자동차

김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
현대차	매수 (M)	600,000 (M)
기아	매수 (M)	190,000 (M)
현대모비스	매수 (M)	560,000 (M)

지배구조 개편: 핵심은 재원, 해법은 BD

계산이 복잡한 이유: 상속·증여와 지배구조 개편 과제의 공존

현대차그룹의 지배구조 개편에 대한 예측의 복잡성은 상속·증여와 지배구조 개편이라는 **별개의 이슈가 재원 소모라는 공통점**으로 엮어져 있어 발생. 상속·증여 완료된 이후 지배구조 개편을 예상하며, 두 가지 이벤트 이전에 보스턴 다이내믹스 (BD)의 IPO가 선행.

BD에서 시작: 소프트뱅크의 BD 지분 매각, 이후 IPO

올해 6월 21일 이후 30일간 소프트뱅크의 BD 지분 풋옵션 청구권 행사기간 도래하며 (만료후 30일간 현대차그룹의 콜옵션 존재) 사실상 BD의 기업공개 이전 마지막 지분 확대 수순이 남은 상황. 이를 중요하게 보는 근거는 정의선 회장의 사재 투자금액이 소프트뱅크 풋옵션 행사 이후 9천억-1.5조 수준으로 확대될 수 있기 때문.

BD IPO에서 구주매출 혹은 post-IPO를 통한 재원 확보

Exit IPO로 인식되지 않기 위해 정의선 회장의 BD 지분 매각 규모는 Post-IPO 기준 3-5% 수준 (투자금액 회수 수준)에 불과할 것이라 예상. 유동주식비율 확보 과정에서 신주발행과 구주매출의 균형이 필요하므로 현대글로비스의 구주매출 참여를 예상. 글로비스는 SPC를 통한 우회지분이 아닌 직접지분을 보유했으며, 정의선 회장 지분율 20%.

재원이 확보되면 상속·증여를 해결, 그리고 눈치게임 시작

BD IPO를 통한 자금회수 이후, 상속·증여세 일부 납부하며 연부연납-배당수취를 활용할 것이라 예상. 이후 지배구조 개편 기대감 반영될 수 있으나, **유의할 점은 지배구조 개편은 의무사항이 아니라는 것.** 기민한 투자자의 지배구조 개편 기대감 반영으로 현대차 대비 모비스의 주가가 높을 경우 해당 이벤트는 무기한 연기될 수 있음.

또다른 옵션에 대한 소거법 접근의 근거

1) 그룹내 기업 분할 혹은 합병을 통한 지배구조 개편: 2018년 발표 이후 철회된 현대모비스 인적분할 및 합병 시도 사례가 존재. 2) BD 상장시 정의선 회장의 구주매출 규모 확대 이후 지배구조 개편으로 직행: 대주주의 Exit IPO로 인식되며 BD 투자심리 악화되며 그룹의 로보틱스 사업 전체에 타격. 3) 지분매각 없는 지속적인 모비스 지분 매입: 모비스에 사실상 반영구적 주가 프리미엄 부여하며 지분매입비용 상승.

다가오는 이벤트: 기아 CID, 1분기 실적, BD 풋옵션 행사

완성차 판매 본업에 대한 리레이팅의 가능성이 제한적인 상황에서, 향후 주목해야 할 이벤트는 1) 4월 9일 기아의 CEO Investor Day, 2) 이후 1분기 실적발표, 3) 6월 도래할 소프트뱅크의 BD 풋옵션 행사기간.

IPO-상속·증여-지배구조 개편 순서, 기한은 무제한

3Q26F, 현대차그룹과 정의선 회장의 BD 지분 100% 달성

보스턴 다이내믹스 (BD)는 3Q26F 내에 소프트뱅크의 풋옵션 행사 (혹은 현대차그룹의 콜옵션 행사)를 통해 현대차그룹 지분율 100%를 달성할 것이다. 이후 IPO 절차에 바로 돌입할 것이라 예상하는데, 이는 정의선 회장의 FY21-26F 누적 BD 투자금액이 당사 추정 8,800억-1.45조 수준으로 늘어나 향후 상속·증여세 납부를 위한 사재 투자금 회수 부담이 가중될 것이기 때문이다.

BD IPO는 FY27F, 구주매출은 정의선 회장의 지분 소량과 현대글로비스 참여 예상

그룹 오너를 위한 Exit IPO로 인식되지 않기 위해, 정의선 회장의 BD 지분 매각 규모는 누적 투자금액 수준을 초과하지 않는 BD 지분의 일부 (Post-IPO 기준 3-5%)에 불과할 것이라 예상한다. IPO를 진행하며 유동주식비율 확보할 때 신주발행과 구주매출의 비중에도 어느정도 균형이 필요하다는 전제 하에, 정의선 회장 외에 현대글로비스의 구주매출 참여 가능성이 가장 높다.

FY27-28F, 투자금 회수를 통한 재원 확보, 연부연납 제도 활용한 상속·증여 해결

정의선 회장의 BD 누적투자금액 회수 이후, 정몽구 명예회장의 주요기업 지분 (현대차 5.57%, 모비스 7.47%) 승계 진행, 세율 60%를 적용한 5조 원 규모의 상속·증여세는 앞선 투자금액 회수분으로 일부 납부 후 연부연납과 배당수취를 활용해 중장기적으로 분할하여 해결될 것이다. 다만 이와 동시에, 지배구조 개편에 대한 기대감이 반영되며 현대모비스 주가가 상승할 수 있다.

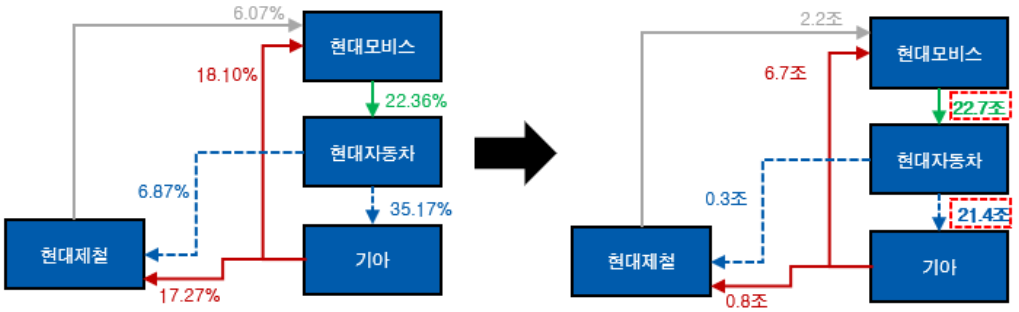
FY28F 이후, 기민한 투자자와 여유로운 오너의 눈치게임

상속·증여와 달리 지배구조 개편은 의무사항이 아니기 때문에, 모비스-현대차의 교환비가 정의선 회장 입장에서 불리한 시기 (모비스 주가가 상대적으로 높은 시기)에 지배구조 개편이 일어나기는 힘들 것이라 예상한다. 현대제철과 기아가 보유한 모비스 지분 23.9%를 매입하기 위해서 정의선 회장은 1) 현대차 지분의 점진적 유동화 (블록딜, TRS 등), 2) 중장기 BD 지분 추가매각, 3) 배당수취금의 누적 등의 옵션이 존재하나, 이러한 이벤트에 주식시장이 기민하게 반응하며 모비스의 주가 변동성을 확대할 수 있다.

어차피 종착지는 모비스-현대차-기아

현대차-기아-현대모비스 (모비스)-현대차로 이어지는 그룹내 순환출자의 가장 큰 고리는 모비스-현대차-기아 순서로 정리되어야 한다. 모비스-현대차-기아의 연결고리는 현대차와 기아의 시가총액 규모를 감안했을 때 끊어낼 수 없다. 기업 분할과 같은 우회 방법이 존재할 수는 있겠으나, 2018년 발표 이후 철회된 현대모비스 인적분할 및 합병 시도 사례로 보아, 향후 지배구조 개편에 있어 기업분할을 재시도할 가능성은 완전히 배제한다.

모비스-현대차-기아의 연결고리는 가장 두꺼워서 해제할 수 없음



자료: 유안타증권 리서치센터, DART

두 개의 문제: 상속·증여와 지배구조 개편

현대차그룹의 지배구조 개편에 대한 예측의 복잡성은 상속·증여와 지배구조 개편이라는 별개의 이슈가 **재원 소모라는 공통점으로 엮어져** 있어 발생한다. 정몽구 명예회장의 현대차 (5.57%), 모비스 (7.47%) 지분은 아직 상속·증여되지 않은 상황이며, 정의선 회장의 주요 지분은 현대차 (2.73%), 기아 (1.81%), 모비스 (0.33%)로 상당히 낮다 (현대글로비스 지분은 20% 보유).

따라서, 지배구조 개편과 상속·증여 중 어떤 이벤트가 먼저 발생할지에 대해 생각하는 것이 시나리오의 첫 번째 갈림길이다. 다만, 어떠한 경우에도 **보스턴 다이내믹스 (BD)의 지분이 재원으로 활용**될 것이라 예상한다.

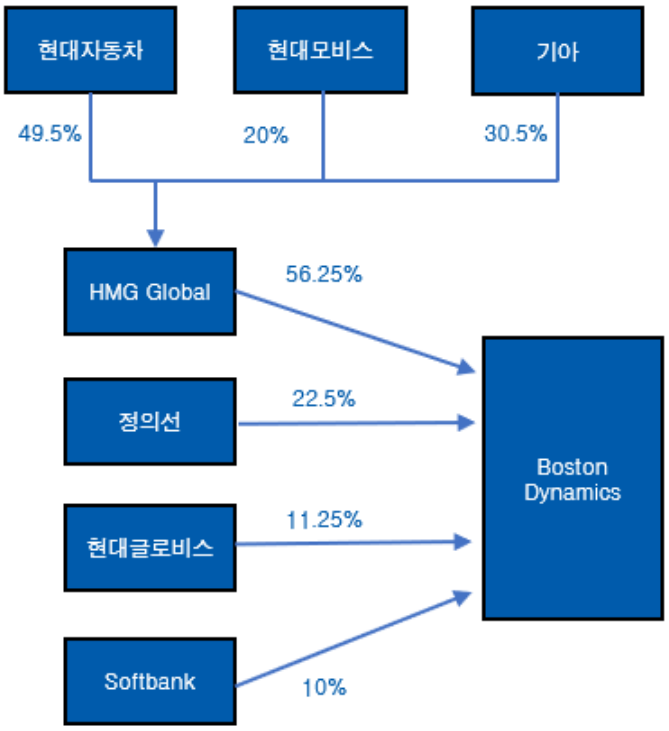
주식담보대출과 그룹내 상대적 비핵심자산 (현대글로비스, 현대오토에버) 매각 가능성에 대해서도 보수적 입장을 취하며, 오너에게 필요한 것은 결국 **"희생 없는 큰 현금" 이지, 지분이 있는 회사의 주가 부풀리기가 아니라고 판단**한다.

쟁점은 재원 마련, 해결 방안은 BD의 IPO

정의선 회장의 현금 사재가 9조 원 이상이라면 모든 문제는 해결되겠으나 (현대제철과 기아의 모비스 지분 매입 이후 상속·증여 별도 진행), 이 가능성은 다소 희박하다. 현재 지분율 기준 정의선 회장의 FY16-25 10년간의 배당소득은 8,600억 원이며, FY25 기준 BD에 누적 투입한 사재는 7,080억 원이다.

상속·증여가 완료되지 않은 시점에서 향후 배당소득을 통한 재원 마련은 요원하고, 그렇기에 BD의 IPO가 재원 마련 수단이 될 수 있다. 글로비스를 제외한 주요기업 지분율이 상당히 낮은 정의선 회장 입장에서는 (그룹사 지분 주담대, 매각 제외) 상당한 현금을 마련할 수 있는 유일한 기회이다.

BD 지배구조



자료: 유안타증권 리서치센터, DART

BD 의 기업공개 시점은 FY27F

3Q26F, 현대차그룹과 정의선 회장의 BD 지분은 100%를 달성할 것

올해 6월 21일자로 소프트뱅크의 풋백옵션 행사가능일이 도래하고, 1개월 이내에 옵션이 행사되며 정의선 회장과 현대차그룹의 BD 지분은 100%가 될 것이다. 해당 시점으로부터 9개월-1년 정도의 IPO 타임라인을 설정한다면 2Q27-3Q27F가 BD의 기업공개 일정이 된다. 특히, 현대글로비스의 FY25 사업보고서에는 3Q25기준 공시되지 않은 보통주 매수청구권 (콜옵션) 이 추가되었으므로, 3Q26F 기간내 소프트뱅크의 BD 지분은 0%가 될 것이다.

FY25 사업보고서에 추가된 BD 지분에 대한 콜옵션

	보통주 매도청구권	보통주 매수청구권
청구권 대상회사	Boston Dynamics, Inc. 기존주주	**당사**
발행일	2021-06-21	**2025-08-06**
대상주식	Boston Dynamics, Inc. 기존주주의 보통주	**Boston Dynamics, Inc. 기존주주의 보통주**
행사가능일	거래종결일로부터 5년이 경과한 시점부터 30일 내	**Boston Dynamics, Inc. 기존주주의 풋옵션 행사가능기간 만료 후 30일 내**

자료: 유안타증권 리서치센터, 현대글로비스 DART

소프트뱅크의 풋옵션 행사가는 알 수 없으나, 2021년 매각 당시 2,840억 원 가치의 지분 20%를 남겨둔 이후, 매년 유상증자를 통해 BD의 가치는 상승했다. 유상증자를 통한 **출자 금액 대비 지분 상승률을 단순 역산**할 경우, BD의 적정가치를 아래와 같이 유추할 수 있다.

연간 BD 지분구조 변화와 (정의선 회장 포함) 그룹사의 누적투자금액

(십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025
현대글로비스	10.0%	10.3%	10.6%	11.0%	11.3%
HMG Global	50.0%	51.7%	52.8%	54.8%	56.3%
정의선 회장	20.0%	20.7%	21.1%	21.9%	22.5%
소프트뱅크	20.0%	17.4%	15.5%	12.4%	10.0%
그룹 누적투자	1,136	1,376	1,579	2,118	2,831

자료: 유안타증권 리서치센터, DART

BD 주주별 연간 누적투자금액과 BD 의 적정가치

(십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025
현대글로비스	142	172	197	265	354
HMG Global	710	860	987	1,324	1,769
정의선 회장	284	344	395	529	708
소프트뱅크	284	284	284	284	284
적정가치	**1,420**	**9,103**	**11,037**	**17,257**	**29,709**

자료: 유안타증권 리서치센터, DART

소프트뱅크의 입장에서 판단하면, 2021년 매각 당시 남겨둔 2,840억 원의 지분이 FY25 기준 3조 원 수준으로 상승했다. 풋옵션 행사가격은 **IRR을 적용한 하단과 최근일자 유상증자의 밸류에이션을 적용한 상단 사이**에서 정해질 것이라 예상한다.

이러한 풋옵션의 행사가격은 고스란히 현대차그룹의 추가 투자로 직결된다. 소프트뱅크의 Growth-bet 투자 성향을 고려시 기본 IRR이 높을 것이며, "상장이 되지 않을 경우" 행사 가능한 풋옵션이기에 추가적인 IRR 프리미엄을 부여했을 것이다. 이에 따른 소프트뱅크의 매각시 대금과 현대차그룹 각 사의 추가 지출은 아래와 같다.

소프트뱅크의 풋옵션 행사 조건에 따른 매각대금과 타주주의 매입대금

(십억 원)	IRR 20%	IRR 30%	IRR 40%	IRR 50%	최근 증자 밸류	3Q26F 지분
소프트뱅크 매각대금	707	1,054	1,527	2,157	2,971	**0.0%**
현대글로비스 매입대금	88	132	191	270	371	**12.5%**
HMG Global 매입대금	442	659	955	1,348	1,857	**62.5%**
정의선 회장 매입대금	177	264	382	539	743	**25.0%**

자료: 유안타증권 리서치센터

만약 소프트뱅크의 풋옵션 행사가격이 최근 유상증자 가치 (최상단)에 가깝다면, 현대차그룹과 정의선 회장은 과거 5년간의 누적투자금액보다 큰 금액을 지출해야 한다. 지배구조 개편과 상속·증여세 납부를 염두에 둔다면 **정의선 회장의 추가 사재 지출이 예상되는 소프트뱅크 풋옵션 행사는 해당 투자금 회수에 대한 부담을 가중시킨다.**

따라서, 3Q26F 기간내 소프트뱅크의 Exit이 완료된 이후 BD의 기업공개 절차는 빠르게 착수될 것이며, 1년 이내의 기간이 소요될 것이라 예상한다.

BD의 IPO, 그럼 누가 얼마나 나갈까?

IPO 관련 지분 매각에는 딜레마가 발생한다. 재원 마련을 위해 투자금을 일정 부분 회수는 하겠지만, 그룹 총수의 지분 대량 매각은 투자심리에 매우 큰 악영향을 미친다. 따라서, 정의선 회장의 3Q26F 기준 BD 지분 25% 중에서 일정 부분이 구주매출 혹은 post-IPO를 통해 매각될 것이며, 그 규모는 누적 투자금액을 상환하는 수준 (=시장 충격을 최소화할 수 있는 합리적인 규모) 라고 예상한다.

소프트뱅크의 풋옵션 행사가격 기준에 따른 누적투자금액 변화, 그리고 BD 밸류에 따른 구주매출

(십억 원)	IRR 20%	IRR 30%	IRR 40%	IRR 50%	최근 증자
정의선 회장 3Q26F 매입대금	177	264	382	539	743
정의선 회장 누적투자	884	971	1,090	1,247	1,450
투자금액 회수에 필요한 매각 지분율					
Post-IPO value 30조	**2.9%**	**3.2%**	**3.6%**	**4.2%**	**4.8%**
Post-IPO value 40조	2.2%	2.4%	2.7%	**3.1%**	**3.6%**
Post-IPO value 50조	1.8%	1.9%	2.2%	2.5%	2.9%

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 지분율은 신주발행 이후 희석지분율 기준

정의선 회장의 (IPO 투자심리를 해치지 않는 선에서 납득할 수 있는) 합리적인 매각 지분율을 3-5% 정도라고 가정할 때, 현대차그룹의 추가적인 BD 지분 매각이 가능해진다. 일정 수준의 유동주식비율을 확보할 때 신규 (IPO 신주발행) 투자자의 비중이 높을 경우 Pre-IPO 투자자의 오버행 리스크가 부각될 수 있기 때문에 유동주식 확보 과정에서 일정 비중의 구주매출이 필요하다.

결국, 1) 소프트뱅크 풋옵션 행사가격에 의해 정의선 회장의 (납득 가능한 수준의) 구주매출 규모가 정해지고, 2) BD의 기업공개 과정에서 Post-IPO 시가총액, 유동주식비율, 신주발행비중에 따라 기존주주의 구주매출 대금규모를 구할 수 있다. **정의선 회장의 구주매출을 제외한 나머지는 HMG Global 혹은 현대글로비스가 참여**할 수 있다.

구주매출의 비중에 대해서는 30-50% 범위를 상정한다. 이보다 낮을 경우 Pre-IPO 투자자의 보유지분에 대한 오버행 리스크가 부각될 수 있고, 이보다 높을 경우에는 BD의 기업공개가 전형적인 Exit IPO로 보일 수 있다. BD의 Post-IPO 밸류 (30-50조), 유동주식비율 (20-30%), 구주매출 비중 (30-50%)의 변화에 따른 정의선 회장과 현대차그룹의 구주대금 규모의 시나리오는 다음과 같다.

Post-IPO 밸류, 유동주식비율, 신주발행비율에 따른 구주매출 대금 규모 (단위: 십억 원)

Post-IPO 밸류	유동주식비율	신주발행	구주매출	신주대금	구주대금
30,000	30%	50%	50%	4,500	**4,500**
30,000	25%	60%	40%	4,500	**3,000**
30,000	20%	70%	30%	4,200	**1,800**
40,000	30%	50%	50%	6,000	**6,000**
40,000	25%	60%	40%	6,000	**4,000**
40,000	20%	70%	30%	5,600	**2,400**
50,000	30%	50%	50%	7,500	**7,500**
50,000	25%	60%	40%	7,500	**5,000**
50,000	20%	70%	30%	7,000	**3,000**

자료: 유안타증권 리서치센터

소프트뱅크의 풋옵션이 최상단에 행사되어 정의선 회장의 누적투자금액이 1.5조 수준에 도달해도, 대부분의 시나리오에서 현대차그룹의 추가적인 구주매출 여력이 존재한다. 그리고 당사는 현대차, 기아, 모비스 (=HMG Global)보다 현대글로비스의 구주매출 참여 가능성이 높다고 판단한다. 현대글로비스는 1) 그룹내 3사와 달리 제조인력이 필요하지 않으며 (= 휴머노이드 사용처 제한적) 2) 정의선 회장의 지분이 20%로 매우 높고 3) SPC를 통한 우회지분이 아닌 직접지분을 보유하고 있다.

BD 의 IPO 를 통해 결론적으로 얻는 것 – 현금

정의선 회장의 FY21-FY26F 6년간 지속적으로 투입된 (3Q26F 투입될) 사재에 대한 회수 (당사 추정 9천억-1.45조 원)이 완료되며, BD에 대한 지분 또한 높은 수준을 유지하며 현대글로비스의 구주매출 참여로 인한 배당소득 또한 기대할 수 있다. 앞에서 언급한 것처럼, 기보유 지분에서 수취하는 배당을 가볍게 뛰어넘는 현금이 마련될 수 있다.

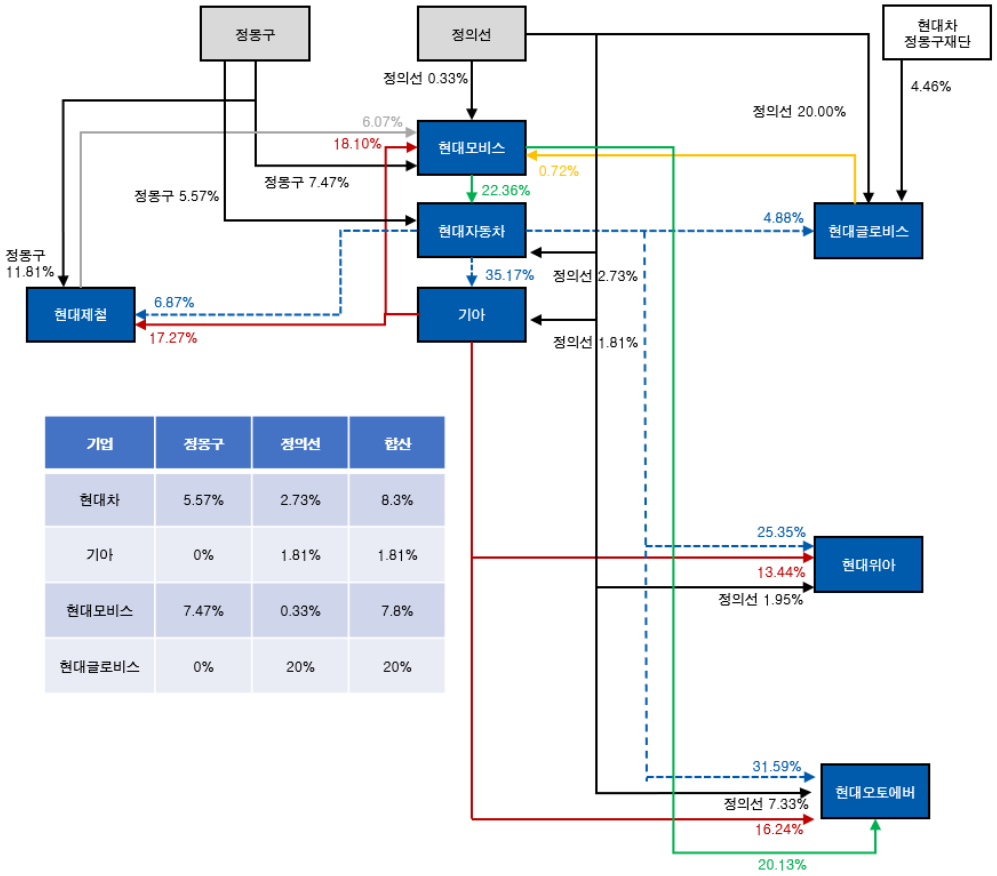
다시 돌아와서, 상속·증여가 지배구조 개편보다 먼저

정의선 회장의 사재가 BD의 IPO 이후에도 모비스 지분을 모두 사들일 만큼 충분하지 않다는 전제 하에 상속·증여가 우선되어야 한다. 정의선 회장의 사재로 기아, 현대제철이 보유한 모비스 지분 23.9%를 매입하는 것은 요원하다. 오히려, 정몽구 명예회장의 현대차, 모비스 지분을 상속·증여 받은 이후 이를 활용한 모비스 지분 확대의 가능성이 더 높다고 판단한다.

상속·증여는 어떻게 진행될까

정몽구 명예회장의 현대차, 모비스 지분가치는 8조 원에 달하며, 60%의 세율을 적용할 경우 약 5조원의 상속·증여세 납부가 필요하다. 연부연납 제도를 활용한다면 상속·증여세에 대한 부담을 덜 수 있으며, 특히 BD의 IPO를 통한 누적 투자금액의 회수분을 최초 납부한 이후, 그룹사 지분에서 수취하는 배당을 통해 중장기적 완납이 가능할 것이라 예상한다.

현대차그룹 지분구조



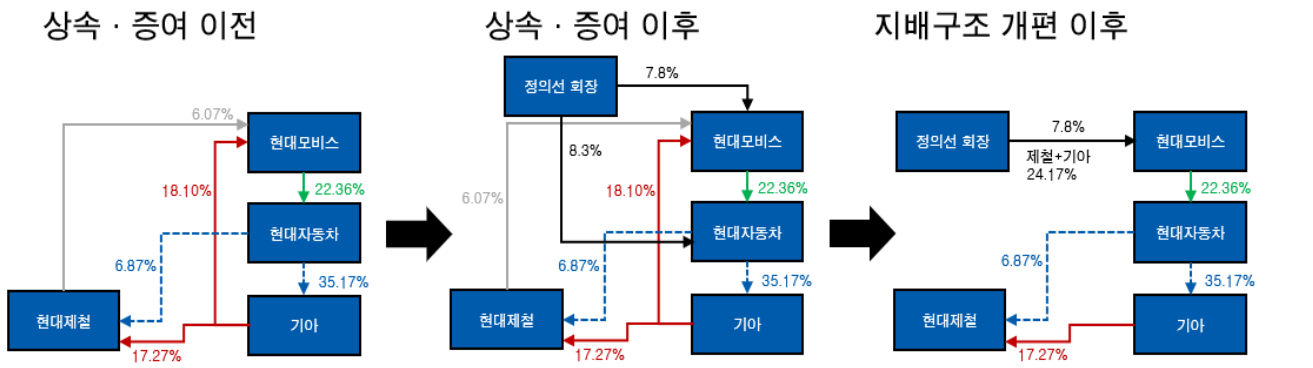
기업	정몽구	정의선	합산
현대차	5.57%	2.73%	8.3%
기아	0%	1.81%	1.81%
현대모비스	7.47%	0.33%	7.8%
현대글로비스	0%	20%	20%

자료: 유안타증권 리서치센터, DART

그 다음, 지배구조 개편

상속·증여세에 대한 부담을 BD의 IPO를 통해 완화한 이후, 정의선 회장의 주요기업 지분은 현대차 8.3%, 모비스 7.8%로 상승하게 된다. 여기서 현대제철과 기아의 모비스 지분 23.3%를 매입할 경우, 정의선 회장의 모비스 지분은 31.7%로 지배구조 개편이 완료된다.

현대차그룹 지배구조 개편 순서 예상



자료: 유안타증권 리서치센터, DART

다만 여기서 현대제철과 기아의 모비스 지분 23.9%를 매입할 재원 마련의 필요성이 생긴다. BD의 IPO를 통해 마련한 현금이 상속·증여세 최초납부에 소모된다면 (혹은 그렇지 않다고 해도) 약 8조원 이상의 모비스 지분을 매입할 재원 마련이 필요하다.

기민한 투자자

여기서 딜레마가 발생한다. 상속·증여를 마무리한 정의선 회장의 현대차 지분 8.3%를 현대제철과 기아가 보유한 모비스 지분 23.9%와 교환을 해야 하는데, 이것이 단일 시점의 이벤트로 해결돼야 하는 것이다. **현대차 지분을 현금화하려는 움직임 (주식담보대출, TRS, 블록딜 등)이 알려지는 즉시 지배구조 개편의 시그널이 되어 모비스의 주가가 급등**할 수 있다.

여유로운 오너

지분의 유동화를 숨길 수 없다면, 결국 시간과의 싸움이다. 지배구조 개편은 상속·증여세 납부처럼 "언젠가 반드시 일어날 일" 이 아니다. 상속·증여가 마무리된 직후의 지분구조가 향후 유지되어도 법적으로 문제가 없다. 역으로 설명하자면, **현대차와 모비스의 지분 교환비가 나쁠 때 (=기민한 투자자가 반응할 때) 굳이 지배구조 개편을 할 이유가 없다.**

이후 내용은 지주 담당 애널리스트의 현대차그룹 상속 · 증여와 지배구조에 대한 의견이다.

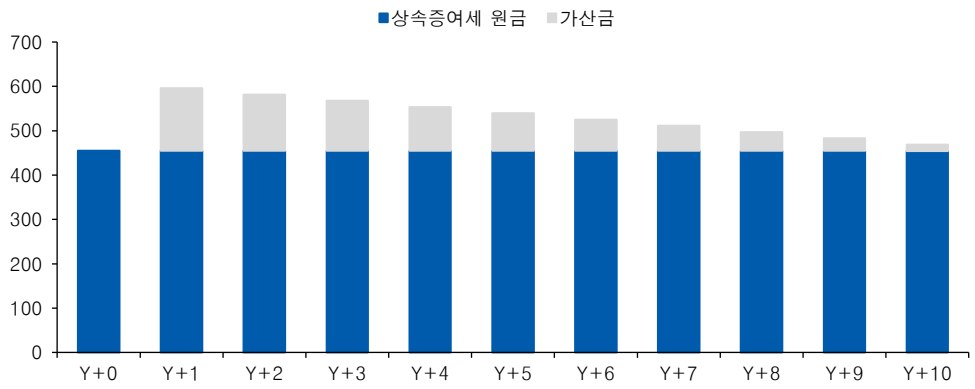
상속·증여는 불가피, 지배구조 개편은 선택 사항

BD 가 핵심인 것은 사실

현 상황에서 현대차 그룹의 지배구조 개편 여부는 선택 사항일 수 있으나 오너일가의 상속·증여세 재원 마련은 불가피한 이벤트이다. 한국은 세법상 최대주주의 상속 및 증여세는 일반적인 상속세율(최대세율 50%)에 경영권 프리미엄 명목의 할증(20%)이 더해져 60%를 부담해야 한다. 이를 10년간(2023년 세법 개정으로 삼성그룹의 5년 납부와 달라짐) 11회에 걸쳐 납부하게 된다. 현재 기준으로 정의선 회장이 납부해야 하는 상속·증여세는 연부연납가산금 이자까지 감안해 약 6조원이 소요된다.

상속·증여의 시점이 BD IPO 이전 혹은 이후에 따라 초기 납부 재원 마련 시나리오가 달라질 수는 있다. 상속·증여가 BD IPO 이전에 이루어질 경우 IPO 일정이 앞당겨지거나, 현대글로비스 혹은 현대차 지분 일부를 매각해 1차 납부를 위한 재원으로 활용할 가능성도 존재한다. 반대로 BD IPO가 먼저 이루어진다면 앞서 서술한 시나리오대로 진행되겠으나 재원이 필요하다는 점은 변화가 없다. 따라서 BD IPO를 통한 정의선 회장의 재원 마련은 실현 가능성이 높다고 판단한다.

현대차그룹 상속증여세 연부연납시 납부 시나리오



자료: 유안타증권 리서치센터

분할, 합병 방식의 지배구조 개편은 사실상 불가

2025년 이후 분할, 합병 방식의 지배구조 개편이 재시도되기는 구조적으로 더 어려워졌다. 세 가지 이유가 중첩된다. 2025년 상법 개정으로 이사의 충실의무 대상이 '회사'에서 '주주'로 확대되면서, 분할·합병시 분할비율이 논란이 되는 경우 이사회가 주주에 대한 의무 위반 가능성으로 법적 책임으로 이어진다. 더불어 3월 진행된 자본시장 체질개선 간담회에서 정부는 모자회사 중복상장을 원칙적으로 금지하는 방침을 명확히 했다. 이는 분할·합병 방식의 지배구조 개편에 더 직접적인 제약으로 작용한다.

1-3 차 상법 개정 주요 내용

1차 (25.07)	주주에 대한 이사 충실 의무 신설	충실의무 대상	[전]회사 **[후] 회사, 주주** **이사는 총주주의 이익 보호 및 전체 주주의 이익 공평 대우 의무**
	전자주주총회 제도 도입	개최 가능 여부	[전] 불가 **[후] 일반상장회사 – 가능** **시행령으로 정하는 상장회사 – 의무 개최**
	상장회사 독립이사 도입 및 선임비율 확대	상장회사 사외의사 명칭	[전] "사외이사" **[후] "독립이사"**
		일반상장회사 이사회 비율	[전] 사외이사 비율 1/4 이상 **[후] 독립이사 비율 1/3 이상**
	상장회사 감사위원 선 · 해임시 합산 3%룰 강화	최대주주	[전] 사외이사가 아닌 감사위원 선 · 해임시 합산 3%룰 적용 **[후] 감사위원 선 · 해임시 합산 3%룰 적용**
2차 (25.09)	집중투표제 의무화		[전] 회사 정관으로 집중투표제 **배제 가능** **[후] 자산총액 2조원 이상+대규모 상장회사의 1/100 이상 주주 청구가 있는 경우**
			[전] 3명 이상 구성 감사위원회 위원 중 **1명은 다른 이사들과 분리 선출** **[후] 분리선출 하여야 하는 감사위원회 위원이 되는 이사를 2명으로 확대**
3차 (26.02)	자기주식 소각 의무화		**<신설> 자기주식 소각 의무(원칙)** (예외) 임직원 보상 등의 예외 사유 → 주주총회 승인 후 보유 · 처분

자료: 법무부, 유안타증권 리서치센터

정부에서 추진중인 자본시장 체질개선 방안

주주 보호	**주주권익 확립** 및 **투자자 감시** 강화 → **주주 중심 기업문화** 안착	**① 중복상장 원칙금지**	
		② 낮은주가 방치 등 기업가치 훼손 방지	2-1. M&A시 공정가액 산정
			2-2. 저PBR 기업 가치 제고
			2-3. **보유자산** 재평가
		③ 스튜어드십코드 내실화 → **기관투자자 감시기능** 강화	
신뢰	**"주가조작 · 분식회계 = 패가망신", "부실기업 = 퇴출" 원칙** 착근	**① 주가조작 적발역량** 및 **처벌** 강화	
		② 회계부정 엄단 등 **회계투명성** 강화	
		③ 자본시장 평가인프라 기관의 객관성 · 공정성 제고	
		④ 부실 · 저성과 기업 신속퇴출	4-1. 엄격 · 신속한 **상장폐지**
			4-2. **M&A 활성화**를 통한 퇴출유도
혁신	시장개편 추진 → **혁신기업**의 단계별 **성장사다리 조성**	**① 코넥스 시장**의 인큐베이팅 기능 활성화	
		② 코스닥 시장의 경쟁력 · 역동성 제고	2-1. **맞춤형 기술특례상장** 확대
			2-2. 모험자본 생태계(회수시장) 개선 → **상장 전 기업성숙 지원**
			2-3. 코스닥 **세그먼트 분리** → 역동성 · 경쟁력 제고
		③ 국민성장펀드 및 **대형IB 모험자본** 공급 본격 가동	
시장 접근성	**투자환경 개선** → 국내외 자금의 **자본시장 장기 · 안정적 투자**	**① 세제지원 신상품** 조속 출시 등 **국내 장기투자 기반** 마련	
		② 외환 · 증권시장 시스템 선진화를 통한 **외국인 투자촉진**	
		③ 토큰증권을 통한 **디지털 자본시장** 확대	

자료: 법무부, 유안타증권 리서치센터

정책과 별개로 BD IPO는 가능할 전망

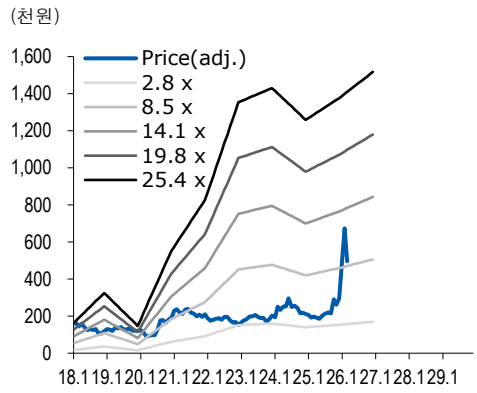
BD IPO는 현대차그룹 입장에서 모자회사 중복상장에 해당한다. 다만 정부안은 AI·로봇 등 성장 산업에 대한 예외 적용 가능성을 열어두고 있고, BD는 로봇 분야의 대표 기업이라는 점에서 예외 적용 가능성이 상당하다. 따라서 BD IPO 자체가 중복상장 금지로 막힐 가능성은 현재로서는 낮게 본다. 보수적으로 본다면 예외 적용 요건으로 '일반주주 동의'가 요구될 가능성도 존재한다. 이 경우 상장사인 현대모비스, 현대차, 기아 및 현대글로비스의 소액주주 동의 절차가 BD IPO의 선결 요건이 될 수 있으며, 이는 일정 지연 요인이 된다. 해당 정책이 구체화되는 시점까지는 불확실성으로 작용한다.

단기 이벤트 드리븐이 아닌 장기적인 관점에서 접근

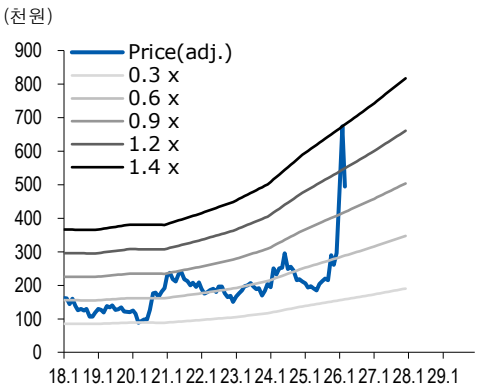
상속·증여세 납부는 불가피하며 BD IPO 는 재원 마련의 핵심 도구이다. 상법 개정과 중복상장 금지 정책이 분할·합병 방식을 사실상 봉쇄하면서, 현실적인 지배구조 개편 방안은 정의선 회장이 BD 지분 + 배당금 수입 + 현대차 지분을 점진적 유동화해 현대모비스 지분을 매입하는 방식으로 수렴된다. 특징은 기한이 정해지지 않는다는 것이다.

투자자 입장에서의 시사점은 명확하다. 현대차 그룹에 대한 지배구조 개편은 단기 이벤트 드리븐이 아니라 장기적인 관점에서 접근해야 한다. 개편 기대감이 주가에 선반영될수록 오너의 행동 유인이 줄어드는 역설적 구조는 변함이 없다. 소프트뱅크의 BD 풋옵션 행사, BD IPO 구체화 시점, 그리고 현대글로비스의 주주환원 변화에 주목해야 한다.

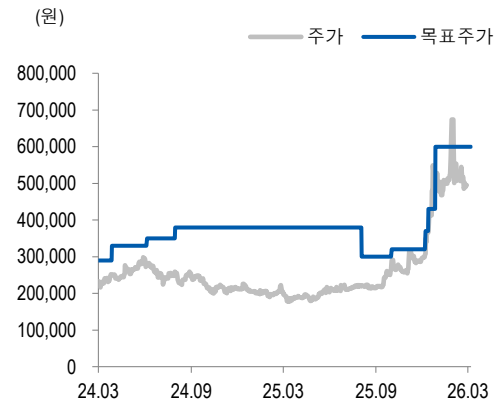
P/E band chart



P/B band chart



현대차 (005380) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-03-30	BUY	600,000	1년		
2026-01-26	BUY	600,000	1년		
2026-01-12	BUY	430,000	1년	8.51	27.67
2026-01-06	BUY	370,000	1년	-4.77	-1.08
2025-10-31	BUY	320,000	1년	-12.47	-1.41
2025-09-02	BUY	300,000	1년	-23.76	-11.67
2025-09-01	BUY	380,000	1년		
2025-08-29	담당자변경 1년 경과 이후		1년		-100.00
2024-04-26	BUY	330,000	1년	-19.72	-9.70

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

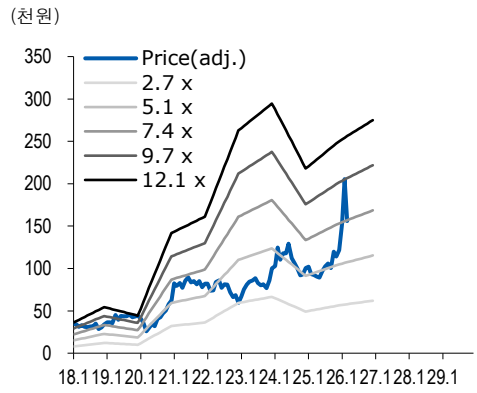
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.8
Hold(중립)	5.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

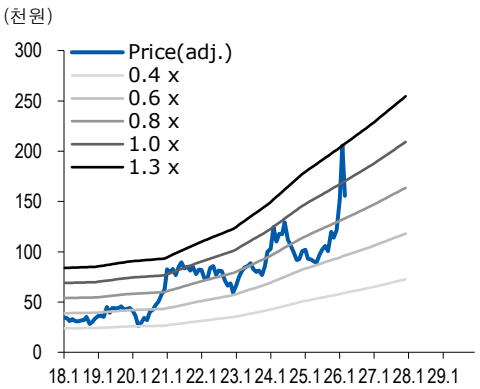
주: 기준일 2026-03-30

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

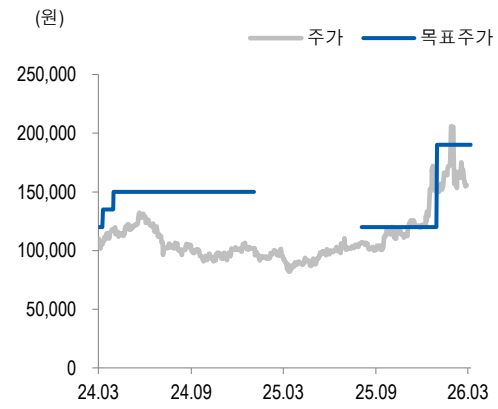
P/E band chart



P/B band chart



기아 (000270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-03-30	BUY	190,000	1년		
2026-01-29	BUY	190,000	1년		
2025-09-02	HOLD	120,000	1년	-0.95	43.42
2025-02-03	BUY	150,000	1년	-35.99	-26.40
	담당자변경				
2024-04-29	BUY	150,000	1년	-28.77	-11.80
2024-04-08	BUY	135,000	1년	-15.87	-12.44
2023-10-30	BUY	120,000	1년	-17.16	7.08

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

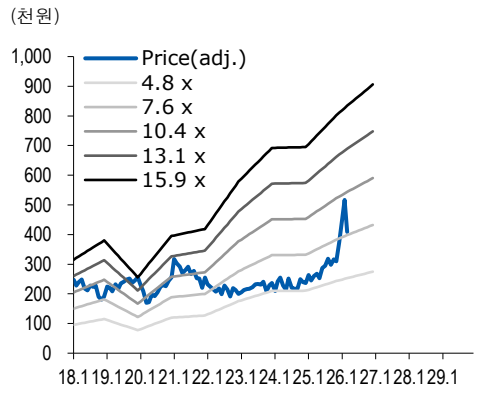
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.8
Hold(중립)	5.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

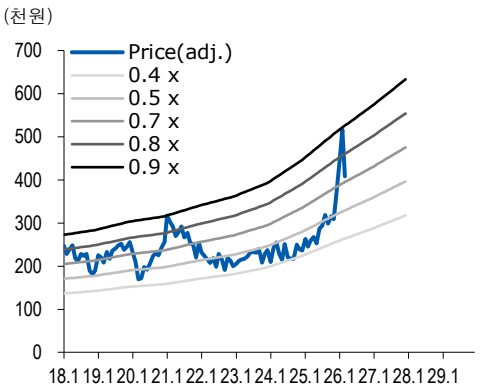
주: 기준일 2026-03-30

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

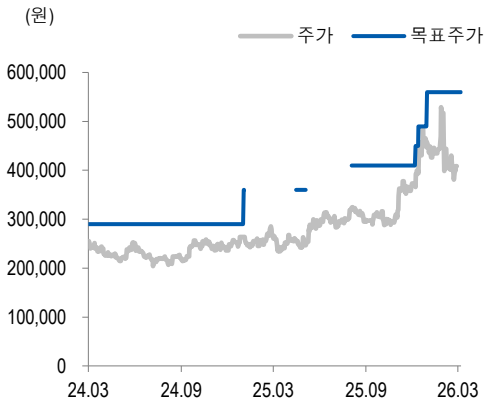
P/E band chart



P/B band chart



현대모비스 (012330) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-03-30	BUY	560,000	1년		
2026-01-29	BUY	560,000	1년		
2026-01-12	BUY	490,000	1년	-7.11	-0.51
2026-01-06	BUY	450,000	1년	-12.37	-11.22
2025-09-02	BUY	410,000	1년	-22.16	-7.93
	담당자변경				
2025-05-15	BUY	360,000	1년	-30.75	-26.94
	담당자변경				
2025-01-31	BUY	360,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.8
Hold(중립)	5.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-03-30

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: **김용민**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.