

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 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 >>>](#)

2022年7月11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	01
2. 強みを背景に設計から施工まで一貫体制を構築	01
3. 中期経営計画の基本戦略に沿ったプロジェクトは順調	01
4. 短期的には厳しいが、中長期的に事業環境好転の見通し	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
■ 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. 2022年3月期の業績動向	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
■ 情報セキュリティ	20

## ■ 要約

### 中期的に事業環境の好転が見込まれる

#### 1. 杭工事や地盤改良工事など基礎工事に特化

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、住宅や商業施設、物流施設、工場、高速道路、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。同社の売上高の大半がこうした国内の基礎工事だが、子会社で土木コンサルティングや海外事業も行っている。

#### 2. 強みを背景に設計から施工まで一貫体制を構築

同社は鋼管杭工事と深層地盤改良工事を得意とし、戸建て住宅やマンション、商業施設、物流施設、工場、病院、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・山留などの土木構造物の基礎を支えてきた。近年は、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浅層地盤改良工事、既存杭の引抜き工事関連などラインアップを拡充、ワンストップで総合的な提案が可能となっている。同社の強みはこうした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」などを背景とした安定した施工品質、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、設計から施工までの一貫したビジネスモデルを構築している。

#### 3. 中期経営計画の基本戦略に沿ったプロジェクトは順調

2022年3月期初に策定した中期経営計画では、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」を高めていく考えである。これにより2024年3月期に、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%の達成に再チャレンジしている。中期経営計画がスタートして1年経過したが、新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）によりやや出遅れた感じは否めない。だが、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確立、北海道新幹線延伸事業や関西インフラ強靱化プロジェクトの受注など、3つの基本戦略に沿ったプロジェクトが順調に進捗している。

**テノックス | 2022年7月11日(月)**

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

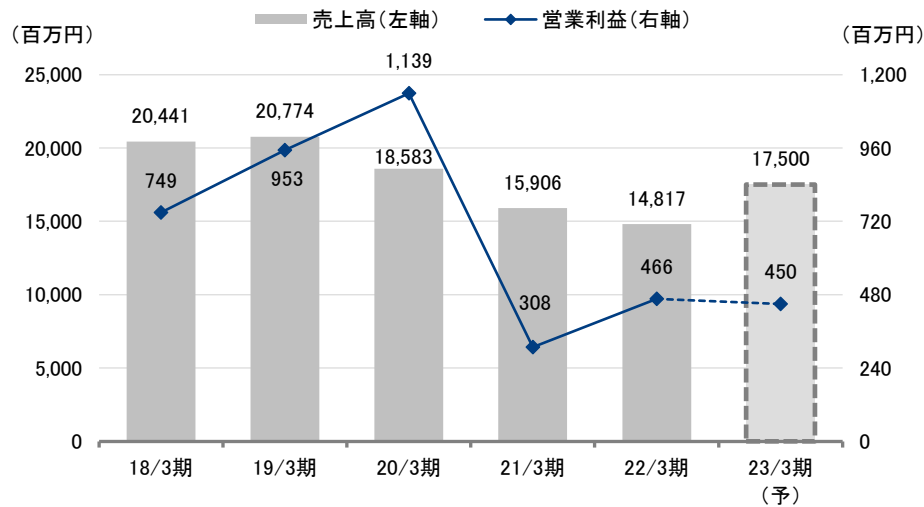
## 要約

**4. 短期的には厳しいが、中長期的に事業環境好転の見通し**

2022年3月期の業績は、売上高 14,817 百万円（前期比 6.9% 減）、営業利益 466 百万円（同 51.0% 増）となった。工事の遅延や収益認識に関する会計基準の適用などにより減収となったが、工事利益率の改善などにより営業増益を確保した。同社は 2023 年 3 月期の業績見通しについて、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）を見込んでいる。建設需要に回復の兆しが見えてきているため増収見込みだが、受注競争の激化や建設資材価格の高騰などを背景に営業減益予想となっている。短期的にはこのようにやや厳しい事業環境が続くが、中長期的には関西の土木案件や民間の設備投資関連、リニア中央新幹線関連など事業環境の好転が見込まれている。足元は、基本戦略や提携をテコに中期経営計画の目標達成を目指している途上にある。

**Key Points**

- ・ 施工への信頼が前提となる基礎工事を専門とする業界のパイオニア
- ・ 豊富なラインアップなどの強みを背景に設計から施工までの一貫体制を構築
- ・ 基本戦略や提携などをテコに中期経営計画の目標達成を目指す

**業績推移**


出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

### 基礎工事で国内トップクラスの技術力を誇る

#### 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、戸建て住宅やマンション、商業施設、物流施設、工場、病院、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・山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、構築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も過言ではない。なお、子会社で土木コンサルティングや海外展開なども行っている。

### 工法のラインアップを急速に拡充

#### 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、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。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。その後、創立50周年を迎えた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、コロナ禍において業容を急速に拡大した。2022年5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社を有する規模となった。ちなみに、同社は、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。

テノックス | 2022年7月11日(月)

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

## 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))と自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
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

## 信頼が大前提の基礎工事

### 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。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基礎工法がある。

テノックス | 2022年7月11日(月)

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

## 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、杭径の大きさなど自由度の高い、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の施工が難しい特殊な地盤などに用いられる。既成杭は材料によって、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、ソイルセメントと鋼管のいいところ取りをし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数が多い。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なっている。同社は、既製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、業務資本提携などによりコンクリート杭や浅層地盤改良工事、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、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。

## ■ 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、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行っている。

## 鋼管杭工事と深層地盤改良工事を得意とする

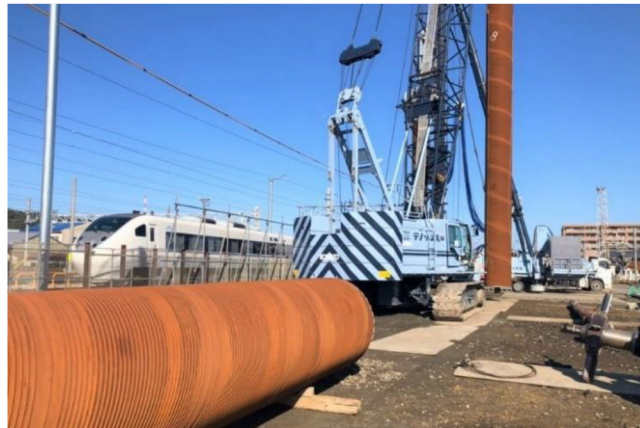
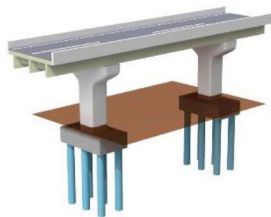
### 2. 建設事業

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、地盤補強工事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>と共同で研究開発した工法。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を築造する。特長は、ソイルセメント柱による大きな鉛直・周面支持力を発揮し、少ない本数で基礎構造物を支えることができると、鋼管杭の高い靱性という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ている。

#### ガンテツパイル工法 (杭)



出所：決算説明会資料より掲載



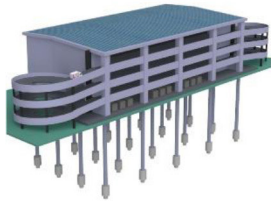
## 事業概要

**(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を築造する。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構造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、軟弱地盤上での高い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、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。

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ソイルセメントコラムを築造する。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、コラム径や施工機械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、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・低騒音で周辺環境への影響が低く、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。このため、これまでの施工実績は約3.9万件に達する。

※ 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

## コンクリート杭工事や浅層地盤改良工事、 既存杭引抜き工事業へ業容拡大

### 3. 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。同社は鋼管杭工事と深層地盤改良工事の両方を主力として行っているが、これにコンクリート杭や浅層改良など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施工技術の提案が可能となる。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、将来予想される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である）。

2020年10月に、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）を完全子会社化した。広島組の持つ営業地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いえる。また、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同業務に加え、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、脱炭素及び産業副産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で長期的な提携関係の構築を目指している。

## 設計から施工まで一貫した体制で高い品質を実現

### 4. ビジネスモデルと強み

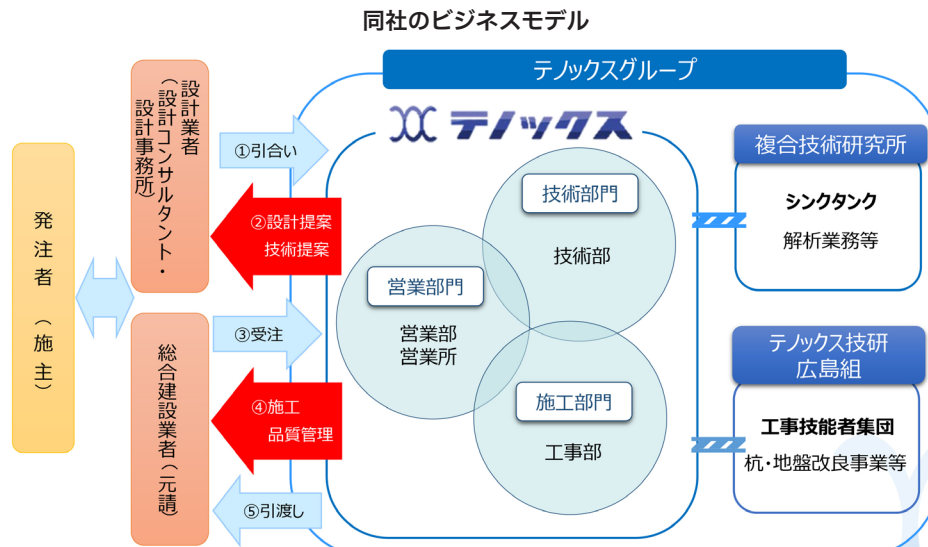
以上のように、様々なケースに対応できるラインアップは、同社の強みといえる。また、携帯端末などで施工状況をリアルタイムで確認できる施工管理装置「VCCS」を多くの現場に導入、テノコラム工法では工事開始直後に4週後の強度を予測する「促進養生システム」を開発するなど、どのような現場でも安定した施工品質を確保することができる。また、子会社で工事技能者集団や機材を提供しているため、工程に合わせた安全確実な工事進行も可能となっている。こうした安全確実で高い施工品質も同社の強みといえる。

**テノックス** | 2022年7月11日(月)

 1905 東証スタンダード市場 | <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、ゼネコンは專業企業である同社に(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いる。同社の場合、豊富な経験とノウハウ、設計から施工まで一貫した体制による高い品質などから、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、同社の強みということができる。つまり、同社のビジネスモデルは、ラインアップ、施工品質、「折り込む力」という3つの強みを柱に構成されているということができる。



## ■ 中期経営計画

### 建設需要の変化に適應した高付加価値を創出

#### 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應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への橋頭保づくりを目指した前中期経営計画（2018年度～2020年度）は、東京オリンピック・パラリンピック後の受注環境の変化やコロナ禍の影響などにより、対応が道半ばとなった。このため、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「適應」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ていく計画である。

### 基本戦略は開発戦略、営業・施工戦略、ESG戦略

#### 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、ニーズに適應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「適應力」を高めていく考えである。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 | 2022年7月11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、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、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): 「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。

## 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年を経過したが、コロナ禍やコストプッシュインフレなどの影響に加え、一部で工事発注が遅延しているため、経営数値目標に対して出遅れた感じがあることは否めない。ただし、3つの基本戦略に沿った取り組みに関しては着実に進行している。以下に述べる、GTL 燃料の導入や既存杭引抜き時の地盤改良技術の確立、国土強靱化・リダンダンシープロジェクトへの貢献、健康経営の推進などである。

#### (1) GTL 燃料の導入を開始

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、2021年11月に地盤改良工事現場で運用を開始、これまでに7件で使用し、燃費や特性などを検証しているところである。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も高く、同社は差別化技術として順次拡大する方針である。

GTL 燃料（現場施工例：左／軽油・GTL 燃料：右）

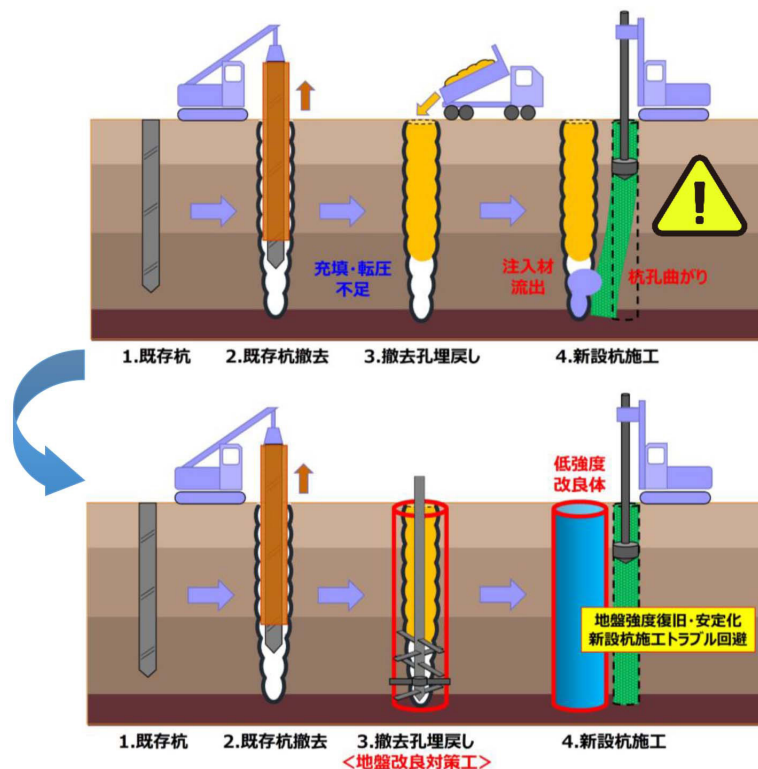


出所：決算説明会資料より掲載

## (2) 既存杭引抜き時の地盤改良技術の確立

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新設杭の品質確保に影響を及ぼす。同社は、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技術の確立に取り組んでおり、現在、現場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、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。

### 既存杭引抜き時の地盤改良対策工事



出所：決算説明会資料より掲載

## (3) 国土強靭化、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、国土強靭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。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7月よりガンテツパイル工法の施工を開始する。また、「大阪湾岸道路西伸部」や「新名神高速道路」、「大阪モノレール延伸」など、関西インフラ強靭化プロジェクトの基礎工事の受注・施工も開始した。近年頻発する豪雨災害に対しては、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いるところである。

テノックス | 2022年7月11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

北海道新幹線鋼管ソイルセメント杭施工試験 (左・中央) / 大阪モノレール (右)



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資本提携の一環として「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ための技術の開発を進めている。セメントの代わりに一部エコタンカルを使うことで、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。現在試験施工中で、将来的に基礎工事における「脱炭素」の流れをけん引する技術だと考えられている。

#### (5) 健康経営の推進

2022年4月にDX推進やESG推進の旗振り役として経営戦略本部を立ち上げた。健康経営を推進することも目的の一つである。「働き方改革関連法」施行に伴う、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」に対応する目的もあるが、それだけにとどまらず、人口減少社会における人材確保、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、ひいてはESG経営の推進を目的としている。直近では、働きがいを実感できる職場環境づくりとして、コミュニケーションの促進や業務の効率化などを目的に東京機材センター・テノックス技研の事務所を改装、Web会議やペーパーレス会議に向けて本社の全会議室にWeb会議用モニターと無線LANを導入、生産性を向上させる新基幹システムの導入プロジェクトを推進、人事制度改定プロジェクトも始動した。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。



## 業績動向

### 大型案件に注力したことで工事利益率が改善

#### 1. 2022年3月期の業績動向

2022年3月期の業績は、売上高14,817百万円（前期比6.9%減）、営業利益466百万円（同51.0%増）、経常利益516百万円（同55.7%増）、親会社株主に帰属する当期純利益357百万円（同106.5%増）と減収増益となった。期初計画比では、売上高で3,183百万円、営業利益で214百万円、経常利益で184百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で43百万円の未達だった。なお、「収益認識に関する会計基準」（企業会計基準第29号 2020年3月31日）等を2022年3月期初から適用しており、適用する前と比べて売上高で470百万円減少している。

日本経済は、度重なるコロナ禍の拡大により社会生活や経済活動に制約を受けたものの、ワクチン接種の進展などにより緩やかながらも回復に向けた動きが見られるようになった。しかし、原材料価格の高騰やウクライナ情勢などの影響により先行き不透明な状況にもなっている。建設業界は、住宅投資が底堅く民間設備投資が持ち直し傾向にある。また、補正予算執行により公共投資が堅調に推移するなど、総じて回復基調にあった。しかし、先行き不透明感から中小規模の案件を中心に受注競争が激化して受注単価が下落、建設資材や燃料などの価格上昇もあって、業界環境は厳しい状況にある。

このような環境下、同社は中期経営計画の初年度として、「設計提案から施工までの一貫体制の強化」と「顧客のニーズに応える付加価値の創出」に取り組むとともに、ESG経営を推進した。コロナ禍に関しては、一部の民間案件で着工時期の遅れがあったものの、施工において万全の予防体制を整備したため、結果的に大きな影響は生じなかった。また、建設資材の価格上昇に関しては、特に高騰している鋼材の価格転嫁を進めるとともに、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活用して、鋼管杭からコンクリート杭へ提案の幅を広げている。

#### 2022年3月期の業績

(単位：百万円)

	21/3期		22/3期		増減率
	実績	売上比	実績	売上比	
売上高	15,906	100.0%	14,817	100.0%	-6.9%
売上総利益	2,090	13.1%	2,355	15.9%	12.7%
販管費	1,781	11.2%	1,888	12.7%	6.0%
営業利益	308	1.9%	466	3.1%	51.0%
経常利益	331	2.1%	516	3.5%	55.7%
親会社株主に帰属する 当期純利益	173	1.1%	357	2.4%	106.5%

出所：決算短信よりフィスコ作成

**テノックス** | 2022年7月11日(月)

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

## 業績動向

2022年3月期の売上高は、大阪湾岸道路の土木杭工事や民間の大型物流施設の建築杭工事、大型火力発電所の地盤改良工事などが寄与したものの、地盤改良工事の中小案件の受注件数が減少したこと、「収益認識に関する会計基準」の適用などに伴う杭材料の売上高が圧縮されたことから減収となった。営業利益については、建設需要の先行き不透明感から競争環境が厳しかったうえ人員増などにより販管費が増加したが、大型工事へシフトしたことで工事利益率が改善したため増益を確保した。期初計画との比較では、売上高の未達は、予定していた大型工事の受注遅れや複数の工事の完成時期の後ズレが要因で、営業利益の未達は、工事利益率の改善や販管費の抑制は進んだものの、完成工事の遅れに伴う完成工事総利益の減少や設計・解析業務の受託減が要因である。

**2022年3月期のセグメント別業績**

(単位：百万円)

	21/3期		22/3期		前期比
	売上高	構成比	売上高	構成比	
建設事業	15,337	96.4%	14,428	97.4%	-5.9%
土木建築コンサルティング全般等事業	546	3.4%	365	2.5%	-33.0%
その他の事業	23	0.2%	23	0.1%	0.0%

	21/3期		22/3期		前期比
	営業利益	利益率	営業利益	利益率	
建設事業	262	1.7%	492	3.4%	87.5%
土木建築コンサルティング全般等事業	41	7.7%	-33	-9.0%	-
その他の事業	4	17.6%	6	29.3%	66.9%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

セグメント別の業績は、建設事業が売上高 14,428 百万円（前期比 5.9% 減）、セグメント利益 492 百万円（同 87.5% 増）、土木建築コンサルティング全般等事業が売上高 365 百万円（同 33.0% 減）、セグメント損失 33 百万円（同 75 百万円減益）、その他の事業が売上高 23 百万円（同横ばい）、セグメント利益 6 百万円（同 66.9% 増）となった。建設事業は、民間物流施設の建築杭工事や電力施設の地盤改良工事が売上に寄与したものの、杭材料の売上圧縮や中小案件の地盤改良工事の受注減、一部工事の着工時期の遅れなどにより減収となった。営業利益は、売上減や競争激化の一方、大型工事を中心に工事利益率が改善したことで増益となった。土木建築コンサルティング全般等事業は、主に解析業務の受注件数が減少したことにより減収減益となった。その他の事業は、2020年3月期に開始した不動産賃貸が順調に推移した。

建設事業のうち土木杭工事は、「大阪湾岸道路西伸部六甲アイランド高架橋下部工事」などが完成し、工事利益率も改善して増収増益となった。建築杭工事は、「(株)ペルーナ吉見ロジスティクスセンター増築工事」や「千客万来施設(6街区)新築工事」はあったが、前期に寄与した「東京レールゲート EAST 整備事業」の反動により減収減益となった。地盤改良工事は、低採算の中小地盤改良工事の売上高は落ちたが、「五井火力発電所 発電設備建設工事」(履行義務を充足するにつれて一定の期間にわたり収益を認識している工事)が寄与し、工事利益率も改善したため増収増益となった。商品その他は、「収益認識に関する会計基準」の適用により、在庫を持たない鋼管杭の販売は売上と認識しないことになり減収となったが、取扱高への影響が限定的で増益を確保した。海外事業は、ベトナムでロックダウンの影響が大きかったが、大型物件が2件完成したことにより増収増益となった。

テノックス | 2022年7月11日(月)

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

業績動向

## 2022年3月期の主な完成工事と受注残工事

	工事名	工法	完成年月
完成工事	五井火力発電所 発電設備建設工事	地盤改良	2022年8月
	(株)バルーナ吉見ロジスティクスセンター増築工事	建築杭	2022年2月
	千客万来施設(6街区)新築工事	建築杭	2022年2月
受注残工事	SUBARU(泉)工場移転に伴う建屋建設工事	地盤改良	2022年6月
	北海道新幹線、市渡高架橋他	土木杭	2022年10月
	令和2年度県特定河川2-002号 渋井川水門本体工事のうち水門工 杭基礎工事	土木杭	2022年8月

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を想定

## 2. 2023年3月期の業績見通し

同社は2023年3月期の業績見通しについて、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)と増収減益を見込んでいる。日本経済は、ウィズコロナに即した取り組みが始まり、緩やかながら持ち直していくと期待される一方、コストプッシュインフレやウクライナ情勢の長期化により、引き続き先行き不透明な状況も続いている。建設業界においては、公共投資は微減が予想されるものの、都心再開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や、足元で勢いのあるデータセンターや工場、回復感が出てきた物流施設、商業施設などの民間の設備投資の増加が見込まれている。一方、先行きの不安から受注競争は激しさを増し、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課題も多い。そのような環境下で同社は、「設計提案から施工までの一貫体制の強化」として、川上営業と設計折り込み力の強化、連結子会社や業務資本提携した日本ヒュームや日本コンクリート工業とのコラボレーションによるシナジーの創出、「顧客のニーズに応える付加価値の創出」として、新技術・新サービスを開発し早期実用化を進める方針である。また、これらの課題に加えDXやESG経営を推進するため、2022年4月に経営戦略本部を立ち上げている。

## 2023年3月期の業績見通し

(単位：百万円)

	22/3期		23/3期		
	実績	売上比	予想	売上比	前期比
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%	33.3%
土木建築コンサルティング等事業	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** | 2022年7月11日(月)

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

## 業績動向

建設事業は、土木杭工事、建築杭工事ともに2022年3月期からずれ込んだ大型物件が売上高に寄与する見込みである。加えて、大阪万博やIRに向けて土木基盤の整備が最盛期を迎えることになるため、土木インフラや高速道路関係、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施工が強い動きを見せている。また、データセンターや物流施設に加え、これまで停滞していた工場やオフィスビルなどの案件も勢いを取り戻している。海外も、コロナ禍の影響で停滞していたベトナムのプロジェクト案件が既に動き出している。このため、売上高は2ケタの強い伸びが予想される。一方、営業利益は減益予想となっている。業界の先行き不安から受注競争が激しさを増すこと、建設資材や燃料などの価格高騰の影響を受けることなどを想定しているためである。人件費の上昇などゼネコンの業況にも厳しさが表れているため、値上げを想定することも容易ではないもようで、同社としてはコストプッシュインフレをかなり強く意識したと思われる。その分保守的な前提になっている可能性が高いうえ、建設業界全体で値上げ方向に動いているものの、収益環境の改善は、秋口の物価などを確認するまで見通しが立ちにくい状況が続くそう。

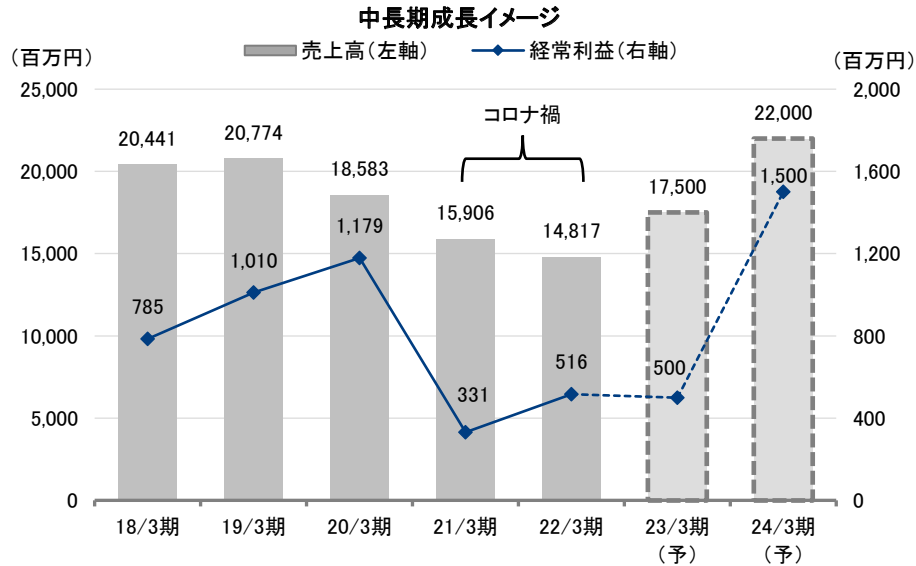
## 基本戦略や提携などの成果をテコに中期経営計画の目標達成へ

### 3. 中長期成長イメージ

中期的には、物流施設やデータセンターなどの建設需要が好調を継続し、建築の杭工事や地盤改良工事は堅調である。大都市圏の道路網拡張工事、北海道新幹線延伸工事、大阪万博やIRのインフラ工事などが見込まれ、2024年3月期にかけて土木基盤の整備が最盛期を迎えることが予測されている。長期的にはリニア中央新幹線高架部分の基礎工事がターゲットに入ってくるが、重要構造物で地盤が非常に硬いため、同社のガンテツパイル工法はうってつけといえる。

一方、鋼管など資源価格の高騰に対しては、鋼管杭からコンクリート杭へと提案の幅を広げる方針である。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は、同社が不得意とする場所打ち杭に代わって回転杭を使うケースを狙いたいようだ。環境面の要請から、残土の出ない環境的な工法のみならず、GTL燃料や二酸化炭素固定化技術へのニーズも非常に高まると考えられる。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、中期経営計画で進めてきた3つの基本戦略や近年の提携・M&Aの成果といえる。こうした成果をテコに出遅れをカバーし、同社は中期経営計画の目標値(2024年3月期売上高220億円、経常利益15億円、ROE8%)を達成する計画である。

## 業績動向



出所：中期経営計画説明資料等よりフィスコ作成

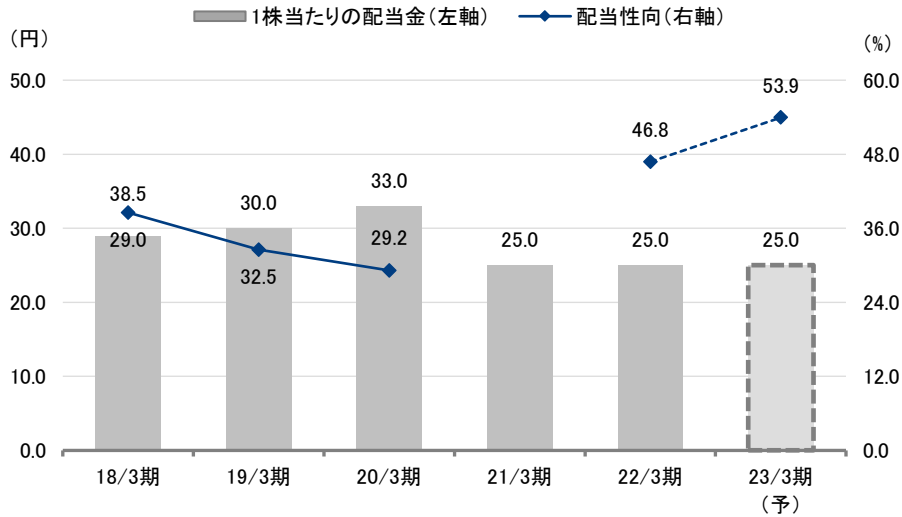
## 株主還元策

### 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く考えである。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株当たり配当金を 25.0 円（中間配当 10.0 円、期末配当 15.0 円（うち普通配当 10.0 円、上場 30 周年記念配当 5.0 円））とした。また、2023年3月期の1株当たり配当金 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）、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っていく考えである。

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

## ■ 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