

2026.03.05

자동차 _ Issue Comment



토요타 자동직기 공개매수 최종 합의

현대차그룹의 지배구조 개편의 촉매로 작용

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

토요타 자동직기 공개매수, 주당 20,600엔으로 엘리엇과 최종 합의

3월 2일 토요타그룹은 토요타 자동직기(6201.T) 공개매수 인수가액을 5.9조엔(주당 20,600엔)으로 엘리엇과 최종 합의했다. 토요타그룹이 최초(2025.06.03) 제시했던 인수가액은 4.7조엔(주당 16,300엔)으로 전일 증가 대비 23% 프리미엄을 부여한 수준이다. 그러나 11월 엘리엇 매니지먼트(행동주의 펀드)가 3.26%의 지분 확보와 함께 인수가액의 저평가(일본 증시 평균 공개매수 프리미엄이 40% 내외)를 근거로 주당 26,000엔을 요구하며 교착상태에 빠졌다. 이에 토요타그룹은 인수가액을 5.4조엔(주당 18,800엔)으로 상향했으나 발표 익일 엘리엇은 거절 성명을 발표했다. 그리고 이번 2차 제안(5.9조엔, 주당 20,600엔)으로 55.4% 프리미엄에 최종 합의했다.

토요타그룹의 지배구조 개편 시계는 다시 돌아간다

토요타 자동직기 공개매수를 통한 완전 자회사화 및 상장폐지는 그룹 내 상호·순환출자 고리 해소와 창업일가 승계로 연결된다. 일본 정부는 밸류업 정책의 일환으로 상호출자 해소를 요구하고 있다. 토요타 자동직기는 그룹 내 가장 많은 상호·순환출자 고리가 지나가는 만큼 해소 1순위일 수밖에 없다. 더불어 장기적인 관점에서 이번 공개매수는 승계를 감안한 지배구조 개편의 시작점이다. 핵심회사인 토요타 자동차에 대한 창업일가 지분율이 최대 12% 내외로 높지 않다. 단순 지분 매입만으로 충분한 지배력 확보가 어려워 지배구조 개편은 필연적이다. 최근 부임한 CEO(켄타 콘)가 아키오 회장의 장남 다이스케(Woven by Toyota 수석부사장, 38세)와 함께 근무한 점을 감안 시 다이스케의 입지도 더욱 확대될 전망이다.

현대차그룹 지배구조 개편의 Catalyst로 작용할 전망

토요타 공개매수는 현대차그룹의 지배구조 개편 시계를 앞당기며 리레이팅을 견인할 강력한 촉매다. 지난 보고서(토요타에서 현대차까지(2025.12.05))에서 언급했듯 현대차그룹도 순환출자 해소와 승계 준비가 필요하다. 국내 10대 그룹 중 유일하게 순환출자 고리를 유지 중인 만큼 토요타의 동향을 주시할 수밖에 없다. 다만 자본 배치의 뚜렷한 차별화에 주목해야 한다. 글로벌 경쟁사인 토요타는 내부 지분 정리에 5.9조엔 이상의 막대한 자본 소진이 불가피하다. 반면 현대차그룹은 지배구조 개편 시나리오를 감안 시 미래 밸류체인에 자본을 집중할 수 있다. 이는 기존 Legacy OEM에서 Physical AI 플랫폼으로의 전환속도 우위를 증명하며 현대차그룹의 멀티플 프리미엄 진입을 정당화하는 핵심논리다.



표1 토요타 자동직기 공개매수 합의 진행과정

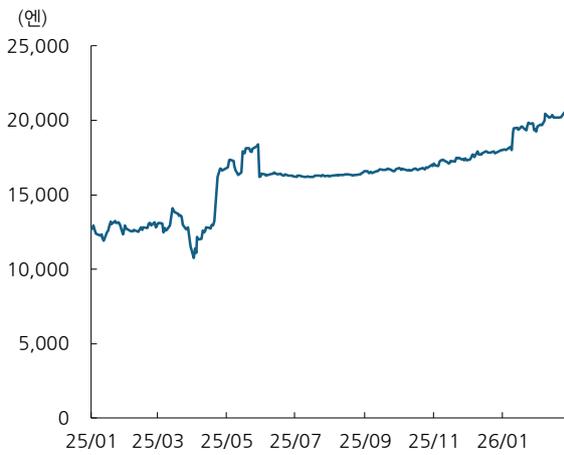
| 일자 | 내용 | 매입가액 (조엔) | 주당 가격 (엔) | 프리미엄 (%) |
|------------|--|--------------|--------------|-------------|
| 2025-06-03 | 토요타 자동직기 공개매수 계획(완전 사회화/상장폐지) 발표 | 4.7 | 16,300 | 23.0 |
| 2025-11-11 | 엘리엇 매니지먼트가 인수가액 저평가 문제 제기, 주당 26,000엔 요구 | | | |
| 2026-01-14 | 토요타 자동직기 공개매수 인수가액 1차 인상(+15%) 발표 | 5.4 | 18,800 | 41.9 |
| 2026-03-02 | 토요타 자동직기 공개매수 인수가액 인상(+26%) 합의 | 5.9 | 20,600 | 55.5 |

자료: DS투자증권 리서치센터

주1: 25년 11월 엘리엇의 지분은 3.3%였으나 26년 3월 7.1%까지 확대

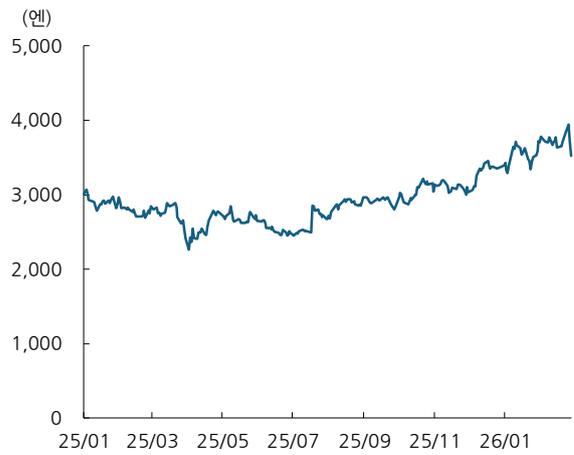
주2: 공개매수 최종 성사를 위해 소액주주 참여가 필수적. 최소 응모율 요건은 42.01%으로 기존 응모율(2월 12일 기준 33.1%)에 엘리엇 지분(7.1%)과 추가 참여가 필요

그림1 토요타 자동직기 주가



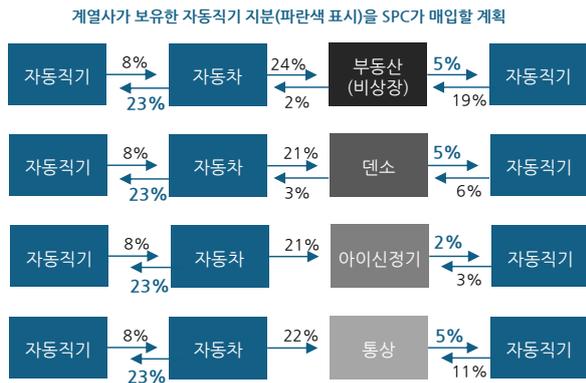
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림2 토요타 자동차 주가



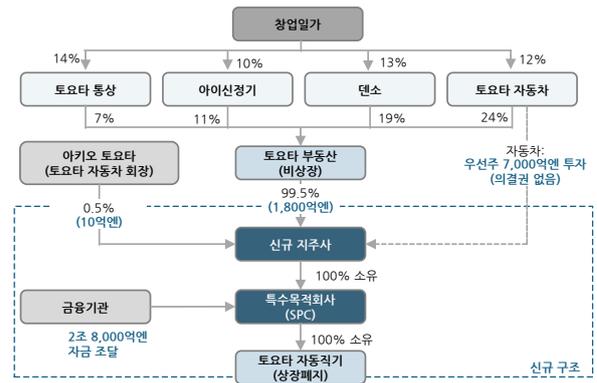
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림3 토요타 그룹의 대표적인 순환출자 고리



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림4 토요타 자동직기 비상장화 공개매수 방식(최초 발표 기준)



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

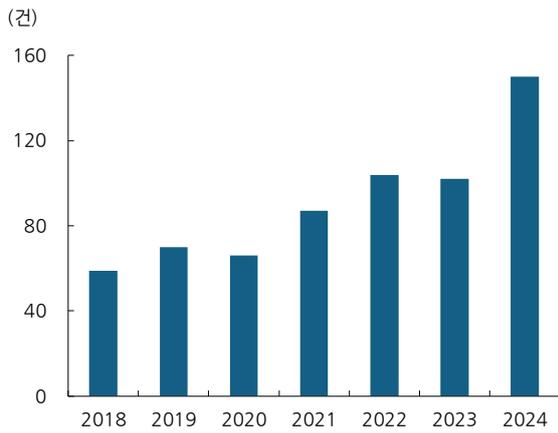
그림7 창업일가 보유 지분 가치

| (십억엔) | 자동차 | 자동차 | 방직 | 통상 | 부동산 | 덴소 | 아이신 정기 | 아이산 공업 |
|-------------|-------|--------|-----|-------|-----------------|-------|-----------|-----------|
| 창업일가 | 590 | 6,512 | 47 | 969 | - | 807 | 182 | 11 |
| 아키오 | - | 85 | - | - | - | 0 | - | - |
| 마스터 신탁은행 | 590 | 6,428 | 47 | 969 | - | 807 | 182 | 11 |
| 시가총액 | 6,693 | 56,230 | 549 | 6,729 | 1,000~ 3,000 | 6,110 | 1,866 | 126 |

창업일가는 자동차기, 덴소, 아이신정기 지분 매각 시 1.5조엔 확보 가능
부동산 추정 가치(1~3조엔)의 50% 이상 지분 매입할 수 있는 자금 규모

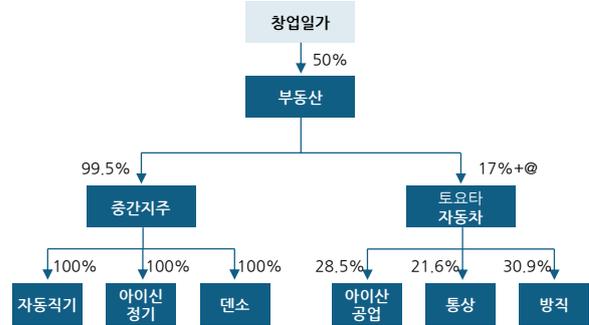
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림9 일본 행동주의 펀드 캠페인 수



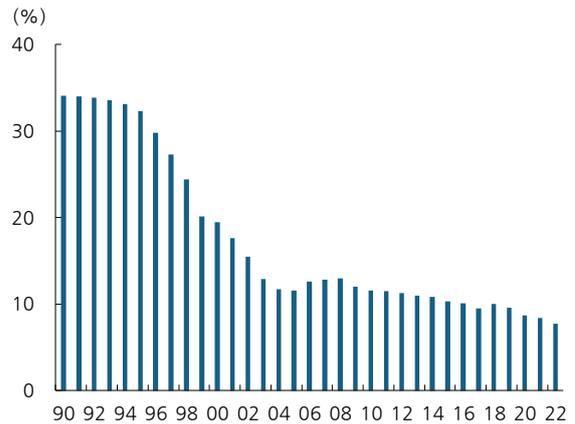
자료: Nikko Asset Management, DS투자증권 리서치센터

그림8 토요타 그룹 상호/순환출자 완전 해소 후 예상 지배구조



자료: DS투자증권 리서치센터

그림10 일본 증시 내 상호출자구조 유지 종목 비중 추이



자료: 노무라, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

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 당사에 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.
-