

한화 (000880)

이사의 주주 충실의무에 대한 고찰

이사의 주주 충실의무가 도입된다면 지배구조 개선 측면에서 동사와 같은 지주회사 가장 큰 수혜

경영자(Agent)는 정보와 경영능력을 소유한 계약당사자이고 주주(Principal)는 경영자에게 경영을 위임하게 되는데, 경영자의 이익과 주주의 이익은 항상 일치하지 않기 때문에 필연적으로 대리인 비용(agency cost)이 발생한다.

이러한 대리인 비용은 주주와 경영자 사이의 이해 상충과 정보의 비대칭성이라는 두 가지 큰 전제하에 발생한다. 즉, 주주가 기업 경영에 관한 정확한 정보가 부족한 상황(정보의 비대칭성)에서 주주 이익과 경영자 이익이 상충할 때(이해 상충) 경영자는 자신의 이익을 추구하기 때문에 대리인 비용이 발생한다. 무엇보다 우리나라의 경우 최적의 기업 자원 활용과 경영 성과의 배분을 방해하는 대리인 비용의 발생 원인으로 경영권을 가진 지배주주에 의한 경영권의 사적 이익 추구를 들 수 있다.

이러한 경영권을 가진 지배주주와 소액주주 간의 대리인 비용은 기업구조 개편 과정에서도 많이 발생한다.

기업구조개편의 경우 기업 또는 사업을 매입 및 매각 할뿐만 아니라 합병 또는 분할 등 다양한 방법을 통해 가능하다. 그러나 원래 목적인 기업가치 향상을 도모하기 보다는 계열분리 및 승계, 지배권 강화, 법률위험 회피 등 지배주주의 사적 이익을 증진시키기 위한 수단으로 주로 이용하기 때문에 소액주주와의 대리인 비용이 자주 발생한다.

무엇보다 지배주주의 사적이익이 클수록 지배주주가 전체 주주의 이익보다 자신의 이익을 추구하는 내용으로 의사결정을 할 유인이 높기 때문에 일반 투자자의 주주환원에 대한 수요와 대립되곤 한다.

이러한 환경하에서 민주당에서는 상법 제382조의3(이사의 충실의무 등)의 ① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다는 규정을, 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다면 변경하자는 개정안을 제출하였다. 또한 상법 제382조의 3의 ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공정하게 대우하여야 한다는 신설하는 개정안도 제출하였다.

이러한 이사의 주주 충실의무 규정이 도입될 경우 주주는 상법 제401조(제3자에 대한 책임)를 통하여 통해 주주 충실의무를 위반한 이사에 대해 직접 책임을 추궁할 수 있다.

이사의 주주 충실의무 규정이 향후 국회에서 논의가 진행된 후 통과여부가 결정될 것이다.

만약 이사의 주주 충실의무가 도입된다면 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 것이다. 즉, 이사가 지배주주의 사적 이익을 위해 소액주주에 불리한 결정을 할 경우 상법상 손해배상 책임 또는 형법상 업무상 배임죄를 물을 수 있는 법적 근거를 마련하는 것이다.

이는 곧 사외이사들이 거수기 논란에서 벗어날 수 있는 계기를 만들 수 있을 것이다. 이에 따라 이사회에서 보다 더 지배구조가 개선될 수 있는 방향으로 의사결정이 이뤄질 수 있을 것이다.

한편, 동사와 같은 지주회사의 경우 지주회사와 자회사의 중복상장으로 유동성 할인이 불가피한 상황하에서 태생적으로 지배주주와 소액주주간의 이해 상충이 발생할 가능성이 높다. 따라서 이사의 주주 충실의무가 도입된다면 지배구조 개선 측면에서 동사와 같은 지주회사가 가장 크게 수혜 받을 것으로 예상된다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	38,000원(유지)
증가(2025.01.24)	31,350원
상승여력	21.2 %

Stock Indicator	
자본금	490십억원
발행주식수	7,496만주
시가총액	2,350십억원
외국인지분율	12.8%
52주 주가	23,300~31,450원
60일평균거래량	324,645주
60일평균거래대금	9.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.6	14.0	5.6	34.5
상대수익률	7.6	15.7	13.6	31.8

Price Trend



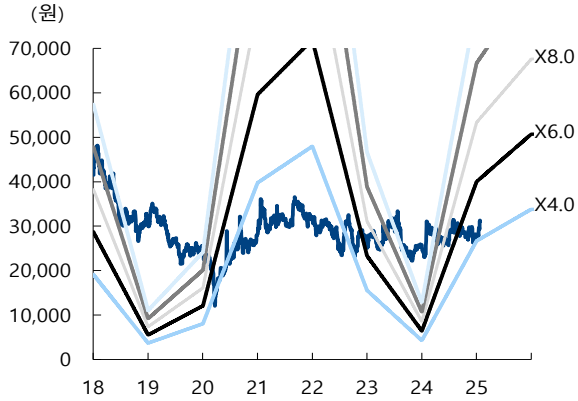
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	53,135	52,751	54,527	56,861
영업이익(십억원)	2,412	1,696	2,497	2,909
순이익(십억원)	380	110	631	799
EPS(원)	3,886	1,137	6,671	8,454
BPS(원)	110,214	109,321	110,209	112,881
PER(배)	6.6	23.7	4.7	3.7
PBR(배)	0.2	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	3.5	1.0	6.1	7.6
배당수익률(%)	2.9	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA(배)	9.7	9.1	7.3	7.1

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

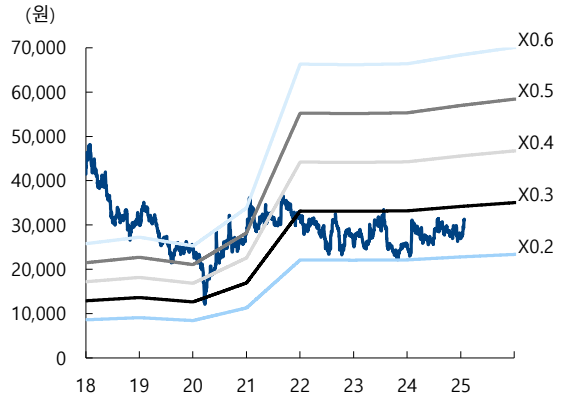
이상현 2122-9198 value3@imfnsec.com

그림1. 한화 PER 밴드



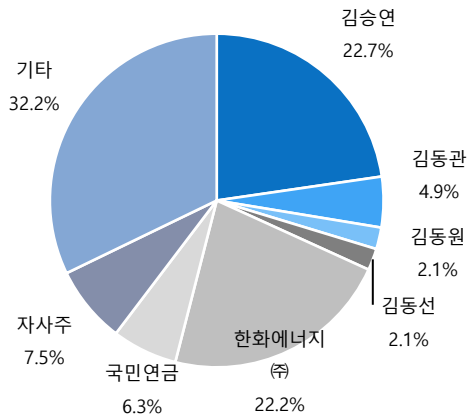
자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림2. 한화 PBR 밴드



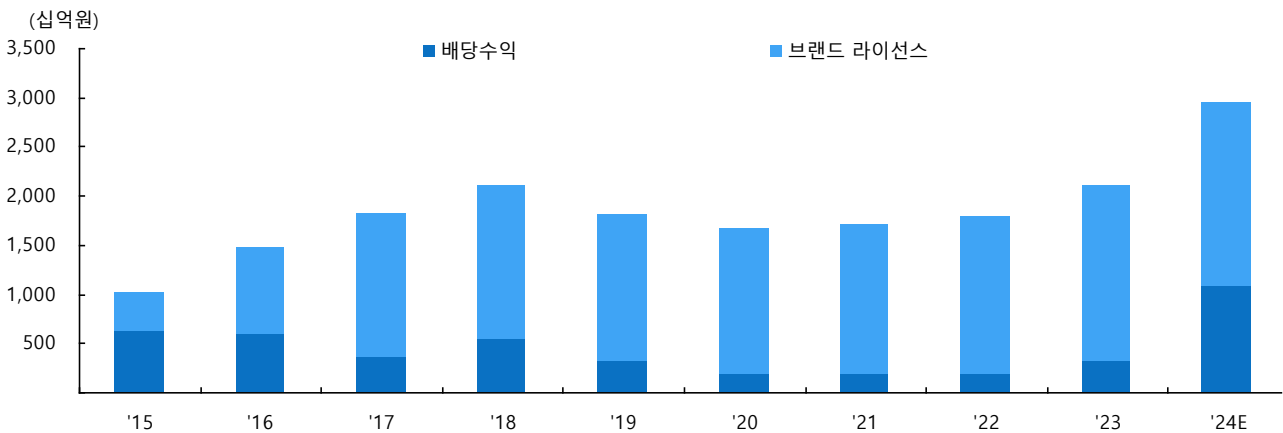
자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림3. 한화 주주 분포(2024년 12월 31일 기준)



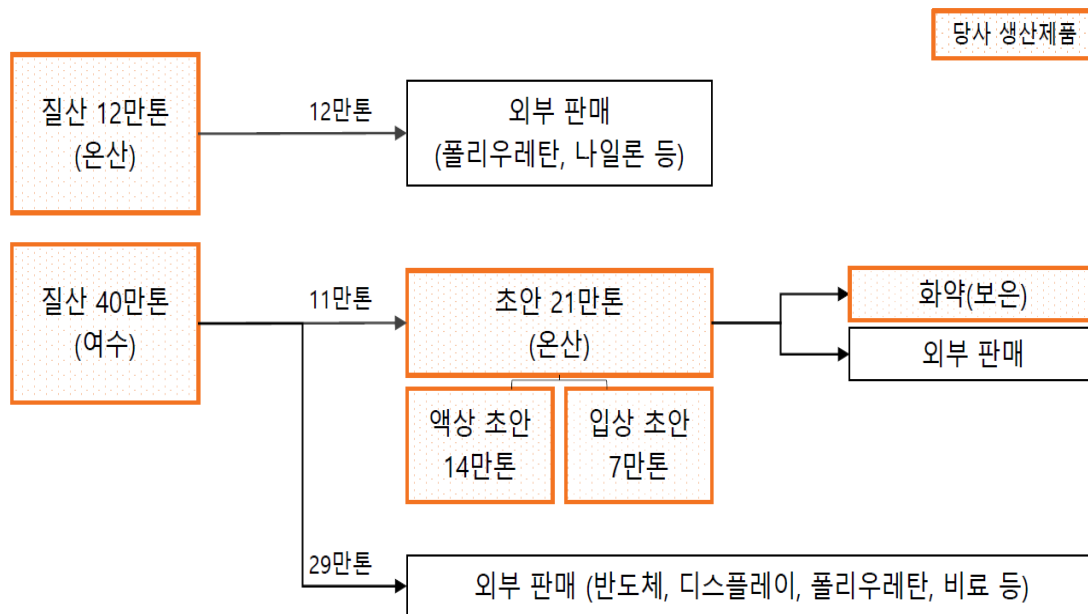
자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림4. 한화 배당수익 및 브랜드 라이선스 매출액 추이



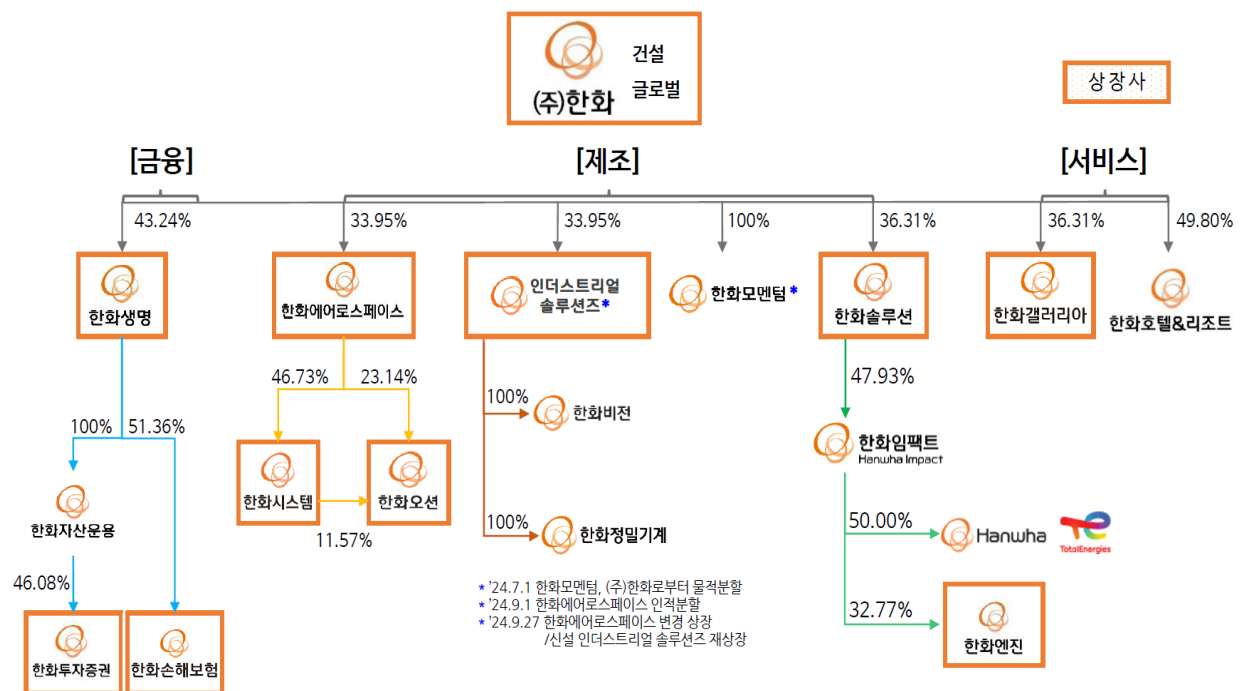
자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림5. 한화 글로벌부문 질산 52만톤 판매 계획



자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림6. 한화그룹 지분 소유구조(2024년 9월 30일 기준)



자료: 한화, iM증권 리서치본부

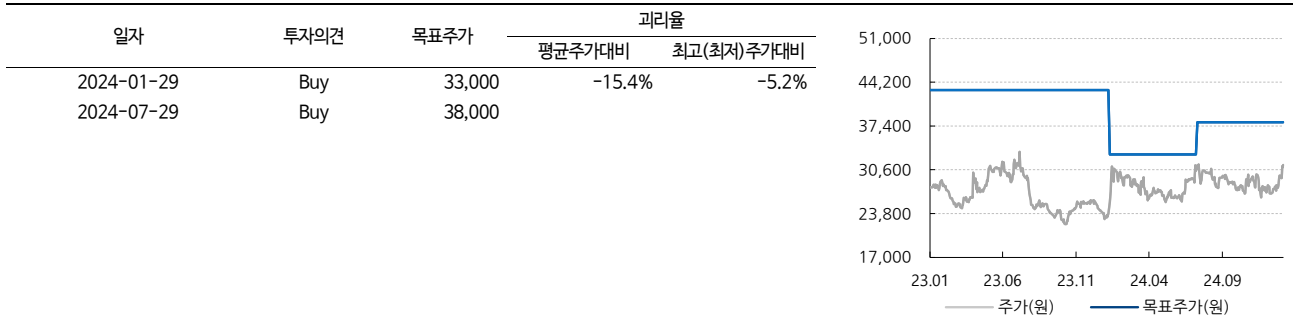
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	23,054	22,441	22,708	33,818	매출액	53,135	52,751	54,527	56,861
현금 및 현금성자산	8,529	3,070	1,070	9,120	증가율(%)	4.4	-0.7	3.4	4.3
단기금융자산	549	423	326	251	매출원가	46,735	47,075	47,989	49,801
매출채권	6,427	6,388	6,570	6,809	매출총이익	6,400	5,677	6,538	7,060
재고자산	7,750	7,694	7,953	8,293	판매비와관리비	3,988	3,980	4,042	4,151
비유동자산	36,591	37,261	38,196	39,352	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	19,647	18,268	17,122	16,169	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,239	3,989	3,772	3,581	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	209,738	209,796	210,997	223,263	영업이익	2,412	1,696	2,497	2,909
유동부채	26,075	26,512	27,199	38,669	증가율(%)	1.8	-29.7	47.2	16.5
매입채무	4,067	4,037	4,173	4,352	영업이익률(%)	4.5	3.2	4.6	5.1
단기차입금	5,929	5,929	5,929	5,929	이자수익	8	5	2	14
유동성장기부채	3,742	3,742	3,742	3,742	이자비용	905	905	905	905
비유동부채	16,727	16,727	16,727	16,727	지분이익(손실)	49	49	49	49
사채	4,077	4,077	4,077	4,077	기타영업외손익	449	-698	-219	-123
장기차입금	5,739	5,739	5,739	5,739	세전계속사업이익	2,247	381	1,657	2,177
부채총계	176,539	176,977	177,664	189,134	법인세비용	611	197	596	834
자배주주지분	10,791	10,338	10,422	10,674	세전계속이익률(%)	4.2	0.7	3.0	3.8
자본금	490	473	473	473	당기순이익	1,636	184	1,061	1,343
자본잉여금	1,355	1,355	1,355	1,355	순이익률(%)	3.1	0.3	1.9	2.4
이익잉여금	7,599	7,642	8,205	8,936	자배주주귀속 순이익	380	110	631	799
기타자본항목	1,348	869	389	-90	기타포괄이익	-353	-479	-479	-479
비자배주주지분	22,408	22,481	22,911	23,455	총포괄이익	1,282	-295	582	864
자본총계	33,199	32,819	33,333	34,130	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	3,793	2,864	2,709	12,782	주당지표(원)				
당기순이익	1,636	184	1,061	1,343	EPS	3,886	1,137	6,671	8,454
유형자산감가상각비	1,319	1,379	1,146	953	BPS	110,214	109,321	110,209	112,881
무형자산상각비	235	250	218	190	CFPS	19,754	17,951	21,097	20,539
지분법관련손실(이익)	49	49	49	49	DPS	750	750	750	750
투자활동 현금흐름	-6,668	-1,783	-1,812	-1,834	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-4,132	-	-	-	PER	6.6	23.7	4.7	3.7
무형자산의 처분(취득)	-276	-	-	-	PBR	0.2	0.3	0.3	0.3
금융상품의 증감	-2,764	-2,249	-2,249	-2,249	PCR	1.3	1.7	1.5	1.5
재무활동 현금흐름	1,799	-2,384	-2,362	-2,362	EV/EBITDA	9.7	9.1	7.3	7.1
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	4,166	-	-	-	ROE	3.5	1.0	6.1	7.6
자본의증감	-	-17	-	-	EBITDA이익률	7.5	6.3	7.1	7.1
배당금지급	-74	-74	-68	-68	부채비율	531.8	539.2	533.0	554.2
현금및현금성자산의증감	-1,067	-5,459	-2,000	8,050	순부채비율	31.4	48.7	54.3	29.6
기초현금및현금성자산	9,596	8,529	3,070	1,070	매출채권회전율(x)	8.9	8.2	8.4	8.5
기말현금및현금성자산	8,529	3,070	1,070	9,120	재고자산회전율(x)	7.4	6.8	7.0	7.0

자료 : 한화, iM증권 리서치본부

한화 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%