한진칼 (180640)

지주회사

최남곤
02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	33,000원 (M)
현재주가 (2/21)	50,800원
상승여력	-35%

시가총액	30,403억원
총발행주식수	59,707,224주
60일 평균 거래대금	789억원
60일 평균 거래량	1,828,705주
52주 고	50,800원
52주 저	24,700원
외인지분율	13.51%
주요주주	조원태 외 10 인 22.45%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	26.2	54.6	95.8
상대	30.7	49.9	101.7
절대(달러환산)	22.9	52.0	83.8

반도그룹은 최대주주를 원하는가?

주주총회 쟁점은 이사회. 모든 후보 선임 시, 3자 연합 이사회 장악 가능

금번 주주총회에서의 핵심 안건은 이사회 멤버 선임의 건. 조원태 회장 측으로 분류되는 지분은 37.12%. 3자 연합으로 분류되는 지분은 31.98%로 추산(2019 의결권 기준). 주주총회 참석률이 낮을수록 조원태 회장 측, 높을수록 3자연합 유리. 3자 연합의 8인 신규이사후보 제안은 획기적이나, ①회사의 규모에 비해 이사회가 지나치게 비대해질 수 있다는 점, ②정보 부족으로 인해 3자 연합 구성원 중 조현아, 반도건설의 지배구조, 기업가치 개선 의지에 대한 판단이 어렵다는 점에서 아쉬움이 있음. 장기적 발전을 지향하는 3자 연합의 대외적인 메시지를 떠나서, 중립주주 관점에서 조현아. 반도건설을 신뢰할 수 있는 파트너인지에 대한 확신이 부족하다는 점이 약점

반도그룹. 8천억원에 한진그룹 인수?

반도그룹이 차익 실현을 목적으로 한진칼 주식을 매수했다고 가정하더라도, 주식 매각이 가능한 2020년 하반기까지는 경영권 분쟁 이슈 유지 필요. 하지만 반도그룹의 최근 적극적 순매수 움직임을 보면, 단기 차익을 노리고 진입했다고 보기에는 부자연스러운 측면이 있음. 부채비율 100% 가정 시, 반도그룹은 계열사를 통해 약 1조원 수준의 자금을 어렵지 않게 동원 가능. 향후 KCGI 물량까지 인수하는 형태로 대응할 경우, 반도그룹은 한진그룹 일가를 제치고 단일최대주주 등극 가능. ①부동산 규제로 인해 반도그룹 매출 감소 흐름이 감지된다는 점. ②호반. 부영. 중흥 등 중견건설사의 풍부한 현금 보유를 활용한 M&A 시도가 다양한 영역에서 전개된다는 점 고려 시, 반도그룹은 좀 더 큰 그림을 보고 한진칼 지분 매입에 나설 수도 있음

한진칼 적정 주가는 33,000원. 하지만 당장은 경영권분쟁 이슈가 주가의 키

분쟁 기간 중 기업가치 관점에서의 변화는 적다고 판단하여, 목표주가 33,000원과 Hold 의견 유지함. 하지만 이러한 목표주가와는 별개로 ①주주총회 결과에 대한 예측과 분위기. ②각 주체별(델타항공, KCGI, 반도그룹 등) 지분매입 시도가 금년에도 지속되면서 한진칼 주가는 강세를 유지할 것으로 전망. 반도그룹의 한진칼 매집은 조원태 회장 일가를 긴장 시키고 있으며, 경영권 분쟁 이슈가 존재하는 기간 동안은 주가가 강한 흐름을 유지했다는 점에서 주가는 2021년 주주총회까지 탄력적으로 움직일 전망. 한편 3자 연합 내부에서도 각 주체의 지향점이 다를 수 있으며, 결국은 반도그룹이 의도하는 최종 종착지가 어디냐에 따라 주가 강세 흐름이 유지될 수 있을 것

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,568	-13.9	-14.8		
영업이익	-479	적지	적지		
세전계속사업이익	-254	적지	적지		
지배순이익	-161	적지	적지		
영업이익률 (%)	-18.6	적지	적지		
지배순이익률 (%)	-6.3	적지	적지		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019P	2020F
매출액	11,497	13,049	12,037	13,142
영업이익	1,153	1,088	-42	466
지배순이익	2,219	-408	-2,553	1,116
PER	5.5	-31.3	-9.3	26.4
PBR	0.8	0.9	2.0	2.3
EV/EBITDA	8.9	9.5	17.4	18.5
ROE	17.6	-2.7	-18.9	8.8

자료: 유안타증권

2020 한진칼 주주총회 쟁점 사항 정리

- 조원태 회장 측은 ①대한항공 구조조정(유휴자산 정리, 부실 계열사 정리). ②지배구조 개선(사외이사후보추천위원회 개편, 거버넌스위원회 신규 설치, 대표이사와 이사회 의장 분리) 방안을 발표. 한편 한진칼 이사회 구성원 중 조원태(사내이사, 이사회 의장), 이석우(사외이사) 임기 만료될 예정이며, 추후 별도 이사회를 열어서 신규 후보 등 주주총회 안건을 확정할 계획
- 3자 연합(조현아. KCGI. 반도건설) 측은 ①신규 이사 후보 추천(사내이사 4인. 사외이사 4인). ②지배구조 개선(이사회내 다수의 위원회 신설). ③정관 변경(전자투표제) 등을 주주 제안
- 금번 주주총회에서의 핵심 안건은 한진칼 이사회 멤버 선임의 건. 주주총회에서는 한진 그룹 제안 이사 후보 및 3자 연합 제안 이사 후보에 대해 각각 주주 투표를 거치게 되며, 참석 주주의 과반 이상 찬성 시, 신규 이사로 선임. 3자 연합은 8명의 사내외 이사 후보를 추천(*1명 사퇴)하여, 단기에 이사회 장악 시도. 만약 한진 제안 후보 2인(*2인 이사 임기 만료에 따른 가정), 3자 연합 제안 후보 8인이 모두 주총에서 가결 시, 전체 이사회 멤버는 한진측 6명, 3자 연합측 8명으로 3자 연합은 이사회의 과반 이상을 확보하게 됨

[표 1] 한진칼 이사회 관련 정관

항목	내용
제 5 장 이사. 이사회 / 제29조 (이사의 수)	① 이 회사의 이사는 3인 이상으로 한다. 단, 사외이사는 3인 이상으로 하고, 이사 총수의 과반수로 한다. ② 사외이사의 사임, 사망 등의 사유로 인하여 사외이사의 수가 제1항에서 정한 이사회의 구성요건에 미달하게 되면 그 사유가 발생한 후 처음으로 소집되는 주주총회에서 그 요건에 합치되도록 사외이사를 선임하여야 한다

자료: 한진칼, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 한진칼 이사회 현황

구분	성명	현직	임기 만료일	비고
사내이사	조원태	한진칼 대표이사 회장	2020.03.23	이사회 의장
	석태수	한진칼 대표이사 사장	2022.03.28	내부거래위원회. 거버넌스위원회
사외이사	이석우	법무법인 두레 변호사	2020.03.23	내부거래위원회. 거버넌스위원회. 보상위원회
	주인기	국제회계사연맹 회장	2022.03.28	감사위원회
	신성환	홍익대 경영대학 교수	2022.03.28	감사위원회. 내부거래위원회. 거버넌스위원회. 보상위원회
	주순식	법무법인 율촌	2022.03.28	감사위원회. 내부거래위원회. 거버넌스위원회. 보상위원회

자료: 한진칼, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 조원태 회장 측의 대한항공 구조조정 방안(20.02.06 대한항공 이사회 의결)

내용	비고
◎ 송현동 부지 매각 주간사 선정 → 매각 추진	
◎ 왕산레저개발 매각 주간사 선정 → 매각 추진	※ 2018년 매출액 7억원. 당기순손실 49억원. 자본 총계 997억원
◎ 사외이사후보추천위원회 개편	대한항공
– 전원 사외이사로 구성된 사외이사후보추천위원회 구성으로 독립성 강화	우기홍 대표이사 사임 및 김동재 사외이사 신규 선임
– 사외이사후보추천위원회 위원 : 정진수(위원장), 임채민, 박남규, 김동재 이사	
◎ 거버넌스위원회 신규 설치	대한항공
– 전원 사외이사로 구성된 이사회 산하 거버넌스 위원회 설치 및 김동재 위원장 선임	거버넌스 위원회 위원 : 김동재(위원장), 정진수, 박남규
– 주주가치 직결 이사회 안건에 대한 사전 검토 및 기존 내부거래위원회의 수행 기능 통합	

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 3 자 연합 측의 한진칼 대상 주주제안(2020 주주총회)

구분	주주제안 내용
이사회	사내이사 4인, 사외이사 4인 추천 이사회 의장을 사외이사 중 선임
위원회	사외이사 중심 거버넌스위원회&보상위원회 준법감시, 윤리경영, 환경, 사회공헌 위원회 신설
정관	이사회가 특정 성별로만 구성되지 않도록 정관 도입 전자투표제 도입

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 3 자 연합 측의 한진칼 사내외이사 주주제안

후보	성명	약력	비고
사내이사	김신배	포스코 이사회 의장, (전)SK 그룹 부회장	
	배경태	(전)삼성전자 중국 총괄 부사장	
	김치훈	(전)대한항공 상무	사퇴
기타비상무이사	함철호	스카이웍스 대표, (전)티웨이항공 대표	
사외이사	서윤석	이화여대 경영학과 교수	
	여은정	중당대 경영학부 교수	
	이형석	수원대 공과대학 교수	
	구본주	법무법인 사람과사람 변호사	

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

주주총회 변수 점검

- 현재까지 언론을 통해 알려진 정보에 의하면 조원태 회장 측으로 분류되는 지분은 37.12%. 3자 연합으로 분류되는 지분은 31.98%로 추산(2020 주주총회 의결권 기준). 따라서 근소하게 조원태 회장 측 우위. 특히 주주총회 참석률이 낮으면 낮을수록 조원태 회장 측이 유리할 것으로 판단됨. 하지만 금번 주주총회의 의미를 고려 시, 주주 참석률은 90%에 육박할 것으로 전망되는 한편, 국내 기관투자자, 외국인투자자, 개인투자자로 구성된 중립 지분 30%는 어느 쪽을 지지할 지 예측 불가. 따라서 주주총회 결과는 여전히 미지수로 판단됨

- 조원태 회장 측에서는 2020 주주총회를 앞두고 대한항공의 호텔, 레저 사업에 대한 구조조정 의지, 지배구조 개선 방안 발표. 오너인 조원태 후보가 이사회 후보에서 사퇴하고, 검증된 전문경영인이 포함된 사내외이사 후보를 한진그룹에서 제안할 경우에는 의결권 행사 기관의 지지를 이끌어 낼 수 있을 것으로 전망됨. 이 경우에는 2020 주주총회에서 조원태 회장 측이 승기를 잡을 수 있을 것으로 전망됨

- 3자 연합의 8인 신규 이사회 후보 제안은 획기적이나, ①회사의 규모에 비해 이사회가 지나치게 비대해질 수 있다는 점, ②정보 부족으로 인해 3자 연합 구성원 중 조현아, 반도건설의 지배구조, 기업가치 개선 의지에 대한 판단이 어렵다는 점에서 아쉬움이 있음. 또한 기존에 KCGI 측에서 제안했던 『한진 그룹 신뢰회복 프로그램 5개년 계획』에 대해 조현아, 반도건설의 적극 지지 여부에 대해서도 확신할 수 없음. 특히 3자 연합의 대외적인 메시지를 떠나서, 중립주주 관점에서 조현아, 반도건설을 신뢰할 수 있는 파트너인지에 대한 확신이 부족하다는 점이 약점으로 판단됨

- 따라서 금번 주주총회 결과는 조원태 회장 측의 사내외이사 후보 제안에 달려 있을 것으로 판단됨

- 주주총회 결과 예측과는 별개로 중립적 주주 입장에서는 3자 연합이 제시한 8인의 사내외이사 후보 중 일부(1~2명) 선임되는 경우가 당장의 주가 측면에서 가장 유리할 것으로 판단됨. 2020년 주주총회에서 이슈를 마무리 짓기 보다는 2021년 주주총회까지 경영권 분쟁 이슈를 끌고 가는 것이 중립 주주 입장에서는 가장 유리할 것으로 판단하기 때문. ①경영권 분쟁 이슈가 유지될 때, 한진칼 주가는 좋은 흐름을 보이고 있음[그림 1 참조]. ②경영권 분쟁이 유지되는 동안 적극적으로 지분 매입에 나서는 쪽은 3자 연합이었음. 2020 주주총회에서 3자 연합이 일방적으로 승리하여 경영권 분쟁 그림을 마무리 짓는 것보다는 3자 연합이 제안한 일부 후보 정도를 이사회에 입성시켜, 2021년 주주총회까지 경영권 분쟁 불확실성을 끌고 가게 되면 3자 연합의 주식 매입 흐름이 유지될 수 있을 것. ③한진칼의 현 주가는 경영권 분쟁 발생 전과 비교 시, 124% 상승. 2019년 1월 KCGI 측에서 발표한 Value Hanjin 리포트에서도 한진칼의 적정 가치를 주당 40.890원으로 언급. 당시와 비교 시, 일본 불매 운동, 코로나 바이러스 발생 등 항공, 호텔업에 비우호적 환경[*대한항공, 진에어 주가는 경영권 분쟁 발생 시점 비교 시 주가 각각 -21%, -32% 하락*]. KCGI 측에서 주장하는 바와 같이 지배구조 개선을 통한 경영 정상화 과정을 거친다고 하더라도 그 결과는 주가에 매우 장기적으로 반영될 것. 냉정하게 보면 경영권 분쟁이라는 이슈가 제거될 경우, 한진칼 주가는 오히려 하락할 가능성이 높다는 의미

[표 6] 조원태 회장 VS 3 자 연합 - 델타/카카오/사우회를 조원태 회장 측으로 분류 시, 조원태 회장 측 근소하게 우위

조원태 회장 측 분류	지분율	3자 연합 분류	지분율
조원태	6.52%	조현아	6.49%
이명희	5.31%	KCGI	17.29%
조현민	6.47%	반도건설	8.20%
조현숙	0.04%		
이태희	0.70%		
재단	3.38%		
델타	10.00%		
카카오	1.00%		
사우회	3.70%		
합계	37.12%	합계	31.98%

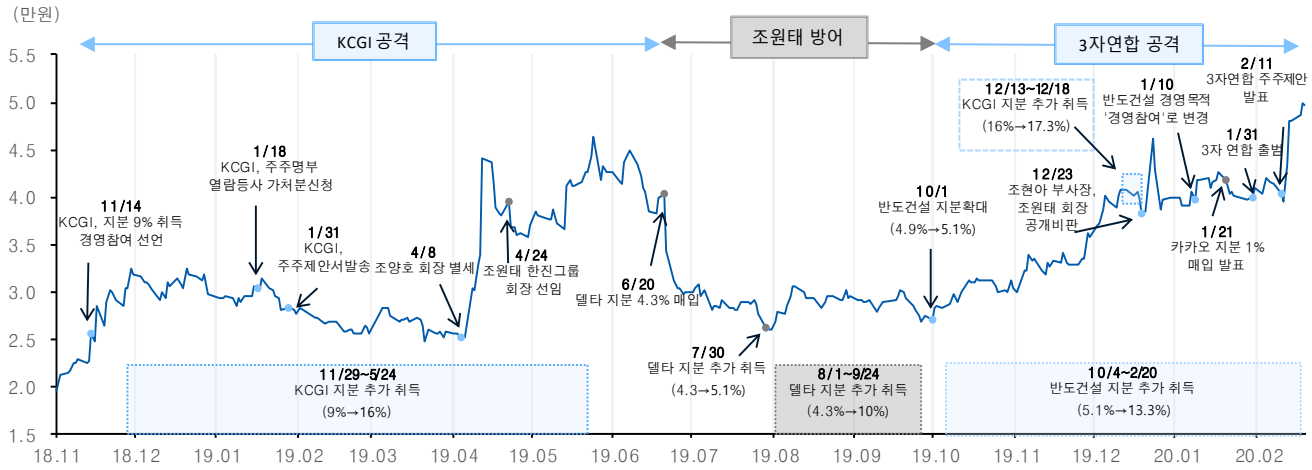
자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터
주) 2020 정기주주총회 의결권 기준

[표 7] 주총 참석률에 따른 주총 승리 필요 지분율 - 주총 참석률이 낮을수록 조원태 회장 측 유리

주총 참석률	필요 지분(조원태 회장 측)	필요 지분(3자 연합)
80%	2.9%	8.0%
85%	5.4%	10.5%
90%	7.9%	13.0%
95%	10.4%	15.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] KCGI 의 한질칼 지분 매수 이후 주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

반도그룹은 최대주주를 원할 수도 있다!

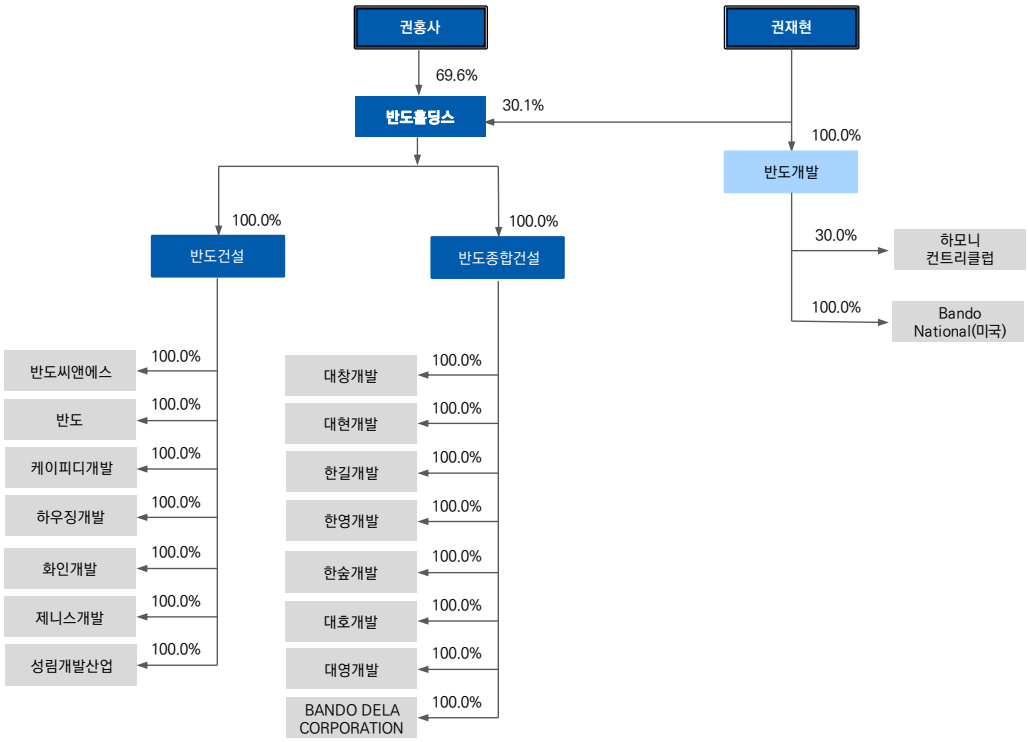
- 주주명부폐쇄 이후에도 반도그룹은 한진칼 주식을 매수. [그림 3]에 표시된 2020년 1월 1일 이후의 기타법인 순매수 수량 333만주는 대부분 반도그룹 순매수로 판명 → 반도그룹은 2020년 주총 이후를 대비하고 있다는 의미
- 반도건설의 한진칼 매입 평균 단가는 37,825원으로 추정[표 8]. 따라서 현 주가 기준으로 34%의 수익률 기록. 5%룰(투자목적 경영참여)에 따라 6개월 이내 발생한 매매차익 반환 의무를 고려하면, 경영참여로 투자목적을 변경한 2020년 1월 10일로부터 6개월 경과한 7월 이후에나 매각이 가능할 것. 따라서 반도건설이 차익 실현을 목적으로 한진칼 주식을 매수했다고 가정하더라도, 매각이 가능한 2020년 하반기까지는 경영권 분쟁 이슈가 살아 있어야 함
- 하지만 반도그룹의 최근 적극적 순매수 움직임을 보면, 단기 차익을 노리고 진입했다고 보기에는 부자연스러운 측면이 있음. 지배구조 개선을 통한 기업가치 개선을 목표로 하는 KCGI와는 결이 다르며, 조현아와도 어떤 공통적 이해관계가 존재하는지도 불확실한 상황
- 반도그룹은 금융위기(2008년) 후 적극적 시행 사업을 통해 성장한 중견건설사. 2016~2018년 기간 동안 매출액은 감소한 반면, 양호한 현금 흐름을 통해 차입금을 대규모로 축소 시킨 것을 확인할 수 있음. 연결부채비율은 255%(2016년) → 17.9%(2018년)으로 하락[표 10]
- 부채비율 100% 가정 시, 반도그룹은 계열사를 통해 약 1조원 수준의 자금을 어렵지 않게 동원 가능. 이는 한진칼 주식의 30% 수준을 살 수 있는 수준임 *※반도그룹은 이미 약 2,969억원의 자금으로 한진칼 주식 13.3% 확보. 최근 공시한 5.02% 지분 매입을 위해 관계사인 한길개발에서 대호개발(1,100억원), 한영개발(200억원)에 차입형태로 자금 제공. 관련하여 차입기간은 2022년 12월 31일까지로 경영권 분쟁 기간을 3년 이상 대응할 수 있음*
- 현재로서는 반도그룹의 '장기 목표'를 알 수 없음. ①부동산 규제로 인해 반도그룹 매출 감소 흐름이 감지된다는 점. ②호반. 부영. 중흥 등 중견건설사의 풍부함 현금 보유를 활용한 M&A 시도가 다양한 곳에서 전개된다는 점 고려 시, 한진칼 지분 매입 의도는 좀 더 큰 그림 하에서 기획된 것일 수 있음
- 향후 KCGI 물량까지 인수하는 형태로 대응할 경우, 반도그룹은 한진그룹 일가를 제치고 단일 최대주주 등극 가능. 이는 KCGI 입장에서도 가장 현실성 있는 회수 전략일 수 있음. 이를 통해 한진칼 이사회 장악 시, 계열사 이사회까지 순차적으로 장악하면서 조 회장 일가를 그룹의 주요 임원에서 배제시킬 수 있을 것. 이 경우 조 회장 일가는 상속세 연부연납 재원 확보에 차질이 생기면서 지분 매각이라는 악수를 선택할 가능성도 있음. 이런 시나리오 대로 전개된다면, 반도그룹은 약 8천억원의 자금으로 한진 그룹을 인수하는 그림도 가능

[표 8] 반도그룹의 한진칼 매입주체 및 평균단가

매입주체	평균단가(추정)	보유 주식 수량
대호개발	40,136원	437만주
한영개발	35,947원	300만주
반도개발	28,873원	50만주

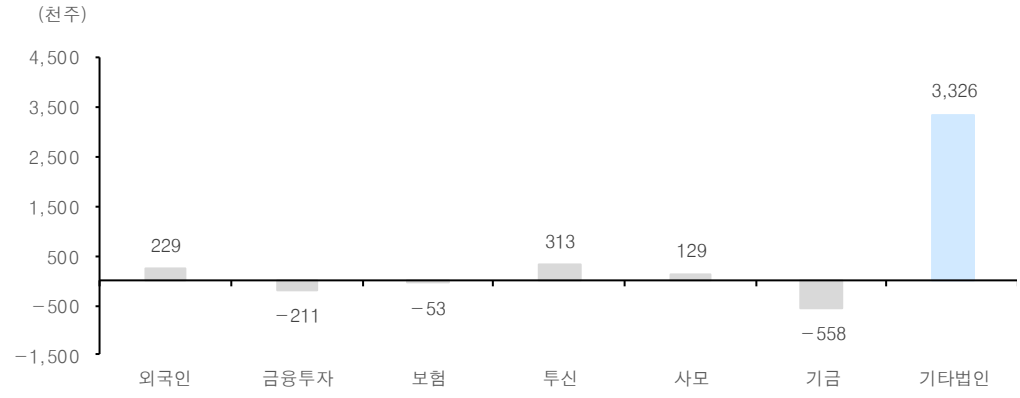
자료: 전자공시. 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 반도그룹 지배구조(2018.12.31 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 주요 투자 주체별 한진칼 순매수 수량(2020/01/01 ~ 2020/02/21)



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 9] 주요 기업 신용등급 및 ESG 등급

	신용등급	ESG 등급
한진칼	BBB 0	C 이하
대한항공	BBB+	B+
반도홀딩스	BBB-	-
반도건설	A3+	-

자료: KCGS, 유안타증권 리서치센터

[표 10] 반도홀딩스 주요 재무정보 (단위: 억원)

	2016	2017	2018
매출액	20,571	26,992	20,585
공사수익	1,718	2,753	2,953
분양수익	18,853	24,239	17,632
임대료수익	0	0	0
영업이익	4,249	6,417	4,753
당기순이익	2,796	4,777	3,490
지배주주순이익	2,796	4,777	3,490
자산	23,285	18,640	17,399
현금성자산	2,512	1,831	1,719
단기금융상품	737	1	1,471
장기금융상품	36	30	18
부채	16,728	7,390	2,638
단기차입금	456	429	208
유동성장기부채	2,453	103	0
장기차입금	7,005	2,972	0
자본	6,557	11,250	14,761
부채비율	255.1%	65.7%	17.9%

자료: 전자공시, 유안타증권 리서치센터

[표 11] 반도홀딩스 토지 및 재고자산(부동산) 보유 현황 (단위: 억원)

	항목	주소	장부금액		공시지가	
			당기	전기	당기	전기
(재고자산)	용지	해운대구 우동 938-37 외	24	24	17	15
	〃	아산 온천동 1005 외	20	2	5	1
	〃	경남 창원시 회원구 내서읍 중리	24	24	3	3
	〃	창원진해 12블럭	62	62	80	52
	〃	고양한류월드	0	794	0	187
	〃	화성동탄 2블럭	638	0	193	0
	〃	화성동탄 5블럭	120	648	1,334	1,318
	〃	화성동탄 8블럭	0	723	0	1,339
	〃	화성동탄 79블럭	0	954	0	1,760
	〃	화성동탄 80블럭	0	439	0	1,103
	〃	안양주상복합신축부지	248	386	211	201
	〃	대구국가산단 A-1BL	0	252	0	163
	〃	김포 한강 AC-03BL	0	30	0	437
	〃	고양지축 B-3BL	484	994	508	499
	〃	대구시 달성군 구지면 1251	327	0	301	0
	〃	강원도 원주시 지정면 가곡리 590	86	0	8	0
	〃	원주 2-2BL	121	0	270	0
	〃	성남고등지구자족시설및유통판매시설2BL	289	0	52	0
	〃	남양주 다산지금 B-5BL	145	0	1,229	0
	〃	울산송정5블럭	63	0	761	0
	〃	기타	43	2,102	1	2,826

	용지합계		2,695	7,433	4,973	9,904
유형자산	토지	강남구 역삼동 648	72	72	63	59
	〃	해운대구 우동 760-3	1	1	1	0
	〃	서울시 영등포6가 135-1 외	533	487	304	289
	〃	서울시 영등포2가 139	274	0	100	0
	〃	세종특별자치시 도담동 653	27	18	10	6
	〃	안양시 동안구 시민대로181	519	0	239	0
	〃	화성시 통탄순환대로 10길 88외	3	0	4	0
	〃	화성시 동탄광역환승로 73	45	0	24	0
	〃	사상구 괘법동 531-2외	102	102	330	304
	〃	경기도 김포시 구래동 487	1	0	14	0
	토지합계		1,578	681	1,088	659

자료: 전자공시, 유안타증권 리서치센터

[표 12] 반도 그룹 주요 계열사 재무 현황 (별도기준) (단위: 억원)

	구분	2016	2017	2018
반도건설	매출	13,313	19,304	15,663
(자회사)	영업이익	1,921	3,530	3,030
	당기순이익	2,157	3,607	2,309
	영업이익률	14%	18%	19%
	순이익률	16%	19%	15%
반도씨앤에스	매출	2,110	1,207	440
	영업이익	506	345	32
	당기순이익	371	260	28
	영업이익률	24%	29%	7%
	순이익률	18%	21%	6%
반도	매출	165	159	151
	영업이익	10	5	5
	당기순이익	6	1	2
	영업이익률	6%	3%	3%
	순이익률	4%	1%	1%
하우징개발	매출	1,679	2,039	234
	영업이익	424	510	53
	당기순이익	299	373	37
	영업이익률	25%	25%	23%
	순이익률	18%	18%	16%
화인개발	매출	-	126	770
	영업이익	0	-16	62
	당기순이익	-2	-23	47
	영업이익률		-12%	8%
	순이익률	-	-18%	6%
제니스개발	매출	1,354	1,534	228
	영업이익	350	391	7
	당기순이익	264	294	2
	영업이익률	26%	26%	3%
	순이익률	20%	19%	1%

성림개발산업	매출	700	41	-
	영업이익	71	-24	-
	당기순이익	47	-22	-5
	영업이익률	10%	-59%	-
	순이익률	7%	-53%	-
반도종합건설	매출	1,261	27	8
(자회사)	영업이익	233	-24	-21
	당기순이익	550	1,072	1,103
	영업이익률	19%	-89%	-261%
	순이익률	44%	3,991%	13,598%
대창개발	매출	1,329	1,101	289
	영업이익	275	220	1
	당기순이익	191	149	2
	영업이익률	21%	20%	0%
	순이익률	14%	14%	1%
대현개발	매출	1,212	437	-
	영업이익	138	22	-5
	당기순이익	87	13	-1
	영업이익률	11%	5%	-
	순이익률	7%	3%	-
한영개발	매출	160	2,362	2,623
	영업이익	4	586	662
	당기순이익	26	422	475
	영업이익률	3%	25%	25%
	순이익률	16%	18%	18%
한길개발	매출	723	1,481	1,350
	영업이익	99	215	292
	당기순이익	58	137	206
	영업이익률	14%	15%	22%
	순이익률	8%	9%	15%
한숲개발	매출	1,249	1,513	-
	영업이익	110	177	-15
	당기순이익	57	124	-15
	영업이익률	9%	12%	-
	순이익률	5%	8%	-
대호개발	매출	14	1,847	2,371
	영업이익	16	453	616
	당기순이익	-37	327	448
	영업이익률	114%	25%	26%
	순이익률	-257%	18%	19%
대영개발	매출	-	86	525
	영업이익	-	-14	35
	당기순이익	-	-18	27
	영업이익률	-	-16%	7%
	순이익률	-	-22%	5%

자료: 전자공시, 유안타증권 리서치센터 주)반도건설, 반도종합건설의 당기순이익은 지분법손익이 반영되어있는 수치

한진칼 적정 주가는 33,000원. 하지만 당장은 경영권분쟁 이슈가 주가의 키

- 기업가치 관점에서의 변화는 적다고 판단하여, 목표주가 33,000원과 Hold 의견 유지함. 하지만 이러한 목표주가와는 별개로 ①주주총회 결과에 대한 예측과 분위기. ②각 주체별(델타항공, KCGI, 반도그룹 등) 지분매입 시도가 금년에도 지속되면서 한진칼 주가는 강세를 유지할 것으로 전망. 반도건설의 한진칼 매집은 조원태 회장 일가를 긴장 시키고 있어, 3자 연합과 델타항공 등 백기사의 경쟁적 지분 매입은 2021년에도 지속될 것으로 전망됨. 특히 경영권 분쟁 이슈가 존재하는 기간 동안은 주가가 양호한 흐름을 유지했다는 점에서 한진칼 주가는 21년 주주총회까지는 탄력적으로 움직일 전망. 한편 3자 연합 내부에서도 각 주체의 지향점이 다를 수 있으며, 결국은 반도그룹의 최종 종착지가 어디냐에 따라 주가 강세 흐름이 유지될 수 있을 것

- 조원태 회장 측 혹은 3자 연합 측의 주식 매입 의지가 소멸되는 시점에서 주가는 급락할 가능성 높음. 펀더멘틀을 떠나서 주가에 가장 중요한 변수는 경영권 분쟁이며, 경영권 분쟁 이슈가 유지되는 구간에서만 주가는 우상향할 것으로 전망. 따라서 일반 주주 입장에서는 (경영권 분쟁 이슈가 지속될) 2021년 주주총회까지 주식을 보유하고 가져갈 것을 조언

- 경영권 분쟁이 마무리 될 경우, 승기를 잡는 쪽과 상관 없이 한진칼 주가는 하락할 것으로 전망. **조원태 회장 측의 승리로 끝날 경우**, ①3자연합 지분은 오버행으로 취급 받을 것. ②델타항공, 카카오 등 조원태 회장의 백기로 역할을 했던 매수 주체에 대한 보상이 뒤따를 가능성이 있음. **3자연합의 승리로 마감될 경우에도**, ①델타, 카카오 등 백기사 지분은 오버행으로 취급 받을 것. ②또한 조원태 회장 일가의 상속세 납부를 위한 지분 매각이 뒤따를 가능성이 높음. 어떤 시나리오 하에서도 한진칼 주식의 매도 압력은 커질 것으로 전망됨

[표 13] 한진칼 NAV (단위: 억원, 원)

상장사	시가총액	지분율	가치	비고
대한항공	23,996	29.9%	7,180	
진에어	4,395	60.0%	2,637	
한진	4,443	27.7%	1,230	
비상장사	**장부가(순자산)**	**지분율**	**가치**	
정석기업	2,160	48.3%	1,043	P/B 1배 적용
토파스여행정보	220	94.4%	2,123	P/E 15배 적용
칼호텔네트워크	3,150	100%	2,205	P/B 0.7배 적용
한진관광	173	100%	173	
제동레저	265	100%	265	
와이키키	76	14%	76	
비상장사 합계			5,885	
투자자산가치 합계			13,617	상장사 30% 할인 적용
수익가치			2,149	브랜드사용료, 30% 원가 반영
부동산 가치			839	투자부동산
순차입금			1,708	
NAV			14,897	
주식 수(천주)			59,170	자사주 제외
주당 NAV(원)			25,177	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 14] 한진칼 NAV - 주요 자산 매각 반영 시 (단위: 억원, 원)

상장사	시가총액	지분율	가치	비고
대한항공	23,996	29.9%	7,180	
진에어	4,395	60.0%	2,637	
한진	4,443	27.7%	1,230	
비상장사	**장부가(순자산)**	**지분율**	**가치**	
정석기업	2,160	48.3%	2,569	5,323억원 매각 시
토파스여행정보	220	94.4%	2,123	P/E 15배 적용
칼호텔네트워크	3,150	100%	7,000	매각가 8,918억원, 순차입금 2,000억원 차감
한진관광	173	100%	173	
제동레저	265	100%	265	
와이키키	76	14%	76	
비상장사 합계			12,206	
투자자산가치 합계			19,939	상장사 30% 할인 적용
수익가치			2,149	브랜드사용료, 30% 원가 반영
부동산 가치			843	투자부동산
순차입금			1,708	
NAV			21,223	
주식 수(천주)			59,170	자사주 제외
주당 NAV(원)			35,868	

자료: 유안타증권 리서치센터

한진칼 (180640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**11,497**	**13,049**	**12,037**	**13,142**	**13,968**
매출원가	9,324	10,463	10,273	11,298	11,998
매출총이익	2,172	2,586	1,764	1,844	1,969
판관비	1,019	1,498	1,806	1,378	1,041
영업이익	**1,153**	**1,088**	**-42**	**466**	**928**
EBITDA	1,582	1,543	1,385	1,620	1,864
영업외손익	1,524	-1,079	-2,589	1,228	1,099
외환관련손익	13	20	-199	-66	-66
이자손익	-226	-119	-245	-247	-250
관계기업관련손익	1,771	-908	-2,198	1,531	1,405
기타	-34	-72	53	10	10
법인세비용차감전순손익	2,676	8	-2,630	1,694	2,027
법인세비용	385	185	-72	445	487
계속사업순손익	2,291	-177	-2,558	1,249	1,541
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,291	-177	-2,558	1,249	1,541
지배지분순이익	**2,219**	**-408**	**-2,553**	**1,116**	**1,319**
포괄순이익	3,182	39	-2,485	1,247	1,539
지배지분포괄이익	3,112	-174	-2,472	1,115	1,318

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**7,256**	**8,543**	**11,229**	**11,824**	**11,670**
현금및현금성자산	2,463	972	5,261	5,673	5,431
매출채권 및 기타채권	580	600	477	586	616
재고자산	19	53	64	85	90
비유동자산	20,502	19,570	16,560	17,439	18,410
유형자산	5,925	6,405	5,797	5,106	4,634
관계기업등 지분관련자산	10,593	8,917	6,322	7,854	9,258
기타투자자산	482	521	630	634	637
자산총계	**27,758**	**28,113**	**27,789**	**29,263**	**30,081**
유동부채	7,363	6,521	6,424	6,583	6,720
매입채무 및 기타채무	1,508	1,590	1,626	1,671	1,693
단기차입금	2,941	3,290	1,550	1,650	1,750
유동성장기부채	875	247	830	830	830
비유동부채	3,297	4,755	7,341	7,550	7,758
장기차입금	2,250	2,994	2,981	3,081	3,181
사채	0	688	967	1,067	1,167
부채총계	**10,661**	**11,275**	**13,765**	**14,132**	**14,478**
지배지분	15,214	14,818	12,233	13,168	13,573
자본금	1,493	1,493	1,493	1,493	1,493
자본잉여금	11,415	11,415	11,415	11,415	11,415
이익잉여금	-2,942	-4,101	-6,093	-5,157	-4,750
비지배지분	1,883	2,020	1,791	1,962	2,030
자본총계	**17,097**	**16,838**	**14,024**	**15,130**	**15,603**
순차입금	**19**	**-245**	**-1,707**	**-1,869**	**-1,377**
총차입금	6,347	7,314	8,613	8,913	9,213

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**1,644**	**782**	**2,299**	**3,524**	**3,791**
당기순이익	2,291	-177	-2,558	1,249	1,541
감가상각비	408	427	1,403	1,131	912
외환손익	3	-6	194	66	66
종속,관계기업관련손익	0	0	204	-1,531	-1,405
자산부채의 증감	95	-73	-499	-1,008	-945
기타현금흐름	-1,153	611	3,554	3,618	3,623
투자활동 현금흐름	**-3,130**	**-2,824**	**1,366**	**-371**	**-368**
투자자산	-1,234	-1,533	-97	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-169	-71	-138	-440	-440
유형자산 감소	7	0	0	0	0
기타현금흐름	-1,734	-1,220	1,601	69	72
재무활동 현금흐름	**3,140**	**543**	**-2,141**	**7**	**7**
단기차입금	1,210	1,149	-1,740	100	100
사채 및 장기차입금	-1,197	-195	205	200	200
자본	948	0	0	0	0
현금배당	-57	-123	-293	-293	-293
기타현금흐름	2,237	-288	-312	0	0
연결범위변동 등 기타	-23	8	2,765	-2,748	-3,672
현금의 증감	**1,631**	**-1,491**	**4,289**	**412**	**-242**
기초 현금	832	2,463	972	5,261	5,673
기말 현금	2,463	972	5,261	5,673	5,431
NOPLAT	**1,153**	**1,088**	**-42**	**466**	**928**
FCF	**1,342**	**-22,441**	**748**	**50**	**256**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	3,749	-692	-4,318	1,883	2,227
BPS	25,484	24,821	20,491	22,057	22,735
EBITDAPS	2,650	2,585	2,319	2,713	3,122
SPS	19,255	21,855	20,161	22,010	23,394
DPS	125	300	300	300	300
PER	**5.5**	**-31.3**	**-9.3**	**26.4**	**22.8**
PBR	**0.8**	**0.9**	**2.0**	**2.3**	**2.2**
EV/EBITDA	**8.9**	**9.5**	**17.4**	**18.5**	**16.7**
PSR	**1.1**	**1.0**	**2.0**	**2.3**	**2.2**

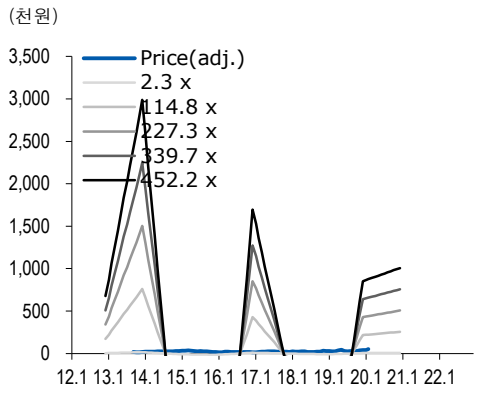
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**16.0**	**13.5**	**-7.8**	**9.2**	**6.3**
영업이익 증가율 (%)	**16.5**	**-5.6**	**적전**	**흑전**	**99.4**
지배순이익 증가율 (%)	**흑전**	**적전**	**적지**	**흑전**	**18.2**
매출총이익률 (%)	18.9	19.8	14.7	14.0	14.1
영업이익률 (%)	**10.0**	**8.3**	**-0.3**	**3.5**	**6.6**
지배순이익률 (%)	19.3	-3.1	-21.2	8.5	9.4
EBITDA 마진 (%)	13.8	11.8	11.5	12.3	13.3
ROIC	25.4	-578.2	-1.0	9.9	24.2
ROA	9.2	-1.5	-9.1	3.9	4.4
ROE	**17.6**	**-2.7**	**-18.9**	**8.8**	**9.9**
부채비율 (%)	62.4	67.0	98.2	93.4	92.8
순차입금/자기자본 (%)	0.1	-1.7	-14.0	-14.2	-10.1
영업이익/금융비용 (배)	4.0	4.5	-0.1	1.2	2.3

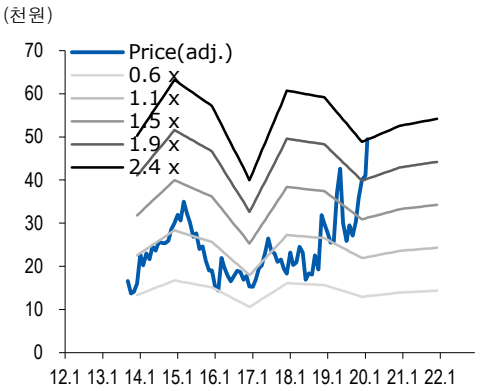
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

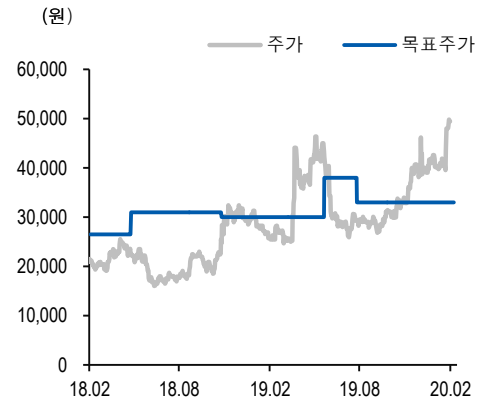
P/E band chart



P/B band chart



한진칼 (180640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-02-24	HOLD	33,000	1년		
2019-08-16	HOLD	33,000	1년		
2019-06-11	HOLD	38,000	1년	-19.28	-
2018-11-15	BUY	30,000	1년	6.37	54.67
2018-05-16	BUY	31,000	1년	-37.00	-17.74
2017-11-17	BUY	26,500	1년	-20.92	-3.58

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.4
Hold(중립)	11.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-02-19

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.