

2025年度第2四半期決算説明会（2025年11月5日開催）
質疑要旨

注：説明会開催時点の情報に基づく内容です。

説明者 代表取締役副会長兼副社長 森 高弘
常務執行役員 岩井 尚彦

◆事業戦略、業績

- Q** 今年度見通しの数量前提について。生産・出荷が年度後半にかけて増える前提になっているが、非常にマーケットの環境が悪い中でも達成可能と考えてよいか。
- A** 需要に応じて生産をするというスタンスは変わらない。下期は、上期からの鋼材消費の変化に伴う数量差に加え、通常の季節差などはあるが、基本的に無理をした数字ではないことから、下期の数量目標にリスクはないと考えていただいてよい。
- Q** 下期の紐付きマージン（IR説明会資料別冊15頁）について。紐付きマージンが下期に悪化するという事なのか、下期見通しのラインが適正レベルより下の方にいつているが、このように見通している背景、例えば原料コストの前提を高く見ているなど、上期のレベルとの関係などを含めて、考え方を教えていただきたい。
- A** 紐付きマージンについては、従来から申し上げているように、基本的には価格決定の手法についてお客様との間で合意が出来ており、下期も適正マージンは維持する前提である。ただし期初に販売価格を決定した後、期中に原料単価などの外部コストが上下動すると、その影響で適正マージンのレベルが変動するためこのような事象が生じることとなる。下期に実質的なマージンの悪化はないと捉えていただいてよい。
- Q** 今回、本体国内製鉄事業は大きな変動はなし、U. S. S t e e l 以外の本体海外事業については、基本的に事業環境は逆風と認識している。一方でインドでは、来期に設備立ち上げが予定されており、構造的な増益要因があると理解している。本体海外事業の今後の収益見通しや変化のポテンシャルについて、可能な範囲でヒントをいただきたい。
- A** U. S. S t e e l 以外の本体海外事業について。インドについては、AM/NS I n d i a で、これから設備投資効果が発揮されていく。その効果の一つは製品高度化。自動車向け冷延・めっきラインが立ち上がってくことで、注文構成が高度化する。また、来年および再来年にハジラ製鉄所の新高炉の立ち上げを予定しているが、それまで今のところインドで他に新設設備の立ち上げはなく、需要が右肩上がりになることは間違いないことから、市場はタイト化する見通し。2022～2023年頃から、2024年にTATAとJSWが大規模な能力拡大を予定していることが分かっていたので、市況は「いずれ緩む」との見方から上昇しづらかった。現在も惰性的に市況は上がっていないものの、設備稼働率

が90～95%を超える局面になれば、実需が価格を押し上げ、市況は好転すると見ている。インドの改善には大きな期待を持っている。タイについては、我々として抜本的な対策が必要と考えており、対策を検討・実行している。国内の市場縮小が続く中、当社の成長の舞台は海外になる。海外事業をしっかりと伸ばしていきたい。

Q D/Eレシオについて（IR資料14頁）。9月末は0.74とのことだが、U. S. Steelの収益貢献が見込めないことになり、年度末にかけて悪化するリスクはないか、見通しがあれば教えていただきたい。

A 9月末のD/Eレシオは0.74だが、継続的に財務体質強化を図っており、年度末にかけて悪くなるということはないと思っている。

Q 先ほどU. S. Steelの設備投資をできれば前倒ししたいとのコメントがあったが、今後、必要なキャッシュが増えることになった場合、D/Eレシオの目標水準を変える議論があってもいいのではないかと思うが、財務体質の目標感を社内でどのように位置づけているか、お考えがあればお聞きしたい。

A D/Eレシオは結果の数字だと思っている。D/Eレシオが上がることを懸念して、成長投資のチャンス逃すことはあってはならないし、これを過度に気にしすぎる必要はないと思っている。D/Eレシオ0.7程度を目標としているのは、何か成長投資のチャンスがあった時に、その投資実行に向けて機動的に資金調達ができるからである。直近は大きな投資支出が見えていたため0.3～0.4程度まで下げたが、定常時にそこまで下げるのは、成長投資が過少になっているということを示していると思う。私自身は、成長投資が必要な場合には、D/Eレシオが1.0程度であっても構わないと思うし、実際にU. S. Steelを買収した時は、瞬間風速で0.9程度まで上がると見ていた。ただし、これがずっと1.0以上だと、必要な成長投資があった場合に投資を実行できないという意味で自由度がない。企業が成長戦略を描きつつ事業拡張を進めていく上で、定常時には0.7程度が一番適当な水準で、財務体質が戦略的な成長投資の実行を律則することがないという意味でも、ちょうど心地の良いところということで、我々は0.7程度をひとつの目安にしてきたということである。

Q 国内電炉メーカーの東京製鉄がトヨタに自動車鋼板を販売するという話があるが、自動車用鋼板分野における電炉との競合について、コメントがあればいただきたい。

A 他社の話到我々がコメントする立場にないが、電炉材と高炉材では作れる品質の高さや鋼種という点で依然として差があると思っている。従って、電炉に負けることはないと思っており、当社としては高付加価値製品を安定的に供給し続ける努力を重ねていきたいと思っている。

◆U. S. Steel 関連

Q 実力利益の前回公表時からの変動について（IR説明会資料9頁）。前回公表以降、市況100ドル強下がり、トラブルも生じたことで、800億円の下方修正になり、見通しが取

り下げられたと理解したが、U. S. S t e e l が市況影響を受けやすい構造ということで見込み違い等があったのか、前回公表からの3ヶ月間の変化について解説いただきたい。

A 前回公表からの3ヶ月間に何が起こったかということだが、先ほどご説明したように、米国市況はショートトーンベースで900~950ドルまでいったが、我々が予想を立てた時は、なお900ドル台であった。しかし、市況変動のセンシティブリティは大きく、その変化への対応力がそう強くないというのが今のU. S. S t e e l の現状。だからこそ我々が入り、変動費を下げ、品種構成を高度化して収益体質を強化していくわけだが、これは、いかなる外部環境変化があっても、これほどまでに影響されないようにして、U. S. S t e e l を強くするということである。設備投資による改善は間違いなく効果が出る。特に大きな読み違いがあったということではなく、市況悪化影響が大きく、U. S. S t e e l の収益体質が現状そこまで強くないということ。トラブルは一過性の問題だが、我々としても想定外の話で驚いたが、既に対策を講じており、大きな影響は出ないと思っている。一過性事象は、コークス炉事故とペレットの出荷先の引取契約破棄の2つある。ペレット出荷先のカナダのA l g o m a 社が、トランプ関税政策によって、国境を越えたアメリカへの輸出ができなくなり、高炉を休止せざるを得ない状況に追い込まれ、U. S. S t e e l からペレットを購入できなくなるという事態になった。急に起きたことでまだ対応できていないが、ペレットの販売先をシフトすることで影響をミニマイズするべく現在対策を検討中。

Q 米国の鉄鋼市況が下落している理由をどう見ているか。関税の効果が今後発現するか否かを含め、今後の米国市況の見方を伺いたい。

A 現状の米国市場はあまりにも不透明という認識をしている。関税政策について、トランプ大統領が引き上げ・引き下げを繰り返したり、中国への報復関税100%の話が出たり、逆に撤廃の可能性もあるなど、方向性が読めない状況にある。本来なら、鉄鋼関税50%となれば、米国内の競合者がいる中で輸入鋼材が入る余地が狭められるはずだが、将来の不確実性への不安から、マーケットが様子見に入り、取引が停滞し、市況が下がっているという認識である。実際には、米国への輸入鋼材は減少傾向で、海外生産が米国に回帰する動きも散見されることから、市況回復もU. S. S t e e l の収益への影響も時間の問題と考える。

Q U. S. S t e e l の7~9月の利益貢献はどうだったのか。

A 上期の実力利益貢献は222億円。年間ベースでは今回織り込んでいないのでゼロと考えていただいてよいが、実際にはゼロというわけではないものの、利益貢献として織り込まないレベルのもののご理解いただければと思う。

Q 環境が厳しいことは理解できるが、前回、B i g R i v e r 2 の立ち上げ効果や、設備投資を伴わない変動費の改善も期待できるという話があったが、そうした環境以外の収益改善項目の進捗はどうなっているのか。また、前回示された、B i g R i v e r 2 立上げ後・年率ベースの2025年度実力利益1,500億円と、2028年度実力利益目標2,500億円が、今回の資料には記載されていないが、このあたりはどのように考えたらよいか。

A B i g R i v e r 2 は順調に立ち上がっており、予定通り来年の1~2月頃にはフル稼

働に近づく。設備投資を伴わない改善効果も、すぐ効果が出るものについては織り込んでいるが、それでも減益を見通さざるを得ないくらい環境の悪化が厳しいということである。

前回お示しした2025年度1,500億円という数字は、9ヶ月で800億円というベースの収益が達成できる前提で12ヶ月に年率換算し、且つ、Big River 2が年間を通じてフル稼働した状態が続けば1,500億円に到達するということを示唆して申し上げた。しかし、環境前提が全く変わり、ベース収益の800億円が見込めない状況。2026年度については、全ての数字が年間ベースになり、高関税効果が本格化し、金利の引き下げ効果も出てくる。Big River 2も立ち上がりフル稼働できる。さらに操業改善効果も浸透していくということで、大きな改善が見込める状況にある。

Q U. S. Steelについて、従来示されていた業績見通しは一旦無しとの理解をした。今回示された収益改善シナリオは設備投資をベースとしているため、立ち上がりに時間を要すると理解している。2030年に至るまでのマイルストーンをどのように捉えるべきか。事業環境次第で上下動があり、ボラティリティの高い状況を想定すべきか、それとも今が最悪期であり、実行ベースの努力で積み上げていくという考えか。また、約110億ドルの設備投資の原資はU. S. Steelが生み出す営業キャッシュフローで回すことが基本方針だったと理解しているが、足元でキャッシュインが見通せない中、キャッシュアウトが先行する形になっており、投資計画との整合性を含め、年内策定の中長期経営計画の中でしっかり示してほしい。この点についての考え方を伺いたい。

A マイルストーンについては、途中の進捗をどう見るかというご質問と理解するが、2030年時点では設備投資の効果がフルに発揮されている状態にはなく、以降も段階的に効果が高まっていく想定である。米国市場については、今後、高関税効果や利下げ効果の本格化が見込まれ、ある意味、現在が最悪期と考えている。ただし、U. S. Steelの設備投資による効果は外部環境にあまり左右されない。どのような外部環境であっても効果が得られる計画であり、競合他社に対して相対的に優位なポジションに移っていけるとご理解いただきたい。

Q U. S. Steelの変動費改善についてお聞きしたい。おそらく次期中長期経営計画の中で説明があるのではないかと思うが、U. S. Steelが、現在900ドル近いHRC価格前提でも利益が出ないところから、主に変動費を削ることで大幅な収益改善を実現するという話が業界紙の記事に出ていたが、設備投資により変動費が下がるという点について、もう少し具体的にお聞きしたい。

A 変動費改善とは、歩留や操業コストの改善である。以前は固定費がコストの大きな部分を占めていたが、原料価格が高くなったこともあり、変動費が太宗を占めており、変動費の競争力が、その会社の競争力を決めるといっても過言ではない。そうした中で、U. S. Steelと当社の歩留や原単位には相当な差がある。これは、これまでU. S. Steelが過小投資を継続してきたことで、設備が古いことにも起因している。また、操業方法やノウハウについて、当社が一步先を行っているということで、こうした差が出ている。当社の先

進技術の導入と設備更新によって、これらは確実に良くなることから、今回この効果の中長期計画としてまとめた。従って、この数字は実現できると自信を持って言えると思っている。

Q U. S. Steelの損益分岐点はどれくらいか。設備投資による変動費引き下げによって損益分岐点を改善するという話だが、今後2～3年といったショートタームで具体的にどのように改善していくのか、お聞きしたい。

A 個社の損益分岐点は開示していないが、足元の810～820ドルのホットコイル市況では利益は残らないというところからご推察いただければと思う。変動費の引き下げは、歩留や原単位などの改善によってトンあたりコストが下がるとMP曲線の傾きが大きくなり損益分岐点を引き下げる効果があるということである。

Q U. S. Steelの設備投資効果について（IR説明会資料11頁、右下のグラフ）。2030年時点の投資効果は数値が記載されていないが、約15億ドル程度と見てよいのか。また、その投資効果の内容（固定費増を含むのか等）を教えてください。また、構造ベースで30億ドルの改善効果（IR説明会資料10頁）とは、どういう意味か？構造ベースとは年率換算値で、例えば2031年や2032年に到達点として達しているという意味か。

A 2030年時点の投資効果の数値は開示していないため、お答えできない。効果の内訳は、設備投資効果と当社のノウハウ活用による操業シナジーの2つ。資料を見ていただければお分かりになるように、時間の経過とともに設備投資効果が増え、操業シナジーの比率は低下していく構造である。なお、償却費の増加はこのグラフには含めていない。あくまで設備投資による改善効果を示している。

構造ベースの30億ドルとは、ご指摘の通り、2030年までに講じた施策の効果がフルに実現した場合の値であり、2030年ではここまでは到達しないが、設備投資効果はその後も徐々に出てくるものであり、設備投資効果とシナジーを合わせて、その到達点が30億ドルということである。

Q 操業シナジーについては、前倒し発揮という話があった（IR説明会資料10頁）。設備投資効果については、110億ドルの投資効果発揮は2027～2028年あたりとの話だが、U. S. Steelの早期立て直しのために、設備投資も前倒しにする可能性はあるか。また、U. S. Steelの営業キャッシュフローで設備投資資金を賄うことができなくなった場合、例えば親子ローンなど、どのような資金調達を検討されているのか、お聞きしたい。

A 投資の前倒しについては、気持ちとしては実施したい。設備投資は、設備の詳細仕様を決めて、成案化を得られ次第、意思決定をして進めていくわけだが、早くできればそれに越したことはないが、エンジニアリング戦力には限りがあり、コンサル要員なども含めて、対応力を容易に増やすことができない。そうした限界があり、思うようにならない中で、できるだけ早く成案化して進めていこうということで、ぎりぎりを狙って計画化している。従って、これ以上早くなるとは考えにくいと思っている。

また、設備投資資金をU. S. Steelの営業キャッシュフロー等で賄いきれない場合

には、当社が何らかの支援をするということを申し上げている。例えば、親子ローンや債務保証、NSNA（北米日本製鉄）を通じた資本増強など、いろいろな方法があると思っている。

Q 黄金株に関する報道について。ニュースフローをみていると、御社のマネジメントの本質的なところには影響はないように思う一方で、あらためて世の中の報道をどのように解釈したらよいか、お考えがあれば教えていただきたい。

A 黄金株に関する一時期の報道は、間違った報道だと思う。当社の経営の自由度が損なわれるといった報道もあった。実際には、ラトニック商務長官は、先月末の来日時のインタビューで、黄金株を有してU. S. S t e e l の経営に口出しすることはしないと明確に話していた。日米政府間で合意出来ていると言われる5, 500億ドルの投資スキームは、その内容を見ると、アメリカ主導で投資先なども決めるというアメリカ優位の契約のように見える。一方、当社の契約は全く異なり、13の項目は、例えば本社をピッツバーグから動かさないなど、どれも本質的に当社のU. S. S t e e l の成長戦略の根幹に関わることはないことを約束している。仮に米国政府が何らかの意思を示すとしても、この13項目の範囲に限定される。従って、この黄金株のスキームそのものによって、U. S. S t e e l の成長戦略を実行する上での我々の経営の自由度が損なわれることは決してないと考えている。

Q 米国の同業他社がレアアースの採掘を始めるという話があるが、U. S. S t e e l の所有する鉱山で同様の可能性はあるか。

A 米国の同業他社とは、クリーブランドクリフス社のことを言っておられると思うが、クリーブランドクリフス社が所有する山の鉱脈と同じところにU. S. S t e e l も権益を有している。同じ鉱脈でレアアースが出るのであれば、U. S. S t e e l 側でも出る可能性が高いということになるが、本当にそこで出てくるのかという点は我々も承知していないところなので、状況をよく見ていきたいと思っている。

以 上

本資料は、金融商品取引法上のディスクロージャー資料でなく、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された将来の予測等は、説明会の時点で入手可能な情報に基づき当社が判断したものであり、不確定要素を含んでおります。従いまして、本資料のみに依拠して投資判断されまことはお控えください。本資料利用の結果生じたいかなる損害についても、当社は一切責任を負いません。