한화투자증권

2026년 11월 10일
ESG



ESG

한진칼우, 2020년 급등 그 이후

▶Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 3772-7406

코스피가 0.81% 내린 11/9, 한진칼우는 상한가 104,700 원으로 마감해 KCGI 분쟁 때 종가 고점(2020 년 2/4 79,400 원)을 넘었습니다. 2020 년에는 주총을 앞두고 보통주가 109.7% 오르는 동안 우선주는 23.8% 내려, 우선주/보통주 가격 비율이 194.3%에서 70.6%로 낮아졌습니다. 투자경고를 받은 우선주 59 건도 60 거래일 평균 수익률이 -24.8%였고, 58 건 중 11 건만 올랐습니다. 표 대결이 다가올수록 자금이 보통주로 옮겨 간 2020 년 경로가 되풀이되면, 한진칼우는 지정 뒤 2~3 주 안에 고점을 찍고 크게 되돌린 대원전선우·휴림로봇에 가까울 가능성이 높다고 판단합니다. 상장 주식이 53 만 주뿐인데 투자경고 지정일(11/6) 거래대금이 그날 시가총액(427 억원)의 1.2 배였던 만큼, 매수가 끊기면 되돌림도 빠를 수 있습니다. 우선주에 경영권 프리미엄이 붙을 근거는 주가가 아니라 공시로 확인됩니다. 우선주까지 사들이는 공개매수가 나오거나 의결권이 되살아나는 경우입니다. 한진칼우는 11/10 하루 거래가 정지되고, 투자경고 해제는 11/19~20 부터 판단합니다.

경고 뒤 38건은 더 올랐지만 되돌림이 큼

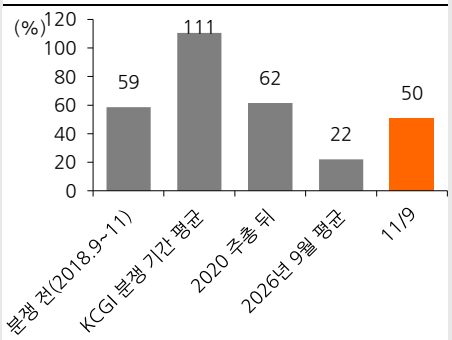
고점 뒤 최저가까지 평균 -52.1%, 투자위험 7건은 -67.0%[그림3]

11/10 거래정지, 해제 판단은 11/19~20부터

첫 판단일 종가가 53,300원(10/29의 2배) 이상 등이면 해제 연기

[주요 데이터 및 차트]

한진칼우/보통주 비율, 주총 뒤 62%로



주:KCGI분쟁기간은 2018.11.15~2020.3.27
자료: 퀀티와이즈, 한화투자증권 리서치센터

한진칼우 상승률은 보통주의 4.4 배

종목	10/30	11/9	상승률
한진칼	123,900원	207,500원	+67.5%
한진칼우	26,300원	104,700원	+298.1%
우선주/보통주	21.2%	50.5%	+29.2%p

자료: 퀀티와이즈, 한화투자증권 리서치센터

[관련 보고서]

「호반이 최대주주가 되면 바뀌는 감사위원 표 셈법」(2026.11.03)
「호반, 산은으로는 부족하고 다음 변수는 델타항공」(2026.11.04)
「한진칼 최대주주 된 호반, 웃돈을 가를 블록 협상」(2026.11.05)

1. 2020 년 한진칼우 비율, 194.3%에서 주총 앞두고 70.6%로

표 대결 전까지 우선주 상승폭이 큼

표 대결 전까지(2018년 11월~2020년 2월 초)에는 의결권 없는 한진칼우가 보통주보다 훨씬 가파르게 올랐다. KCGI가 한진칼 지분을 처음 공시한 2018년 11/15부터 5거래일 동안 우선주는 129.8%, 보통주는 18.4% 올랐다. 2019년 4/8~10 우선주는 사흘 연속 상한가였고, 비율은 4/5 65.7%에서 4/10 110.3%로 높아졌다. 4/8은 조양호 전 회장이 별세한 날이다. 비율은 3자 공동보유 계약(32.06%) 공시 직후인 2020년 2/3에 194.3%로, KCGI 분쟁 기간 중 가장 높았다.

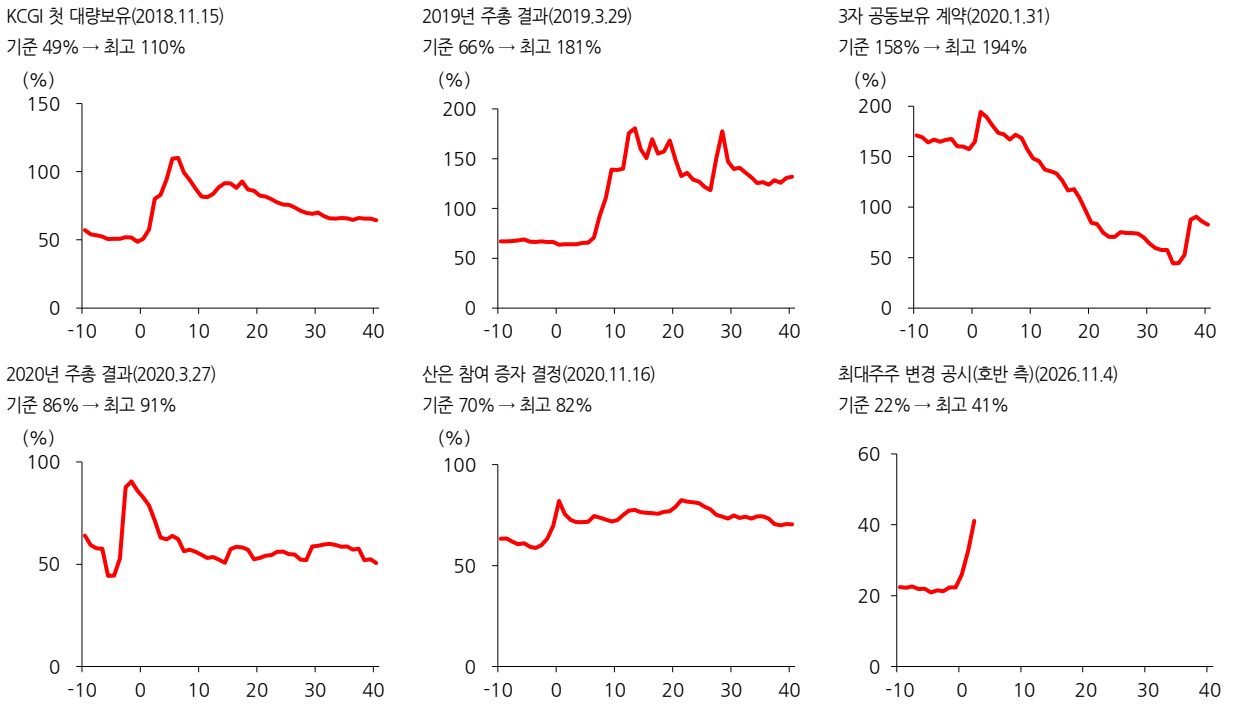
주총 앞두고 보통주가 두 배

그 뒤 주총이 다가오자 의결권이 있는 보통주는 두 배로 올랐고, 의결권이 없는 우선주는 내렸다. 2/3부터 3/4까지 보통주는 40,400원에서 84,700원으로 109.7% 올랐지만, 우선주는 23.8% 내려 비율이 70.6%로 낮아졌다. 3/27 주총 뒤에는 6/4 50.5%까지 내려왔고, 3/30부터 11/13까지 평균 61.5%로 분쟁 전(2018년 9~11월) 58.5%와 비슷했다. 그해 7월 KCGI 측 공개매수 대상은 신주인수권증권이었고, 우선주는 들어가지 않았다[그림1].

지금 비율은 9월 평균의 2.3배

한진칼우는 11/9 보통주 가격의 50.5%로 2026년 9월 평균 22.1%의 2.3배다. 비율의 출발점이 2018년 분쟁 전 59%에서 2025~2026년 22~33%로 낮아졌다. 2020년 수치를 지금에 그대로 대입하기보다, 보통주보다 더 오르는지 덜 오르는지를 보는 편이 맞다고 판단한다.

[그림1] 주요 지분·주총 공시 전후 한진칼우/보통주 가격 비율 → 주총 앞 194.3%에서 70.6%로



자료: 퀀티와이즈, 한화투자증권 리서치센터

2. 분쟁 11 개 사례, 우선주 수익률이 보통주를 앞선 건 5 개

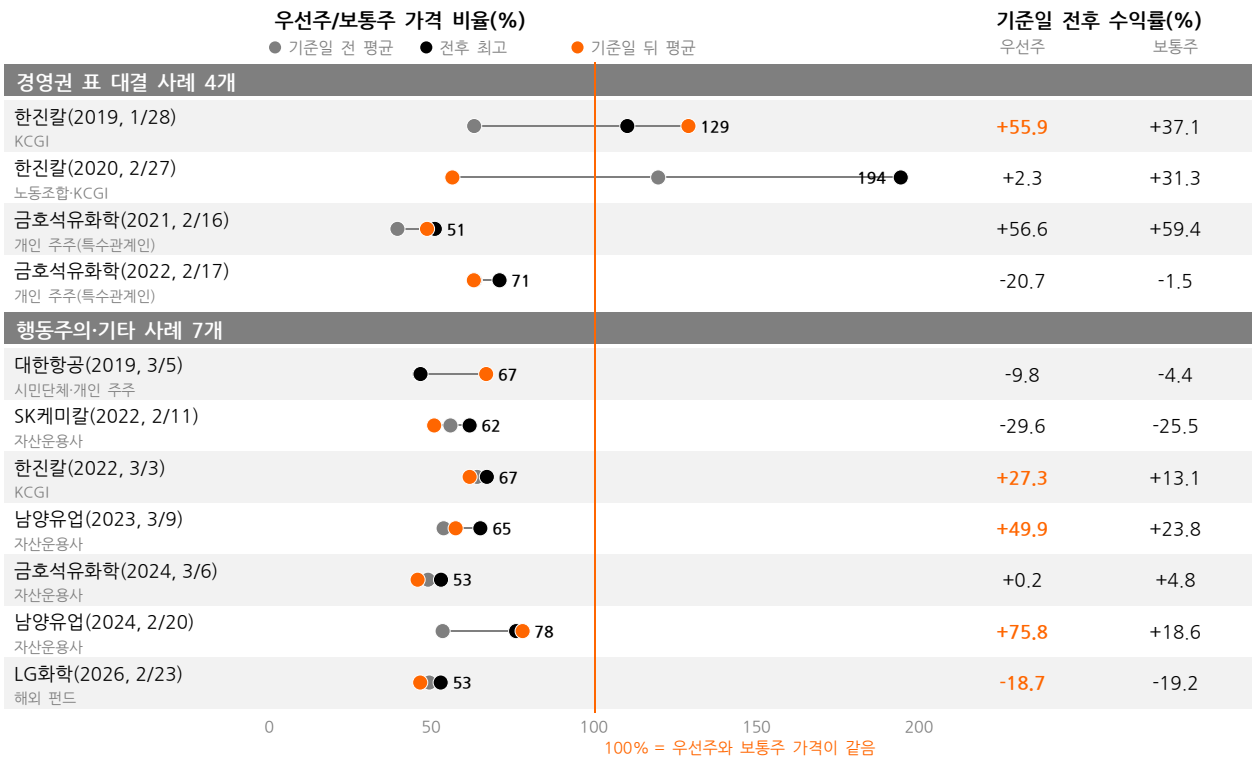
분쟁 때 우선주가 앞서는 규칙 없음

고른 11개 사례에서는 분쟁 때 우선주가 보통주를 앞선다는 규칙이 보이지 않았다. DART를 참고해 2019~2026년 우선주가 상장된 107개사 가운데 같은 해에 경영권분쟁 소송 공시와 이사회 측이 아닌 주주의 의결권 대리행사 권유가 함께 나온 11개 회사-연도를 살펴보았다. 기준일 전후(-61→+20거래일) 수익률은 평균 우선주 +17.2%, 보통주 +12.5%였다. 우선주가 앞선 5개 가운데 2026년 LG화학 사례는 우선주(-18.7%)와 보통주(-19.2%)가 함께 내렸고, 우선주가 0.5%p 덜 내렸을 뿐이다[그림2].

이후 비율은 11개 중 8개 최고치 아래

기준일 전후 최고 비율과 이후 평균 비율을 비교하면 11개 사례 중 8개에서 이후 평균이 낮았다. 평균은 최고 비율 77.1%, 기준일 뒤 41~80거래일 비율 64.0%였다. 11개 사례는 6개사의 회사-연도이고, 이 가운데 경영권을 두고 의결권 권유로 맞선 사례는 한진칼(2019·2020년)과 금호석유화학(2021·2022년) 넷이다. 분쟁 사례는 11개 중 10개가 보통주보다 싼 상태에서 출발했다.

[그림2] 분쟁 11 개 사례 우선주/보통주 비율 → 우선주 수익률이 앞선 사례 5 개, 8 개는 이후 비율 하락



2020년 한진칼우, 보통주의 194%(2/3)까지 오른 뒤 기준일(2/27) 뒤 41~80거래일 평균 56%

주1: 같은 해 경영권분쟁 소송·의결권 권유 공시가 모두 있는 회사-연도(상장폐지 2건 제외)

자료: 퀀티와이즈, 한화투자증권 리서치센터

3. 투자경고 우선주 59 건, 60 거래일 평균 -24.8%

경고 뒤에도 38건은 더 올라

투자경고는 우선주 급등의 끝이 아니었다. 최근 5년 투자경고를 받은 우선주 59건(한화 계열 2종목 제외)을 KIND 지정 이력으로 살펴보았다. 분쟁 사례와 달리 경영권분쟁 소송 공시가 없고, 49건은 보통주보다 비쌌다. 지정 전 5거래일 평균 93.3% 오른 뒤에도 38건은 20거래일 안에 지정 직전 종가를 웃돈 날이 있었고, 31건은 지정 뒤 평균 8.4거래일에 고점을 찍었다.

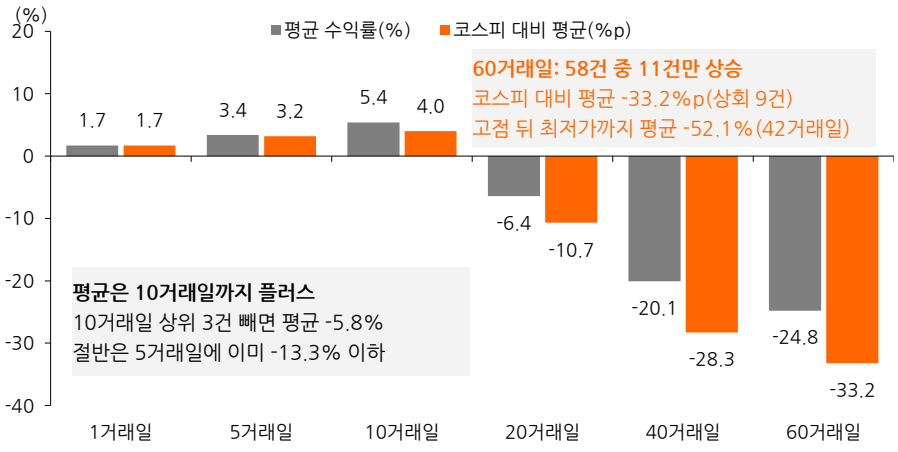
평균은 20거래일부터 마이너스

평균 수익률은 10거래일 +5.4%, 20거래일 -6.4%, 60거래일 -24.8%였다[그림3]. 10거래일 플러스는 상위 3건 영향으로, 이를 빼면 -5.8%다. 절반은 5거래일 만에 -13.3% 이하로 내려갔다. 60거래일 동안 코스피를 상회한 경우는 58건 중 9건뿐이다.

고점 뒤 평균 -52%

고점 뒤 60거래일이 지난 58건은 최저 종가까지 평균 52.1% 내렸고, 그 가운데 34건은 50% 이상 내렸다. 최저 종가까지는 평균 42거래일이 걸렸다. 지정 전 5거래일 100% 넘게 오른 29건은 평균 60.4% 내려 더 크게 되돌렸다. 추가 급등해야 지정되는 투자위험까지 간 7건은 20거래일 평균 75.4% 더 올랐지만, 고점 뒤에는 평균 67.0% 내려 되돌림도 가장 컸다.

[그림3] 보유 기간별 → 60 거래일 평균 -24.8%, 58 건 중 11 건 상승



주1: 40·60거래일은 11/6까지 기간이 지난 58건

자료: 퀀티와이즈, 한화투자증권 리서치센터

4. 한진칼우, 11/10 정지 뒤 11/19~20 부터 해제 판단

정지·위험 지정 뒤에도 더 오른 뒤 되돌림

정지·투자위험 지정 뒤에도 더 오른 사례가 있었지만, 고점 뒤에는 크게 되돌렸다[그림 4]. 대원전선우는 첫 투자경고 직전 종가의 2.7배, 동양고속은 8.5배, 휴림로봇은 2.7배까지 올랐고, 신풍제약은 2020년 경고·위험이 여러 번 나오는 동안 9/18까지 올랐다. 고점 뒤 대원전선우는 60%, 동양고속은 62%, 휴림로봇은 52% 내렸고, 휴림로봇은 1/21 투자위험 지정 공시 이틀 뒤 하루 28.9% 내렸다.

2025년 5월 경고 뒤 20거래일 −15%

한진칼우는 2025년 5/16 투자경고 때도 지정 뒤 8거래일에 고점을 찍고, 20거래일 뒤 지정 직전보다 15.0% 낮았다. 같은 기간 코스피는 12.4% 올랐고, 한진칼우는 고점 뒤 33.3% 내렸다. 이번 지정 전 5거래일 상승률은 132.7%로 표본 평균 93.3%보다 컸다. 보통주보다 싼 9건(6개사)은 고점 뒤 평균 33.8%, 비싼 49건은 55.4% 내렸다.

11/10 정지, 11/19~20 해제 판단

한진칼우 거래는 11/10 하루 멈춘다. 11/9 종가(104,700원)가 11/5보다 68.9% 올라 거래정지 기준(40%)을 넘었기 때문이다. 경고가 풀리는지는 11/19에 처음 판단하며, 정지일을 빼고 세면 11/20로 하루 밀릴 수 있다. 판단일 종가가 ① 5거래일 전보다 60% 이상 높거나 ② 15거래일 전의 두 배 이상이거나 ③ 최근 15거래일 중 가장 높으면 경고가 하루씩 더 이어지고, 셋 다 아니면 다음 거래일에 풀린다. ② 기준가는 첫 판단일이 11/19이든 11/20이든 53,300원(10/29 종가의 두 배)으로 같고, 해제가 하루 미뤄질 때마다 비교하는 날도 하루씩 늦춰진다.

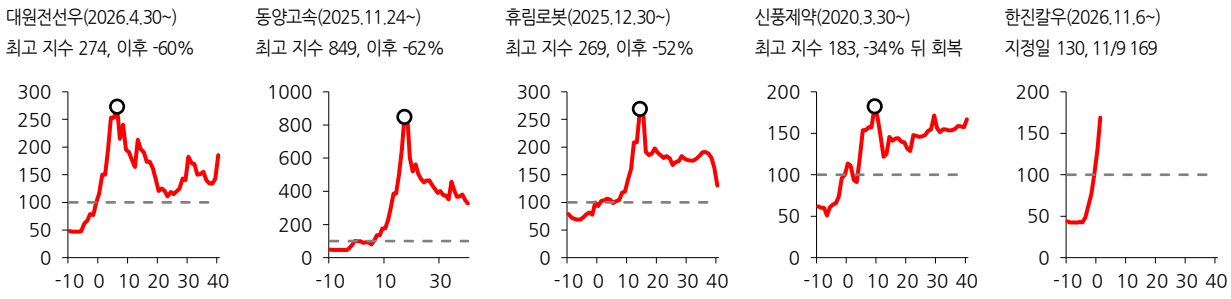
2020년 경로면 고점 뒤 되돌림 큼

표 대결이 다가올수록 자금이 표 있는 보통주로 옮겨 간 2020년 경로가 되풀이되면, 한진칼우는 지정 뒤 2~3주 안에 고점을 찍고 크게 되돌린 대원전선우·휴림로봇에 가까울 가능성이 높다고 판단한다. 한진칼우는 상장 주식이 53만 주(시가총액 555억원)뿐인데, 11/9 하루 거래대금이 시가총액의 27%인 148억원이었다. 적은 돈으로 크게 오른 만큼 매수가 끊기면 되돌림도 빠를 수 있다. 우선주까지 사들이는 공개매수가 나오거나 우선주 배당 중단·합병 안건이 올라오면 이 판단은 달라진다.

프리미엄 확인은 공개매수·의결권 부활

우선주에 경영권 프리미엄이 붙을 근거는 주가가 아니라 공시로 확인된다고 판단한다. 매수 대상에 우선주가 들어간 공개매수가 나오거나, 우선주의 의결권이 되살아나 표 대결에 쓰일 수 있게 되는 경우다.

[그림4] 정지·위험까지 간 과거 사례 넷과 한진칼우 → 세 사례는 고점 뒤 52~62% 하락, 신풍제약은 9/18까지 더 오름



주1: 표본: 투자경고 우선주 59건(2021.11.9~2026.11.6 지정, 60일 안 재지정·한화 계열 제외, 이번 한진칼우 제외)
주2: 지정 직전 종가 = 100, 동양고속·휴림로봇·신풍제약은 보통주(표본 밖), 신풍제약 2020년 고점은 9/18(그림 밖), 한진칼우는 11/9 종가까지
자료: 퀀티와이즈, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2026 년 11 월 10 일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 당사는 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박세연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 이 자료는 특정 종목의 매수·매도를 권유하지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.