

ArcelorMittal 합병 10주년 평가와 시사점

- Mittal 글로벌전략 중심으로 -

임정성 수석연구원, 글로벌연구센터 (jsimm@posri.re.kr)

목차

1. 검토 배경
2. ArcelorMittal 합병 10년간 실적
3. Mittal 글로벌전략 변화
4. Mittal 글로벌전략 평가와 전망

Executive Summary

- 공격적 M&A 통해 세계 1위 철강사로 부상한 ArcelorMittal이 금년 6월말 합병 10주년을 맞이하면서 Mittal 글로벌전략에 대한 평가 필요성 부각
 - 10주년을 계기로 2000년대 이후 세계 철강업계에 큰 영향을 미친 Mittal 회장의 비전과 글로벌전략을 분석하고자 함
- 합병 10년간 실적을 보면, 2008년까지는 양호했지만 이후에는 부진
 - 합병 후 3년간 1, 2위 철강사간 합병에 따른 양적 확대 속에 수익성도 양호하여 세계 철강업계 선망의 대상이 됨
 - 그러나 2008년 이후 사업규모가 큰 미국과 유럽에서 금융위기와 재정 위기가 잇따르면서 실적이 크게 악화 (2012년 이후 4년 연속 순적자 기록)
- Mittal 글로벌전략은 2000년대 초 “Truly Unique, Truly Global, Truly Steel” 모토로 집약되며 저원가·고품질 철강사 유지 위한 3대 M&A 원칙을 유지
 - M&A 3대 원칙: 1) 기존 그룹사와 시너지 극대화 2) 저원가 생산으로 18~24개월 내 흑자 전환 가능 3) 생산 Mix 개선 가능한 철강사만 인수
 - Arcelor 인수 시에는 3대 원칙 이외 ‘경쟁사를 제거’해야 한다는 의지도 작용하여 고가 인수 결과 초래 (오퍼 금액이 최초보다 43% 상승)
 - 대규모 합병을 잇따라 추진하면서 선진국 및 판재류 비중 확대로 저급재-저원가-고수익 특성이 희석
 - 2010년 Mining Division 신설, 2011년부터 ‘Steel & Mining 회사’로 정체성을 규정했는데, 이후 실적 악화로 수직 다각화 이점 약화
- Mittal은 1위 철강사가 세계 조강생산 10%를 점유하면 가격을 통제할 수 있다고 판단하여 Arcelor와 합병을 추진했으나 결과적으로 실현 못함
 - 철강업계에 생소했던 LBO(Leveraged Buyout) 기법으로 철강사 인수를 지속했으나, 이 방식은 실적 부진과 유동성 경색 시 파산 위험성을 고조시킴
 - 금년 2월초 사상 최악의 경영실적을 발표하면서 <Action 2020 Plan>을 제시했는데, 성공 여부는 중국 정부의 철강능력 감축 속도와 덤핑 수출 억제 노력, 영국의 EU 탈퇴 등 외부변수에 크게 의존할 것으로 예상

1. 검토 배경

- 2006년 6월 25일 1억 톤이 넘는 생산능력을 가진 ‘공룡 철강사’로 탄생한 ArcelorMittal의 글로벌전략은 세계철강업계에 지대한 영향을 미치며 최대의 화두로 떠오름
 - 한편, Mittal 글로벌전략에 영향을 받아 선진국 철강사들을 의욕적으로 인수했던 인도, 러시아 등 개도국 철강사들의 투자는 대부분 실패
 - Tata Steel은 2007년 초 몸집이 3배 이상 큰 Corus를 U\$120억에 인수. 설비투자(U\$29억)와 구조조정 노력 불구 회생 가능성 없어 현재 매각 추진중
 - Severstal은 2004년 미국 진출 이후 10년 만에 U\$20억을 상각 처리하면서 미국 사업에서 완전히 철수
- 금년 6월 말 합병 10주년을 맞이해 ArcelorMittal의 글로벌전략을 분석하고 향후 전략을 평가할 필요
 - Mittal의 적대적 인수로 물러났던 Arcelor의 기 돌레 CEO는 합병 당시 “최종판단을 하기에는 이르다. 합병 성공 여부는 5~10년 정도 지나야 알 수 있다”고 언급
 - Severstal의 모르다쇼프 CEO는 최근 Mittal과 경쟁해 Arcelor 인수(돌레 CEO의 백기사로서 지분 30% 인수 시도)에 실패한 것은 ‘행운’ 이었다고 언급
 - 합병 후 PMI(Post-Merger Integration) 추진 시, 2008년 미국발 금융위기와 2011년 유럽발 재정위기 등 두 차례 경제위기를 맞았고, China Effect에 따른 철강경기 슈퍼사이클도 종료되는 등 대외 악재 다발
 - 따라서 Mittal 글로벌전략이 어떻게 변화했고, ‘New Normal’ 시대에 접어든 현 시점에서 여전히 타당한 지에 대한 고민이 필요

2. ArcelorMittal 합병 10년간 실적

□ 인수 초기 1, 2위 철강사간 합병에 따른 양적 확대 속에 수익성도 양호하여 글로벌 철강업계의 성공적인 합병 사례로 주목 받았음

- 4개 대륙에서 조강(crude steel)을 생산하는 유일한 철강사로서 ‘진정한 글로벌 기업’의 면모를 과시
 - 2006년 4개 대륙 27개국 64개 고로 및 전기로 제철소에서 조강 생산
- 2006년 조강생산 실적은 2위 신일철(3,370만 톤)에 비해 3.5배 많은 1억 1,800만 톤 기록
 - 매출액은 2008년 U\$1,249억까지 증가, 2006년에 비해 40% 성장
- 철광석과 석탄까지 직접 생산하는 수직 통합화된 비즈니스 모델로, 2006년 자체 광산에서 6,400만 톤의 철광석을 생산(세계 5위)
- 높은 수익성으로 인해 주식시장과 외부기관에서도 양호한 평가
 - 합병 시 제시했던 3년간 U\$16억의 시너지 창출 목표를 18개월 만에 달성했고, 경쟁사 대비 톤당 U\$80의 원가우위를 확보
 - 매출액 대비 순이익률은 2006년 9.0%, 2007년 9.9%, 2008년 7.5% 기록
 - 주가는 2006년 초 U\$20 수준에서 2008년 평균 U\$66.52까지 상승
 - WSD(World Steel Dynamics)도 2008년 경쟁력 순위에서 세계 4위로 평가

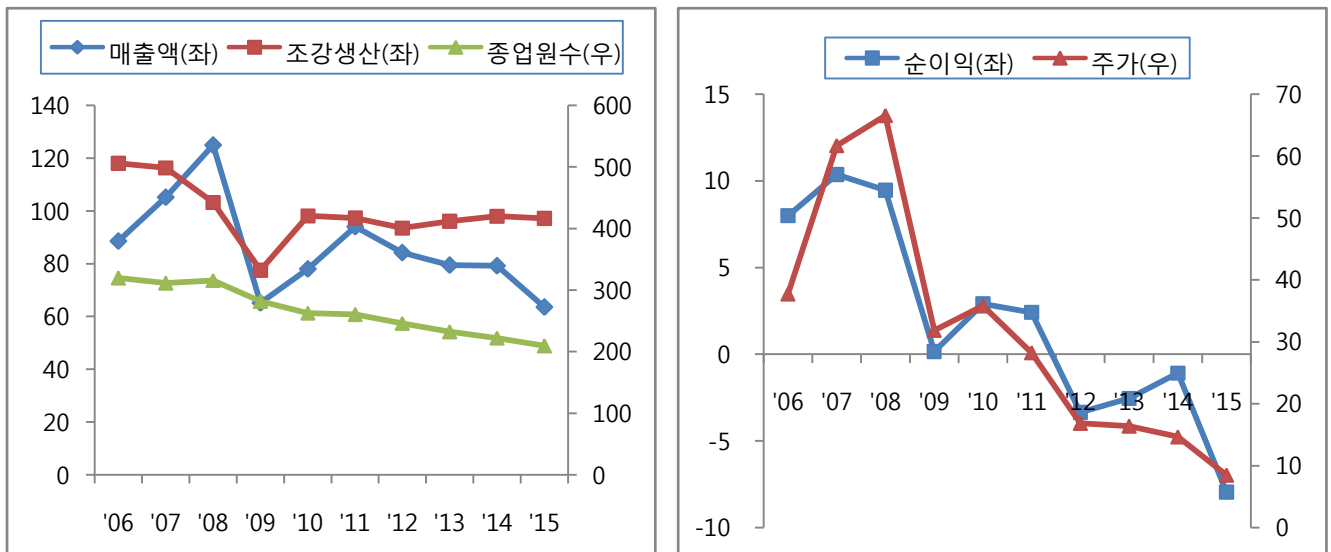
□ 2008년부터 사업규모가 큰 미국과 유럽에서 금융위기와 재정위기가 잇따라 발생하면서 이후 실적 악화

- 조강생산은 2009년 7,750만 톤까지 감소한 후 점차 회복되어 2015년 9,710만 톤을 기록하였으나 2006년 대비 82% 수준에 그침
 - 매출액은 2009년 U\$610억까지 감소한 후 생산 회복에도 불구하고 가격 하락 영향으로 작년 U\$635억에 그침(2008년 피크 대비 51% 수준)
 - 종업원수는 합병 시 32만 명에서 계속 감축하여 2015년 21만 명 수준

○ 순이익에서는 2012년부터 4년 연속 적자를 기록(2015년 U\$79억으로 최대규모 적자)

- 순적자는 대부분 자산손상, 대손상각, 지분율평가손, 재고평가손 등 비영업적 요인들에 기인
 - 2012년에는 프랑스, 벨기에 고로 폐쇄 등으로 U\$43억을 상각 처리, 작년에는 광산부문에서 U\$48억 자산손상, U\$14억 재고평가손 처리

〈합병 후 ArcelorMittal의 실적 추이〉 (백만 톤, U\$십억, 천명, U\$)



자료: ArcelorMittal 홈페이지

○ 주가도 급락하여 2012년 평균 U\$16.84, 2015년 U\$8.47을 기록

- 2008년 한때 U\$1,400억까지 갔던 시가총액이 금년 2월초 U\$68억(주당 U\$3.02)까지 하락하여 Arcelor 인수가격(U\$350억)의 1/4에도 미치지 못함

○ WSD 평가도 2012년 16위, 2013년 26위, 2015년 18위로 하락

현재 Moody's, S&P 신용등급은 투자 부적합 등급(Ba2, BB)과 부정적 전망

3. Mittal 글로벌전략 변화

□ 2000년대 초반 Mittal 회장의 글로벌전략은 “Truly Unique, Truly Global, Truly Steel” 모토로 집약

- 선진국 고로일관 철강사 중심의 주류에서 벗어났던 Mittal은 자동차, 원료, 제약, 은행 등 타산업 벤치마킹을 통해 다음과 같은 혁신적인 사고로 접근
 - 국가 기간산업이자 군수산업이며, 중량이 커 내수산업이라는 기존 인식을 깨고 철강산업도 ‘글로벌화’가 가능 (내수시장 없는 100% 수출도 가능)
 - 만성적인 공급과잉에서는 부실 철강사를 M&A하면 신규투자 대비 톤당 투자비 대폭 감축 가능
 - 지역간 철강시황이 상이하기 때문에 지역적 분산을 통해 안정적인 실적을 확보할 수 있고, 범위의 경제 통해 시너지 창출이 가능
- 전후방 산업을 연계한 수직다각화 추진 통해 비용 감축을 도모
 - 원료 확보의 중요성을 느끼고 Captive Mine을 가진 철강사 위주로 인수하고, 1995년 일찍이 선박 등 물류 분야를 내부화

〈Mittal 글로벌전략의 진화단계〉

	1단계('89~'94)	2단계('95~'05)	3단계('06~현재)
진화 발단	트리니다드&토바고에서 부실 국영 철강사 위탁 경영 성공	1995년 런던 이전, Ispat+LNM 합병, 미국 ISG와 합병	2위 철강사 Arcelor 적대적 인수
전략 추진주체	Ispat Industries (인도기업)	Ispat International, LNM Holdings, Mittal Steel	ArcelorMittal
비즈니스 모델	개도국 부실 국영철강사 인수 후 재건	부실 철강사 인수 후 재건 + 거대 합병 통한 시너지 극대화	세계시장 점유율 10% 확보 통한 가격 조절과 수익성 확보
결과(조강생산)	1.0 → 5.0백만 톤	6.1 → 63백만 톤	118 → 97.1백만 톤

자료: POSRI 정리

□ 한편, 2000년대 중반부터 저원가·고품질 철강사 유지 위한 3대 M&A 원칙이 약화되고, Arcelor를 고가에 적대적 인수를 함

- M&A 원칙은 1)기존 그룹사와 시너지 극대화 2)저원가 생산으로 18~24개월 내 흑자 전환 가능 3)생산 Mix 개선 가능한 철강사만 인수

- 3대 원칙에 따라 2000년대 초반 Corus 검토 후 인수 추진 않기로 결정
- Arcelor 인수 시에는 M&A 3대 원칙 외에도 ‘경쟁사를 제거’해야 한다는 의지도 작용
 - Mittal과 Arcelor 양사가 철강사 인수전에서 잦은 경쟁으로 오퍼가격이 상승하자 Mittal은 Arcelor 돌레 CEO에게 합병과 CEO직을 제안
 - 돌레가 인수에 저항하면서 5개월간 오퍼 금액이 2006년 1월 주당 €28.21에서 €40.37로 43% 상승

□ 또한 합병을 잇따라 추진하면서 선진국 비중이 확대되었고, 판재류 위주 생산으로 전환되면서, 과거 저급재-저원가-고수익의 특성이 희석

- 2004~2006년에 걸쳐 3건의 합병으로 고비용 저성장의 선진국 시장 비중이 크게 확대
 - 카자흐스탄 등 개도국에서 높은 수익성을 누렸던 Mittal은 중국(인수)과 인도(신설), 인도네시아(인수)에서 일관밀 확보를 모색했으나 성공 못함
 - 신흥시장 비중을 2007년 45%에서 2012년 60%로 늘리는 계획이 좌절
 - 반면, Ispat International과 LNM Group간 합병 이후 미국 ISG(International Steel Group)와 합병하고, 유럽 최대 철강사인 Arcelor를 인수하게 됨
 - 이 결과 매출비중은 유럽 47%, 북미 26%, 남미 13%, ACIS(Africa & CIS) 9%, Mining 5%(2015년 기준)
- 합병 이후 경쟁열위 설비매각 등 구조조정을 단행한 결과 NSSMC나 포스코 등과 비슷한 프로세스·기술·제품 포트폴리오를 갖게 됨
 - 1997년까지 Mittal은 광산~DRI~전기로에서 봉형강류나 반제품을 저가로 생산하고 가격 탄력성이 높은 유통시장에서 판매해 고수익을 확보
 - 1998년 Inland를 인수하면서 최초로 고로~판재류 분야에 진출했는데, ISG, Arcelor와 통합하면서 고로~판재류 위주 업체로 전환
 - 조강생산 비중(2015년): 고로 76%, 전기로 20%, 평로 4%
 - 제품판매 비중(2015년): 판재류 66%, 봉형강류 32%, 파이프&강관 2%

- 초창기 시절과는 달리 많은 설비 신설 투자비와 R&D 비용이 지출되고, 장기계약 판매 확대로 시장 탄력성도 하락

□ 2010년 Mining Division 신설, 2011년부터 ‘Steel & Mining 회사’로 정체성을 규정했는데, 이후 실적 악화로 수직 다각화 이점 약화

- Arcelor 인수로 원료 자급도가 하락하고, 원료가격이 급등하자 철강 경쟁력 원천은 더 이상 판매가 아닌 ‘원료’라고 판단하고 광산회사도 인수
 - 자급도가 철광석 53%에서 45%로, 코크스탄은 45%에서 10%로 하락하자 2015년까지 철광석 85%, 코크스탄 50%를 목표로 광산에 투자
 - 저렴한 광산 인수를 위해 내전을 겪고 정치·치안상으로 위험한 라이베리아, 보스니아 광산까지 인수. 캐나다에서는 대규모 신규 철광산 개발에 참여
- 2010년 U\$16억, 2011년 U\$26억 영업흑자로 기여도가 높았으나, 이후 원료가격 하락으로 2015년 U\$35억 적자를 기록해 상황이 역전

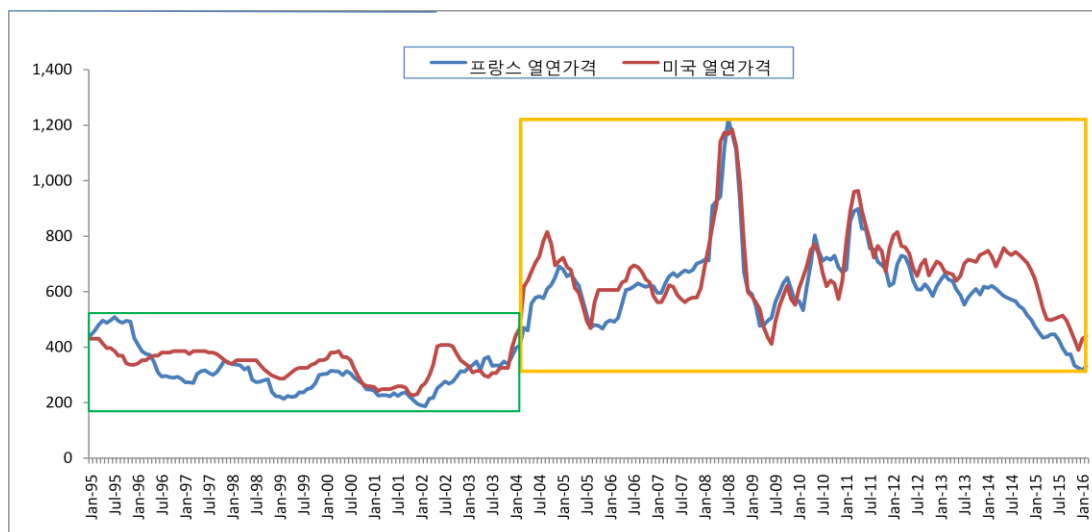
4. Mittal 글로벌전략 평가와 전망

□ 2000년대 초반 Mittal은 1위 철강사가 세계 조강생산 10%를, 10대 철강사가 30%를 점유하면 철강가격을 통제할 수 있다고 판단

- Arcelor 합병 이후에는 ‘2억 톤 규모’ 철강사를 목표로 추가적인 M&A 의욕을 밝혔지만, 금융위기 도래로 실행하지 못함
 - 2009년에는 철강가격을 안정시키기 위해 가동률을 50%까지 낮추는 ‘혁신적인’ 도전을 시도
- 중국 철강업계도 Mittal의 통합화 주장에 부응해 M&A를 활발히 추진 했지만, 능력과 생산을 계속 확대해 오히려 가격 변동성을 높임
 - Mittal은 중국정부 의지로 능력 감축과 수출 감소를 기대했지만, 4억 톤의 과잉능력과 1억 톤 이상(2014년 이후)의 수출로 철강가격이 대폭 하락
- 원료업계 Big3 비중이 거의 70%인 것을 고려하면, 1위 철강사 10%, 10대 철강사 30% 비중의 통합화 수준은 가격 안정화에 한계가 있는 것으로 판단됨

- 중국의 생산 지속 증가와 자체 생산 조절로 ArcelorMittal 점유율은 2006년 9.4% 정점에서 2008년 7.7%로 감소, 2009~2015년 평균 6.2%에 그침
- 세계 10대 철강사 점유율은 1992년 19.8%에서 2002년 25.9%, 2012년 27.4%로 증가한 후 2015년 15.9%로 다시 하락하여 원료업체와는 큰 격차

〈미국과 프랑스의 열연 내수 Spot 가격추이〉 (U\$/톤)



자료: CRU

□ Mittal은 철강업계에 생소했던 LBO* 기법으로 철강사 인수를 지속해 빠른 시간 내 세계 1위 철강사로 부상했으나, 이런 전략은 실적 부진과 금융 유동성 경색 시 파산 위험성**이 높아짐

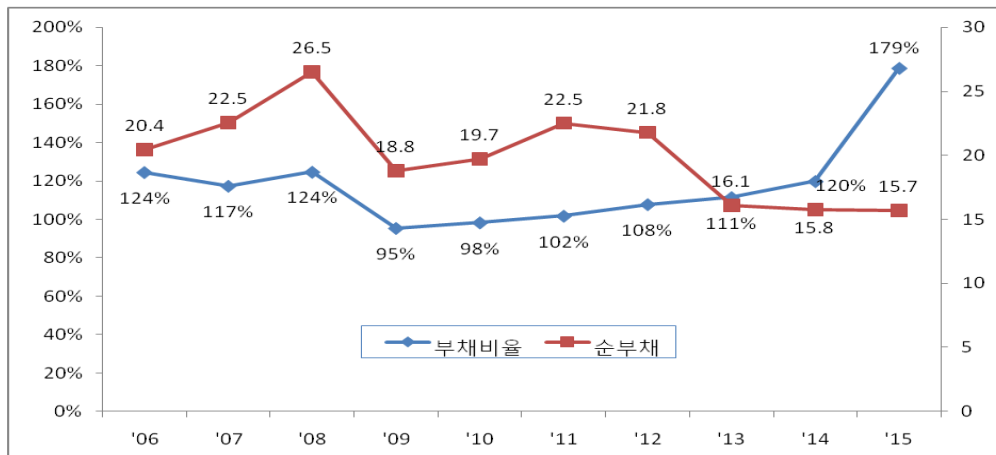
○ Arcelor와 합병 및 이후 지속된 M&A 투자 결과 2008년 부채비율이 125%, 순부채가 최대 U\$325억까지 증가

- 이에 추가적 인수를 중단하고 내부 구조조정과 비용감축에 집중하여 2009년 부채비율은 95%로, 순부채를 U\$18.8억까지 감축

* LBO(Leveraged Buyout): 인수대상 기업의 자산을 담보로 투자자금을 빌려서 기업을 인수한 후 설비투자 등을 통해 기업가치를 올리는 것

** Inland 인수 후 동유럽, 아프리카에서 계속된 철강사 인수와 2001년 극심한 불황에 따른 대규모 적자로 Ispat International의 부채비율이 1997년 335%에서 2001년 1,472%, 2002년 4,200%로 급증, 파산 위기에 직면

〈ArcelorMittal의 부채비율과 순부채 추이〉 (U\$십억)



자료 : ArcelorMittal Annual Report, Fact book

- 이후 지속된 원가절감 노력에도 불구하고, 서유럽 경기침체와 철강가격 하락으로 4년 연속 순적자를 기록하여 부채비율이 2015년 179%까지 급증

- 이에 無배당을 실시하고, 스페인 자동차 부품사, 미국 조강류 설비 등 비핵심 자산을 매각하여 단기부채를 상환
- 또한 2016년 4월 신주 발행을 통해 U\$32억을 확보(Mittal Family U\$11억 참여 포함)하여 순부채 규모를 U\$133억으로 축소

- 향후 2019년까지 부채상환을 위한 충분한 자원 보유로 유동성이 크게 악화되지는 않겠지만, 외부환경 급변 시에는 위기 재현 가능

- 현재 보유 현금과 신용한도액(Credit Line)을 합하면 U\$101억 규모
- 만기도래 부채 규모(U\$억): 2016년 11억, 2017년 8억, 2018년 20억, 2019년 26억, 2020년 25억, 2020년 이후 74억

□ Mittal 회장은 금년 2월초 사상 최악의 경영실적을 발표하면서 〈Action 2020 Plan〉을 제시해 다시 한번 경영재건을 시도

- 유럽과 미국 사업장 중심으로 극한적인 원가절감 노력을 배가하고, 자동차강판 등 고부가가치 제품에 집중하는 것이 요지

- 유럽 사업장은 중복설비 합리화 통해 대표 제철소 중심으로 운영, 미국은 NSSMC와 공동으로 인수한 Calvert 제철소의 보완투자로 능력 확대

- 전략적 중요성이 감소한 광산과 봉형강류 부문, 초창기 인수했던 개도국 철강사들은 매각 또는 폐쇄하여 비중을 축소할 방침
- 반면, 자동차강판 분야 강화를 위해서는 미국(Calvert), 중국(VAMA 사업), 브라질(Vega do Sul 공장)에 이어 최근 스페인에서 공급능력 확대 위한 슬라브 주조기 합리화 투자를 추진 중
- 이를 통해 연간 9,000만 톤 판매체제에서 EBITDA U\$30억 증대, 톤당 EBITDA U\$85 이상, Free Cash Flow U\$20억 이상 확보 목표
- 2015년에 EBITDA는 U\$52.3억, 톤당 EBITDA는 U\$61.8을 기록했음
- <Action 2020 Plan>은 5년간 추진될 점진적 실적개선 프로그램으로 갑작스러운 외부 악재 돌발 시 재무구조가 악화될 가능성도 존재
- 영국의 EU 탈퇴(Brexit)가 현실화되어 유럽의 정치·경제가 혼란스럽게 되거나 중국발 세계 경제위기가 발생해 철강가격이 급락할 가능성 등
- 특히 중국정부의 철강능력 감축 속도와 덤핑수출 억제 노력에 좌우될 것으로 예상
 - Mittal은 최근 경영실적 악화의 원인이 예상보다 빠른 중국의 수요피크 도래(당초 2018년 예상, 실제로는 2014년)와 공급과잉 때문이라고 언급

□ ArcelorMittal은 Mittal 회장(66세)의 카리스마로 설립, 운영되고 있는데, 4~5년 후 경영승계 성공 여부가 잠재 리스크로 판단됨

- 글로벌화 초창기부터 충성심과 열정을 바쳐 일해온 인도인 참모들이 거의 그룹을 떠난 상황
 - 1989년 트리니다드 철강사 인수 때부터 Mittal을 도왔던 M. Mukherjee(부실 철강사 재건 전문가)는 2009년에 정년 퇴임, S. Maheshwari(M&A와 금융 전문가)는 2015년에 퇴사
- 따라서 아들인 Aditya(40세)가 경영을 승계할 경우 오랜 경험을 가진 인도인 참모없이 다양한 인종·국적의 임원들과 함께 '부실화'된 그룹을 재건시킬 수 있을 지 주목
 - Aditya는 1997년부터 패밀리 사업에 참여하여 많은 철강사 M&A를 추진해

왔으며, 현재 그룹 CFO 및 유럽사업장 CEO를 맡고 있음

* 2016년 5월말 현재 Mittal Family의 ArcelorMittal 지분은 37.47%

* Mittal의 딸인 Vanisha(36세)도 2004년부터 이사회 멤버로 참여 중

□ (종합평가) Mittal의 Arcelor 합병은 결과적으로 세계와 중국 경기의 피크 임박 시기에 단행되어 타이밍이 좋지 않았던 것으로 판단됨

- 2008년 이후 세계경제의 요동과 철강경기의 슈퍼사이클 종료로 Mittal이 가정했던 전제사항들이 맞지 않게 되고, 글로벌전략 초기의 강점이 약화되면서 수년간 어려움을 겪음
- 이에 지난 4월 신주 발행을 통해 발빠른 재무구조 개선을 단행하였고 앞으로도 지속적인 원가절감 노력을 통해 체질을 강화한 후 사업환경 변화에 맞춰 'Mittal 글로벌전략의 진화'를 모색할 것으로 예상됨
 - 설비투자를 포함하여 불요불급한 지출을 최대한 억제하면서 3대 원칙에 부합하는 좋은 M&A 기회가 있을 경우 재기의 발판으로 삼을 것으로 보임
 - 최근 이태리 일관밀 ILVA(2015년 476만 톤 조강생산)를 이태리 Marcegaglia와 파트너십(85:15)으로 인수 추진 중

이 자료에 나타난 내용은 포스코경영연구원의 공식 견해와는 다를 수 있습니다.

[참고자료]

ArcelorMittal (<http://corporate.arcelormittal.com>)

ArcelorMittal, 『Annual Reports 2015』, 2016.3

ArcelorMittal, 『Fact books 2015』, 2016.3

Bloomberg, "Russian Mogul's Failed Arcelor Bid Now Looks a Win on Steel Rout",
2016.2.10

CRU, 『Steel Sheet Products Monitor – Historical Prices』, 2016.3

Financial Times, "ArcelorMittal strives to raise its game", 2016.3.6

The Telegraph, "All but Tata could see the hubris of buying Corus", 2016.4.2

World Steel Association (<http://www.worldsteel.org>)

World Steel Dynamics, "World-Class Steelmaker Rankings", 2016.4