

한진칼 (180640)

지주회사

최남곤



02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	33,000원 (M)
현재주가 (3/26)	44,050원
상승여력	-25%

시가총액	26,268억원
총발행주식수	59,707,224주
60일 평균 거래대금	1,566억원
60일 평균 거래량	2,816,120주
52주 고	84,700원
52주 저	25,050원
외인지분율	18.11%
주요주주	조원태 외 10 인 22.45%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(26.6)	13.8	72.1
상대	(9.6)	48.4	119.3
절대(달러환산)	(27.4)	7.5	58.6

정기주총 결과와 무관하게, 당분간 한진칼 의결권 가치는 유지될 전망

정기주주총회에서 조원태 후보의 연임 가능성 높음

3월 27일 예정된 주주총회에서는 조원태 회장 측 유리. ①반도건설 보유 지분의 의결권 제한에 따라 조원태 회장 측 지분(37.49%)은 3자 연합 측 지분(28.78%)을 크게 앞서는 것으로 추정. ②의결권 행사 기관 중 서스틴베스트를 제외한 KCGS와 ISS는 사실상 조원태 회장 후보 측 지지. ③국민연금(2.9% 보유 추정)은 조원태 후보 연임 지지 의사결정을 내렸기 때문. 소액주주의 참석률에 따라 결과에 영향을 미칠 수는 있겠지만, 3자 연합 측의 김신배 후보 측을 제외하면 조원태 회장 측의 후보가 선임될 가능성이 높은 것으로 예상됨

임시주총 가능성 → 하지만 3자 연합 측의 공략 포인트도 모호

조원태 회장 후보 측에서 제안한 7인의 사내외이사 후보 전원이 한진칼 이사진에 합류하게 될 경우, 한진칼 이사회는 사내이사 3인, 사외이사 8인의 총 11인으로 구성된 이사회를 갖추게 됨. 여기에 추가로 3자 연합의 김신배 사내이사 후보까지 합류할 경우, 사내이사 4인, 사외이사 8인으로 구성된 12인의 이사회를 갖추게 됨

2020년에도 조원태 회장 측의 델타항공, 3자 연합 측의 KCGI, 반도건설 측에서 지분을 공격적으로 늘려왔다는 점에서 임시주총이 개최될 가능성 있음. 언론 및 투자자들은 ①3자 연합(42.14%)이 조원태 회장 측(41.39% 추정)보다 보유 지분율이 높고(3/26 기준), ②지분을 추가로 확대할 수 있는 여러 관점에서도 3자 연합 측이 우세할 것으로 관측된다는 점에서 임시주총이 개최될 경우, 3자 연합 측의 경영권 확보 가능성을 점치고 있는 상황임

경영권 분쟁에서 승리하기 위해서는 이사회 확보가 필수 요건임. 문제는 금번 주총 결과에 따라 이미 최소 11인으로 구성된 이사회 규모를 더 키우는 문제에 대해서는 현실적인 비판에 직면할 수도 있을 것. 만약 3자 연합 측에서 이사회 적정 규모를 맞추기 위한 목적으로 임시주총을 통해 기 선임된 이사를 해임하기 위해서는 주주총회 특별결의 요건을 충족시켜야 하기 때문에 사실상 불가능한 미션으로 판단됨. 심지어 기존 이사의 임기 만료도 2022년으로 예정되어 있어, 금번 정기주총에서 패배한다면 차기 주주총회에서 12명의 신규 이사 후보를 제안하는 상황이 벌어질 수도 있을 전망이다. 이 경우 이사회 총 인원이 23명 이상인 비정상적인 상황이 될 수도 있다는 점에서 관련 안건에 대한 주주 제안이 과연 소액주주 및 기관투자자의 광범위한 지지를 얻을 수 있을지에 대해 당사는 비관적 견해를 갖고 있음

정기주총 결과와 무관하게, 당분간 한진칼 의결권 가치는 유지될 전망

그럼에도 불구하고 3자 연합의 지분 확보 속도를 볼 때 정기 주주총회 결과 이후 주총 재대결이 펼쳐질 가능성이 높을 것으로 전망. 따라서 의결권 확보 경쟁 구도가 유지되는 한 한진칼의 주가 변동성은 높게 유지될 것으로 판단됨. 정기 주주총회 결과로 인해 한진칼 주가가 하락한다면, 단기 매수의 기회로 활용할 수 있을 것

하지만 예상되는 임시주총 이후 의결권 대결이 마무리되면 현 대한항공, 진에어, 칼호텔네트웍 등 한진칼 주요 자회사의 경영 상황(특히 시가총액)을 놓고 봤을 때, 한진칼 주가는 당사의 목표주가(33,000원) 이하로 하락할 것으로 전망됨. 따라서 한진칼에 대한 투자는 '의결권 대결'을 전제로만 대응할 것을 조언함

[표 1] 의결권 행사 권고안 및 국민연금 수탁자책임실의 결정 - 국민연금. 사실상 조원태 후보 측 지지

안건		KCGS	ISS	서스틴베스트	국민연금
사내이사	한진칼 후보	모두 찬성	모두 찬성	일부(조원태 후보) 반대	조원태 · 하은용 후보 찬성
	주주연합 후보	모두 불행사	일부(김신배 후보) 찬성	모두 찬성	김신배 후보 찬성 & 배경태 · 함철호 후보 반대
사외이사	한진칼 후보	모두 찬성	일부 찬성	주의적 찬성	김석동 · 박영석 · 임춘수 · 최윤희 · 이동명 후보 찬성
	주주연합 후보	모두 불행사	모두 반대	모두 찬성	서윤석 후보 찬성 & 여은정 · 이형석 · 구본주 후보 반대

자료: 언론 참조, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 조원태 회장 VS 3자 연합 (3/27 주총 기준)

조원태 회장 측 분류	지분율	3자 연합 분류	지분율
조원태	6.52%	조현아	6.49%
특수관계인	4.15%	KCGI	17.29%
조현민	6.47%	반도건설	5.00%
이명희	5.31%		
델타항공	10.00%		
사우회	3.79%		
카카오	1.00%		
GS 칼텍스	0.25%		
합계	37.49%	합계	28.78%

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 조원태 회장 VS 3자 연합 (3/26 기준)

조원태 회장 측 분류	지분율	3자 연합 분류	지분율
조원태	6.52%	조현아	6.49%
특수관계인	4.15%	KCGI	18.75%
조현민	6.47%	반도건설	16.90%
이명희	5.31%		
델타항공	14.90%		
사우회	3.79%		
GS 칼텍스	0.25%		
합계	41.39%	합계	42.14%

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터 *카카오 지분 매각 여부 불확실

[표 4] 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 5] 3자 연합 측의 한진칼 사내외이사 주주제안

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

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

[표 5-1] 조원태 회장 측의 한진칼 사내외이사 후보

후보	성명	약력	비고
사내이사	조원태 하은용	최대주주 본인 한진칼, 대한항공 CFO	
사외이사	김석동 박영석 임춘수 최윤희 이동명	(전)금융위 위원장. SK 텔레콤 사외 이사 서강대경영학 교수. 한국자본시장연구원 원장 (전)삼성증권 리서치센터장. 마이다스 PE 대표 건국대 법학교수. (전)서울지검 검사 법무법인 처음 변호사. (전)의정부지방법원장	

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

[표 6] 상법 제 385 조(해임)

항목	내용
1항	이사는 언제든지 제434조의 규정에 의한 주주총회의 결의로 이를 해임할 수 있다. 그러나 이사의 임기를 정한 경우에 정당한 이유 없이 그 임기만료전에 이를 해임한 때에는 그 이사는 회사에 대하여 해임으로 인한 손해의 배상을 청구할 수 있다. *이사의 해임은 주주총회 특별결의로 해임 가능
2항	발행주식의 총수의 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 총회의 결의가 있는 날부터 1월내에 그 이사의 해임을 법원에 청구할 수 있다.

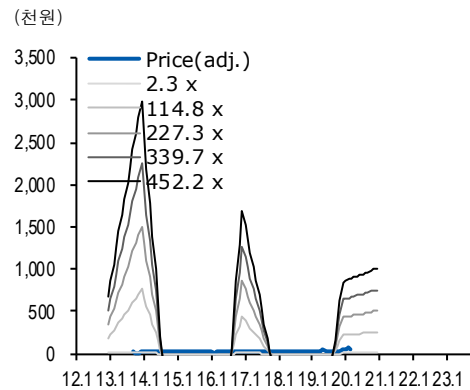
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 7] 상법 제 385 조 1 항의 '정당한 이유'에 대한 해석 (판례 - 대법원 2004.10.15.2004 다25611 & 대법원 2005.1.14.2004 다47529)

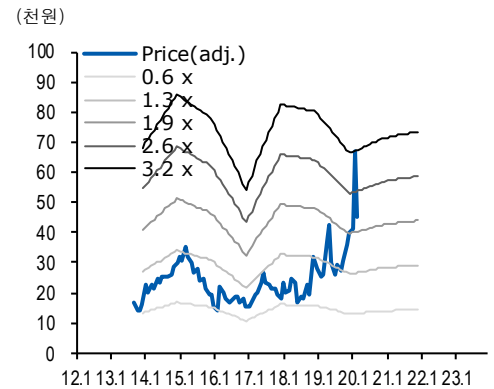
항목	내용
1	- 이사가 법령이나 정관에 위배된 행위를 하였을 경우
2	- 정신적, 육체적으로 경영자로서의 직무를 감당하기 현저하게 곤란한 경우
3	- 회사의 중요한 사업계획 수립이나 그 추진에 실패함으로써 경영능력에 대한 근본적인 신뢰관계가 상실된 경우
4	- 이사가 경영자로서 업무를 집행하는 데 장애가 될 객관적 상황이 발생할 경우 (*업무집행 장애 사유는 이사 본인에게 발생한 경우뿐만 아니라 회사 자체에 부도 등 경영상의 어려움으로 인원축소필요 등의 객관적 경영상의 필요성이 발생한 경우도 포함)

자료: 유안타증권 리서치센터

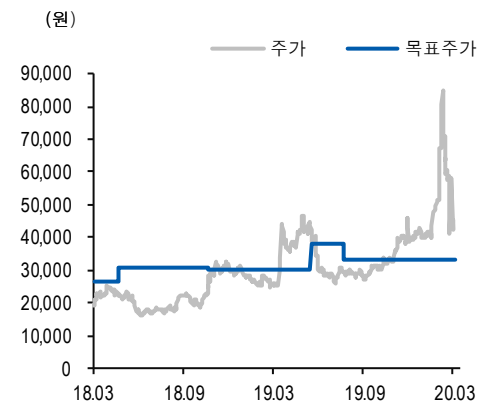
P/E band chart



P/B band chart



한진칼 (180640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-27	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: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	88.6
Hold(중립)	10.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-03-24

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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 투자결정은 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.