

## Industry Report

2018-11-26

## [지배구조 3]

## 주주파워 이제 함께 행동하자

## Overweight (Maintain)

## 커버리지종목

종목명	투자의견	목표주가
한진칼(180640)	Buy	35,800(상향)
한진(002320)	Buy	60,000(상향)
롯데지주(004990)		
현대그린푸드(005440)		
대림산업(000210)		

## 사모펀드 개편방안 핵심 10%를 폐지 ⇒ 주주행동주의 펀드 활성화 될 듯

현행 법령상 사모펀드는 헤지펀드(전문투자형)와 PEF(경영참여형)으로 나뉘어 규제가 적용되는데, 개편방안에는 이원화된 운용규제 체계를 폐지하여 일원화 한다. 이에 따라 국내 PEF는 그 동안 10% 지분 규정으로 인해 대기업에 대한 경영 참여가 사실상 불가능했지만 이번 규제 완화로 인하여 PEF 가 적극적으로 기업의 지분을 매입하고 경영에 참여할 수 있게 되었다. 이와 같은 사모펀드 개편방안 등으로 국내 주주행동주의 펀드가 활성화 되면서 기업에 대한 경영 참여가 확산될 것으로 예상된다.

## 국민연금 스튜어드십 코드 도입

문재인 정부의 경우 재벌개혁 관점에서 스튜어드십 코드를 접근한다. 이러한 환경하에서 국민연금이 스튜어드십 코드 도입을 공식화함에 따라 향후 배당확대, 이사회의 독립성 제고 등 지주회사 지배구조 개선효과가 크게 나타날 수 있을 것이다.

## 주주행동주의 펀드 활성화 및 국민연금 스튜어드십 코드 등으로 기업지배구조 개선되면서 지주회사 수혜

주주행동주의 펀드들의 요구 내용은 주로 지배구조 개선, 배당 확대 및 자사주 매입, 사업전략 및 구조 조정 방안 등을 제안한다. 또한 유류자산매각을 독려하고, 확보한 자금을 주주환원이나 재무구조 개선에 사용할 것을 제시한다. 특히 우리나라 재벌 등 그룹들의 경우 왜곡된 지배구조를 해소하는 과정에서 총수 일가의 이익이 여타 주주 이익에 우선시되는 결정이 내려지고 이것이 바로 지배구조의 취약한 부분이 되는데, 이러한 기업지배구조의 허점을 노리는 것이 주주행동주의 펀드 등이다.

무엇보다 지주회사의 경우 소유구조에서 여러 사업자회사나 관계회사의 지분을 소유함으로써 투자 및 배당 의사결정에 중대한 영향력을 행사할 수 있으므로 사업자회사나 관계회사 지배구조 개선 효과가 지주회사에서 보다 크게 나타날 수 있을 것이다.

한진그룹: 한진칼(180640)\_ 명분이 지배구조를 개선 시킬 듯

한진(002320)\_ 지배구조 개선 및 택배부문 가치 상승

롯데그룹: 롯데지주(004990)\_ 배당확대 최대 수혜

현대백화점그룹: 현대그린푸드(005440))\_현대백화점그룹 실질적인 사업지주회사로서 지배구조 개선 및 배당 확대 수혜 가능할 듯

대림그룹: 대림산업(000210)\_대림집그룹 실질적인 사업지주회사로서 지배구조 개선 및 배당 확대 수혜 가능할 듯

## I. 사모펀드 개편방안 핵심 10%를 폐지 ⇒ 주주행동주의 펀드 활성화 될 듯

지난 9 월 27 일 열린 사모펀드 발전방향 토론회에서 기업의 혁신성장과 일자리 창출을 위한 사모펀드 제도 개편 방안이 공개되었으며, 개편 방안은 향후 자본시장법 개정안으로 발의될 예정이다.

현행 법령상 사모펀드는 해지펀드(전문투자형)와 PEF(경영참여형)으로 나뉘어 규제가 적용된다. 즉, 현재 경영참여형 사모펀드의 경우 투자기업 지분 10% 이상 의무 보유, 6 개월 이상 보유, 대출 금지 등의 규제를 받고 있으며, 전문투자형 사모펀드는 10%를 초과하는 보유 지분에 대해 의결권 행사를 못한다. 따라서 삼성전자와 현대차를 공격하던 미국 행동주의 해지펀드인 엘리엇처럼 해외 PEF 들은 1%가 넘는 지분만으로도 투자 기업의 배당 확대를 요구하고 지배구조 개편을 압박하지만 국내 PEF 들은 10% 지분보유 규제(10%룰) 때문에 사실상 시가총액이 큰 대기업 투자가 현실적으로 불가능한 상황이었다.

이번 개편방안에는 이원화된 운용규제 체계를 폐지하여 일원화 함에 따라 국내 사모펀드에 대해 글로벌 사모펀드 수준의 자율성을 주기로 하였다.

또한 현행 경영참여형 사모펀드를 기관 자금만 조달하는 기관 전용 사모펀드로 전환하기로 했다. 이를 통해 일반투자자, 전문투자자, 기관투자자 모두로부터 자금을 조달할 수 있는 일반 사모펀드와 기관투자자만 상대하는 기관전용 사모펀드로 국내 사모펀드 구조를 개편할 계획으로 사모펀드 운용규제 일원화에 따라 지분 보유 의무, 대출, 차입 등의 운용규제도 대폭 완화될 예정이다.

한편, 사모펀드 개편방안에는 사모펀드 투자자 수를 현행 49 인 이하에서 100 인 이하로 완화하기로 했다. 미국, EU(유럽연합) 등 해외와 비교했을 때 투자자 수가 제한적인데다 청약권유자 수와 투자자 수 등 이중으로 규제하고 있다고 판단한 것이다. 이는 곧 투자자 기반이 확대될 수 있으므로 PEF 투자 활성화에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

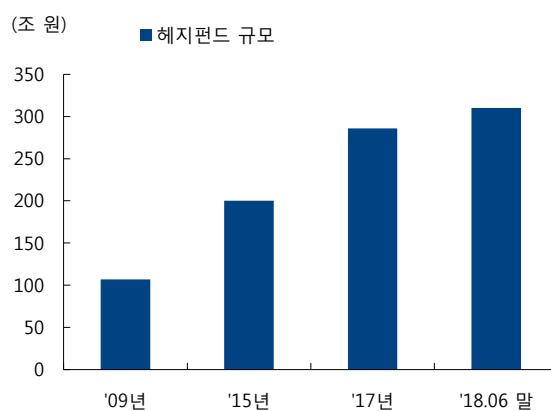
국내 PEF는 그 동안 10% 지분 규정으로 인해 대기업에 대한 경영 참여가 사실상 불가능했지만 이번 규제 완화로 인하여 PEF 가 적극적으로 기업의 지분을 매입하고 경영에 참여할 수 있게 되었다.

표1. 전문투자형 및 경영참여형 사모펀드 비교

구분	전문투자형 사모펀드	경영참여형 사모펀드
설립 단계	- 전문사모운용사에 의해 설립	- PEF GP에 의해 설립
운용 단계	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 순재산 400% 내 금전차입 · 대여, 채무보증, 파생상품 투자 가능</li> <li>- 10% 초과 주식보유분에 대한 의결권 행사 제한</li> <li>- 대출 업무 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 출자금 50% 이상 2년내 주식 투자</li> <li>- 의결권 있는 주식 10% 이상 취득</li> <li>- 취득 주식 6개월 이상 보유</li> <li>- 대출 업무 불가</li> </ul>

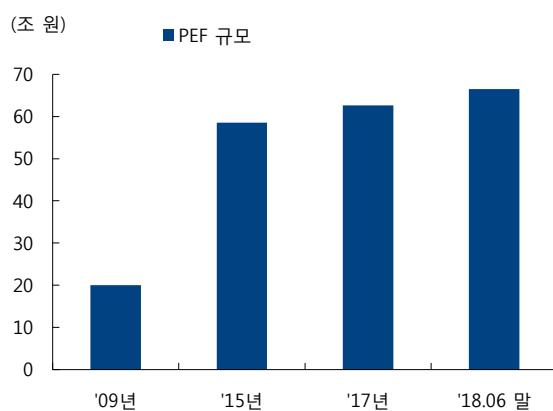
자료: 금융위원회, 하이투자증권

그림1. 해지펀드(전문투자형 사모펀드) 규모 추이



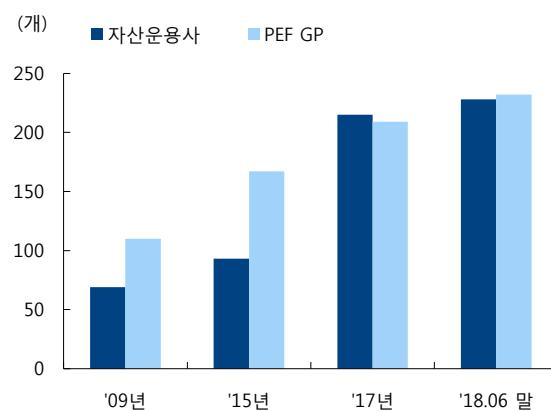
자료: 금융위원회, 하이투자증권

그림2. PEF(경영참여형 사모펀드) 규모 추이



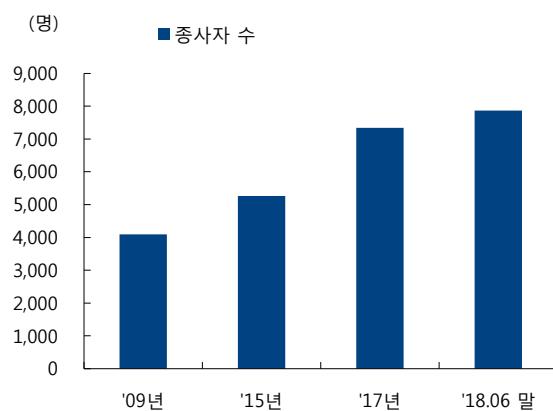
자료: 금융위원회, 하이투자증권

그림3. 운용사 수 추이



자료: 금융위원회, 하이투자증권

그림4. 자산운용사 종사자 수 추이



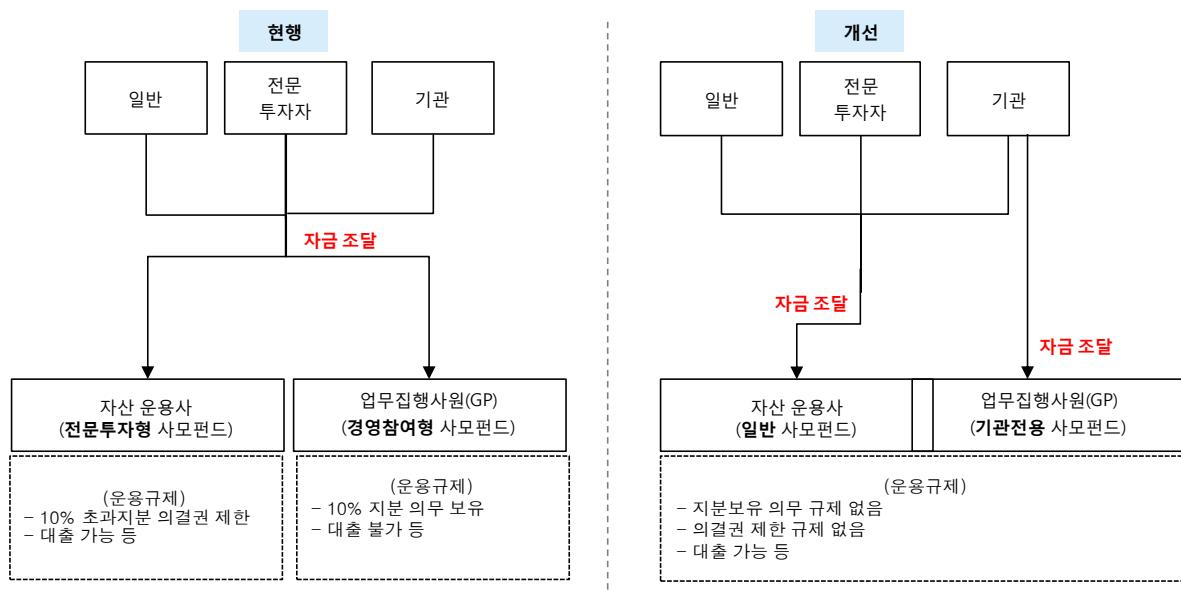
자료: 금융위원회, 하이투자증권

표2. 사모펀드 규제체계 현행/개선(안) 비교

구분	현행		개선(안)
	전문투자형(헤지펀드)	경영참여형(PEF)	사모펀드 일원화
운용사	자산운용사	업무집행사원(GP)	자산운용사
투자자 범위	1억 이상 개인·법인 + 전문투자자	3억 이상 개인·법인 + 전문투자자	1억 이상 + 기관투자자 (기관전용 사모펀드: 기관투자자만)
운용 규제	지분보유 의무	- 해당 없음	- 출자금 50% 이상 2년내 주식 투자 - 의결권 있는 주식 10% 이상 취득 - 취득 주식 6개월 이상 보유
	의결권 제한	- 보유주식 중 10% 초과분에 대한 의결권 행사 제한	- 해당 없음
	차입	- 순재산 400% 이내 (금전차입, 대여, 채무보증, 파생상품 투자 등)	- PEF재산 10% 이내 (단, SPC를 활용할 경우 300%까지)
	대출	- 대출 가능(단, 개인대출 금지)	- 대출 불가
보고 의무	업무보고서 제출·공시	- 분기별 업무보고서 금융위 제출 - 업무보고서 지점 및 영업소 비치, 홈페이지 공시 등	- 해당 없음
	시스템 리스크 관련 보고	- 파생상품 매매, 채무보증, 담보제공, 금전차입 현황보고 (100억 이상 : 연 2회, 100억 이하: 연 1회)	- 경영권 참여의 투자 현황, 차입, 채무보증 현황보고
검사 및 감독	- 펀드와 운용사 모두 검사 및 감독 가능	- 법령상 펀드에 대한 검사 및 감독은 명확히 규정, GP에 대한 검사 및 감독은 명확히 규정되지 않음	- 운용사 검사 및 감독 - 기관전용 사모펀드(GP) 금융감독 개입 최소화 (단, 시스템 리스크, 시장질서 교란 관리 차원의 검사 가능)
대기업 관련 규제	- 해당 없음	- 기존 계열회사 지분 취득 및 의결권 행사 금지 등	- 기존 계열회사 지분 취득 및 의결권 행사 금지 등

자료: 금융위원회, 하이투자증권

그림5. 사모펀드 체계 비교



자료: 금융위원회, 하이투자증권

## II. 국민연금 스튜어드십 코드 도입 ⇒ 지주회사 지배구조 개선효과 클 듯

지난 7 월 말 국민연금 기금운용위원회는 올해 제 6 차 회의를 열고 국민연금 스튜어드십코드 도입을 의결하였다.

따라서 배당뿐만 아니라 기업의 부당지원행위, 경영진 일가 사익 편취행위, 횡령, 배임, 과도한 임원 보수 한도 등도 국민연금의 미래 수익에 영향을 주는 중대 사안으로 판단되면, 향후 다양한 주주권을 행사할 것으로 예상된다.

우선 올해 하반기에 국민연금은 배당 관련 주주활동 개선, 의결권 행사 사전 공시, 주주대표 소송 근거 마련, 손해배상 소송 요건 명문화 작업을 완료함으로써 경영 참여에 해당하지 않는 분야인 배당 관련 주주활동에 집중할 예정이다.

내년에는 중점관리사안 추가 선정 및 확대, 기업과 비공개 대화 확대, 이사회 구성 및 운영, 이사/감사 선임 등 관련 가이드라인 마련, 위탁운용사를 활용한 주주활동 확대 등으로 활동 범위를 넓힐 예정이다. 즉, 현재는 배당 확대에만 국한해 주주활동을 하지만, 내년부터는 주주가치와 기업가치를 훼손하는 사안으로까지 주주권 행사 범위를 넓하는 것이다.

오는 2020 년에는 미개선 기업 대상 의결권 행사 연계, 미개선 기업 명단 공개 및 공개서한 발송 등으로 주주 행사가 더 강해진다. 비공개 대화에도 개선되지 않으면 주총에서 횡령, 배임, 부당지원행위, 경영진 사익 편취행위를 주도한 이사 임원이나 사외이사 또는 감사의 선임을 반대할 수 있다.

이와 같이 스튜어드십 코드는 투자자 이익 보호뿐만 아니라 기업 지배구조 개선에도 큰 효과가 있을 것으로 예상된다.

특히 문재인 정부의 경우 재벌개혁 관점에서 스튜어드십 코드를 접근하기 때문에 배당확대, 이사회의 독립성 제고 등 지주회사 지배구조 개선효과가 크게 나타날 수 있을 것이다. 이는 지주회사의 경우 지배구조가 개선되면 한정된 자원을 효율적으로 재배분하게 되면서 지주회사 기업가치를 극대화 할 수 있기 때문이다.

표3. 한국형 스튜어드십 코드 7대 원칙

구분	내용
원칙1	기관투자는 고객 등 타인 자산을 관리/운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다
원칙2	책임을 이행하는 과정에서 이해 상충 문제를 해결하기 위한 정책을 마련해 공개해야 한다
원칙3	투자 자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자 대상 회사를 지속적으로 점검/감시해야 한다
원칙4	투자 대상 회사와 공감대 형성을 지향하되, 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부 지침을 마련해야 한다
원칙5	충실한 의결권 행사를 위한 지침/절차/세부 기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다
원칙6	의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다
원칙7	수탁자 책임의 효과적 이행을 위해 역량과 전문성을 확보해야 한다

자료: 한국기업지배구조원, 하이투자증권

표4. 스튜어드십 코드 법령해설집 주요 내용

구분	내용
미공개정보	스튜어드십 코드에 따른 주주활동 과정에서 미공개 중요정보를 취득 또는 생성하였을 경우 ⇒ 일정기간 매매 등 중단하거나 해당 정보를 상장법인이나 기관투자가가 공개(공정공시)한 뒤 매매/거래하는 등의 방법을 선택 가능함
5% 보고	스튜어드십 코드에 참여중인 기관투자는 주식 등의 대량 보유 등의 보고(5% 보고)시 ⇒ 스튜어드십 코드에 참여중이라는 이유만으로 경영권에 영향을 주기 위한 것으로 보고해야 하는 것은 아니다라고 해석함
주식 공동 보유 요건 아님	기관투자자간 협의 및 공동의 경영진 면담 수행 후 각자 판단에 따라 주총에서 투표한 결과 동일한 방향으로 투표 결과가 나오는 경우 기관투자가 공동의 이해관계를 추구하기 위한 포럼 등을 설립하여 포럼에 참석한 경우 여러 기관투자자들이 동일한 자문기관을 이용하고 동일한 방향으로 의결권이 행사된 경우

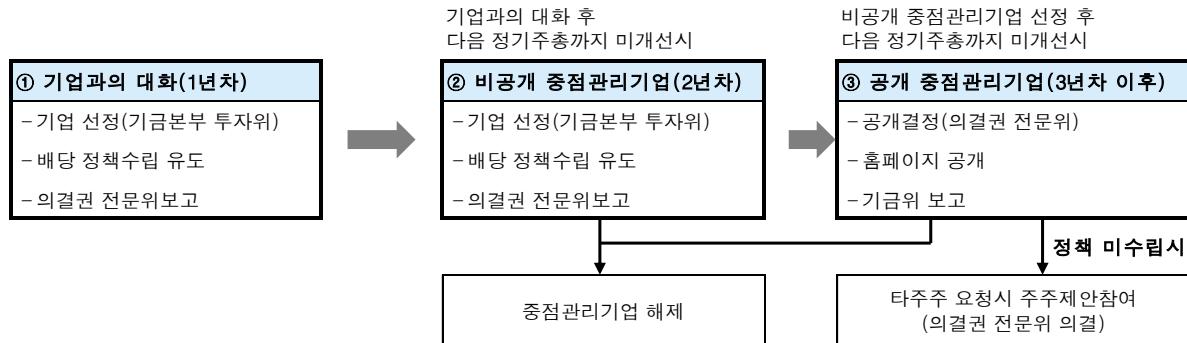
자료: 금융위원회, 하이투자증권

표5. 국민연금 주주권행사 전체 로드맵(안)

이행시기	주주권행사 구분	주요내용		비고
		현황	개선	
'18년 하반기	배당관련 주주활동 개선	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 배당성향 낮은 기업(연 4-5개 수준) 대상 합리적 배당정책 수립요구</li> <li>○ 미개선 기업은 명단 공개, 의결권행사 연계, 타주주 주주제안시 참여</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 합리적 배당정책 수립요구 강화 (▲개선여지가 없는 기업은 다음단계로 즉각 이행, ▲필요시 직접 주주제안권을 행사할 수 있도록 개선, ▲기업과 대화 대상기업 확대(연8-10개 수준) 등)</li> </ul>	- 국민연금의 배당관련 주주권행사는 경영참여 아님(자본시장법 시행령 개정 '14.12.9)
	의결권행사 사전공시	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 원칙적 사후공시(주총 후 14일 이내 공시)</li> <li>○ 다만, 의결권전문위 결정은 사전공개 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 원칙적 사전공시</li> <li>○ 수탁자책임전문위 결정안건, 공개 주주활동 관련 기업 안건은 보도자료 배포 등 상세 설명</li> </ul>	
	주주대표소송	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 미시행</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 시행근거, 제기 요건* 등 마련 *형사재판에서 손해액이 이미 확정되어 승소 가능성이 높은 경우 등 시행</li> <li>○ 소송내역 공시근거 마련 등</li> </ul>	- 이사가 횡령, 배임 등으로 기업에 손해를 끼친 경우 제기(공익적 성격 有)
	손해배상소송	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 시행 중 (대우조선해양 분식회계 관련 손해배상청구소송 진행 중)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 시행 근거, 요건 명문화, 소송내역 공시근거 마련 등</li> </ul>	
	예상치 못한 기업가치 훼손이슈 발생시 주주활동	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 비공개 대화를 시행 중이나 명문화되어 있지 않음</li> <li>○ 기업 불수용시 이에 따른 후속조치는 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 관련내용 명문화</li> <li>○ 사안에 따라 비공개 대화 외 공개 주주활동 실시 및 의결권행사 연계 가능</li> </ul>	
'19년	주주활동 이행기준인 중점관리사안 추가 선정·확대 ('19부터)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 배당만 존재</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 횡령, 배임, 부당지원행위, 경영진 사익편취 행위, 임원 보수한도 과다, 지속적인 반대의결권 행사에도 개선이 없는 사안 등</li> </ul>	
	기업과 비공개 대화 확대 ('19부터)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 배당성향 낮은 기업대상 *기업가치 훼손 이슈 기업에 대해 제한적 실시 중(기금부분 재량)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 횡령, 배임, 부당지원행위, 경영진 사익편취 행위, 임원 보수한도 과다, 지속적인 반대의결권 행사에도 개선이 없는 기업 추가</li> </ul>	
	이사회 구성·운영, 이사, 감사선임 등 관련 가이드라인 마련 ('19년 상반기)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 없음(유사한 성격인 '의결권지침' 존재)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 의결권지침 등 활용하여 일반원칙*을 마련하고 공개 * 예) 이사회는 효율적으로 의사를 결정하고 경영진을 감독할 수 있도록 구성되어야 한다</li> </ul>	
	위탁운용사 활용한 주주활동 확대 ('19년 상반기)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 미시행</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ ▲위탁운용사 선정 및 정기평가시 스튜어드십 코드 참여, 이행하는 위탁운용사는 가점 부여 ○ 자본시장법 시행령 개정 후, 위탁운용 주식의 의결권행사는 위탁운용사에 위임 *투자일임업자가 연기금 등으로부터 의결권을 위임받아 행사할 수 있도록 법령 개정 절차 진행 중(금융위)</li> </ul>	- 코드 도입 가점 부여 등으로 위탁운용사도 성실한 수탁자 책임활동 유도 효과 - 국민연금에 집중된 의결권행사 분산 가능(영향력 감소, 연금사회주의 우려 해소 등)
'20년	비공개 대화 후 미개선 기업 대상 비공개 중점관리기업 선정 ('20년 상반기)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 배당관련 미개선 기업만 선정</li> <li>○ 중점대상회사 선정, 공개 등까지 의무적으로 1년 소요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 확대된 중점관리사안에 따라 비공개 대화 후 미개선된 기업 추가 선정 *횡령, 배임, 부당지원행위, 사익편취행위, 관련 기업 등</li> <li>○ 개선여지 없는 기업은 즉각 선정, 공개 등 다음 단계로 이행</li> </ul>	
	미개선 기업 대상 의결권행사 연계 ('20년 주총시)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 배당관련 미개선 기업만 연계 *재무제표 승인, 이사선임 등 반대</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 확대된 중점관리사안에 따른 미개선 기업과도 연계 *이사, 사외이사, 감사위원 등 선임에 반대</li> </ul>	
	미개선 비공개중점관리기업 대상 공개중점관리기업 선정(명단공개) 및 공개서한 발송 ('20년 하반기)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 배당관련 미개선 기업</li> <li>○ 배당은 경영참여에 해당하지 않아, 타주주 주주제안 참여 요청시 참여 중</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 비공개 중점관리기업 중 미개선된 기업을 대상으로, 선정하고 기업명 공개, 공개서한 발송 등 이행</li> </ul>	- 기업 명성에 영향, 다른 주주와 공감대 형성 하여 간접적으로 기업행동 변화 유도
자본시장법上 경영참여 해당 주주권	사외이사 후보 추천 주주제안	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 미시행</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 경영참여 해당사안으로 제반여건이 구비된 후 재검토</li> <li>○ 다만, 기업(이사회)이 요청하는 경우 '20년부터 시행('19년은 인력풀 마련 등 준비)</li> </ul>	
	국민연금 의사관철을 위한 의결권 위임장 대결	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 미시행</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 제반여건이 구비된 후 재검토</li> </ul>	

자료: 보건복지부, 국민연금공단, 하이투자증권

그림6. 국민연금 배당관련 주주활동 프로세스



자료: 보건복지부, 국민연금공단, 하이투자증권

표6. 특위 권고안 및 공정위 입법예고안 비교

	주요과제	특위 권고안	공정위 입법예고안
기업집단 법제	기업집단 지정기준	○ 상출집단 기준을 현행 10조원→ 명목 GDP의 0.5%로 변경 * 공시집단은 현행 5조원 기준 유지	○ 특위안 수용 * 규제혼란을 최소화하기 위해 명목 GDP 0.5%가 10조원을 초과하는 해의 다음해부터 시행
	해외계열사 공시	○ 국내계열사에 직간접 출자한 해외계열사 주식소유(주주 및 출자)와 순환출자 현황 공시 의무를 동일인에게 부과 ○ 총수일가가 20% 이상 지분 보유한 해외계열사 및 그 자회사 현황 공시의무를 동일인에게 부과	○ 특위안 수용 ○ 특위안 수정수용 - 공시대상을 총수일가가 20% 이상 지분 보유 해외계열사로 한정(자회사는 제외)
	사외편취 규제 대상	○(국내계열사) 현행 총수일가 지분 상장 30%, 비상장 20% 회사 → 상장·비상장 모두 20% 회사 및 이들 회사의 자회사(50% 초과 지분 보유)까지 확대 ○(해외계열사) 현재는 규제가 없으나, 국내계열사와 기준과 동일하게 상장·비상장 모두 20% 회사 및 이들 회사의 자회사까지 확대	○(국내계열사) 특위안 수용 - 지분을 조정 등을 통한 규제회피의 사각지대 해소를 위해 적용대상 확대 필요 ○(해외계열사) 규제 미 도입 - 진행(영외적용 등)이 쉽지 않은 만큼 해외계열사 공시제도 도입을 통해 현황 파악주력
	기존 순환출자 규제	○ 현행은 신규 순환출자만 규제하나, 기존 순환출자도 의결권 제한방식으로 규제신설 * 순환출자 고리를 완성시킨 계열사가 소유하고 있는 계열출자에 대한 의결권 제한	○ 특위안 수정수용 - 법 시행과 새롭게 상호출자기업집단으로 지정되는 기업집단에 한정하여 적용 * 현재 상호출자기업집단은 대부분 자발적으로 순환출자를 해소하여 규제 미적용
	금융보험사 의결권 제한제도	○ 현행 특수관계인 합산 15% 한도에 추가하여 금융·보험사만의 한도 5% 신설 ○ 현행 예외적 의결권 행사 허용사유 * 중 암용우려가 있는 계열사간 합병·영업양도는 제외 * ① 임원 선임, ② 정관변경, ③ 다른 회사(계열사·비계열사 모두 포함)로의 합병·영업양도	○ 현행 유지(금융·보험사만의 5% 한도 미도입) - 규제효과가 크지 않고 규제강화 논란만 확산 ○ 특위안 수용 - 계열사간 합병은 적대적 M&A 방어와 관련이 없고, 오히려 사외편취 위험이 가장 높은 유형(불합리한 합병비율 찬성 등 문제)
	공의법인	○ 상출집단 소속 공의법인의 의결권행사를 현행 금융보험사 의결권 제한과 동일방식으로 제한하는 규제 신설 * 원칙 금지, 임원선임 등 예외적 경우 특수관계인과 합산 15%까지 의결권 행사 가능	○ 특위안 단계적 수용 - 특수관계인과 합산 15% 한도 규정은 2년간 시행 후에 3년에 걸쳐 5%씩 단계적 행사한도 축소(30%→25%→20%→15%)
	지주회사 규제	○(지분율 상향) 현행 20%(비상장 40%)→ 30%(비상장 50%)로 상향은 공감대 형성 단, 적용대상은 신규 설립·전환 지주회사만 우선 적용하는 안과 모든 지주회사에 적용되며 유예기간을 부여하는 안으로 나뉨 ○(부채비율 요건) 부채비율 요건을 200%→100%로 강화하는 안과 현행유지안으로 나뉨	○ 규제 강도가 낮은 특위안 수용 - 지분율을 상향하되, 적용대상을 신규 설립·전환 지주회사로 한정 * 기존 지주회사는 익금불산입률 조정(금년 세법개정 안 반영 예정)을 통한 자발적 상향 유도 ○ 현행 유지 - 규제 강화 실익이 크지 않은 점을 고려
		○(벤처지주회사) 벤처기업의 M&A 저변확대를 위해 공정거래법상 벤처지주회사제도를 활성화하자는 것이 다수 의견	○ 벤처지주회사 설립요건 완화 및 행위제한 규제 대폭 완화(비계열사 주식취득 한도 5%를 적용배제 등)

자료: 공정거래위원회, 하이투자증권

### III. 주주행동주의 펀드 활성화로 기업지배구조 개선 되면서 지주회사 수혜 받을 듯

주식회사는 주주가 주인인 회사다. 주주(株主)는 말 그대로 주식에 대한 권리인 주권(株券)을 가진 사람으로 소액주주라도 자신의 주권을 행사하는 일, 그것이 좀 더 투명하고 올바른 자본시장을 만드는 첫걸음이 될 것이다.

향후 어떤 형태의 사모펀드라도 10% 이하의 소수 지분만을 갖고도 기업 경영에 참여할 수 있게 되면서 주주행동주의 펀드가 국내에서도 활성화 될 가능성이 높아졌다.

여기서 분명한 점은 주주행동주의 펀드 등 사모펀드의 경우 지배구조 개선 등이 기업가치 상승으로 이어질 수 있다는 명분이 여타 주주들의 호응을 받아야 한다.

또한 기업가치 극대화 등 자본시장의 논리에 움직이는 사모펀드의 근본적인 존재 목적은 수익률이고 매각 차익이다. 저가에 사서 기업의 가치를 높여 적절한 타이밍과 적절한 인수자에게 높은 가격에 되팔아 투자자에게 높은 수익을 제공한다. 기업의 가치를 높이는 방법은 지배구조 및 재무구조 개선과 더불어, 경영 효율화, 외형 확장을 통한 기업의 재편과 성과 개선 등이다.

1997년 IMF 외환위기로 인하여 SK 증권이 부실화 되자 SK 증권을 구제하기 위하여 JP 모건과 이면계약을 체결하였으며, JP 모건이 유상증자에 참여함으로써 입을 손실을 SK 글로벌이 모두 떠맡기로 하였다. 2003년 검찰의 수사로 이러한 이면계약이 드러나고 SK 그룹 최고경영진의 지시로 계열사들이 분식회계를 한 것이 적발되어 최태원 회장은 구속되고 SK 주식은 급락하였다.

이때 사모펀드 소버린 자산운용은 철저한 계획을 통해 SK 주식 14.99%을 1,800억 원에 매입하였다. 그 이후 소버린 자산운용은 최태원 회장 등 분식회계에 연루된 경영진 퇴진과 지배구조 개선을 요구하며 전방위적으로 압박하고 나섰다. 특히 SK 은 SK 그룹 전체의 지주회사 역할을 하고 있었으므로 SK 의 주인이 바뀌면 SK 그룹 전체의 주인이 바뀔 수도 있는 상황이었다.

소버린에 대항하기 위하여 SK 은 국내 소액주주들의 애국심에 호소하였으며, 주가부양을 위한 정책들을 실시하면서 SK 주가는 상승하기 시작하였다. 소액주주의 도움을 받아 SK 주주총회에서 소버린의 도전을 힘겹게 물리쳤다. 그러자 SK 의 경영권을 인수하겠다는 소버린은 2005년 7월 주식을 매입한지 2년만에 SK 주식을 모두 매각하고 한국 시장에서 철수하였다. 1,800억 원 투자하였던 소버린은 8,000억 원의 가량의 시세차익을 얻었다.

어찌되었든 이러한 과정을 거치면서 SK 그룹은 지배구조 개선 정책을 실시하여 건실한 상태로 개선되었다. 결과적으로 소버린이 SK 그룹의 경영정책에 영향을 미쳐, SK 구룹의 투명성 및 주주가치 향상에 간접적으로 공헌한 측면이 있다고 할 수 있다.

이렇듯 주주행동주의 펀드는 PBR 이 낮고, 사내 유보금이 많은 기업, 사업전략에 이슈가 있거나, 대주주 지분율이 낮은 등 지배구조에 이슈가 있는 기업을 대상으로 공격하는 행태를 보인다. 또한 언론을 강력한 메가폰으로 활용할 수 있기 때문에 적은 지분으로도 기업에게 큰 영향력을 행사할 수 있게 되었다.

지배구조란 투자자의 투자가치를 보호하기 위해서 경영자의 의사결정과정을 감시하는 것으로, 바람직한 지배구조는 회사의 가치, 주주의 가치가 극대화 되는 것이다. 즉, 특정인의 사적 이익을 위해 악용되지 않는 경영시스템으로 투명성과 책임성이 보장되어야 한다. 따라서 지배구조가 개선되면 디스카운트 요인이 해소되면서 기업가치를 높일 수 있을 뿐만 아니라 자금조달비용도 줄어들게 된다. 특히 우리나라 재벌 등 그룹들의 경우 왜곡된 지배구조를 해소하는 과정에서 총수 일가의 이익이 기타 주주의 이익에 우선시되는 결정이 내려지고 이것이 바로 지배구조의 취약한 부분으로 되었다. 이러한 기업지배구조의 허점을 노리는 것이 주주행동주의 펀드 등이다.

이에 따라 주주행동주의 펀드들의 요구 내용은 주로 지배구조 개선, 배당 확대 및 자사주 매입, 사업전략 및 구조 조정 방안 등을 제안한다. 특히 유휴자산매각을 독려하고, 확보한 자금을 주주환원이나 재무구조 개선에 사용할 것을 제시한다.

무엇보다 지주회사의 경우 소유구조에서 여러 사업자회사나 관계회사의 지분을 소유함으로써 투자 및 배당 의사결정에 중대한 영향력을 행사하게 된다.

지주회사의 지배구조가 개선되면 과거와 같이 경영성과가 좋지 않은 기업집단 내 다른 기업을 도와주기가 어렵게 되며, 결국 경영성과가 좋지 않은 사업자회사로부터 자원을 회수해 경영성과가 좋은 다른 사업자회사로 투자재원을 집중시키게 된다. 따라서 지주회사 지배구조 개선으로 한정된 자원을 효율적으로 재배분하게 되면서 지주회사 기업가치를 극대화 할 수 있을 것이다.

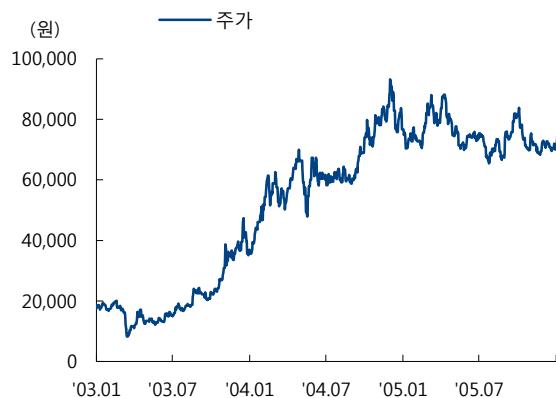
이와 같은 지주회사 자체적인 지배구조 개선이 자회사들에게 영향을 미칠 수 있을 뿐만 아니라 지주회사는 여러 상장기업들을 자회사로 두고 있기 때문에 상장기업들 지배구조 개선 효과가 지주회사에서 보다 크게 나타날 수 있을 것이다.

표7. 소버린 사태 당시 SK 그룹의 지배구조 관련 이벤트

일시	내용
'03.03	SK글로벌(현 SK네트웍스) 분식회계, 최태원 회장 구속
'03.04	소버린, (주)SK 지분 8.64% 확보, 1대 주주 등극
'03.04	소버린, (주)SK 지분 14.99%로 확대
'03.05	소버린, (주)SK의 SK글로벌 지원 중단 요구
'03.06	(주)SK, SK글로벌 매출채권, 8,500억원 출자전환
'04.12	최태원 회장, SK C&C가 (주)SK 지분 매입(15.62%)
'05.03	최태원 회장 재선임
'05.07	소버린, (주)SK 지분 전량 매각

자료: 공시 및 각종 언론, 하이투자증권

그림7. SK 주가 추이 (2003.01.01-2005.12.31)



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림8. SK 시가총액 추이 (2003.01.01-2005.12.31)



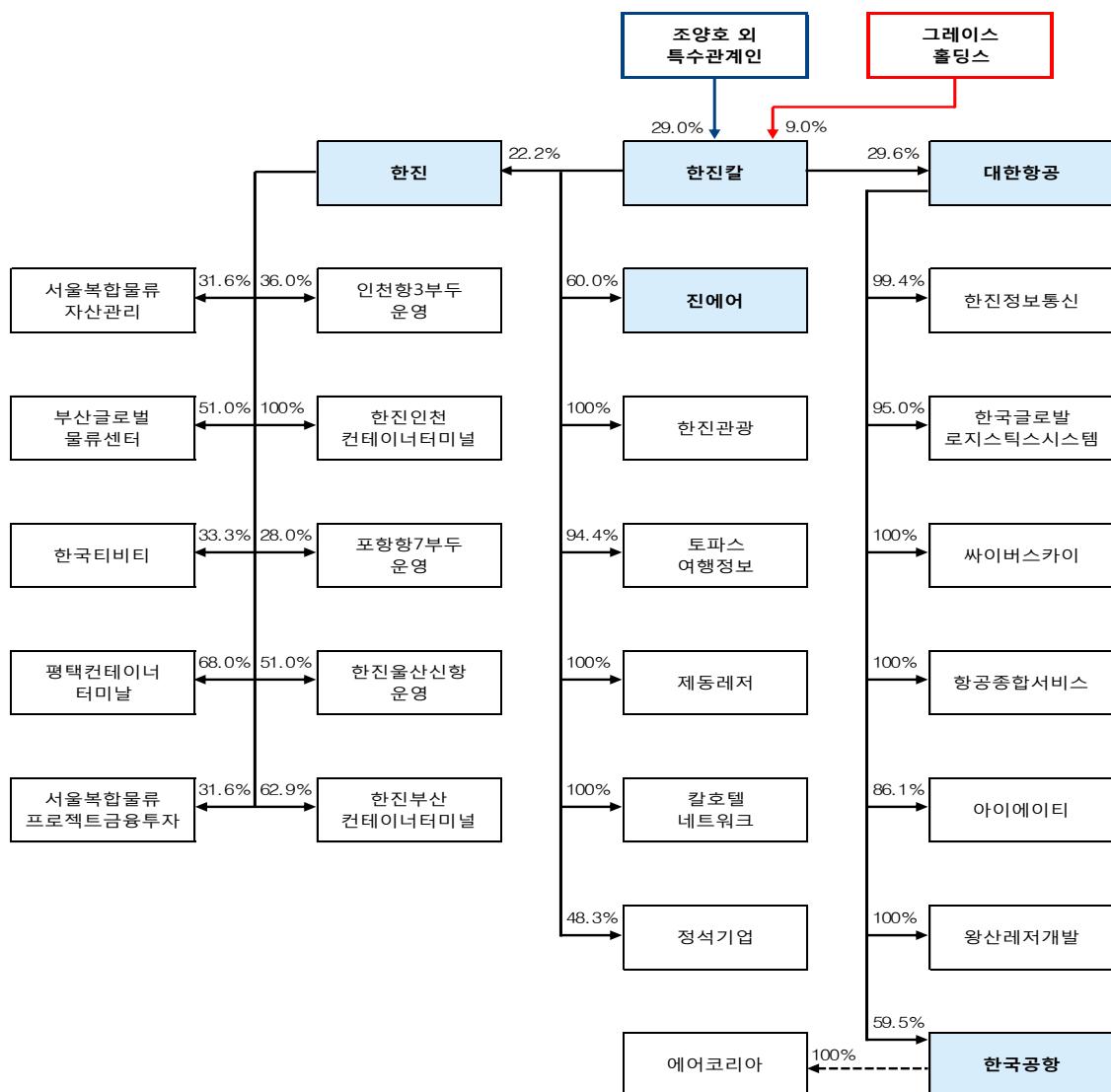
자료: Bloomberg, 하이투자증권

## IV. 한진그룹 지배구조: 한진칼, 한진

한진그룹은 지난 2013년 8월 1일 기준으로 지주회사로 전환한 이후 지주회사 행위제한 요건을 충족시키기 위하여 순환출자 해소, 대한항공 자회사 지분 취득 등 여러 가지 일련의 지배구조 변환 과정들이 이루어졌다.

지배구조 변환의 마무리 단계로 한진칼이 정석기업 투자부문을 2015년 6월 30일에 소규모 흡수합병 하였으며, 한진이 보유한 대한항공 지분 7.95%를 매각함으로써 지배구조 변환이 마무리 되었다.

그림9. 한진그룹 지배 구조



자료: 한진칼, 하이투자증권

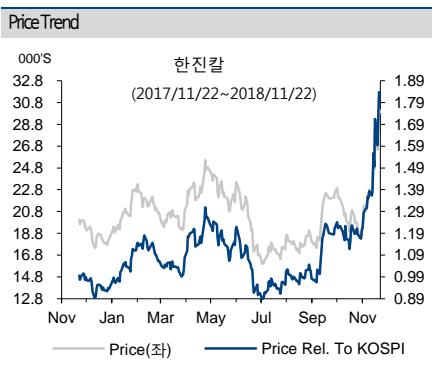
## 한진칼 (180640)

**Buy (Maintain)**

목표주가(12M)	35,800 원(상향)
종가(2018/11/23)	29,000 원

Stock Indicator	
지분금	149십억원
발행주식수	5,971만주
시가총액	1,790십억원
외국인지분율	9.8%
52주주가	16,050~30,200 원
60일평균거래량	1,004,020주
60일평균거래대금	24.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
장기수익률	51.3	61.5	38.0	49.7
상대수익률	50.9	71.2	53.9	68.4



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,150	1,328	1,486	1,576
영업이익(십억원)	115	141	162	184
순이익(십억원)	222	74	154	216
EPS(원)	3,717	1,245	2,587	3,620
BPS(원)	25,481	26,602	29,065	32,561
PER(비)	4.9	24.1	11.6	8.3
PBR(비)	0.7	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	17.6	4.8	9.3	11.7
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(비)	6.7	9.6	8.9	8.0

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현  
(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 명분이 지배구조를 개선 시킬 듯

### 지배구조 개선 가능성 높아질 듯

한진그룹 오너 일가의 갑질이 잇따라 폭로되면서 한진그룹 계열사 전반에 대한 기업 지배구조 개선의 필요성이 제기되고 있다.

이러한 환경하에서 지난 11월 15일 공시를 통하여 국내 사모펀드 운용사 KCGI가 동사 지분 9.0% 확보를 밝혔다.

주주행동주의 펀드들이 제안하는 요구 내용은 주로 지배구조 개선, 배당 확대 및 자사주 매입, 사업전략 및 구조 조정 방안 등이다. 특히 유휴자산매각을 독려하고, 확보한 자금을 주주환원이나 재무구조 개선에 사용할 것을 제시한다.

이에 따라 KCGI도 향후 배당확대 등 주주친화정책 및 지배구조 개선 요구 등이 이루어 질 것으로 예상된다. 또한 칼호텔네트워크 등 그룹 유휴자산 활용 방안에 대하여도 독려할 것으로 기대된다.

다른 한편으로는 국민연금이 지난 6월 대한항공에 총수 일가 의혹에 대한 해결 방안을 제시하라는 서한을 보내기도 하는 등 투명한 지배구조를 요구하고 있다. 이에 대한 연장선상에서 동사를 8.3% 보유하고 있는 국민연금의 경우 스튜어드십 코드 등을 도입하기로 결정함에 따라 향후 주주친화정책 및 지배구조 개선 요구 등이 이루어 질 것으로 예상된다.

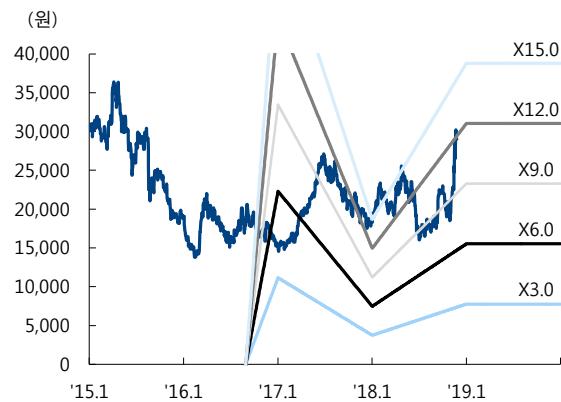
여기서 분명한 점은 주주행동주의 펀드 등 사모펀드의 경우 지배구조 개선 등이 기업가치 상승으로 이어질 수 있다는 명분이 여타 주주들의 호응을 받아야 한다. 땅콩 회항, 물컵 갑질, 폭언폭행, 배임협의 등 한진그룹 오너십에 대한 여론이 좋지 않기 때문에 지배구조 개선 등 제시하는 명분이 충분히 여타 주주들의 호응을 받을 수 있을 것으로 예상됨에 따라 향후 지배구조 개선 가능성이 높아질 수 있을 것이다.

### 유기하락 등 실적 턴어라운드가 예상되는 환경하에서 향후 지배구조 개선 가능성이 주가 상승 모멘텀

동사에 대하여 투자의견 매수에 Sum-of-part 밸류에이션에서 자회사 가치 상승 등을 반영하여 목표주가를 35,800 원으로 상향한다. Sum-of-part 밸류에이션에서 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다.

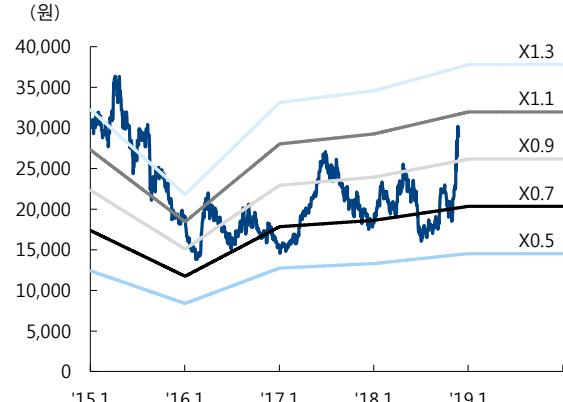
동사의 주가는 내년 예상기준으로 PBR 1.0 배로 거래되고 있어서 밸류에이션이 매력적인 수준이다. 유기하락 등으로 실적 턴어라운드가 예상되는 환경하에서 향후 지배구조 개선 가능성이 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

그림10. 한진칼 PER 밴드



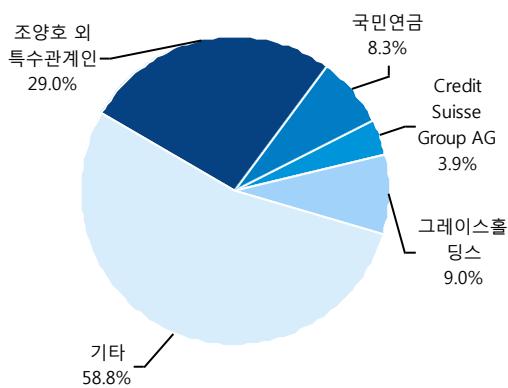
자료: Fnguide, 하이투자증권

그림11. 한진칼 PBR 밴드



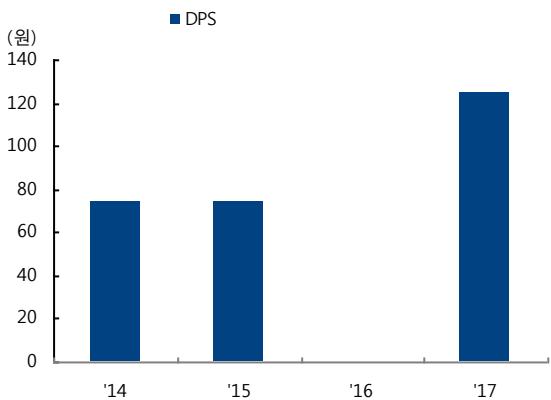
자료: Fnguide, 하이투자증권

그림12. 한진칼 주주 분포



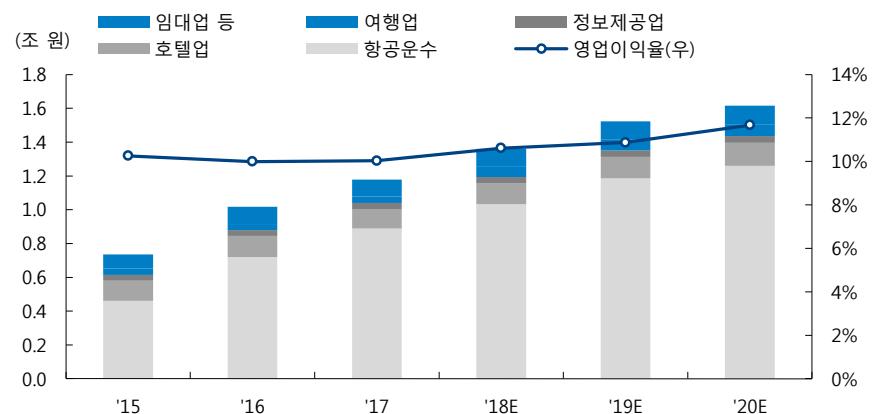
자료: 한진칼, 하이투자증권

그림13. 한진칼 DPS 추이



자료: 한진칼, 하이투자증권

그림14. 한진칼 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한진칼, 하이투자증권

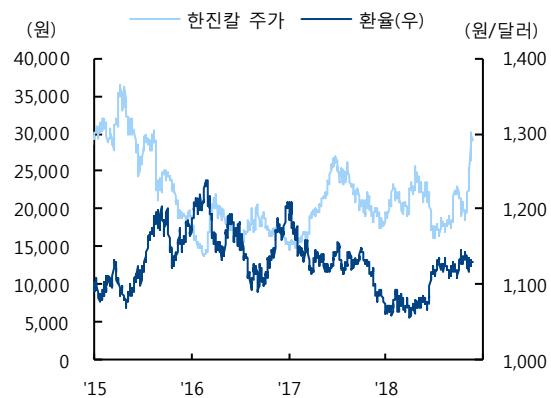
표8. 한진칼 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사가치	18,272
영업가치	5,000
순차입금	1,915
우선주	171
NAV	21,186
발행주식수(자기주식제외)	59,170,436
주당 NAV(원)	35,805

자회사	지분율(%)	자회사 가치
대한항공	30.0%	9,235
칼호텔네트워크	100.0%	2,925
진에어	60.0%	3,005
제동레저	100.0%	266
토파스여행정보	94.4%	537
한진관광	100.0%	174
한진	22.2%	1,152
정석기업	48.3%	902
와이키카리조트호텔		76

자료: 한진칼, 하이투자증권

그림15. 한진칼 주가 및 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림16. 한진칼 주가 및 유가 추이



자료: 한진칼, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	726	770	799	856
현금 및 현금성자산	246	314	312	365
단기금융자산	387	340	357	368
매출채권	58	77	89	82
재고자산	2	2	2	3
비유동자산	2,050	2,108	2,283	2,497
유형자산	592	553	516	484
무형자산	6	4	3	2
자산총계	2,776	2,878	3,082	3,353
유동부채	736	769	822	877
매입채무	6	7	8	8
단기차입금	294	324	354	384
유동성장기부채	87	70	70	70
비유동부채	330	330	330	330
사채	-	-	-	-
장기차입금	225	225	225	225
부채총계	1,066	1,099	1,151	1,207
지배주주지분	1,521	1,588	1,735	1,944
자본금	149	149	149	149
자본잉여금	1,141	1,141	1,141	1,141
이익잉여금	-294	-227	-80	129
기타자본항목	421	421	421	421
비지배주주지분	188	191	195	202
자본총계	1,710	1,779	1,931	2,146

포괄손익계산서

(단위:십억원%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,150	1,328	1,486	1,576
증가율(%)	16.0	15.5	11.9	6.1
매출원가	932	1,073	1,204	1,266
매출총이익	217	255	282	310
판매비와관리비	102	114	121	126
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	115	141	162	184
증가율(%)	16.5	22.3	14.6	13.9
영업이익률(%)	10.0	10.6	10.9	11.7
이자수익	6	7	7	7
이자비용	29	30	31	32
지분법이익(손실)	-	-18	96	130
기타영업외손익	-2	1	-22	5
세전계속사업이익	268	101	211	294
법인세비용	39	24	52	71
세전계속이익률(%)	23.3	7.6	14.2	18.7
당기순이익	229	77	159	223
순이익률(%)	19.9	5.8	10.7	14.1
지배주주구속 순이익	222	74	154	216
기타포괄이익	89	-	-	-
총포괄이익	318	77	159	223
지배주주구속총포괄이익	308	74	154	216

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	164	139	115	164
당기순이익	229	77	159	223
유형자산감가상각비	41	40	36	33
무형자산상각비	2	2	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-18	96	130
투자활동 현금흐름	-313	200	136	142
유형자산의 차분(취득)	1	-	-	-
무형자산의 차분(취득)	1	-	-	-
금융상품의 증감	338	21	15	64
재무활동 현금흐름	314	260	278	278
단기금융부채의증감	-132	12	30	30
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-6	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	163	68	-2	53
기초현금및현금성자산	83	246	314	312
기말현금및현금성자산	246	314	312	365

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	3,717	1,245	2,587	3,620
BPS	25,481	26,602	29,065	32,561
CFPS	4,436	1,943	3,214	4,183
DPS	125	125	125	125
Valuation(배)				
PER	4.9	24.1	11.6	8.3
PBR	0.7	1.1	1.0	0.9
PCR	4.1	15.4	9.3	7.2
EV/EBITDA	6.7	9.6	8.9	8.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	17.6	4.8	9.3	11.7
EBITDA 이익률	13.8	13.7	13.4	13.8
부채비율	62.4	61.8	59.6	56.2
순부채비율	-1.5	-2.0	-1.0	-2.5
매출채권화전율(x)	19.7	19.7	17.9	18.4
재고자산회전율(x)	600.3	648.0	638.3	622.2

자료 : 한진칼, 하이투자증권



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리를	
				평균 주가대비 (%)	최고(최저) 주가대비 (%)
2017-11-17	Buy	30,000	1년	-33.1%	-14.8%
2018-09-14	Buy	25,000	1년	-11.5%	20.8%
2018-11-26	Buy	35,800	1년	-	-

### 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-mail 등을 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.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자의 증권투자를 돋기 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.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함:

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

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

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

### 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-

# 한진 (002320)

**Buy (Maintain)**

목표주가(12M)	60,000 원(상향)
종가(2018/11/23)	48,800 원

Stock Indicator	
자본금	60십억원
발행주식수	1,197만주
시가총액	578십억원
외국인지분율	12.6%
52주주가	20,050~48,250원
60일평균거래량	156,724주
60일평균거래대금	5.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	27.1	69.0	95.3	73.6
상대수익률	26.8	78.7	111.2	92.2



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,813	1,928	2,048	2,144
영업이익(십억원)	22	45	65	83
순이익(십억원)	-45	59	20	34
EPS(원)	-3,750	4,961	1,678	2,878
BPS(원)	59,896	64,463	65,747	68,231
PER(배)		9.7	28.8	16.8
PBR(배)	0.4	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	-6.1	8.0	2.6	4.3
배당수익률(%)	1.5	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	12.7	11.3	7.0	3.0

주K-IFRS 연결 오류 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현  
(2122-9198) value3@hi-ib.com

## 지배구조 개선 및 택배부문 가치 상승

### 지배구조 개선 가능성 높아질 듯

동사의 주주구성 살펴보면 한진칼 22.2%를 비롯하여 조양호 외 특수관계인 11.0%, 국민연금 7.4%, 쿼드자산운용 6.5%, 조선내화 6.0%, 자사주 1.4%, 기타 59.4% 등으로 분포되어 있다.

동사의 대주주인 한진칼 주가가 최근 지배구조 개선 가능성 등으로 인하여 상승하면서 동사의 주가도 상승을 이어가고 있다. 그 동안 동사의 경우 한진그룹 모태회사로서 여러 가지 그룹과 관련된 일들을 행하는 등 지배구조가 낙후되어 있었다.

그러나 동사 대주주인 한진칼이 지배구조 개선 가능성이 높아 짐에 따라 동사의 경우도 자연스럽게 지배구조가 개선되면서 본연의 충실한 투자와 영업이 이루어지는 환경이 조성될 것이다.

### 해를 거듭할수록 택배부문 실적 턴어라운드 가속화 될 듯

동사는 올해 K-IFRS 연결기준 매출액 19,275 억원(YoY+6.3%), 영업이익 448 억원(YoY+107.4%)으로 실적 턴어라운드가 예상될 뿐만 아니라 내년에도 매출액 20,480 억원(YoY+6.3%), 영업이익 655 억원(YoY+46.2%)으로 예상되면서 실적 개선세를 이어나갈 것으로 기대된다. 이는 택배부문의 실적 턴어라운드가 가속화 될 것으로 전망 되기 때문이다.

택배부문의 경우 농협 등 물동량 확대로 인하여 물류터미널의 고정비 부담이 완화되면서 수익성 개선이 이루어지고 있다.

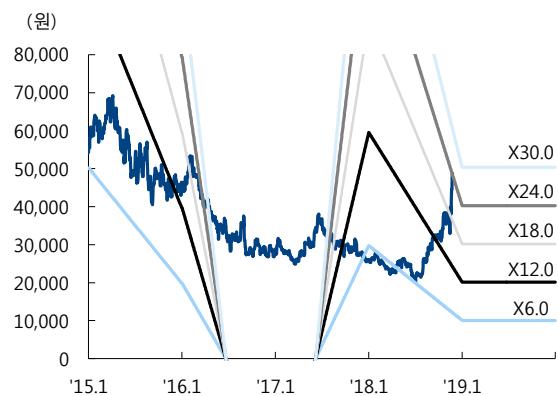
무엇보다 최저임금 인상에 따른 비용증가로 인하여 택배가격이 인상 되고 있어서 레버리지 효과 발생으로 해를 거듭할수록 택배부문 실적 턴어라운드가 가속화 될 수 있을 것이다.

### 지배구조 개선 가능성이 높아지는 환경하에서 택배부문의 실적 턴어라운드 가속화가 동사 주가 상승 모멘텀

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가를 60,000 원으로 상향한다. 목표주가는 2019~2020년 평균 예상 BPS 66,989 원에 Target PBR 0.9 배(지배구조 수혜 및 택배부문 실적개선이 주가에 반영된 시기인 2015.1~6 월 평균 PBR)를 적용하여 산출하였다.

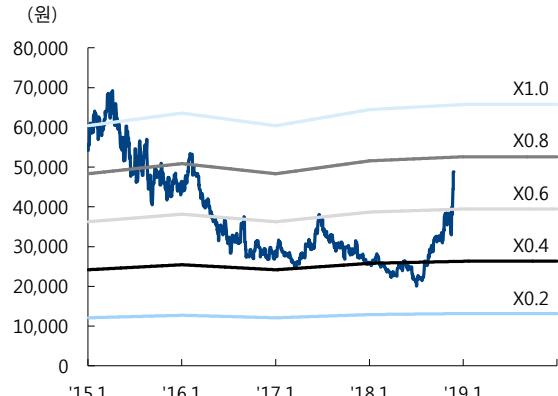
동사 주가는 올해 기준 PBR 0.7 배에 거래되고 있으며, 향후 지배구조 개선 가능성이 높아지는 환경하에서 택배부문의 실적 턴어라운드 가속화가 동사 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

그림17. 한진 PER 밴드



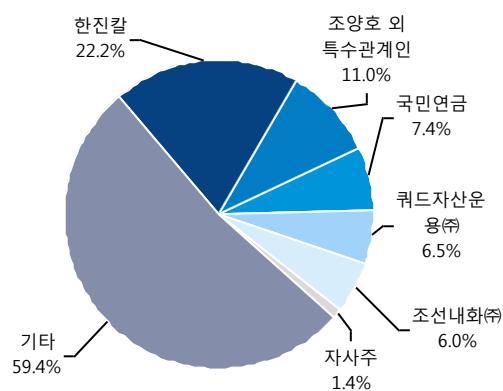
자료: Fnguide, 리서치센터

그림18. 한진 PBR 밴드



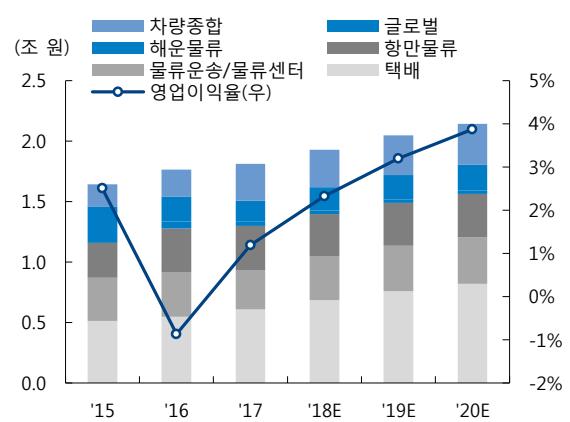
자료: Fnguide, 리서치센터

그림19. 한진 지분 구성(2018년 9월 30일 기준)



자료: 한진, 리서치센터

그림20. 한진 매출 구성(2018년 3분기 기준)



자료: 한진, 리서치센터

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	493	690	985	1,507
현금 및 현금성자산	112	270	589	1,065
단기금융자산	6	7	6	6
매출채권	242	276	242	294
재고자산	7	8	8	9
비유동자산	1,961	2,011	2,050	2,087
유형자산	1,256	1,312	1,355	1,397
무형자산	453	441	430	419
자산총계	2,454	2,701	3,035	3,594
유동부채	685	876	1,194	1,722
매입채무	22	23	25	26
단기차입금	119	119	119	119
유동성장기부채	245	245	245	245
비유동부채	899	899	899	899
사채	238	238	238	238
장기차입금	353	353	353	353
부채총계	1,585	1,776	2,093	2,621
지배주주지분	717	772	787	817
자본금	60	60	60	60
자본잉여금	80	80	80	80
이익잉여금	542	596	612	642
기타자본항목	-7	-7	-7	-7
비지배주주지분	152	154	154	156
자본총계	869	926	942	973

포괄손익계산서

(단위:십억원%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,813	1,928	2,048	2,144
증가율(%)	2.7	6.3	6.3	4.7
매출원가	1,717	1,809	1,876	1,961
매출총이익	95	118	172	182
판매비와관리비	74	74	107	99
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	22	45	65	83
증가율(%)	-240.7	107.4	46.2	26.8
영업이익률(%)	1.2	2.3	3.2	3.9
이자수익	1	5	11	20
이자비용	62	57	57	47
지분법이익(순실)	6	6	6	6
기타영업외손익	65	81	3	-15
세전계속사업이익	-47	81	28	47
법인세비용	0	20	7	11
세전계속이익률(%)	-2.6	4.2	1.3	2.2
당기순이익	-47	61	21	36
순이익률(%)	-2.6	3.2	1.0	1.7
지배주주구속 순이익	-45	59	20	34
기타포괄이익	2	-	-	-
총포괄이익	-45	61	21	36
지배주주구속총포괄이익	-43	59	20	34

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	32	350	499	657
당기순이익	-47	61	21	36
유형자산감가상각비	57	54	56	58
무형자산상각비	12	12	11	11
지분법관련손실(이익)	6	6	6	6
투자활동 현금흐름	153	74	86	85
유형자산의 차분(취득)	5	-	-	-
무형자산의 차분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-49	159	318	476
재무활동 현금흐름	-234	185	185	185
단기금융부채의증감	-71	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-5	-5	-5	-5
현금및현금성자산의증감	-50	158	319	476
기초현금및현금성자산	163	112	270	589
기말현금및현금성자산	112	270	589	1,065

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	-3,750	4,961	1,678	2,878
BPS	59,896	64,463	65,747	68,231
CFPS	1,995	10,471	7,337	8,672
DPS	400	400	400	400
Valuation(배)				
PER		9.7	28.8	16.8
PBR	0.4	0.7	0.7	0.7
PCR	13.0	4.6	6.6	5.6
EV/EBITDA	12.7	11.3	7.0	3.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-6.1	8.0	2.6	4.3
EBITDA 이익률	5.0	5.7	6.5	7.1
부채비율	182.3	191.8	222.3	269.5
순부채비율	96.2	73.2	38.2	-12.0
매출채권화전율(x)	8.0	7.5	7.9	8.0
재고자산회전율(x)	245.8	254.3	254.2	252.3

자료 : 한진, 하이투자증권 리서치센터



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비 (%)	최고(최저)주가대비 (%)
2017-06-05	Buy	43,000	6개월	-27.9%	-11.5%
2017-12-05	Buy	37,000	1년	-32.1%	-23.9%
2018-06-04	Buy	32,000	1년	-9.0%	50.8%
2018-11-26	Buy	60,000	1년		

### 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-mail 등을 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.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자의 증권투자를 돋기 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.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함:

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)

### 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-

## V. 롯데그룹 지배구조: 롯데지주

### 롯데지주: 배당확대의 최대 수혜

지난해 10 월 상장 4 개사(롯데쇼핑, 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드)을 사업부문과 투자부문 분할 및 투자부문 간 합병을 동시에 진행하면서 롯데지주가 롯데그룹의 지주회사로 출범하였다.

올해 4 월에는 비상장 6 개사(롯데지알에스, 롯데상사, 롯데로지스틱스, 한국후지필름, 대홍기획, 롯데아이티테크)를 사업부문과 투자부문으로 분할한 후, 투자부문을 동사와 합병하면서 지주회사 출범과정에서 발생한 신규 순환 출자 및 상호출자를 모두 해소하였다.

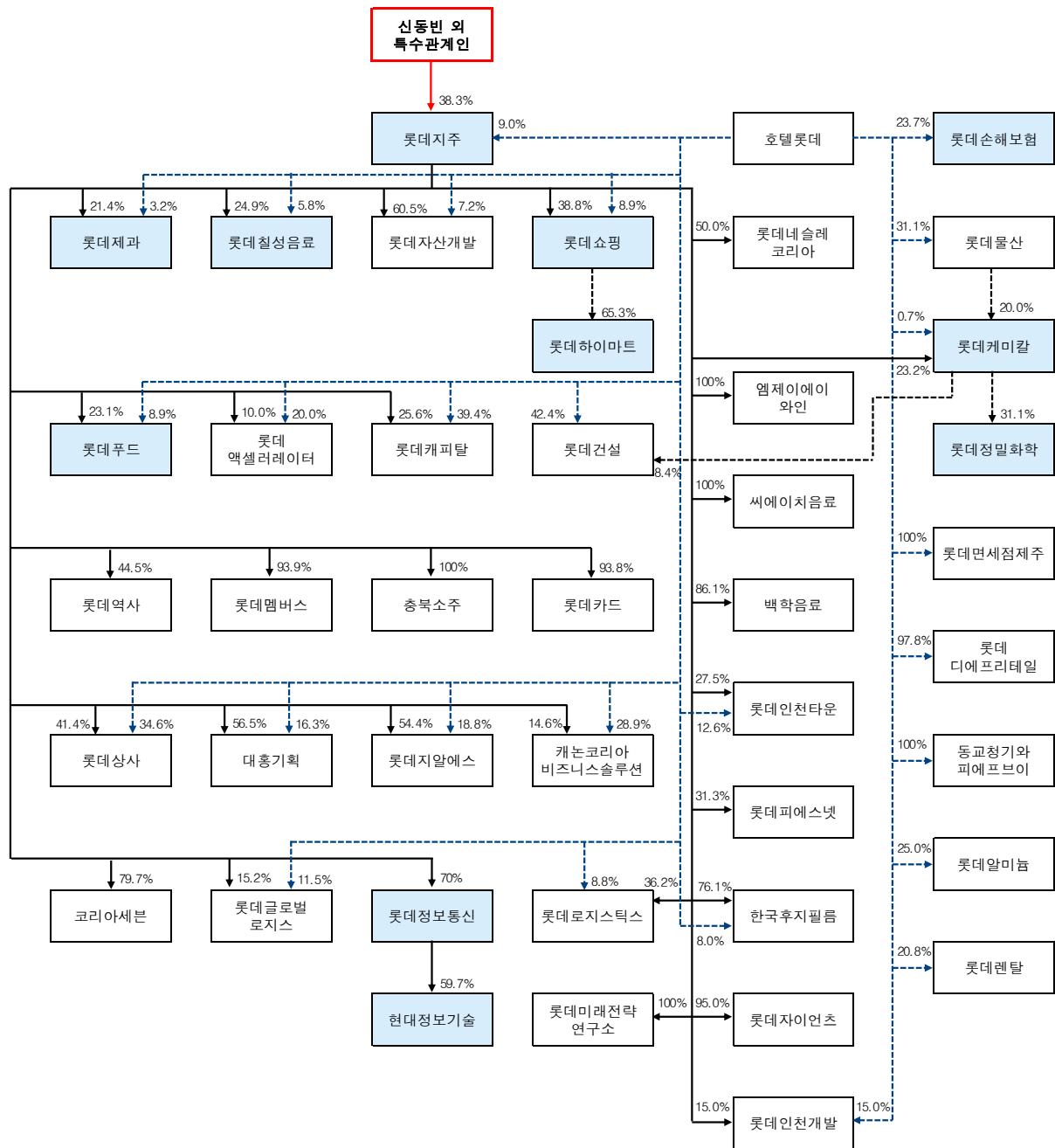
또한 올해 6 월에는 롯데제과 및 롯데칠성 지분을 대상으로 롯데지주에 대한 현물출자를 실시하여 지주회사 자회사 지분요건을 충족하는 동시에 신동빈 회장의 지배력이 강화되었다.

한편, 지난 10 월 동사는 호텔롯데 및 롯데물산으로부터 롯데케미칼 지분 총 23.24%(인수대금 2 조 2,274 억원)를 매입함에 따라 롯데케미칼은 롯데지주의 자회사로 편입되었다.

또한 11 월 21 일 임시 주주총회를 통하여 동사 보유 보통주 자기주식 45,760,935 주 중 일부인 11,657,000 주에 대해서 소각을 확정하였을 뿐만 아니라, 자본잉여금 중 4.5 조원을 이익잉여금으로 전환함에 따라 배당재원이 대폭 증가하였다.

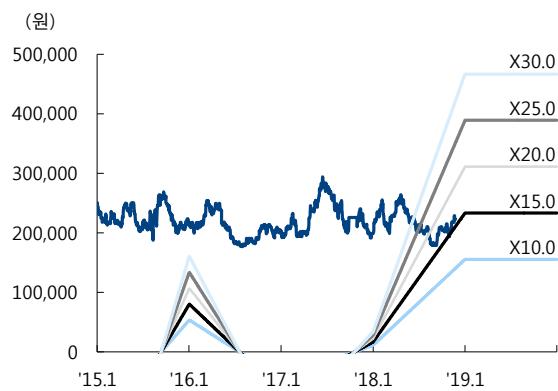
점진적 배당성향 확대 등으로 중장기 배당성향을 30%까지 강화할 예정인데, 롯데케미칼 자회사 편입 및 롯데쇼핑 실적 정상화 등으로 인하여 롯데지주에게 배당확대의 최대 수혜가 예상된다.

그림21. 롯데그룹 지배구조



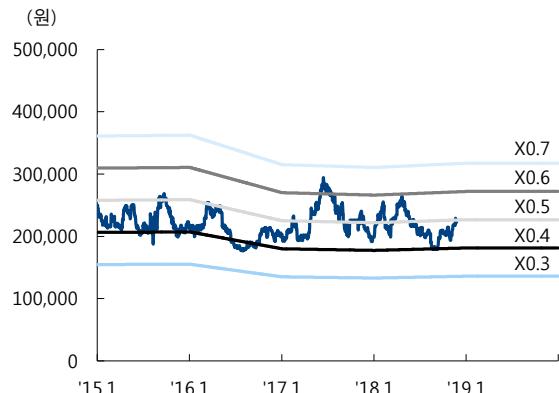
자료:하이투자증권

그림22. 롯데쇼핑 PER 밴드



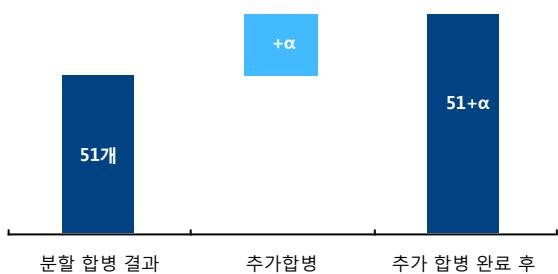
자료: 롯데쇼핑, 하이투자증권

그림23. 롯데쇼핑 PBR 밴드



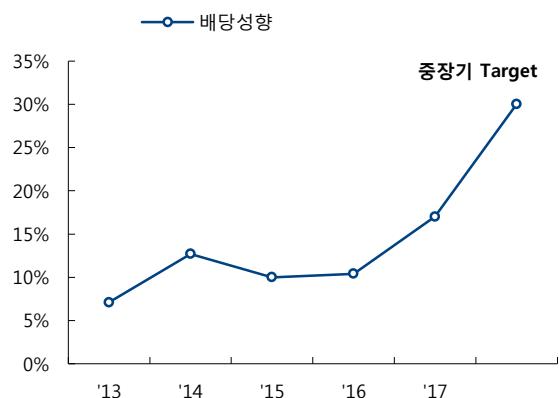
자료: 롯데쇼핑, 하이투자증권

그림24. 계열사수 확대



자료: 롯데지주, 하이투자증권

그림25. 롯데 계열사 과거 평균배당성향 및 중장기 Target



자료: 롯데지주, 하이투자증권

## VI. 현대백화점그룹 지배구조: 현대그린푸드

### 현대그린푸드: 현대백화점그룹의 실질적인 사업지주회사로서 지배구조 개선 및 배당 확대 수혜 가능할 듯

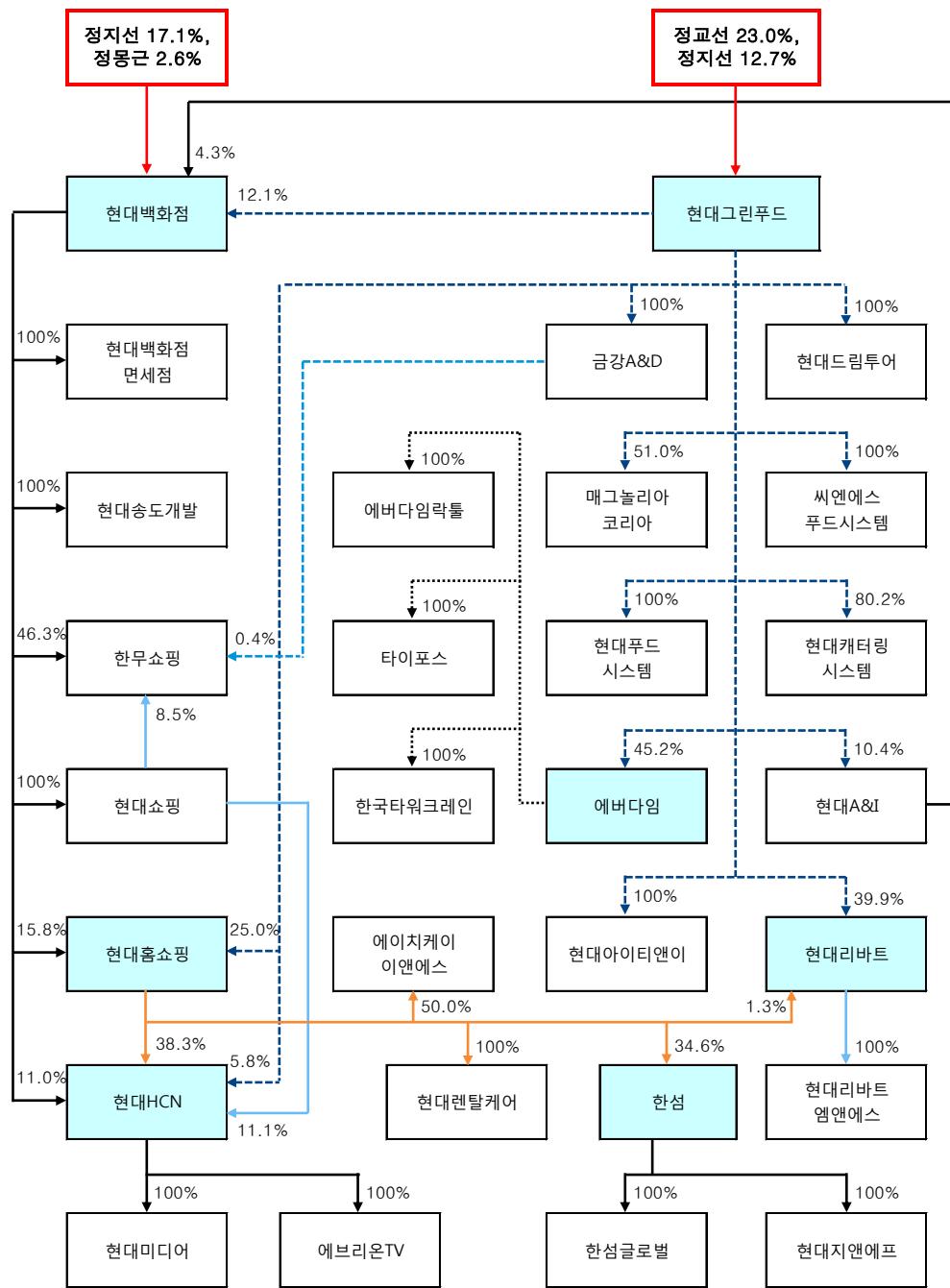
현대그린푸드는 현대백화점그룹 지배구조 측면에서 사실상 지주회사 역할을 하고 있다. 즉, 현대그린푸드는 현대백화점 12.1%를 비롯하여 현대홈쇼핑 25.0%, 현대드림투어 100.0%, 현대리바트 39.9%, 현대 LED 51.0%, 씨엔에스푸드시스템 100.0% 등의 지분을 보유하고 있다. 이어 현대백화점은 현대쇼핑 100.0%, 현대백화점면세점 100.0%, 한무쇼핑 46.3%, 현대홈쇼핑 15.8% 등 유통관련 기업의 지분을 보유하고 있다. 특히 현대홈쇼핑은 그룹의 복수종합유선방송사업자(MSO)인 HCN의 지분 38.3%를 보유함으로써 유선방송사업에도 진출해 있다.

현대그린푸드를 그룹에서 유일하게 오너인 정지선 회장 12.7%, 정교선 부회장 23.0% 등이 보유하고 있다. 또한 현대그린푸드는 자사주 10.7%을 소유하고 있다. 이와 같이 현대백화점그룹 지배구조 측면에서 현대그린푸드는 상당히 중요한 위치에 있으므로 지배구조 관련 수혜가 가능할 것으로 예상된다.

한편, 국민연금이 스튜어드십 코드 도입함에 따라 중점적으로 기업지배구조 개선과 배당확대를 요구할 것으로 예상된다. 이에 대한 연장선상에서 국민연금은 현대그린푸드 지분 12.6%를 보유하고 있으므로 향후 배당확대를 요구할 가능성성이 높을 것이다.

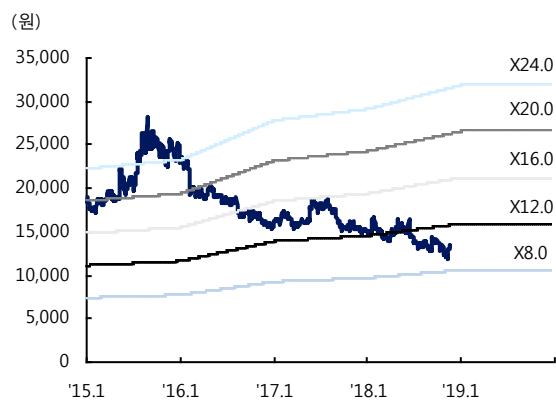
현대그린푸드의 경우 주당 배당금을 2016년 60 원에서 2017년 80 원으로 올린 바 있으나, 여전히 배당성향이 낮기 때문에 주당 배당금 상승여력은 충분하다고 판단된다.

그림 26. 현대백화점그룹 지배구조



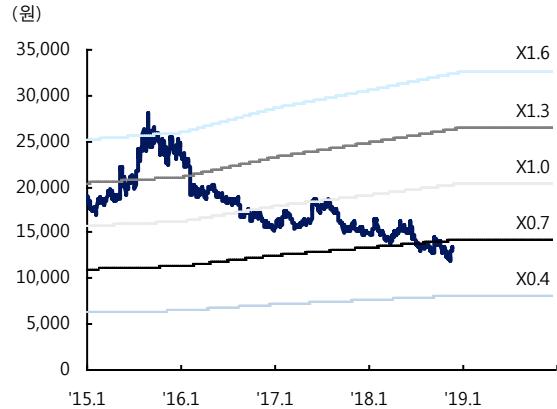
자료: 현대백화점, 하이투자증권

그림 27. 현대그린푸드 PER 배수



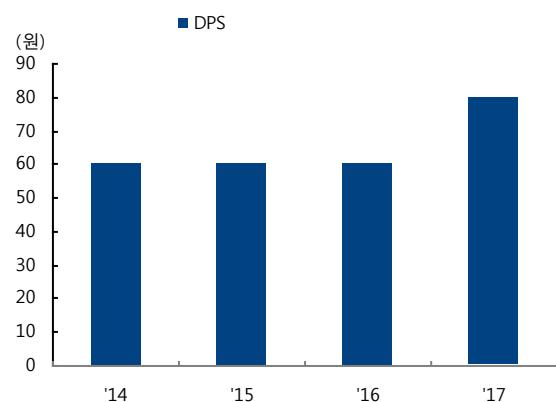
자료: 현대그린푸드, 하이투자증권

그림 28. 현대그린푸드 PBR 배수



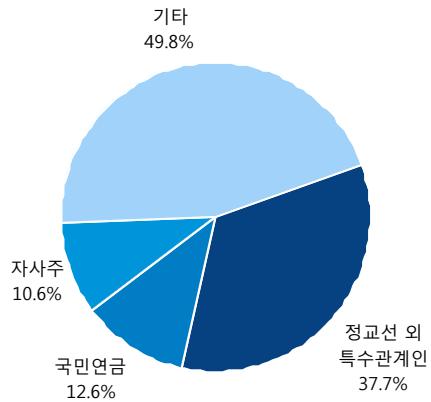
자료: 현대그린푸드, 하이투자증권

그림 29. 현대그린푸드 DPS 추이



자료: 현대그린푸드, 하이투자증권

그림 30. 현대그린푸드 주주 분포



자료: 현대그린푸드, 하이투자증권

## VII. 대림그룹 지배구조: 대림산업

### 대림산업: 대림그룹의 실질적인 사업지주회사로서 지배구조 개선 및 배당 확대 수혜 가능할 듯

대림그룹은 대림코퍼레이션이 실질적인 사업지주회사 대림산업을 지배하고, 대림산업이 다른 계열사들을 지배하는 구조이다.

대림코퍼레이션은 대림산업의 원재료 수입을 시작으로 유화사업부 내수영업부문을 인수하는 등 사업영역을 확대하다가 지난 2008년에는 해운중개업체인 대림 H&L과 합병하였으며, 이후 2015년에는 시스템통합(SI)업체인 대림 I&S와 합병하였다. 이와 같은 두 번의 합병 등을 통하여 이재욱 부회장이 대림코퍼레이션 1대 주주(52.3%)가 되면서 지분승계가 마무리 되었다.

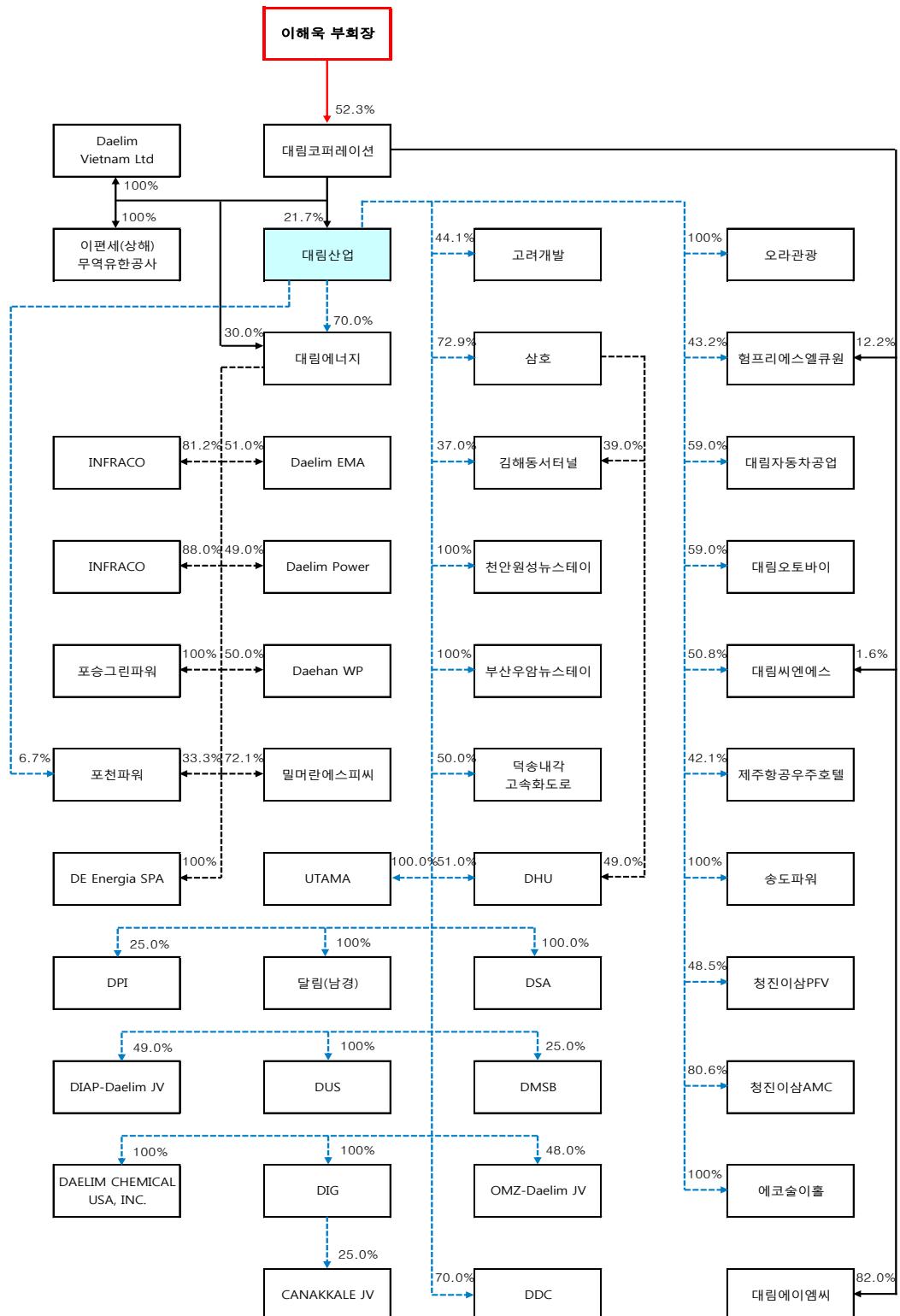
일감몰아주기, 갑질의혹 등이 불거지자 올해 1월 대림그룹은 일감 몰아주기 해소, 지배구조 개선, 상생협력 추구 등을 골자로 하는 경영쇄신책을 발표하였다. 우선 대림그룹은 올해부터 신규 계열거래를 진행하지 않기로 했다. 법령상 허용되는 필수불가결한 계열거래를 제외하고는 계약 기간이 남아 있는 기존 계열거래에 대해서도 거래를 단절하거나 외부 사례를 참고해 거래 조건을 변경할 계획이다. 기존에 수의계약으로 진행하던 거래는 경쟁입찰 방식으로 변경해 외부업체 및 중소기업 등으로 참여를 확대한다.

이러한 경영 쇄신책의 진행으로 실질적인 사업지주회사인 대림산업이 수혜 받을 수 있을 것으로 예상된다.

한편, 국민연금이 스튜어드십 코드 도입함에 따라 중점적으로 기업지배구조 개선과 배당확대를 요구할 것으로 예상된다. 이에 대한 연장선상에서 국민연금은 대림산업 지분 14.1%를 보유하고 있으므로 향후 배당확대를 요구할 가능성성이 높을 것이다.

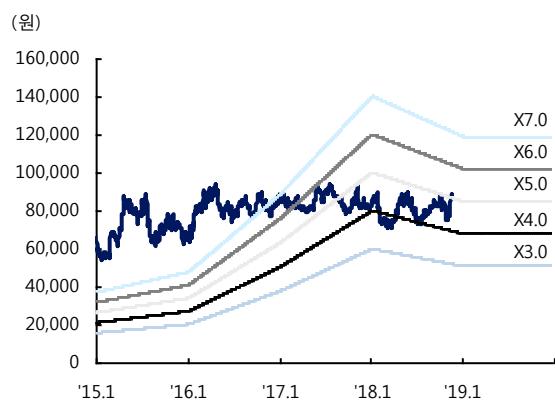
대림산업의 경우 주당 배당금을 2016년 300 원에서 2017년 1,000 원으로 올린 바 있으나, 올해 순이익이 증가할 뿐만 아니라 여전히 배당성향이 낮기 때문에 주당 배당금 상승여력은 충분하다고 판단된다.

그림 31. 대림그룹 지배구조



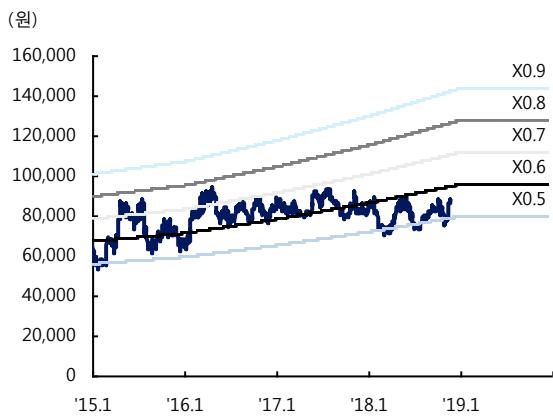
자료: 대림산업, 하이투자증권

그림 32. 대림산업 PER 밴드



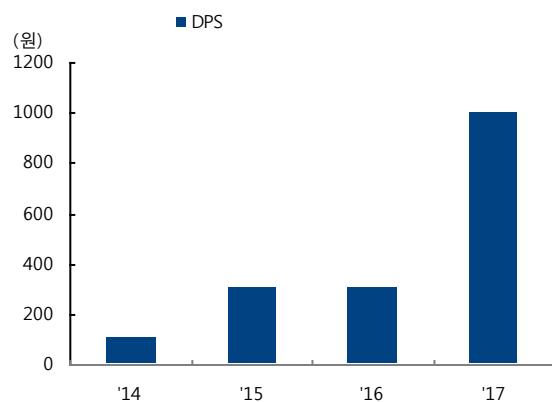
자료: 대림산업, 하이투자증권

그림 33. 대림산업 PBR 밴드



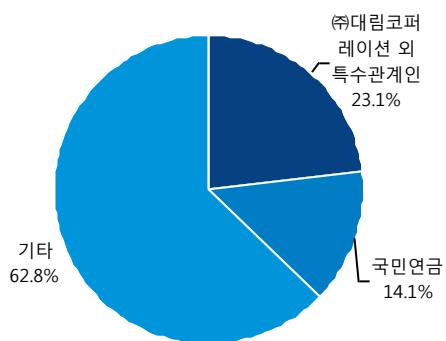
자료: 대림산업, 하이투자증권

그림 34. 대림산업 DPS 추이



자료: 대림산업, 하이투자증권

그림 35. 대림산업 주주 분포



자료: 대림산업, 하이투자증권

### 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 3 자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6 개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12 개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함:

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

### 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-