

자동차

본업으로는 설명할 수 없는 영역

주가가 오른 뒤의 밸류에이션 합리화 구간

업종에 대한 중립 의견을 유지하되 선호도의 차이에 기반한 종목별 비중조정 대응을 추천. 향후 업종내 주가 상승/하락 요인 모두가 로보틱스 사업에서 발생할 것이라는 전제 하에, 업종 내 주요 수혜주에 대한 판가름이 업종 전체의 비중확대/축소보다 중요.

현대차와 기아의 시가총액은 왜 이렇게 벌어졌을까?

현대차와 기아의 시가총액 및 밸류에이션 괴리는 (현재는 로봇으로 대표되는) 신사업에 대한 결정권을 지닌 현대차의 컨트롤 타워 역할이 부각된 것. 현대차와 기아의 연구개발 관련 지출액의 괴리는 작년 기준 1.8조 수준까지 확대됐으며, 자산화 비중 또한 현대차가 더 높음.

로봇에 의존하는 업종, 역설적으로 무엇보다 중요한 BD

6-7월 소프트뱅크의 풋옵션 행사 이후 2H26F 추가적인 유상증자를 예상. 소프트뱅크 풋옵션 행사로 인한 매각대금은 정의선 회장의 사재 지출 부담을 가중시키며, 이에 따라 하반기 중 진행되는 유상증자에 대해 제3자의 참여 가능성이 존재. 이러한 제3자의 유상증자는 현대차그룹 입장에서 BD의 기업공개 이전 공정가치를 입증하기 좋은 기회. 향후 IPO 진행시, 정의선 회장의 구주매출 규모에 한계가 있다는 전제 하에 현대글로벌비스의 구주매출 참여 가능성이 가장 높다는 의견 유지.

업종 내 휴머노이드 사업 관련 최대 수혜주는 현대모비스

휴머노이드 조기 도입은 OEM 입장에서 초기 비용 부담이지만, 핵심 부품을 공급할 현대모비스에게는 중장기 리레이팅 근거. 현재의 로보틱스 산업에 대한 단순 제조업 이상의 "플랫폼 산업"이라는 평가가 유효하다면, 로보틱스 하드웨어 플랫폼을 선점하는 것은 밸류에이션 멀티플 프리미엄을 설명할 수 있는 가장 강력한 근거.

업종 중립 의견 유지, Top pick은 현대모비스

본업에 대한 유기적 개선보다 신사업에 대한 수혜 기대감으로 업종 내 특정 종목의 주가 상승이 두드러진 상황. 주가 상승을 후행하는 밸류에이션 방법론에 대해 경계할 필요가 있으며, 역시나 실질적인 수혜주에 대한 판가름이 더욱 중요. 모비스의 주가 상승을 저해하는 투자심리상의 약점은 1) 캡티브 수주에 의존하는 부품사업의 미래 수익성 보장 불가, 2) 중장기 지배구조 개편시 그룹사 차원에서의 모비스 주가 하방압력 존재 등이었으나, 로보틱스 사업이 업종내 전반적인 주가 상승 트리거로 작용하는 상황에서 캡티브 부품사의 입지는 향후 범용 로보틱스 하드웨어 플랫폼 공급자로서 모비스가 업종 내 최대 수혜주로 부각될 수 있음.



김용민 조선/자동차
yongmin.kim@yuantakorea.com

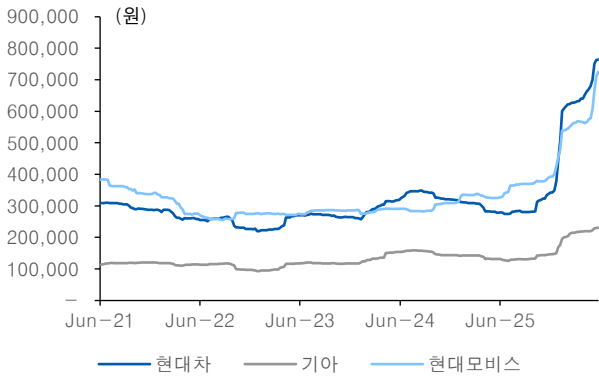
종목	투자 의견	목표주가 (원)
현대차	중립 (D)	690,000 (U)
현대모비스	매수 (M)	870,000 (U)

업종 중립 의견 유지

주가가 오른 뒤의 밸류에이션 합리화에서 발생하는 괴리

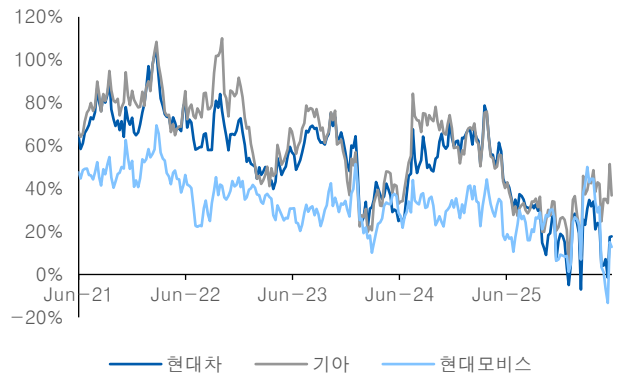
업종내 진행되던 기존의 사업들 (HEV, BEV, 자율주행, SDV, 수소차, 로보택시 등 모든 기존 사업들)에 대한 밸류에이션 재평가가 되었다는 의견에 대한 중립적인 시각을 유지한다. 이미 오른 주가에 대해, 결과론적으로 업종내 글로벌 완성차 경쟁업체들과의 멀티플 격차가 축소되었다고 설명하기에는 명백히 로보틱스 관련 이벤트로 인한 주가 상승을 보였다. 따라서, 업종에 대한 중립 의견을 유지하되 선호도의 차이에 기반한 종목별 비중조절 대응을 추천한다. 향후 업종내 주가 상승/하락 요인 모두가 로보틱스 사업에서 발생할 것이라는 전제 하에, 업종 내 주요 수혜주에 대한 판가름이 업종 전체의 비중확대/축소보다 중요하다.

업종내 주요 3사에 대한 12개월 선행 목표주가는 올해 들어 급등



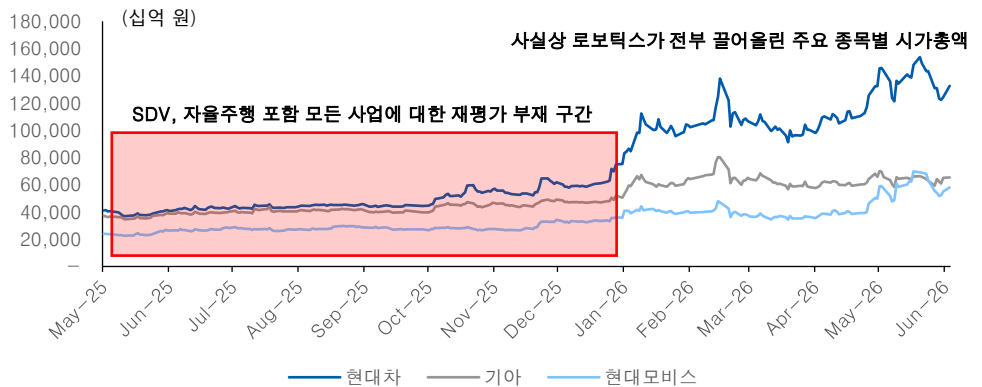
자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

상승여력 추이를 본다면, 주가 상승을 후행하는 목표주가 상향이 최근 발생



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

주요 3사 12개월 시가총액 변화: 누가 봐도 이틀라스가 들어올린 시가총액



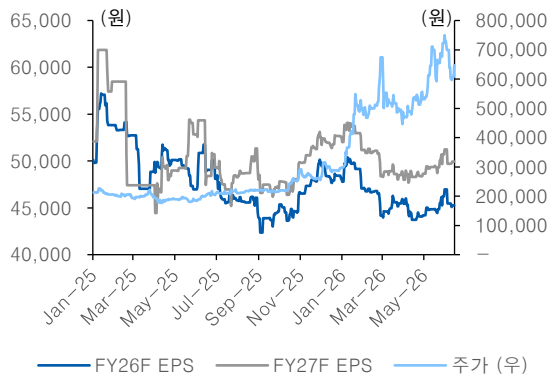
자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

여전히 이익 상승 없는 리레이팅

이익 예상치의 상향 없이 주가 상승, 이에 외인지분 축소

현대차그룹 3사 (현대차, 기아, 현대모비스)의 주가는 연중 호조를 보였는데, 이는 이익 예상치의 상향이 없는 밸류에이션 멀티플 상승에 기인한다. 먼저, 현대차와 기아의 연초 대비 외인지분율은 모두 하락했으나, 현대차의 하락폭이 상대적으로 크게 나타났다. 이는 현대차에 대한 펀더멘털 훼손보다는, 큰 폭의 주가상승 (현대차 +117% YTD, 기아 +39% YTD)에 기인한 차익실현이라 판단한다.

현대차: 주가 상승과 FY26-27F EPS는 무관



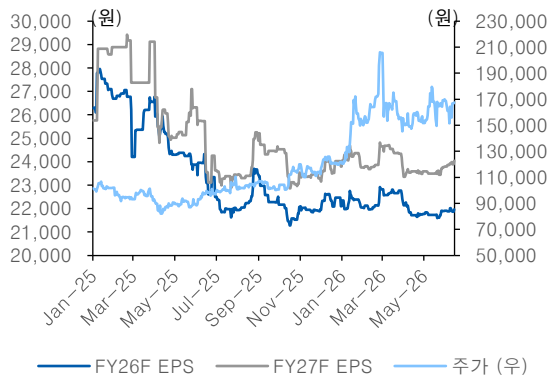
자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

현대차: 주가 급등에 따른 외인의 차익실현



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

기아: 주가 상승과 FY26-27F EPS는 무관



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

기아: 주가 급등에 따른 외인의 차익실현



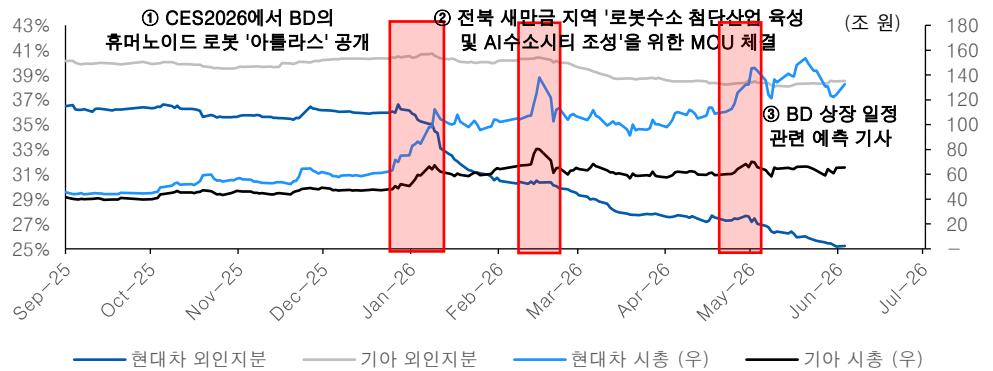
자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

현대차 vs 기아, 글로벌 피어 비교를 통한 분위기 파악

국내 투자자의 전폭적 지지를 받는 현대차 - 외인은 차익실현 기회라 인식

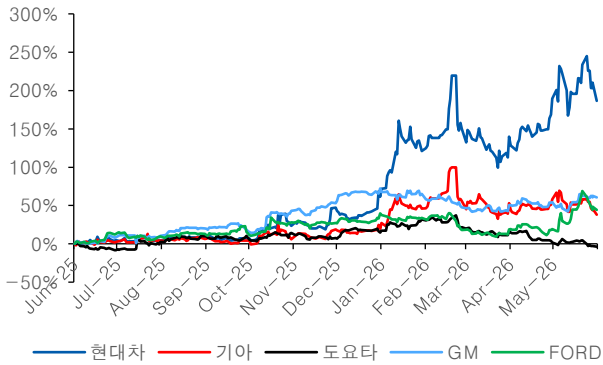
국내 투자자는 현대차를 그룹내 로보틱스 사업의 중추로 판단하나, 외인들은 여전히 두 업체를 완성차 업체로 판단하고 있다. 글로벌 Mass-market 완성차 업체들의 밸류에이션 변화를 비교했을 때 이러한 상황이 가장 크게 드러난다.

현대차-기아의 시가총액 괴리는 로봇 관련 리레이팅이 발생하는 구간에서 확대 - 외인은 지분 축소



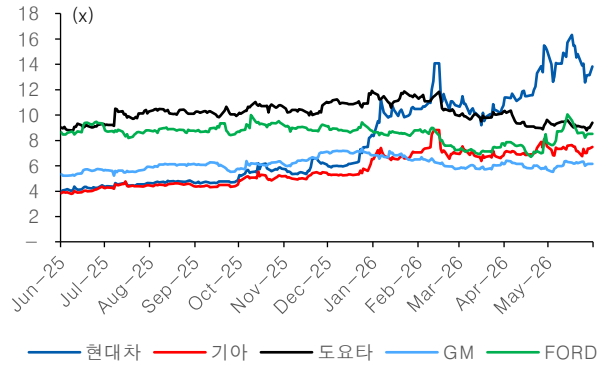
자료: 유안타증권 리서치센터, Quantiwise

단순한 주가 상승 관점에서도 현대차, 기아가 글로벌 peer 를 앞지르는데...



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

12개월 선행 P/E의 관점에서 기아는 여전히 자동차 OEM, 현대차는 그 너머의 것



자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg

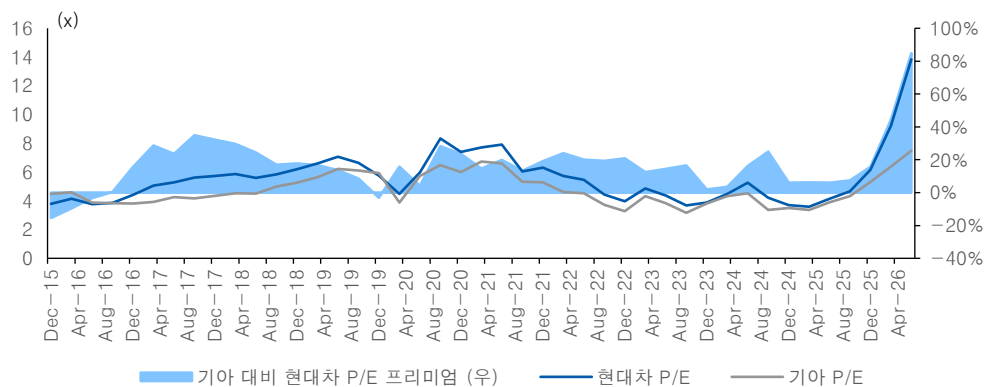
현대차는 되는데 기아는 왜?

역사적 프리미엄을 넘어서는 것의 의미

현대차의 12개월 선행 P/E multiple은 기아 대비 80% 이상의 프리미엄을 받고 있다. 이는 지난 10년간 (FY16-25)의 프리미엄 범위 (-9%~35%)의 범위를 아득히 초과하며, 앞서 언급한 것처럼 현대차를 단순한 완성차 OEM 이상의 기업으로 인식하고 있음을 의미한다.

1월 현대차의 주가 급등 과정에서 이를 후행적으로 설명하는 데 활용된 보스턴 다이내믹스 (BD)의 지분가치와 같은 수치로는 이를 설명할 수 없다. 당사는 이러한 밸류에이션 괴리가 결국 (현재는 로봇으로 대표되는) 신사업에 대한 결정권을 지닌 현대차의 컨트롤 타워 역할이 부각된 것이라 판단한다.

현대차는 기아 대비 항상 밸류에이션 프리미엄을 적용받았으나, 현재의 수치는 완성차 OEM peer 간의 프리미엄을 초과



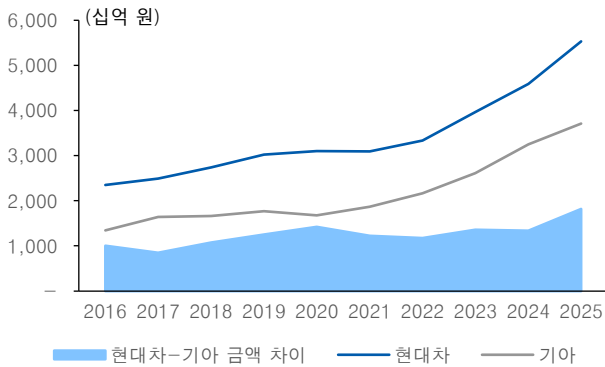
자료: 유안타증권 리서치센터, Bloomberg, 주: 12개월 선행 P/E

1) 만형의 비용 부담이었던 투자, 이제는 프리미엄 요인

현대차와 기아의 연구개발 관련 지출은 지난 10년간 꾸준히 증가했다. 플랫폼을 공유하는 양사의 공동지출 성격으로 인해 그 부담율은 2:1 정도로 꾸준히 유지되었으나, 절대적 금액의 차이를 비교한다면 작년 기준 1.8조 수준까지 확대되었다.

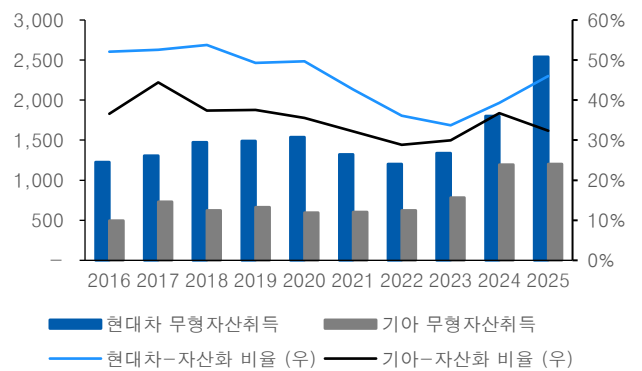
지출의 성격 또한 상이하다. 연구개발 관련 지출 금액을 1) 단순 비용으로 처리되는 경상개발비와 2) 자산화되는 무형자산 취득액으로 구분한다면 현대차의 무형자산취득 비율이 기아 대비 압도적으로 높다. 즉, **향후 활용될 기술/플랫폼/IP와 같은 신사업에 있어 현대차가 키를 쥐고 있다.**

현대차와 기아의 연간 연구개발관련 지출액 비교



자료: 유안타증권 리서치센터, DART

연구개발 지출비용 내에서도 현대차의 자산화 비중이 더 높음

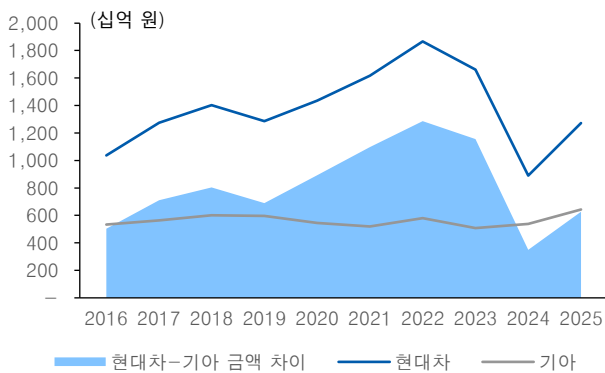


자료: 유안타증권 리서치센터, DART

무형자산취득은 양날의 검이다. 취득 이후 지속적인 상각비용이 인식되기 때문에 손익에는 부정적인 영향을 미치지만, 해당 자산을 통한 신사업 확장, 혹은 밸류에이션 멀티플 상승이 가능하다. 실제로, 현대차는 지난 10년간 여러 가지 신사업 (전기차, 수소차, UAM, 로봇틱스 등)의 중추 역할을 해왔기 때문에 **매년 기아 대비 높은 무형자산 상각비용을 인식했다.**

결국, 완성차 시장의 경쟁력 강화에 다소 집중된 현대차의 지나온 비용 부담은 유의미한 밸류에이션 프리미엄으로 이어질 수 없었지만, 이제는 **로봇틱스와 관련된 압도적인 프리미엄을 누리고 있다.**

현대차의 높은 연구개발 자산화 비중으로 인한 연간 무형자산상각비 격차



자료: 유안타증권 리서치센터, DART

로봇틱스 관련 주요 임원 또한 현대차 소속

이름	직위	직책
현동진	상무	로보틱스 랩장
제승아	상무	로보틱스 CX팀장
소현성	상무	로보틱스 부품구매실장
최리군	상무	로보틱스 사업실장
주시현	상무	로보틱스 지능개발실장
김영훈	상무	로보틱스 사업실장

자료: 유안타증권 리서치센터, DART

이벤트 관점의 BD 해체분석

짧은 요약: 상장 전까지 되풀이될 유상증자에 따라 확대될 기회와 위기

소프트뱅크의 풋옵션 행사 이후 2H26F 추가 유상증자를 예상하며, 향후 상장 전까지 지속 증자 가능성이 존재한다. 이어지는 유상증자에서 그룹사 (현대차, 기아, 현대모비스, 현대글로비스)의 현금 시재에는 큰 부담이 없겠으나, 정의선 회장의 참여에는 부담이 가중될 것인데, 이에 따라 1) 제3자의 지분투자 참여 가능성이 확대되는 (기회를 확대) 동시에 2) BD 기업공개시 투자금 회수 관점의 정의선 회장의 구주매출 대금 규모 또한 확대 (리스크의 확대) 될 수 있다.

6-7월 중, 현대차그룹과 정의선 회장의 BD 지분 100% 달성 예상

올해 6월 21일자로 소프트뱅크의 풋옵션 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 (다만 후술할 유상증자로 인해 1년 정도의 지연이 발생할 수 있다). 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 역산할 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 BD의 적정가치

(십억 원)	2021	2022	2023	2024	2025
현대글로벌비스	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 추정, 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 벨류에이션을 적용한 상단 사이에서 정해질 것이라 예상된다.

이러한 풋옵션의 행사가격은 고스란히 현대차그룹의 추가 투자로 직결된다. 소프트뱅크의 Growth-bet 투자 성향을 고려시 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 티주주의 매입대금

(십억 원)	IRR 20%	IRR 30%	IRR 40%	IRR 50%	최근 증자 벨류	3Q26F 지분
소프트뱅크 매각대금	707	1,054	1,527	2,157	2,971	0.0%
현대글로벌비스 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, 소프트뱅크의 풋옵션 행사가 완료된 이후 BD의 기업공개 절차는 빠르게 착수될 것이다.

상장 전 추가 유상증자 예상, 그리고 “어쩌면” 참여할 수도 있는 제 3자

BD의 순자산가액은 매 분기 감소하며, 이를 지속적인 유상증자를 통해 보충했다. 이러한 순자산액 감소 규모는 1Q26 기준 3Q25 유상증자 이후 -2,970억 감소한 2,540억이며, 이를 고려한다면 2H26F 소프트뱅크의 풋옵션 행사 이후 추가적인 유상증자를 진행할 것이라 예상된다.

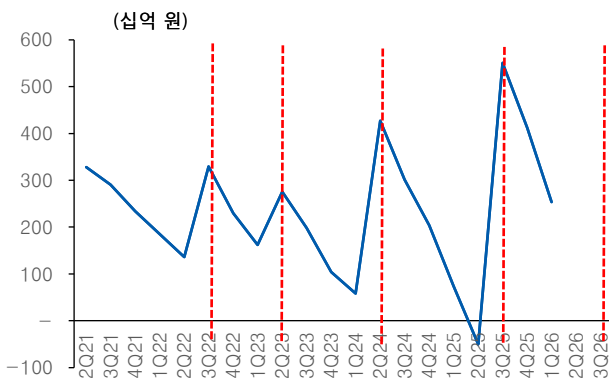
여기서 막대한 자금부담이 발생한다. 앞서 언급했듯 소프트뱅크가 풋옵션을 행사할 경우, “기존

주주의 매도청구권에 대해 매수인들과 연대하여 책임을 부담” 하기 때문에 **정의선 회장이 반드시 기존 지분율만큼 매입해야 한다** (높은 매입대금 부담이 존재한다).

이후 추가적인 유상증자는 각 매수인 (현대차그룹, 정의선 회장)이 연대할 의무는 없다. 그러나 가능성의 영역에서, 3Q26F BD 유상증자시 정의선 회장의 신주인수권이 제3자에게 넘겨져 진행 된다면, 현대차그룹 입장에서 **BD의 기업공개 이전, 적정가치를 평가받기 좋은 기회**이다.

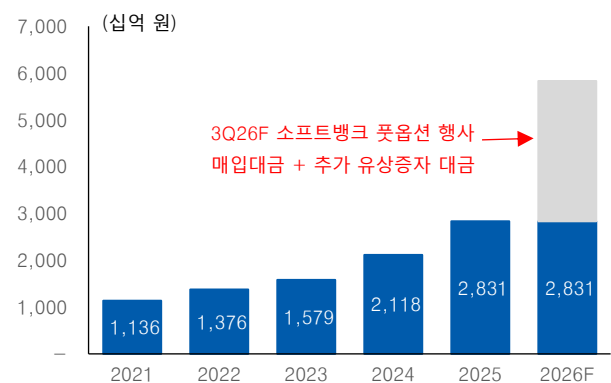
BD의 적정가치 평가에 대해서는 여러가지 방법론이 존재하나, 당사가 제시했던 30조 원 수준의 최근일자 유상증자 기반 가치평가에도 존재하는 맹점은 바로 “**사실상 동일인의 유상증자**” 이다. FY22-25 연속된 4번의 유상증자에서 제3자의 참여는 없었다. 결론론적으로 **현대차그룹 혼자만의 여러 차례 유상증자로 IPO 이전 밸류를 올려놓은 상황에서, 제3자의 유상증자 참여는 Pre-IPO 밸류를 끌어올리기 가장 좋은 방법**이다.

유상증자를 통해 순자산 감소를 상쇄한 BD, 2H26F에도 유상증자 필요할 것



자료: 유안타증권 리서치센터

현대차그룹 (정의선 회장 포함)의 BD 누적 투자금은 올해 말 급증할 것



자료: 유안타증권 리서치센터

2H26F 유상증자 이후, 언젠가 발생할 IPO 는 어떻게 전개될까?

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 소프트뱅크 풋옵션 행사 직후 BD 지분 25% 중에서 일정 부분이 구주매출 혹은 post-IPO 를 통해 매각될 것이며, 그 규모는 누적 투자금액을 상환하는 수준 (=시장 충격을 최소화할 수 있는 합리적인 규모) 라고 예상한다.

다만, 앞서 언급한 것처럼 2H26F 소프트뱅크의 풋옵션 행사 이후 예상되는 추가 유상증자의 규모에 따라서 정의선 회장의 구주매출 참여 금액은 변동성이 존재한다. 소프트뱅크의 풋옵션 행사시 매입대금과 2H26F 추가 유상증자의 규모에 따라 정의선 회장의 BD 누적 투자금액은 최소 1조, 최대 1.7조 수준까지 증가할 수 있다.

소방의 풋옵션 행사, 유상증자 규모에 따른 누적투자금액 변화, 그리고 BD 밸류에 따른 구주매출

(십억 원)	IRR 20%	IRR 30%	IRR 40%	IRR 50%	3Q25 유증
정의선 회장 풋옵션 매입대금	177	264	382	539	743
정의선 회장 누적투자	884	971	1,090	1,247	1,450
2H26F 유상증자 총액에 따른 정의선 회장 추가 출자 (혹은 제3자가 이를 부담)					
유상증자 규모	600	700	800	900	1,000
정의선 회장 투자부담	150	175	200	225	250
풋옵션+유상증자 이후 총 누적투자	1,034	1,146	1,290	1,472	1,700
투자금액 회수에 필요한 매각 지분율					
Post-IPO value 30조	3.4%	3.8%	4.3%	4.9%	5.7%
Post-IPO value 40조	2.6%	2.9%	3.2%	3.7%	4.3%
Post-IPO value 50조	2.1%	2.3%	2.6%	2.9%	3.4%

자료: 유안타증권 리서치센터 주: 지분율은 신주발행 이후 희석지분율 기준

정의선 회장의 (IPO 투자심리를 해치지 않는 선에서) 합리적인 매각 지분율을 3-6% 정도라고 가정할 때, 현대차그룹의 추가적인 BD 지분 매각이 가능해진다. 일정 수준의 유동주식비율을 확보할 때 IPO 신주발행 투자자의 비중이 높을 경우 Pre-IPO 투자자의 지분에 대한 오버행 리스크가 부각될 수 있기 때문에 유동주식 확보 과정에서 일정 비중의 구주매출이 필요하다.

결국, 1) 소프트뱅크 풋옵션 행사가격과 향후 유상증자 규모에 의해 정의선 회장의 (납득 가능한 수준의) 구주매출 규모가 정해지고, 2) BD의 기업공개 과정에서 Post-IPO 시가총액, 유동주식비율, 신주발행비중에 따라 기존주주의 구주매출 규모를 구할 수 있다. **정의선 회장의 구주매출을 제외한 나머지는 HMG Global 혹은 현대글로벌비스가 참여할 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
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
60,000	30%	50%	50%	9,000	9,000
60,000	25%	60%	40%	9,000	6,000
60,000	20%	70%	30%	8,400	3,600
70,000	30%	50%	50%	10,500	10,500
70,000	25%	60%	40%	10,500	7,000
70,000	20%	70%	30%	9,800	4,200

자료: 유안타증권 리서치센터

소프트뱅크의 풋옵션이 최상단에 행사되어 정의선 회장의 누적투자금액이 1.7조 수준에 도달해도, 대부분의 시나리오에서 현대차그룹의 추가적인 구주매출 여력이 존재한다. 그리고 당사는 현대차, 기아, 모비스 (=HMG Global)보다 **현대글로벌비스의 구주매출 참여 가능성이 높다고** 판단한다. 현대글로벌비스는 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.

휴머노이드 도입, 누가 이득일까?

휴머노이드 조기 도입은 OEM 입장에서 초기 비용 부담

휴머노이드의 공급 단가가 증장기 디스플레이션을 보인다는 전제 하에, 조기 도입은 향후 자산의 경제적 가치 훼손을 유발할 수 있다. 회계적 관점에서 손상차손은 조건부이지만, 휴머노이드의 높은 초기 공급 단가는 기업의 ROIC를 구조적으로 압박할 수 있는 요인이다. BD의 휴머노이드를 가장 먼저 현대차그룹의 생산 현장에 도입했을 때, 이는 초기 비용 부담 요인으로 작용할 것이라 예상된다.

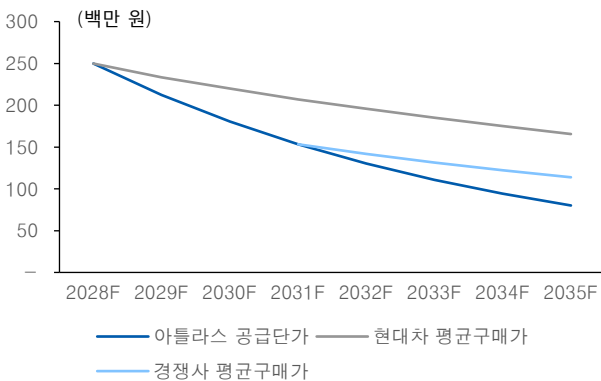
증장기 OPEX를 낮출 수 있다는 부분은 유효하나, 이러한 **비용 절감은 기업이 아니라 산업으로 귀속된다**. 높은 초기 도입비용과 검증 과정이 끝난 이후, 실제 휴머노이드 도입을 통한 생산성 향상과 마진 개선이 확인된다면 결국 글로벌 완성차 업체들은 상용화가 충분히 완료된 (=휴머노이드 공급단가가 낮아진) 상황에서 이를 도입하여 시장 전체의 원가 절감 및 완성차의 ASP 하락으로 귀결되는 것이다.

아래와 같이 현대차그룹이 선제적으로 아틀라스를 높은 가격에 구매하게 된다면...

	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
현대차 연간 아틀라스 구매 (대)	5,000	4,000	3,000	3,000	2,500	2,500	2,500	2,500
경쟁사 연간 아틀라스 구매 (대)	0	0	0	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
아틀라스 공급단가 (백만 원)	250	213	181	154	131	111	94	80

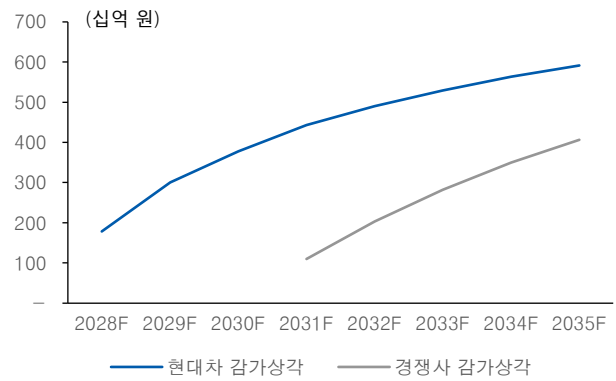
자료: 유안타증권 리서치센터

공급 단가 디스플레이션의 수혜는 경쟁사가 더 크게 누리고...



자료: 유안타증권 리서치센터

이로 인한 감가상각 곡선 또한 차이를 보이게 됨



자료: 유안타증권 리서치센터

부품 공급자에게는 선점의 효과가 클 것

장기적으로 휴머노이드의 도입이 특정 OEM의 경쟁우위가 아닌 산업 전반으로 확산되는 범용 생산설비에 가깝다면, 현대모비스와 같은 핵심 부품 공급사는 경우가 다르다. 현재의 로보틱스 산업에 대한 단순 제조업 이상의 “플랫폼 산업”이라는 평가가 유효하다면, 로보틱스 하드웨어 플랫폼을 선점하는 것은 밸류에이션 멀티플의 프리미엄을 설명할 수 있는 가장 강력한 근거이다.

BD는 2028년 연간 3만 대의 아틀라스 생산능력을 보유할 예정이나, HMGMA에 선제적으로 도입될 물량은 그리 높지 않을 것이다. 따라서 일정 수준의 Non-captive 수주를 노릴 것이며, 앞서 언급한 제3자의 유상증자 참여, 협업 관계에 놓인 빅테크와 같은 기업 등이 물망에 오를 것이다. 말하자면 휴머노이드 대량생산 체제 공고화를 위한 집적 수요 (Demand-aggregation) 발생 형태가 될 것이다 (그리고 이것이 앞서 언급한 핵심 부품사의 플랫폼 지위 획득 과정이다).

최고의 HW가 최고의 SW를 가질 자격을 얻는다

BD는 Figure AI, Tesla와 같은 수직 통합형 모델보다는 범용 하드웨어 플랫폼 전략을 취하고 있다. Google의 Deepmind (OS), Nvidia의 Jetson Thor (컴퓨팅 플랫폼)과 같은 빅테크 업체들과의 협업이 확대됨에 따라, 앞서 언급한 집적 수요의 기반을 마련할 수 있다.

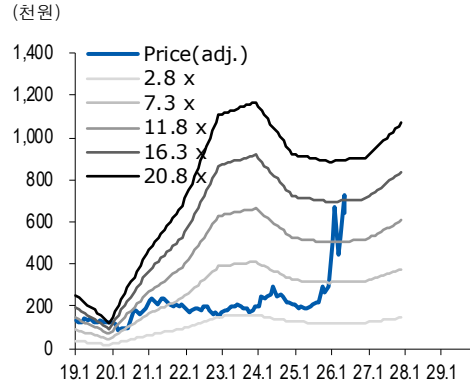
Top pick을 현대모비스 단독으로 변경

BD 지분을 이상의 가치는 현대모비스에서 발생할 것

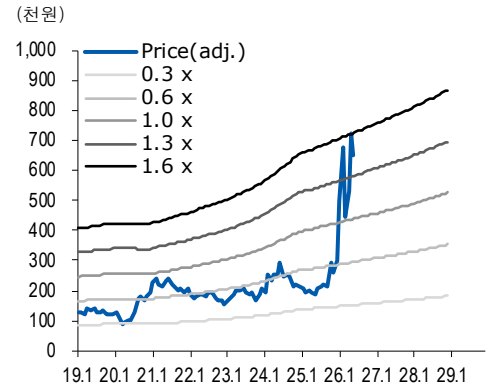
업종내 Top pick을 기존 현대차, 현대모비스 (모비스)에서 모비스 단독으로 변경한다. 보스턴 다이내믹스 (BD)를 필두로 로보틱스 사업을 통한 수혜가 업종 내 주가 상승 트리거로 발현되고 있는 현재, 현대차와 기아는 로봇을 구매하는 수요자이나, 모비스는 수요자인 동시에 핵심 공급자의 역할을 하게 된다.

모비스의 주가 상승을 저해하는 투자심리 상의 약점은 1) Captive 수주에 의존하는 부품사업의 미래 수익성 보장 불가, 2) 중장기 지배구조 개편시 그룹사 차원에서의 모비스 주가 하방압력 존재 등이었으나, 로보틱스 사업이 업종내 전반적인 주가 상승 트리거로 작용하는 상황에서 캡티브 부품사의 입지는 앞서 언급한 집적 수요의 최대 수혜주로 상승한다.

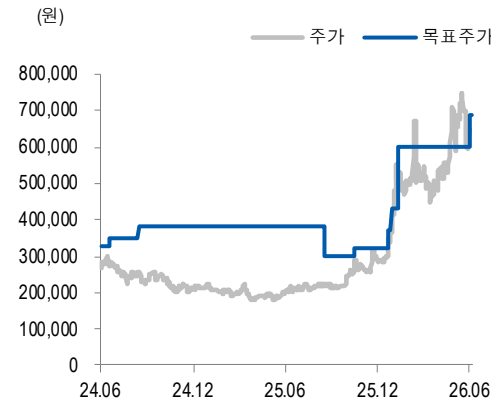
P/E band chart



P/B band chart



현대차 (005380) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-06-16	HOLD	690,000	1년		
2026-01-26	BUY	600,000	1년	-7.43	25.00
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: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

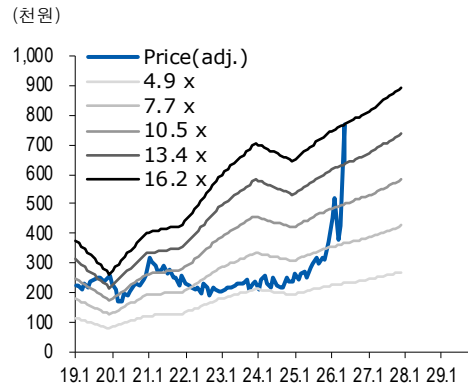
- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	95.6
Hold(중립)	4.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

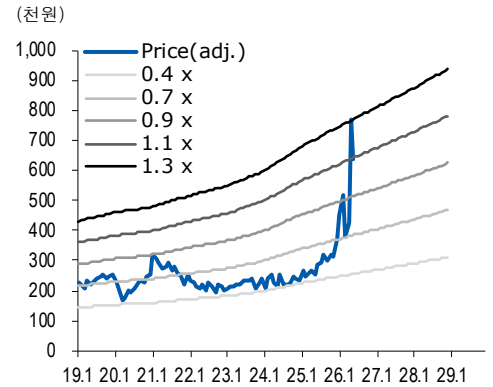
주: 기준일 2026-06-15

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

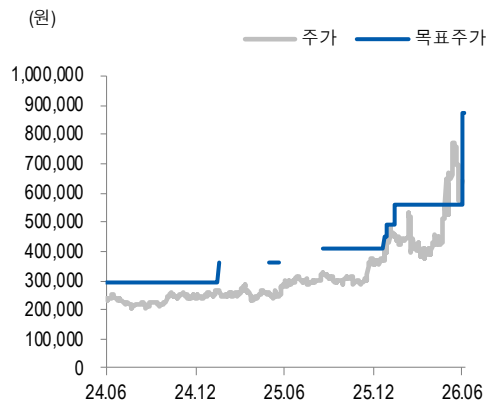
P/E band chart



P/B band chart



현대모비스 (012330) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-06-16	BUY	870,000	1년		
2026-01-29	BUY	560,000	1년	-13.52	37.14
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: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	95.6
Hold(중립)	4.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-06-15

※해의 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 투자사결정은 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.