2025.12.05

DS collaboration

[지주/자동차]

토요타에서 현대차까지
: 지배구조 개편을 앞둔 리레이팅 로드맵

김수현 지주회사·미드스몰캡
02-709-2650
seankim@ds-sec.co.kr

최태용 자동차·2차전지
02-709-2657
tyc@ds-sec.co.kr

강태호 연구원
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

이토 하루히코 연구원
02-709-2659
haruhiko.ahn.ito@ds-sec.co.kr

DS INVESTMENT & SECURITIES

Contents

04_ 토요타 그룹의 지배구조 현황과 시사점

상호출자 기반 지배구조와 개편 동향

토요타 가문의 승계 현황

일본 대기업만의 독특한 시스템과 금융 당국 기조

이미 시작된 토요타의 지배구조 개편

22_ 현대차그룹의 지배구조와 개편 시나리오 분석

2018년 그룹 재편 시도 리뷰

개편 시나리오 분석

계열사 리레이팅은 승계 재원 레버리지로 연결

41_ 기업분석

현대모비스, 현대차, 현대오토에버

Summary

- 토요타 그룹이 최근 본격화한 지배구조 개편의 방향성과 동인을 명확히 파악하고
  해당 메커니즘이 현대차 그룹의 향후 지배구조 변화에 주는 시사점을 정리하고자 본 보고서를 작성
- 토요타가 수십 년간 유지해 온 상호·순환출자 구조를 스스로 해소하기로 결정한 배경이
  일본 금융당국의 밸류업 정책과 창업일가의 승계 공백이라는 구조적 요인에서 비롯된 것임을 확인
- 이번 개편은 지배력 약화가 아니라 오히려 창업일가의 토요타 자동차 지배력 강화를
  목표로 설계되었다는 점에서 현대차 그룹과 비교가 용이
- 이러한 전개가 현대차 그룹에게도 일정 부분 참고 가능한 로드맵이 될 수 있다고 판단
- 2018년 현대차 그룹이 공식적으로 제시했던 지배구조 개편 방향이
  1)순환출자 해소, 2) 정의선 회장으로의 지분 승계, 3)현대모비스 중심의 지배구조 정립으로
  압축되었다는 점은 토요타의 개편 축과 일부 유사
- 2018년 대비 현대차 그룹 계열사 기업가치 상승과 오너의 자금 조달 능력 강화로
  실행 환경은 과거 대비 유리하다고 판단
- 향후 현대차 그룹에서 전개될 수 있는 여러 지배구조 개편 시나리오 중 유력한 시나리오를 제시하고
  현대모비스를 포함한 핵심 계열사들의 기업가치 제고의 의미를 분석
- 관련 종목 Top Picks로 현대모비스, 현대차, 현대오토에버를 제시

DS INVESTMENT & SECURITIES

토요타

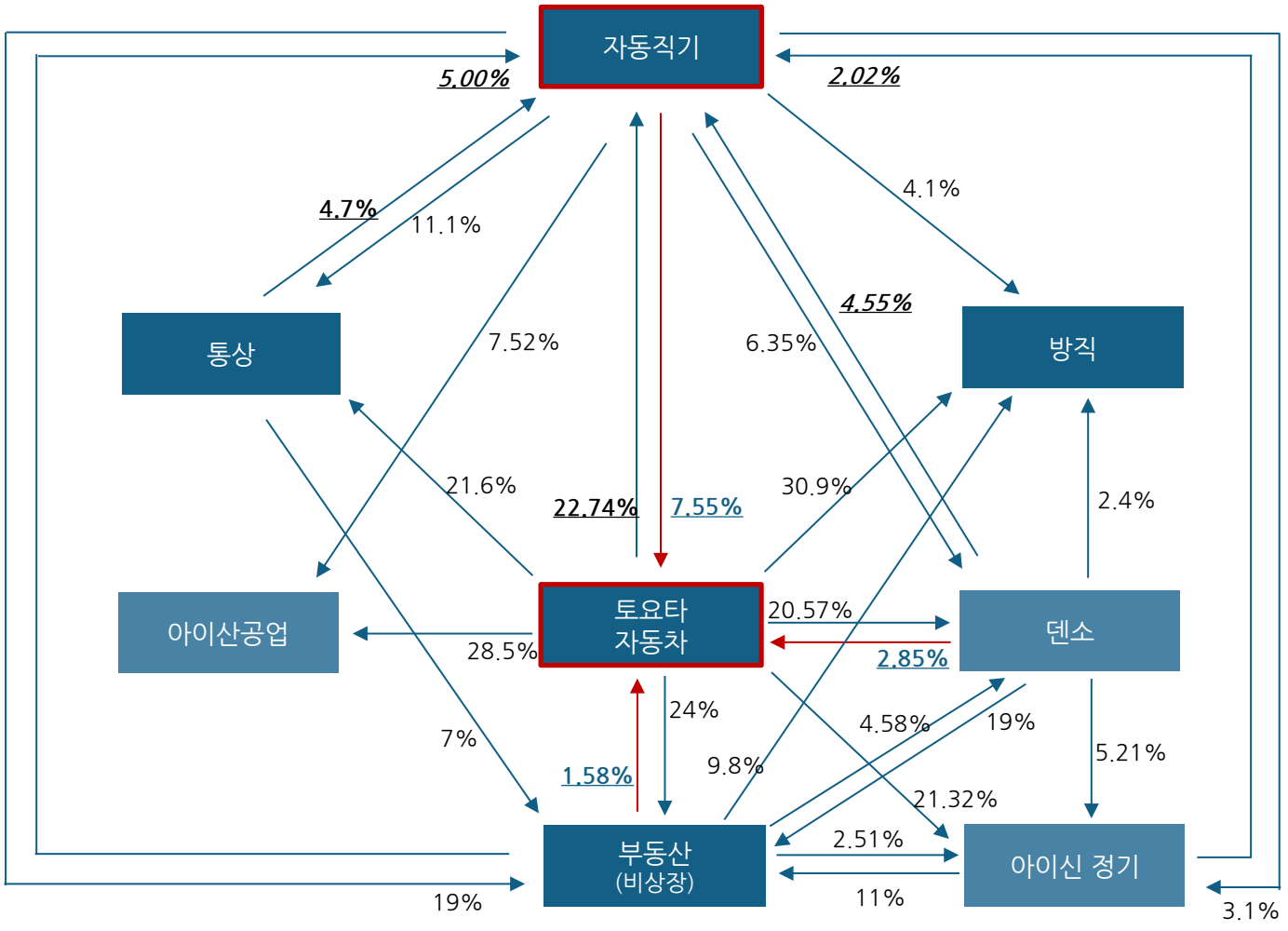
Ⅰ. 시작된 토요타 지배구조 개편

Ⅱ. 지금부터 개편이 필요한 이유

현재 토요타 그룹 지배구조

현재 토요타 그룹 지배구조도

*자동차가 사실상 핵심 회사
*계열사 지분을 통해 자동차에 대한 간접적 지배력 행사 위협
*핵심 계열사에 대한 간접적 지배력 행사를 방어하기 위해 순환출자 해소가 필요



창업일가 지분 현황

자동직기 9%
자동차 12%
방직 9%
통상 14%
부동산 0%
덴소 13%
아이신정기 10%
아이산공업 8%

순환출자 고리 현황

자동차→부동산→자동직기
자동차→통상→자동직기
자동차→덴소→자동직기
자동차→아이신정기→자동직기

자동차→부동산→덴소→자동직기
자동차→부동산→아이신정기→자동직기
자동차→덴소→아이신정기→자동직기
자동차→덴소→부동산→자동직기

자동차→부동산→아이신정기→덴소→자동직기
자동차→부동산→덴소→아이신정기→자동직기
자동차→덴소→부동산→아이신정기→자동직기

자료: DS투자증권 리서치센터
주: 창업일가는 후술할 마스터 트러스톤 신탁 은행을 통해 계열사 지분을 보유. 총 마스터 트러스톤 신탁은행의 지분 중 창업 일가의 비중은 정확하게 알 수 없으며 본 보고서에서는 최대치로 가정

지배구조 재정립에 나선 토요타 그룹

▪ 최근 토요타 자동직기(Toyota Industries, 6201.JP) 비상장화로 지배구조 개편 시작

– 그룹사의 복잡한 상호/순환출자 해소의 시작은 자동직기

– 자동직기가 대부분 계열사 상호/순환출자 고리의 핵심이기 때문

– 2025년 6월 토요타그룹은 자동직기 지분 전량 공개매수(TOB) 계획을 발표

– 부동산 아래 신규 지주사와 그 자회사 SPC를 설립해 자동직기 지분을 매입

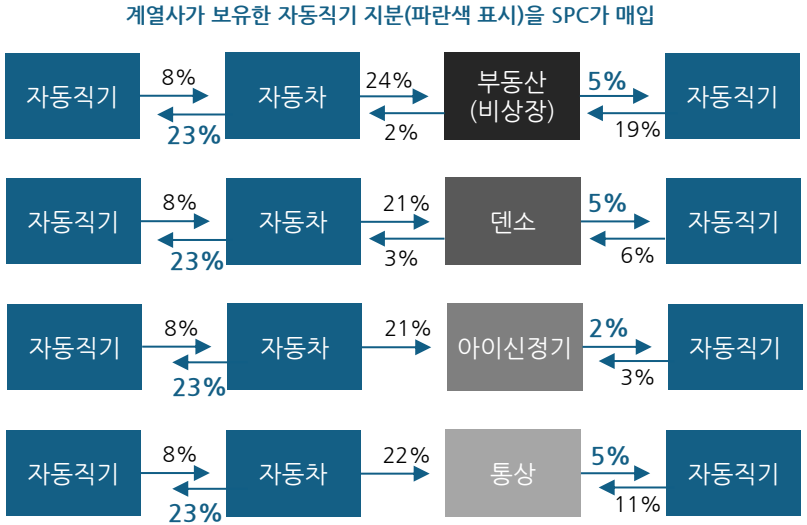
– SPC가 자동직기를 스퀴즈 아웃 후 비상장화하려는 계획

– 그 과정에서 계열사와 자동직기 간 상호지분을 정리해 그룹 내 상호출자를 해소

– 자동직기 인수 금액은 4.7조엔(310억달러)으로 시가총액 대비 23% 프리미엄 부여

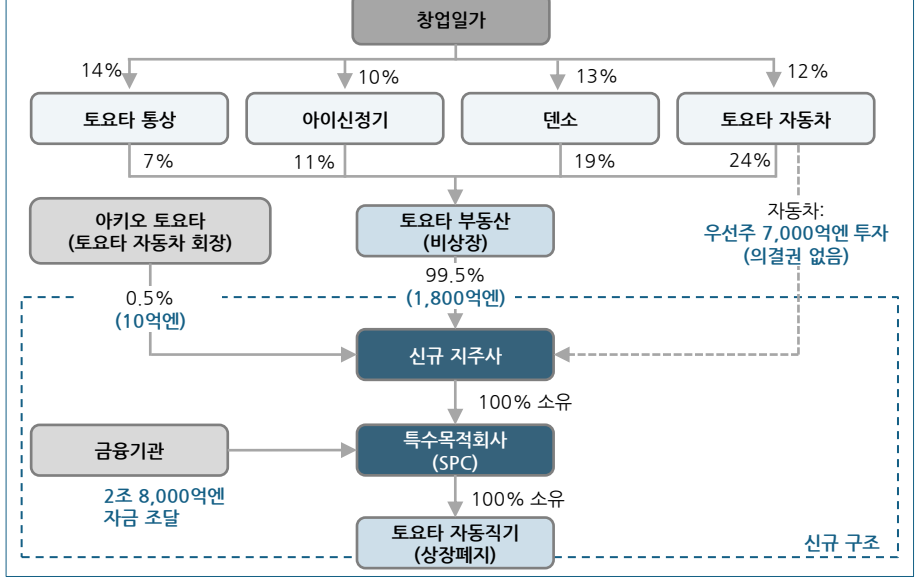
– 인수 자금은 부동산 1,800억엔, 토요타 자동차 무의결권 우선주 7,000억엔, 금융기관 차입 2.8조엔, 아키오 회장 10억엔 등

토요타 그룹의 대표적인 순환출자 고리



자료: DS투자증권 리서치센터

토요타 자동직기 비상장화 공개매수 방식

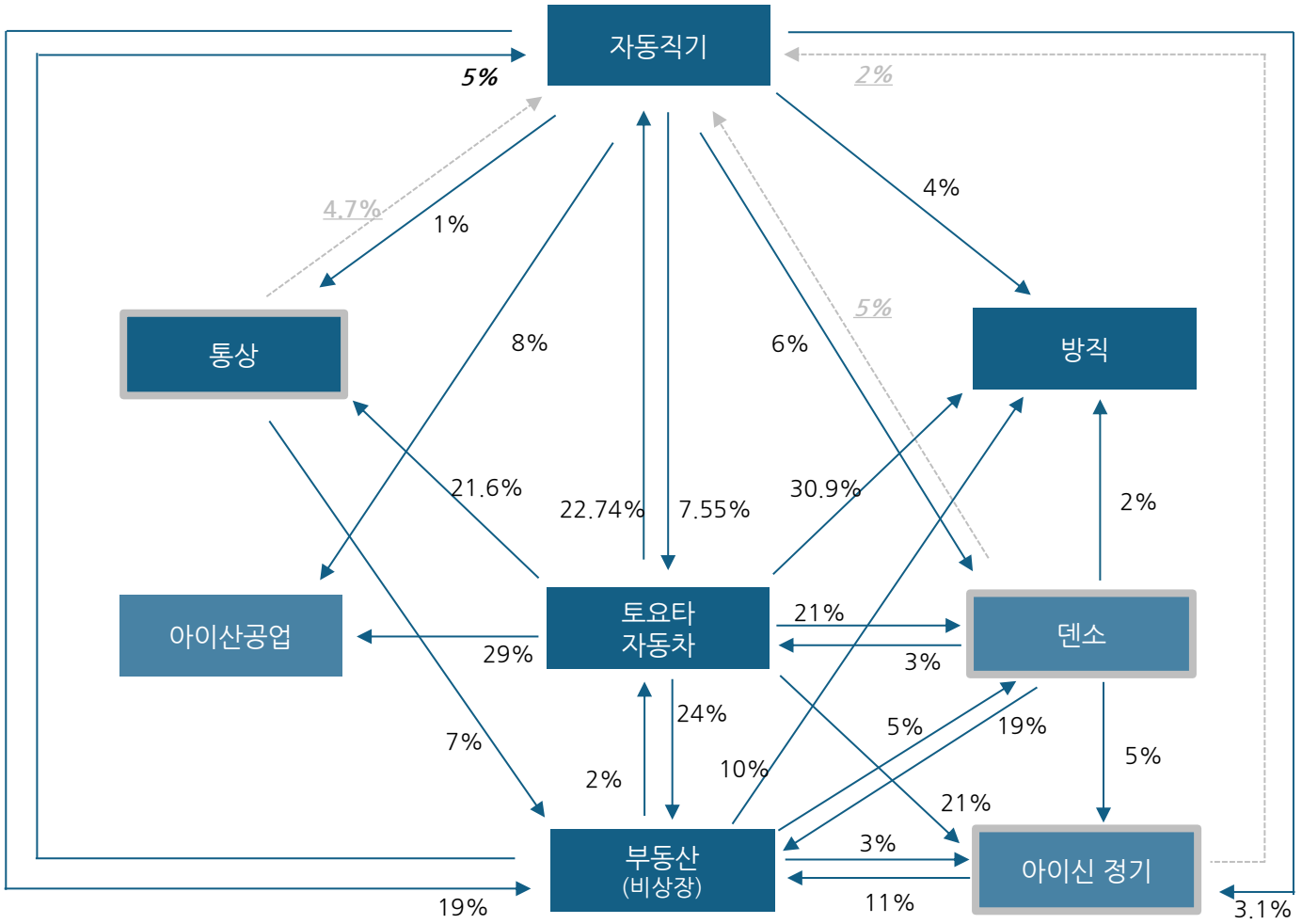


자료: 회사 자료, Bernstein, FT research, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

자동직기 공개매수 ① : 계열사의 자동직기 지분 정리

자동직기 공개 매수 과정 1단계: 신규 지주사/SPC 설립 → 계열사 3사(덴소, 아이신정기, 통상)의 자동직기 지분을 공개매수

*계열사가 보유한 자동직기 지분(회색 표시)을 SPC가 매입해 제거



창업일가 지분 현황

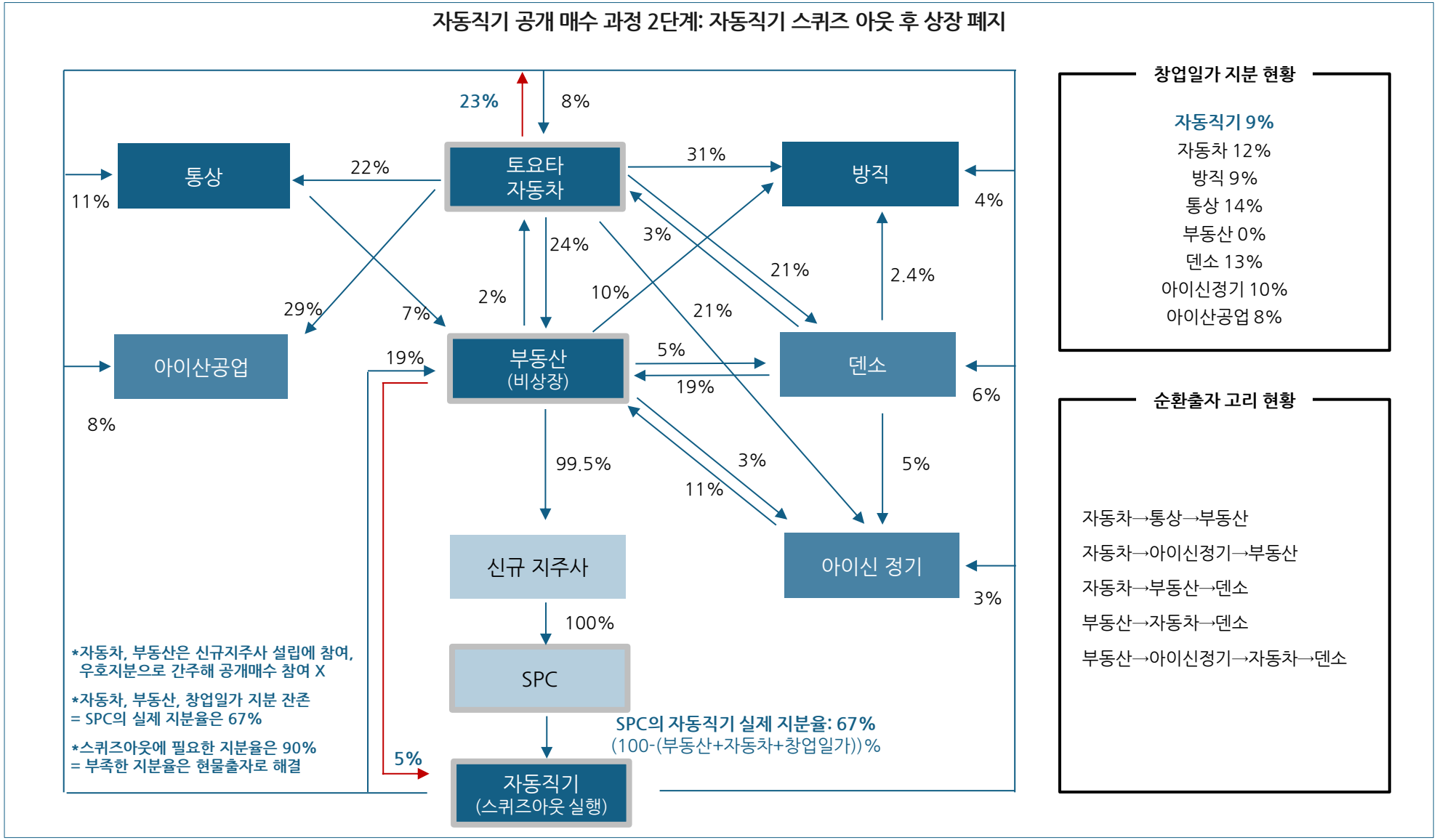
자동직기 9%
자동차 12%
방직 9%
통상 14%
부동산 0%
덴소 13%
아이신정기 10%
아이산공업 8%

순환출자 고리 현황

자동차→통상→부동산
자동차→아이신정기→부동산
자동차→부동산→덴소
부동산→자동차→덴소
부동산→아이신정기→자동차→덴소

자료: DS투자증권 리서치센터
주1: 1단계는 계열사(덴소, 아이신정기, 통상)들이 보유한 자동직기 지분을 신규 설립 지주사의 SPC에게 매각해 자동직기와 계열사 간 상호출자를 해소
주2: 자동직기가 보유한 부동산 지분은 구체적 명시는 없으나 상호출자 해소를 위해 부동산이 자사주 매입으로 회수하는 것이 합리적
주2: 토요타 자동차는 자동직기의 모회사가 될 신규 지주사 설립에 출자를 하기 때문에 현 단계에서 기보유 자동직기 지분을 매각하지 않음

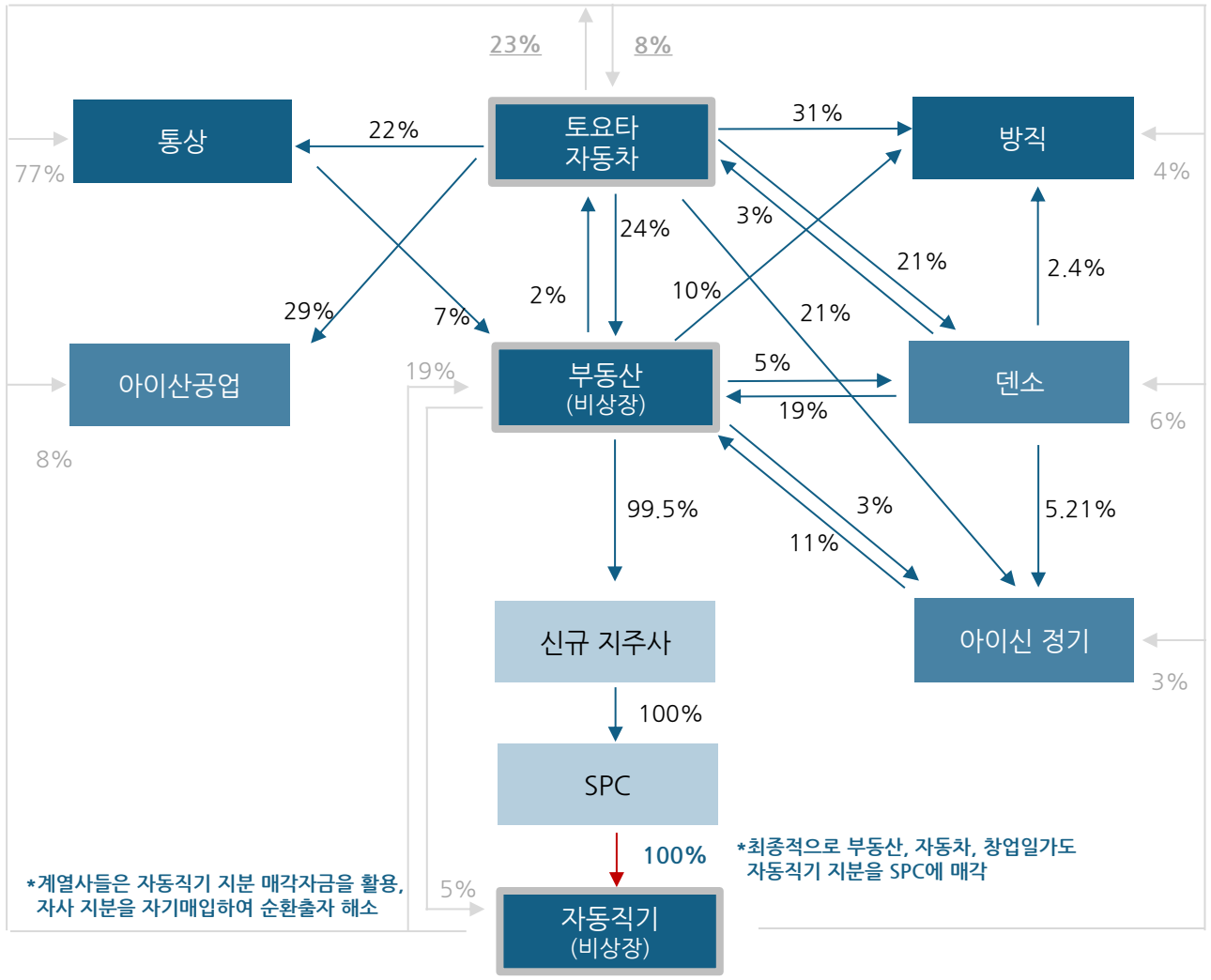
자동직기 공개매수 ② : 계열사 상호출자 해소 후 지배구조 재구성



자료: DS투자증권 리서치센터
주: 일본 상법 179조(特別支配株主による株式等売渡請求) 상 SPC는 피인수 기업의 90% 이상 지분율을 직접 보유해야 스퀴즈 아웃 실행 가능. 부동산, 자동차가 보유한 자동직기 지분이 28.16%인 상황에서 SPC는 유상증자를 통해 부족분을 현물출자(창업일가 지분 매각이 없다고 가정 시 18.16% 이상)해 법적 요건을 충족. 결과적으로 연결 회계 상 내부 거래로 현금없이 지분 확보 가능

자동직기 공개매수 ③ : 자동직기의 계열사 지분 정리

자동직기 공개 매수 과정 3단계: 자동직기가 보유한 계열사 지분 전부 매각해 상호·순환출자 고리 완전 제거



창업일가 지분 현황

자동직기 0%
자동차 12%
방직 9%
통상 14%
부동산 0%
덴소 13%
아이신정기 10%
아이산공업 8%

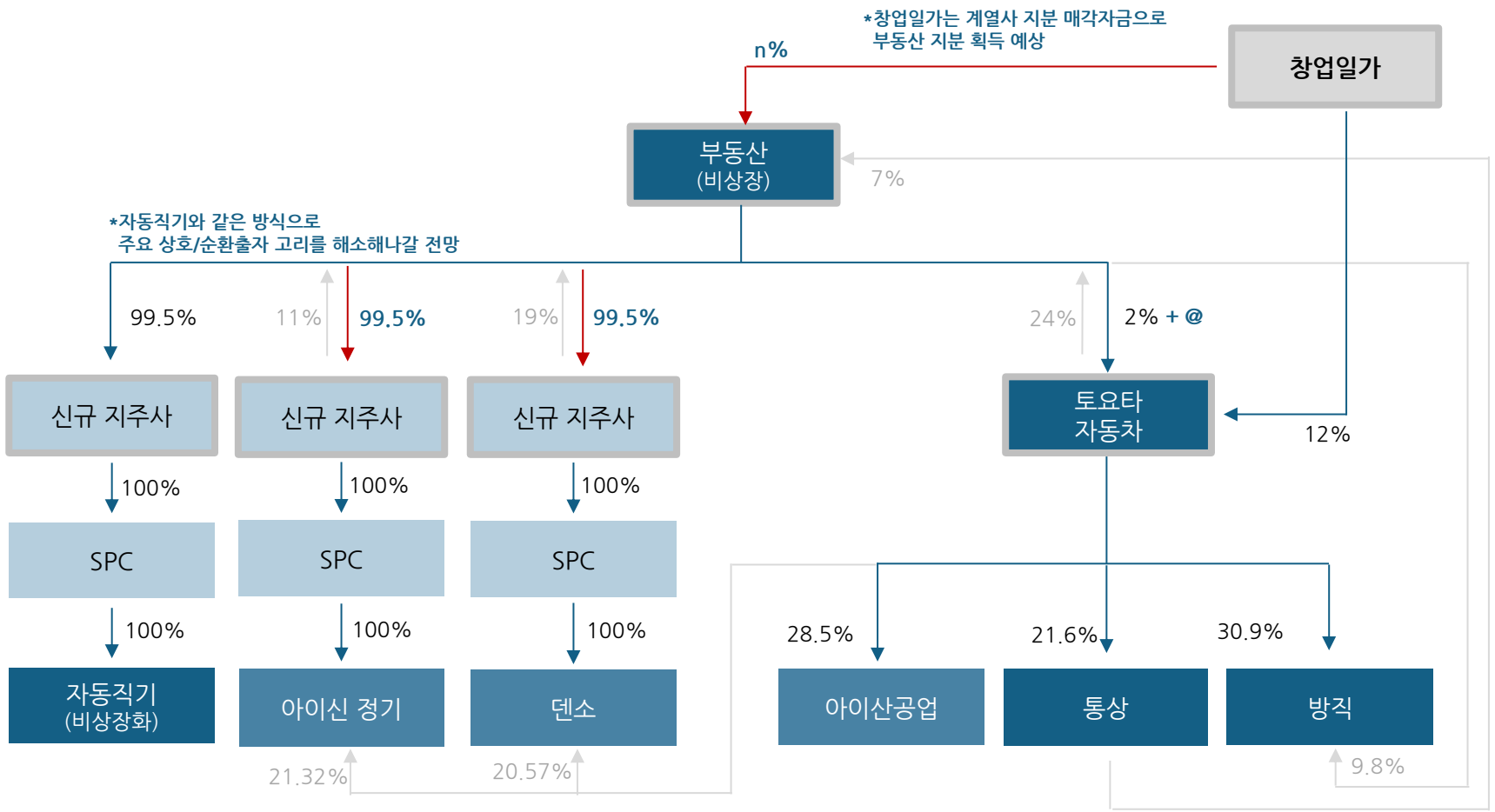
순환출자 고리 현황

자동차→통상→부동산
자동차→아이신정기→부동산
자동차→부동산→덴소
부동산→자동차→덴소
부동산→아이신정기→자동차→덴소

자료: DS투자증권 리서치센터
주1: 일본 밸류업 프로그램 상 비상장화 이후 2~3년 내 관계유지형 출자(상호/순환) 해소를 권고. 자동직기가 보유한 계열사 지분은 계열사가 자사주 매입으로 자동직기를 경유하는 모든 순환 출자를 해소
주2: 자동직기는 계열사 지분을 매각하여 확보한 현금으로 자동차가 보유한 자동직기 지분(22.7%)을 전량 회수해 자동직기-자동차 간 상호출자를 해소

토요타 그룹 완성형 지배구조 예상도

향후 예상되는 토요타 그룹의 완성형 지배구조도



자료: DS투자증권 리서치센터
주: 토요타 부동산 회장은 토요다 아키오로 창업일가의 지분 매입을 위한 내부 의사결정권자에 해당

이번 지배구조 개편은 창업일가 지배력 강화의 초석

▪ 자동직기 상장폐지는 상호출자 해소로 자동차에 대한 외부 위협을 방어

– 본래 자동차의 지분을 가장 많이 보유한 계열사는 자동직기(약 8%)

– 핵심 계열사 자동차는 자동직기의 상장폐지로 외부 위협 감소

– 자동직기를 경유하는 상호·순환출자구조도 완전히 해소하며 일본 정부 밸류업 기조 부합

▪ 잔존하는 상호·순환출자 고리도 해소하며 토요타 부동산이 실질적 지주사로 부상

– 덴소, 아이신정기와 부동산 간의 상호출자도 자동직기와 비슷한 방식으로 해소 기대

– 결국 부동산이 지주사가 되는 이유는 1) 주요 계열사 지분을 모두 보유, 2) 비상장사이기 때문

– 창업일가는 계열사 지분 매각 자금(최소 1.5조엔)으로 부동산 지분 매입 예상

– 부동산 추정 회사가치는 1~3조엔으로 지분 최소 50% 이상 매입 가능한 자금

창업일가 보유 지분 가치

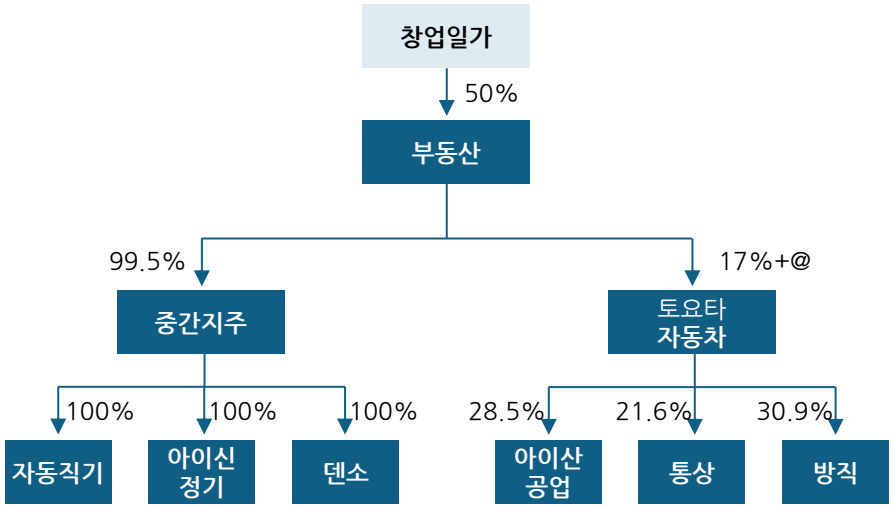
(십억엔)	자동직기	자동차	방직	통상	부동산	덴소	아이신 정기	아이산 공업
창업일가	480	**5,301**	**38**	**664**	-	845	189	**11**
아키오	-	69	-	-	-	0	-	-
마스터 신탁은행	480	5,233	38	664	-	845	189	11
시가총액	5,445	45,774	452	4,613	1,000~ 3,000	6,398	1,936	125

창업일가는 자동직기, 덴소, 아이신정기 지분 매각 시 1.5조엔 확보 가능

부동산 추정 가치(1~3조엔)의 50% 이상 지분 매입할 수 있는 자금 규모

자료: Bloomberg, 언론 종합, DS투자증권 리서치센터

상호/순환출자 완전 해소 후 예상 지배구조



자료: DS투자증권 리서치센터

창업일가의 지분은 지속 상승 중

▪ 창업일가 지분은 신탁 계좌로 은닉된 채 보유 중

– 현재 공시된 토요다 아키오 회장의 지분은 토요타 자동차 0.15%, 덴소 0.01%가 전부

– 사실 토요다 창업일가는 마스터 트러스트 은행의 신탁 계좌로 지분을 보유 중

– 주주명부 상 직접적으로 노출되지 않아 신탁 계좌 내 실제 창업일가 비중은 미지수

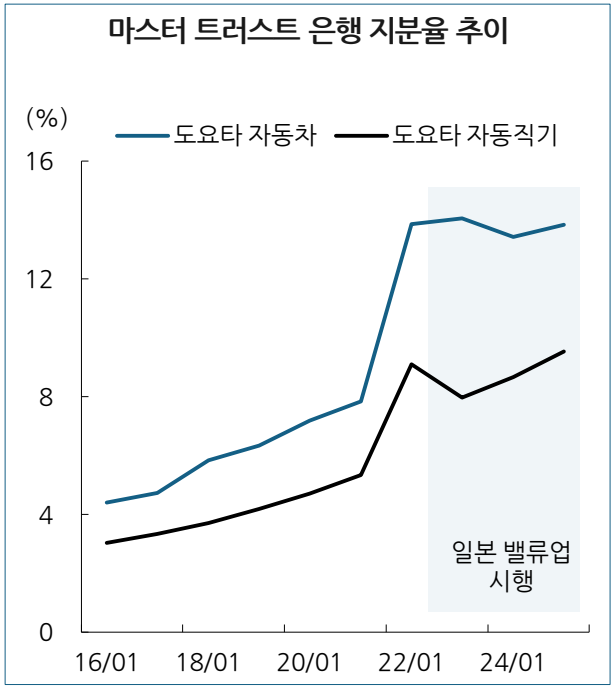
– 다만 신탁 계좌 전량 창업일가 지분이라고 최대 가정 시 토요타 자동차 12%, 자동직기 9% (25.03 기준)

– 신탁 계좌의 지분율은 지속적으로 상승, 창업일가의 지배력 확대 영향으로 추정

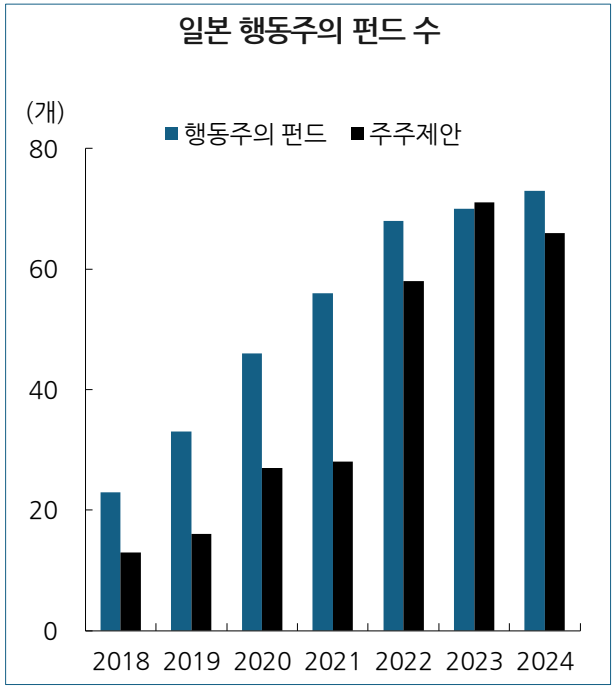
▪ 신탁 구조는 향후 일본의 거버넌스 정책 방향성과 충돌해 잠재적 리스크

– 창업일가의 신탁 지분은 주주 투명성을 해치는 전략적 지분에 포함되기 때문에 정부의 투명화 요구 가능성 배제 불가

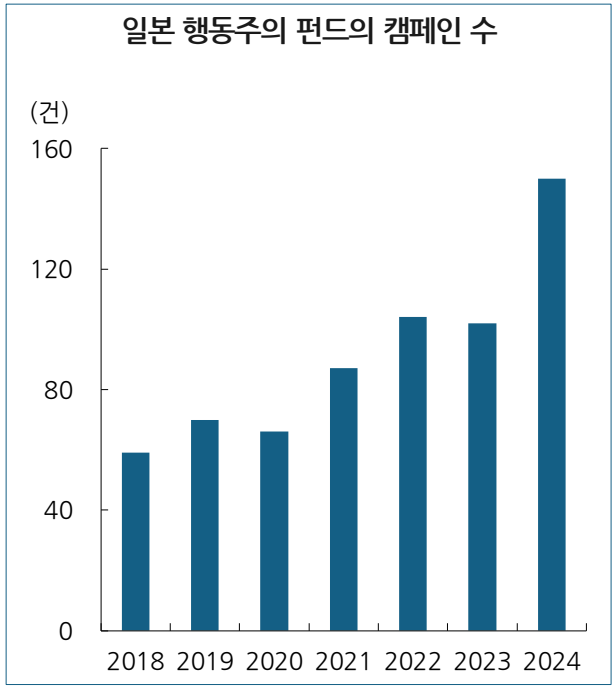
– 행동주의 대응을 위해 직접적인 지분 확보, 지배구조 개편 등으로 지배력 강화가 필요해지는 계기



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터



자료: Nikko Asset Management, DS투자증권 리서치센터



자료: Nikko Asset Management, DS투자증권 리서치센터

창업일가의 지분은 지속 상승 중

토요타 그룹 주요 계열사 지분율 및 지분가치 현황

1) 토요타 그룹 지분율 현황

(%)	자동직기	자동차	방직	통상	부동산	덴소	아이신정기	아이산공업
창업일가	**9**	**12**	**9**	**14**	**-**	**13**	**10**	**8**
아키오	-	0.15	-	-	-	0.01	-	-
마스터 신탁은행	**9**	**11**	**9**	**14**	**-**	**13**	**10**	**8**
자동직기	-	8	4	11	19	6	3	8
자동차	23	0	31	22	24	21	21	29
방직	0	-	5	-	-	-	-	-
통상	5	-	-	1	7	-	-	-
부동산	5	2	10	-	-	5	3	-
덴소	5	3	2	-	19	3	-	-
아이신정기	2	-	-	-	11	-	6	-
아이산공업	0	-	-	-	-	0	-	1

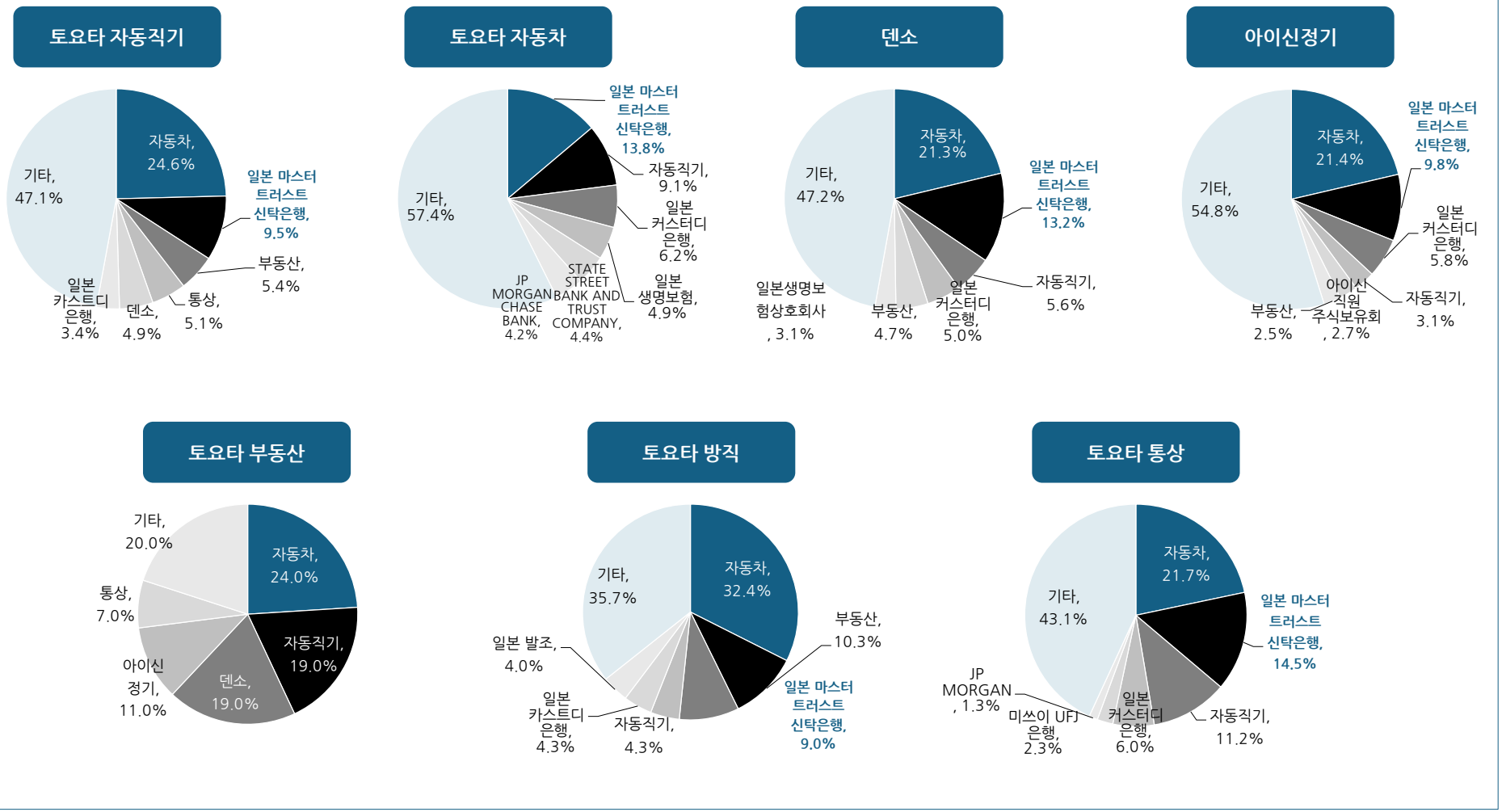
2) 토요타 그룹 지분가치 현황

(십억엔)	자동직기	자동차	방직	통상	부동산	덴소	아이신정기	아이산공업
전일 주가 (엔)	16,710	2,898	2,406	4,343	N/A	2,198	2,550	1,978
창업일가	**480**	**5,301**	**38**	**664**	**-**	**845**	**189**	**11**
아키오	-	69	-	-	-	0	-	-
마스터 신탁은행	**480**	**5,233**	**38**	**664**	**-**	**845**	**189**	**11**
자동직기	-	3,455	19	513	N/A	406	59	9
자동차	1,238	8	139	995	N/A	1,316	413	36
방직	1	-	22	-	N/A	-	-	-
통상	256	-	-	28	N/A	-	-	-
부동산	272	724	44	-	N/A	293	49	-
덴소	248	1,303	11	-	N/A	206	-	-
아이신정기	110	-	-	-	N/A	-	123	-
아이산공업	2	-	-	-	N/A	3	-	2
시가총액	5,445	45,774	452	4,613	1,000~3,000	6,398	1,936	125

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 / 주: 마스터 트러스트 신탁은행 지분 전량을 창업일가 계좌인 것으로 가정

창업일가의 지분은 지속 상승 중

토요타 그룹 주요 계열사 주주현황



자료: Bloomberg, 각 사, DS투자증권 리서치센터

지배력 강화를 시작해야 할 이유

▪ 장남 토요다 다이스케 승계는 아직 이른 상황

– 현재 토요다 아키오 회장의 장남(1남1녀) 다이스케는 Woven by Toyota(우븐시티)의 수석 부사장

– 역대 사장의 평균 취임 나이는 56세이지만 다이스케는 37세로 약 20년 차이

– 사토 코지 사장은 54세(3년차)로 추가적으로 전문 경영인이 최소 2~3세대 필요

토요다 아키오

토요다 다이스케

▪ 전문경영인으로부터의 경영권 교체가 과거처럼 원활하지 않을 가능성 有

– 12대에 걸쳐 전문경영인과 창업일가 간의 경영권 교체는 큰 노이즈 없이 원활

– 그 기반에는 1) 상술했던 익명 신탁 지분 구조, 2) 반토(番頭, 가문대리인 체제), 3) 케이레츠(系列, 일본식 계열사 구조)

– 다만 이 세가지가 약화될 여지가 다분하다는 점이 이번 지배구조 재정립의 계기

토요타 자동차 역대 사장 목록

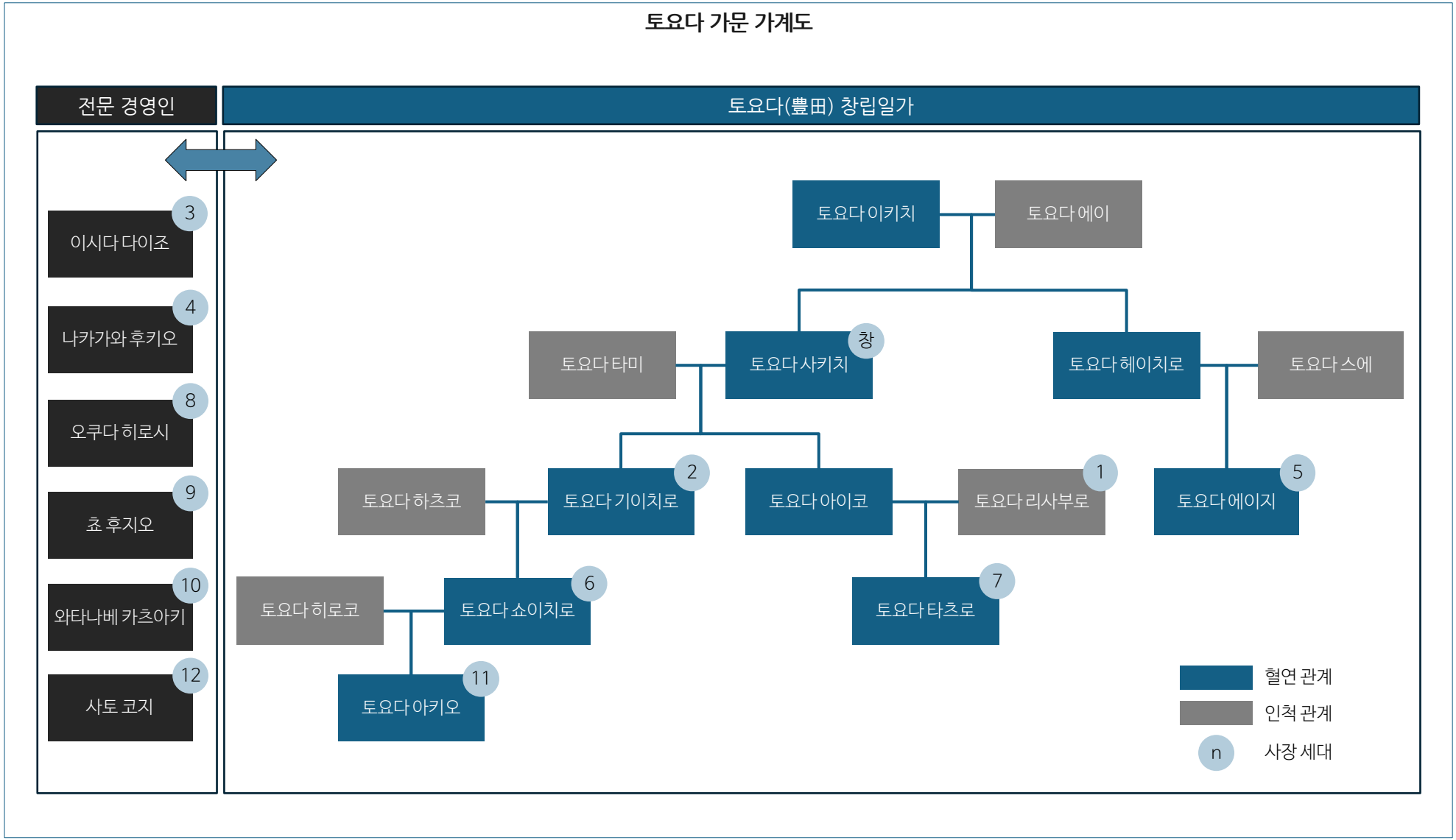
(세, 년)	사장	
	평균 취임	평균 근속
창업일가	55	10.4
전문 경영인	58	7.0
전체	56	8.2

(세, 년)	회장	
	평균 취임	평균 근속
창업일가	68	8.5
전문 경영인	66	7.8
전체	67	8.0

사장	이름	세대	창업주와 관계	사장 재임	회장 재임	사장 재·퇴임나이/근속연수	회장 재·퇴임나이/근속연수
창업주	토요다 사키치	창업 1세	본인	1926~1937		59/70/11	-/-/-
1대	토요다 리사부로	창업 2세	사위	1937~1941		43/47/4	-/-/-
2대	토요다 기이치로	창업 2세	장남	1941~1950		47/56/9	-/-/-
3대	이시다 다이조	전문경영인		1950~1961	1967~1971	51/62/11	68/72/4
4대	나카가와 후키오	전문경영인		1961~1967	1971~1982	57/63/6	67/78/11
5대	토요다 에이지	창업 2세	조카	1967~1982	1982~1992	54/69/15	69/79/10
6대	토요다 쇼이치로	창업 3세	손자	1982~1992	1992~1999	57/67/10	67/74/7
7대	토요다 타츠로	창업 3세	손자	1992~1995		76/79/3	-/-/-
8대	오쿠다 히로시	전문경영인		1995~1999	1999~2006	63/74/11	67/74/7
9대	쵸 후지오	전문경영인		1999~2005	2006~2013	59/62/3	59/66/7
10대	와타나베 카츠아키	전문경영인		2005~2009	2013~2023	63/67/4	71/81/10
11대	토요다 아키오	창업 4세	증손자	2009~2023	2023~현재	53/67/14	67/-/-
12대	사토 코지	전문경영인		2023~현재		54/-/-	-/-/-

자료: DS투자증권 리서치센터

창업일가와 전문 경영인 간 경영권 교체가 원활했던 토요타



자료: DS투자증권 리서치센터
주: 와타나베 카츠아키(10대) 이전 역임자들은 사망

내부 인사 시스템 '반토'에 대한 우려

▪ **반토는 창업일가의 승계 공백을 완충하기 위한 전문 경영인을 의미**

– 토요타 자동차의 사장 중 절반은 전문 경영인으로 창업일가로의 승계는 총 2번

– 승계가 원활했던 이유는 1) 창업일가가 전문 경영인을 최종 승인, 2) 전문경영인은 순혈주의로 문화적 정체성 공유

– 임명은 회장단(전/명예회장)의 승인이 필요하며 이 때 창업일가의 승인이 최우선

– 모든 전문 경영인(나카가와 후키오 제외)은 평생 토요타에서 근무

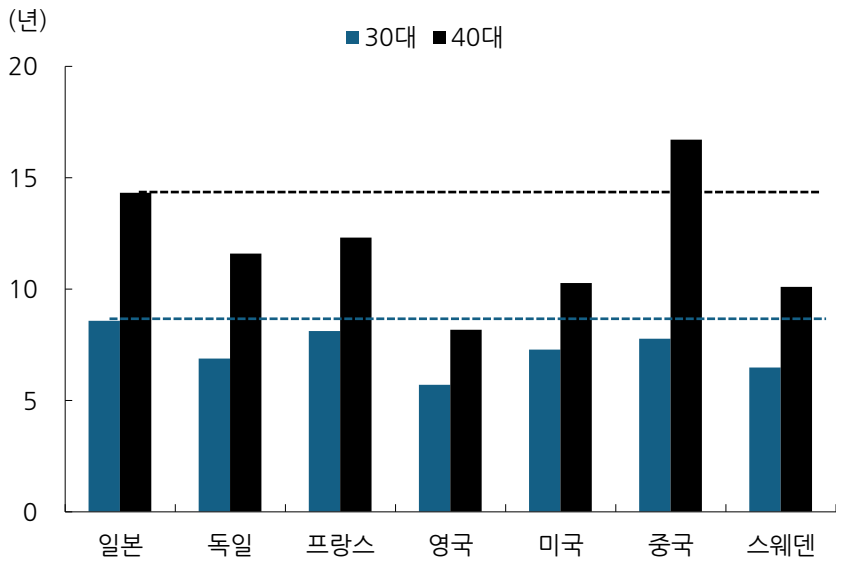
▪ **일본의 종신고용 불확실성 확대로 반토의 충성도는 훼손될 여지 다분**

– 순혈주의 기반 충성도는 장기 근속 불확실성 확대 시 훼손 불가피

– 향후 창업일가의 임명권은 지분 희석 시 약화되며 상징적·관습적으로만 존재

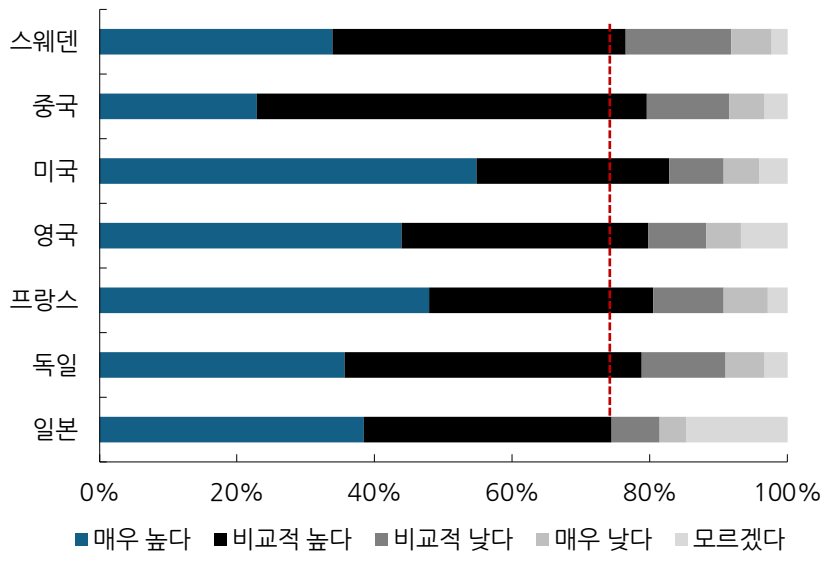
– 반도 충성도의 하락으로 상징적·관습적 영향력도 약화되며 장기적으로 보완적 조치 필요

국가별 평균 근속연수 비교



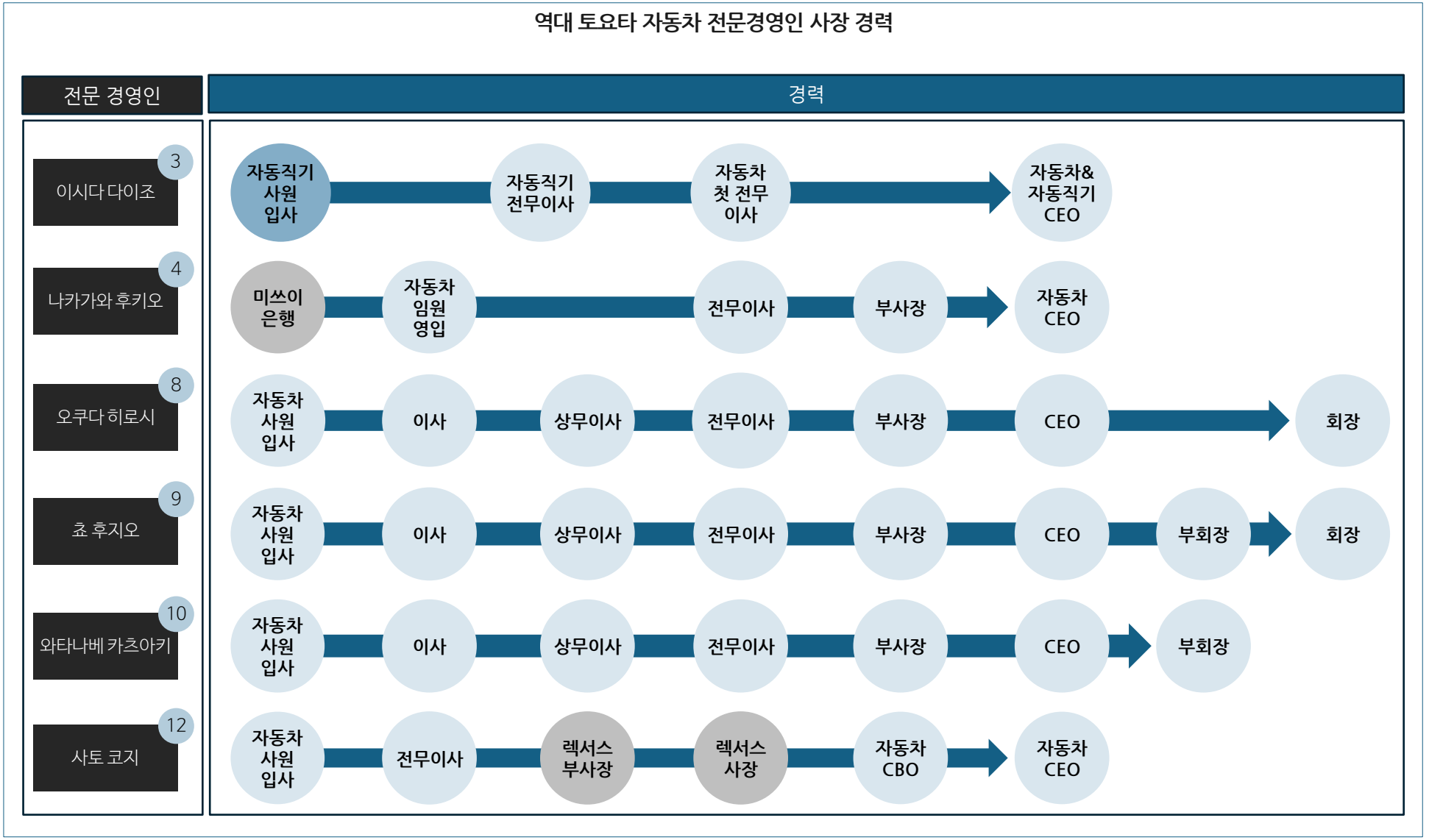
자료: Global Survey, DS투자증권 리서치센터

정년까지 근속 가능성에 대한 조사



자료: Global Survey, DS투자증권 리서치센터

내부 인사 시스템 '반토'에 대한 우려



자료: DS투자증권 리서치센터

그룹사 간 결속력 약화 불가피

▪ 일본 정부의 상호출자 해소 요구로 계열사 지배력 약화 예상

– 일본은 재벌구조와는 상반되는 케이레츠(계열사의 일본식 발음)라는 그룹 지배구조를 형성

– 계열사 간 상호출자를 허용해 지배력이 분산된다는 점이 특징

– 대주주는 부재하지만 주요 의사결정은 계열사 출신의 사장회(社長會) 혹은 회장단(會長團)이 수행

– 담합이나 지배력 왜곡 발생이 쉬운 구조이므로 기업 투명성 요구가 강화되며 상호출자 해소 요구 확대

– 일본 금융당국은 2023년 3월부터 기업가치 제고 정책의 일환으로 상호 출자 해소를 포함

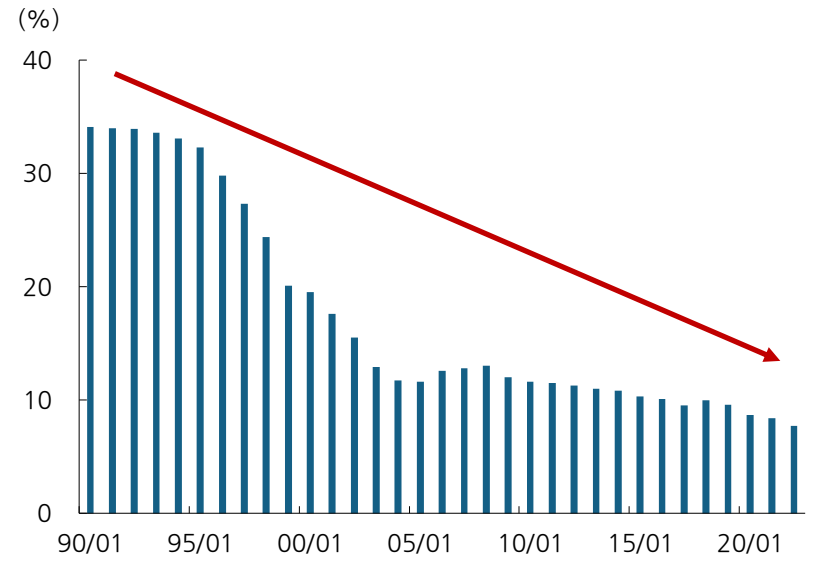
– 이번 자동직기 공개매수도 금융당국 기조 대응의 일환

일본 자이바츠(재벌)의 일몰과 케이레츠(계열사)의 등장/쇄퇴

단계	시기	주요 내용
전전 자이바츠 체제	~1945	- 창업가문이 지배한 가족 소유 지주회사 구조 - 중앙에 본사(홀딩스)가 있고 그 아래로 은행/상사/제조/보험 등 수직 계열화
연합군 점령기 해체	1945 ~1952	- 연합국 최고사령부(GHQ)의 자이바츠 본사 해체 명령(1946) - 가족/지배주주들의 자산 몰수 및 주식 매각과 계열사 간 출자관계 단절로 주요 가문 경영권 상실
케이레츠 형성기	1950 ~1960	- 해체된 자이바츠 계열사들이 은행/상사/제조 중심 자율적 재결합 - 가족 지배는 소멸돼 은행 중심 상호출자 관계로 전환되며 중심은행+그룹회의 형태 등장
고도 성장기	1960 ~1990	- 미쓰비시, 미쓰이, 스미토모, 후요, 산와, 다이치강요 그룹 등으로 6대 케이레츠 확립 - 수평적(금융 중심), 수직적(제조/상사 중심) 형태 공존하며 상호방어적 주식보유 확산
버블 붕괴 이후	1990~	- 외자유입과 자산 효율화 및 기업지배 투명성 강화 요구로 상호출자 비율 급감 - 이에 케이레츠 실체는 약화됐으나 토요타, 미쓰비시 등 비공식적 네트워크는 상존

자료: 언론 종합, DS투자증권 리서치센터

일본 상호출자 구조 유지 종목 비중



자료: 노무라, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

(참고) 전략적지분에 대한 일본 금융당국의 기조

▪ (참고) 일본 금융청(FSA) - Action Program for Accelerating Corporate Governace Reform 2024 (2024.06.02 발표)

- ①"Companies should continue efforts to unwind cross-shareholdings and strategic shareholdings that are not aligned with capital efficiency or shareholder interests,and Boards of Directors must annually review the purpose and rationale of each such holding, and disclose the results." → 기업은 자본 효율성(capital efficiency)이나 주주 이익에 부합하지 않는 **상호출자 및 전략적 지분을 해소**하기 위한 노력을 지속해야 하며, 이사회는 매년 각 보유 목적과 정당성을 검토하고 그 결과를 공시해야 한다.
- ②"Further reduction of cross-shareholdings and strategic shareholdings is strongly encouraged." "Companies should enhance transparency by disclosing the rationale and cost-benefit analysis of each holding." → **상호출자 및 전략적 지분의 추가적인 축소가 강하게 권장**된다. 기업은 각 지분의 보유 근거와 비용-편익 분석 결과를 공개함으로써 투명성을 제고해야 한다.
- ③"These relation-based holdings tend to hinder corporate value enhancement."(…)"Unwinding unnecessary cross-shareholdings will contribute to improvement of ROE and capital efficiency." → 이러한 관계유지형 지분(relation-based holdings) 은 기업가치 제고를 저해하는 경향이 있다. 불필요한 상호출자 해소는 ROE(자기자본수익률)와 자본 효율성 개선에 기여할 것이다.
- ④"The FSA will continue to monitor the progress of companies in unwinding cross-shareholdings and strategic shareholdings, and will consider introducing additional disclosure requirements if progress is deemed insufficient." → 금융청(FSA)은 기업들의 상호출자 및 전략적 지분 해소 진척 상황을 지속적으로 모니터링하며,진척이 **불충분하다고 판단될 경우 추가적인 공시 의무 부과를 검토**할 것이다.

▪ (참고) 도쿄 거래소(TSE) - Action Program for the Creation of Corporate Value of Listed Companies (2024.03.27 발표)

- ①"Listed companies are requested to reassess the necessity of holding shares for cross-shareholdings and to disclose their policies on reduction." → 상장회사는 상호출자 목적의 주식 보유 필요성을 재검토하고,그 감축 정책(reduction policy) 을 공개할 것을 요청받는다.
- ②"Cross-shareholdings that are not essential for business relationships should be unwound,and the rationale for any remaining holdings should be clearly explained." → 사업 관계 유지에 필수적이지 않은 상호출자 지분은 해소(unwind)되어야 하며, 남아있는 지분에 대해서는 그 보유 이유(rationale)를 명확히 설명해야 한다.
- ③"Companies should explain how the unwinding of cross-shareholdings contributes to improving capital efficiency and ROE." → 기업은 상호출자 해소가 자본 효율성(capital efficiency)과 ROE(자기자본수익률) 개선에 어떻게 기여하는지를 명확히 설명해야 한다.
- ④"Enhanced disclosure on cross-shareholdings will be part of our continued effort to promote value creation among listed companies." → 상호출자 관련 공시 강화(enhanced disclosure) 는 상장기업의 가치 제고를 위한TSE의 지속적 노력의 일환이 될 것이다

지배구조 개편과 지분 매입은 계속될 전망

▪ **그룹 결속력 약화로 창업일가의 그룹 지배력 강화 니즈는 계속 확대될 것**

– 토요타는 2차대전 패전 후 재벌 해체 시 규모가 영세하여 해체 명령을 회피

– 지금까지 창업일가라는 구심점 보유한 준(準)재벌 그룹으로 경쟁우위

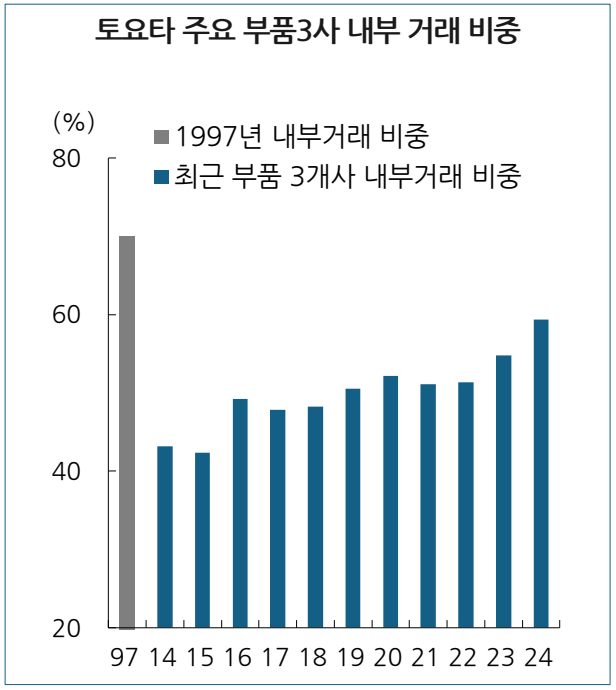
– 다만 그룹의 급격한 팽창에 따라 지배력 유지를 위해 상호출자를 적극 활용

– 케이레츠 구조도 병행했던 것이 일본 당국의 밸류업 기조와 맞물리며 약점으로 작용

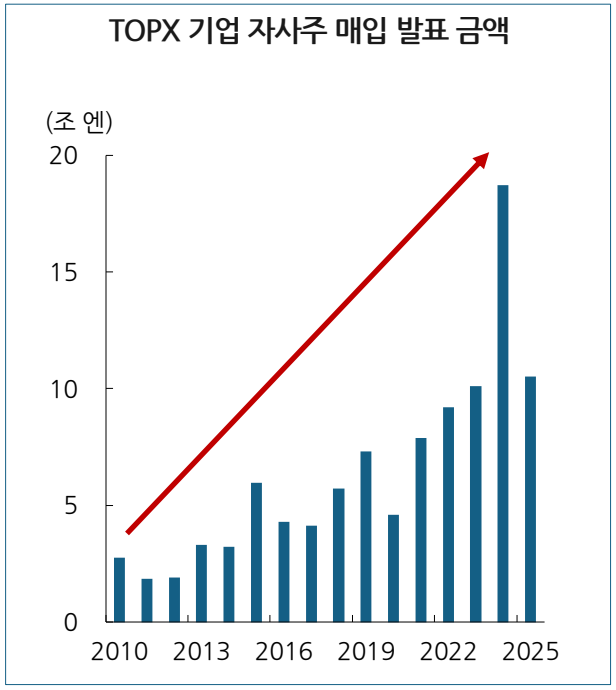
– 아직까진 부품 계열사 주요인사가 토요타 출신이 다수이고 토요타 공급망 의존도가 높아 락인 효과 작용

– 다만 과거 대비 토요타 그룹향 매출 비중 레벨이 낮아 장기적으로 약화 우려

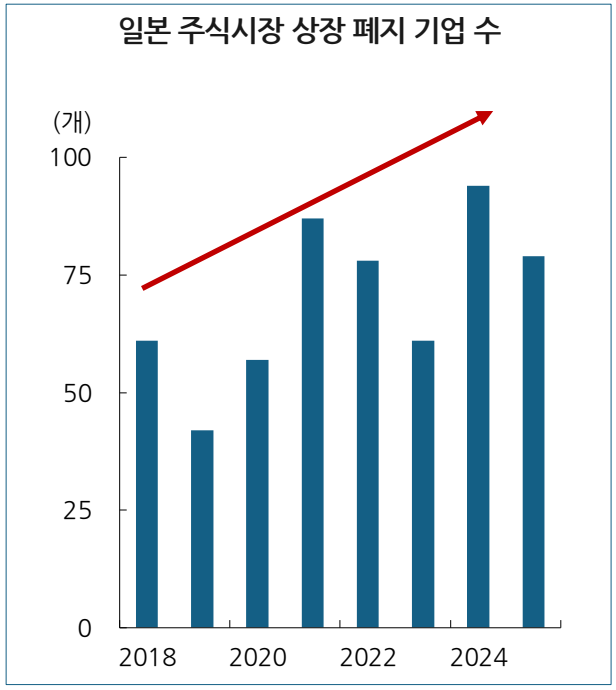
– 결국 창업일가는 직접적인 지배력 확대 조치(자사주 매입, 지배구조 개편 등)가 필요해질 수 밖에 없을 전망



자료: MIT Sloan, 각 사, 언론 종합, DS투자증권 리서치센터



자료: QUICK, JP Morgan, DS투자증권 리서치센터



자료: QUICK, JP Morgan, DS투자증권 리서치센터

DS INVESTMENT & SECURITIES

현대차

Ⅰ. 2018년 그룹 재편 시도 리뷰

Ⅱ.예상되는 두 번째 설계도

현대차 그룹의 2018년 지배구조 개편 리뷰 – 시도와 좌절, 그리고 남은 과제

▪ 2018년 시도 되었던 지배구조 개편 리뷰

– 당시 순환출자 해소 및 사업적 목적을 명분으로 3 단계 지배구조 개편을 발표

– 3 단계는 현대 모비스 1) 분할, 2) 글로비스와 합병, 3) 주식 교환

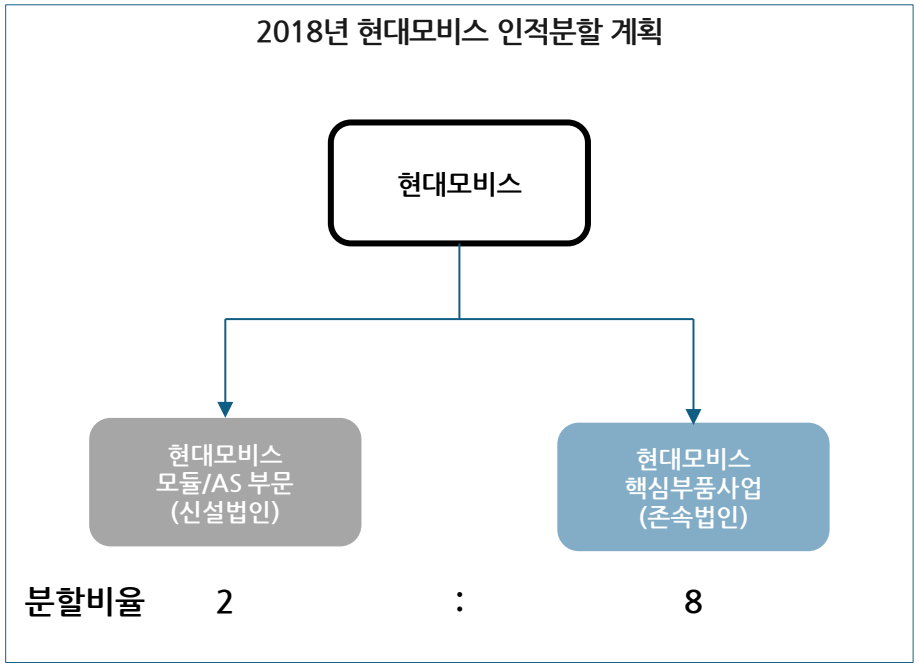
▪ 1 단계) 현대 모비스의 인적 분할

– 2018년 현대 모비스를 1) 국내 모듈 / AS 사업부, 2) 핵심 부품 사업(존속법인)으로 인적분할 시도

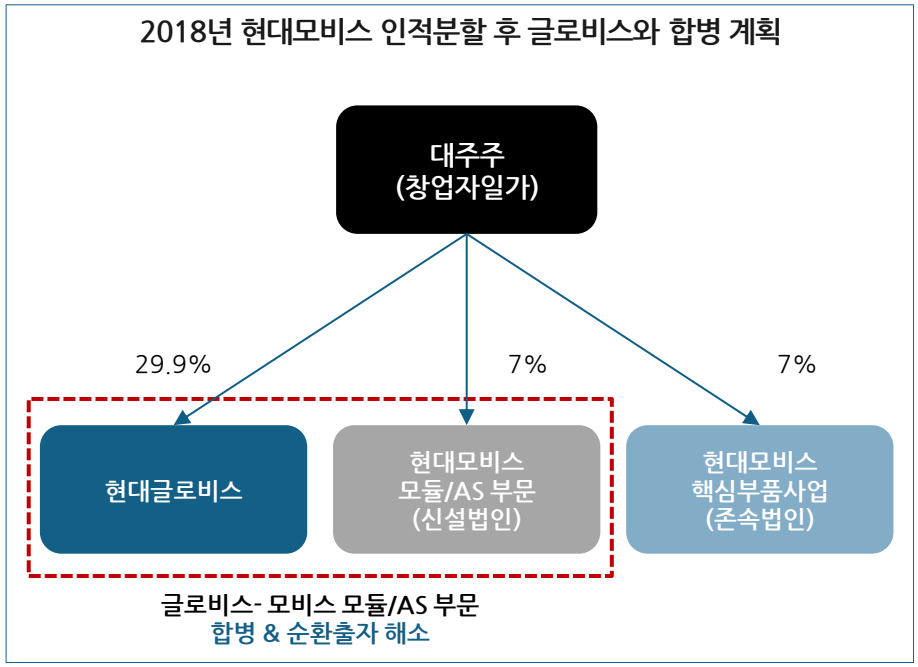
– 분할 비율은 모듈/ AS(신설법인) 21 : 핵심 부품 사업(존속법인) 79

▪ 2 단계) 이후 현대 모비스 분할 부문과 현대 글로비스 합병

– 대주주가 보유한 현대 글로비스와 현대 모비스 신설법인 합병 시도



자료: DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터

현대차 그룹의 2018년 지배구조 개편 리뷰 – 시도와 좌절, 그리고 남은 과제

▪ 3 단계) 대주주는 보유한 합병 글로비스 지분을 교환해 모비스 지배력 강화

– 분할/ 합병 후 대주주는 보유 중인 합병 글로비스 지분 15.8%를 존속 모비스(사실상 지주회사) 지분으로 교환 받아 지배구조 개편 마무리 시도

– 존속 모비스 지분은 기아차(16.9%) + 현대 제철(5.7%)+ 현대글로비스(+0.7%)가 들고 있으며 이들이 대주주에게 존속 모비스 지분을 양도하고,

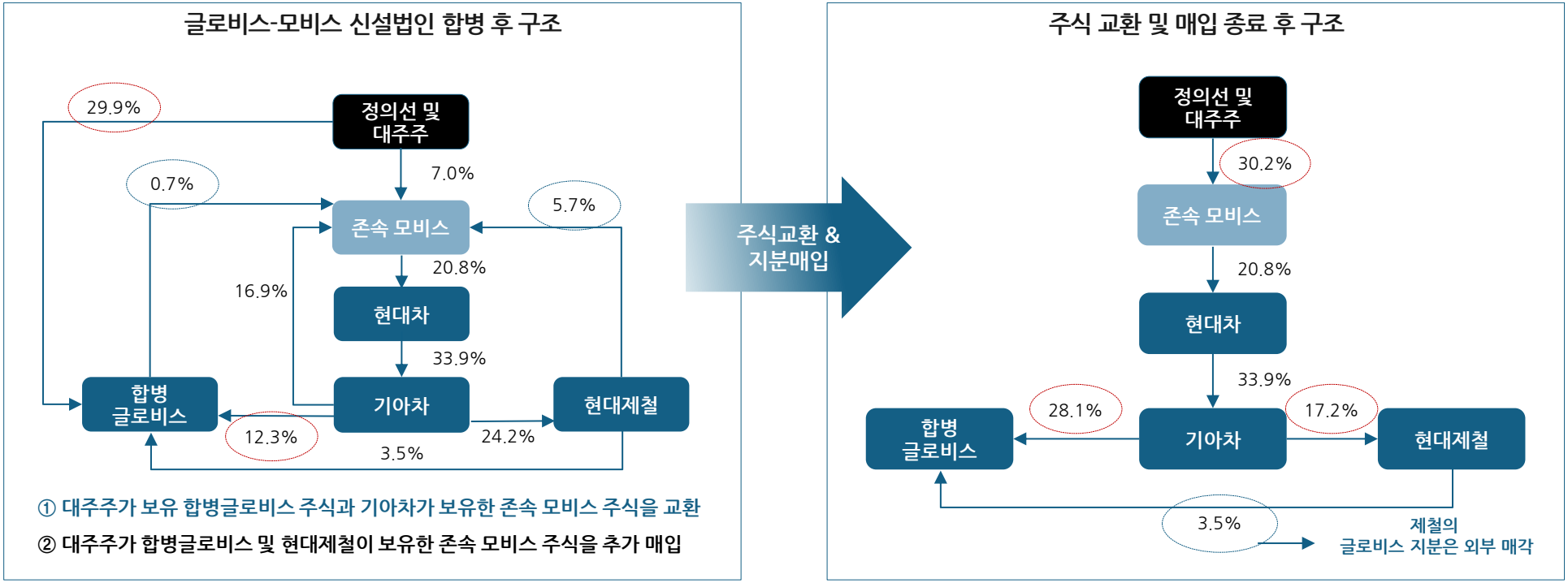
– 그 대가로 합병 글로비스 지분을 대주주로부터 받는다는 시나리오

▪ 성공했을 경우 최종 그림은 정의선 → 모비스 → 현대차 → 기아차로 이어지는 지배구조 완성

▪ 주총 부결 가능성 높아지면서 지배구조 개편안 결국 철회

– 당시 시장 참여자들의 합병 비율에 대한 반발과 동의 부족

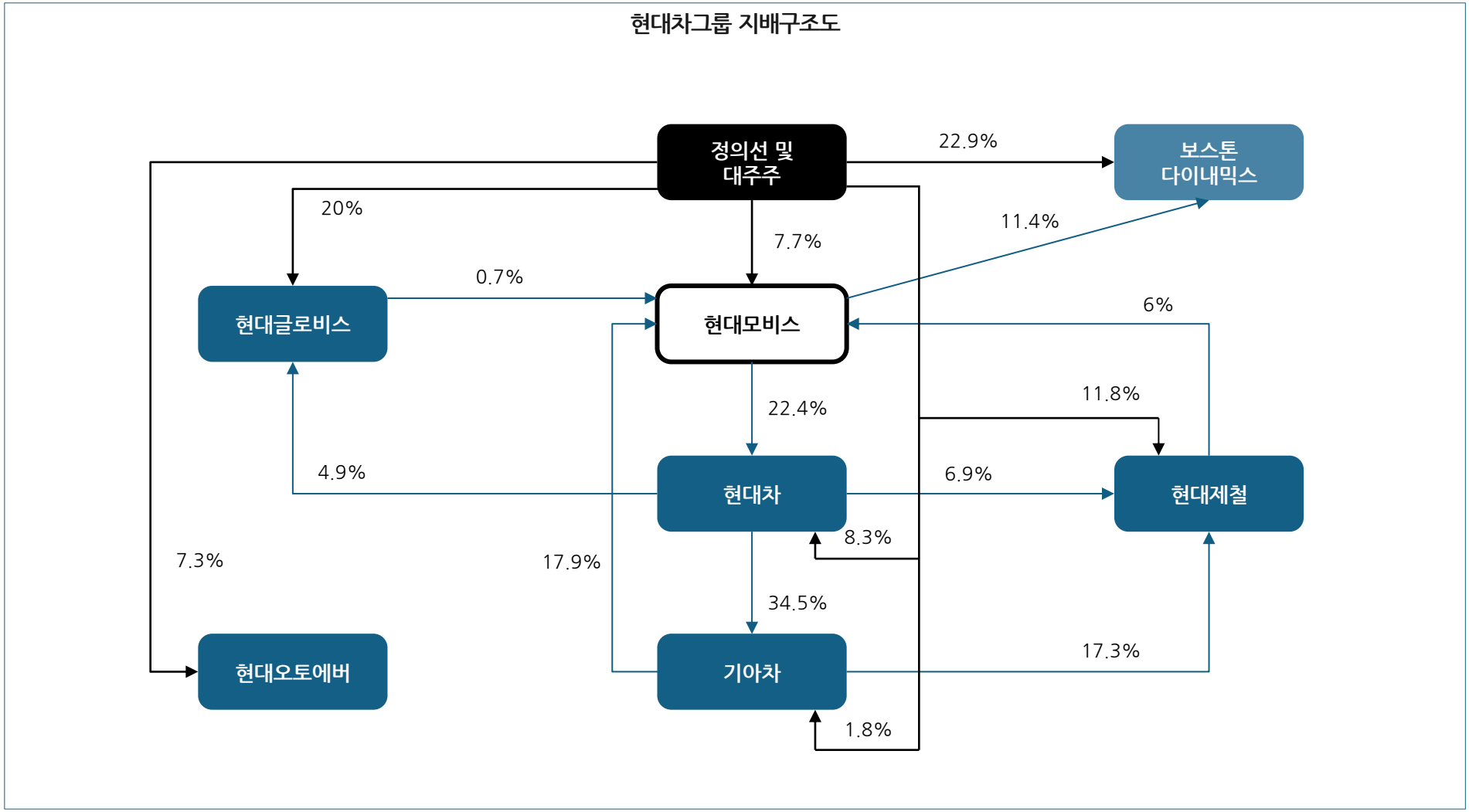
– 당시 쟁점은 1) 신설법인 모비스의 가치가 과소 평가라는 시장의 시각(AS 부문의 영업권 미포함), 2) 글로비스 – 모비스 합병 명분 부족



자료: DS투자증권 리서치센터

자료: DS투자증권 리서치센터

현대차그룹 지배구조도



자료: DS투자증권 리서치센터

다양한 시나리오도 가능하지만, 모비스 중심으로 재편 전망

▪ **현대차 그룹 지배구조 개편 방향성**

– 1)순환 출자 해소, 2) 정몽구 명예회장 → 정의선 회장으로 이어지는 지분 승계

▪ **모든 시나리오가 가능하지만 현대 모비스 중심 그룹 지배구조 재편이 가장 유력**

– 2018년 대비 크게 확대된 정의선 회장의 계열사 지분 가치

– 현대 글로비스의 충분한 현금 여력 등 다양한 시나리오를 열어둘 수 있는 환경

– 다만 우리는 현대 모비스가 현대차 그룹의 지배구조 최상단 위치할 것으로 전망

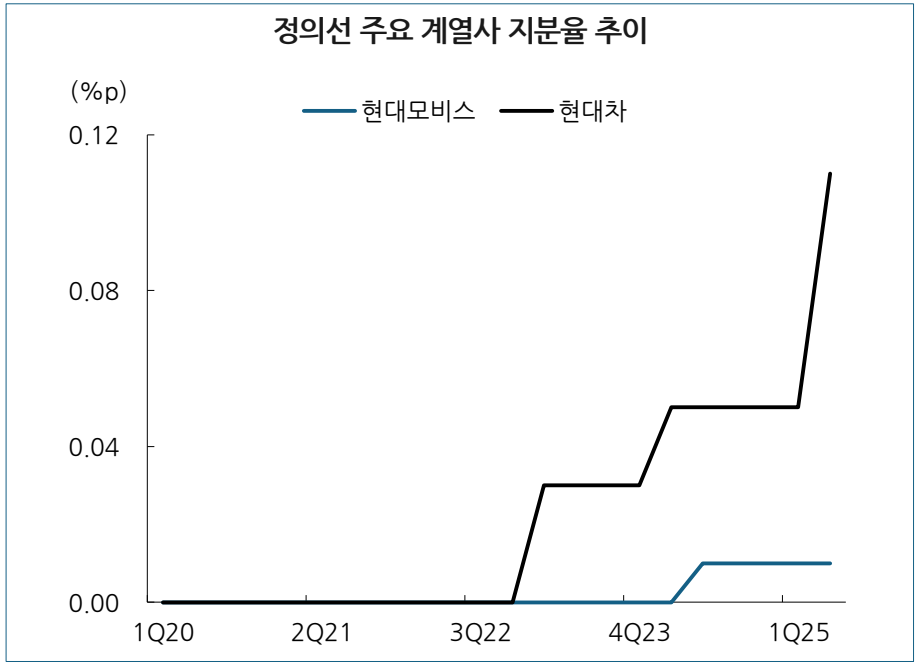
– 이는 실제 2018년 현대차 그룹이 발표했던 로드맵에도 공식적으로 언급된 사항

– 그룹사 내 정의선 회장이 지분을 늘린 곳도 현대 모비스

현대차 그룹의 지배구조 개편 방향성

자료: DS투자증권 리서치센터

정의선 주요 계열사 지분율 추이



자료: DS투자증권 리서치센터

순환출자 해소 필요성 증대

▪ 현대차 그룹의 순환 출자 고리는 총 3개

– 현대차 그룹의 순환 출자 고리는 총 3개

– <u>국내 10대 그룹 중 유일하게 순환 출자 구조</u>

▪ 2018년 현대차 그룹의 지배구조 개편(순환출자 해소) 시도 당시 공정위 긍정적 입장

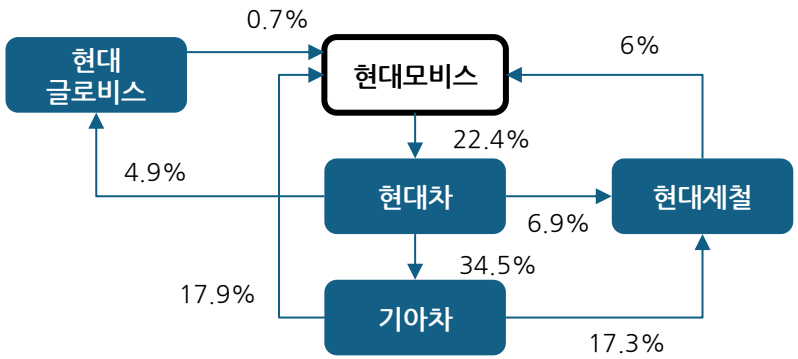
– 2018년 개편안에 대해 공정위 긍정적 입장 표명

– 우리나라는 2014년부터 신규 순환출자는 원칙적으로 금지

– 합병/인수로 새 고리가 생기면 6개월 내 해소 의무

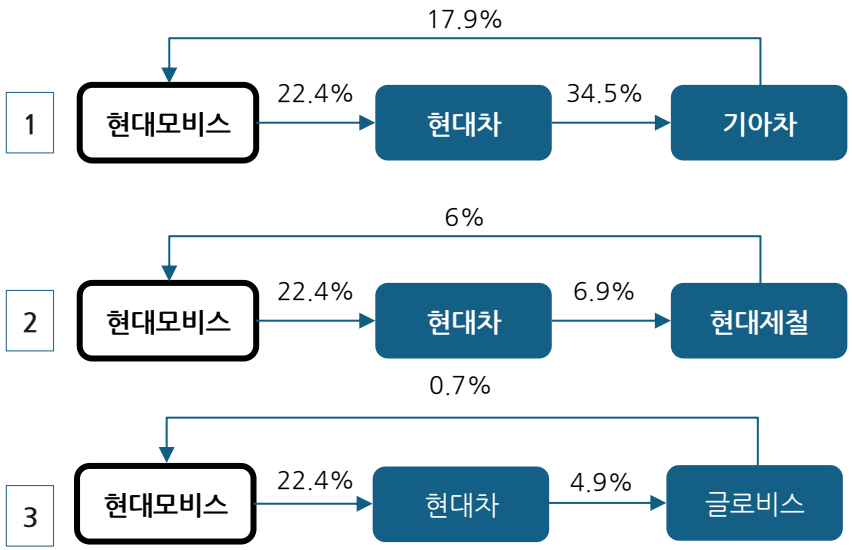
– 현대차 그룹에 대한 당국의 스탠스는 자발적 해소 권고

현대차 그룹 순환출자 관련 지배구조도



자료: DS투자증권 리서치센터

현대차 그룹 순환출자 3개 고리



자료: DS투자증권 리서치센터

공정위 순환출자에 대한 스탠스

▪ 공정위는 신규 순환출자에 대해서 원칙적으로 금지하며 기존 순환출자도 해소 권고

– (자산 5조원 이상) 상호출자제한기업집단 소속 국내 회사의 신규 순환출자는 원칙적으로 금지

– 9월 10일 주식소유현황 브리핑을 통해 자발적인 순환출자·상호출자 해소한 기업들에 대해 긍정적으로 평가

▪ 공정위는 현대차 그룹에 대해서도 지속적으로 순환출자 해소 권고

– 2017년 공정거래위원장은 현대차가 순환출자 해소를 더 이상 미루면 안 된다고 발언

– 2018년 현대차 그룹 지배구조 개편안에 대한 긍정적 입장 표명

– 9월 10일 공정위의 '공시대상기업집단 주식소유현황 분석' 보고서에도 현대자동차 그룹의 순환출자 고리 변동이 없음을 명시

9월 10일 공정위 브리핑 내용 발췌

> 뉴스 > 정책뉴스

2025년 공시대상기업집단 주식소유현황 분석

2025.09.10 | 공정거래위원회 가 목록

이번에는 순환출자 및 상호출자 현황에 대해서 말씀드리겠습니다.

금년의 경우에는 자발적인 순환출자·상호출자 해소 모습이 나타났다는 것이 특징입니다. 먼저, KG 그룹의 경우 공시집단으로 지정되기 전에 보유하고 있던 순환출자 고리 10개를 2개로 축소하고 상호출자는 모두 해소하였습니다. 또한, 태광의 경우 금년 지정일 기준으로는 2개의 순환출자 고리가 있었으나 현 발표 시점 기준으로는 모두 해소한 상태입니다.

한편, 금년 최초 지정된 사조 그룹의 경우 다수의 순환출자 고리가 있는 것으로 나타났지만 해소 계획이 있는 것으로 보여집니다.

자료: 공정위, DS투자증권 리서치센터

9월 10일 공정위 '공시대상기업집단 주식소유현황 분석' 보고서

< 순환·상호출자 현황 >

금년에는 기존 **공시대상기업집단**들의 **자발적**인 **순환·상호출자 해소** 모습이 두드러졌다. ▲「KG」의 경우 공시대상기업집단으로 지정(2020년)되기 전부터 보유하고 있던 **순환출자** 고리 10개를 **2개**로 **축소**하고 **상호출자** (케이지케미칼㈜과 ㈜케이지이니시스)를 **모두 해소**하였다. 또한, ▲「**태광**」은 지정일(2025.5.1.) 기준으로 2개의 순환출자 고리(2018년 계열사 합병으로 형성)*가 있었으나 현재 **모든 순환출자 고리**를 **해소**하였다.

* ❶㈜티시스→㈜티알엔→태광산업㈜→㈜티시스, ❷㈜티시스→티알엔㈜→대한화섬→㈜티시스

「**현대자동차**」, 「BS」 등은 작년 대비 **순환출자 고리** 수의 **변동**은 **없었다.** 한편, 금년 공시대상기업집단으로 최초 지정된 「**사조**」는 **지정 전 보유**하고 있던 **순환출자 고리**가 다수 있는 것으로 나타났으나 현재 **일부 해소**하였고('25.8.31.기준 1,218개) 앞으로도 출자구조를 개선하여 **순환출자**를 지속적으로 **해소**할 **계획**이라고 밝혔다.

자료: 공정위, DS투자증권 리서치센터

순환출자 해소 시나리오 I - 기아차, 현대제철 보유 모비스 지분 →글로비스에 매각

▪ 순환출자 해소를 위해 기아차 / 현대제철이 보유한 현대 모비스 지분 매각 시나리오

– 기아차가 보유한 현대 모비스 지분(17.9%, 약 5~6조원)을 현대 글로비스에 매각

– 현대제철이 보유한 현대 모비스 지분(6%, 약 1.9조원)을 현대 글로비스에 매각

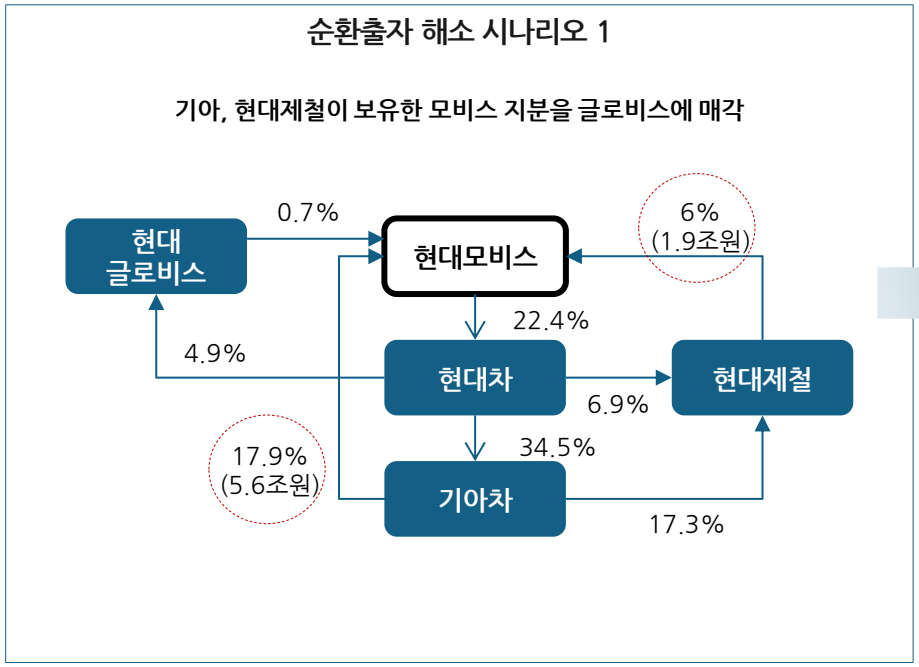
– 오너의 자금 투입 없이 진행 가능

▪ 남은 순환출자 고리(현대차 → 글로비스 → 모비스)는 글로비스 지분을 외부 우호주주에 매각

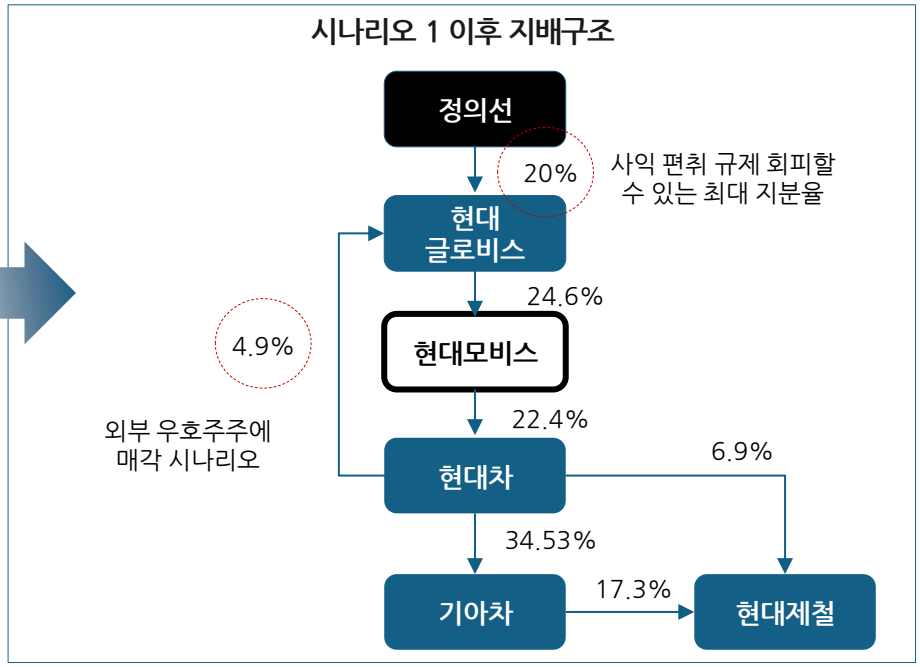
– 현대차가 보유한 글로비스 지분은 '전략적 제휴', '포괄적 사업 협력' 명분하에 외부 우호 주주와 맞교환 혹은 매각

▪ 이 시나리오의 단점은 사익 편취(일감몰아주기)규제로 인해 오너의 글로비스 지분율을 최대 20% 제한

– 이 시나리오는 내부거래 매출 비중이 60%에 육박하는 글로비스 지분을 정의선 회장이 최대 20%까지만 보유할 수 있다는 한계



자료: DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터

순환출자 해소 시나리오 I - 글로비스의 인수 여력

▪ 기아차/현대제철이 보유한 모비스 지분가치는 7.54조원

– 기아차와 현대제철이 보유한 모비스 지분 가치는 7.54조원

– 현대 글로비스의 보유 현금과 현금 흐름을 감안하면 인수 여력은 충분

▪ 다만 정의선 회장의 지분율이 20%로 제한되는 이 시나리오의 가능성은 낮다고 판단

– 이 시나리오는 정의선 회장의 개인 자금이 투입되지 않는다는 장점이 있으나

– 사익편취 규제로 인해 정의선 회장의 현대 글로비스 지분이 최대 20%로 제한되는 단점

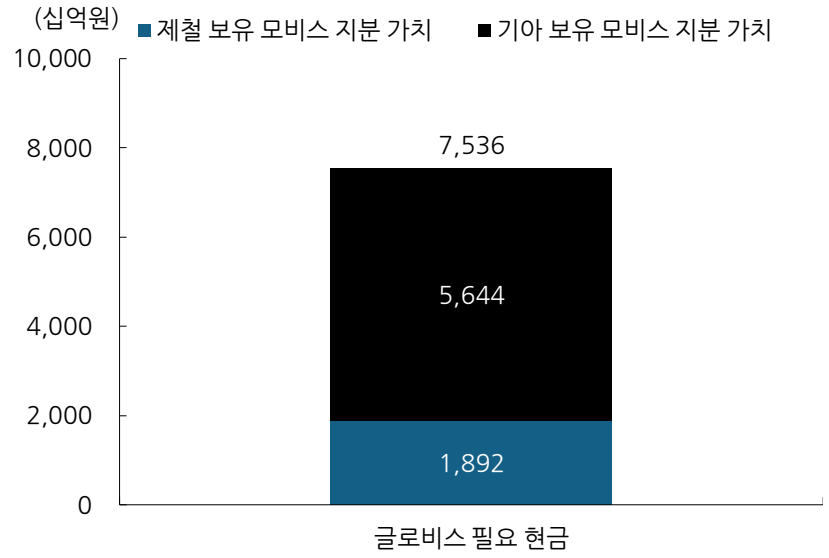
– 이는 그룹의 지배력에 위협이 될 수 있어 실행 가능성은 낮다고 판단

현대 글로비스 FCF, 현금성자산

(십억원)	24년 말	2Q25 기준
FCF	1,363	1,497
현금성자산	2,081	3,616
EBITDA	390	784

자료: DS투자증권 리서치센터

기아차, 현대제철의 모비스 지분 가치



자료: DS투자증권 리서치센터

순환출자 해소 시나리오 II – 현대 모비스의 인적분할

▪ 현대 모비스의 인적분할

– 분할 구조 1) **신설 모비스**, 2) 존속 모비스 → 분할 비율은 신설 6 : 존속 4

– **신설 모비스**는 부품 제조/ AS사업 담당

– 존속 모비스는 R&D 부문과 현대차 등 주요 자회사 지분, 현금 자산 배치

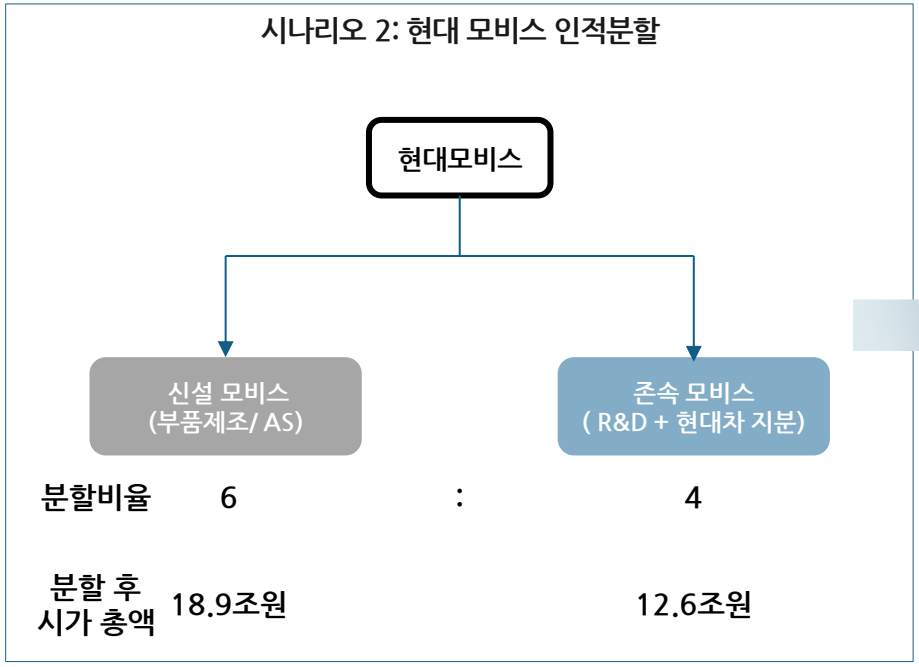
▪ 분할 이후 변화

– 분할 후 존속 모비스 시가총액은 12조원대로 축소

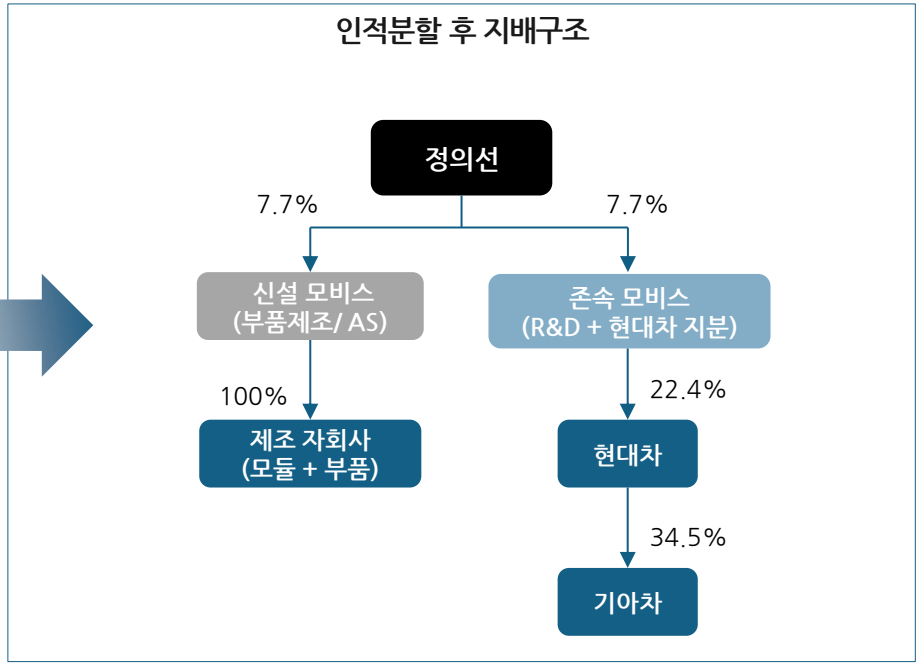
▪ 주주총회 부담 완화

– 현대 모비스 단독 주주총회로 의사 결정 가능

– 그룹 내 다른 계열사 주총 불필요



자료: DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터

순환출자 해소 시나리오 II – 존속 모비스의 신설 모비스 지분 매입

▪ 존속 모비스의 신설 모비스 지분 매입

– 정의선 회장, 기아차, 현대제철이 보유한 **신설 모비스** 지분을 **존속 모비스**가 매입

– 이후 **존속 모비스**는 **신설 모비스** 지분을 31.6% 보유

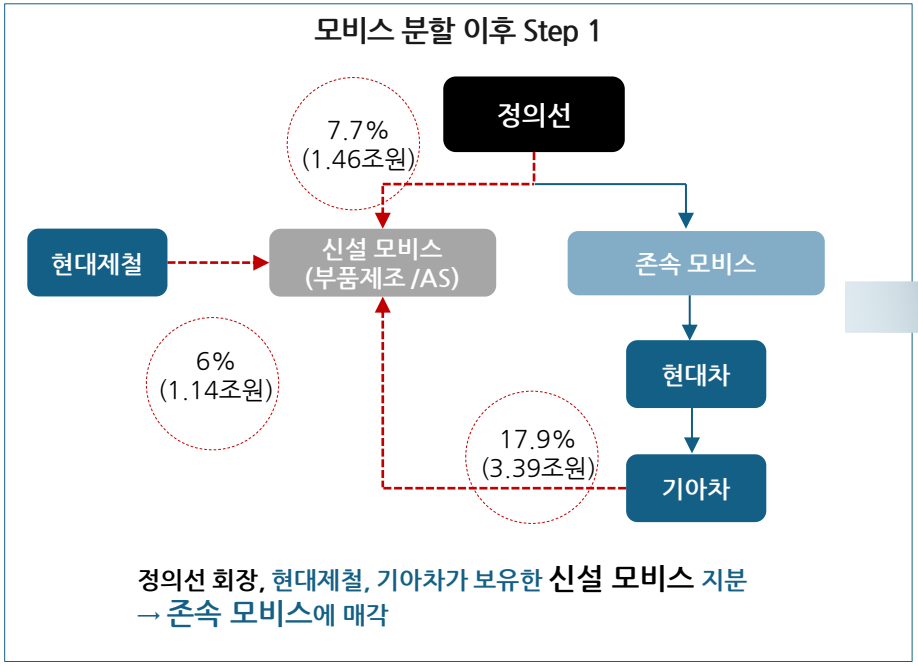
▪ 이 과정에서 존속 모비스가 부담해야 할 자금 규모는 약 6조원

– **존속 모비스**가 부담할 자금 규모는 약 6조원

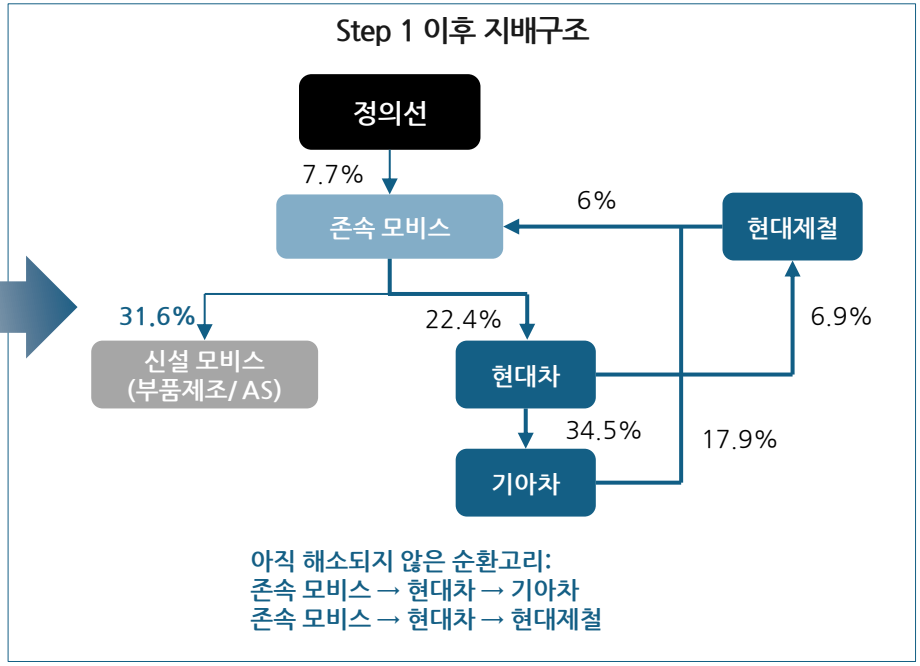
– 정의선 회장은 **존속 모비스**에 **신설 모비스** 지분을 매각하면서 1조원대 자금 확보

▪ 여전히 순환출자 고리는 해소되지 않아

– 마지막 단계는 순환출자 고리 해소를 위해 계열사들이 보유한 **존속 모비스** 지분을 정의선 회장이 매입 필요



자료: DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터

순환출자 해소 시나리오 II – 정의선 회장의 존속 모비스 지분 매입

▪ **현대제철, 기아차가 보유한 존속 모비스 지분을 정의선 회장이 매입**

– 순환출자 고리 해소를 위해 정의선 회장이 현대제철과 기아차가 보유한 **존속 모비스** 지분 매입

– 지분 매입에 필요한 자금 규모는 3조원 내외 (현재 주가 기준)

▪ **최종적으로 1) 그룹의 순환출자 해소, 2) 정의선 회장은 그룹 최상단의 존속 모비스 지분 31.6% 보유**

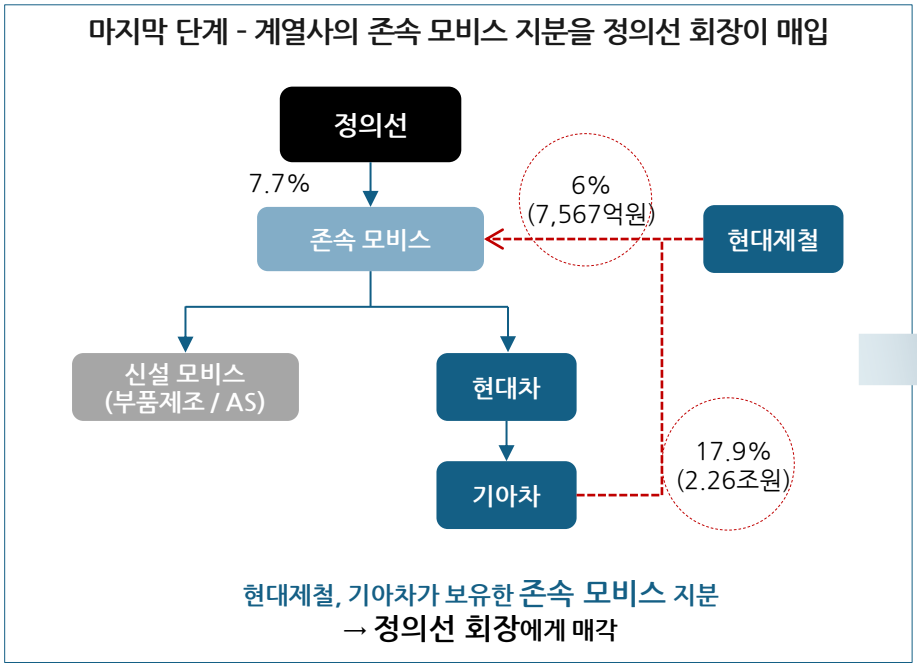
– 이 과정을 통해 그룹의 순환 출자 해소

– 정의선 회장은 그룹 최상단의 **존속 모비스** 지분 31.6% 보유

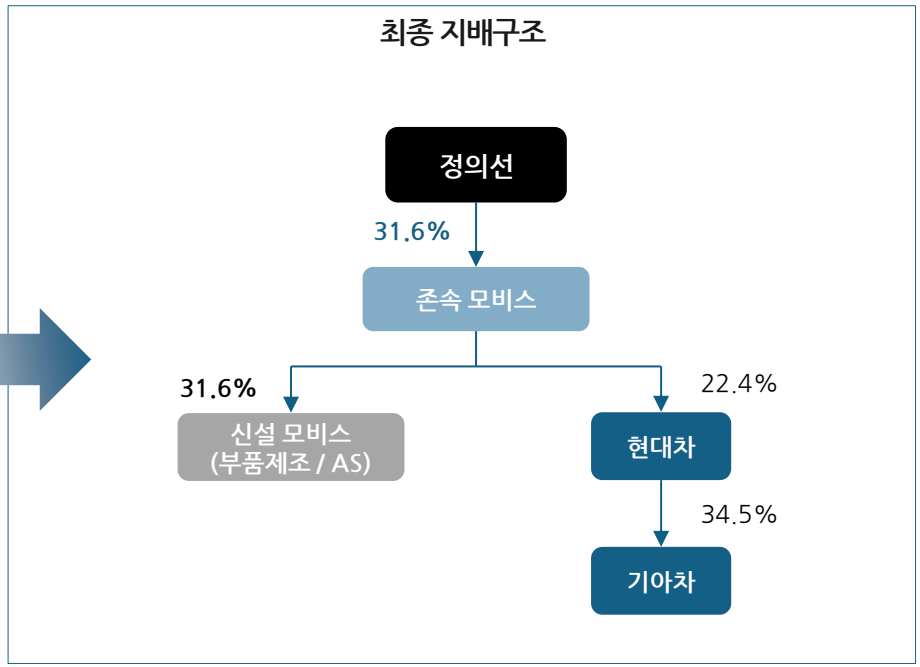
▪ **지주회사 체제는 채택하지 않을 전망**

– 그룹내 금융 계열사 (캐피탈, 카드, 커머셜)는 완성차 판매 경쟁력에 반드시 필요

– 지주회사 체제 채택할 경우 금융 계열사 보유 불가능



자료: DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터

정의선 회장의 계열사 지분 가치 및 향후 예상되는 상/증여세

- **정의선 회장이 보유한 상장 자회사 지분 가치는 5.7조원 내외**
  - 현대차. 기아차, 글로비스, 위아, 오토에버 지분 보유 중
  - 이들 지분 가치는 5조원대
- **정의선 회장의 비상장 자회사 지분 가치는 보스턴 다이내믹스 가치에 크게 연동**
  - 비상장 지분은 현대 엔지니어링과 보스턴 다이내믹스
- **글로비스와 오토에버 지분은 한 차례 매각하여 현금 보유**
  - 글로비스와 오토에버 지분 한 차례 매각했으며 모비스 분할 시 신설 모비스 지분 매각 가능
- **예상되는 상속/증여세 규모는 약 2.8조원(현재 주가 기준, 세율 60% 적용 시)**

정의선 회장 보유 계열사 지분 가치 및 매각 자금 합계

기업명	지분율 (%)	지분가치 (십억원)	비고
상장사		**5,663**	**종가 기준**
현대차	2.7	1,567	
기아	1.8	845	
글로비스	20	2,648	
위아	2	37	
오토에버	7.3	567	
비상장사		**32**	**장부가 기준**
현대엔지니어링	11.7	32	
보스턴다이내믹스	21.9	?	
매각자금		**1,755**	
신설 모비스	매각 시	1,457	
글로비스		201	
오토에버		97	
합계 (BD제외)		**7,450**	

자료: DS투자증권 리서치센터

정몽구 명예회장 보유 계열사 지분가치 및 상증여세 계산

기업명	지분율 (%)	지분가치 (십억원)	비고
현대차	5.6	3,251	
모비스	7.4	933	존속 모비스
현대제철	11.8	479	
현대엔지니어링	4.7	13	장부가 기준
총 지분가치		4,663	
상속 증여세 계산		**2,798**	**60% 기준**

자료: DS투자증권 리서치센터

정의선 회장의 배당 수입 규모 추정치

▪ 최근 10년간 자회사로부터 수취한 배당 규모는 세후 4,280억원으로 추정

정의선 회장 배당 수취 내역

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	합산
현대차	20	20	20	20	20	17	28	39	64	67	315
기아	8	8	6	6	8	7	21	25	40	46	174
현대모비스	-	-	-	-	-	1	1	1	1	2	7
현대글로비스	26	26	26	29	31	31	33	43	47	55	347
현대제철	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
현대위아	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	4
현대오토에버	-	-	-	3	1	2	1	2	3	4	16
세전 합계	**55**	**55**	**52**	**58**	**61**	**58**	**85**	**111**	**155**	**175**	**864**
세후 합계	**27**	**27**	**26**	**29**	**30**	**28**	**42**	**55**	**77**	**86**	**428**

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

정의선 회장의 보유 재원과 향후 필요 자금 비교

▪ **정의선 회장이 모비스 분할 시 매입해야 할 존속 모비스 지분 규모는 3조원 내외**

– 정의선 회장이 모비스 인적 분할 시 기아차와 제철로부터 매입해야 할 존속 모비스 지분 규모는 약 3조원 내외

▪ **정의선 회장이 부담해야 할 상/증여세 규모는 약 2.8조원으로 추정**

– 정의선 회장이 부담해야 할 상/증여세 규모는 약 2.8조원으로 추정

▪ **보유 재원은 6조원 내외로 추정, 필요 자금은 5.8조원 내외로 승계 추진에 충분한 여력**

– 현대 모비스 주가 상승시 정의선 회장이 매각할 신설 모비스 가치도 오르기 때문에 승계 추진에 문제 없어

– 정의선 회장이 보스턴 다이내믹스 지분 인수 당시 2,480억원 지급한 것 제외하면 보유 재원은 5~6조원(현재 주가 기준)

– 보스턴 다이내믹스 상장 가능성 높아 승계 추진에 문제 없는 상황

정의선 회장이 매입해야 할 모비스 존속회사 지분 규모

(십억원, %)	지분율	가치
기아차의 모비스 존속회사 보유 지분	17.9	2,258
현대제철의 모비스 존속회사 보유 지분	6	757
정의선 회장 필요 자금		**3,014**

자료: DS투자증권 리서치센터

정의선 회장 필요자금 및 보유자금 계산

(십억원)	필요자금		보유자금	
정의선 회장	**모비스 존속회사 지분 매입**	**3,014**	**상장주식 매각**	**4,247**
	From 기아차	2,258	**배당금**	428
	From 현대제철	757	**매각자금**	**1,755**
	상속/증여세	**2,798**	신설모비스	1,457
	현대차	1,950	글로비스	201
	모비스	560	현대 오토에버	97
	제철	287		
	필요 자금	**5,812**	**보유 재원**	**6,002**

자료: DS투자증권 리서치센터
주: 보유 자금은 모두 세후 기준

보스턴다이내믹스 상장 시 3~4조원의 추가 자금 조달 가능

▪ 상장 시 가치는 최대 16.4조원으로 정의선 회장은 3.7조원까지 확보

– Figure AI는 올해 시리즈 C의 Post Value로 395억 달러(55.3조원), 멀티플 141배 책정

– 작년 매출액 1,160억원에 멀티플 141배를 적용한 보스턴 다이내믹스의 가치는 16.4조원 산출

– 정의선 회장 지분율 22.8% 기준 3.7조원 확보 가능할 전망

▪ 참고로 보스턴다이내믹스의 현재 장부가액은 3.6조원 추정

– 2Q25말 현대 글로비스 장부가액 기준 보스턴다이내믹스 회사가치는 2.4조원

– 최근 1.1조원 규모 유상 증자 이후 장부가액은 3.6조원으로 추정

보스턴다이내믹스 지분구조

(%, 십억원)	지분율	지분가치
① 정의선 회장	**23**	**818**
② 소프트뱅크	9	305
③ 현대글로비스	12	412
④ HMG Global	57	2,056
현대차	28	1,018
기아	18	628
현대모비스	11	410
보스턴다이내믹스 장부가액	**100**	**3,590**

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터
주: 보스턴다이내믹스 지분가치는 현대글로비스 장부가액을 역산한 값

휴머노이드 Peer 밸류에이션 현황

(배, 십억원)	PSR	매출액	회사가치	평가기준
보스턴다이내믹스	30.9	116	3,590	장부가액
피규어AI	141.1	392	55,300	C (25.02)
유비테크	32.2	252	8,106	시가총액
유니트리로보틱스	11.8	195	2,296	C (25.07)
앱트로닉	6.0	420	2,534	A (25.02)

1,160억원 (24년 BD 매출액) * 141배 (Peer 최대 멀티플) = 16.3조원 (BD 최대 회사가치)

16.3조원 * 22.8% (ES 지분율) = 3.7조원 (ES 자금 확보)

16.3조원 * 10.9% (모비스 지분율) = 1.8조원 (모비스 자금 확보)

자료: Bamboo Works, Underdog.io, cbinsight, 언론 보도, DS투자증권 리서치센터
주: 최근 유니트리는 9.8조원 규모 IPO 추진 중으로 4Q25 중 IPO 신청서 제출 예정

결론: 계열사의 기업가치 리레이팅 = 승계 재원 레버리지

▪ 모든 계열사의 기업가치 상승이 곧 승계 자금

– 정의선 회장이 보유한 현대차, 기아차, 글로비스 등 주요 계열사 가치 상승해야 승계 재원 극대화

– 보유 지분 상승은 향후 상속 증여세 및 지배력 승계에 필요한 자금 확보로 직결

▪ 모비스의 가치 상승 → 궁극적으로 비싸게 팔고 싸게 사는 구조적 설계 필요

– 분할 전 현대 모비스의 시가 총액이 높아질수록 정의선 회장이 **신설(사업) 모비스** 지분을 고가에 매각할 수 있어 유리

– 분할 후 시간이 지나 홀딩 컴퍼니 형태의 **존속 모비스**의 주가가 구조적 약세 전환 가능 → 그 시점에 지분을 매입

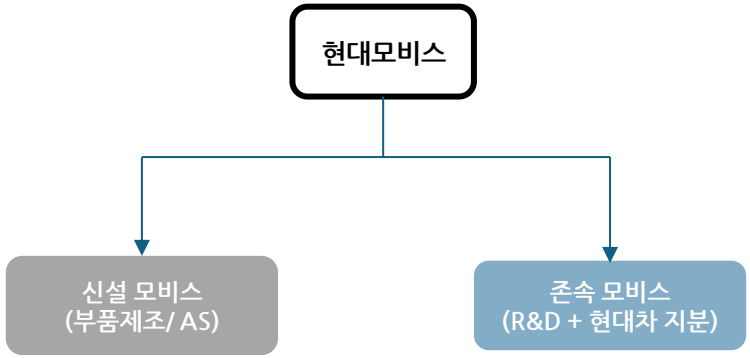
– 결국 분할 전 현대 모비스의 가치 상승이 승계 재원 확보의 출발점

결론1: 정의선 보유 계열사 가치 모두 상승 필요

정의선 회장이 보유한 모든 상장사의 가치가
상승해야 매각 시 유리

자료: DS투자증권 리서치센터

결론2: 분할 전 모비스 가치도 높아져야 정의선 회장에게 실질적 이익



1. 모비스 가치가 가장 높을 때
인적분할 진행 후 신설 모비스 지분 매각

2. 추후 존속법인 가치가 낮아졌을 때
정의선 회장이 제철, 기아의
존속 모비스 지분을 매입

자료: DS투자증권 리서치센터

토요타와 현대차의 지배구조 관점 비교

▪ 지배구조 투명성에 대한 이슈

– 토요타는 자동직기를 중심으로 한 다층적 상호 출자 고리가 얽혀 있고, 현대차는 3개의 순환출자 구조가 문제

– 일본 정부의 밸류업 기조 하에 '상호 출자 해소', '투명한 지배구조' 기조와 충돌

– 한국 공정위 역시 순환출자 해소에 대한 지속적인 권고

▪ 승계와 맞물린 지배력 재정립 필요성

– 토요타: 토요다 아키오 → 토요다 다이스케로 이어질 잠재 승계 구도

– 정몽구 → 정의선으로 실질 승계 진행 중

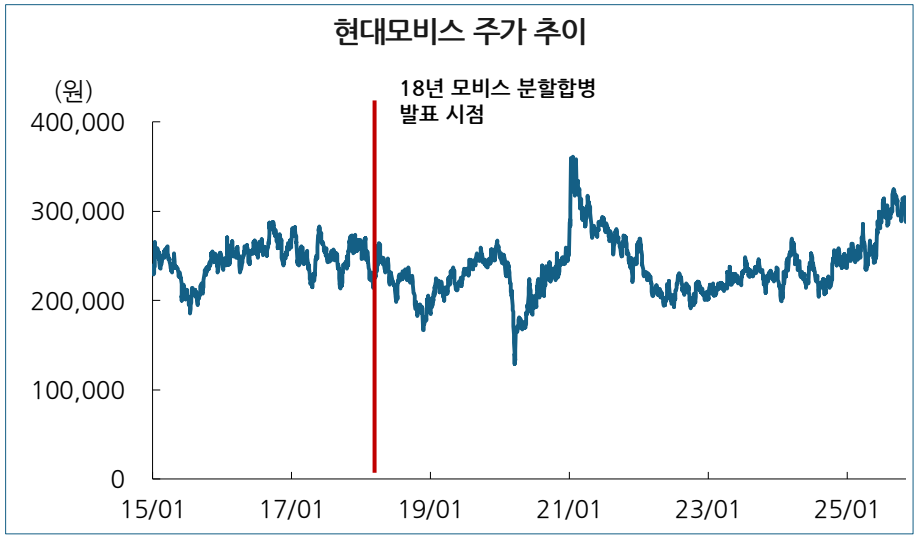
▪ 해결 방식

– 토요타는 부동산 그룹 밑에 홀딩컴퍼니 설립을 통해 자동직기 비상장사화

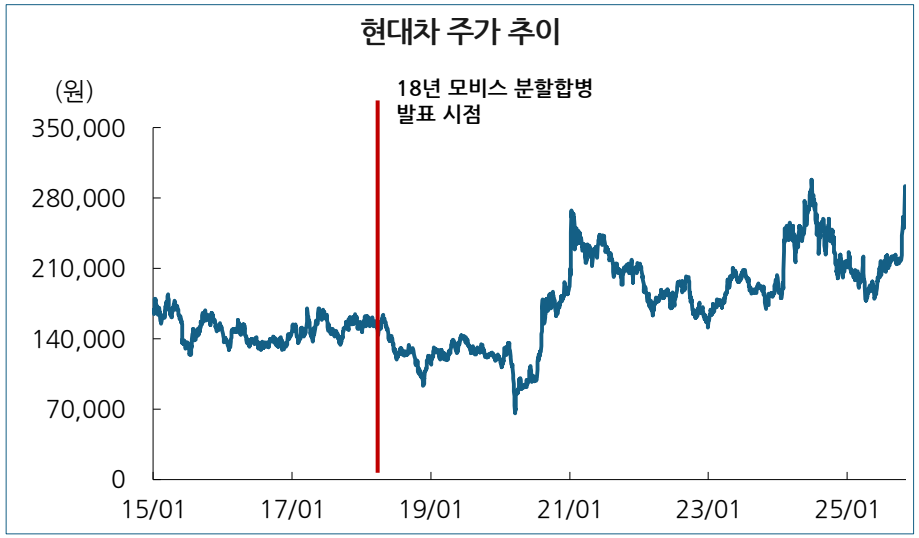
– 현대차는 모비스 분할을 통해 지배력 강화 및 자금 확보

– 두 그룹 모두 '순환출자 고리' 해소 → 핵심 회사 중심의 단일축 재편 → 일가의 지분 가치 극대화 및 승계 안정화

현대모비스, 현대차, 기아, 현대글로비스 주가 추이

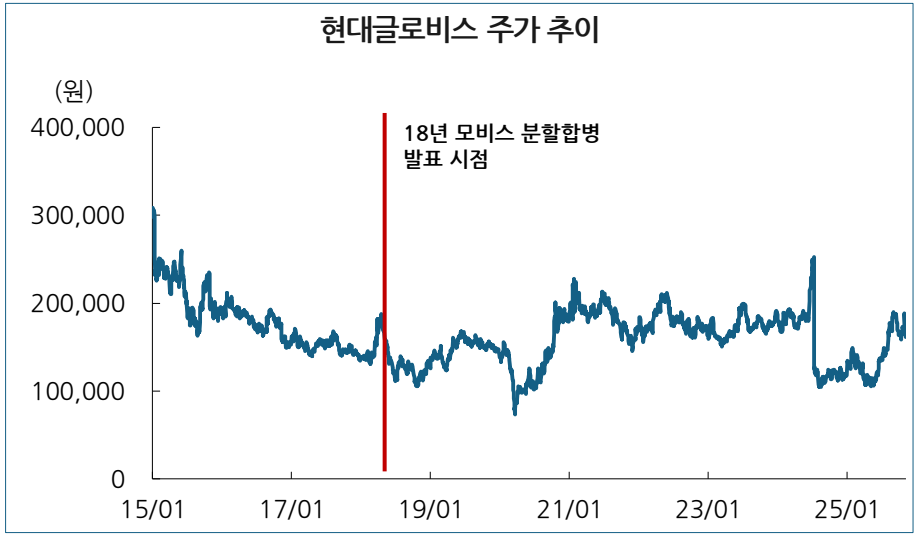


자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

DS INVESTMENT & SECURITIES

기업분석 Top-Pick

현대모비스 [012330]
현대차 [005380]
현대오토에버 [307950]

현대모비스 [012330] _리레이팅의 시작점

최태용 자동차·2차전지
02-709-2889
tyc@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(상향)	490,000원
현재주가(12/04)	347,500원
상승여력	41.0%

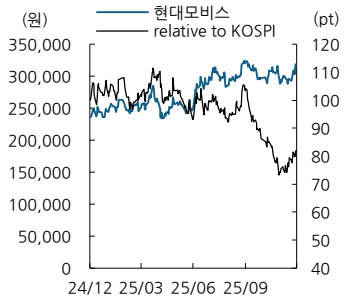
Stock Data

KOSPI	4,028.5pt
시가총액(보통주)	31,530십억원
발행주식수	90,733천주
액면가	5,000원
자본금	491십억원
60일 평균거래량	205천주
60일 평균거래대금	62,869백만원
외국인 지분율	45.7%
52주 최고가	351,000원
52주 최저가	232,000원
주요주주	
기아(외 8인)	32.7%
국민연금공단(외 1인)	8.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	17.4	19.7
3M	8.4	-17.4
6M	39.0	-6.4

주가차트



▪ 이미 2018년 개편 시도에서 확인된 지배구조의 정점

- 2018년 현대글로비스-현대모비스 신설법인 합병 시도에서 지배구조 정점은 현대모비스 존속법인으로 확인
- 법적으로 기존 순환출자 해소에 대한 강제성은 없지만 7.7%에 불과한 오너가의 현대모비스 지배력 강화 필요
- 오너가는 추가적인 지분 매입 자금을 돌파구가 지배구조 개편이 될 전망

▪ 주가 상승은 오너가의 매각 자금 레버리지 극대화로 연결

- 예상 시나리오 상 존속 모비스와 사업 모비스로 분할 후 오너가는 사업 모비스 지분을 존속 모비스에게 매각
- 오너가는 지분 매각 시 사업 모비스의 지분 가치가 커야 확보 자금이 극대화
- 사업 모비스의 지분 가치는 결국 분할 이전 주가 상승이 결정하는 만큼 단연코 최대 수혜주로 제시
- 만약 존속 모비스가 매입 자금이 부족할 경우 차입, 오너가 지분 투자, 보스턴다이내믹스 상장 자금 활용 가능할 전망

▪ 이미 실적 개선 구간에 진입하며 주가 상방에 주목할 시점

- 2025년 이전까지 실적 하방 리스크는 제조 사업부의 적자가 주요 원인이었으나 탈피
- 본격적인 실적 개선 구간에 진입하며 주가 상승에 대한 근거를 뒷받침하기 시작
- 사업 모멘텀적으로도 GM과의 협업, 로보틱스 밸류체인 편입에 대한 기대감 유효
- 보스턴다이내믹스가 Figure AI의 밸류에이션을 인정받을 경우 현대모비스의 지분가치는 1.9조원
- 지배구조 개편 및 로보틱스 사업 가시화에 따른 디스카운트 해소 반영해 투자의견 '매수', 목표주가 490,000원으로 상향

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	59,254	57,237	61,533	68,293	75,915
영업이익	2,295	3,073	3,342	3,721	4,253
영업이익률(%)	3.9	5.4	5.4	5.4	5.6
세전이익	4,445	5,264	5,255	5,430	6,578
지배주주지분순이익	3,423	4,056	3,979	4,192	5,087
EPS(원)	36,545	45,058	44,803	47,198	57,278
증감률(%)	38.6	23.3	-0.6	5.3	21.4
ROE(%)	8.7	9.4	8.5	8.6	9.6
PER (배)	6.5	5.2	7.8	7.4	6.1
PBR (배)	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	6.1	5.1	6.7	5.9	5.0

자료: 현대모비스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

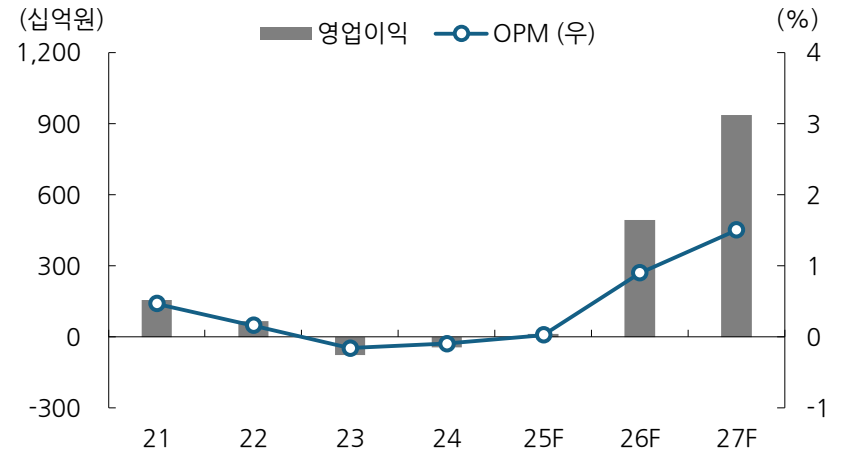
현대모비스 [012330] _리레이팅의 시작점

현대모비스 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	**14,752**	**15,936**	**15,032**	**15,813**	**16,429**	**18,154**	**16,741**	**16,968**	**57,237**	**61,533**	**68,293**
YoY	*6.4*	*8.7*	*7.4*	*7.5*	*11.4*	*13.9*	*11.4*	*7.3*	*(3.4)*	*7.5*	*11.0*
모듈 및 핵심부품	11,474	12,607	11,675	12,460	13,109	14,737	13,291	13,494	45,152	48,215	54,632
전동화	1,190	1,600	1,310	1,793	2,110	2,970	2,312	2,121	6,694	5,893	9,514
부품제조	3,485	3,603	3,517	3,750	3,684	3,949	3,828	4,234	12,825	14,355	15,694
모듈조립	6,799	7,403	6,849	6,917	7,315	7,818	7,151	7,139	25,633	27,968	29,424
A/S	3,278	3,330	3,357	3,353	3,320	3,417	3,450	3,474	12,085	13,318	13,661
영업이익	**777**	**870**	**780**	**915**	**740**	**807**	**1,054**	**1,120**	**3,073**	**3,342**	**3,721**
OPM	*5.3*	*5.5*	*5.2*	*5.8*	*4.5*	*4.4*	*6.3*	*6.6*	*5.4*	*5.4*	*5.4*
모듈 및 핵심부품	(0.9)	0.3	(0.3)	0.9	(0.4)	0.2	1.6	2.2	(0.1)	0.0	0.9
A/S	26.7	24.9	24.3	24.1	23.8	22.6	24.5	23.6	25.8	25.0	23.6
지배주주 순이익	**1,031**	**932**	**929**	**1,087**	**889**	**950**	**1,043**	**1,312**	**4,056**	**3,980**	**4,194**
NPM	*7.0*	*5.9*	*6.2*	*6.9*	*5.4*	*5.2*	*6.2*	*7.7*	*7.1*	*6.5*	*6.1*

자료: 현대모비스, DS투자증권 리서치센터 추정

제조(모듈 및 핵심부품) 사업부 영업이익 추이 및 전망



자료: 현대모비스, DS투자증권 리서치센터

현대모비스 목표주가 테이블

항목	단위	값	비고
26F 지배순이익	(십억원)	4,193	
Peer avg. P/E	(배)	10.3	부품사 Peer 그룹 26F 평균 P/E 적용
시가총액	**(십억원)**	**43,187**	
BD 예상 기업가치	(십억원)	16,300	Figure AI PSR에 24년 BD 매출액 적용
지분율	(%)	11.4	현대모비스 BD 지분율
(+) 지분가치	**(십억원)**	1,858	
목표 시가총액	**(십억원)**	**45,045**	
Target P/E	(배)	10.7	
주식수	(천주)	91,795	
목표주가	**(원)**	**490,000**	
현재주가	(원)	347,500	
상승여력	(%)	41.0	

자료: DS투자증권 리서치센터

현대모비스 [012330] _리레이팅의 시작점

재무상태표 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	25,565	28,424	29,345	31,830	35,433
현금 및 현금성자산	5,079	4,788	4,866	6,075	7,228
매출채권 및 기타채권	10,152	10,396	11,260	12,083	13,454
재고자산	5,512	6,763	6,680	7,168	7,981
기타	4,822	6,477	6,540	6,505	6,769
비유동자산	33,021	38,173	38,960	41,287	43,872
관계기업투자등	19,896	23,435	24,516	25,512	26,548
유형자산	10,481	12,003	11,803	12,981	14,384
무형자산	1,034	1,167	1,204	1,299	1,386
자산총계	58,586	66,597	68,305	73,117	79,305
유동부채	12,053	12,745	13,235	14,035	15,306
매입채무 및 기타채무	8,430	8,903	9,600	10,301	11,470
단기금융부채	1,665	1,217	1,222	1,222	1,222
기타유동부채	1,957	2,625	2,414	2,512	2,614
비유동부채	5,878	7,733	7,965	8,186	8,416
장기금융부채	1,085	2,337	2,268	2,268	2,268
기타비유동부채	4,792	5,396	5,697	5,918	6,148
부채총계	17,931	20,479	21,200	22,220	23,721
지배주주지분	40,634	46,081	47,066	50,858	55,545
자본금	491	491	491	491	491
자본잉여금	1,363	1,367	1,367	1,367	1,367
이익잉여금	39,640	42,911	45,968	49,760	54,447
비지배주주지분(연결)	21	37	39	39	39
자본총계	40,655	46,118	47,105	50,897	55,584

손익계산서 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	59,254	57,237	61,533	68,293	75,915
매출원가	52,492	49,174	52,910	59,042	65,329
매출총이익	6,762	8,063	8,624	9,251	10,586
판매비 및 관리비	4,467	4,989	5,281	5,530	6,333
영업이익	2,295	3,073	3,342	3,721	4,253
(EBITDA)	3,221	4,058	4,476	4,906	5,560
금융손익	228	436	279	120	708
이자비용	150	129	164	147	132
관계기업등 투자손익	1,845	1,788	1,640	1,464	1,598
기타영업외손익	77	-33	-7	126	19
세전계속사업이익	4,445	5,264	5,255	5,430	6,578
계속사업법인세비용	1,022	1,204	1,271	1,234	1,487
계속사업이익	3,423	4,060	3,984	4,196	5,091
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,423	4,060	3,984	4,196	5,091
지배주주	3,423	4,056	3,979	4,192	5,087
총포괄이익	3,711	4,060	3,984	4,196	5,091
매출총이익률(%)	11.4	14.1	14.0	13.5	13.9
영업이익률(%)	3.9	5.4	5.4	5.4	5.6
EBITDA마진률(%)	5.4	7.1	7.3	7.2	7.3
당기순이익률(%)	5.8	7.1	6.5	6.1	6.7
ROA(%)	6.0	6.5	5.9	5.9	6.7
ROE(%)	8.7	9.4	8.5	8.6	9.6
ROIC(%)	9.4	11.9	11.9	13.1	13.7

현금흐름표 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	5,343	4,253	2,149	2,552	2,646
당기순이익(손실)	3,423	4,060	3,984	4,196	5,091
비현금수익비용가감	205	515	-1,436	-1,167	-1,267
유형자산감가상각비	852	903	1,042	1,089	1,202
무형자산상각비	74	82	92	97	105
기타현금수익비용	-721	-5,272	-6,013	-5,316	-5,770
영업활동 자산부채변동	1,748	-712	-398	-477	-1,178
매출채권 감소(증가)	105	335	-1,011	-822	-1,371
재고자산 감소(증가)	-172	-1,057	-19	-488	-813
매입채무 증가(감소)	-185	-254	817	701	1,169
기타자산, 부채변동	2,000	264	-185	133	-162
투자활동 현금	-2,541	-4,589	-1,661	-943	-1,093
유형자산처분(취득)	-1,764	-2,088	-1,034	-1,179	-1,402
무형자산 감소(증가)	-111	-157	-114	-192	-192
투자자산 감소(증가)	-655	-2,615	-645	485	562
기타투자활동	-12	271	131	-58	-61
재무활동 현금	-1,889	-255	-411	-400	-400
차입금의 증가(감소)	-1,232	314	-6	0	0
자본의 증가(감소)	-670	-570	-405	-400	-400
배당금의 지급	367	407	405	400	400
기타재무활동	12	1	0	0	0
현금의 증가	991	-291	77	1,209	1,154
기초현금	4,088	5,079	4,788	4,866	6,075
기말현금	5,079	4,788	4,866	6,075	7,228
NOPLAT	1,768	2,370	2,534	2,875	3,292
FCF	2,835	-726	488	1,609	1,553

주요투자지표 (원, 배)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
투자지표(x)					
P/E	6.5	5.2	7.8	7.4	6.1
P/B	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
P/S	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.1	5.1	6.7	5.9	5.0
P/CF	6.1	4.8	12.5	10.5	8.3
배당수익률(%)	1.9	1.9	1.3	1.3	1.3
성장성(%)					
매출액	14.2	-3.4	7.5	11.0	11.2
영업이익	13.3	33.9	8.7	11.3	14.3
세전이익	32.2	18.4	-0.2	3.3	21.1
당기순이익	37.6	18.6	-1.9	5.3	21.3
EPS	38.6	23.3	-0.6	5.3	21.4
안정성(%)					
부채비율	44.1	44.4	45.0	43.7	42.7
유동비율	212.1	223.0	221.7	226.8	231.5
순차입금/자기자본(x)	-5.9	-2.7	-2.9	-5.1	-6.7
영업이익/금융비용(x)	15.3	23.8	20.4	25.3	32.3
총차입금(십억원)	2,751	3,554	3,490	3,490	3,490
순차입금(십억원)	-2,394	-1,236	-1,378	-2,587	-3,741
주당지표(원)					
EPS	36,545	45,058	44,803	47,198	57,278
BPS	433,855	495,499	512,704	554,011	605,070
SPS	632,660	615,458	670,303	743,939	826,972
CFPS	38,739	49,198	27,752	32,991	41,657
DPS	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500

자료: 현대모비스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

현대차 [005380] _지배구조 개편은 SW 디레이팅 해소의 초석

최태용 자동차·2차전지
02-709-2889
tyc@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(상향)	430,000원
현재주가(12/04)	283,500원
상승여력	51.7%

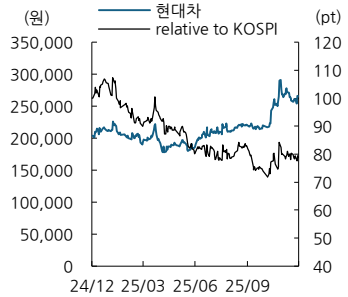
Stock Data

KOSPI	4,028.5pt
시가총액(보통주)	58,049십억원
발행주식수	204,758천주
액면가	5,000원
자본금	1,489십억원
60일 평균거래량	835천주
60일 평균거래대금	210,744백만원
외국인 지분율	35.5%
52주 최고가	298,000원
52주 최저가	175,800원
주요주주	
현대모비스(외 12인)	30.7%
국민연금공단(외 1인)	7.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	2.7	5.0
3M	28.0	2.1
6M	52.4	7.0

주가차트



▪ 현대차의 밸류에이션 디레이팅의 핵심 원인은 SW역량

- 글로벌 완성차 중 가장 빠르게 시장 저변을 확대하고 있음에도 밸류에이션은 역사적 하단에 위치
- 밸류에이션 디레이팅의 가장 큰 원인은 자율주행으로 대표되는 AI SW 역량의 부재
- 그룹 내 AI SW 개발 역량이 현대모비스, 현대오토에버, 포티투닷, 보스턴 다이내믹스 등으로 분산된 점이 구조적 원인

▪ 지배구조 개편은 그룹사의 SW 역량을 집중시켜 디레이팅 해소로 연결

- AI SW 계열사간 시너지가 기대되나 단일 법인으로 통합 시 순환출자로 인한 일감 몰아주기 우려 발생
- 순환출자 해소 시 기술의 구심점 역할을 현대모비스 존속 법인이 담당하며 AI SW 역량 통합화까지 기대 가능
- 실질적 지주사로서의 기술 통합은 내부 사업 재배치로 간주돼 인정됨과 동시에 그룹 내 SW 플랫폼 회사로서 리레이팅 가능
- 그 성과는 엔비디아 GPU 공급 계약(25'), SDV 페이스카(26'), 휴머노이드 양산(28') 등으로 가시화될 전망

▪ 1H26 시장 저변 확대와 SW 기반 사업적 모멘텀에 주목할 시점

- 신차 효과가 집중되며 1H26 미국 하이브리드 점유율과 유럽 전기차 점유율 확대 부각 예상
- CES 2026, 밸류체인 가시화, 소프트뱅크의 BD 지분 풋옵션 기한 재도래 등으로 로보틱스가 계속 주목받을 전망
- 상반기 주주환원 모멘텀으로 주가 하방 견고한 가운데 GM협업, 로보틱스 등 사업적 모멘텀을 통한 멀티플 확장이 주가 견인
- 로보틱스 훈풍으로 보스턴다이내믹스 기업가치가 Figure AI만큼 인정받을 시 현대차의 지분가치는 4.6조원 예상
- 지배구조 개편 및 로보틱스 사업 가시화에 따라 디스카운트 해소 기대하며 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 430,000원으로 상향

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	162,664	175,231	186,074	192,851	204,072
영업이익	15,127	14,240	12,451	13,184	14,499
영업이익률(%)	9.3	8.1	6.7	6.8	7.1
세전이익	17,619	17,781	15,108	15,320	16,556
지배주주지분순이익	11,962	12,527	10,512	11,130	12,213
EPS(원)	53,344	58,785	50,025	53,161	58,656
증감률(%)	64.1	10.2	-14.9	6.3	10.3
ROE(%)	13.7	12.4	9.5	9.6	9.8
PER (배)	3.8	3.6	5.7	5.3	4.8
PBR (배)	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	7.4	9.9	11.3	10.4	9.6

자료: 현대차, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

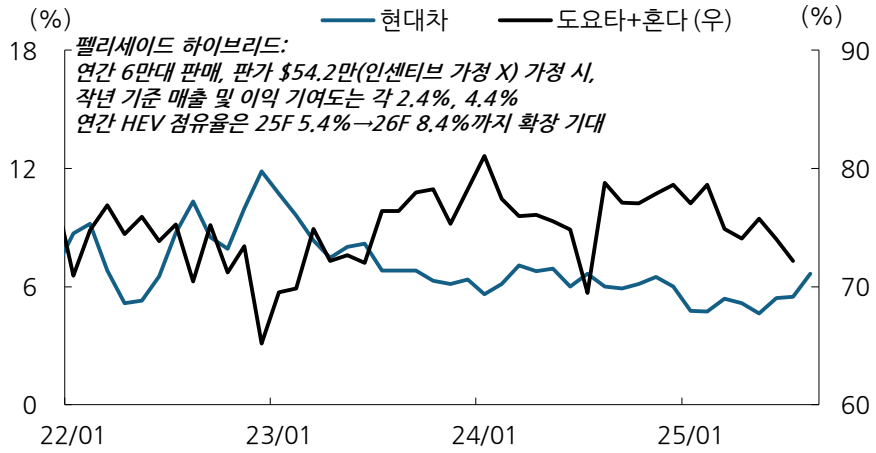
현대차 [005380] _지배구조 개편은 SW 디레이팅 해소의 초석

현대차 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
원/달러 환율	1,453	1,402	1,386	1,370	1,360	1,350	1,340	1,330	1,363	1,403	1,345
도매판매 (중국 제외)	972	1,035	1,012	973	990	1,047	1,026	1,041	4,012	3,991	4,104
매출액	**44,408**	**48,287**	**46,721**	**46,659**	**45,663**	**49,056**	**46,849**	**51,283**	**175,231**	**186,075**	**192,851**
YoY, %	*9.2*	*7.3*	*8.8*	*0.1*	*2.8*	*1.6*	*0.3*	*9.9*	*7.7*	*6.2*	*3.6*
자동차	34,718	37,030	36,715	34,102	35,823	37,908	36,818	36,885	136,725	142,565	147,433
금융	7,398	8,269	7,189	9,651	7,347	8,202	7,343	11,123	28,446	32,507	34,016
기타	2,292	2,988	2,817	2,906	2,493	2,947	2,687	3,275	10,061	11,003	11,402
영업이익	**3,634**	**3,602**	**2,537**	**2,679**	**3,125**	**3,928**	**2,992**	**3,139**	**14,240**	**12,451**	**13,184**
OPM, %	*8.2*	*7.5*	*5.4*	*5.7*	*6.8*	*8.0*	*6.4*	*6.1*	*8.1*	*6.7*	*6.8*
자동차	2,859	2,692	1,711	1,981	2,336	3,031	2,169	2,347	11,412	9,243	9,883
금융	571	653	576	432	567	644	585	492	1,795	2,232	2,287
기타	204	257	250	266	222	253	238	300	1,033	977	1,014
지배주주 순이익	**3,157**	**2,998**	**2,261**	**1,988**	**2,725**	**3,258**	**2,172**	**2,644**	**12,527**	**10,405**	**10,799**
NPM, %	7.1	6.2	4.8	4.3	6.0	6.6	4.6	5.2	7.1	5.6	5.6

자료: 현대차, DS투자증권 리서치센터 추정

미국 HEV 시장 점유율



자료: AML, SNER, 현대차, DS투자증권 리서치센터

현대차 목표주가 테이블

항목	단위	값	비고
26F 지배순이익	(십억원)	10,797	
Peer avg. P/E	(배)	7.8	완성차 Peer 그룹 26F 평균 P/E 적용
시가총액	**(십억원)**	**83,859**	
BD 예상 기업가치	(십억원)	16,300	Figure AI PSR에 24년 BD 매출액 적용
지분율	(%)	28.4	현대차 BD 지분율
(+) 지분가치	**(십억원)**	**4,629**	
목표 시가총액	**(십억원)**	**88,488**	
Target P/E	(배)	8.2	
주식수	(천주)	204,758	
목표주가	**(원)**	**430,000**	
현재주가	(원)	283,000	
상승여력	(%)	51.7	

자료: DS투자증권 리서치센터

현대차 [005380] _지배구조 개편은 SW 디레이팅 해소의 초석

재무상태표 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	58,604	64,336	68,618	74,016	81,658
현금 및 현금성자산	19,167	19,015	24,575	26,376	31,124
매출채권 및 기타채권	8,782	10,320	10,621	11,674	12,477
재고자산	17,400	19,791	20,293	22,304	23,839
기타	13,255	15,209	13,129	13,662	14,217
비유동자산	116,172	147,622	156,169	167,340	177,065
관계기업투자등	32,458	40,227	42,089	43,798	45,577
유형자산	38,921	44,534	46,456	52,243	56,226
무형자산	6,219	7,683	9,595	10,915	12,427
자산총계	282,463	339,798	352,460	374,214	396,975
유동부채	73,362	79,510	82,996	88,737	93,943
매입채무 및 기타채무	26,945	30,057	29,677	32,618	34,863
단기금융부채	34,426	36,641	40,762	43,052	45,482
기타유동부채	11,991	12,811	12,557	13,067	13,598
비유동부채	107,292	140,013	146,894	154,678	162,925
장기금융부채	91,614	121,487	127,756	134,787	142,250
기타비유동부채	15,678	18,525	19,138	19,892	20,676
부채총계	180,654	219,522	229,890	243,415	256,868
지배주주지분	92,497	109,103	111,311	119,538	128,847
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,378	7,656	7,649	7,649	7,649
이익잉여금	88,666	96,596	103,651	111,878	121,187
비지배주주지분(연결)	9,312	11,173	11,260	11,260	11,260
자본총계	101,809	120,276	122,571	130,798	140,107

현금흐름표 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-2,519	-5,662	-28,707	12,520	14,418
당기순이익(손실)	12,272	13,230	11,473	11,879	13,008
비현금수익비용가감	21,192	23,950	-39,760	478	1,206
유형자산감가상각비	3,284	3,398	3,962	4,554	4,888
무형자산상각비	1,663	889	1,852	2,865	3,408
기타현금수익비용	16,246	13,411	-52,328	-11,542	-11,471
영업활동 자산부채변동	-30,365	-35,160	-419	163	203
매출채권 감소(증가)	-99	-590	-664	-1,053	-804
재고자산 감소(증가)	-3,250	-1,159	-1,118	-2,011	-1,535
매입채무 증가(감소)	984	834	-1,179	2,941	2,245
기타자산, 부채변동	-27,999	-34,244	2,542	285	297
투자활동 현금	-8,649	-14,623	-13,103	-17,137	-16,658
유형자산처분(취득)	-6,926	-7,890	-6,696	-10,340	-8,871
무형자산 감소(증가)	-1,778	-2,180	-3,536	-4,185	-4,920
투자자산 감소(증가)	938	-2,955	-22	-256	-416
기타투자활동	-882	-1,599	-2,849	-2,356	-2,452
재무활동 현금	9,393	19,493	47,370	6,419	6,988
차입금의 증가(감소)	11,281	19,041	49,923	9,321	9,893
자본의 증가(감소)	-2,499	-3,231	-2,553	-2,902	-2,905
배당금의 지급	2,499	2,999	2,968	2,902	2,905
기타재무활동	611	3,683	0	0	0
현금의 증가	-1,698	-152	5,560	1,802	4,748
기초현금	20,865	19,167	19,015	24,575	26,376
기말현금	19,167	19,015	24,575	26,376	31,124
NOPLAT	11,155	10,850	9,455	10,223	11,392
FCF	-5,550	-12,603	-41,810	-4,617	-2,241

손익계산서 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	162,664	175,231	186,074	192,851	204,072
매출원가	129,179	139,482	151,179	156,637	168,997
매출총이익	33,484	35,749	34,895	36,214	35,075
판매비 및 관리비	18,357	21,510	22,444	23,030	20,576
영업이익	15,127	14,240	12,451	13,184	14,499
(EBITDA)	20,073	18,527	18,265	20,603	22,794
금융손익	669	912	67	367	480
이자비용	558	451	595	649	688
관계기업등 투자손익	2,471	3,114	2,455	1,735	1,684
기타영업외손익	-648	-485	135	34	-107
세전계속사업이익	17,619	17,781	15,108	15,320	16,556
계속사업법인세비용	4,627	4,232	3,635	3,441	3,548
계속사업이익	12,992	13,549	11,473	11,879	13,008
중단사업이익	-720	-319	0	0	0
당기순이익	12,272	13,230	11,473	11,879	13,008
지배주주	11,962	12,527	10,512	11,130	12,213
총포괄이익	13,054	13,230	11,473	11,879	13,008
매출총이익률(%)	20.6	20.4	18.8	18.8	17.2
영업이익률(%)	9.3	8.1	6.7	6.8	7.1
EBITDA마진률(%)	12.3	10.6	9.8	10.7	11.2
당기순이익률(%)	7.5	7.5	6.2	6.2	6.4
ROA(%)	4.4	4.0	3.0	3.1	3.2
ROE(%)	13.7	12.4	9.5	9.6	9.8
ROIC(%)	18.6	15.1	11.0	10.9	11.3

주요투자지표 (원, 배)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
투자지표(x)					
P/E	3.8	3.6	5.7	5.3	4.8
P/B	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6
P/S	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.4	9.9	11.3	10.4	9.6
P/CF	1.7	1.5	n/a	6.1	5.3
배당수익률(%)	5.6	5.4	4.0	4.0	4.0
성장성(%)					
매출액	14.4	7.7	6.2	3.6	5.8
영업이익	54.0	-5.9	-12.6	5.9	10.0
세전이익	57.6	0.9	-15.0	1.4	8.1
당기순이익	53.7	7.8	-13.3	3.5	9.5
EPS	64.1	10.2	-14.9	6.3	10.3
안정성(%)					
부채비율	177.4	182.5	187.6	186.1	183.3
유동비율	79.9	80.9	82.7	83.4	86.9
순차입금/자기자본(x)	97.5	108.2	111.2	109.7	105.9
영업이익/금융비용(x)	27.1	31.5	20.9	20.3	21.1
총차입금(십억원)	126,039	158,128	168,517	177,838	187,731
순차입금(십억원)	99,214	130,181	136,340	143,551	148,375
주당지표(원)					
EPS	53,344	58,785	50,025	53,161	58,656
BPS	337,373	401,961	419,423	450,426	485,501
SPS	593,295	645,590	701,136	726,670	768,951
CFPS	122,058	136,978	-106,587	46,560	53,559
DPS	11,400	11,410	11,420	11,430	11,440

자료: 현대차, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

현대오토에버 [307950] _지배구조 개편과 함께하는 로보틱스

최태용 자동차·2차전지
02-709-2889
tyc@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(상향)	320,000원
현재주가(12/04)	283,000원
상승여력	13.1%

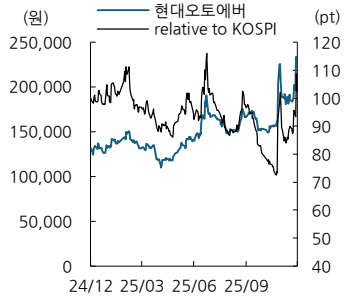
Stock Data

KOSPI	4,028.5pt
시가총액(보통주)	7,761십억원
발행주식수	27,424천주
액면가	500원
자본금	14십억원
60일 평균거래량	162천주
60일 평균거래대금	33,059백만원
외국인 지분율	3.9%
52주 최고가	289,000원
52주 최저가	107,000원
주요주주	
현대자동차(외 4인)	75.3%
국민연금공단(외 1인)	8.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-1.6	-0.1
3M	18.8	12.2
6M	-37.0	-24.5

주가차트



▪ 지배구조 개편과 로보틱스 사업은 맥락을 같이 할 수 밖에 없다

- 지배구조 개편의 사업적 시너지는 분산된 AI SW 역량을 통합화해 리레이팅의 기회를 제공한다는 점
- 그룹의 로보틱스와 자율주행 모두 End to End 기반 AI SW 역량이 상품성과 직결
- 현대오토에버도 로보틱스 사업에서의 역할 부여로 밸류에이션 확장 기대

▪ 로보틱스 사업에서의 역할 부여는 모두에게 Win-Win 전략

- 언급되는 역할은 1) 로보틱스 SI/유통, 2) 로보틱스 부품AS, 3) GPUaaS가 대표적
- 상대적으로 완만한 성장 기울기를 보여주는 Enterprise IT에 신사업을 더해 성장성 제고 가능
- 특히 페이스카 출시(26')와 로보틱스 양산화(28')로드맵 감안 시 멀지 않은 시점에 역할 확인 가능할 전망
- 오너가에게도 현대오토에버 지분(7.3%) 가치 상승으로 연결돼 지배구조 개편 자금 마련에 기여
- 주요 계열사(현대차, 기아, 현대모비스)도 현대오토에버의 주주로서 동반 수혜 예상

▪ 시그널은 계속해서 포착되는 중, 가시화를 기대해봐도 좋다는 판단

- 2026년 Enterprise IT가 견인하는 안정적인 실적 성장 속 신사업 가시화가 멀티플 확장 견인
- 그룹 내 CSP(Cloud Service Provider)로서의 역할 확대는 이번 엔비디아 GPU 공급을 통해 더욱 확실해 졌다는 판단
- 사업 가시화 시 향후 EPS와 멀티플의 동시 상향을 기대, 투자의견 '매수', 목표주가 320,000원으로 상향

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,065	3,714	4,077	4,545	4,590
영업이익	181	224	244	285	324
영업이익률(%)	5.9	6.0	6.0	6.3	7.1
세전이익	182	227	254	293	317
지배주주지분순이익	138	171	185	218	239
EPS(원)	5,023	6,228	6,757	7,961	8,717
증감률(%)	20.9	24.0	8.5	17.8	9.5
ROE(%)	9.0	10.4	10.5	11.4	11.3
PER (배)	42.1	20.2	41.9	35.5	32.5
PBR (배)	3.7	2.0	4.2	3.9	3.5
EV/EBITDA (배)	17.0	7.9	17.0	15.2	14.0

자료: 현대오토에버, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

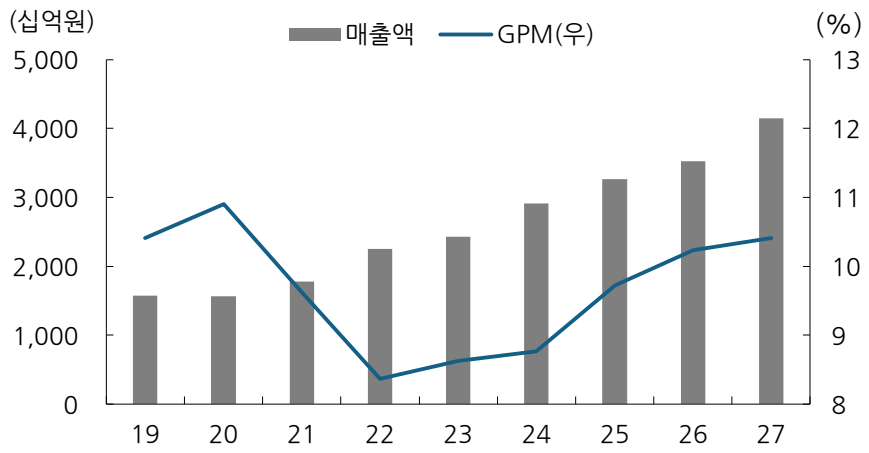
현대오토에버 [307950] _지배구조 개편과 함께하는 로보틱스

현대오토에버 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	**833**	**1,042**	**1,054**	**1,188**	**992**	**1,059**	**1,124**	**1,384**	**3,714**	**4,118**	**4,558**
YoY	*13.9*	*13.5*	*16.5*	*2.5*	*19.1*	*1.6*	*6.6*	*16.5*	*21.2*	*10.9*	*10.7*
SI	300	388	421	397	418	461	505	509	1,279	1,505	1,894
ITO	341	424	435	560	329	313	374	615	1,630	1,760	1,630
차량용 SW	192	230	198	232	245	284	245	260	804	852	1,035
매출총이익	**70**	**123**	**116**	**127**	**80**	**111**	**135**	**159**	**395**	**435**	**485**
GPM	*8.4*	*11.8*	*11.0*	*10.7*	*8.1*	*10.5*	*12.0*	*11.5*	*10.6*	*10.6*	*10.6*
SI	*5.1*	*10.2*	*12.7*	*11.5*	*5.6*	*10.7*	*13.2*	*12.0*	*7.4*	*10.2*	*10.6*
ITO	*8.1*	*9.1*	*9.5*	*10.0*	*8.6*	*9.6*	*10.0*	*10.5*	*9.9*	*9.3*	*9.8*
차량용 SW	*14.1*	*19.3*	*10.9*	*10.9*	*11.7*	*11.2*	*12.7*	*12.7*	*17.3*	*13.9*	*12.1*
영업이익	**27**	**81**	**71**	**76**	**35**	**69**	**87**	**104**	**224**	**255**	**294**
OPM	*3.2*	*7.8*	*6.7*	*6.4*	*3.5*	*6.5*	*7.7*	*7.5*	*6.0*	*6.2*	*6.4*
지배순이익	**20**	**58**	**52**	**63**	**30**	**52**	**68**	**76**	**171**	**192**	**226**
NPM	*2.4*	*5.6*	*4.9*	*5.3*	*3.1*	*4.9*	*6.1*	*5.5*	*4.6*	*4.7*	*5.0*

자료: 현대오토에버, DS투자증권 리서치센터 추정

Enterprise IT 수익성 추이 및 전망



자료: 현대오토에버, DS투자증권 리서치센터

현대오토에버 목표주가 테이블

항목	단위	값	비고
26F 지배순이익	(십억원)	226	
주식수	(천주)	27,424	
26F EPS	(원)	8,232	
Peer avg. P/E	(배)	31.3	로봇 SI 업체 Peer 그룹 26F 평균 P/E 적용
조정	(%)	25	Captive 우위 등을 감안해 25% 할증
Target P/E	(배)	39.2	
목표주가	**(원)**	**320,000**	
현재주가	(원)	283,000	
상승여력	(%)	13.1	

자료: DS투자증권 리서치센터 / 주: Peer는 ABB, FAUNAC, YASKAWA, ROCKWELL 적용

현대오토에버 [307950] _지배구조 개편과 함께하는 로보틱스

재무상태표 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,834	2,215	2,728	3,107	3,367
현금 및 현금성자산	483	382	386	547	758
매출채권 및 기타채권	868	1,156	1,606	1,795	1,813
재고자산	5	3	5	6	6
기타	478	674	730	760	791
비유동자산	1,009	1,134	1,134	1,134	1,104
관계기업투자등	41	49	50	52	54
유형자산	113	184	189	186	118
무형자산	546	544	543	530	552
자산총계	2,843	3,350	3,861	4,241	4,472
유동부채	923	1,242	1,623	1,799	1,822
매입채무 및 기타채무	746	999	1,318	1,473	1,488
단기금융부채	41	107	109	122	122
기타유동부채	135	137	196	204	212
비유동부채	328	377	381	406	414
장기금융부채	157	123	123	140	140
기타비유동부채	171	254	258	266	274
부채총계	1,251	1,619	2,005	2,205	2,236
지배주주지분	1,580	1,705	1,831	2,010	2,210
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	773	773	773	773	773
이익잉여금	789	901	1,041	1,220	1,420
비지배주주지분(연결)	12	25	25	25	25
자본총계	1,592	1,731	1,856	2,036	2,235

손익계산서 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,065	3,714	4,077	4,545	4,590
매출원가	2,726	3,319	3,648	4,067	4,082
매출총이익	339	395	429	477	508
판매비 및 관리비	158	170	185	192	184
영업이익	181	224	244	285	324
(EBITDA)	306	366	423	463	485
금융손익	22	14	23	14	-2
이자비용	6	11	11	12	47
관계기업등 투자손익	-5	-4	-4	-4	-4
기타영업외손익	-17	-8	-9	-2	-2
세전계속사업이익	182	227	254	293	317
계속사업법인세비용	41	51	64	68	72
계속사업이익	140	175	190	224	245
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	140	175	190	224	245
지배주주	138	171	185	218	239
총포괄이익	145	175	190	224	245
매출총이익률(%)	11.1	10.6	10.5	10.5	11.1
영업이익률(%)	5.9	6.0	6.0	6.3	7.1
EBITDA마진률(%)	10.0	9.9	10.4	10.2	10.6
당기순이익률(%)	4.6	4.7	4.7	4.9	5.3
ROA(%)	5.0	5.5	5.1	5.4	5.5
ROE(%)	9.0	10.4	10.5	11.4	11.3
ROIC(%)	15.2	16.7	15.7	17.7	20.3

현금흐름표 (십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	209	256	271	371	404
당기순이익(손실)	140	299	190	224	245
비현금수익비용가감	184	229	143	185	167
유형자산감가상각비	72	85	124	125	106
무형자산상각비	53	57	55	53	55
기타현금수익비용	59	62	-18	15	15
영업활동 자산부채변동	-93	-121	-62	-39	-8
매출채권 감소(증가)	-49	-266	-445	-189	-18
재고자산 감소(증가)	3	1	-1	-1	0
매입채무 증가(감소)	28	175	356	155	15
기타자산, 부채변동	-75	-32	28	-4	-4
투자활동 현금	-180	-275	-220	-201	-154
유형자산처분(취득)	-25	-85	-143	-122	-38
무형자산 감소(증가)	-37	-58	-57	-40	-76
투자자산 감소(증가)	-114	-119	-27	-24	-25
기타투자활동	-5	-13	5	-14	-15
재무활동 현금	-110	-90	-47	-10	-39
차입금의 증가(감소)	-76	-57	-7	30	0
자본의 증가(감소)	-33	-39	-39	-39	-39
배당금의 지급	33	39	39	39	39
기타재무활동	0	6	0	0	0
현금의 증가	-77	-100	4	160	212
기초현금	560	483	382	386	547
기말현금	483	382	386	547	758
NOPLAT	140	173	183	218	251
FCF	51	132	50	170	251

주요투자지표 (원, 배)

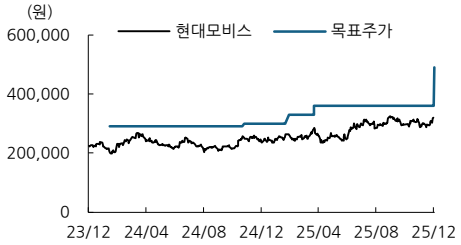
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
투자지표(x)					
P/E	42.1	20.2	41.9	35.5	32.5
P/B	3.7	2.0	4.2	3.9	3.5
P/S	1.9	0.9	1.9	1.7	1.7
EV/EBITDA	17.0	7.9	17.0	15.2	14.0
P/CF	17.9	6.6	23.3	19.0	18.8
배당수익률(%)	0.7	1.1	0.5	0.5	0.5
성장성(%)					
매출액	11.3	21.2	9.8	11.5	1.0
영업이익	27.4	23.7	8.8	16.7	13.9
세전이익	17.4	24.7	12.0	15.3	8.3
당기순이익	20.8	24.9	8.6	17.9	9.2
EPS	20.9	24.0	8.5	17.8	9.5
안정성(%)					
부채비율	78.5	93.6	108.0	108.3	100.0
유동비율	198.7	178.3	168.0	172.7	184.8
순차입금/자기자본(x)	-36.7	-32.6	-31.6	-36.1	-43.2
영업이익/금융비용(x)	29.9	20.1	22.4	24.5	6.9
총차입금(십억원)	199	229	232	262	262
순차입금(십억원)	-585	-565	-587	-735	-965
주당지표(원)					
EPS	5,023	6,228	6,757	7,961	8,717
BPS	57,611	62,187	66,775	73,306	80,593
SPS	111,764	135,415	148,680	165,713	167,370
CFPS	11,836	19,251	12,151	14,925	15,023
DPS	1,430	1,430	1,430	1,430	1,430

자료: 현대오토에버, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

투자의견 및 목표주가 변동추이

현대모비스 (012330) 투자의견 및 목표주가 변동추이

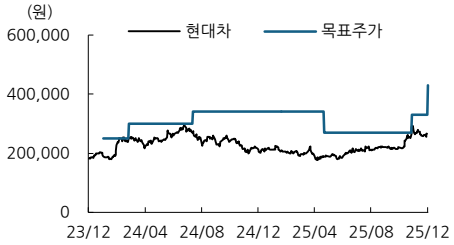
제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-01-17	매수	290,000	-20.5	-7.2
2024-01-29	매수	290,000	-20.0	-7.2
2024-04-15	매수	290,000	-21.7	-11.6
2024-04-29	매수	290,000	-22.0	-11.6
2024-07-16	매수	290,000	-23.2	-11.6
2024-10-14	매수	290,000	-16.6	-11.6
2024-10-28	매수	300,000	-17.4	-12.2
2025-01-13	매수	300,000	-15.7	-12.2
2025-01-31	매수	330,000	-22.5	-14.7
2025-03-26	매수	360,000	-20.3	-9.9
2025-04-28	매수	360,000	-18.8	-9.9
2025-07-07	매수	360,000	-15.9	-9.9
2025-08-28	매수	360,000	-15.2	-9.9
2025-09-24	매수	360,000	-16.4	-11.3
2025-11-03	매수	360,000	-17.0	-11.3
2025-11-04	매수	360,000	-17.0	-11.3
2025-12-05	매수	490,000		



투자의견 및 목표주가 변동추이

현대차 (005380) 투자의견 및 목표주가 변동추이

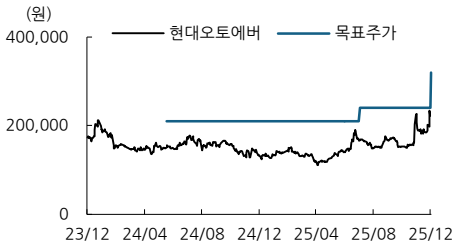
제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-01-04	매수	250,000	-15.1	1.0
2024-01-17	매수	250,000	-11.9	1.0
2024-01-26	매수	250,000	-7.2	1.0
2024-02-29	매수	300,000	-14.9	-0.7
2024-03-05	매수	300,000	-14.8	-0.7
2024-03-27	매수	300,000	-14.1	-0.7
2024-04-02	매수	300,000	-13.7	-0.7
2024-04-15	매수	300,000	-12.4	-0.7
2024-04-26	매수	300,000	-11.2	-0.7
2024-06-04	매수	300,000	-7.6	-0.7
2024-07-02	매수	300,000	-8.1	-5.7
2024-07-16	매수	340,000	-35.4	-19.3
2024-07-26	매수	340,000	-35.9	-23.8
2024-10-14	매수	340,000	-38.8	-26.9
2024-10-25	매수	340,000	-39.5	-33.4
2025-01-13	매수	340,000	-41.3	-34.7
2025-01-24	매수	340,000	-41.9	-34.7
2025-02-11	매수	340,000	-42.1	-34.7
2025-04-25	매수	270,000	-21.5	-1.9
2025-07-07	매수	270,000	-18.0	-1.9
2025-09-09	매수	270,000	-14.8	-1.9
2025-09-24	매수	270,000	-12.8	-1.9
2025-10-31	매수	330,000	-18.8	-11.7
2025-11-04	매수	330,000	-19.4	-15.6
2025-12-05	매수	430,000		



투자의견 및 목표주가 변동추이

현대오토에버(307950) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-21	매수	210,000	-31.1	-9.3
2024-11-26	담당자변경			
2024-11-26	매수	210,000	-34.7	-9.3
2025-01-13	매수	210,000	-34.2	-9.3
2025-04-29	매수	210,000	-29.4	-9.3
2025-07-07	매수	240,000	-29.8	-2.7
2025-07-29	매수	240,000	-29.5	-2.7
2025-09-24	매수	240,000	-26.4	-2.7
2025-12-05	매수	320,000		



Compliance Notice

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.09.30

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.