12.2%  | 946       | 13.8%  | 7.6%   |
| 営業利益                 | 16        | 0.2%   | 48        | 0.7%   | 189.3% |
| 経常利益                 | 29        | 0.4%   | 72        | 1.1%   | 142.5% |
| 親会社株主に帰属する<br>四半期純利益 | 44        | 0.6%   | 61        | 0.9%   | 38.3%  |

出所：決算短信よりフィスコ作成

同社の売上高は、五井火力発電所発電設備建設工事（地盤改良：施工継続中）や東京レールゲート EAST 整備事業（建築杭：2021 年 4 月完工）、GLPALFALINK 相模原 II プロジェクト（地盤改良：2021 年 8 月完工）など大型の杭工事や地盤改良工事が順調に推移したものの、地盤改良工事の中小案件で価格競争が激化したため受注件数が減少、減収となった。利益面では、好採算の大型案件の構成比が上昇したこと、前期第 2 四半期に施工難易度の高い地盤改良が多かった反動などにより杭工事と地盤改良工事の工事利益率が向上したことにより、売上総利益率の改善につながった。一方、広島組の子会社化や営業強化を目的とした人材採用などにより、販管費は増加した。期初計画との比較では、売上総利益率と販管費はほぼ計画内だったが、売上の進捗が遅れたため利益面でもややビハインドすることとなったようだ。なお、収益認識会計基準等を適用した結果、売上高で 277 百万円、売上原価で 277 百万円それぞれ減少したが、利益面に与える影響はなかった。

## 2022 年 3 月期第 2 四半期セグメント別業績

(単位：百万円)

|                   | 21/3 期 2Q |       | 22/3 期 2Q |       | 前年同期比 |
|-------------------|-----------|-------|-----------|-------|-------|
|                   | 売上高       | 構成比   | 売上高       | 構成比   |       |
| 建設事業              | 7,094     | 98.5% | 6,720     | 98.3% | -5.3% |
| 土木建築コンサルティング全般等事業 | 98        | 1.4%  | 104       | 1.5%  | 6.1%  |
| その他の事業            | 13        | 0.2%  | 13        | 0.2%  | 0.0%  |

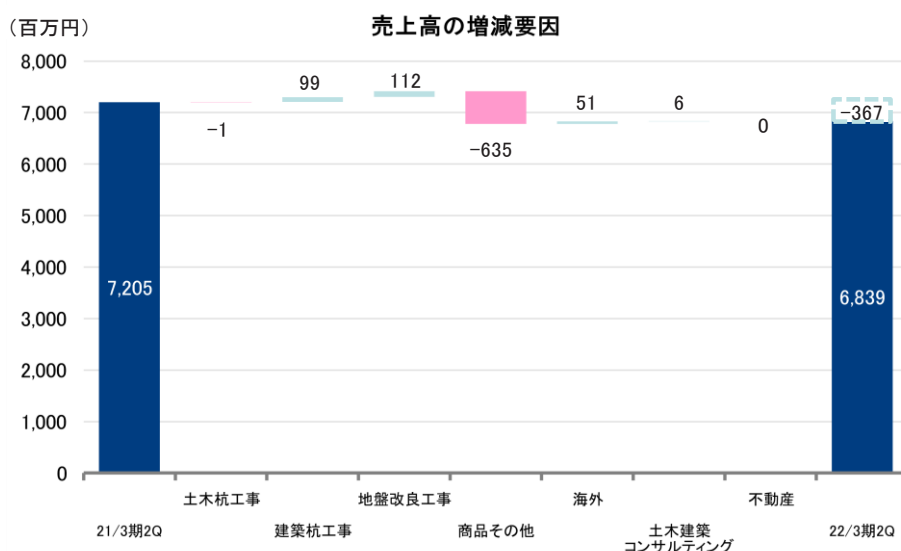
|                   | 21/3 期 2Q |       | 22/3 期 2Q |       | 前年同期比  |
|-------------------|-----------|-------|-----------|-------|--------|
|                   | 営業利益      | 利益率   | 営業利益      | 利益率   |        |
| 建設事業              | 41        | 0.6%  | 93        | 1.4%  | 126.3% |
| 土木建築コンサルティング全般等事業 | -26       | -     | -49       | -     | -      |
| その他の事業            | 1         | 12.9% | 4         | 33.0% | 156.2% |

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

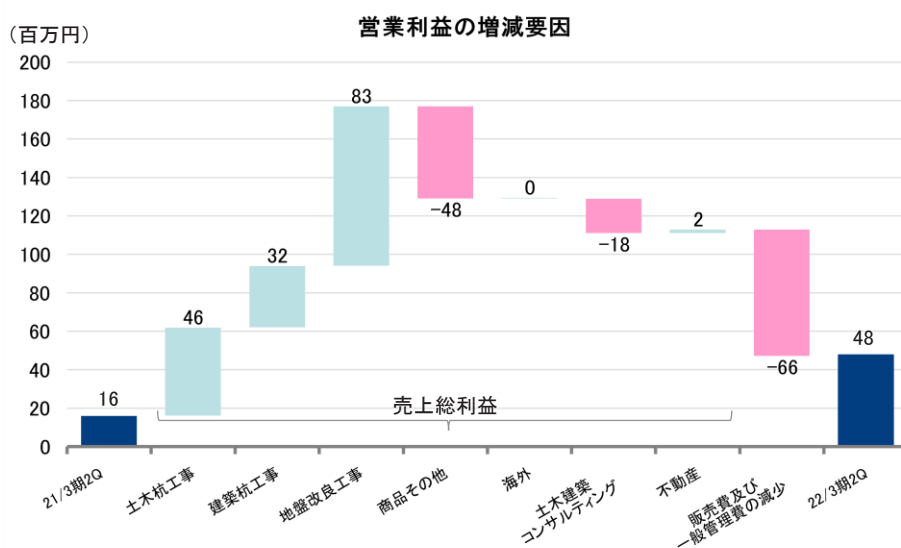
**テノックス** | 2022 年 1 月 19 日 (水)  
 1905 東証 JASDAQ | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

# 業績動向

セグメント別の業績は、建設事業が減収増益、土木建築コンサルティング全般等事業が増収減益、その他の事業が微増収増益となった。建設事業では、土木杭工事が、土木系の工事が増えなかったため増収に貢献できなかったが、地盤改良や関西で大型機の稼働率が上昇したため工事採算が改善した。建築杭工事と地盤改良工事は、好採算の大型案件によりともに増収増益となった。商品その他は、工事を伴わない鋼管杭材料の売買取引を収益認識しなくなったため、売上高が大きく減少する一因となった。海外は、今後再びロックダウンの影響が生じる懸念はあるが、ようやく本格的に動き出したところである。土木建築コンサルティングは、実験や設計を行っていることから下期売上に対する費用負担が上期に生じるため、赤字が先行している。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 競争激化や資材価格の高騰など厳しい環境も想定

### 2. 2022 年 3 月期の業績見通し

同社は 2022 年 3 月期の業績見通しについて、売上高 18,000 百万円(前期比 13.2% 増)、営業利益 680 百万円(同 120.1% 増)、経常利益 700 百万円(同 111.2% 増)、親会社株主に帰属する当期純利益 400 百万円(同 130.8% 増)と見込んでおり、期初計画から変更していない。国内経済は、10 月の緊急事態宣言明け以後徐々に持ち直しつつあるが、新型株を含め新型コロナウイルス感染症が海外において猛威を振るっており、不透明感は依然拭えない。建設業界では、こうした不透明感を背景に中小案件で価格競争がさらに強まっており、加えて、世界的な経済の底打ち感から鋼管やセメントなど資材価格の値上げが見込まれている。大型案件の受注は計画通りながら、収益面で厳しい環境といえる。

#### 2022 年 3 月期の業績見通し

(単位：百万円)

|                 | 21/3 期 |        | 22/3 期 |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 実績     | 売上比    | 予想     | 売上比    | 前期比    |
| 国内建設事業          | 15,292 | 96.1%  | 17,100 | 95.0%  | 11.8%  |
| 海外建設事業          | 67     | 0.4%   | 400    | 2.2%   | 490.8% |
| 土木建築コンサルティング等事業 | 546    | 3.4%   | 500    | 2.8%   | -8.5%  |
| 売上高             | 15,906 | 100.0% | 18,000 | 100.0% | 13.2%  |
| 売上総利益           | 2,090  | 13.1%  | -      | -      | -      |
| 販管費             | 1,781  | 11.2%  | -      | -      | -      |
| 営業利益            | 308    | 1.9%   | 680    | 3.8%   | 120.1% |
| 経常利益            | 331    | 2.1%   | 700    | 3.9%   | 111.2% |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 173    | 1.1%   | 400    | 2.2%   | 130.8% |

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

同社は下期も引き続き「設計提案から施工までの一貫体制の強化」と「顧客ニーズに応える付加価値の創出」に精力的に取り組む方針である。この結果、国内建設事業は、中小案件は引き続き競争が厳しい状況だが、継続施工中の五井火力発電所発電設備建設工事をはじめ、ペルーナ吉見ロジスティクスセンターの増築工事（建築杭：2022 年 2 月完工予定）や千客万来施設（6 街区）新築工事（建築杭：2022 年 2 月完工予定）など大型案件が売上高をけん引する見込みである。海外建設事業は、2021 年 3 月期に予定していた案件が今期に期ズレして出件するため、売上増加が見込まれている。なお、大型案件の環境が良化していることから第 2 四半期末の受注残高が 33.3% 増と大きく伸びており、売上高は強含んで推移することが考えられる。これら増収に伴う増益に加え、施工機械の稼働が改善することによる利益率改善により、同社は期初計画通りの営業利益を見込んでいる。



## 業績動向

しかし、資源価格の高騰などからゼネコンからの要請や中小案件での競争が、下期はさらに厳しくなることが想定され、容易に楽観できる状況にはないと考える。また、大型の土木杭工事で一部施工が 4 月以降に期ズレする懸念もある。このため、下期の売上高も未達になる可能性が高まっており、同社は、厳しい環境ながら短期的に成果の出やすい地盤改良の中小工事を取りに行くことも検討している。また、下期は上期以上に施工機の稼働率が向上することで売上総利益率の改善を見込んでいるが、足もとで鋼管価格高騰の影響が少しずつ生じていること、競争の厳しい地盤改良の中小案件を確保しに行くことから、売上総利益率も想定ほどに高まらない可能性がある。以上から、2022 年 3 月期業績は期初計画からややネガティブに振れる可能性もあると考える。だからこそ下期から来期へ向けて、場所打ち杭中心の都市部案件に向けて残土の少ない回転杭や、成長中のデータセンター案件の取り込みに向けてコンクリート杭を提案するなど、営業力を強化した成果に期待したい。

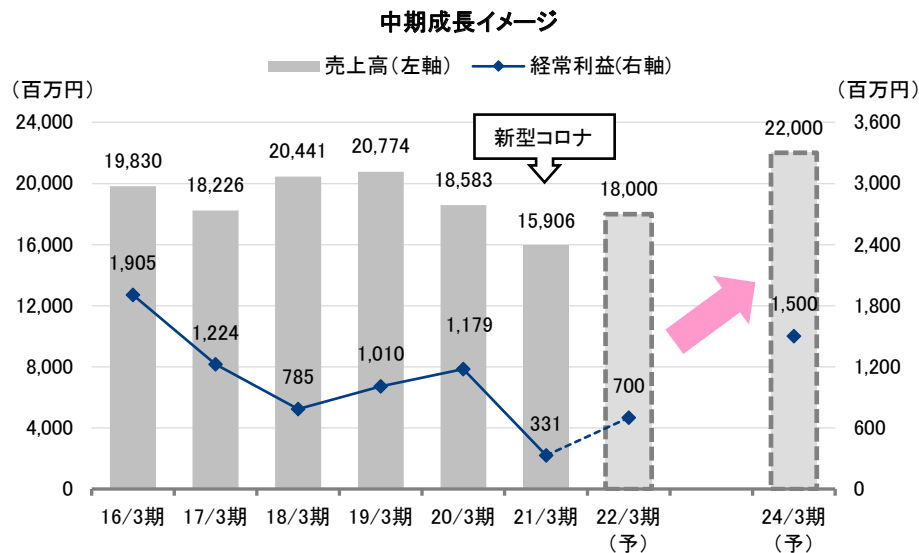
## 戦略の成果をテコに中期経営計画の目標達成へ

### 3. 来期～中期成長イメージ

短期的にはやや厳しい経営環境が続くが、2023 年 3 月期以降は、事業環境が徐々に改善していくことが予想される。その分、3 つの基本戦略に加え、提携や M&A などこれまでの戦略の成果への期待も高まる。2023 年 3 月期は北海道新幹線の土木工事が本格化する見込みである。高速道路や大阪モノレール延伸など関西での交通関係の土木案件や、工作機械メーカーや自動車メーカーなど民間企業の設備投資関連にも期待ができる。このため増収増益、できれば 10 億円台の営業利益を狙いたいところである。中期的には、大都市圏の道路拡張工事や北陸新幹線延伸工事、リニア中央新幹線高架部分などもターゲットに入る。資源価格の高騰に対しては、鋼管杭からコンクリート杭を提案していく方針である。人通りが多いなかで残土をなるべく出たくない都市部で、場所打ち杭に代わって回転杭を使うケースを狙いたいところであろう。大阪・関西万博でも回転杭の需要が見込まれる。環境面の要請から GTL 燃料や二酸化炭素固定化技術へのニーズは非常に高いと考えられる。このように様々なケースに対応できるのは同社のラインアップが豊富なため、近年の提携や M&A の成果といえる。こうした成果をテコに、同社は新中期経営計画の目標値（2024 年 3 期売上高 220 億円、経常利益 15 億円、ROE8%）を達成する計画である。

テノックス | 2022 年 1 月 19 日 (水)  
1905 東証 JASDAQ | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

業績動向



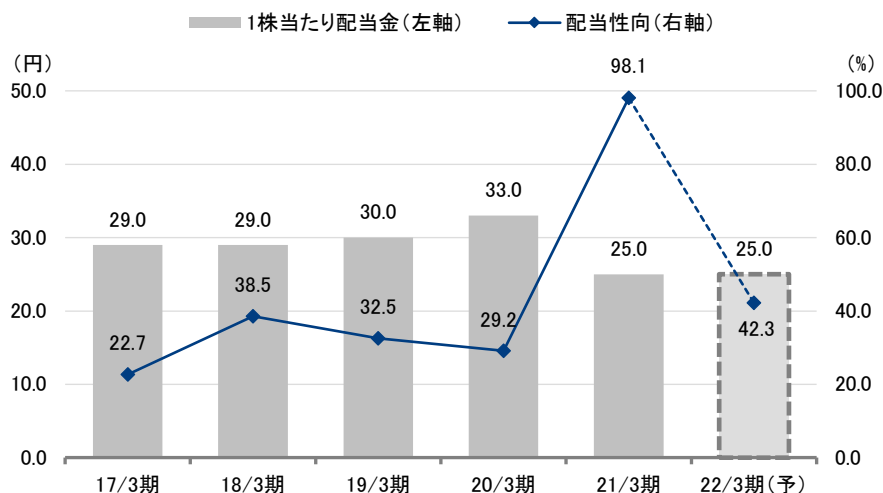
出所：決算説明会資料、中期経営計画説明資料よりフィスコ作成

## 株主還元策

### 配当性向 30% を目安に機動的な株主還元を行う方針

同社は、会社設立以来、業績の向上と財務体質の強化に努めることを経営の基本としてきた。そのなかで株主への還元については重要課題の1つとして位置付けており、業績や財政状態に加え、中期的な見通しも勘案したうえで安定的な配当を決定するという方針のもと、連結配当性向 30% 程度を目安に配当を実施することで、株主の期待に応えていきたいと考えている。また、同社は、中間配当と期末配当の年 2 回の剰余金の配当を行うことを基本方針としている。以上から、2022 年 3 月期の配当については、中間配当 10 円、期末配当 15 円（うち普通配当 10 円、上場 30 周年記念配当 5 円）の計 25 円を予定している。なお、同社は株主還元の一環として、2021 年 2 月 24 日開催の取締役会決議に基づく自己株式の取得を累計で 146,000 株（129 百万円）行ったが、今後もキャッシュ・フローを有効活用する観点から機動的に行っていく考えである。

### 1株当たりの配当金と配当性向の推移



注：2021 年 3 月期の配当性向はコロナ禍によりイレギュラー値（98.1%）となった。

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## ■ 情報セキュリティ

同社はプライバシーポリシー（個人情報保護方針）に基づき、個人情報の取扱いに関して、法令・ガイドラインの遵守や個人情報の適切な管理など必要な処置を講じている。また、セキュリティポリシーに基づき、顧客情報をはじめとする各種情報や情報システムなどを重要な「情報資産」と位置付け、情報セキュリティ基本方針を定め、情報資産の保護に積極的に取り組んでいる。

#### 重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp