

2024年度決算説明会（2025年5月9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	代表取締役社長兼 COO	今井 正
	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

Q 2025年度の実力ベース連結事業損益見通し6000億円の前提について、ご解説いただきたい（IR説明会資料7頁）。米国関税影響は、先ほどのような説明のように仮に間接輸出がゼロになるとすれば、全国ベース間接輸出500万トンのうち御社のシェアが40%で200万トンの減となり、限界利益単価を掛け算して1000億円程度の減益と試算できるがそのような考え方でよいか。最悪のケースを織り込んだかどうかも含めて、お聞きしたい。

A 2024年度下期の実力ベース連結事業損益の年率8400億円を起点に、従前から申し上げてきた東日本製鉄所鹿島地区の鉄源1系列休止等の生産設備構造対策効果400億円、電磁鋼板の能力品質向上対策や、通常のコスト改善の効果等を見込んでいた。そこから、環境悪化影響として1800億円規模の減益を見ている。中国の経済減速や安価鋼材輸出による国内外の鋼材市況下落影響と、前期からの原料価格の継続的な下落に伴う原料事業の収益への影響が大きい。また、当社の場合、鋼材販売価格決定後の外部コスト変動に伴うマージンの変動があり、これが前期はプラスに効くが、2025年度には相当規模のマイナスとして顕在化する。これらの要因でおよそ7000億円台まで落ちると見ている。

さらに、米国の関税政策影響を見ている。この影響を精緻に見極めることは極めて困難だが、最悪のシナリオを想定した。当社から米国への輸出は年間数十万トン程度で、直接輸出の損益影響は大きくないが、日本から米国への自動車を中心とした間接輸出は我々の想定では450万トン程度あり、これが下期にかけてゼロになると仮定し、当社の鋼材シェアを掛けて限界利益単価で評価した。また為替前提は140円としており、従前から為替による業績影響は大きくないと申し上げてきたが、円高によって輸入材の競争力が増して国内の鋼材市況を下振れさせる影響を考慮している。これらの要因により、最悪のケースで1000億円近いマイナスがあると想定した上で、その場合においても6000億円以上は確保できることを確認した。精度は良いとはいえないが、最悪のケースでも実力ベース連結事業損益6000億円以上を出すということである。

Q 2025年度の実力ベース連結事業損益見通しについて（IR説明会資料7頁）。

2024年度の実力ベース連結事業利益7937億円から2025年度は成長戦略効果発揮により一旦9000億円以上、という部分は、具体的には、通常のコスト改善効果や、鹿島高炉休止に伴う固定費削減、国内紐付きマージン維持に向けた取り組みの効果等、一定のコミットメントがあるからこそ示されているものと思うが、その点を確認したい。

かつてコロナ禍やロシア・ウクライナ紛争勃発時、御社はガイダンスを公表しない、或いは概算値のみ公表するなどの対応をされてきた。今回の公表値も最悪ケースを織り込んだ場合の数値であっていわゆる利益予想にはなっていない印象を持っている。一方で社内ではしっかり予算策定されているのではないかと推察する。成長戦略効果発揮がコミットできるものだということが確認できれば、我々としては環境悪化や関税影響はバッファとして捉えられると思っている。

今後状況が明らかになれば、第1四半期のタイミングで正式なガイダンス開示があると考えて差し支えないか。

A コミットできる収益改善策についてだが、電磁鋼板を中心とした高機能鋼材の拡販による数量・構成の改善について、生産能力増強投資が予定通り進捗しており、すでに収益貢献し始めている。また、鹿島の鉄源一列の休止による固定費削減効果は、これまで申し上げてきた通り400億円規模積みあがっている。さらに、キャッシュ固定費を中心に、修繕費や協力会社連携費用などについても改善を図っており、これが鹿島休止効果と同程度の規模で計画化できている。また、原料事業では、ブラックウォーターへの出資に伴うリターンが今期から入ってくる予定であり、グループ会社の再編統合シナジーも含め、総額1000億円規模の収益改善が具体化している。これらの取り組みにより、2025年度9000億円程度の利益水準を見込んでいた。

一方で事業環境変化や米国関税措置を含めた通商政策の影響など、現時点で見通しにくい要素もあるため、こうした不確定要素に関しては、今後四半期ごとの決算タイミングに、ガイドラインとしての精度を高めていきたいと考えている。

Q 国内のさらなる能力削減の可能性について（IR説明会資料29頁）。内需が5000万トンを超える状況が常態化した場合、次期中長期経営計画策定にあたって、さらなる能力削減を検討する可能性はあるか。昨日同業他社も新たな中期経営計画公表の中で高炉の休止を公表している。国内生産能力削減について、コメントをいただきたい。

A 当社が他社に先んじて大幅な生産能力削減と国内最適生産体制の構築に取り組んできたことは、ご承知の通りと思う。昨年度末には鹿島の第三高炉を構造的に休止し、足元の低所要下でも当社の高炉はミニマムコストレベルとなるような稼働率で操業出来ており、当社の生産能力は現在の所要見合いの状態にある。

従って、今後検討しなければいけないのは、国内市況分野における競争力をどこまで強化できるかという点で、まずはここが一番大きなポイントになると考えている。

今後の収益改善策として、競争力を高めて生産規模を維持していくか、さらに能力削減に踏み込んで固定費を下げて収益を上げるか、という選択肢になる。最終的に後者の選択肢を

とり能力削減する可能性は否定しないが、それが検討の前提とはならないと考えている。

Q 中山製鋼所との合併設立の狙いと得られるメリットをお聞きしたい（IR説明会資料31頁）。たとえばJVから購入するホットコイルを御社ブランドで販売するなど、具体的にどのような形で収益貢献があるのか、お聞かせいただきたい。

A 当社はこれまで国内製鉄事業においては、紐付き分野を中心に鋼材マージン改善に取り組んできたが、市況分野においても同様にマージン改善を最優先に進めてきた結果、一定のシェアを失ってきたことも事実である。特にこの一年を振り返ると、中国材を含めた輸入材が相当量流入している。

このようななか、国内市況分野においてどのような手を打つか検討してきた。そうした中で、中山製鋼所の普通鋼電炉新設計画があり、当社としては、中山製鋼所が従前から電炉による薄板製造で培ってきた技術力と品質競争力と、コスト競争力ある最新鋭の電炉設備を活用して、高品質な電炉系鋼板を中心とした商品ラインナップを拡充し、国内需要を捕捉していくことを考えた。2030年以降のライン立ち上げに向けて、詳細をこれから詰めていく。

Q インドのAM/NS Indiaの能力拡張計画について（IR説明会資料36頁）。足元EBITDAが減じてきているが、そうした中で能力拡張計画を進めることはリスクになるではないか。インドにおけるセーフガード導入の動きは認識しているが、このあたりのお考えについて、お聞きしたい。

A ご指摘のように、AM/NS IndiaのEBITDAが足元減じているが、これは、中国の安価な鋼材の輸出増加によって東南アジアの鋼材市況が下落し、その影響を受けてインドの鋼材市況も下落していることに起因している。インド政府としても、セーフガードを発動して輸入材を阻止する動きをとっている。

インドは、基本的に中国材が浸透しておらず、ASEANマーケットより150\$/t程度高い鋼材市況を維持できているマーケットである。また、2030年粗鋼生産量3億tという政府の方針のもと、限られた大手鉄鋼メーカーが能力増強を進めている。こうした状況を鑑みて、インドは引き続き成長確度が高い市場であると認識している。一貫製鉄所の建設は時間がかかるので、インドの成長スピードに遅れをとらないように計画的に進めていく。短期と中長期の戦略を分けてそれぞれ考えていけばよいのではないかと考えている。

Q 2025年度は、営業キャッシュフローが大きく圧縮され、資産圧縮計画も500億円にとどまるため、フリーキャッシュフローが大幅に悪化するように見受けられる。投資は引き続きしっかり実行されると理解しているが、営業キャッシュフローが大きく下ぶれる局面において、キャッシュアウトの調整や資産圧縮などによる調整余地や柔軟性がどの程度あるのか、説明をお願いしたい。

A ご指摘のとおり、実力利益が6000億円では営業キャッシュフローが大幅に落ち込むことになるが、この水準で良いとは全く考えていない。最大の不確実要素であるトランプ政権の関税政策の影響を見極めつつ、いかに実力損益の底上げを図るか、社内で鋭意検討を進

めている。現段階では、実力利益をもう少し上方修正していきたいと考えている。

資産圧縮については、昨年度はポスコや神戸製鋼所の株式の売却を行った。今年度は、現時点でお示ししているのは既に決まっている日鉄興和不動産株式の売却のみであるが、今後さらに上乗せを図りたい。在庫圧縮活動についても取り組んでいる。実力損益の底上げと資産圧縮の追加施策を通じて、フリーキャッシュフローの改善を図っていきたいと考えている。

Q 資産圧縮について（IR説明会資料22頁）。近年、毎年1000～2000億円ペースで資産圧縮してきているが、政策保有株は8割以上売却済みである。次にこういった手段が考えられるか。親子上場の解消などによってまかなえるかどうかも含めてコメントいただきたい。

A ご指摘の通り政策保有株の売却は相当程度実行してきたので、今後売却できる株式が大量に残っている状況ではない。先ほど申し上げたように、グループ会社を含めたポートフォリオ見直しの中で、売却株が出てくる可能性はあると考えている。

親子上場に関して、様々な議論があることは承知しているが、親子上場という点だけを理由として資本政策を急ぐという話ではなく、親子会社間の事業のシナジーや様々な面での連携効果を勘案したうえで、総合的に判断するべきだと考えている。その一例が、グループ会社の株式の売却であり、山陽特殊鋼の完全子会社化である。会社毎にケースバイケースで考えるべきものと捉えており、その延長線上でこれからもポートフォリオを見直していくということはあろうかと思う。

◆事業環境、業績

Q 2025年度見通しに「環境悪化」の影響を2000億円程度織り込んでいるように見えるが（IR説明会資料7頁）、従前から中国の需給悪化によりアジアマーケットの鋼材スプレッドが相当悪化した状況にあったことに加え、さらに2000億円もの新たな環境悪化影響があるということか。

A 環境悪化影響としては、①国内向け・輸出向けや海外拠点の現地マーケットにおける販売環境の悪化、②原料価格下落の影響、さらに、③2024年度下期から2025年度にかけて、鋼材販売価格決定後の紐付きマージン変動（価格交渉前提と実績の外部コストの差に起因して一時的に発生する増減）の影響、があり、これら全て勘案すると2000億円近い影響があると見た。

特に中国材の影響は徐々に拡大してきており、インドのセーフガード発動や韓国のホットコイルADなどの各国の通商対策が増加しており、日本材もその影響を避けられない状況にあり、そうした向け先への出荷はゼロになる前提を置いた。米国の関税政策による影響もあり、従来のように、国内の所要が下がった時にホットコイル輸出を行うといった施策が取りづらい状況にあることもある。

原料価格の下落は、値決めタイミングとの関係で紐付きマージンを下げることに加えて、

原料事業のリターンそのものにも影響を受けるため、全体として相当な影響となる。

販売環境の悪化、原料価格下落、値決めタイミングとの関係による紐付きマーシンの悪化の3つに起因して1000数百億円規模のマイナス要素となり、当初展望していた2025年度の実力ベース連結事業利益見通し9000億円が7000億円台まで下がる想定している。さらに米国の関税政策の影響を最悪のケースの想定した場合でも6000億円以上は確保できるとご理解いただきたい。

Q 2025年度の国内紐付きマージンについて、どの水準まで下がるかとみているか（IR説明会資料68頁）。特に、自動車向けの適正マージン維持ができるかどうか懸念を持っている。

A これまでの適正マージン維持の取り組みの中で、紐付き分野のセグメンテーションと、市況分野とは異なる価格決定メカニズムについて、相当程度確立できている。従って、国内紐付き分野において、マージンが圧縮される事態は生じていない。中山製鋼所との合弁設立に関するご説明で申し上げたように、国内市況分野において、輸入材影響による市況下落やシェアを失ったところに課題があると考えている。

Q 中国の鉄鋼需給環境について（IR説明会資料11頁）。足元の中国の過剰供給は構造的で改善の兆しがみえないとのことだが、足元は中国の減産報道が増えてきている。これをどのように捉えているか。報道されている5000万トン規模の減産が鋼材市況に与えるインパクトについても、お考えをお聞きしたい。

A 2025年度見通しの前提としては、中国鉄鋼業に減産調整の動きはないという見方をしているマクロに申し上げて、中国鉄鋼業の大きなウェイトを占める国営ミルは、中央政府の意向を受けて動くものであり、中央政府が具体的な生産調整の指示をしているとは見ていない。中国国営鉄鋼メーカーは、あくまで生産と雇用の維持を優先しているというのが現状ではないか。中国側の意図としては中国の需給ギャップ拡大による安価な鋼材輸出の増加の動きは、全く変わっていないと考えている。

一方で、各国・地域における通商対策の動きが拡大しており、中国から輸出しづらい向け先が増えてきている。この結果日本のマーケットへの輸入鋼材の流入圧力が高まることにもつながることから懸念をもっている。足元為替が円高方向に振れていることも含めて、こうした動きが収益に与える影響は増しており、今後の動向を注視していく。

Q 電磁鋼板とシームレスパイプの需給環境についてお聞きしたい（IR説明会資料67頁）。特に、油価が下がっていることから、シームレスパイプの需要について懸念をもっている。

A 電磁鋼板については、九州製鉄所/八幡地区、瀬戸内製鉄所/広畑地区において、生産能力品質向上対策を講じてきている。需要自体は増えてはいるが、自動車電動化のスローダウンにより、数量は当初の計画までは届いていないのが実態だが、それ以上にマージン改善は進んでいるため、投資決定時の想定以上に収益改善効果を発揮している。

シームレスパイプについても、エネルギー開発が戻ってきており、天然ガス開発案件はじめ、今後期待される原発向けの需要などもあり、関西製鉄所を中心としたシームレス鋼管ラ

インはほぼフル生産中で、収益の支えとなっている。

Q 財務体質について（I R説明会資料23頁）。U. S. S t e e l 合併がクロージングした場合の資金調達はどうするのか。「最適な手段によるパーマネントファイナンス」とは、具体的にどのような手段を想定しているのか、今一度教えていただきたい。また、「D/Eレシオ0.7以下」は、いつごろまでに達成を目指すのか。どのくらい達成を急ぐのか、お考えをお聞きしたい。

A 資金調達手段については、ハイブリッド債や社債発行など、様々な金融商品があり、エクイティをからめる方法もある。加えてドル建てか円建てかという選択肢もある。そうした中で、我々が置かれている時々の状況や、財務体質、将来のキャッシュのニーズ等も踏まえながら、最適な手段を選んでいく。D/Eレシオについては、クロージングした場合も、早期に0.7以下を目指すことは我々の使命と考え、実行していきたいと考えている。

Q 2025年度配当見通しの考え方について（I R説明会資料9頁）。ご説明によると、過去5年間の利益に対して配当性向30%として120円としたとのことだが、その背景と考え方についてお聞きしたい。また、2025年度の実力ベース連結事業利益見通しは6000億円以上とのことだが、それ以上の利益が出る可能性もあると思う。その場合、増配はあり得るのか。

A 過去5年間を振り返ると、在庫評価差が名目上の利益のかかなりの部分を占めていたこともあり、必ずしも配当性向30%の配当をしてこなかった。2025年度は現行中期経営計画の最終年度で節目の年となることから、中計期間5年平均で配当性向30%となるような配当を行うこととした。現状の実力ベース連結事業利益見通し6000億円以上を前提として単年度で配当性向30%を適用すると、配当水準が相当低くなることから、これを下支えするという観点からも120円とした。

業績が好転した場合は、業績好転の程度にもよるが、相応の業績好転があった場合は、増配を考えることになろうと思う、

Q 2025年度配当見通しについて（I R説明会資料9頁）。前年度比で40円減配となり400億円程度のキャッシュアウト抑制に相当するが、社内でどのような議論があったか。

A 減配は極めて不本意な結果であるが、当社は利益に応じた配当を原則としており、今後の利益成長に向けた資金所要もあることから、社内議論の結果として、5年間通算で配当性向30%というのが、現時点で我々として最大限出来ることではないか、という結論に至った。

◆U. S. S t e e l 合併関連

Q 前回、U. S. S t e e l への追加投資は27億ドルとご説明があったが、その後、これがクロージング後に70億ドルの投資になるとの一部報道があった。この真偽についてコメントがあれば頂きたい。

A U. S. S t e e l への追加投資27億ドルについては、前回ご説明のとおり。今後どのような投資をしていくかについては、現在協議中の内容に関することであることから、コメ

ントは差し控えたい。報道に関しては、我々はお答えする立場にない。

Q 現在、米国トランプ政権と協議中とのことだが、バイデン政権時と比べて、CFIUS（外国投資委員会）とより良好なコミュニケーションがとれているという理解で良いか。

A CFIUSとの間では、誠実に審査が行われている。既に公の情報になっているが、本年5月21日までにCFIUSの再審査が行われたうえで、大統領の判断期間に入り、6月5日までに判断される予定。整斉と審査が進んでいる状況であり、我々としても、本件完了に向けて全力で取り組んでいる。

Q U. S. S t e e l の完全子会社化を目指すスタンスに変わりないと思うが、トランプ大統領は、当初から買収ではなく投資ならOKと発言していた。そこで、ケーススタディになるが、仮にマイノリティ出資になった場合のデメリット・メリットをどうお考えか。マイノリティ出資自体をどう考えているかも含めてお聞きしたい。

A CFIUSの再審査プロセス自体、守秘性が高い。仮定の質問にはお答えできない。ご了承ください。

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す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。