

2021. 1. 20



## ▲ 자동차/타이어

Analyst 김준성

02. 6454-4866

joonsung.kim@meritz.co.kr

RA 이다빈

02. 6454-4882

dabin.lee@meritz.co.kr

## Overweight

## 자동차

## Non-Tesla, 현대차그룹의 Identity

- ✓ P와 Q의 재정의에 기반한 모빌리티 데이터 시장 개막
- ✓ 21년, 시장을 선도 중인 Tesla에 대항하는 Non-Tesla 연합 결성 고도화 시작
- ✓ Non-Tesla 결성 과정 속에서 현대차그룹의 역할과 가치에 대한 재평가 지속 전망
- ✓ 이번 보고서를 통해 현대차그룹의 모빌리티 기술 고도화 방향 및 그룹 내 핵심 계열사들의 가치와 역할에 대한 점검 진행
- ✓ 업종에 대해 Overweight 투자 의견 유지

## P와 Q의 재정의에 기반한 새로운 시장 개막 → Non-Tesla 등장 고도화

Tesla가 선도하고 있는 모빌리티 데이터 시장은 지금까지의 자동차 산업과는 전혀 다른 개념의 P와 Q가 적용되고 있다. 개별 차량을 정해진 가격에 판매함으로써 수익을 거두는 구조가 아닌, 누적 판매된 차량들의 지속적인 이용 과정에서 데이터에 기반한 비즈니스 모델을 제시하는 새로운 시장이 개막한 것이다.

이에 대응하기 위한 Non-Tesla 연합 결성이 구체화되기 시작했다. 이동 수단으로서의 차량 제조와 데이터 비즈니스 모델 전개를 위한 디바이스 구축은 큰 차이가 존재한다. Non-Tesla 연합의 기술적 진전과 비즈니스 개진을 위한 선결 조건이 바로 디바이스의 구축이라고 판단한다. 이를 실현할 수 있는 제한적 제조업체는 기업가치 재평가가 시작될 예정이다. 그리고 디바이스 구축에 기반한 데이터 비즈니스 역량 강화는 더 높은 가치평가의 기재로 작용할 전망이다.

## 디바이스 제공자, 그 이상을 지향하는 현대차그룹

현대차그룹과 Apple의 협업 보도가 처음 공개된 이후 다양한 의견이 쏟아지고 있다. 양 측의 공식적 입장 발표가 부재한 지금, 모든 의견은 각각의 주체가 알고 있는 제한적 정보에 근거한 추론에 불과한 것이 사실이다.

현 시점에서 양사의 협업에 대해 확정적 결론을 제시하는 것은 불가능하나, 공개된 정보에 근거해 실현 가능한 시나리오들을 검토해보는 것은 가능하다. 이번 자료를 통해 1) 현대차그룹의 모빌리티 시장 내에서의 객관적 경쟁력 현황, 2) 확보된 경쟁력에 근거해 향후 발현 가능한 세 가지 기업가치 방향성 시나리오, 3) 데이터 디바이스 구축과 데이터 서비스 비즈니스 모델 제시를 위해 예상되는 현대차그룹의 주요 기술 확보 계획과 그 안에서의 그룹 내 핵심 계열사들의 역할 등에 대해 검토해보았다.

Non-Tesla 결성 관점에서 핵심 가치사슬 별 기술 주도권을 갖춘 기업의 구성은 상당 부분 구체화되었다. 이제 연합에 참여하는 업체간 기술 리더십 확보 경쟁이 관건이다. 현대차그룹 내 업체들과 국내 부품업체들의 기술 경쟁력 실현 여부에 따른 기업가치 변화에 기민한 관심이 필요한 시기이다.

## Q. 왜 모두가 '자동차 · 모빌리티'를 외치는 걸까?

### A. 모빌리티 데이터 플랫폼 시대 개막 → P · Q 에 대한 새로운 정의 시작

인공지능 · 반도체 · 인터넷 · 통신 · 에너지 · 소재 · 서비스 · 광고 · 항공 · 우주 · 유틸리티 · 인프라. 수 많은 산업들이 지금까지 그들의 본업과 무관하다고 인지했던 자동차 · 모빌리티 시장을 새로운 성장 동력으로 언급하고 있다. 유선 인터넷 서비스 (PC)와 무선 인터넷 서비스 (스마트폰)의 등장 이후, '데이터' 시장이라는 이름으로 한데 묶이기 시작했던 이종산업 간 결합이 한층 더 두터워지는 이유이다.

지난 10 년간 약 20 배 증가한 글로벌 데이터 발생량은 향후 10 년간 다시 10 배 · 20 배의 성장을 실현할 것이다. 혹자는 이 같은 상황을 보며 "Data is the New Oil"이라고 말하고, 쏟아지는 관심과 투자를 일컬어 "The Next Gold Rush"라고 부르고 있다. 이 거대한 성장의 물결 중심에 바로 '자동차'가 있다.

'자동차' 산업의 패러다임 전환은 P 와 Q 의 재정의에서 시작된다. 지금까지 P 는 차량 당 판매가격을 뜻했고, Q 는 판매량을 의미했다. 성숙된 시장 내에서의 성장 도모를 위해 업체들은 점유율 경쟁에만 집중할 수 밖에 없었고, 출혈 경쟁은 수익성 축소로 이어졌다.

새로운 시장의 문을 연 Tesla 로 인해, 이제 시장은 전혀 다른 P 와 Q 의 접근법을 이해하기 시작했다. Tesla 는 차량 한 대를 판매함으로써 P 인식을 끝내지 않는다. Tesla 의 P 는 차량 판매 이후 새롭게 시작된다. 소비자는 차량 구매의 3 대 결정요소인 경제성 · 편의성 · 재미의 극대화를 위해 \$10,000 의 추가 지출을 통해 FSD 를 구매한다. 데이터 기반 보험 상품인 Tesla Insurance 에 \$3,000-4,000 씩 매년 지출한다. 인포테인먼트 (Streaming · Game)를 위해 매달 \$9.99 를 지불하고, 차량 기능 개선을 위해 또 다른 지출 (Acceleration Boost, \$2,000)을 기꺼이 용인한다. 기술 고도화를 통한 로봇택시 기능의 등장은 Ride Sharing · Hailing, 배달, 이동형 오프라인 매장 등 다양한 서비스 제공을 통해 새로운 P 상승을 견인한다. Supercharger · Power Wall · Starlink 등이 융합된 데이터 디바이스가 창출할 가치는 산정 불가한 수준이다.

향후 데이터 디바이스 제공자들은 대당 판매가격을 낮추기 시작할 것이다. 차량 판매를 통한 이익 실현은 그 기여와 의미가 낮아지고, 낮은 가격에 많은 차량을 보급함으로써 P 확장의 승수효과가 발생되기 때문이다.

Q 의 개념도 전환된다. 우리는 지금까지 YoY · QoQ 판매량 증감에 주목했다. 시점 시점을 나누어 Q 변화에 주목했던 이유는 대부분의 이익 발생이 차를 판매하는 순간에 집중되고, 그 이후에는 추가적 이윤 창출이 제한됐기 때문이다. 이제 Q 는 누적 개념이다. 판매 후 사용되고 있는 누적 디바이스 총량에 대당 발생 가능한 P 의 값을 곱하는 것이 새로운 매출 인식 방법이다. 우리 모두는 이 같은 변화를 이끌어갈 기술과 시장의 등장을 목도하고 있다. P 와 Q 의 재정의에 기반한 새로운 데이터 시장의 등장, 이것이 바로 모두가 자동차 그리고 모빌리티에 집중하는 이유이다.

## Q. Non-Tesla 의 등장을 위한 선결 조건은 무엇인가?

### A. 데이터 수집 · AI 고도화 · 데이터 비즈니스 전개의 수단인 디바이스 구축

모빌리티 데이터 플랫폼 시장을 개척한 선구자, Tesla 는 초격차 확보를 위해 매진 중이다. Tesla 의 기술적 발전 흐름과 비즈니스 전략에 대한 이해는 지난해 발간한 보고서 'Data War, Tesla vs. Non-Tesla (요약 링크: <https://bit.ly/3gKslAI>)'로 같음하겠다.

Non-Tesla 에게 Tesla 의 성장은 위협적이다. 수집 데이터의 확장과 기술 고도화를 통해 기대 이상의 P 증대 (비즈니스의 가치, 가격, 종류의 상승)와 Q 증가 (누적 판매대수)를 실현하고 있기 때문이다.

Google · Apple 의 준비가 부재했던 것은 아니다. 각각 2011 년과 2014 년 자율주행에 기반한 데이터 시장 진출을 위한 닳을 올렸다. 그러나 2020 년 자율주행 기술 완성을 예고했던 Google 은 다음 10 년을 기약했으며, Apple 은 그 어떠한 진전도 공유하고 있지 않다. GM · Ford · Toyota · Honda 등 전통 자동차 업체들 또한 2020 년을 자율주행 상용화의 원년으로 예고해왔으나, 유의미한 결과는 아직 존재하지 않는다.

물론 Tesla 가 실현한 기술과 이들이 준비해온 기술의 비교에는 다양한 시각이 존재한다. 그러나 Tesla 가 전세계 시가총액 Top 10 기업으로 올라선 사이, 같은 지향점을 가진 다른 기업들의 가치는 역행했다. 기대가 컸던 Google Waymo 의 시장 가치가 2018 년 \$175bn 에서 2020 년 3 월 \$30bn 까지 추락한 것이 대표적 예이다. 디바이스 구축에 대한 다른 생각이 격차를 만들었다는 판단이다. 개발 성과가 더딘 업체들은 모빌리티 서비스 전개를 위한 디바이스를 H/W 적 고도화만으로 가능하다고 기대했거나, S/W 적 진전을 위한 데이터 습득 양과 방법에 있어 물리적으로 제한된 길을 택했다고 보여진다.

모빌리티 데이터 서비스를 실현하기 위해서는 자율주행 역량 확보가 선결 조건이다. 사용자의 손 · 발 · 눈이 자유를 얻을 때, 그들은 마침내 공간과 시간을 활용할 수 있다. 자율주행의 기술적 진전이란 인간의 주행 능력을 넘어서는 것을 의미하며, 무한의 변수에 대해 능동적 대처가 가능한 인공지능 확보가 필요하다.

인공지능의 개발은 일반적 주행 환경 데이터 축적과 더불어 사고 확률이 높아지는 상황에 대한 Edge Case 학습에서 비롯된다. 주행 데이터는 축적 관점에서 완성이란 단어를 쓸 수 없다. 말 그대로 무한의 확률이며, 학습은 최다 데이터를 기반으로 최고 정교함을 목표로한다.

데이터의 축적을 위해서는 많은 주행 차량이 필요하다. 그러나 수집 데이터의 가공으로 인공지능을 고도화하는 것은 기존의 차량으로 실현하기 어렵다. ① 차량 주행을 담당하고 데이터를 1 차적으로 습득하는 In-Vehicle Processor, ② 수집 데이터를 학습하고 주행 능력을 고도화시킬 Deep Learning Training 역량과 Cloud Server, ③ 이들 간의 소통 (수집 데이터 및 학습 결과의 전달)을 실현할 OTA, ④ 방대한 데이터의 빠른 이동과 차량 내 기능의 융합 제어를 가능하게 하는 집중형 Architecture, ⑤ 에너지 효율성이 높은 BEV 플랫폼이 필요하다.

Tesla 는 지난해 말 기준 백만대 이상의 차량이 전세계를 누비며 데이터를 수집 중이다. Tesla 는 하나의 차량이 특징적 데이터를 확보하게 되면, 얼마 뒤 전세계의 모든 차량이 같은 상황에 대한 대처능력을 보유하게 된다. 그리고 바로 지금 이 순간에도 Tesla 의 차량 판매는 계속해서 증가하고 있다. 반면 Non-Tesla 중 데이터 확보에 가장 적극적이라 평가 받는 Waymo 조차도 같은 시기 불과 600 대의 차량으로 제한적 운영을 실현 중이었다. 모빌리티 데이터 서비스 비즈니스를 전개를 위해선 자율주행 기술의 완성이 필요하다. 이는 '기술 고도화를 위한 데이터가 필요하다', '데이터를 축적할 디바이스가 필요하다', '디바이스로 사용될 차량에 보안/압축 능력이 뛰어난 OTA · 집중형 Architecture · 효율적 에너지 사용이 가능한 BEV 가 필요하다'와 같은 의미로 표현될 수 있다.

아쉽게도 이 같은 디바이스를 상용화한 업체는 현재 Tesla 뿐이다. 그렇기에 지금까지 우리는 유의미한 Non-Tesla 업체 또는 연합의 등장을 확인하지 못했다. Non-Tesla 의 진전을 위해 지금 당장 가장 필요한 핵심 필요조건은 바로 디바이스 기술의 완성과 이들 디바이스의 대량양산 및 보급이다. Apple 과 현대차그룹의 협업은 바로 이 같은 관점에서 역할과 방향에 대한 이해를 시작해볼 수 있다.

**Q. 현대차그룹이 지향하는 Non-Tesla 내 가치와 역할은 무엇인가?**

**A. 디바이스 제공자 그 이상**

현대차그룹과 Apple 의 협업 보도가 처음 공개된 이후 다양한 의견이 쏟아지고 있다. 양측의 공식적 입장 발표가 부재한 지금, 모든 의견은 각각의 주체가 알고 있는 제한적 정보에 근거한 추론에 불과하다. 양사의 협업에 대해 확정적 결론을 제시하는 것은 불가능하나, 공개된 정보를 바탕으로 세 가지 가능성을 열어보고자 한다.

시나리오 전개를 위해 활용한 공개 정보는 다음 여섯 가지이다.

- 1) 현대 · 기아의 글로벌 BEV 시장 점유율은 빠르게 상승 중이다 (16년 17위 → 17년 13위 → 18년 8위 → 19년 5위 → 20년 3위),
- 2) 양사 BEV의 에너지 효율성 (Core Efficiency)은 경쟁 모델 중 Tesla에 이어 가장 높다,
- 3) BEV 전용 플랫폼 도입이 Non-Tesla OEM 중 VW (20년 9월)에 이어 두 번째로 빠르며, 통합 열관리 시스템 기술 실현은 Tesla 이후 처음이다,
- 4) Non-Tesla OEM 중 세 번째로 높은 자율주행 역량 평가를 받고 있다 (20년 발표된 Navigant Research 기준),
- 5) OTA 업데이트가 가능한 집중형 Architecture의 21년 상용화를 예고했으며 (20년 12월 Investor Day에서 공개), 이는 Non-Tesla OEM 중 가장 빠른 도입이 예상된다.
- 6) Non-Tesla OEM 중 가장 공격적인 모빌리티 투자 (Aptiv · Boston Dynamics)를 집행 중이다 (5개년 모빌리티 투자 계획: 현대차그룹 \$87bn vs. VW 그룹 \$60bn · GM \$27bn).

시나리오 1. 현대차그룹에게 가장 부정적인 경우는 데이터 디바이스로서의 차량 제조 진입장벽이 실제로는 높지 않은 경우이다. 과거 Android OS 기반 스마트폰 제조 기술이 범용화되며 스마트폰 제조 업체의 부가가치 창출이 유의미하지 않았던 상황이다.

가능성이 낮다고 판단한다. 현재 디바이스 구축 비전을 밝히고 있는 글로벌 OEM은 현대차그룹 · GM · VW 뿐이며, 핵심 역량인 BEV Core Efficiency 고도화 · 집중형 Architecture 설계 · OTA 기능 구현 가능 시점을 공개하고 있는 업체 또한 이들로 제한된다.

시나리오 2. 제조 능력을 갖춘 OEM이 일부 업체로 국한되는 경우이다. 다수의 데이터 서비스 업체들이 소수의 OEM사에 의존하는 격이다. 제조의 부가가치가 기존과는 차별화될 수 있다. 모빌리티 시장으로 진입하기 위한 입구 역할을 제조 업체가 확보하게 된다. 일부 업체의 디바이스 공급 점유율이 기존 차량 판매 시장에서의 점유율 대비 큰 폭으로 확대될 수 있다. 제조 마진 개선을 통해 실적 가시성이 높아지면 밸류에이션 확장이 가능해진다.

현재까지 발현된 기술 역량에 비추어봤을 때, 실현 가능성이 가장 높은 시나리오라고 볼 수 있다. 물론 Tesla와의 기술 격차 축소는 여전히 속제로 남겠다.

시나리오 3. 가장 이상적 상황이다. 디바이스 제조 및 공급을 넘어, 디바이스에서 확보된 데이터에 기반하여 자체적으로 인공지능 역량을 고도화하고 독자적인 모빌리티 서비스 비즈니스를 영위하는 것이다. 실제로 현대차그룹은 이러한 전략 전개를 공식화했으며, 실현을 위한 단계별 진행은 다음과 같이 추정한다.

- 1) e-GMP에 기반해 경쟁 업체 대비 더욱 차별화되는 BEV 에너지 효율성 확보. 이미 현대 · 기아 BEV 모델들의 Core Efficiency는 3~4년전 출시 모델임에도 불구하고, Tesla에 이어 글로벌 OEM 중 두 번째로 높은 수준.
- 2) 21년 하반기 2세대 통합제어기 (집중형 Architecture) 상용화 및 OTA 기능 구현을 통한 Deep Learning Training 시작. OTA를 업데이트 주고 받을 차량 및 서버 내 Processor 들은

모두 Nvidia 의 Nvidia Drive 사용 (20년 11월 파트너십 체결).

3) Aptiv 와 함께 설립한 Motional 및 20년말 인수 예정인 Boston Dynamics 의 인력과 기술에 기반한 Deep Learning Training 고도화와 인공지능 기술의 적용 영역을 확장. 동시에 Canoo · Arrival 등 BEV 플랫폼 전문 업체들과 공동 개발한 차세대 BEV 플랫폼 구축.

4) Big Tech 기업과의 협업을 통해 그들이 제공할 Processor 들과 디바이스의 융합 노하우를 확보하고, 인공지능 강화 구조를 학습.

5) 23년 더욱 고도화된 자체 개발 디바이스와 인공지능이 융합된 독자적인 모빌리티 데이터 플랫폼 공개 및 데이터 비즈니스 상용화.

현대차그룹 내 업체별 역할은 아래와 같이 구분될 것으로 예상된다.

1) 현대차: 그룹 전반의 기술 투자 및 발전을 주도하며 자체 브랜드의 데이터 디바이스 구축, 데이터 서비스 비즈니스 모델 개발하고, 그룹 전반의 B2C 비즈니스 주도.

2) 기아차: 디바이스 공급자로서 Big Tech 와의 협업을 진행하며, 고도화된 Processor 들과 디바이스 간의 융합 기술 확보, 자체 브랜드 구축보다는 PBV (Purpose Built Vehicle, 다양한 B2C 서비스 비즈니스 전개 목적 기업들에게 각각의 니즈에 맞는 디바이스 제공)에 더 집중.

3) 현대모비스: 디바이스 내 가장 ASP 가 높은 부품인 BEV 파워트레인 (배터리 관리 시스템 (BMS) · 모터 · 인버터 · OBC 등) 기술 고도화 및 공급.

4) 현대위아: Tesla Super Bottle 개념의 통합 열관리 시스템 (배터리 · 전장부품 · 실내공조) 고도화 지속, 23년 출시될 신규 BEV 모델들을 기점으로 공급 본격화.

5) 현대오트모버: SOTA · FOTA 를 통해 업로드/다운로드될 주행 데이터의 수집과 기능형 소프트웨어 개발을 담당. 집중형 Architecture 고도화 기술에도 관여.

해당 시나리오가 현실화될 시, 현대 · 기아차의 비즈니스 영역은 제조에서 서비스로 확장되며 데이터 기업으로서의 새로운 가치평가 프레임이 적용될 전망이다. 가장 높은 기업가치 상승을 실현할 수 있다. 부품 업체들은 새로운 비즈니스 모델의 발현과 공급 부품의 양적 팽창을 영위할 수 있다. 외형 확장과 규모의 경제 확보를 통한 수익성 개선으로 현대 · 기아차의 기업가치 상승에 동행할 수 있다.

21년은 다양한 Non-Tesla 연합 결성의 원년이다. 핵심 가치사슬 별 기술 주도권을 갖춘 기업의 구성은 상당 부분 구체화되었다. 이제 연합에 참여하는 업체간 기술 리더십 확보 경쟁이 관전 포인트이다. 현대차그룹 내 업체들 및 국내 부품업체들의 기술 경쟁력 실현 여부에 따른 기업가치 변화에 기민한 관심이 필요하다.

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

| 기업                     | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |  |
|------------------------|--|--|
| 추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급 | Buy  | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상           |
|                        | Hold   | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 |
|                        | Sell   | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만           |
| 산업                     | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                  |  |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급       | Overweight (비중확대)                                |  |
|                        | Neutral (중립)                                     |  |
|                        | Underweight (비중축소)                               |  |

**투자의견 비율**

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 82.2% |
| 중립   | 17.8% |
| 매도   | 0.0%  |

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율