

# 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 >>>](#)

2021年1月18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. 業界のパイオニアとして基礎工事に特化	01
2. 2種類の工事、独自技術、施工品質などに強み	01
3. コロナによって浮上した課題を解消する	01
4. 2021年3月期下期以降の収益改善～中期成長を期待する	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	06
1. 事業内容	06
2. 建設事業	07
3. ビジネスモデルと強み	11
■ 業績動向	13
1. 2021年3月期第2四半期の業績動向	13
2. 2021年3月期第2四半期のセグメント別業績動向	14
3. コロナを機に明確になった課題	15
4. 2021年3月期業績見通し	16
■ 中期経営計画	17
1. 中期経営計画の成果	17
2. 投資戦略と進捗	18
3. 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

### 中期経営計画の成果をバネに収益改善～再成長へ

#### 1. 業界のパイオニアとして基礎工事に特化

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になっている。近年、大地震への備えや、大型台風や集中豪雨の頻発を背景にした自然災害への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。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. 2種類の工事、独自技術、施工品質などに強み

同社は、高架橋などの土木構造物や建築構造物などにおける鋼管杭工事と深層の地盤改良工事を得意としている。様々な構造物や地盤、施主の要望に対し、持ちうる工法や施工ノウハウ、ICT技術を駆使して高品質の基礎工事を提供している。また、請負契約上はゼネコンの下請けだが、最初にして最重要の工程を請け負うため、川上の設計専門者に直接施工方法を提案することもある。このように同社は、独自の技術力、杭工事と地盤改良工事2つの工事手法、設計専門家との直接的なつながり、施工管理装置「VCCS」に代表される施工品質――を強みに、設計から施工まで一貫した体制で臨んでいる。セグメント別業績ではこのような建設事業が大半を占めるが、ほかに土木建築コンサルティング事業や不動産賃貸事業なども行っている。

#### 3. コロナによって浮上した課題を解消する

2021年3月期第2四半期の業績は、売上高7,205百万円（前年同期比19.0%減）、営業利益16百万円（同97.2%減）となった。減収減益は、もともと想定されていた大型物件の一巡と稼働率低下による固定費率の上昇が主因で、新型コロナウイルス感染症（以下、コロナ）の拡大で競争が激化したことによる工事粗利率の低下の影響がそれに加わった格好である。ところでコロナは、こうした工事粗利率の低下に加え工法ラインアップのさらなる充実という課題を浮上させた。工事粗利率低下に対して同社は、事前段取りの精度向上による原価低減や施工品質向上など高付加価値化で改善させていく考えである。また、工法ラインアップに関しては、M&Aや提携によりコンクリート杭の再強化や杭抜工事への参入などを図り、ワンストップの提案力を強化していく方針である。

要約

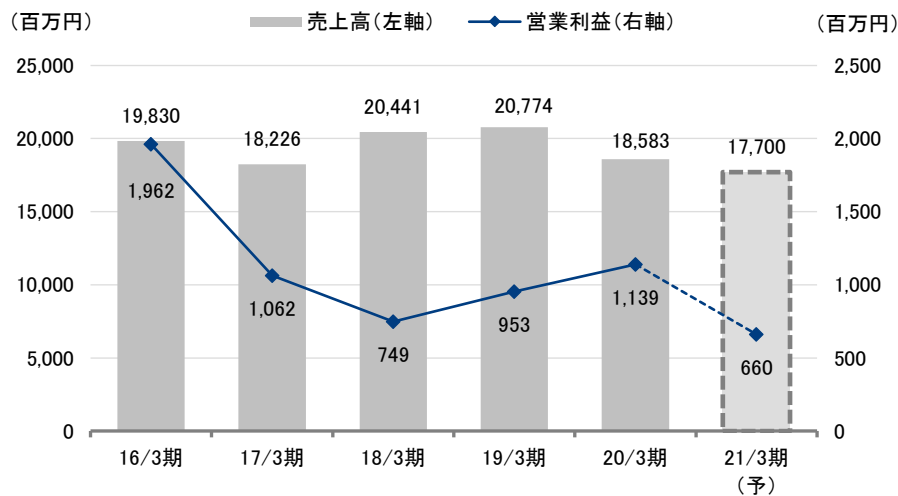
#### 4. 2021年3月期下期以降の収益改善～中期成長を期待する

2021年3月期の業績見通しについて、同社は売上高 17,700 百万円（前期比 4.8% 減）、営業利益 660 百万円（同 42.1% 減）を見込んでいる。下期に大きく業績が改善する予想になっているが、これは、想定通りとはいえ杭工事と地盤改良工事ともに好採算の大型物件を予定しているためである。しかし、中期経営計画の最終年度である 2021年3月期の定量目標の達成は、コロナの影響により難しくなった。一方、設備や新技術・装置、M&A などの投資が順調に進捗、施工管理装置の現場導入や（株）広島組の子会社化といった形で定性目標が一定の成果をあげ、課題の解消にもつなげているようだ。コロナや人口減少などを背景に受注環境が激変する中、定性目標の成果をバネに収益改善～再成長を目指すことを期待したい。

#### Key Points

- ・ 鋼管杭工事や深層地盤改良工事を得意とする基礎工事のパイオニア
- ・ 2021年3月期第2四半期の減収減益は端境期とコロナの影響が要因
- ・ 課題解消と中期経営計画の定性目標の成果をバネに収益改善～再成長へつなげる

#### 業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

### 国内トップクラスの技術力を誇る基礎工事専門企業

#### 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おり、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、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などを請け負っている。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、施工への信頼を大きな前提とする、文字どおり日本の土台を支える重要な工事である。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っている。

### 2020 年 7 月に創立 50 周年を迎えた業界のパイオニア

#### 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パイルの販売及び施工を開始した。1977 年に既製杭の施工法（中掘工法）で特許を取得、1984 年には現在もなお全国各地で使われているテノコラム工法の特許を取得した。こうした技術力をテコに 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、開発してきた主力工法で各種認証を次々と取得した。また、1995 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、海外での事業も本格展開を開始した。

2020 年に入って、コロナの影響が世界的に広がり、リーマンショック以上に厳しい経済環境になるとも言われている。同社もコロナの影響から免れることは難しいと思われるが、複数の工法を有し国内トップクラスを誇る技術力で猛牛のごとく立ち向かうことを期待する。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」と名付けられた。また、同社ロゴマークも雄牛の「OX」からデザインされたものである。それから 50 年、2020 年 7 月に同社は創立 50 周年を迎えたが、現在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 1 機材センター・試験研究室、国内外に関連子会社 5 社を有する体制となった。また、後に詳述するが、事業領域の拡大を目指して広島組などの子会社化、日本ヒューム <5262> との業務及び資本提携など積極経営を続けている。

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

出所：ホームページよりフィスコ作成

## 基礎工事は大きく直接基礎(地盤改良併用を含む)と杭基礎の2つに分けられる

### 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、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。このため建築構造物などを建てる際、硬い地盤であればその上に建てればよいが、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。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 --- など地盤条件によってさまざまな適用事例がある。

#### 会社概要

元来、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。なお、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工法である。

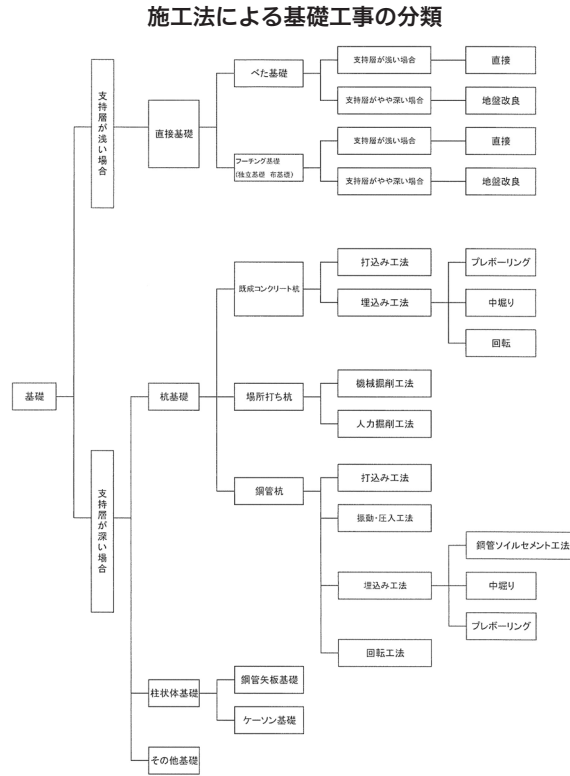
杭基礎は、支持層がおおむね 10 メートルより深い場合に用いられる工法である。杭工事は杭の支え方で支持杭と摩擦杭に分けられる。支持杭は杭の先端を硬い支持層に到達させて支えるものであり、摩擦杭は杭周囲の地盤の摩擦力で支える。杭は製造方法によって既製杭と場所打ち杭に分けられる。既製杭は工場で製造された杭を建設現場へ運んで設置するが、工場で作製されるため均一性など品質が高く、施工自体も容易である（長い杭が必要な場合は数本つなぎ合わせて使用する）。場所打ち杭は、工事現場で杭を造成するためその施工管理に時間と労力がかかるが、杭径の大きさをある程度自由に換えられるなどのメリットがあるため、建物重量が非常に大きい場合や既製杭の施工が難しい特殊な地盤の場合などに用いられる。

杭は材料によって鋼管杭とコンクリート杭に分けられる。鋼管杭は鋼鉄を材料とした杭なので、鋼板を円柱状に折り曲げるロール成形という工法で製造される（H 形鋼の場合もある）。鋼管杭はあらかじめ腐食しろを見込んで製造され、支持層に到達することで大きな支持力が得られる。また、靱性（大地震にねばれるしなやかさ）が高く加工しやすいことから、鋼管の先端に羽根を取り付けて支持力を高めるなど工夫もしやすい。コンクリート杭はプレストレスをかけた超高強度コンクリートを使用するため、高い支持力が得られる。場所打ち杭もコンクリート杭の一種で、杭の径を大きくすることにより支持力を大きくすることができるため、超高層ビルなど大規模な構造物に用いられる。杭基礎は施工方法による分類などもあり、様々な構造物、種々雑多な地盤、施主などの要求もそれぞれである分、実際の工法は非常に細かく分けられる。

このように基礎工事自体が大小多岐にわたるため、基礎工事を行う企業も大手から中小企業まで数多い。また、基礎工事は文字どおり建築・土木構造物の土台であることから、地中が目視できない反面、品質が良くて当たり前という施工への信頼は非常に重要な前提条件となる。2015 年に発覚した横浜市のマンション杭打ち工事のデータ不正問題は、かえってそうした重要性を再認識するきっかけにもなった。さらに近年、大地震への備えや、大型台風、集中豪雨の頻発による自然災害などに対する防災意識の高まりから、一般の人からの注目も増している。同社は安全・安心を提供する業界のパイオニアとして、その経験やノウハウ、技術力には大きな意義があり、社会的財産とすることもできる。



会社概要



出所：会社提供資料よりフィスコ掲載

## ■ 事業概要

### 売上の大半が建設事業、海外やコンサルティングも展開

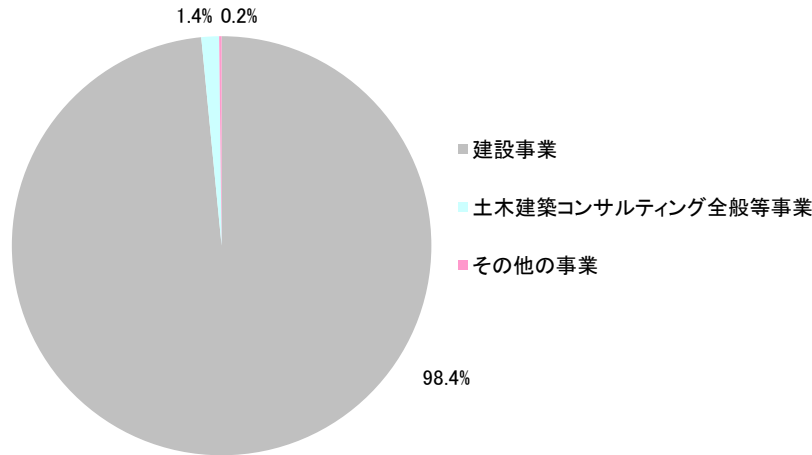
#### 1. 事業内容

同社は基礎工事の中でも、特に高架橋などの土木構造物や建築構造物などにおける鋼管杭工事と柱状改良による地盤改良工事を得意としている。そして、様々な構造物や地盤、また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。子会社では、テノックス技研が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。



## 事業概要

セグメント別売上高構成比(2021年3月期第2四半期)



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 杭工事も地盤改良工事も多くの工法を用意

### 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地盤改良工事が大半を占める。対象の構造物は、戸建て住宅から工場、物流倉庫、中低層ビル・マンションなど建築構造物、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、地盤補強工法としてピュアパイル工法がある。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。以下に同社工法の詳細を示す。

#### (1) 主な杭工法

##### a) TN-X 工法

油圧式の拡縮掘削ヘッドにより、杭先端部に最大 2,400mm の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、大きな杭耐力を必要とする大型物流倉庫、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、杭先端部に大きい根固め球根を築造することで最大 17,900kN<sup>※1</sup> の高い先端支持力を発揮すること、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 f1,400mm の大口径鋼管杭を 70 m (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。

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

<sup>※2</sup> 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。

事業概要

TN-X 工法

拡縮翼



縮翼時



拡翼時

根固め部

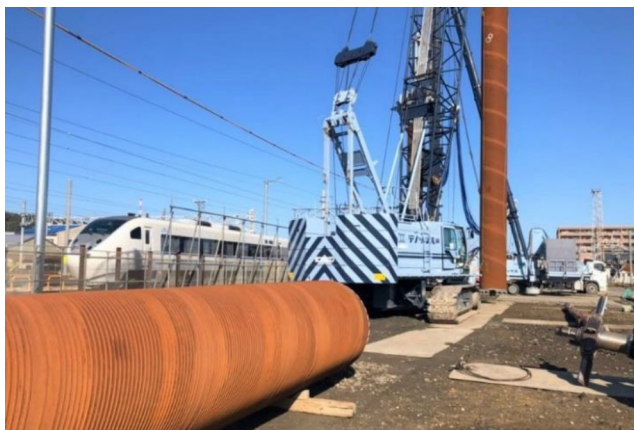


出所：同社ホームページより掲載

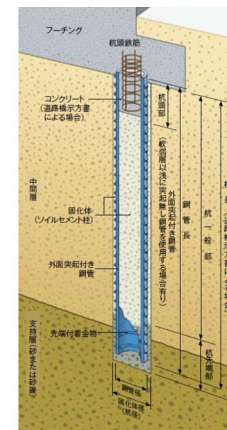
**b) ガンテツパイル工法**

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による工法。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なことなどである。道路や鉄道の高架橋、上下水道施設などに利用される。

ガンテツパイル工法



出所：決算説明会資料、同社ホームページより掲載



**c) NS エコパイル工法**

鋼管の先端に螺旋状の鋼板（羽根）を溶接した杭を、全周回転式杭打ち機や自走式小型杭打ち機などで木ねじのように回転圧入する工法。特長は、無排土工法で環境に優しい上、先端羽根の拡底効果による支持力と引き抜き抵抗、逆回転による容易な引き抜き、豊富な口径や施工機械のラインアップ、狭隘地・空頭制限下・構造物近接における高い適用性などにある。

事業概要

NS エコパイル工法

多彩な工法



出所：同社ホームページより掲載

狭小・空頭制限下の施工



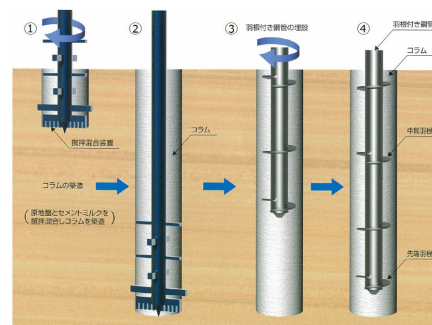
d) ATT コラム工法

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したハイブリッド杭による工法。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と高い靱性で、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、支持力が大きい杭本数を少なくできること、後述するテノコラム工法を併用することで建設残土を低減できること、狭険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、明確な支持層に着底しない浮き基礎にも対応している。

ATT コラム工法



出所：決算説明会資料、同社ホームページより掲載





事業概要

**(2) 主な地盤改良工法**

**a) テノコラム工法**

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を利用した工法。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、サイズ・重量とも幅広いラインアップで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。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。

※ 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**

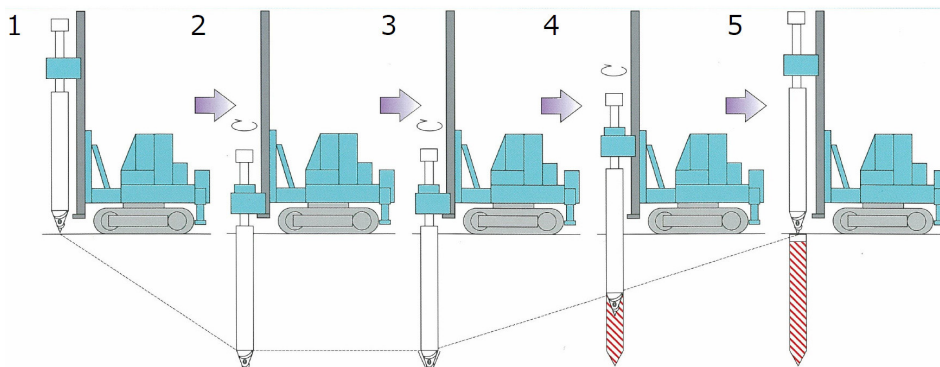


出所：決算説明会資料、同社ホームページより掲載

**b) ピュアパイル工法**

セメントミルクを吐出しながらロッドを引き抜くことで、土の混入のない高品質なセメントミルク柱を築造する戸建て住宅用の工法。特長は、土とセメントミルクを攪拌しないので腐植土層や粘性土層など地盤の種別によらず高い支持力を発揮すること、施工管理が容易で残土がほとんど出ないため短工期かつ低コストであることなどである。戸建て住宅を中心に5万件を超える実績を誇る。

**ピュアパイル工法**



出所：同社ホームページより掲載

## 技術力、「折り込む力」、施工品質に強み

### 3. ビジネスモデルと強み

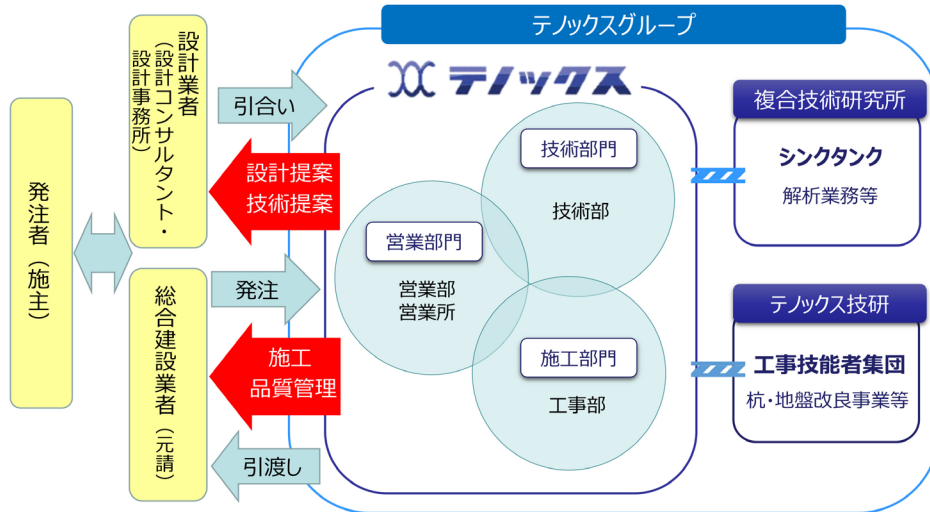
このように同社は杭工事と地盤改良工事というカテゴリーの異なる 2 つの工事を行うことができ、それぞれに様々な工法が可能である。このため諸々の現場に対応することができる。さらに、工学博士から各種技術士、管理技士、測量士など有資格者を多く抱え、各種機関や企業ともタイアップして技術開発を怠らない。その結果として、ガンテツパイルや TN-X、ATT コラム、テノコラムなどの工法を開発してきた。このようにカテゴリーの異なる 2 つの工事ができることと独自の技術力は、同社の強みといえる。

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）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から直接引き合いが来ることが多い。その際に同社は、設計業者に技術をアピールし工法を提案する。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、請負契約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、同社の豊富な経験とノウハウを背景に、同社の技術提案が設計に反映されることが多いようだ。これを同社は「折り込む力」と呼び、業界における強みとなっている。

同社は、業界のパイオニアかつリーディングカンパニーとして、高い施工品質の実現が求められる。そうした施工品質を担保するため、携帯端末や Web 上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」を開発導入、施工品質の安定性向上に努めている。また、テノコラム工法に関しては、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」によって施工品質を早期に確認する技術を開発しており、施工上の安全・安心につながっている。さらに、子会社で工事技能者集団や機材を提供することができるため、工程に合わせた確実な工事進行が可能となっている。以上のように同社には、杭工事と地盤改良工事という 2 つの工事手法を有していること、地盤と構造物など様々な条件に対応する工法を開発する技術力、豊富な経験とノウハウを背景とした設計業者への設計提案力、品質管理に加え安全に工事を進行する施工力といった強みがある。こうした強みを背景に設計から施工まで一貫した体制で臨んでいるため、同社は最善の基礎工事を提供できるのである。

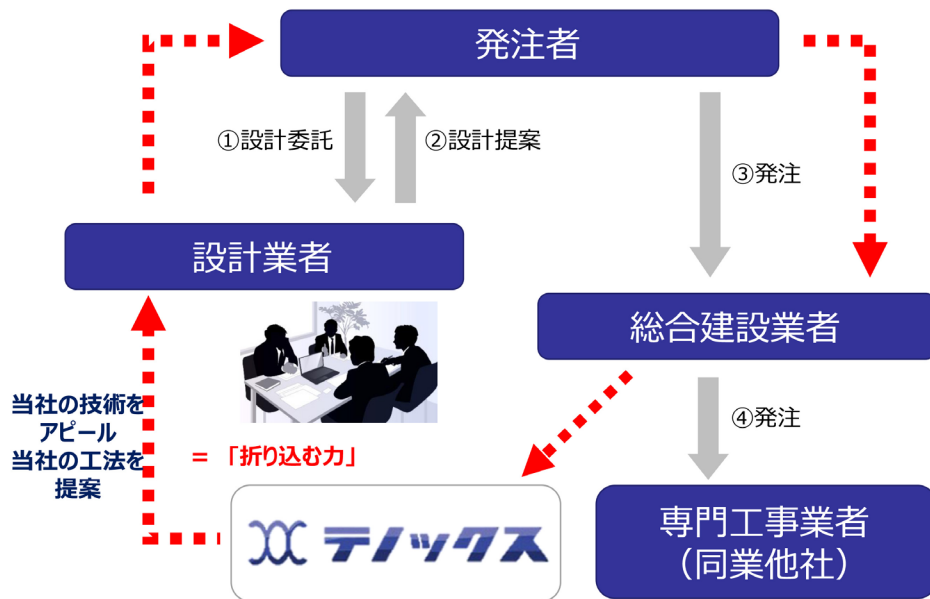
事業概要

同社のビジネスモデル



出所：決算説明会資料より掲載

強みは「折り込む力」



出所：決算説明会資料より掲載

## 業績動向

### 減収減益となるも、売上高に対するコロナの影響は軽微

#### 1. 2021年3月期第2四半期の業績動向

2021年3月期第2四半期の業績は、売上高7,205百万円（前年同期比19.0%減）、営業利益16百万円（同97.2%減）、経常利益29百万円（同95.2%減）、親会社株主に帰属する四半期純利益44百万円（同90.2%減）となった。コロナの拡大が世界規模で拡がり続ける中、国内では緊急事態宣言は解除されたものの、再び感染が拡大するなど先行きの見えない状況が続いた。このため個人消費や経済活動は、一時期の極めて厳しい状況から幾分持ち直したものの、依然本格回復には至らない状況となっている。建設業界においても、公共投資は底堅く推移したものの、民間の設備投資や住宅投資は弱含みで推移した。そのような環境の中、同社は、2021年3月期を最終年度とする中期経営計画で掲げた目標達成へ向け鋭意取り組んできたが、コロナの影響などにより減収減益となった。

#### 2021年3月期第2四半期業績

（単位：百万円）

	20/3期2Q		21/3期2Q		増減率
	実績	売上比	実績	売上比	
売上高	8,893	100.0%	7,205	100.0%	-19.0%
売上総利益	1,517	17.1%	896	12.4%	-40.9%
販管費	919	10.3%	879	12.2%	-4.3%
営業利益	597	6.7%	16	0.2%	-97.2%
経常利益	620	7.0%	29	0.4%	-95.2%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	455	5.1%	44	0.6%	-90.2%

出所：決算短信よりフィスコ作成

コロナの同社業績への影響は、後に詳述するが、中断せざるを得ない工事が僅かながら発生した程度で、実は第2四半期での売上高への影響がほとんどなく、もともと大型物件の一巡を予想していたため減収は想定内だった。一方利益面では、減収に伴う固定費率の上昇は想定していたが、中小物件を中心に受注競争が激しくなったことで工事粗利率が低下したのは想定外だった。受注への影響は、建築資材供給の停滞などによる施工計画の中止や工事の延期は限定的だったが、国土交通省のガイドライン順守やテレワークの活用など万全の施工・営業体制を敷いたことで、かえってバリューチェーンにスムーズさが欠けた部分が出たようだ。また、中小物件において受注競争が激しくなっている点については、今後も含めて懸念材料と言える。なお、施工への影響は、緊急事態宣言の期間に元請の方針で中断した工事が僅かにあった以外は影響がほとんどなく、資機材の調達や労務に関しても大きな問題は生じなかった。海外（ベトナム）は、出入国が規制されているため、現在でも日系企業の工場や倉庫の建設で一部施工困難な状況となっている。総じて言うと、第2四半期業績において、工事粗利率の低下以外大きな影響はなかったと言える。



## 建設事業の減収減益が全体に影響した

### 2. 2021年3月期第2四半期のセグメント別業績動向

2021年3月期第2四半期のセグメント別業績は、建設事業が売上高7,094百万円（前年同期比19.1%減）、セグメント利益41百万円（同93.5%減）、土木建築コンサルティング全般等事業が売上高98百万円（同15.8%減）、セグメント損失26百万円（前年同期は38百万円の損失）、その他の事業が売上高13百万円（前年同期比14.4%増）、セグメント利益1百万円（同43.1%減）だった。

#### 2021年3月期第2四半期セグメント別業績

(単位：百万円)

	20/3期2Q		21/3期2Q		前年同期比
	売上高	構成比	売上高	構成比	
建設事業	8,765	98.6%	7,094	98.4%	-19.1%
土木建築コンサルティング全般等事業	116	1.3%	98	1.4%	-15.8%
その他の事業	11	0.1%	13	0.2%	14.4%

	20/3期2Q		21/3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	633	7.2%	41	0.6%	-93.5%
土木建築コンサルティング全般等事業	-38	-32.8%	-26	-26.7%	-
その他の事業	3	25.9%	1	12.9%	-43.1%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

売上高減少の主因は、建設事業の杭基礎工事（土木）において、2018年3月より施工してきた北陸新幹線の福井～敦賀間高架橋基礎工事がおおむね終了したほか、高速道路関連工事が一服するなど大型工事が端境期となったことにある。杭基礎工事（建築）は集合住宅が減少したもののデータセンターの大型物件が寄与して微増収、地盤改良工事は物流施設の大型物件や商業施設などが伸び、商品売上は大型土木工事の鋼管杭の販売が増加した。一方利益面では、利益貢献する大型物件が少なくなった上、稼働率低下により固定費率が上昇した。加えて、一部中小事業者が安値受注を増やしたあおりで同社の工事粗利率も低下した。この結果、販管費を抑制したものの、建設事業の営業利益は大幅に減少することとなったのである。建設事業以外の事業による増減益への影響はほとんどなかった。なお、民間/官公庁別（単体）では官公庁が鉄道関連中心に前年同期比48.1%減収となったが、民間は同3.8%減収にとどまり、民間の下支え効果は大きかったといえる。

## コロナで浮上した課題をさっそく解消する

### 3. コロナを機に明確になった課題

コロナ禍において、特に浮上した課題がある。工事粗利率の低下と工法ラインアップの拡大ニーズである。工事粗利率の低下は、コロナの影響によりホテルや商業施設といった建築物の一部で工事の中止や延期が見られるようになったことで、人口減少などを背景に将来の建設需要を厳しく見ていた一部中小事業者が目先の工事案件の確保を目的に安値受注に走ったため、受注段階での競争が激化したことが要因である。また、コロナ対策のためテレワークなど営業や打ち合わせが簡素化されたことで、ワンストップで検討できる幅広い工法ラインアップの提案がゼネコンから求められるようになってきた。こうしたことはもともと同社経営の間で課題視されていたことではあるが、コロナを機により明確になったため、下期からさっそく対応を始めていく方針である。

工事粗利率の低下に対しては、原価低減と高付加価値化を進める考えである。原価低減に関しては、事前の段取りを用意周到にすることで段取りの精度を上げ、工期の短縮やコスト削減につなげる考えである。例えば、1つの現場が終わっていちいち建機をセンターに戻さず、直接次の現場に送ることができれば工期もコストもセーブできる。これは、綿密な協議が同社にも顧客にも負担になるが、実現すれば同社のみならず顧客にとっても原価低減の恩恵を受けることができるのである。高付加価値化に向けては、すでに施工管理装置「VCCS」を導入しているが、こうした管理システムのブラッシュアップや新たなシステム開発によって施工品質を向上させ、「安心」という高付加価値サービスを押し出していく。中小事業者の集約化によっても課題の解消につながると予測できるが、これには長い時間がかかると思われる。

工法ラインアップの拡大ニーズには、事業領域の拡大で対応する方針である。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ラインアップを増やす計画である。加えて、杭の引き抜きなどへと事業内容を拡張することができれば、顧客のワンストップ志向に対しより総合的な提案が可能となり、顧客とのコミュニケーションが広がって受注に有利に働くことになる。さらに言えば、工法ラインアップの拡大は将来の建設需要減少への対応策にもなっている（場所打ち杭は従来と工法が全く異なるので、現在は進出の検討をしていない模様である）。こうしたワンストップの提案力を強化するため、同社は現在、M&A や提携を強力に推進している。

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杭抜工事、地盤改良工事などの基礎工事を手掛けてきた広島組、及びその子会社で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）を完全子会社化した。広島組の持つ営業地盤と杭抜工事技術の取り込みが最大の目的と思われる。また、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の再強化につながる提携と言える。また、株式を相互に保有することにより、両社の長期的な提携関係の構築・推進を目指す。なお、連結業績への影響は、広島組と亀竹産業の子会社化については軽微、日本ヒュームとの提携については現時点で未定としているが、業績に重要な影響を及ぼすことが明らかになった場合には速やかに情報開示するとしている。

## 下期はコロナから巻き返しを期待

### 4. 2021年3月期業績見通し

2021年3月期の業績見通しについて、同社は売上高17,700百万円（前期比4.8%減）、営業利益660百万円（同42.1%減）、経常利益680百万円（同42.3%減）、親会社株主に帰属する当期純利益420百万円（同45.4%減）と見込んでいる。

#### 2021年3月期の業績見通し

（単位：百万円）

	20/3期		21/3期		前年同期比
	実績	売上比	予想	売上比	
売上高	18,583	100.0%	17,700	100.0%	-4.8%
営業利益	1,139	6.1%	660	3.7%	-42.1%
経常利益	1,179	6.3%	680	3.8%	-42.3%
親会社株主に帰属する 当期純利益	768	4.1%	420	2.4%	-45.4%

出所：決算短信よりフィスコ作成

#### 2021年3月期下期の業績見通し

（単位：百万円）

	20/3期下期		21/3期下期		前年同期比
	実績	売上比	予想	売上比	
売上高	9,689	100.0%	10,494	100.0%	8.3%
営業利益	541	5.6%	643	6.1%	18.8%
経常利益	558	5.8%	650	6.2%	16.4%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	313	3.2%	375	3.6%	19.9%

出所：決算短信よりフィスコ作成

同社の下期の業績予想を見ると、営業利益で643百万円（前年同期比18.8%増）と、上期のみならず前年同期と比較しても大きな改善となっている。これは下期に、商品売上高は減少が見込まれるが、一方で杭基礎工事、地盤改良工事ともに好採算の大型物件を予定しているためである。利益については、中小物件の受注環境が引き続き厳しいことから工事粗利率の低下を見込むが、売上回復により固定費を吸収できるようになるため、上期比較では大きく改善すると考えられる。また、広島組と亀竹産業の連結や、足元の業績が順調に推移していることも業績にプラスに働くと予想される。受注に関しては、対面営業活動は制限されるものの、予定している大型物件に関して今のところ大きな影響はない模様である。また、物流倉庫やデータセンター、再生可能エネルギー関連は、コロナ禍でも投資意欲が変わらず強いと見られる。但し、民間の設備投資の減少や建築計画の中止・延期などの懸念が依然残るため、先行きの受注動向については注視する必要があるだろう。

## ■ 中期経営計画

### 中期経営計画の定量目標の達成は難しくなったが、定性目標では成果

#### 1. 中期経営計画の成果

同社は中期経営計画「To The Next Future 2018-2020」を策定し、創立 50 周年の 2021 年 3 月期に、売上高 220 億円、経常利益 15 億円、ROE8% 以上を目指していた。ところが、中期経営計画最終年度にコロナが世界的に拡大、経済環境にはリーマンショック以上の影響があるかもしれないという状況となり、同社も中期経営計画の定量目標の達成が難しくなったといえる。しかし、定性目標は一定の成果を上げることができた。同社は、「テノックスブランドの向上と新たなステージに向けて」進化していくため、1) 市場や顧客から求められる安全・品質面での信頼性の確保、2) 新技術や新サービスの創出による新たなイノベーション、3) 生産性の向上、4) 受注力の強化、5) 将来の中核セグメントとしての海外事業の橋頭堡づくり——といった 5 つの課題の解消を定性目標とした。その課題解消へ向けた目標別の重点施策と成果は次のとおりである。

1) については、現場力の強化、施工リスクの早期発見・早期対応、開発中の新たな施工管理装置への投資を重点施策とした。具体的には、施工マニュアルの改訂、独自の資格制度の再構築及び講習会・管理士試験の実施を進めたほか、運転席や施工管理モニターなど現場と関係部署を映像で結び施工状況をリアルタイムで可視化（見える化）するテノコラム施工管理装置「VCCS」の運用も推進した。こうした施工の高品質化・高付加価値化は、工事粗利率の向上につながると考えられる。

2) に関しては、ICT 技術を取り入れた施工管理システムの実用化、施工品質のリアルタイム確認、外部との交流による技術開発といった新技術・新サービスに向けた施策を講じる一方、M&A や研究開発など将来を見据えた積極投資も実施した。大学・研究機関との共同研究、基礎・地盤技術協議会などへの参加、杭・地盤改良技術の高度化（高品質化と環境適合）に向けた工法開発、現場実証試験の実施なども推進した。なかでも M&A に関しては、同社工法・技術と補完関係にある企業の M&A や業務及び資本提携を進めた。また、東京大学と大地震による液状化に対するテノコラム工法の効果に関する検証を、大手素材メーカーとは新材料を活用した工法改良の共同研究を進めた。

3) では、「働き方改革」の支援体制の整備や業務効率化システムの構築を進め、現場作業者の連休取得の励行、タブレットなどを利用した業務フローの見直し、顧客情報共有化のための名刺管理システムの導入など実績を積み重ねている。なかでも元請の理解を得ながら現場作業者の連休取得励行を推進、また、2022 年 4 月の運用開始を目途に新基幹システムの開発も進めているところである。

4) は、技術営業力の向上による既存市場での受注量確保や、物流倉庫・土木物件をターゲットにした受注活動の強化を推進した。ガンテツパイル工法に関しては、土木コンサルタントへの営業が奏功して北陸新幹線の基礎工事に採用された実績があるが、これを他の鉄道に横展開することを進めている。その中で北海道新幹線延伸事業の事前施工試験では、北海道特有の地盤条件下での適用性を確認する段階まで進んだ。また、「技術提案検討チーム」を結成し、物流施設やデータセンター、再生可能エネルギー事業者への営業を強化しているところである。

5) に関しては、保有技術の海外展開と現地企業とのコラボレーションや、子会社 TENOX ASIA の ASEAN 展開、海外要員と現地スタッフの人材育成を図った。成果としては、ベトナムでテノコラム工法の技術認証を取得したこと、そのため自社施工機を 2 台導入したことがあげられる。また、現地スタッフの日本研修及び日本語資格取得の奨励などを進めたほか、本社においてベトナム人の採用を実施した。

なお、2020 年 4 月に、ESG 経営の推進を目的に「事業企画部 (ESG 推進グループ)」を設立した。所有・運用する建設機械の燃料として、天然ガス由来の硫黄分を含まないパラフィン系燃料「GTL (Gas to Liquid) 燃料」の使用を開始した。燃費は軽油と同等で、CO<sub>2</sub>、NO<sub>x</sub> (窒素酸化物)、PM (ばい煙・粉じん等の粒子物質) の排出量が少ないという特徴のある環境配慮型軽油代替燃料である。現在、東京機材センターに導入しているが、今後は杭打ち機などでの使用を拡大していく方針だ。

## 投資戦略は順調に進捗

### 2. 投資戦略と進捗

以上のような施策を実践するには相応の投資と資金が必要で、中期経営計画期間の 3 年間で 30 億円規模の投資を予定していた。投資の中身については、設備や新技術・装置、M&A など将来の成長につながる戦略的な投資を想定しており、この 2 年半で、設備投資に施工能力の向上を目的とした施工機械の入れ替えなどに 1,476 百万円を使用、研究開発投資には AI や IoT など新技術と施工管理システム装置「VCCS」そして教育など 190 百万円を支出した。あまり進んでいなかった M&A についても、2021 年 3 月期に入ると広島組と亀竹産業の子会社化、日本ヒュームとの業務及び資本提携が矢継ぎ早に発表された。現在、投資余力を数億円残していると推測されるが、コロナの影響を考えると、無理せず好条件・好タイミングを待つ方がよさそうだ。なお、資金調達に関しては、必要に応じて自己株式の活用や社債の発行、借入などを行う予定だが、ほとんどが手元資金で賄えると思われる。

## 定性目標の成果をバネに成長につなげる

### 3. 中期成長イメージ

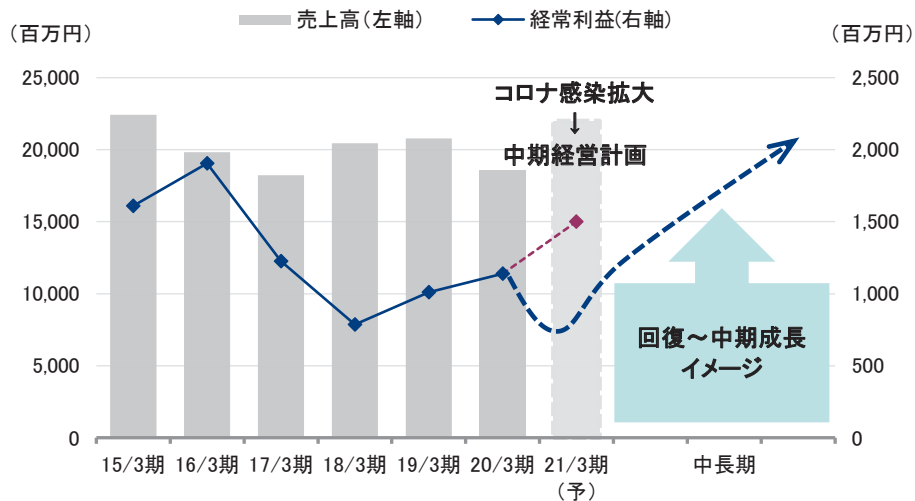
東京オリンピック・パラリンピックを背景にした受注環境の変化や米中貿易摩擦など世界情勢への懸念に、コロナという新たな脅威が加わった。しかも、人口動態の変化から中長期的に建設需要の減少を想定せざるを得ず、基礎工事業界において競争激化と淘汰が進むと予測されている。一方で、鉄道関連や 2025 年大阪・関西万博、各都市が名乗りを上げる IR (統合リゾート)、東京の都心再開発、高速道路や鉄道などインフラの大掛かりなりニューアルなど案件はたくさんある。頻発する自然災害に関しては、復興需要のみならず防災需要も増えそうだ。こうした案件を着実に取り込むためには、中期経営計画での成果をバネに、施工品質の向上・高付加価値化、事業領域の拡大へ向かって積極経営を継続する必要があると見られる。



## 中期経営計画

なかでも ICT 技術を利用した施工品質の向上と高付加価値化は、競争激化による工事粗利率の低下を回避する上で不可欠と思われる。また、M&A や提携を駆使して、新規分野や新規顧客、環境を脱んだ新工法などへとドメインを広げることで、基礎工事のシェアを維持・拡大したい。もちろん海外での事業展開も加速したい。そうしたことを一足飛びに実現することは難しいが、管理システムのブラッシュアップ・新規開発は徐々に進行、北陸新幹線の実績は横展開が始まりつつあり、杭拔工事やコンクリート杭施工へと事業領域が拡大、成果を着実に成長に結び付けている。さらに場所打ち杭工事や海上施工など、同社が手を付けていない事業領域を持つ企業を M&A できれば、成長の余地は一層広がると思われる。積極経営によって、いち早くコロナの影響から脱し、当初想定していた成長軌道に回帰していくことを期待したい。

## 中期成長イメージ



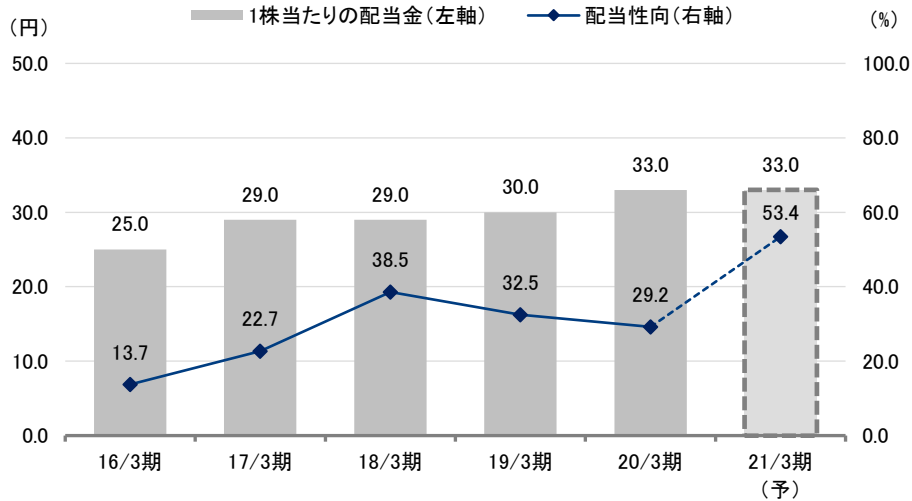
出所：決算短信等よりフィスコ作成

## 株主還元策

### コロナ禍でも安定配当を重視

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上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。このため、2021 年 3 月期の配当については、コロナの影響により減益が予想されるものの、今後の事業展開や安定的な配当を重視する方針などを勘案し、中間配当 11 円、期末配当 22 円（うち普通配当 12 円、創立 50 周年記念配当 10 円）の計 33 円とする予定である。

### 1株当たりの配当金と配当性向の推移



出所：決算短信、決算説明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、顧客情報を始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 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp