자동차 Analyst 신윤철

현대모비스(012330)

물적분할 시 주식매수청구권 도입 이래 최대 규모: 램프사업 매각 코멘트

◎ 처음부터 유동성 확보 목적의 딜 구조가 아니다: 관건은 얼마까지 순현금유출을 감내할 수 있는가?

- 10/28 현대모비스 공시에 따르면 의결권 있는 주주의 램프사업 분할 매각 반대의사 통지 기한은 2026년 11월 23일에 마감. 2026년 11월 24일에 개최된 임시주주총회에서 분할 매각 안건에 반대, 기권 등의 의결권 행사했다 하더라도 23일까지 사전에 별도로 분할 매각 반대의사를 통지하지 않은 주주는 주식매수청구권 확보 불가.
- 11/24 현대모비스 공시에 따르면 임시주주총회의 결과로 의결권 행사 주식수의 18.5%가 안건에 반대 및 기권. 당사 추산에 따르면 18.5% 전량 주식매수청구권 행사 가정 시 현대모비스는 청구액 매입에 약 5.1조 원 투입 필요. 그러나 사전에 별도로 분할 매각 반대의사를 통지하지 않은 주주 & 임시주주총회에서 기권을 행사한 국민연금공단(지분율 약 9.5%, 위탁 80% 가정)이 역사적으로 직접 물적분할 주식매수청구권을 행사한 사례가 없음을 반영 시 현대모비스가 실질적으로 지분 매입에 투입하게 될 자금의 최대치는 4.0조 원 수준으로 축소됨.
- 램프사업 매각대금 6,000억 원의 과반은 임직원 위로금 재원으로 투입될 예정(램프B/U 소속 글로벌 임직원수 5,000명 및 인당 평균 최소 6,000만 원 지급 가정). 이에 더해 반대 의사를 표명한 것으로 알려진 NBIM 보유 지분 전량에 대한 주식매수청구권이 행사되는 것만으로도 이미 이번 딜은 순현금유입 기대가 어려운 구조.
- 즉 램프사업 매각 건은 단기적인 유동성 확보 목적이 아닌, 오히려 순현금유출 감내가 필연적으로 수반됨에도 불구하고 미래 현금유입을 신사업에 적극적으로 투입하기 위한 목적의 딜이라는 점에 주목. 결국 딜의 철회 여부는 현대모비스가 감내할 수 있는 순현금유출 기준 금액의 상한선이 내부적으로 얼마까지 설정되어 있는지가 관건. 표면적으로 램프사업 물적분할 결정 철회 검토 가능 요건으로 알려져 있는 주식매수청구권 행사 주식매입 합계액 2,300억 원이라는 기준은 매각 성사 여부의 실질적 바로미터로 삼기 어려움.

◎ 주식매수청구권 매수예정가격: 40.8만 원, 과연 매력적인 업사이드인가?

① 현대모비스에 대한 주식매수청구권 행사는 매력적이지 않다고 판단. 물론 주주확정기준일(10/15) 종가 대비로 주식매수청구권 행사 시 +23.4% 확정 수익이기에 코스피 하락장에서의 대안일 수 있겠으나 오히려 주주확정기준일 이후 하락장에서 현대모비스 주가는 10% 이상 상승, 권리 행사의 실익이 축소되어가고 있음에 주목.

② 행사기간 마감일인 12/14까지 대부분의 기관투자자는 주가 추이를 살피며 의사결정 미룰 것으로 예상. 이 과정에서 매도세 완화로 행사의 실익은 더욱 축소될 전망. 만약 매입 청구액이 1조 원을 초과하지 않는다면 순현금 8조 원을 보유한 현대모비스는 청구액 전량 매입에 나서 딜을 마무리 지을 것으로 당사는 판단. 이후에는 개정된 상법에 의해 현대모비스는 매입한 자기주식을 1년 이내에 전량 소각 또는 임직원 보상의 형태로 처분해야 하며 통상적으로 연간 임직원 보상용 주식 매입 규모는 1,000억 원 내외. 나머지는 모두 소각 대상이 될 가능성 높음.

③ 바이백만으로 최대 3% 수준의 추가적인 EPS 상승 서프라이즈를 기대할 수 있으며 램프사업 부재로 인한 이익 축소는 내년의 전동화사업 적자 축소로 충분히 만회 가능. 또한 기존에 램프는 매출 기여도 대비 부담스러운 R&D 투자 요구되어왔던 제품군이기에 매각 이후 오히려 현대모비스 연결 마진 개선효과 기대할 수 있을 전망.

④ 램프를 시작으로 Physical AI 투자 목적의 레거시 자산, 사업 매각 지속 추진할 계획. 만약 주식매수청구권 제도로 인해 첫 물적분할 매각 시도가 무산될 경우 **현행 제도 하에서 후속 딜은 현실적으로 동력을 잃게 될 우려.**

주요 사업부 매각 또는 그룹사 간 이동 시 임직원 대상 위로금 지급 사례

그룹	매각 건	대상 인력	위로금·격려금 지급 사례 정리(언론사 추측 인용)
현대차	현대모비스 램프사업부 → OP 모빌리티	유니투스 (램프 생산 자회사, 김천공장)	뉴스타트 격려금 5,000 만원 → 1 억원 상향 + 공헌위로금(2021~2025 년 성과급 총액 기준) 개인별 약 2 억원 안팎
		현대 IHL (램프 생산 자회사, 경주공장)	노사 의견접근안: 현대모비스가 보유법인 지분 매각 재원을 바탕으로 매각 위로금을 지급하고, 구체 금액은 별도 합의. 생산인력 전원 고용승계·R&D 인력 100% 유지 포함, 뉴스타트 격려금 6,000 만원 + 타 자회사와의 공헌위로금 차액 보전 명목 5,000 만원 추가 지급안 검토
	현대위아 공작기계사업부 → 에이치엠티 컨소(스맥·릴슨 PE)	공작기계 사업부 100 여 명	1 인당 연봉 세 배 수준의 위로금 지급
롯데	일진그룹 일진머티리얼즈 → 롯데에너지머티리얼즈	일진머티리얼즈 직원	위로금 명목 1 인당 2,000 만원 이상 지급. 근속연수 등에 따른 추가분 포함 시 1 인당 2,000 만~4,000 만원대
	롯데케미칼 대산공장 물적분할→ HD 현대케미칼과 합병	대산공장 임직원	특별 격려금 기본급 500%: 통합법인 출범 전 기본급 100% + 이후 4 년간 매년 100%. 100% 고용승계 보장
SK	SK 에코플랜트 플랜트사업부문 물적분할(SK 에코엔지니어링)	이동 대상 약 1,200 명	사측: 이동자 1 인당 격려금 1,000 만원 제시(최초 300 만원에서 상향, 직원 설명 기준). 직원 요구안: 이동 전 세후 3,000 만원(주식 대체 가능) + 1 년 내 그룹 미편입 시 세후 5,000 만원 추가
	SK 네트웍스 SK 렌터카 → 어피니티 PE	해당 사업부 구성원 전원	고용 승계 보장, 사측 제안 인당 월급 2.7 개월 치(1 천만 원 수준), 노조측 제안 인당 6 개월 치
	(주)SK SK 스페셜티 → 한앤컴퍼니	해당 사업부 구성원 전원	고용 승계 보장, 인당 수천만원 규모 배상금 예상
LG	LG 화학 워터솔루션 편광필름 사업부 → 옵토일렉트로닉스, 신메이 머티리얼즈	해당 사업부 구성원 전원	고용 승계 보장 후, 희망퇴직 실시 5~10 년 직원은 희망퇴직 시 퇴직일 기준 기본급 30 개월치, 10 년 이상인 직원은 60 개월치 위로금 지급
	LG 화학 워터솔루션 사업부 → 글랜우드 PE	워터솔루션 사업부	고용 승계 보장 후, 희망퇴직 실시 5~10 년 직원은 희망퇴직 시 퇴직일 기준 기본급 30 개월치, 10 년 이상인 직원은 60 개월치 위로금 지급
금호아시아나	아시아나항공 화물기사사업부 → 에어인천	화물사업부 직원 800 명 (그 중 해외지점 100 명)	국내 근무 직원에게는 매각 위로금 5,000 만원을, 미주·유럽·동남아시아 등 해외직원 소속 직원에게는 3 개월 치 급여를 지급
우리금융	다자보험 동양생명·ABL 생명 → 우리금융	양사 직원 약 1,700 명	노조: 기본급 1,200% 요구. 편입 후 임단협에서 특별격려금 합의: ABL 생명 1 인당 1,000 만원, 동양생명 근속별 기본급 140~270%(최소 1,000 만원 보장)
한화	산업은행 대우조선해양 → 한화	대우조선해양 직원	고용 승계, 경영 목표 달성 조건부 성과급(기준임금 300%) 합의

자료: 언론종합, 키움증권 리서치

상장회사의 사업부 물적분할 이사회 결의 시 주식매수청구권 행사 가능: 2022년 12월 도입 이후 주요 사례

업체명	주주총회일	분할 내용	시가총액 대비 청구액 (%)	청구 한도 (억 원)	청구액 (억 원)	주당 매수청구가 (원)	실 청구주식수 (주)	발행주식수 (주)	국민연금 지분율	국민연금 표결
감성코퍼레이션	2026-06-04	모바일 주변기기 물적분할	철회	25	철회	철회	철회	90,503,771	5% 미만	기권
롯데케미칼	2026-04-30	대산공장 물적분할	0.0	2,000	17	81,130	21,264	42,775,419	7.39%	찬성
동진쎄미켐	2025-11-14	발포제 사업 물적분할	0.1	300	12	37,440	31,838	51,414,494	5% 미만	기권
KPX 케미칼	2025-11-04	전자재료 사업 물적분할	4.9	200	115	50,622	227,099	4,840,000	5% 미만	기권
현대위아	2025-04-25	공작기계 사업 물적분할	0.7	500	81	43,305	188,085	27,195,083	8.28%	기권
휴온스	2025-03-26	건기식 사업 물적분할	0.3	100	11	24,476	43,539	11,979,665	5% 미만	찬성
한독	2025-03-20	식품·건기식 사업 물적분할	6.0	15	93	12,063	773,300	13,763,533	5% 미만	기권
아시아나항공	2025-02-25	화물사업 물적분할	0.0	없음	9	10,355	89,719	74,411,764	5% 미만	찬성
엔씨소프트	2024-11-28	게임개발·AI 4개 부문 물적분할	0.0	230	10	196,308	5,278	21,954,022	6.30%	찬성
	2024-08-14	QA·IT 서비스 물적분할	1.8	130	733	193,636	378,434	21,954,022	6.30%	기권
SK 네트웍스	2024-08-07	스피드메이트·트레이딩 물적분할	4.3	1,000	425	4,983	8,525,091	221,277,902	6.60%	기권
HLB 글로벌	2024-07-31	자원개발(모래채취) 물적분할	철회	20	철회	철회	철회	42,380,273	5% 미만	-
한화	2024-05-16	모멘텀 사업 물적분할	5.3	3,700	1,266	28,394	4,456,938	74,958,735	7.61%	기권
골프존	2024-03-29	GDR 사업 물적분할	철회	300	철회	철회	철회	6,275,415	5% 미만	기권
코웨이	2024-03-22	화장품 사업 물적분할	0.9	100	369	56,357	654,932	73,799,619	6.44%	찬성
일동제약	2023-10-05	신약 R&D 물적분할	0.4	100	19	17,316	112,506	26,803,285	5% 미만	찬성

한글과컴퓨터	2023-08-25	웹오피스 사업 물적분할	0.1	100	2	12,921	17,425	25,609,234	5% 미만	찬성
인터로조	2023-03-29	스마트렌즈 사업 물적분할	0.8	100	30	30,123	98,348	13,216,478	10.56%	기권
DB 하이텍	2023-03-29	팜리스 사업 물적분할	0.0	1,500	1	46,480	2,177	44,398,588	8.58%	찬성

자료: DART, 언론 종합, 키움증권 리서치
주1: 주주총회에서 분할계획서 승인 전에 자진해서 분할 계획을 철회한 사례는 제외
주2: 국민연금 표결에서 기권은 국민연금이 주식매수청구 행사권을 확보했다는 의미
주3: 시가총액은 주주총회일 기준 시가총액 사용

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

Compliance Notice

- 당사는 11월 25일 현재 상기 언급된 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.