NIPPON STEEL

U. S. Steel とのパートナーシップの開始 IR 説明会（2025 年 6 月 19 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

****

◆戦略

Q　ＰＭＩ（Post Merger Integration）について。今後１００日プランでどのようなことを検討するお考えか、お聞かせいただきたい。

A　Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌ子会社化後に講じるべき策について、既に網羅的に検討している。これまでは独禁法の制約で情報共有が制約されていたために具体的に定量化できていなかったが、まもなく技術スタッフが４０名程度渡米し、設備状況をよく見て第二のデューディリジェンスとも言える確認を行い、改善計画を定量化し、具体策に落とし込んでいく予定である。これを１００日でやりたいと考えており、その後、もうすこし具体的な中長期的な取り組みをお示しできることになる。

Q　本件の定量的なシナジーについては、買収を公表した当初はクロージング後に精査して公表するという話だったと記憶しているが、これがいつ公表される予定なのか、教えてほしい。１００日プランの後なのか、それとも次期中長期経営計画の中で公表されるのか。

A　まずは、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌへの操業技術や設備技術の導入によって歩留等のベース実力を上げることがひとつのシナジーになる。もうひとつは、商品メニューを増やして高級化を進めることで収益力を高めること。また、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌ個社ではできないが当社と一緒になることによってグリーンフィールド製鉄所で規模を拡大できることもひとつのシナジーだと思っている。

１００日プランか、次期中長期経営計画かはあまり区別していないが、いずれにしても今から１００日プランの策定を進めていく中でクリアになっていくと思っている。

Q　今回の契約では、国内製鉄事業で行ってきた生産設備構造対策による固定費削減ではなく、変動費削減や生産性向上、または製品価格を上げて損益分岐点を下げる戦略を取られるのではないかと思うが、どのような戦略で利益を確保していくのか。投資リターンの確保について、お考えを解説いただきたい（ＩＲ説明会資料８頁）。

A　この１年半、総合的な戦略を練ってきた。戦略として考えていることは３つある。

ひとつは、当社の設備・操業技術の導入によって、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌの操業実力を高め、品質やコスト競争力を上げることで収益性を高めていく。そのために、たとえばゲーリー製鉄所の第１４高炉改修や熱延設備新設などを行う。

もうひとつは、当社の商品技術を導入し、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌが現在製造できないが米国に需要がある商品、たとえば電磁鋼板などの製品メニューを増やしていくことである。我々の得意とする高級鋼の技術導入によって、投資の一番の目的である世界最大の高級鋼マーケットの成長をしっかり捕捉していく。

３つめは、グリーンフィールドの新製鉄所建設による規模拡大である。まだ場所は決めていない。条件は州ごとに異なるが、現在米国ではグリーンフィールド投資を誘致したいと各州がしのぎをけずり始めている。電炉一貫ミニミル建設を考えており、これはカーボンニュートラルにも寄与するものと考えている。

Ｑ　ＮＳＡ（National Security Agreement）および黄金株の取り決めについて確認したい（ＩＲ説明会資料５頁）。米国政府が黄金株に基づき選任する１名と、ＣＦＩＵＳの承認を得た２名、計３名の米国籍の独立取締役がガバメント・セキュリティ・コミティ（ＧＳＣ）を構成し、この３名による承認が得られれば設備を休止し構造改革を行うことが可能と理解してよいか。

以前、御社はＮＳＡ案として「１０年間は能力を削減しない」ことを保証していたと思うが、今回はそのような期限が見当たらない。逆に言えば、１０年経過した後は自由に構造改革ができると読み取れたが、今回の枠組みにおける構造改革の実施条件について説明をお願いしたい。能力削減に関する制限に期限の定めはないという理解でよいか。

Ａ　本件は成長投資であり、基本的に拠点閉鎖・設備休止は念頭にない。そうならないようにするのが責務であり、出来ると思っている。

製造拠点の閉鎖・休止等に関する取り決めについては、通常操業における暫定休止は出来るが、恒久的休止は承認が要る。恒久的休止には、ＧＳＣの３名の独立取締役のうち過半数の承認が必要である。

今後１０年間については、ＧＳＣの３名の独立取締役の過半数の承認に加えて、黄金株に基づいて選任される独立取締役（１名）の承認が必要になる。言い換えれば、ＧＳＣの独立取締役の過半による承認があっても、黄金株の独立取締役が反対した場合は、当該提案は１０年間実行できない。一方で、承認があれば今後１０年以内の実行も可能である。黄金株取締役の反対により一定期間実施不可となる構造となっている。

１１年目以降は、ガバメント・セキュリティ・コミティの３人の独立取締役の過半数の承認だけで休止が可能になる。従来も１０年と期限は切っていたが、その先も閉鎖をしないという大きな考え方は変わっているわけではないので、条件が悪化したということではない。

なお、黄金株およびＮＳＡに関する詳細な定めや、設備投資の経年別内訳等については、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌが米国ＳＥＣ（U.S. Securities and Exchange Commission）に提出したＦｏｒｍ８－Ｋを参照いただきたい。

Ｑ　収益性の改善に関して。先ほど「現在、米国において、需要はあるが現地で生産できていない領域を、今後埋めていく」とのご説明があった。これは、日本からの輸出によって関税を受けている製品が、今後、現地生産に置き換わるという意味で、ローカライゼーション戦

略と理解している。結果として、現時点で御社が想定している関税影響のマイナスが圧縮され、むしろプラス要因となる可能性もあると考えられるが、現在のお考えについてご説明願いたい。

Ａ　足元の状況としては、まだトランプ大統領の関税政策自体が定まっておらず、関税政策全体の行方も不透明である。そのため、２０２４年度決算発表時にも申し上げたとおり、現段階でその影響を定量的に把握するのは時期尚早である。ただし、仮に鉄鋼製品への５０％関税が実施された場合でも、我々は米国内での生産を継続することになるため、間違いなくその恩恵を受ける。そのうえで、米国内での生産におけるプラスの影響と、他地域の生産において被る可能性のあるマイナス影響がどう相殺されるかについては、今後さらに注意深く分析し、整理ができた段階で公表していきたい。

◆設備投資

Ｑ　設備投資金額およびその時間的配分についてお聞きしたい（ＩＲ説明会資料８頁）。２０２８年末までに１１０億ドルの投資と期限を区切ってご説明いただいたが、次のステップとなるグリーンフィールド投資の一部も含まれるとのことである。次期中長期経営計画は、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌを含めた計画策定が想定されるが、この期間内での年次ベースの投資規模感や投資配分について、可能な範囲でご説明いただきたい。１１０億ドルは、２０２８年までの期間（約３年９か月）で均等に割り振って考えてよいか。或いは、年率ベースでのおおよその投資規模感について、参考となる考え方があれば、ご教示いただきたい。

また、グリーンフィールド案件は、電炉をベースとした一貫ミルを想定されているとのことだが、生産能力や投資額等の規模感について、お話しいただける範囲でご教示いただきたい。

Ａ　本年末までに策定予定の次期中長期経営計画には、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌも盛り込む予定である。ただし、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌに関する検討期間は、クロージングから中計公表まで半年程度しかなく、今後実態を把握のうえ短期間での計画策定となるため、計画の精度については一定のご理解をお願いしたい。いずれにしても、中長期的にＵ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌをどのように成長させるかを検討する重要なプロセスとなる。

１１０億ドルの年次見通しについては、リニアな配分ではなく、後半にウェイトがかかる形での投資スケジュールを見込んでいる。なお、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌを含めた当社グループ全体の設備投資計画については、まさに今後の次期中長期経営計画の中で議論する事項であり、現時点で具体的な金額や配分については申し上げられない。

グリーンフィールドのプロジェクトについては、基本的にはミニミル電炉を想定しており、Ｂｉｇ　Ｒｉｖｅｒおよびビッグ　リバー２と同程度の規模を視野に入れている。詳細については現時点では申し上げられない。

Ｑ　２０２８年末までの投資１１０億ドルに、グリーンフィールド新製鉄所建設投資は全部入っているのか（ＩＲ説明会資料８頁）。また、米国政府の言う「１４０億ドル」とは何の

数字か。

Ａ　グリーンフィールド投資のうち、初期投資のごく一部が１１０億ドルに入っている。２０２８年までの間に、投資が決定して一部目途がたつわけだが、全てが入っているわけではない。

米国政府が言っている１４０億ドルは、当社が公表した数字ではない。グリーンフィールド投資のうち、１１０億ドルに含まれる部分以外も含めて、ひとつの物差しとして言っているものと捉えている。

◆資金調達、財務体質

Ｑ　株式市場の観点では、多額の資金所要に懸念がある（ＩＲ説明会資料１２頁）。今後数年間に、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌや電炉転換などにさらに２兆円規模の資金支出が必要になる可能性がある。仮に世界的に鉄鋼事業環境が好転せず、業績も思うように改善しなかった場合、キャッシュフローだけで賄えず、Ｄ／Ｅレシオの上昇や資金調達の懸念が考えられる。ご見解をお聞かせいただきたい。

Ａ　電炉案件も含め、すべての投資についてキャッシュフローに与える影響をきちんと見極めながら投資判断しており、大丈夫だというのが答えになる。

Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌの設備投資については、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌ自身の事業キャッシュフローを投資にあてることを基本に考えている。Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌの利益成長については、３～４段階のことが起きると考えている。まず２０２５年度の利益は、アナリストコンセンサスベースの９ヶ月分で１，０００億円を見込む状況にある。中期的には、初期的なシナジーを含めると１，５００億円程度には上がっていくだろうと思っている。２０２８年度くらいまで見通すと、Ｂｉｇ Ｒｉｖｅｒ２がフルアップしてくる。また、電磁鋼板の生産本格化などを含めると、全体として２，５００億円程度の利益貢献ができる子会社になると思っている。その先、２０２８年度以降は、現在計画している投資が進捗して、投資リターンとして還流してくる。こうした利益によるキャッシュフローがあるので、財務体質を悪化させることはないと考えている。投資が利益を生んでくる。

Ｑ　１１０億ドルの投資についてはＵ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌのキャッシュフロー創出力を向上させるものだが、足りない場合は、最適なファイナンス手法を検討すると理解しており、仮に増資する場合も、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌの取込利益の範囲内でやるという話と理解している。しかし、仮に増資しても足りない場合、増資の希薄化率をＵ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌの取込利益の範囲内に収めることと、調整後Ｄ／Ｅレシオを０．７倍以下に下げること、どちらかを妥協しなければならない状況になった場合、どちらを優先するかの考え方を教えてほしい。

Ａ　増資をしても足りないという状況はあまり考えられないが、既存株主の皆様にご迷惑をおかけしないというのが最優先課題だと思っている。

Ｑ　本年９月に５，０００億円の円建てハイブリッドローンを予定されているが、過去分は償還されるのか（ＩＲ説明会資料１２頁）。また、ハイブリッド調達の残高が９，３００億

円あったと思うが、これが９月に１兆４，３００億円になるのか、それより減額されるか。

Ａ　ハイブリッド調達は、基本的には、償還時期がくれば、借り換えていく方針である。残高については、一旦増えるとお考えいただきたい。

Ｑ　増資に関する方針について（ＩＲ説明会資料１２頁）。ＥＰＳが下がらないようにするというご発言は、仮に増資を実施する場合でも、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌの連結により増加するＥＰＳの範囲内に収めるという、従来の方針と変わらないと理解してよいか。また、増資は２０２５年度末以降にパーマネント・ファイナンスを検討する際の選択肢の一つと位置付けられており、逆に言えば、今後１年程度は、増資を実施するか否かが確定しない状態が続くという理解でよいか。

Ａ　基本的な考え方は従来と変わらない。またご承知のとおり、増資を実施する場合は、限られたウィンドウの中で、速やかに対応する必要がある。実施時期や方針については内部情報にも関わるため、現時点では明言を控える。

Ｑ　記者会見で説明された「希薄化しない増資」とは、ハイブリッド性のものを指しているのか。

Ａ　最適な方法を考えるということで、普通の増資も含めて視野に入っているということであるが、当然、既存の株主にご迷惑をかけられないので、実行する場合は、ＥＰＳを毀損しない範囲での増資ということになる。

Ｑ　次期中長期経営計画における配当の考え方について、確認させていただきたい。今回（２０２５年度）はＡＭ／ＮＳ　Ｃａｌｖｅｒｔの譲渡損失等もあるなかで、５年間の配当性向３０％というところに軸がおかれたと理解しているが、来期以降この考え方は変わってくるのか。同業他社では下限配当を設定した事例があるが、現在のお考えを伺いたい。

Ａ　我々は高水準で安定的な配当を継続することを非常に重要視している。一方で、これから成長投資やカーボンニュートラル投資などが出てくる。そうした中で、配当性向については、今のところ、従来の配当性向３０％程度という方針を堅持していきたいと思っている。株主還元と成長投資やカーボンニュートラル投資のバランスを取っていきたいと思っており、現時点、配当方針を変えることは視野にない。ただし、配当方針の運用上の工夫は色々とあり得ると思っており、新しい制度検討などは不断に取り組んでいく考えである。

◆Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌ関連ほか

Ｑ　Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌの業績は、足元２四半期、営業赤字になっており、一過性要因等もあると思うが、どういうところに課題があって、今回の投資で何がどう変わっていくのかという点について、お考えをお聞かせいただきたい

Ａ　Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌの足元２四半期とは、２０２４年１０～１２月期と１～３月期のことになるが、営業赤字という状況は３月までの話である。米国市況が大幅にあがったのはトランプ政権になった１月以降で、業績にはその影響は４月以降出てくるので、足元は赤字という状況にはなっていない。

どのような手を打っていくかということについては、この１年半、我々であれば、こうすれば収益性があがる、ここを変えれば損失は出ない、といったことがいくつもあった。具体的には申し上げられないが、こうした手を全速力で打っていく。

Ｑ　Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌの利益貢献について（ＩＲ資料１１頁）、先ほどのご説明を再確認させていただきたい。ベース利益として１，０００億円あり、米国の鋼材市況の上昇で１，５００億円程度に上積みされ、そこにＢｉｇ　Ｒｉｖｅｒ２のフルアップと電磁鋼板の生産等で、２０２０年代後半までに２，５００億円程度の利益水準になり、さらに将来、成長投資の効果が上積みされるという理解で良いか。

Ａ　その通りである。

Ｑ　Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌの出荷構成のうち、かなりの部分をサービスセンター・トレーダー向けが占めているが（ＩＲ説明会資料１９頁）、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌの出荷先として重要なのは自動車向けなのか、それとも建設向けなのか。また、米国の自動車向けでも、日本の紐付のようなプライシングに関する契約は存在するのか。

Ａ　Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌの出荷構成のうち薄板については北米の高炉ミルからの出荷になる。このうちの４割超は自動車向けであることから、自動車向けの太宗は薄板ということになる。一方で、ミニミルつまりＢｉｇ　Ｒｉｖｅｒの電炉は、建設用途のサービスセンター向けが多い。ただし、ミニミルでも今後電磁鋼板など品種高度化が進んでいくので、このままの構成にはならない。

米国の自動車向けも日本の紐付と同じような契約があり、価格の決め方として長期契約のものもある。当社の国内向けのように市況分野との完全な区別はできていないが、いわゆる紐付価格は存在している。

Ｑ　ＵＳＷとの関係について現在どのような見方をしているのか。また、２０２６年にはＵＳＷとＵ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌの労使協定の更新があるが、ここにリスクはないか。

Ａ　ＵＳＷについては、執行部と現場と分けてお話させていただく。現場の方々が圧倒的に当社を支持してくれていることに変わりなく、今回のクロージングについて非常に喜んでくれている。

執行部との関係についても、当然我々としては建設的な関係を築いていきたいと思っているし、彼ら自身もそう思っていると理解している。対話に関して我々は常にオープンであり、２０２６年に限らず、建設的な関係の構築に向けて対話していきたいと思っている。従って、２０２６年の交渉に向けて特別なリスクがあるわけではなく、通常の交渉になるとご理解いただきたい。

Ｑ　米国のカーボンニュートラル投資等の状況について、あまり詳しくないが、日本と同じように、米国でも、水素還元などを含め、それなりの研究開発や設備投資がＵ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌにも発生するのか、あるいは、日本とは違う時間軸で取り組んでいくことになるのか、可能な範囲でお答えいただきたい。

Ａ　カーボンニュートラルについては、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌも同じような目標をもっている。

米国ではＣＣＳ（Carbon dioxide Capture and Storage）に適した場所が多数あるため、ＣＣＳを主体とした安価で競争力があり実効性のある進め方をとっていくことになる。我々のカーボンニュートラル技術を持ちこむのがいいか、Ｕ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌの既存の計画に沿って進める方が効率的なのか、これからきちんと評価していく。いずれにしても、操業上の改善については、我々の技術があれば、ＣＯ２排出に関しても、現在のＵ．Ｓ．Ｓｔｅｅｌの実力よりかなり改善すると考えており、まずはここからやっていく。

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ますようお願い致します。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。