

한진칼 (180640)

지주회사

최남곤



02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

RA 이혜인

02 3770 5580
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	33,000원 (M)
현재주가 (11/16)	82,200원
상승여력	-60%

시가총액	49,000억원
총발행주식수	66,769,515주
60일 평균 거래대금	317억원
60일 평균 거래량	389,528주
52주 고	109,500원
52주 저	32,850원
외인지분율	17.29%
주요주주	조원태 외 8 인 22.44%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.0	(0.6)	146.8
상대	(0.5)	(5.9)	109.9
절대(달러환산)	11.7	6.1	159.6

향후 쟁점은 ‘산업은행의 지지 여부’, ‘소송 결과’

산업은행 → 한진칼 → 대한항공 → 아시아나

이번 달의 구조는 ①산업은행 → 한진칼(총 8,000억원 규모), ②한진칼 → 대한항공(총 7,317억원), ③대한항공 → 아시아나(총 1.8조원 규모)로 요약된다. 이 과정에서 ①한진칼은 5,000억원 규모의 제 3자 배정 유상증자, 3,000억원 규모의 영구 CB 발행, ②대한항공은 2.5조원 규모의 유상증자를 단행하고, ③아시아나항공은 1.5조원 규모의 제 3자 배정 유상증자, 3,000억원 규모의 영구CB를 발행한다.

달의 쟁점은 ‘한진칼 경영권 분쟁’

이번 달의 쟁점은 경영권 분쟁과 관련이 있다. 한진칼의 지분 구성(보통주 기준)상, 조원태 회장 측(41.4%)과 3자 연합 측(45.2%)의 지분 경쟁에 산업은행이 제 3자 유상증자를 통해 11.9%의 지분을 신규 취득하면서 균열을 만드는 형태가 되기 때문이다.

특이점 두가지는 ①산업은행의 신주 상장 예정일이 12월 22일로, 21년 주주총회에서 산업은행이 한진칼의 의결권을 확보할 수 있다는 점, ②산업은행과 한진칼의 계약을 통해 산업은행은 한진칼의 사외이사 3인 및 감사위원회위원 등 선임 권리를 가져갔다는 점이다. 경영권 분쟁과 관련한 잡음에 노출되지 않고자 하는 의도가 있었다면, 신주 상장 예정일을 2021년 이후로 미루는 것이 맞지 않았을까?

만약 산업은행이 조원태 회장 측을 지지할 경우, 유상증자 이후 조원태 회장 측의 지분율은 48.9%로 경영권 분쟁이 사실상 마무리되는 단계로 진입할 수 있게 된다. 이 경우에는 누차 지적해온 것처럼 경영권 분쟁에 패배한 측의 지분이 오버행으로 전환되면서 주가 하락 가능성을 배제할 수 없다. 산업은행이 중립을 지킨다고 하더라도, 산업은행이 한진칼의 이사회를 3석 확보하게 된다는 점이 3자 연합에게는 향후 문제 요소가 될 수 있다. 3자 연합이 경영권 확보 시, 사업 구조조정을 추진하는 과정에서 장애가 될 수 있는 부분이기 때문이다. 3자 연합 측에서는 산업은행의 한진칼 주주 진입을 환영할 수 없는 상황이 맞아 보인다.

향후 주가의 쟁점은 ‘소송 결과’

따라서 향후 쟁점은 ①산업은행이 과연 조원태 회장 측을 지지할 것인지, 혹은 중립을 선택할 것인지에 대한 여부, ②3자 연합의 제 3자 유상증자에 대한 가처분신청 및 소송 결과에 따라 제 3자 유상증자가 성공할 수 있는지에 대한 여부가 될 것이다. 두 가지 쟁점 요인이 확인되기 전까지는 아쉽게도 한진칼에 대한 투자 판단에 대한 명확한 결론을 내릴 수 없다. 특히 3자 배정 유상증자에 대한 소송 결과에 따라 한진칼의 주가는 급등락을 연출할 것으로 보인다. 일반적으로는 상법 제 418조1항을 통해 기존 주주의 신주인수권을 엄격히 보호하기 때문에 경영권 분쟁 과정에서의 제 3자 유상증자는 불허될 가능성이 높다. 다만 상법 제 418조2항에 표현된 대로 정관이 정하는 바에 따라 주주 외의 자에게 신주를 발행할 수 있다는 조항이 어떤 식으로 적용될 것인지에 대한 여지가 남아 있기는 하다. 유안타증권은 한진칼에 대해 투자의견 중립을 유지하며, 현 주가는 경영권 분쟁에 따른 수급 프리미엄 요인이 반영됐다는 견해를 유지한다.

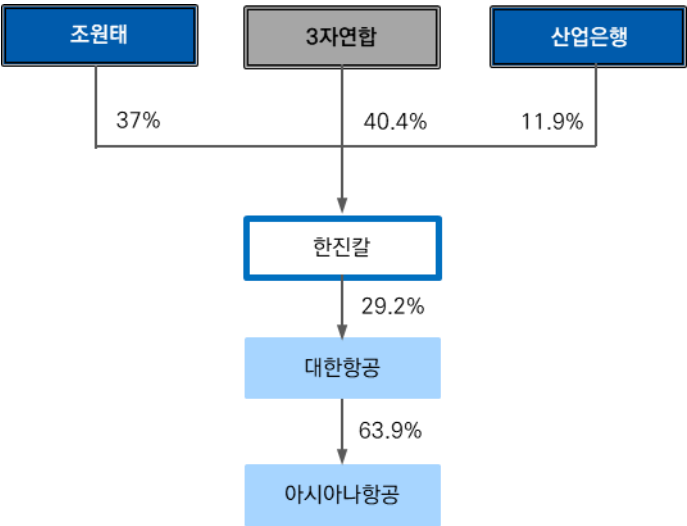
『한진칼 유상증자 성공 시, 주요 이해관계자별 지분 구조』

[표 1] 한진칼 유상증자 전후의 주요 참여자 지분 구조

항목	한진칼 유상증자 전		한진칼 유상증자 후	
	주식수	지분율	주식수	지분율
전체 주식수	59,170,459	100.0%	66,232,605	100.0%
산업은행	0	0%	7,062,146	11.9%
조원태 회장 측	24,485,624	41.4%	24,485,624	37.0%
3자연합	26,763,584	45.2%	26,763,584	40.4%

자료: 한진칼, 유안타증권 리서치센터
주 : 신주인수권부사채는 감안하지 않았음

[그림 1] 한진칼 유상증자 및 아시아나 항공 지분 인수 이후 지배구조도



자료: 유안타증권 리서치센터
주 : 신주인수권부 사채는 감안하지 않았음

『한진칼의 자금 조달(총 8,000억원 규모)』

[표 2] 한진칼 유상증자 내용

항목	내용
발행주식수	7,062,146
공모가	70,800원
자금조달	5,000억원
납입	2020년 12월 02일
상장 예정	2020년 12월 22일

자료: 한진칼

[표 3] 한진칼의 대한항공 주식 대상 교환사채 발행 내용

항목	내용
교환대상주식(대한항공)	12,337,048
교환 가액(대한항공)	24,317원
자금조달	3,000억원
납입일	2020년 12월 03일
교환 시작	2021년 01월 03일
교환 종료	2025년 11월 23일

자료: 한진칼

『대한항공의 자금 조달(총 25,000억원 규모)』

[표 4] 대한항공 유상증자 내용

항목	내용
유상증자 신주발행	173,611,112
기존 주식수	174,209,713
한주당 신주 배정	0.792199911
채무 상환	1조원
타법인증권취득	1.5조원
발행가	14,400원
임시 주주총회 예정일(정관개정)	2021년 01월 06일
신주 배정 기준일	2021년 01월 26일
공모가 확정 예정일	2021년 02월 26일

자료: 대한항공

[표 5] 한진칼의 대한항공 유상증자 참여

항목	내용
취득 주식수 (주)	50,815,972
취득 금액 (원)	731,749,996,800
취득 후 한진칼의 대한항공 지분비율	29.18%

자료: 한진칼

『아시아나항공의 자금 조달(총 18,000억원 규모)』

[표 6] 아시아나항공 영구CB 내용(대한항공 인수)

항목	내용
발행주식수	21,978,021
전환가	13,650원
자금조달	3,000억원
납입	2020년 12월 29일
전환 청구 기간	2021년 12월 30일 ~ 2050년 11월 28일

자료: 아시아나항공

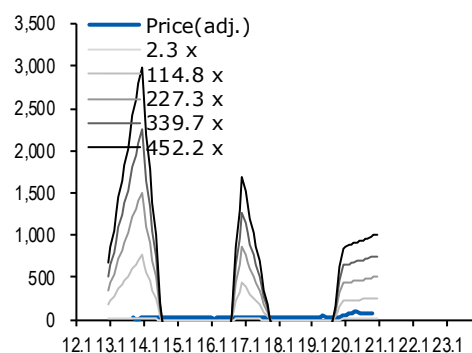
[표 7] 아시아나항공 유상증자 내용

항목	내용
유상증자 신주발행	131,578,947
기존 주식수	223,235,294
운영자금	1조원
채무상환	0.5조원
발행가	11,400원
납입일	2021년 06월 30일
신주 상장 예정일	2021년 07월 21일

자료: 아시아나항공

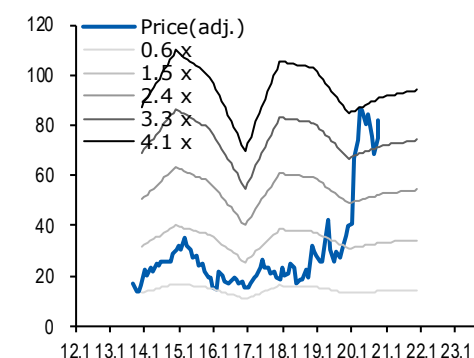
P/E band chart

(천원)



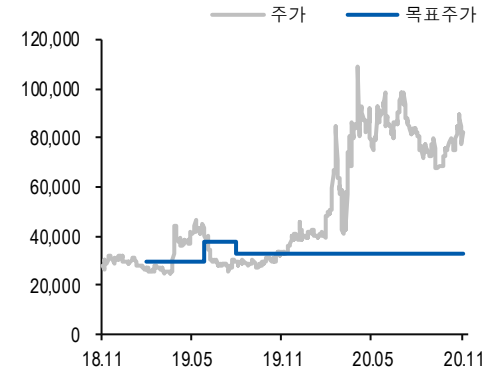
P/B band chart

(천원)



한진칼 (180640) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-16	HOLD	33,000	1년		
2020-08-16	1년 경과 이후		1년	131.60	-
2019-08-16	HOLD	33,000	1년	85.30	-
2019-06-11	HOLD	38,000	1년	23.28	-
2018-11-15	BUY	30,000	1년	6.37	54.67

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)	88.4
Hold(중립)	10.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-14

※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 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.