

|| 企業調査レポート ||

テノックス

1905 東証スタンダード市場

[企業情報はこちら >>>](#)

2023年1月16日(月)

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. 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が主軸	01
2. 豊富なラインアップなどの強みを背景にした「折り込む力」が特長	01
3. 中期経営計画の基本戦略はやや出遅れたが、急速にキャッチアップ中	01
4. 2023年3月期下期減益予想は、上期大幅増益や事業環境などからやや保守的な印象	02
■ 会社概要	03
1. 会社概要	03
2. 沿革	03
3. 基礎工事とは	05
■ 事業概要	06
1. 事業内容	06
2. 建設事業	06
3. 強みとビジネスモデル	09
4. 事業領域の拡大	10
■ 中期経営計画	11
1. 長期ビジョン	11
2. 中期経営計画	11
3. 中期経営計画の進捗	12
■ 業績動向	15
1. 2023年3月期第2四半期の業績動向	15
2. 2023年3月期の業績見通し	17
3. 中長期成長イメージ	18
■ 株主還元策	19

テノックス | 2023年1月16日(月)

 1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

■ 要約

事業環境の改善が進み、第2四半期営業利益は大幅増益を達成

1. 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が主軸

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、学校、病院、商業施設、物流施設、工場、データセンター、道路・鉄道高架橋などの構造物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・集中豪雨といった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、技術に基づく信頼がある。同社の売上高の大半がこうした国内の基礎工事であるが、子会社では土木建築コンサルティング全般等事業や海外事業も展開している。

2. 豊富なラインアップなどの強みを背景にした「折り込む力」が特長

同社は、鋼管杭工事と深層地盤改良工事を得意としているが、近年はコンクリート杭工事や浅層地盤改良工事、既存杭の引抜き工事などへと事業領域を拡大している。また、携帯端末などで施工状況をリアルタイムに確認できる施工管理装置や、子会社が擁する工事技能者集団・各種機材などを背景とした安定した施工品質も強みである。構造物で最重要となる基礎工事の大手として、設計業者や総合建設業（ゼネコン）と直接的なつながりを持ち、施工も自社で行うという一貫体制にも強みがある。さらに豊富な工法のラインナップを持つ。こうした強みを背景に、同社の技術提案が設計に反映されることが多く、ゼネコンから発注を受ける機会が多くなっているようだ。これを同社は「折り込む力」と呼び、同社ビジネスモデルの大きな特長となっている。

3. 中期経営計画の基本戦略はやや出遅れたが、急速にキャッチアップ中

2022年3月期初に策定した中期経営計画では、最終年度となる2024年3月期に売上高220億円、経常利益15億円、ROE8%という数値目標を掲げている。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、目標達成へ向けて推進している。中期経営計画がスタートして1年半が経過したが、新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）の長期化により、進捗はやや遅れている印象である。しかしながら、浅層混合処理工法「TENOX Q-be（テノキューブ）」の販売、コンクリートパイルの高支持力杭工法の開発、北海道新幹線延伸事業など国土強靱化プロジェクト関連の受注など、3つの基本戦略に沿った様々なプロジェクトが足もとで急速に進行しており、目標のキャッチアップへ向けて業績回復も続いている。

テノックス | 2023年1月16日(月)

1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

要約

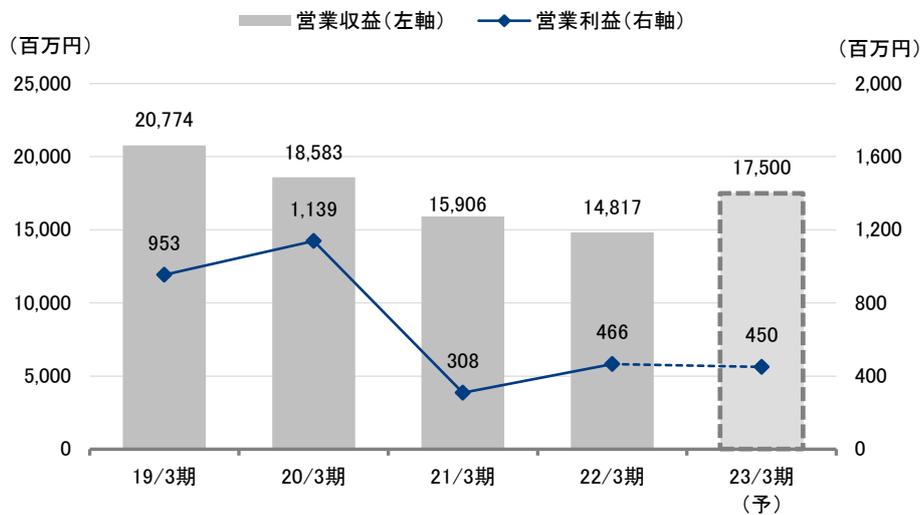
4. 2023年3月期下期減益予想は、上期大幅増益や事業環境などからやや保守的な印象

2023年3月期第2四半期の業績は、売上高8,511百万円（前年同期比24.5%増）、営業利益234百万円（同384.1%増）となった。足元では業界環境や受注状況の改善が進んでおり、高速道路や鉄道の杭工事が伸長、地盤改良工事では民間の工場建設案件も寄与し、売上高は大幅な増収となった。営業利益は、増収効果や施工機械の稼働向上により、売上高以上の伸びとなった。同社は2023年3月期の業績について、売上高17,500百万円（前期比18.1%増）、営業利益450百万円（同3.5%減）と見込んでいる。売上高は、下期も引き続き大型の土木杭工事や建築杭工事を予定し、増収予想となっている。営業利益は、建設資材などの価格高騰により減益予想となっている。価格転嫁へのトライや足元で改善中の事業環境などを考えると、やや保守的な予想と言えるだろう。

Key Points

- ・品質がよくて当たり前の基礎工事のパイオニア。「折り込む力」に特長
- ・中期経営計画は基本戦略で出遅れ感も事業環境が改善、急速にキャッチアップ中
- ・上期の大幅増益や事業環境の改善などから、下期減益予想はやや保守的

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

テノックス | 2023年1月16日(月)

 1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

■ 会社概要

様々な地盤に対応する基礎工事のパイオニア

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。また、子会社で土木建築コンサルティング全般等事業や海外事業も展開している。主力の建設事業では、戸建て住宅やマンション、学校、病院、商業施設、物流施設、工場、データセンターなど中低層の建築構造物や、道路・鉄道の橋梁や盛土、上下水道施設、土留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工事を請け負っている。杭工事と地盤改良工事の両工法を有する企業は極めて少なく、様々な地盤に対応する豊富な施工技術力とラインアップは同社の大きな特長と言える。基礎工事は、構築物が主に地下にあるため一般の目に届きにくいのが、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有しており、「テノックスブランド」として定評を得ている。こうした同社の経験やノウハウは、社会的に大きな財産と言っても過言ではない。

事業領域の拡大と新工法・新技術の開発を継続

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）で特許を取得し、1984年には現在もなお全国各地で広く使われる地盤改良工事の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、同社は1980年代後半から1990年にかけて営業拠点網を全国に広げていった。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、ATTコラム工法、TN-X工法、ピュアパイル工法などを開発し、各種認証を次々と取得していった。同年には（株）山本組を子会社化して（株）テノックス技研に改称した。1997年には（株）複合技術研究所を設立した。さらに、2015年にベトナムのホーチミン市にTENOX ASIA CO.,LTD.を設立し、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た。

テノックス | 2023年1月16日(月)

 1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

会社概要

現 中期経営計画のなかでは、後に詳述するように事業領域の拡大を推進しており、創立 50 周年となった 2020 年に杭引抜き工事など基礎工事の (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> と業務資本提携をした。直近では、静岡県を基盤に基礎工事を行っている大三島物産 (株) を子会社化している。このように他社と連携する一方で、テノキューブなど新たな技術開発も引き続き進めている。2022 年 11 月末時点では、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、ほかに東京機材センター・試験研究室、国内外に関連子会社 5 社を持つ。ちなみに、同社社名は、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」と名付けられたものだ。

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	新日本製鉄 (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)) と同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：特許を取得
1985年 5月	新日本製鉄 (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：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 コラム工法：国土交通大臣による認定を取得
2003年 7月	ATT コラム工法大径化に対して、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
2022年 4月	東京証券取引所の再編により東証スタンダード市場に移行 静岡の基礎工事業者である大三島物産 (株) を子会社化

出所：ホームページよりフィスコ作成

信頼が大前提となる基礎工事

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。構造物の基礎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）で支えなければならず、「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。日本は地震が多いうえ、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と支持層が深い場合の杭基礎に分けられる。そのほかにも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工法がある。

このうち直接基礎は、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）に、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浅層改良と、2～10メートル程度のやや深い深層改良があり、いずれも原地盤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、杭周囲の地盤との摩擦力で支える摩擦杭に分けられる。また製造方法で、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杭径の大きさなどの調整が利きやすい場所打ち杭に分けられる。場所打ち杭は、高層ビルなど重量の非常に重い構造物や既製杭での施工が難しい特殊な地盤などに用いられる。既製杭は材料によって、靱性（大地震にねばれるしなやかさ）が高い鋼管杭と、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や、セメントと鋼管の長所を兼ね備えたハイブリッドな合成杭の利用なども可能となっている。

基礎工事の対象は、様々な地盤に建つ戸建て住宅から高層ビルや橋梁まで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様々である。また、基礎工事では地中が目視できない分、「品質が良くて当たり前」という施工への信頼が重要な前提条件となる。近年では大地震や大型台風、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、同社のように杭工事で地盤改良工事の両工法を有する企業は極めて少なく、同社の大きな特長となっている。また、施工品質の信頼を高めるため、施工管理システムの開発なども行っている。

テノックス | 2023年1月16日(月)

 1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

■ 事業概要

時代の要請に合わせて基礎工事業者としての幅を広げる

1. 事業内容

同社は、基礎工事のなかでも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必要があるため、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、コンクリート杭工事や既存杭の引抜き工事、浅層地盤改良工事などを取り入れ、基礎工事業者としての幅を広げている。また、基礎工事に特化した建設事業を営んでいる子会社のテノックス技研、広島組及び大三島物産は、同社に対して機材の賃貸を含む施工協力を行っている。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で占められるが、ほかに複合技術研究所が土木建築コンサルティング全般等事業を、その他の事業として不動産賃貸事業などを展開している。

鋼管杭工事と深層地盤改良工事が建設事業の大半を占める

2. 建設事業

主力の建設事業では、年度によって割合は異なるが、鋼管杭工事と柱状改良による深層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、道路・鉄道橋梁や盛土、上下水道施設、土留、擁壁、鉄塔などの土木構造物である。建築物を支えるだけでなく、耐震補強や液状化抑制、環境負荷低減、土砂崩壊の抑制という工事目的なども含まれる。工法は、杭工事がガンテツパイル工法、TN 工法、TN-X 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やピュアパイル工法などがある。TN-X 工法とピュアパイル工法は建築構造物のみを対象としているが、そのほか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）

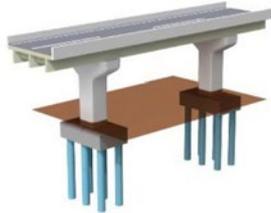
日本製鉄<5401>、クボタ<6326>と共同で研究開発した工法である。地盤にセメントミルクを注入し地盤を攪拌混合して造成した固化体（ソイルセメント柱）の中央に、外面突起付き鋼管を沈設する合成杭である。特長は、ソイルセメント柱による大きな鉛直・周面支持力により、少ない本数で基礎構造物を支えることができること、鋼管の高い靱性を生かし、ソイルセメントと組み合わせることで大きな水平抵抗力を得るという2つの特性を同時に生かせること、地盤を有効に利用し固化体を造成するため建設残土の発生を低減できること、その結果、建設費の抑制や工期の短縮が可能になることなどがある。道路や鉄道の高架橋、上下水道施設など土木分野で幅広く利用されている。

テノックス | 2023年1月16日(月)

 1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

事業概要

ガンテツパイル工法（杭）



出所：決算説明会資料より掲載

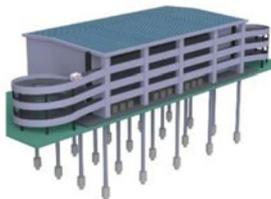
(2) TN-X 工法（杭）

日本製鉄と共同で研究開発した工法で、油圧式の拡縮掘削ヘッドにより杭先端部に拡大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工法である。2005年に国土交通大臣認定を取得したのちに、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構造物に採用されている。特長は、最大径φ 2,400mmの根固め球根によって最大17,900kN※¹の高い先端支持力が得られることで、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、中掘り方式を採用することで低排土かつφ 1,400mmの大口径鋼管杭を70m（施工長）の深度まで施工できること、掘削深度や掘削速度、セメントミルク※²注入量、拡縮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どがある。

※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

テノックス | 2023年1月16日(月)

 1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

事業概要

(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で、ソイルセメントコラム(柱状改良体)の中央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周面摩擦力和高い靱性で軟弱地盤上でも大きな支持力を期待できること、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がある。中低層建築物やアウトフレーム型耐震補強の基礎として多用されるほか、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。

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ソイルセメントコラムを築造する。特長として、土質を選ばず均一な強度のコラムを築造できること、コラム径や施工機械のラインアップが幅広いため施工仕様や現場条件に合わせられること、リアルタイム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・低騒音に加え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が挙げられる。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採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。これまでの施工実績は40,000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。

テノックス | 2023年1月16日(月)

 1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

事業概要

テノコラム工法（地盤改良）



出所：決算説明会資料より掲載

ラインアップ、施工品質、一貫体制という強みによって構築される「折り込む力」

3. 強みとビジネスモデル

同社の強みの1つが、様々なケースに対応できる工法ラインナップにある。また、携帯端末などで施工状況をリアルタイムに確認できる施工管理装置「VCCS」や、テノコラム工法において工事開始直後に4週後の強度を予測する「促進養生システム」、子会社が擁する工事技能者集団や各種機材などを背景とした、安定した施工品質や安全確実な工事進行も同社の強みの1つである。高い施工品質を可能にする技術力に加え、様々なノウハウを有する大手有名企業や研究機関とのパートナーシップをはじめとするネットワーク力、新工法・新技術の開発を創業来絶え間なく続ける挑戦力という3つの力は同社の価値とすることができ、社会の安全・安心や環境問題に貢献するための基礎となっている。

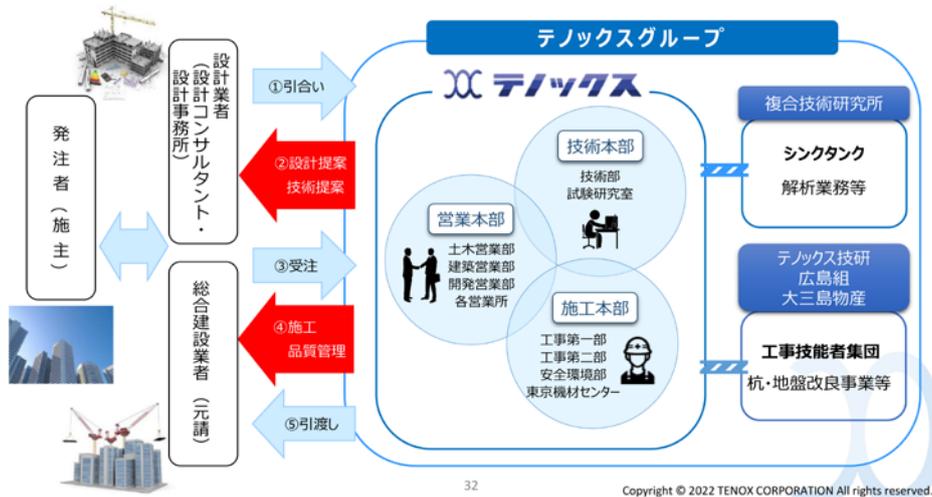
ところで、建築構造物や土木構造物の建設は、通常ゼネコン（元請、総合建設業者）が下請けを取り仕切って進めている。基礎工事に関わる事業者もゼネコンから発注を受けるが、基礎工事は最初にして最重要の工程であるため、発注を前に設計業者（設計コンサルタント・設計事務所）から直接引き合いが来ることが多い。同社は、その際に設計業者にラインアップや施工品質などをアピールし工法を提案することができる。その後、設計業者の描いた図面により発注者（施主）がゼネコンに、ゼネコンは（100%とは言えないが）専門企業である同社に発注し、同社は工事完成後にゼネコンに引き渡すという流れになる。このように同社は、ビジネスモデル上は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から施工まで一貫した体制を構築しているのが強みとなっている。同社の場合、パイオニアとして蓄積してきた経験とノウハウに加え、豊富なラインナップ、高い施工品質、一貫体制といった強みを背景に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発注を受ける機会も多くなっているようだ。これを同社は「折り込む力」と呼び、同社ビジネスモデルの大きな特長となっている。

テノックス 2023年1月16日(月)

1905 東証スタンダード市場 https://www.tenox.co.jp/ir/

事業概要

同社のビジネスモデル



出所：決算説明会資料より掲載

M&A 案件などには積極的に対応する考え

4. 事業領域の拡大

近年同社は、M&A や提携により事業領域の拡大を進めている。顧客に対してワンストップで総合的な施工技術の提案を可能とし、顧客の利便性向上につなげる方針である。こうした事業領域の拡大は受注に有利に働くことになり、シェアの確保という点で将来予想される人口減などによる建設需要減少への対策にもなっている。

近年の事業領域拡大の例として、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地盤改良工事、杭引抜き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2020年10月に完全子会社化した。広島組の持つ営業基盤と杭引抜き工事技術の取り込みが最大の目的である。2020年12月には、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による建築基礎市場の再強化につながる提携と言える。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、基礎工事分野でのコラボレーションに加え、日本コンクリート工業の持つ二酸化炭素固定化技術を活用することで ESG 経営を推進することにある。さらに2022年4月、静岡県を基盤に基礎工事を展開する大三島物産を子会社化した。静岡県及び周辺地域のインフラや産業基盤の整備に向けて営業基盤を拡充することが目的である。ほかにも、後継者問題や建設市場の縮小予測などにより M&A 案件が増えているようで、チャンスがあれば積極的に対応する考えである。なお、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で長期的な提携関係の構築を目指している。

■ 中期経営計画

豊かさを実感できるサステナブル企業を目指す

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）を策定した。「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、すべ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。長期ビジョンの実現に向けて、橋頭保づくりを目指した前中期経営計画（2018年度～2020年度）に引き続き、創立50周年の2020年にPhase2と位置付ける中期経営計画（2021年度～2023年度）を策定した。少子高齢化による新設工事の減少やインフラ維持、激甚災害への対策強化といった建設需要の変化や、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、先行き不明瞭な環境などに「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、2024年度スタートのPhase3となる次期中期経営計画のサステナビリティ経営の高度化につなげる計画である。



付加価値を創出し、社会的課題の解決や企業価値の向上につなげる

2. 中期経営計画

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る方針である。そのため、開発戦略、営業・施工戦略、ESG戦略の3つを基本戦略とし、新しい時代の社会や生活様式への「適応力」を高めていく。開発戦略では、基礎分野における高付加価値の創出により社会が安心できる信頼性を確立し、環境変化と国土の強靱化に基礎技術で貢献する。営業・施工戦略では、設計提案から施工まで一気通貫したサプライチェーンの実現や開発途上国の社会インフラ整備に貢献する。ESG戦略では、社会的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目指す。

テノックス | 2023年1月16日(月)

 1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

中期経営計画

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）で基礎工事を確保するとともに、民間建築事業では営業領域を拡大、ベトナムなど海外では基礎工事を本格的に展開する方針である。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月期に売上高220億円、経常利益15億円、ROE8%にチャレンジする考えである。なお、中期経営計画で増加する見込みのキャッシュ・フローに関しては、同社は成長投資と株主還元で戦略的かつバランスよく配分する方針である。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を行い、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、カーボンニュートラルへ向けた整備など多岐にわたる。

※リダンダンシー（Redundancy）：国土計画上で、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。

出遅れ感はあるが、中期経営計画の取り組みは着実に進行

3. 中期経営計画の進捗

中期経営計画がスタートして1年半を経過したが、この間、コロナ禍の長期化に加え物流混乱や原材料高、円安、競争激化、一部工事遅延の発生などにより、想定外に事業環境が悪化した。このため、2022年3月期は業績が未達となり、2023年3月期も、中期経営計画で10億円と見ていた経常利益を5億円と予想するなど、経営数値目標に対して進捗は遅れている印象である。ただし、3つの基本戦略に沿った取り組みに関しては、以下で述べるように着実に進行している。また、想定外の事業環境も、コロナ禍は平常化が進み、原材料高などは価格転嫁などの対応が図られている。このため、後ろ倒しされていた案件の確保が、足元では着実に進んでいるところである。

(1) 営業領域の拡張

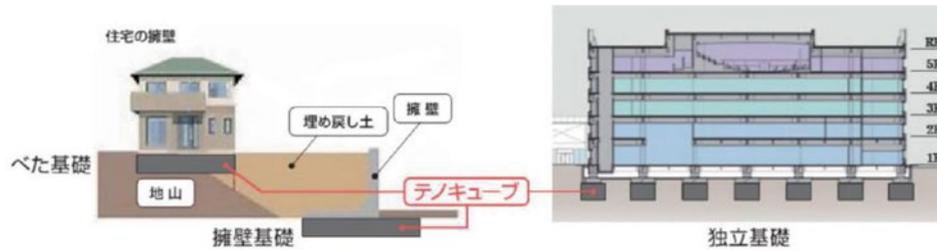
同社は技術力を背景に営業領域の拡張を進めている。2020年5月に販売を開始した浅層の地盤改良工法である浅層混合処理工法「TENOX Q-be（テノキューブ）」に関して、2022年1月にタスクフォースを立ち上げて本格的な事業化に向けた取り組みを加速した。すでに8件受注しており、順次施工している（受注は今後も増える見込み）。現在はテノキューブの施工管理装置を製作中で、2023年度中の公的認証取得を目指している。公的認証を取得できれば、高品質の浅層混合処理工法としてテノキューブの拡販に弾みがつくだろう。また、同一区画でも支持層深度が異なることが多いため、浅層のテノキューブと深層のテノコラムの2つの工法で対応できるようになれば、設計事務所やゼネコンにとって利便性が高く、同社に基礎工事を任せやすいモチベーションになると考えられる。また、物流施設、データセンターといった大型建築物向けに、コンクリートパイルの高支持力杭工法の開発に着手した。鋼管杭と合わせたターゲット市場は2倍に膨らむ見通しで、今後の受注拡大につながる事が予想される。同社が保有していない基礎工法への取り組みも含め、今後もシナジーが得られる営業領域へと拡張する方針である。

テノックス | 2023年1月16日(月)

 1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

中期経営計画

浅層混合処理工法「TENO Q-be (テノキューブ)」



出所：決算説明会資料より掲載

(2) 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、国土強靱化やリダンダンシープロジェクトへの同社の参画が増えている。2021年に北海道新幹線の延伸事業の工事第1弾として「北海道新幹線、市渡高架橋他」の基礎杭工事を受注した。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付けで、2022年8月よりガンテツパイル工法による杭施工を開始した。また、「大阪湾岸道路西伸部」「新名神高速道路」「大阪モノレール延伸」など関西インフラ強靱化プロジェクトの基礎杭工事を受注しており、順次施工に入ることになっている。近年頻発する豪雨災害に関しては、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施設の整備へ向けて、鋼管杭やコンクリート杭などを使用した設計提案を強化しており、「松浜雨水ポンプ場調整池」(新潟市北区)の基礎工事の施工を2022年10月に開始した。今後も、大阪モノレールの延伸や2025年開幕の大阪万国博覧会向け新アクセス関連工事、3年後にはリニア中央新幹線といった具合に、国土強靱化の案件はまだ出てくると思われる。そうした案件を確保するためにも、同社は工法の充実を図っているところである。

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

大阪モノレール支柱建設工事(桑才新町工区)



テノックス | 2023年1月16日(月)

 1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

中期経営計画

(3) そのほかの進捗・成果

これまでも基本戦略に従い、GTL 燃料の導入や既存杭引抜き時の地盤改良技術の確立、二酸化炭素固定化技術の開発などを進め、一定の成果を得てきた。GTL 燃料については、同社が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（CO₂）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_x）や窒素酸化物（NO_x）といった大気汚染物質を低減できる特徴がある。また、杭の撤去と同時に埋戻し処理された地盤の安定化を図ることを目的に、原地盤程度の強度に復旧・安定（埋め戻し地盤の緩みを防止）させる地盤改良技術の確立に取り組んでいる。強度を確保するため、産業副産物を用いた材料を活用することを検討しており、将来的に関東と関西を皮切りに事業展開することを考えている。日本コンクリート工業との業務及び資本提携では、コンクリートスラッジ由来の脱リン材「PAdeCS（パデックス）」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ための研究開発を進めている。セメントの代わりに一部エコタンカルを使うことで、特別大きなコストをかけずに二酸化炭素を固定化できる。これは将来、基礎工事における「脱炭素」の流れをけん引する技術だと同社は考えている。

(4) ウェルビーイング経営

DX 推進や ESG 推進の旗振り役として、2022 年 4 月に経営戦略本部を立ち上げた。具体的な目的の 1 つが、心身ともに健康なウェルビーイング経営を推進することである。「働き方改革関連法」施行に伴って浮上した、労働時間の上限規制、正規・非正規社員の同一労働同一賃金、時間外割増賃金率引き上げといった建設業の「2024 年問題」への対応にとどまらず、人口減少社会において重要な人的資本の確保や、従業員一人ひとりに対するメンタル・フィジカル両面からのケアサポートなどサステナビリティ経営の側面もある。直近では、空調服の採用など現場作業員の熱中症対策や健康診断項目の拡充、全従業員の健康診断受診を実施したほか、ストレスチェックの実施や社外カウンセリング窓口の設置、管理職層向けメンタルヘルス・ラインケア研修の実施、禁煙に対しては、禁煙啓発セミナーの実施や禁煙外来治療費補助、非喫煙手当・禁煙手当の支給などを行った。また、「産後パパ育休」の取得推進や長時間労働対策なども実施しており、今後もよりウェルビーイングを意識した経営に取り組む方針である。こうした健康経営への取り組みが評価され、2022 年 2 月に全国健康保険協会東京支部より「健康優良企業 銀の認定」を取得した。

(5) ガバナンス

代表取締役社長を委員長とする「リスク管理委員会」を 2022 年 9 月に設置した。「リスク管理委員会」は、リスクの特定・把握・分析・評価・対応といった同社全体のリスク管理状況を統括する組織で、グループ全体のリスクに関する方針を策定するとともに、リスク発見時に適切な対応をとることができる実効的かつ持続的な組織の構築と運用を図ることで、経営の健全性を担保することを目的としている。一方、ダイバーシティとインクルージョン*に関しても、取り組みを強化している。2022 年 6 月に同社初の女性社外取締役が就任し、2022 年 10 月には同社で初めて圏央道の現場管理者（主任技術者）として、国家資格（土木施工管理技士）を持ったベトナム人社員を起用した。

* ダイバーシティとインクルージョン：国籍、性別、学歴などにとらわれず、インクルージョンが個々の従業員を生かす考え方で、ダイバーシティは人材の多様性を認める考え方。

業績動向

リダンダンシー背景に業況改善、土木杭工事が絶好調

1. 2023年3月期第2四半期の業績動向

2023年3月期第2四半期の業績は、売上高8,511百万円（前年同期比24.5%増）、営業利益234百万円（同384.1%増）、経常利益265百万円（同265.3%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益207百万円（同236.5%増）となった。日本経済は、コロナ禍の行動制限が緩和されたことで持ち直しの動きが見られるものの、資源・エネルギー価格の急騰や急速に進行する円安の影響により、先行き不透明感が増した。建設業界では、公共投資は防災や減災、国土強靱化の推進などを背景に引き続き堅調に推移、民間投資もコロナ後を見据えた設備投資が動き出しつつある。大型工事は、物流センターとデータセンターが根強いところに半導体連関連の設備投資も加わり、環境は着実に改善している。一方、中小の工事は価格競争が依然激しく、建設資材価格の上昇もあって厳しい環境が続いている。また、高騰する建設資材や燃料価格の受注価格への転嫁や、慢性的な現場従事者の不足などの課題が残されている。

2023年3月期第2四半期の業績

(単位：百万円)

	22/3期2Q		23/3期2Q		増減率
	実績	売上比	実績	売上比	
売上高	6,838	100.0%	8,511	100.0%	24.5%
売上総利益	995	14.6%	1,253	14.7%	26.0%
販管費	946	13.8%	1,019	12.0%	7.7%
営業利益	48	0.7%	234	2.8%	384.1%
経常利益	72	1.1%	265	3.1%	265.3%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	61	0.9%	207	2.4%	236.5%

出所：決算短信よりフィスコ作成

このような状況のなかで、同社は中期経営計画に沿った取り組みを進め、高速道路や鉄道の杭工事が伸長した。地盤改良工事においては民間の工場建設案件も寄与し、売上高は大幅増収となった。営業利益は、増収効果などにより増益幅が拡大、通期予想に対する進捗率も高く、非常に好調であった。

テノックス | 2023年1月16日(月)

 1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

業績動向

なかでも、2022年3月期よりずれ込んだ「渋井川水門本体工事」「大阪モノレール支柱建設工事」など大型の土木杭工事が第2四半期に完工したことで、全体の売上高をけん引した。土木杭工事の好調は、中期経営計画の営業・施工戦略でターゲットにしていた、リダンダンシー整備事業など土木インフラ工事への取り組みが成果となって表れた。期待の北海道新幹線も、2023年3月期下期から2024年3月期以降に施工が順次始まる予定である。地盤改良工事は、「SUBARU（泉）工場」などの大型工事の完工はあったものの、おおむね前年同期並みであった。だが、引き続きデータセンターと物流センターが根強く、強みの一貫体制や協力会社網が大型案件の確保に有利に働いているようだ。海外はベトナムのロックダウンや金融引き締めが影響し減収となったが、国の成長性や住宅投資の堅調さから早晩回復する見込みのため、施工体制は万全を期している。利益面では、原材料コストが上昇基調となったものの、増収効果に加えて施工機械の稼働が高まったことなどから工事利益率が改善した。販管費は、仕事量の増加に対応して即戦力となる中途採用を増やすなど多くの費目で増加したが、増収効果により販管費率は改善した。また、土木杭工事を中心に建築杭工事や地盤改良工事それぞれで大型物件を受注したことから、受注高、受注残高ともに増加した。なかでも半導体関連工場の工事の盛り上がりは注目に値する。コロナ禍で停滞していた都市・インフラの再開発が動き出しただけでなく、基幹産業の設備投資も動き出したようで、受注高・売上高の強い状況や稼働の高い状況は今後も期待できそうだ。

2023年3月期第2四半期の主な完成工事と受注残工事

	工事名	施工地	工法	完成年月
完成工事	SUBARU（泉）工場移転に伴う建屋建設工事ボディ工場	群馬県大泉町	地盤改良	2022年7月
	令和2年度県債特定河川2-002号 渋井川水門本体工事のうち水門工杭基礎工事	宮城県大崎市	土木杭	2022年8月
	大阪モノレール支柱建設工事（桑才新町工区）	大阪府門真市	土木杭	2022年7月
受注残工事	新名神高速道路城陽工事	京都府城陽市	土木杭	2023年6月
	松浜雨水ポンプ場調整池工事	新潟県新潟市北区	土木杭	2023年1月
	北海道新幹線、市渡高架橋他	北海道北斗市	土木杭	2023年1月

注：受注残工事は完成予定年月（2022年10月31日現在）

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

セグメント別では、建設事業は、2022年3月期からずれ込んだ大型の土木杭工事が上期に多く完工したことから増収となった。セグメント利益は、増収効果に施工機械の稼働が高まったことなども加わって、前年同期比3倍増と大きく伸びた。土木建築コンサルティング全般等事業は、例年下期に納期が集中するため上期は経費先行により営業損失となった。その他の事業は不動産賃貸で、川崎市の特別養護老人ホームからの収益は低位であるものの安定している。

テノックス | 2023年1月16日(月)

 1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

業績動向

2023年3月期第2四半期のセグメント別業績

(単位：百万円)

	22/3期2Q		23/3期2Q		前期比
	売上高	構成比	売上高	構成比	
建設事業	6,720	98.3%	8,410	98.8%	25.1%
土木建築コンサルティング全般等事業	104	1.5%	88	1.0%	-15.1%
その他の事業	13	0.2%	13	0.2%	-0.0%

	22/3期2Q		23/3期2Q		前期比
	営業利益	利益率	営業利益	利益率	
建設事業	93	1.4%	279	3.3%	199.3%
土木建築コンサルティング全般等事業	-49	-	-48	-	-
その他の事業	4	33.0%	4	33.3%	0.8%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

建築杭事業の受注も増え、会社予想は保守的

2. 2023年3月期の業績見通し

同社は2023年3月期の業績について、売上高17,500百万円(前期比18.1%増)、営業利益450百万円(同3.5%減)、経常利益500百万円(同3.1%減)、親会社株主に帰属する当期純利益310百万円(同13.4%減)と、期初計画と変わらず増収減益を見込んでいる。日本経済は、コロナ禍から緩やかながら持ち直していくと期待される一方、ウクライナ情勢や原材料・燃料価格高騰の長期化により、依然先行き不透明な状況が続いている。しかし建設業界では、堅調な公共投資の一方、都心再開発や大阪万博に関連する工事をはじめ、高速道路や鉄道などのインフラ整備、勢いのあるデータセンター・工場や回復感が出てきた物流施設・商業施設・半導体関連などへの投資拡大が見込まれている。一方、先行き不安による中小案件の受注競争激化、建設資材価格の高騰、現場従事者の慢性的な不足、脱炭素への対応など下期も引き続き課題が多い。

2023年3月期の業績見通し

(単位：百万円)

	22/3期		23/3期		前期比
	実績	売上比	予想	売上比	
売上高	14,817	100.0%	17,500	100.0%	18.1%
国内建設事業	14,300	96.5%	16,840	96.2%	17.8%
海外建設事業	150	1.0%	200	1.1%	33.0%
土木建築コンサルティング全般等事業	365	2.5%	460	2.6%	25.8%
売上総利益	2,355	15.9%	-	-	-
販管費	1,888	12.7%	-	-	-
営業利益	466	3.1%	450	2.6%	-3.5%
経常利益	516	3.5%	500	2.9%	-3.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	357	2.4%	310	1.8%	-13.4%

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

テノックス | 2023年1月16日(月)

 1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

業績動向

そうした事業環境下ではあるが、2023年3月期下期も引き続き土木杭工事の完工が予定されている。建築杭工事も半導体工場などの大型物件の施工が予定されている。このため、同社では海外の回復遅れを理由に売上高を保守的に見ているが、会社計画は必達ラインになると思われる。下期の営業利益は、前年同期比48.5%の減少見込みになっている。これは建設資材や燃料などの価格高騰の影響を受けることを想定しているためで、2023年明けごろからセメント系固化材などの価格上昇を見込んでいるためである。価格転嫁に関しては、ゼネコン自身も発注者に要請しており、同社もトライしていると言う。しかし、官庁案件の価格転嫁は比較的スムーズに改定される可能性は高いが、民間案件は受け入れられても改定までに時間がかかり、個々の企業においては負担が増えたと同社は考えているようだ。このため下期の大幅営業減益予想としたが、現在の業界環境や受注状況を考えると、弊社は保守的な予想であると考えている。

基本戦略や提携・M&Aの成果が表れる

3. 中長期成長イメージ

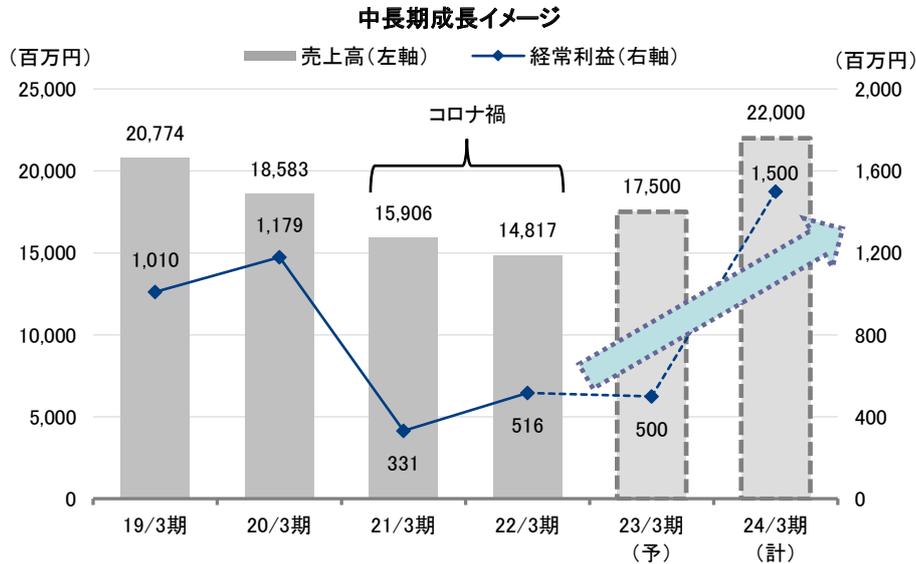
足元の物流施設やデータセンターなどの好調な建設需要は、中期的に継続することが見込まれている。半導体工場の建設も旺盛だ。土木杭工事も、リダンダンシー整備事業を中心に中期的に堅調に推移している。加えて、大都市圏の都市再開発や道路網拡張工事、北海道新幹線延伸工事、大阪の万国博覧会や統合型リゾートのインフラ工事など、コロナ禍で後ずれしていた案件の受注が積み上がることが予想される。なお、3年後くらいにはリニア中央新幹線高架部の基礎杭工事がターゲットに入る予定である。

同社は、このような需要増に対して、これまでラインナップや協力会社網などの強化を進めてきた。鋼管など原材料価格の高騰に対しては、価格転嫁以外にも鋼管杭からコンクリート杭へと提案の幅を広げることができるようになった。リニア中央新幹線高架部の基礎杭工事は重要構造物で地盤が非常に硬く、被圧した地下水が豊富に存在していることから、同社主軸のガンテツパイル工法が適合していると言える。人通りが多いなかで残土をなるべく出したい都市部では、場所打ち杭に代わって利用される可能性のある回転杭を使うケースを狙う。環境面からの要請に対しては、残土の出ない環境的な工法以外にも、GTL燃料や二酸化炭素固定化技術といったメニューもある。このように様々なケースに対応できるようになったのは、中期経営計画で進めてきた開発戦略、営業・施工戦略、ESG戦略の3つの基本戦略と近年の提携・M&Aの成果であろう。想定外に長期化したコロナ禍の影響で後ずれする可能性もあるが、こうした成果を足掛かりにして、引き続き2024年3月期の売上高220億円、経常利益15億円、ROE8%という中期目標を目指す。

テノックス | 2023年1月16日(月)

 1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

業績動向



出所：決算説明会資料などによりフィスコ作成

株主還元策

配当性向 30%、自己株式取得・消却など充実した株主還元

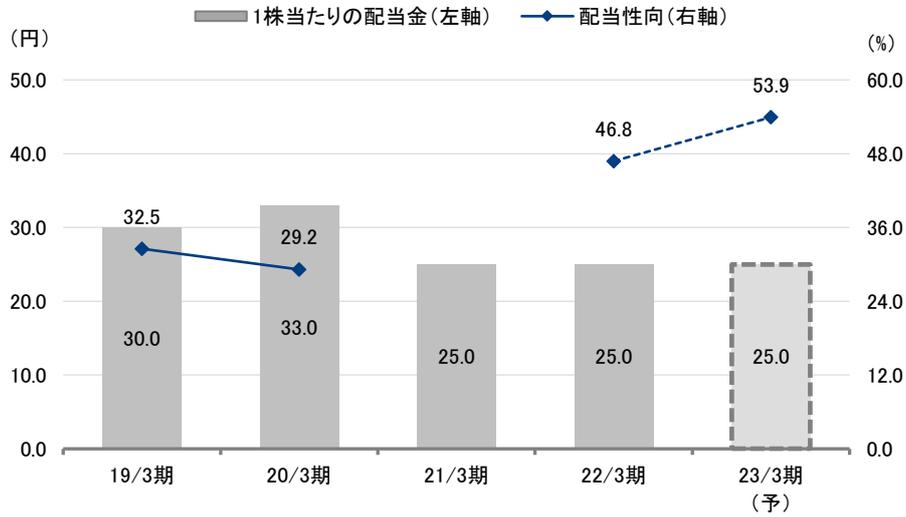
同社は、会社設立以来、業績の向上と財務体質の強化に努めることを経営の基本としてきた。そのなかで株主への還元については重要課題の1つとして位置付けており、業績や財政状態に加え、中期的な見通しも勘案したうえで安定的な配当を決定するという方針の下、連結配当性向 30% 程度を目安に配当を実施することで、株主の期待に応える考えである。また、同社は、中間配当と期末配当の年 2 回の剰余金の配当を行うことを基本方針としている。以上から、2022 年 3 月期の 1 株当たり配当金は 25.0 円（中間配当 10.0 円、期末配当 15.0 円）を実施した。2023 年 3 月期の 1 株当たり配当金も 25.0 円（中間配当 12.0 円、期末配当 13.0 円）を予定している。なお、同社は株主還元策の充実を図っており、その一環として、2022 年 5 月 13 日の取締役会において上限 20 万株とする自己株式の取得（取得期間 2022 年 5 月 16 日～2023 年 2 月 28 日、2022 年 11 月 29 日取得終了）、及び自己株式 15 万株の消却（消却予定日 2023 年 3 月 24 日）を決議した。今後もキャッシュ・フローを有効活用する観点から、自己株式の取得を機動的に行う考えである。

テノックス | 2023年1月16日(月)

1905 東証スタンダード市場 | <https://www.tenox.co.jp/ir/>

株主還元策

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：決算短信よりフィスコ作成

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・表示したのですが、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