

|| 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7月5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. 基礎工事専業で業界のパイオニア	01
2. 技術力、「折り込む力」、施工力に強み	01
3. 2024年3月期経常利益15億円に再チャレンジ	01
4. 2022年3月期は中期的な飛躍に向けた第1歩となろう	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	10
■ 新中期経営計画	12
1. 前中期経営計画の振り返り	12
2. 長期ビジョン	12
3. 新中期経営計画	13
4. 3つの基本戦略	13
■ 業績動向	15
1. 2021年3月期の業績動向	15
2. M&Aと業務資本提携の進展	18
3. 2022年3月期の業績見通し	18
■ 株主還元策	20
■ 情報セキュリティ	20

## ■ 要約

### 新中期経営計画で経常利益 15 億円を目指す

#### 1. 基礎工事專業で業界のパイオニア

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、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。專業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も過言ではない。

#### 2. 技術力、「折り込む力」、施工力に強み

同社は、TN 工法やガンテツパイル工法、ATT コラム工法などの杭工事や、テノコラム工法などの地盤改良工事によって、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の基礎を支えている。同社の強みは、独自/共同開発に加え M&A や業務資本提携などにより蓄えられた技術力、ゼネコンからの受注を前に設計専門者に技術を提案・アピールできる「折り込む力」、施工管理装置「VCCS」や施工品質を早期確認する「促進養生システム」、子会社の有する工事技能者集団や機材を背景とした安全・安心・確実な施工力にある。同社のビジネスモデルは、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むところに特長がある。

#### 3. 2024 年 3 月期経常利益 15 億円に再チャレンジ

同社は 2022 年 3 月期より新中期経営計画をスタートした。「社会のニーズに適応した技術によって新たな価値と市場を創出する」という長期ビジョンの第 2 フェーズとの位置付けで、基礎工事分野において高付加価値を創出する開発戦略、施工技術を駆使して国土強靱化への参画を目指す営業・施工戦略、社会課題の解決や企業価値の向上を促進する ESG 戦略を 3 つの基本戦略とし、新しい時代の社会や生活様式の変容への「適応力」を高め、サステナビリティ経営を実現していく考えである。このためスローガンを「進取の気性」とし、2024 年 3 月期を最終年度に、前中期経営計画の目標値でもあった売上高 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。また、3 年間で 35 億円を投資する一方、連結配当性向 30% 程度を目安に株主還元を実施する方針である。

要約

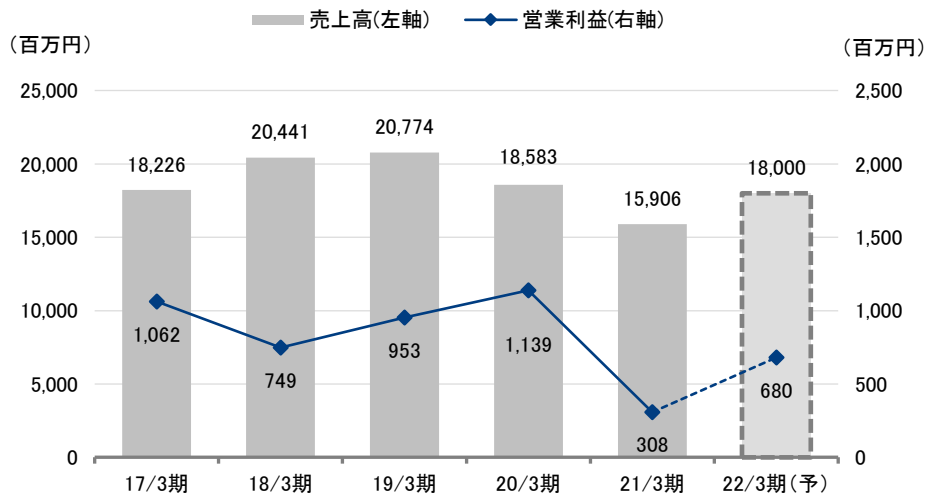
#### 4. 2022年3月期は中期的な飛躍に向けた第1歩となる

2021年3月期の業績は、売上高 15,906 百万円（前期比 14.4% 減）、営業利益 308 百万円（同 72.9% 減）と減収減益だった。大型土木工事が終了し端境期となったところに、新型コロナウイルス感染症の影響で民間投資が慎重になったことが要因である。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。ワクチン普及による経済の回復期待があるなか、大型の地盤改良工事が予定されているものの、建設投資全体に関して保守的な見通しとなっているようだ。ただし、新中期経営計画に沿った、「折り込む力」による地盤改良工事の確保や、北海道新幹線延伸工事など大型工事のターゲット化が期待されており、今期は最悪の前期から飛躍へ向けて大きく踏み出すだろう。

#### 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
- ・ 技術力、「折り込む力」、施工力を強みとするビジネスモデルに特長
- ・ 新中期経営計画を策定、2024年3月期経常利益 15 億円に再チャレンジ

#### 業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

### 基礎工事の専門企業で、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、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、文字どおり日本の土台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っている。

### 次の時代へ立ち向かう体制は整った

#### 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（中掘り工法）で特許を取得、1984 年には現在も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、開発してきた主力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。

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、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 社を有する体制となった。ところが、その 2020 年は、コロナ禍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と言われる経済環境となった。端境期でもあった同社はコロナの影響から免れ得ず、業績は苦戦することとなった。一方で、中長期的に期待できる案件が視野に入ってきたこと、事業領域の拡大を目指して M&A による（株）広島組の子会社化や日本ヒューム <5262> や日本コンクリート工業 <5269> との業務資本提携を実現化したことなど、次の時代に猛牛のごとく立ち向かう体制が整ってきたところでもある。

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
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

## 基礎工事には直接基礎(地盤改良併用を含む)と杭基礎がある

### 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

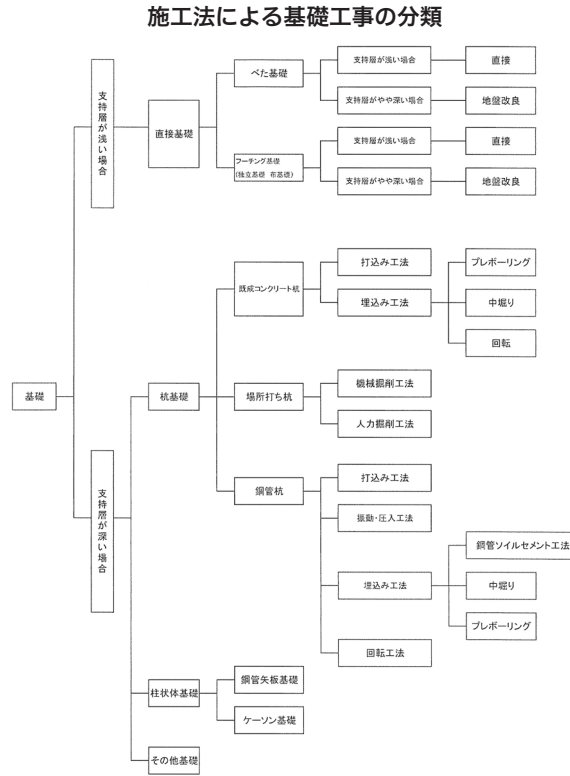
元来、直接基礎は、支持層が 1 メートル以内と非常に浅い場合（または建築物が非常に軽い場合）、基礎を直接地面に建てる工法である。なお、直接基礎には地盤改良を併用する場合も含まれ、支持層が 1 ～ 2 メートルとやや浅い場合の浅層改良と、2 ～ 10 メートル程度のやや深い場合の深層改良があり、いずれも土壌に改良材などを混ぜ合わせながら硬い地盤に変えていく工法である。地盤改良は、基礎工事のみならず山留めや土壌汚染対策などにも採用される工法である。

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。既製杭は工場で作られた杭を建設現場へ運んで設置するが、工場で作ら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、工事現場で杭を製造するため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もあり、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。鋼管杭はあらかじめ腐食することを見込んで設計・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。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、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、技術力は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

### 売上の大半が国内建設事業だが、海外やコンサルティングも展開

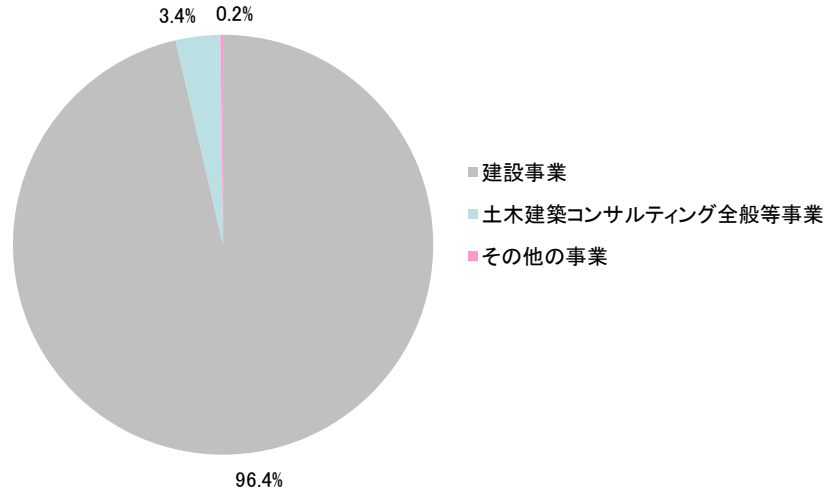
#### 1. 事業内容

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地盤改良工事を得意としている。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、テノックス技研と広島組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)



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

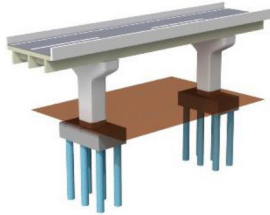
建設事業の中身は年度によって割合が異なるが、鋼管杭工事と柱状改良による地盤改良工事が大半を占める。対象の構造物は、戸建て住宅から工場、物流倉庫、中低層ビル・マンションなどの建築構造物、及び道路・鉄道橋梁や盛土、上下水道施設、土留・山留、擁壁、鉄塔などの土木構造物で、目的は、建築物を支えるだけでなく、耐震力補強や液状化抑制、環境負荷低減、土砂崩壊の抑制なども含まれる。主な工法は、杭工事が TN 工法、TN-X 工法、ガンテツパイル工法、NS エコパイル工法、ATT コラム工法、CMJ 工法など、地盤改良工事がテノコラム工法、地盤補強工法がピュアパイル工法である。TN-X 工法とピュアパイル工法は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。

## 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

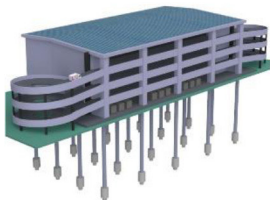
## (2) TN-X 工法（杭）

日本製鉄と共同で研究開発した工法。油圧式の拡縮掘削ヘッドにより、杭先端部に最大径 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倉庫、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、杭先端部に大きな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Φ 1,400mm 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。大型建築物を少ない杭本数で支えることができる。

<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。

## TN-X 工法（杭）



出所：決算説明会資料より掲載

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。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、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の使用が認知される先駆けとなった工法で、1984年に当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。このため、これまでの実績は約39,000件に達する。

※ 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

## テノコラム工法（地盤改良）



出所：決算説明会資料より掲載

## 強みは技術力、「折り込む力」、施工力

### 3. ビジネスモデルと強み

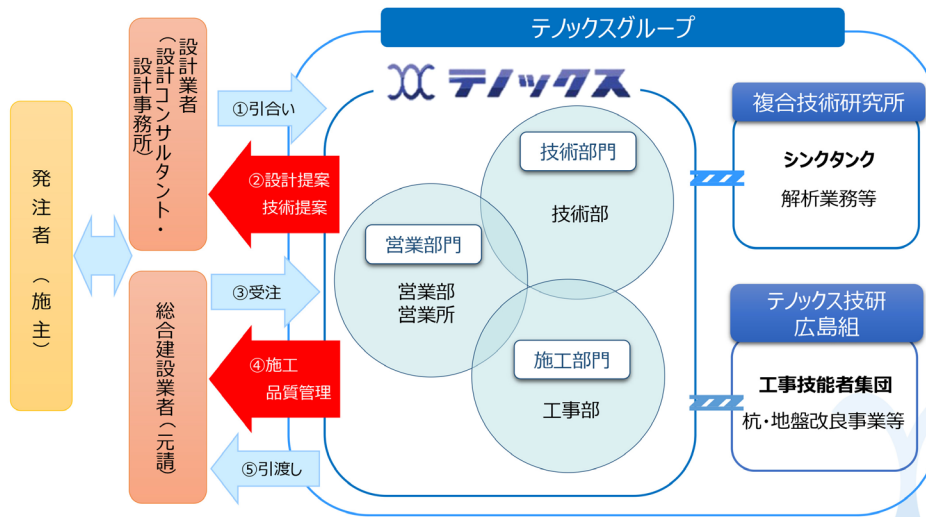
このように同社は、杭と地盤改良というカテゴリーの異なる2つの工法で工事を行うことができる。しかも、工学博士から各種技術士、管理技士、測量士など有資格者を多く抱え、各種機関や企業ともタイアップして技術開発を怠らない。その結果として、テノコラム、ガンテツパイル、TN-X、ATT コラムなどの技術を大手有力企業・団体と共同で開発した。もちろん、ほかにも様々な工法を取り入れ、諸々の現場に対応することができる。さらに2020年度になって、積極的なM&Aや業務資本提携により工法メニューや事業領域を広げている。このようにカテゴリーの異なる2つの工事で、様々な工事に対応できる技術力は、同社の強みとなっている。

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）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。同社は、その際に設計業者に技術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、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、基礎工事業界での強みとなっている。

事業概要

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、高い施工品質が求められる。そうした施工品質を実現するため、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」を開発し、すでに多くの現場に導入され、施工品質の安定性向上に貢献している。また、テノコラム工法に関しては、施工品質を早期に確認する「促進養生システム」を開発。工事開始直後に 4 週後の強度を予測することができるため、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、様々な条件に対応する工法を開発・運用する技術力、設計専門者に直接設計を提案する「折り込む力」、品質管理に加え安全・安心・確実に工事を進行する施工力といった強みがある。同社のビジネスモデルは、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むところに特長がある。

同社のビジネスモデル



出所：決算説明会資料より掲載

## ■ 新中期経営計画

### 定量的には厳しかったが、定性的には一定の成果

#### 1. 前中期経営計画の振り返り

同社は 2020 年に創立 50 周年を迎えた。その 50 周年を最終年度とする 3 カ年の中期経営計画は、東京オリンピック・パラリンピック後の受注環境変化や米中貿易摩擦への懸念のなかでスタートし、新型コロナウイルス感染症の拡大のなかで最終年度を迎えることになった。この間、東北の震災復興工事の終息、高速道路や鉄道の整備関連工事の一段落、新型コロナウイルス感染症拡大など、事業環境の変化に対応しながら中期の戦略目標を着実にこなしていった。結果的に定量目標に到達しなかったが、定性的には、施工管理装置「VCCS」の実用化や施工品質管理士制度の導入など品質面での信頼性の確保、北陸新幹線延伸工事でのガンテツパイル工法の採用、鉄道工事でのさらなる採用へ向けた営業強化、M&A や業務資本提携の締結など受注力の強化、テノコラム工法でのベトナム公的技術基準（TCCS）の取得による海外事業の橋頭堡づくりなど一定の成果をあげることができた。今後は、前中期経営計画のときのような経営環境の大きな変化に対応できる柔軟性と適応力を高め、「VCCS」の利用の拡大と標準化、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、ベトナムでの営業展開等々残された課題を解決し、さらなる成長に向かって進んでいくことになる。

### 基礎工事を通して社会に「安全」と「安心」を提供する

#### 2. 長期ビジョン

同社は前中期経営計画策定時に、「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の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すという長期ビジョン（目指すべき企業像）を掲げた。現在もこの長期ビジョンは変わらないが、東京オリンピック・パラリンピック向け工事の一巡や常態化する異常気象など経営環境には変化があり、ニューノーマルといわれる時代の課題も浮き彫りになった。このため、少子高齢化による新設工事需要の減少やインフラ維持・激甚災害対応の工事の増加などを背景に少量多様化する建設ニーズへの「適応力」、働き方改革や生産性向上を目的とする省力化・自動化・デジタル化への「適応力」、そしてコンタクトレス社会への「適応力」が不可欠となってくる。新中期経営計画では、先行き不透明な時代に「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る。

## 長期ビジョンの第2フェーズとなる新中期経営計画

### 3. 新中期経営計画

2021年度から始まる新中期経営計画は、前中期経営計画を引き継ぐ、長期ビジョンの第2フェーズと位置付けられている。スローガンを「進取の気性」とし、高付加価値の創出、社会課題の解決、企業価値向上への取り組みを推進する方針である。そのため、開発戦略、営業・施工戦略、ESG戦略の3つの基本戦略によって、新しい時代の社会や生活様式の変容への「適応力」を高め、サステナビリティ経営を実現していく考えである。開発戦略では基礎工事技術で高付加価値を創出し、営業・施工戦略では施工技術を駆使して国土強靱化に貢献し、ESG戦略では社会課題の解決や企業価値の向上を目指す。これにより、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、民間建築事業の営業領域を拡大、海外基礎工事事業も本格化する方針である。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。

※ 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。

#### 新中期経営計画の目標値

(単位：億円)

	22/3期	23/3期	24/3期	
売上高	国内建設事業	171	190	208
	海外建設事業	4	5	6
	土木建築コンサルティング事業	5	5	6
	売上高合計	180	200	220
経常利益	7	10	15	
ROE	4%	6%	8%	

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 開発戦略、営業・施工戦略、ESG戦略

### 4. 3つの基本戦略

#### (1) 開発戦略

開発戦略では、既存技術の高度化や新技術によってサービスを高付加価値化し、変化する社会やニーズに適応していく考えである。大きく以下の5つに分けられる。

- 1) 新技術の創出として、改良地盤の高強度化の施工方法及び環境負荷削減施工法の確立、硬質地盤掘削装置及び中支持力杭工法の開発、さらに、メンテナンス市場向けにコンパクト施工技術を提案する。
- 2) 液状化対策の設計・施工技術の提案や都市再生に関わる改良施工技術の導入、国土強靱化政策である減災・防災への提案を通して、基礎地盤の強靱化へ貢献する。

## 新中期経営計画

- 3) ICT 技術を導入・活用し、施工管理装置「VCCS」の標準化による品質（計画／管理／評価）の見える化、AI を活用した技術の伝承（施工技術／安全管理／人材育成）、オートメーション設備の導入による生産性向上などを図る。
- 4) 鉄道系研究所や各大学研究室との共同研究（鉄道新構造物基礎、液状化対策工）、学会や協議会への参画、異種基礎工法技術との融合などを通して、産学連携における新技術・サービスの発信を強化する。
- 5) グループ会社である複合技術研究所と共同運営する「戦略企画室」の更なる機能強化のため、土木建築基礎分野でのシナジー創出を推進する。

**(2) 営業・施工戦略**

国内では、リダンダンシープロジェクトへの参画や、営業領域の拡大によるワンストップサービスを実現する方針である。リダンダンシープロジェクトとしては特に、北海道新幹線延伸工事やリニア中央新幹線、各地モノレール・民営鉄道の高架化などの鉄道整備プロジェクトや、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、大阪万博のアクセス関連などの関西のインフラ強化プロジェクトなどをターゲットとする。また、大型マルチテナント型物流施設など e コマース関連の構造物やデータセンターに対し、高支持力杭や高強度コラムを設計提案していく。ワンストップサービスの実現として、浅・中層改良工法、コンクリートパイル事業、既存杭の引き抜き事業など事業領域の拡大も図る。海外ではベトナムで、中低層構造物や軟弱層の沈下抑制の提案や、地盤特性を脱んだ北中部への事業領域拡大など、ベトナムの公的技術基準「TCCS」を活用した地盤改良工事事業を加速させる。また、ベトナム国内パイルメーカーとの販売協力や日本国内業務資本提携先との海外事業共同戦略を推進、杭施工技術の輸出を行いコンクリートパイル事業を拡大する。傍ら東南アジア圏での事業領域拡大に向けて、新市場調査や候補地での設計者向け地盤改良技術セミナーの開催なども行う予定である。

**(3) ESG 戦略**

社会課題の解決、企業価値向上への取り組みとして同社は 6 つのマテリアリティを設定。1) 環境配慮型社会の形成、2) 激甚災害への備え、3) 技術と品質の向上、4) 労働安全衛生の充実、5) 人材の確保と育成、6) 経営の健全性について検討を行う。同社の ESG 戦略のなかで特長的なのが脱炭素と産業廃棄物の活用で、ほとんどの工法が建設排出残土など産業廃棄物の低減を謳っているが、その建設排出残土や各種産業廃棄物をこれまで培ってきた掘削・混合・攪拌技術で、CO<sub>2</sub> 削減や再利用にさらに繋げていく考えである。その一つとして、業務資本提携した日本コンクリート工業との間で、コンクリートスラッジ※を利用した CO<sub>2</sub> リサイクリングと副生成物の完全利活用への取り組みを強化することになっている。

※コンクリートスラッジ:コンクリート二次製品の製造時に発生する余剰となった汚泥状のコンクリートのこと。現在は、脱水や乾燥の後に産業廃棄物として処分されている。

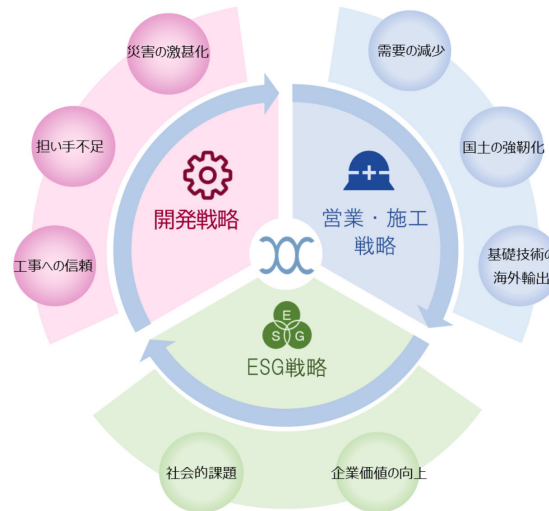
**(4) キャッシュ・フローの配分**

新中期経営計画が順調に進めばキャッシュ・フローが増えていく。このキャッシュ・フローに関して同社は、成長と株主還元で戦略的かつバランスよく配分していく方針である。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、施工機械関連費や研究開発・実験工事関連費、ICT 技術導入費、海外事業投資、基幹システム刷新費など多岐にわたる。一方株主還元に関しては、安定的な配当や機動的な自己株式の取得などを検討している模様だが、当面は、業績や財政状態、中期的な見通しを勘案して連結配当性向 30% 程度を目安に実施していく方針である。



## 新中期経営計画

## 3つの基本戦略のイメージ



出所：決算説明会資料より掲載

## 業績動向

### 端境期にコロナ禍が重なった

#### 1. 2021年3月期の業績動向

2021年3月期の業績は、売上高 15,906 百万円（前期比 14.4% 減）、営業利益 308 百万円（同 72.9% 減）、経常利益 331 百万円（同 71.9% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益は 173 百万円（同 77.5% 減）と減収減益となった。国内経済は、新型コロナウイルス感染症拡大により社会生活や経済活動が制約を受けたため、個人も企業も非常に苦しい状況となった。建設業界では、公共投資は補正予算などにより底堅く推移したが、民間の設備投資が慎重な動きとなり、建設投資は総じて力強さを欠いた状態で推移した。

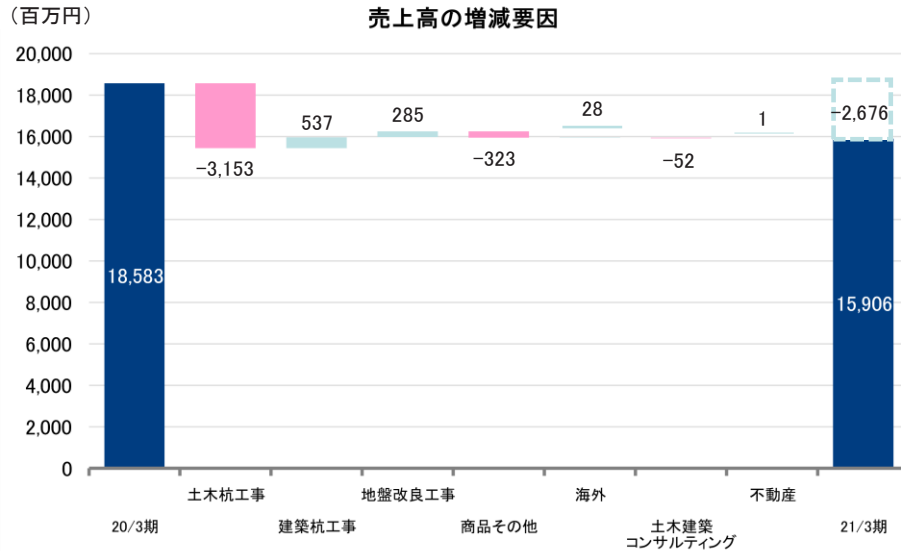
#### 2021年3月期の業績

(単位：百万円)

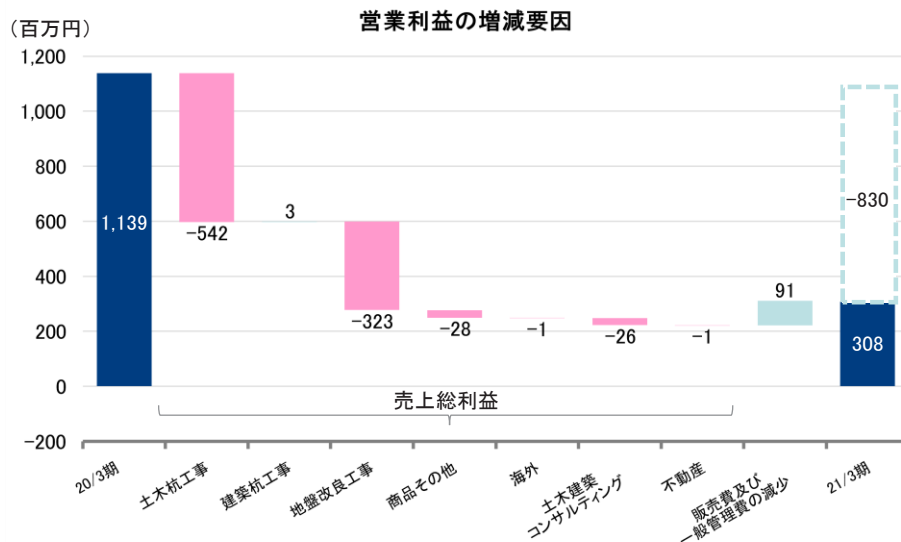
	20/3 期		21/3 期		増減率
	実績	売上比	実績	売上比	
売上高	18,583	100.0%	15,906	100.0%	-14.4%
売上総利益	3,012	16.2%	2,090	13.1%	-30.6%
販管費	1,873	10.1%	1,781	11.2%	-4.9%
営業利益	1,139	6.1%	308	1.9%	-72.9%
経常利益	1,179	6.3%	331	2.1%	-71.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	768	4.1%	173	1.1%	-77.5%

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 業績動向



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

同社にとって2021年3月期は、前中期経営計画の最終年度であり、創立50周年の節目の年でもあったことから、目標達成に向けて最後まで意欲的に取り組んだ。しかし売上高は、大型の物流施設の杭工事が寄与したものの、鉄道関連をはじめとする土木の杭工事が端境期となり、また、民間の建築工事で着工時期の遅れなどが生じたため、減少することとなった。利益面では、コロナ禍の交通費減少や50周年イベントの抑制により販管費を削減したが、売上高が減少したこと、建設需要の先行き不透明感に伴って競合が激化し中小工事を中心に価格競争が発生したことなどによる売上総利益の減少をカバーできなかった。なお、第3四半期より広島組（2020年10月全株取得）を連結した。また、新型コロナウイルス感染症拡大の影響については、受注活動や着工時期の遅れなど少なからず受けたが、施工への影響は軽微だった。

業績動向

ところで、期初計画に対しては、売上高で1,794百万円、営業利益で352百万円の未達となった。要因は2つあって、地盤改良工事の同業他社との受注競争激化、及び計画自体が先延ばしまたは中止になってしまったことである。後者はコロナ禍で致し方ない面はあるが、前者は、同社は川上の設計から川下の施工までの一貫体制が強みであるが、川上の設計段階で「折り込む力」を十分に発揮できず、付加価値の提案というアドバンテージが得られないなか、川下で元請の価格要請が厳しくなったことにある。原因は分かっているので、すでに手を打ち修正はきいているようだ。なお、地盤改良工事の大型物件を受注したため、受注高及び期末受注残高は前期を上回った（売上計上は2022年3月期の予定）。

**2021年3月期セグメント別業績**

(単位：百万円)

	20/3期		21/3期		前期比
	売上高	構成比	売上高	構成比	
建設事業	17,963	96.7%	15,337	96.4%	-14.6%
土木建築コンサルティング全般等事業	598	3.2%	546	3.4%	-8.7%
その他の事業	21	0.1%	23	0.2%	7.9%

	20/3期		21/3期		前期比
	営業利益	利益率	営業利益	利益率	
建設事業	1,055	5.9%	262	1.7%	-75.1%
土木建築コンサルティング全般等事業	78	13.2%	41	7.7%	-46.7%
その他の事業	5	25.1%	4	17.6%	-24.4%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

セグメント別の状況は、前期まで寄与してきた「北陸新幹線延伸事業」などが終了した反動により土木の杭工事が前期比44%減少、地盤改良工事で競争が激しくなったこともあり、地盤改良工事や大型物流施設の杭工事など建築工事でカバーできなかった。利益面では、土木の杭工事の売上高減少、及びコロナ禍での建設需要の先行き不透明感から競争が激化し工事利益率が低下したことにより、売上総利益が大幅に減少した。この結果、主力の建設事業の売上高は15,337百万円(前期比14.6%減)、セグメント利益は262百万円(同75.1%減)となった。土木建築コンサルティング全般等事業は、主に設計業務に関する収入が減少したことにより、売上高546百万円(同8.7%減)、セグメント利益41百万円(同46.7%減)となった。その他の事業は、神奈川県川崎市に所有している不動産の賃貸により、売上高23百万円(同7.9%増)、セグメント利益4百万円(同24.4%減)となった。

## M&A や提携による事業領域の拡大を加速

### 2. M&A と業務資本提携の進展

M&A や提携による事業領域の拡大について、同社は以前から検討してきたようだが、コロナ禍において加速している。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営業領域を拡大することができれば、顧客のワンストップ志向に対してより総合的な提案が可能となる。そうなれば、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上、選択できるラインアップが広がることで将来の建設需要減少への対策にもなる（場所打ち杭は工法が全く異なるので進出の検討をしていない模様）。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 や提携を精力的に進めている。

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、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。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。ESG 経営及び基礎工事分野での協力を強化する方針である。業務提携の内容は、脱炭素及び産業廃棄物を活用した循環経済への参画（前述したコンクリートスラッジを利用した CO<sub>2</sub> リサイクリングと副生成物の完全利活用への取り組み強化など）、環境への取り組みを通して業種を超えた新たなステークホルダーの創出、双方のグループ経営の効率化と高度化のための事業会社の相互活用、基礎工事における連携などである。業務資本提携をした 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・推進を目指す。

## 大型の地盤改良工事を弾みに巻き返しを期待

### 3. 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）と見込んでいる。国内経済は、新型コロナウイルス感染症のワクチン接種が進み、社会生活の制約が緩和され、経済活動も回復することが期待されている。しかしながら、感染力の強い変異株の拡大が懸念され、回復までには一定程度の時間を要することが想定されるなど、先行きへの不透明感を拭えない状況が続いている。建設業界では、公共投資は補正予算の執行や製造業を中心とした設備投資の回復が見込めるものの、建設投資全体としては減少することが想定されている。

業績動向

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

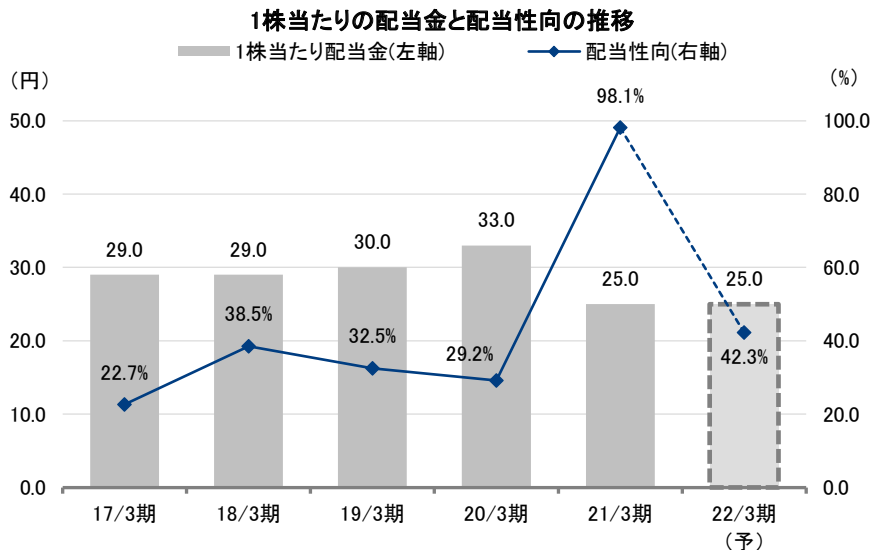
同社は、「設計提案から施工までの一貫体制の強化」と「顧客のニーズに応える付加価値の創出（高付加価値技術・サービスの提供）」に精力的に取り組み、落ち込んだ業績を回復させる方針である。そのためには、営業による「折り込む力」の強化と、2021年3月期下期に実施した M&A や業務資本提携によるシナジーの創出が必要である。また、脱炭素など ESG 経営を推進することで、持続的な企業価値向上に努めていく考えである。いずれも新中期経営計画の3つの基本戦略に沿った施策だが、すでに前向きな動きとなって成果が表れつつあり、2ケタ増収を見込む背景となっている。利益面では、価格競争は残るだろうが、増収効果に加え大型の地盤改良工事が受注済みであること、施工機械の稼働率が改善することなどにより売上総利益率が改善、営業利益を押し上げる見込みである。また、海外建設事業は、前期から先送られた案件が出件するため売上が増加、単年度黒字化も期待されている。

このように、新中期経営計画も営業もすでに動いており、大型の地盤改良工事もスタートし、建築杭も土木杭も受注が決まりつつある。下期には地盤改良工事の受注を強化する予定である。北海道新幹線延伸工事やリニア中央新幹線、新名神高速道路など将来の大型案件受注への期待も高まってきた。杭工事はリードタイムが数年と長いため予算にはおおよその織り込みがきく。比較的リードタイムが短い地盤改良工事での競争激化は、営業を強化し「折り込む力」を発揮することで解消されると思われる。このため、端境期にコロナ禍が重なった最悪の2021年3月期に対し、2022年3月期は、中期的な飛躍へ向けて大きく踏み出す期になることが期待される。

## 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。2021年3月期の配当については、コロナの影響により配当性向がイレギュラー値となったが、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14円（うち普通配当4円、創立50周年記念配当10円）の計25円とした。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。



※ 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、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、セキュリティーポリシーに基づき、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