

Overweight

운송 (Overweight)

호반그룹의 한진칼 주식 추가 취득

호반그룹의 한진칼 지분 추가 취득, 누적 순매수 0.9조원, 수익률 +125%

호반그룹은 2022년 4월 최초로 한진칼 지분을 취득한 이후, 꾸준히 한진칼 지분을 매입해 왔다. 2026년 7월 10일 기준 호반그룹의 한진칼 지분은 20.15%로 직전 18.46% 대비 1.69%(1,289억원)를 추가로 취득하였다. 이번 추가 매집으로 호반그룹과 조원태 및 특수관계인 지분율은 0.42%p 차이로 좁혀졌다. 호반그룹의 한진칼 순매수금액은 8,782억원이며, 평균 매수단가는 59,793원이다. 7월 10일 종가 기준 호반그룹의 한진칼 주식평가손익은 +1.0조원이며 수익률은 +125.3%에 달한다. 호반의 추가 지분 취득 소식이 알려진 이후의 NXT 증가(+19.7%)까지 감안하면, 주식평가손익은 +1.22조원, 수익률은 +152.2%다.

호반은 한진칼 목적으로 이전과 동일하게 '단순 투자'로 명시하였으나, 투자의 규모와 최대 주주와의 지분율 차이를 고려 시 경영권 목적의 가능성이 더욱 높다고 판단한다.

산업은행의 지분 향방이 가장 중요

2026년 7월 기준 한진칼의 주주 구성은 조원태 및 특수관계인 20.57%, 호반그룹 20.15%, 델타항공 14.9%, 산업은행 10.58%, 국민연금 5.44%(2025년말 기준), LX판토스 3.83%다. 조원태 회장의 우호 지분으로 분류되는 주주는 델타항공, 산업은행, LX판토스이며 이들 지분율과 조원태 및 특수관계인의 지분율을 합치면 49.88%에 달한다. 따라서 현재 호반그룹의 추가 취득이 당장의 경영권에 미칠 수 있는 영향은 제한적이다.

하지만 산업은행 지분 10.58%의 경우 대한항공과 아시아나항공의 합병 이후에는 Exit이 가능하다는 점에서 산업은행 지분의 향방이 향후 한진칼의 경영권에 가장 중요한 이슈가 될 것으로 예상된다. 2020년 11월 산업은행의 한진칼 투자(유상증자 5,000억원, 교환사채 3,000억원)는 '양 대 항공사 통합'이 주요 목적이었다. 이를 위해 한진칼과 산업은행의 투자합의서에는 주요 경영사항에 대해서는 산업은행 사전협의권, 그리고 조원태 회장 지분 5.78%에 대한 근질권 설정 등이 포함되었다. 대한항공과 아시아나항공의 합병 기일이 12월 16일로 결정되며 산업은행은 투자 목적을 완수했고, 커다란 투자 수익도 예상되어 2027년 본격적으로 Exit을 준비할 것으로 예상된다. 산업은행은 한진칼 교환사채 3,000억원은 이미 2025년 12월 3일 만기일 회수(IRR 4.5%)하였고, 유상증자 5,000억원은 7월 10일 종가 기준 이미 수익률 +90.3%(IRR 12.2%)에 달한다. 만약 산업은행의 지분을 호반그룹 측이 가져갈 수 있다면 경영권 분쟁이 본격화될 수 있다.

경영권 분쟁으로 상승한 주가, 호반의 매도만 없다면 높은 주가 지속될 것

2026년 7월 10일 종가 기준 한진칼의 시가 총액은 9.0조원이다. SoTP Valuation 시 적정 시가 총액 2.6조원으로 NAV 대비 +240%의 프리미엄을 받고 있어, 현재 주가는 이미 경영권 분쟁이 반영된 것으로 판단된다. 따라서 호반그룹의 한진칼 주식 매도는 주가 급락을 발생시킬 수 있다. 반대로 호반그룹의 한진칼 매도만 없다면 경영권 분쟁 기대감과 제한적인 유통주식물량으로 한진칼의 높은 주가는 지속될 것으로 예상된다. 국민연금 지분(5.44%)가 유지되고 있다는 가정 하에, 한진칼의 일반주주 물량은 전체 주식의 24.5%에 불과하다.

표1. 한진칼 지분 구조

	주식 수	지분율
주식의 총수	66,762,279	100.00%
조원태 및 특수관계인	13,732,889	20.57%
- 조원태	3,856,002	5.78%
- 조현민	3,828,727	5.73%
- 이명희	1,319,875	1.98%
- 김현모(대한항공임직원자가보험)	1,516,129	2.27%
- 정석인하학원	1,268,054	1.90%
- 정석물류학술재단	678,501	1.02%
- 대한항공 사우회	725,578	1.09%
- 한진칼 사내근로복지기금	440,044	0.66%
- 기타	99,979	0.14%
호반건설 외	13,454,764	20.15%
Delta Airlines	9,947,508	14.90%
산업은행	7,062,146	10.58%
LX판토스	2,560,000	3.83%
국민연금	3,631,002	5.44%
기타	16,373,970	24.53%

자료: Dart, iM증권 리서치본부

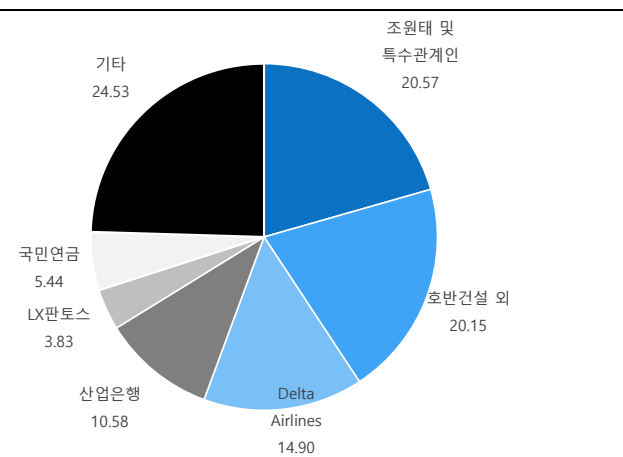
주: 국민연금 지분은 2025년 12월말 기준

그림1. 조원태 회장 우호 지분

조원태 회장 우호 지분	
조원태 및 특수관계인	20.57%
델타항공	14.90%
산업은행	10.58%
LX판토스	3.83%
합산	49.88%

자료: Dart iM증권 리서치본부

그림2. 한진칼 주주 구성



자료: Dart, iM증권 리서치본부

주: 국민연금 지분은 2025년 12월 31일 기준

표2. 호반그룹 한진칼 투자 내역

(십억원, 원, 백만주)	호반그룹
순매수 금액	8,782억원
평균 매수단가	60,195원
주식 수	13,454,674주
지분율	20.15%
누적 처분 손익	-744억원
평가 수익률	+125.3%(7월 10일 종가 134,700원 기준)
평가 손익	+10,086억원

자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림3. 산업은행의 한진칼 유상증자 참여분 IRR

내용	유상증자
투자일시	2020-12-02
보통주 주식수	7,062,146주
신주 발행가액	70,800원
증자금액	5,000억원
현재가(2026-07-10)	134,700원
IRR(~2026-07-10)	12.2%

자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림4. 산업은행의 한진칼 교환사채 IRR(Ext 완료)

내용	교환사채
투자 일시	2020-12-03
만기 일시	2025-12-03
발행 금액	3,000억원
표면이자율	2.25%
만기이자율	4.00%
교환 조건	교환청구기간(~2025년 11월 23일)
IRR(교환 사채 만기)	4.5%

자료: Dart, iM증권 리서치본부

표3. 한진칼, 산업은행 투자 합의서

	투자 내용 및 조건
일시	2020년 11월 17일
투자 내용	신주인수권 5천억원, 교환사채 3천억원
한진칼의 산업은행에 대한 의무	① 한국산업은행이 지명하는 사외이사 3인 및 감사위원회위원 등 선임 ② 주요경영사항에 대한 사전협의권 및 동의권 준수 ③ 윤리경영위원회 설치 및 운영 책임 ④ 경영평가위원회가 대한항공에 경영평가를 실시할 수 있도록 협조하고 감독할 책임 ⑤ PMI 계획을 수립하고 이행할 책임 ⑥ 대한항공 주식 등에 대한 담보 제공, 처분 등 제한 ⑦ 투자합의서의 중요 조항 위반시 금 5천억원의 위약벌과 손해배상책임을 부담하며, 이를 담보하기 위해 대한항공 발행 신주에 대한 처분권한 위임 및 질권을 설정할 의무

자료: Dart, iM증권 리서치본부

표4. 한진칼 SOTP Valuation

	회사	지분율(%)	지분 가치(십억원)	비고
상장 회사	대한항공	26.05	2,566	(a)
	한진	30.78	59	(b)
비상장 회사	토파스여행	94.35	14.7	(c)
	(주)칼호텔네트워크	100.00	264.8	
	(주)한진관광	100.00	-1.0	
	정석기업(주)	60.49	254.6	
토지 및 건물	12.5			(d)
한진칼 순차입금	94.6			(e)
한진칼 NAV	2,645			$\langle (a) + (b) + (c) + (d) \rangle - (e)$
현재 시총	8,993			
프리미엄	240.0%			

자료: Dart, iM증권

주: 상장회사는 7월 10일 종가 기준, 비상장회사는 자본 총계 기준, 순차입금은 1Q26 별도 기준

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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 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.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	종립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-