GLOBAL EQUITY

2025. 11. 17.

EV/모빌리티팀

임은영 팀장

esther.yim@samsung.com

리서치센터 리포트 바로가기

테슬라 (TSLA US)

테슬라 컨콜: 수익성의 Key는 로보택시 규제 완화

- 11월 14일에 테슬라 IR팀과 컨콜 실시. 주요 질문은 IRA 보조금 중단 이후 실적 상쇄 방안과 로보택시로 인한 실적 개선 효과.
- 미국 판매 둔화를 상쇄할 수 있는 방안은 로보택시와 FSD 채택률 확대. 사이버캡 확대를 위해서는 FMVSS 규제 완화가 필요.
- 실적은 2026년 상반기까지 부진이 예상되지만, 2Q26에 로보택시/옵티머스 생산을 기점으로 주가 변동성은 낮아지고 우상향 예상.

WHAT'S THE STORY?

2026년 상반기까지 실적 부진 예상: 미국, 중국, 유럽에서 판매 부진과 에너지 사업부는 관세 타격.

- **미국, 10월 4만 대(-11%YoY) 판매:** 9월 말 IRA 전기차 보조금 중단. 5천 달러가 낮은 모델3, 모델Y 저가 트림을 출시했지만, 수요 부진을 상쇄하기는 어려울 전망.

  한편, 한미 관세 협상에서, FMVSS(Federal Motor Vehicle Safety Standards)를 준수한 차량은 한국에 수출이 무제한으로 가능해짐. 한국에 수출 대수 확대로 일부 상쇄 예상.
- **중국, 10월 6.1만 대(-10%YoY) 판매:** 중국 내수 판매는 2.6만 대(-35.7%YoY)로 2022년 11월 이후 최저치. 11월 초에 5개 시트 롱레인지 출시 예정. 중국은 2026년 2월~3월에 FSD 허용 시 판매 회복 예상.
- **유럽, 9월 3.9만 대(-12%YoY) 판매:** 유럽 전기차 수요 성장률(+25%YoY)을 크게 하회 중. 유럽은 FSD 허용 지연. 모델3, 모델Y의 저가 트림 출시로 일부 회복 예상.
- **에너지 사업부, 관세 타격으로 수익성 둔화 전망:** 3분기 실적은 보유했던 재고를 활용하면서, 수익성에 영향이 없었음.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023	2024	2025E
매출액 (십억원)	81,462	96,773	97,690	95,334
영업이익 (십억원)	13,656	8,891	7,076	4,581
순이익 (십억원)	12,556	14,997	7,091	5,548
EPS (adj) (원)	3.6	4.3	2.0	1.7
EPS (adj) growth (%)	121.6	18.8	(52.6)	(61.0)
EBITDA margin (%)	22.6	15.2	15.0	13.5
ROE (%)	33.5	27.9	10.5	7.0
P/E (adj) (배)	33.7	95.6	184.0	265.9
P/B (배)	8.7	12.6	17.8	18.5
EV/EBITDA (배)	20.6	52.5	91.6	112.7
Dividend yield (%)	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 삼성증권

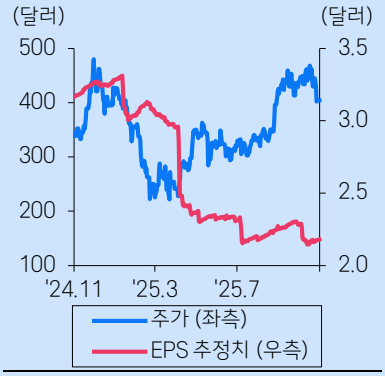
▶ 종목 정보

현재주가	**404.35 USD**
블룸버그 평균목표주가	387.1 USD
시가총액 (달러)	1344.8 십억 달러
시가총액 (원)	1957.5 조원
Shares (float)	2909.1 백만주 (87.5%)
52주 최저/최고	214.3 / 488.5 달러
90일-평균거래대금	35.8 십억 달러
국가	US
상장거래소	NASDAQ GS
산업	Auto Manufacturers

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
테슬라 (%)	-5.7	15.5	26.1
Nasdaq 대비 (%pts)	-6.7	-3.7	3.5

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg, 삼성증권

삼성증권

로보택시 2025년 말까지 8~10개 도시 확대: 실적 반영은 2026년 하반기 예상.

- **2026년 상반기까지는 도시 확대 및 운영 경험 축적의 시기:** 테슬라의 자율주행 AI모델은 End-to-End 방식으로 지역 확장이 용이. 텍사스 오스틴에서도 2달 만에 8.6배 지역 확장. 그러나, 운영대수는 20~30대 수준. 지역별로 300대 이상이 되어야 안정적인 서비스가 가능. 일례로 샌프란시스코지역에서 웨이모의 운행대수는 250대이며, 공급이 타이트한 상황.
- **사이버캡 확장 이전에는 모델Y 활용 예상:** 사이버 캡은 페달과 브레이크가 없는 무인차. 미국의 차량 안전 규제인 FMVSS는 사람이 운전하는 차를 기준으로 제정되어 있음. 현재 NHTSA에서 최대 2,500대/년까지 FMVSS를 면제해주는 프로그램이 있어, 사이버 캡은 2,500대를 넘어갈 수 없는 상황. 2026년 4월 사이버캡 생산 일정에 맞추어, 미국의 규제 완화가 필요. 규제 완화 이전까지는 모델Y를 로보택시로 활용할 것으로 예상.
- **로보택시 비용은 0.3~0.5달러/마일:** 사이버캡의 경우 운영 비용은 0.3달러/마일. 모델Y로 로보택시를 운영할 경우 비용은 0.5달러/마일. 우버의 라이드 헤일링 운영 비용은 2달러/마일.
- **로보택시 생산 목표는 300~400만 대:** 초기에는 텍사스 공장에서 1개의 별도 라인에서 생산. Unboxed Process로 생산되면서, 생산 공정 사이클이 1대당 20~30초로 단축 가능. 전통 자동차 공장의 생산 공정 사이클은 1대당 70~90초.

FSD 라이센싱은 후순위: Legacy 자동차업체와의 기술 격차, 시간 소요, 규모를 감안할 때, FSD 라이센싱은 단기에 기대하기 어려울 전망.

- **FSD 라이센싱, 적용에 최소 3~5년이 필요:** 대부분의 완성차업체는 자율주행 기술이 통합되어 있지 않고, 설계도 테슬라와 많이 다름. 테슬라의 FSD를 적용하기로 결정한다면, "추론 보드와 FSD 컴퓨터를 차량 내 어느 위치에 둘 것인지", "카메라 8개를 어떤 위치에 설치할 것인지" 등 설계가 변경되어야 함. OEM은 이 스펙을 반영해 차량을 사실상 새로 설계해야 하며, 이는 2년~수년이 소요될 수 있는 작업. 설계 이후에는 테슬라가 최종 캘리브레이션을 지원하고, 소프트웨어가 해당 차량에서 제대로 작동하는지 검증해야 함. 이 전 과정은 다년간에 걸친 프로젝트가 되며, 많은 OEM들이 리스크와 복잡성을 이유로 선뜻 결정하지 못하고 있는 상황
- **최소 1백만 대 규모 필요:** 전기차 1백만 대 이상에 적용되지 않는다면, 테슬라의 R&D 인력을 FSD 라이센싱에 투입하기 어려움. 현재는 로보택시 옵티머스에 집중.

옵티머스 생산, 2026년에 프리몬트에서 시작: 초기에는 테슬라 내부 공장에서 활용

- **1Q26에 3세대 공개:** 덱스트러스 복잡성을 해결 중.
- **2026년에 연산 1백만 대 생산 체제 구축:** 내부 공장에서 활용 후, 외부 판매 시작. 옵티머스가 실적에 반영되는 것은 2027년 예상.

주요 Q&A

- **Q. IRA 세액공제 종료로 미국 EV 판매 둔화가 예상되는데, 이 기간 동안 판매량 유지 계획?**
- A. IRA 세액공제 종료는 미국 내 EV 수요 둔화 요인으로 많은 셀사이드 애널리스트들이 우려를 제기했음

  10월 인도 실적 발표 이후 이런 논의가 많이 있었고, 그래서 실적 콜에서 미국뿐만 아니라 다른 지역에서도 인도가 고르게 증가했다는 점을 강조했음. 실제로 유럽, APAC, 중국 등에서 전분기 대비 두 자릿수 수준의 성장세를 확인했으며, 인도 증가의 상당 부분은 미국 외 지역에서 발생
- 미국 시장은 7,500달러 크레딧 종료로 인해 인도 증가에 일부 기여했으나, 동시에 신규 시장 확대와 최근 제품 리프레시 효과도 컸음. 리프레시 모델 Y, 모델 Y 퍼포먼스, 모델 Y L 등 최근 출시 혹은 개편된 제품들에 대한 시장 반응이 양호
- 중국 및 APAC의 일부 신흥 시장에서도 실적이 좋았고, 여러 주요 APAC 국가에서 사상 최대 인도를 기록. 특히 한국은 현재 미국·중국에 이어 3번째로 큰 시장으로, 경쟁이 치열한 환경을 고려하면 의미 있는 성과라고 판단
- 미국 시장만 놓고 보면, 7,500달러 크레딧이 사라지는 상황에 대비해 이미 제품 포트폴리오를 조정해 왔음. 모델 3·모델 Y 스탠다드 트림은 과거 세액공제 적용 전 가격 구조와 유사한 수준에서 고객이 체감하는 가격대를 맞추기 위해 설계된 제품. 완전히 동일한 가격은 아니지만, 세액공제가 있던 시기의 가격대와 유사한 범위에 위치시키는 것을 목표로 했음.
- 7,500달러 크레딧 종료에 영향을 받는 것은 테슬라 만이 아니며, 모든 경쟁사들도 동일한 환경에 직면. 테슬라는 비용 구조 측면에서 경쟁사 대비 우위에 있다고 판단하며, 이 때문에 유사한 가격대의 스탠다드 트림을 유지할 수 있음. 반면 여러 경쟁사들은 미국 내 EV 전략을 후퇴시키거나, 세액공제 종료분을 만회하기 위해 가격 인상을 추진 중. 이러한 환경에서 소비자 입장에서는 오히려 테슬라가 상대적으로 매력적인 선택지가 될 수 있다고 보고 있음. 다만 실제 수요와 인도 데이터는 분기 말로 갈수록 더 명확해질 것이며, 보다 구체적인 평가는 1월 실적 콜에서 논의할 계획
- 중장기적으로는 자율주행·로보택시 사업이 판매량 유지 및 성장을 뒷받침할 것으로 기대. FSD 소프트웨어가 지속적으로 개선되고, 로보택시 서비스가 더 많은 도시로 확대되면서 더 많은 고객이 FSD와 자율주행 경험을 하게 될 것. 이러한 자율주행, 로보택시 확산은 차량 인도 증가를 뒷받침하는 중요한 요인이 될 것으로 보고 있음

- **Q. 최근 주주총회에서 언급된 칩팹(fab) 계획에 대해, 예상 일정·계획 캐파·AI 6 칩 생산 여부**
- A. 현재는 매우 초기 단계에 있는 논의로, 구체적인 실행 계획이 확정된 것은 아님. 현 단계에서는 수요 전망과 향후 칩 소요량을 감안해, 자체 팹 구축 가능성을 탐색하는 수준의 논의. 칩 제조 공장을 구축하는 데에는 리드타임이 매우 길며, 최소 3~4년 이상이 소요될 수 있음. 특히 최첨단(bleeding edge) 공정으로 갈수록 설비 투자 규모가 매우 커짐. 웨이퍼 월 생산량이 수십만장 수준인 첨단 팹의 경우, 투자 규모가 약 300~400억 달러에 이를 수 있음. 특히 미국 내에 이러한 첨단 팹을 짓는다면 비용 측면에서 더욱 부담이 클 수 있음
- 현재 테슬라는 TSMC와 삼성전자라는 매우 강력한 파운드리 파트너를 보유하고 있으며, 이들이 AI3·AI4 칩 생산에 핵심적인 역할을 하고 있음. 일론 머스크는 실적 콜에서 AI5 칩은 TSMC와 삼성전자 양쪽에서 생산될 것이라고 언급. AI6 칩의 경우 삼성전자와 합의를 통해 해당 칩을 지원하기 위한 전용 캐파(capacity)를 확보한 상태. AI5·AI6 프로그램은 회사의 미래에 있어 매우 중요하다고 보고 있으며, 차량뿐

아니라 Optimus 휴머노이드 로봇, 데이터센터 트레이닝 컴퓨트, 엣지 단 분산 추론 등 다양한 영역에서 사용될 예정

- 향후 칩 수요가 크게 증가할 것으로 예상되기 때문에, 충분한 칩 공급망을 확보하는 것이 중요. 과거 배터리 셀의 경우와 유사하게 접근하고 있음. 몇 년 전 배터리 공급 부족과 리스크가 컸던 시기, 이를 해소하기 위해 4680 셀 프로그램을 추진했던 것과 같은 맥락. 칩도 마찬가지로 향후 수요와 공급 리스크를 감안해 필요 시 더 높은 수준의 수직 계열화를 검토하는 것.
- 다만 칩팹 사업은 현재 테슬라가 하고 있는 사업과 100% 일치하지 않는 높은 수준의 전문성이 요구되는 영역. 그럼에도 불구하고, 특정 영역에서 수직 계열화를 통해 생산 능력 제약을 해소하거나, 타사가 구현하기 어려운 특화된 설계를 구현하거나, 비용 구조에서 경쟁우위를 확보할 수 있다면, 이를 검토할 여지는 있음. 현재로서는 TSMC와 삼성과의 협력 관계는 계속 유지될 것

- **Q. Cybercab(사이버캡) 생산 시작 시점과, 2027년 이후 성장에서 Cybercab이 핵심 모델인지, 아니면 합리적인 가격대의 supervised 차량이 중간 다리 역할을 할 것인지?**
- A. 향후 성장 전략을 생각할 때, 먼저 기존 4개 공장의 캐파 활용부터 보는 것이 중요하다고 판단. 최근 몇 년간 이 4개 공장은 연간 환산 기준 약 200만 대 수준에서 상단을 형성. 그러나 이들 공장은 잠재적으로 연 300만 대에 가까운 생산이 가능한 캐파를 보유하고 있음. 이 공장들에서는 현재 모델 S·3·X·Y와 사이버트럭 등 기존 제품을 생산. Cybercab은 기존 라인과 완전히 분리된 별도의 생산라인에서 생산될 예정. 일론 머스크가 주총에서 언급한, 올해 수준에서 내년 약 260만 대 수준 캐파로 올라가고, 이후 추가 성장하는 시나리오도 이 구조를 전제로 함.
- 단기적으로는 기존 라인에서 생산되는 제품군 내에서 보다 합리적인 가격대의 제품들, 예를 들어 모델 Y L 및 기타 변형 모델을 통해 캐파를 채우는 것이 우선. 이러한 제품들이 연 300만 대에 가까운 수준까지 브리지 역할을 수행.
- 그 이후 Cybercab 전용 라인이 별도로 가동되며, 총 생산량을 추가로 끌어올리는 구조. 장기적으로 테슬라는 Cybercab만 연 300만~400만 대 수준까지 확대하는 것을 목표로 하고 있으며, 이를 위해서는 추가 공장 설립이 필요. 다만 초기 Cybercab 생산은 텍사스 공장에서 시작하는 1개 라인을 중심으로 진행될 것

- **Q. 기존 라인이 연 300만 대 풀캐파에 도달하기까지 예상 Ramp-up 속도는 어느 정도인지?**
- A. 일론 머스크는 실적 콜에서, 현재 수준에서 기존 라인의 잠재 캐파인 연 300만 대까지 도달하는 데 최대 24개월 정도가 소요될 수 있다고 언급. 이 캐파는 서로 다른 지역에 위치한 공장들의 조합이며, 각 지역의 공급망 역량과 설비 구축 속도에 따라 제약 요인이 달라짐. 실제 Ramp-up 속도는 공급망에서 가장 느린 부분이 어디인지에 따라 결정되기 때문에, 이론적으론 24개월 이내에 도달할 수도 있고, 상황에 따라 더 오래 걸릴 수도 있음
- 어떤 제품을 어느 공장에서 생산하는지, 각 지역의 공급망· 인력 상황이 어떤지 등 복수의 변수가 관여. 예를 들어 베를린 공장의 경우, 대부분의 테슬라 공장이 24시간·4교대 체제인 것과 달리 주말 근무를 풀로 운영하는 것이 상대적으로 쉽지 않은 환경
- 이런 공장 별·국가별 특성 때문에, 24개월이라는 숫자는 대략적인 목표 값에 가깝고 실제 결과는 수요 및 운영 상황에 따라 달라질 수 있음. 다만 회사의 기본적인 방향성은, 수요 신호를 보면서 가능한 한 빠른 속도로 연 300만 대 수준에 도달하는 것

- **Q. 3분기 관세 영향은 에너지·자동차 부문 각각 약 2억 달러로 반영되었는데, 상하이 메가팩 공장 가동률 상승으로 어느 정도 상쇄가 가능한지? 또한 3분기 선수요를 감안하면 4분기 수익성은 어느 수준을 기대할 수 있는지?**
- A. 에너지 부문에서의 관세 영향은 주로 미국 내에서 발생한 이슈. 상하이 메가팩 공장은 기본적으로 미국 외 지역 비즈니스를 지원하기 위한 공장으로, 상하이에서 생산되는 메가팩은 미국 이외 시장에 공급. 따라서 상하이 메가팩 자체에는 미국 관세가 직접적으로 부과되지 않음.

  다만 상하이 공장에서 비 미국 시장을 담당하게 되면서, Lathrop(미국) 공장에서 생산되는 메가팩을 미국 내 수요에 더 집중할 수 있게 된다는 간접적인 효과는 존재. 미국 내에서 생산되는 메가팩에 사용되는 LFP 팩은 현재 중국에서 공급받는 물량이 있고, 이 부분에 관세 영향이 발생. 향후에는 미국 내 자체 LFP 생산 능력을 구축·증설하여, 중국에서 셀을 가져오는 비중을 줄이고 관세 영향을 완화하는 것이 목표. 다만 자체 LFP 캐파 증설에는 시간이 필요해, 단기적으로는 관세 영향이 계속 나타날 것으로 보는 것이 합리적.

  Lathrop 공장의 목표 캐파는 40GWh 수준이며, 미국 내 LFP 캐파가 늘어날수록 이 중 일부를 자체 생산 셀로 대체해 관세 부담을 줄일 수 있을 것. 최근 에너지 부문의 매출총이익률은 30%를 웃도는 수준으로 매우 견조했음. 그러나 관세·비용 인상과 같은 요인이 원가에 반영되기까지는 시차가 존재. 장기적으로는 하드웨어 기준 매출총이익률 목표를 20%대 중반 수준으로 보고 있으며, 최근 수준의 30%대 마진이 지속될 것으로 보지는 않음.
- 자동차 부문의 경우, 관세·비용 인플레이션 등 부정적 요인과 원재료 가격 하락 및 공급망 현지화 등 긍정적 요인이 동시에 작용. 예를 들어 사이버트럭에 들어가는 4680 셀의 경우, 과거에는 중국에서 습식 공정 양극재를 수입했지만, 이후 중국 외 국가의 건식 공정 양극재로 전환. 여기에 더해 미국 내 자체 건식 양극재 라인도 구축 중이며, 이를 통해 향후 관세 및 공급 리스크를 줄이는 것이 목표. 이처럼 핵심 부품·소재를 중국 외 공급처로 다변화하거나 현지 생산하는 방식으로 관세 영향을 점진적으로 줄여 나가는 전략.

  다만 큰 틀에서 자동차 사업의 수익성을 볼 때, 회사가 가장 중시하는 것은 매출총이익률 자체보다는 "총 이익 달러와 FCF를 얼마나 창출하느냐임. 가능한 한 많은 차량을 도로 위에 올려놓되, 각 차량이 매출총이익 기준으로 플러스이고, FCF에도 기여하는지를 최우선으로 보고 있음. 모든 차량이 자율주행·FSD 기능을 사용할 수 있는 하드웨어를 탑재하고 있기 때문에, FSD 확산과 함께 구독·선불 매출이 늘어나면, 장기적으로 수익성에 긍정적 기여가 클 것으로 판단.
- **Q. IRA 크레딧 종료 후, 가격이나 인센티브 전략을 조정할 계획이 있는지?**
- A. 아직 데이터를 충분히 확보하지 못했기 때문에, 구체적인 전략은 더 시간이 지나야 명확해질 것. 보다 분명한 그림은 내년 혹은 1월 실적 콜에서 설명할 수 있을 것으로 예상. 현재까지는 차량 기본 가격을 최대한 안정적으로 유지하려고 노력. 대신 지역별 인센티브나 단기 프로그램 등 다양한 수단을 활용해, 공급·수요 불균형을 조절하는 방향. 이런 전략은 지역별 시장 상황에 따라 탄력적으로 운용.
- 중국과 상하이 공장 측면에서 보면, APAC 여러 신규 국가에 진출하면서 중국 내수 시장에만 의존하지 않도록 포트폴리오를 다변화. 이를 통해 중국 내 단기적인 수요, 정책 변동에 대한 의존도를 줄이고, 생산 캐파를 여러 국가에 분산할 수 있게 됨. 동시에 중국에서도 손 놓고 있는 것이 아니라, 더 폭넓은 FSD 승인 확보를 위해 노력 중이며, 이는 보조금·인센티브 축소 환경에서 경쟁력 있는 차별화 요소가 될 수 있음. 모델 Y L과 같은 리프레시 등 새로운 디자인의 제품으로 고객 참여도를 높이고, 제품 수명 주기 전반에서 매력도를 유지하는 것도 중요한 전략 축

- **Q. 테슬라 코리아가 한국 시장에서 FSD 출시를 예고했는데, 한국에서 FSD가 도입될 경우 월 구독 방식 제공 계획이 있는지? 또한 한국이 미국· 중국 다음으로 3대 시장인 만큼, 한국 완성차업체에 FSD 라이선스 공급 가능성도 있는지?**
- A. 미국에서는 고객이 FSD를 차량 수명 동안 사용하는 라이선스를 일시불(8,000달러)로 구매하거나, 월별 구독(월 99달러)으로 이용할 수 있음. 새로운 국가에 FSD를 도입할 때도, 일반적으로 이와 유사한 구조의 구매 옵션(일시불 + 월 구독)을 제공하는 것이 기본 방향. 다만 실제 서비스 이용이 불가능한 상태에서 미리 월 구독을 받는 것은 의미가 없으므로 서비스가 가용해지기 전까지는 구독 옵션을 열어 두지 않는 것이 일반적. 한국에서도 FSD가 정식 출시된다면, 미국과 유사한 일시불/구독 옵션이 제공될 가능성이 높다고 보는 것이 합리적. 전반적으로 아시아(한국· 중국 등) 소비자는 미국· 유럽 대비 기술 수용도와 인식 수준이 높은 편. 따라서 FSD와 같은 기능은 아시아 시장에서 차량 판매를 견인하는 수요 레버리지로 작동할 수 있을 것으로 보고 있음.
- 라이선스 측면에서 테슬라는 오래 전부터 다른 OEM에 FSD 소프트웨어를 라이선스할 의향이 있다고 밝혀왔음. 다만 대부분의 OEM은 테슬라만큼 수직 계열화가 되어 있지 않기 때문에, FSD 통합을 위해서는 상당한 수준의 "손잡아 주는 작업(handholding)"이 필요.

  예를 들어 OEM이 내일부터 FSD 라이선스를 받겠다고 결정한다면, 테슬라는 해당 OEM에 스펙을 제시. "추론 보드와 FSD 컴퓨터를 차량 내 어느 위치에 둘 것인지", "카메라 8개를 어떤 위치에 설치할 것인지" 등 설계 요구사항 등이 반영되어야 함. OEM은 이 스펙을 반영해 차량을 사실상 새로 설계해야 하며, 이는 2년~수년이 소요될 수 있는 작업. 설계 이후에는 테슬라가 최종 캘리브레이션을 지원하고, 소프트웨어가 해당 차량에서 제대로 작동하는지 검증해야 함. 이 전 과정은 다년간에 걸친 프로젝트가 되며, 많은 OEM들이 리스크와 복잡성을 이유로 선뜻 결정하지 못하고 있는 상황.
- 테슬라 내부 자원 배분 측면에서도, 엔지니어링 역량의 최우선 순위는 테슬라 자체 차량용 FSD와 로보택시 프로그램에 배분되고 있음. 따라서 FSD 라이선스 사업은, 테슬라가 상당 규모의 기회라 판단하는 경우에 한해, 그리고 시간이 지나 테슬라의 자율주행 역량이 충분히 입증된 이후에 본격적인 기회가 열릴 가능성이 높음. 일론 머스크는 과거, 테슬라가 라이선스를 제공하려면 그 프로젝트가 "테슬라 입장에서 시간을 들일 만큼 충분히 큰 규모"여야 한다고 언급. 구체적으로는 연간 100만 대 수준 이상의 차량 프로그램 정도는 되어야 의미 있는 기회로 검토할 수 있다고 언급한 바 있음
- **Q. Cybercab 도입으로 자율주행 서비스 비중이 확대될 경우, 매출 인식 구조와 마진 구조에 어떤 변화가 있을 것으로 보는지?**
- A. 자율주행의 기본적인 아이디어는, 테슬라의 비용 구조를 활용해 기존 라이드헤일 차량보다 구조적으로 더 낮은 단가를 구현하면서도 높은 마진을 확보하는 것. Cybercab 및 기타 로보택시 차량은 차량 소유 기간 전체를 기준으로 볼 때, 마일당 비용 측면에서 기존 라이드헤일보다 더 낮은 수준을 목표. 이러한 구조 하에서, 단순 하드웨어 판매보다 자율주행 서비스가 더 높은 수익성을 제공할 것으로 예상. 소비자용 FSD 구독 매출과 로보택시 서비스 매출이 늘어나면서, 전사적으로는 서비스·소프트웨어 비중이 확대되고 마진 구조 개선에 기여.
- 실제 목표 수준으로는, 모델 Y 기반 완전 자율 로보택시의 경우 마일당 비용을 약 50센트 수준(±)으로 보고 있음. Cybercab의 경우, 핸들·페달 등을 제거한 전용 설계로 감가상각 부담을 줄이고, 로보택시에 최적화된 구조를 통해 마일당 약 30센트 수준(±)까지 비용을 낮출 수 있을 것으로 기대

  이처럼 낮은 비용 구조 덕분에, 기존 라이드헤일업체 대비 요금을 상당 폭 낮추면서도 충분한 마진을 확보할 수 있다고 판단. 결국 하드웨어 판매 대비 자율주행 서비스 비중이 커질수록, 테슬라 전체 사업의 수익성은 개선되는 방향으로 갈 가능성이 높음

- **Q. 비자동차 부문 매출이 전체의 약 25% 수준까지 확대된 상황에서, 로보택시·라이드헤일·FSD supervised 확산(특히 APAC·유럽)에 따른 Monetization 전망은?**
- A. 단기적으로 로보택시 사업은, 오스틴·베이 지역 등 현재 진출해 있는 도시에서 운영 경험을 축적하는 단계. 현재 도시들에서 얻은 시행착오와 성공 사례를 바탕으로 프로세스를 정교화해, 향후 신규 도시 진출 시 초기 학습 비용을 줄이는 것이 목표. 연말까지 텍사스·캘리포니아 내 기존 도시를 포함해, 플로리다·네바다·애리조나 등까지 합쳐 총 8~10개 대도시로 확대하는 것을 계획

  소프트웨어가 개선되고 안전 모니터(안전 요원)를 제거할 수 있는 수준에 도달하면, 차량 투입량을 더욱 크게 늘릴 수 있음. 이는 가용 차량 수 확대, 더 많은 고객에게 서비스 제공, 대기 시간 축소, 전반적인 고객 경험 개선으로 이어져 경제성 측면에서 유리
- 재무적 관점에서는, 2분기 전후 일론이 언급한 바와 같이 내년 하반기부터 로보택시 사업이 보다 "가시적인 재무 기여"를 하기 시작할 가능성이 있음. 그 전까지는 도시 확대 및 운영 경험 축적이 우선 과제

  이후 Cybercab가 투입되고, 차량 내에 사람이 전혀 없는 완전 무인 운행이 허용되는 도시가 늘어나면, 테슬라 입장에서는 매주 수천 대 단위로 차량을 생산하는 기존 구조를 활용해 빠르게 차량 투입량을 늘릴 수 있음. 소비자용 FSD 측면에서도, 로보택시용 소프트웨어 개선과 FSD가 상호 보완 관계
- 한국·오스트리아·뉴질랜드 등에서는 9월 이후 FSD 승인 및 롤아웃이 진행되었고, 유럽은 규제 절차에 시간이 걸리고 있으나 동일한 소프트웨어를 기반으로 함. 더 많은 도시·국가에 FSD·로보택시가 도입될수록, 테슬라는 더 많은 주행 데이터를 확보하게 되고, 이를 통해 규제 기관에 안전 및 성과 데이터 제시 가능.

  장기적으로는 로보택시가 규제 측면에서 일종의 트로이 목마 역할을 하며, 무인 소비자 FSD로의 전환을 여는 계기가 될 수 있음. 규제 당국이 자율주행에 충분히 익숙해지고, 성과에 대한 신뢰가 쌓이면, 소비자 차량에서도 완전 무인 FSD를 허용할 수 있는 여지가 커짐. 그렇게 되면, 운전 중 문자·영상 시청 등 기존과 다른 사용자 경험이 가능해져, 테슬라 차량을 선택할 유인이 더욱 커질 수 있음. 동시에 소비자 FSD는 브랜드 유입 효과를 통해 차량 판매 자체를 늘리는 역할도 할 수 있음

- **Q. FSD 매출 관련해서, 과거 테슬라는 기술이 유의미하게 진전될 때마다 이연 매출을 인식해 왔음. 테슬라가 북미의 절반 정도로 로보택시 서비스를 확대할 계획을 밝힌 만큼, 추가적인 FSD 이연 매출 인식 가능성이 있는지?**
- A. 질문에서 소비자 FSD와 로보택시의 수익 인식 구조를 혼동하고 있는 부분이 있어 구분해 설명할 필요가 있음. 로보택시 매출은 마일당 요금 기준으로 발생하며, 특정 기술 릴리즈에 대해 별도의 이연 매출을 설정하지 않음
- 반면 소비자 FSD의 경우, 차량 수명 기간 동안 사용하는 라이선스를 선불(예: 8,000달러)로 결제할 경우, 초기에는 기술 구현 수준에 따라 일부 금액을 이연 매출로 인식. 다만 북미의 supervised FSD에 대해서는, 이미 대부분의 핵심 기능이 제공된 상태. 따라서 북미에서 선불로 FSD를 구매한 고객들에 대해선, 이미 대부분의 금액을 매출로 인식했고, 소규모의 금액만 유지보수·마이너 업그레이드를 위해 이연 매출로 남겨두고 있음. 현재 자동차 부문 이연 매출 대부분은 FSD가 아니라 프리미엄 커넥티비티에서 발생. 고객이 일정 기간만큼 프리미엄 커넥티비티를 선불로 결제하면, 해당 기간 동안에 걸쳐 매출로 인식
- FSD 관련 이연 매출은, FSD를 구매했지만 해당 지역에서 아직 규제 승인이나 기능 롤아웃이 완료되지 않은 국가(예: 한국·유럽 일부 국가 등)에 주로 해당. 이들 지역에서 향후 FSD가 정식 출시·승인되면, 그 시점에 일부 이연 매출을 인식할 수 있음. 그러나 이 규모는 회사 전체 재무 관점에서 "매우 큰 비중"이라고 보기는 어려움.

- 요약하면, 로보택시 램프업 자체가 FSD 이연 매출 대규모 인식으로 이어질 것으로 보지는 않으며, FSD 이연 매출은 주로 "이미 돈을 냈지만 아직 FSD를 쓰지 못하는 지역"이 승인될 때 점진적으로 풀리는 구조

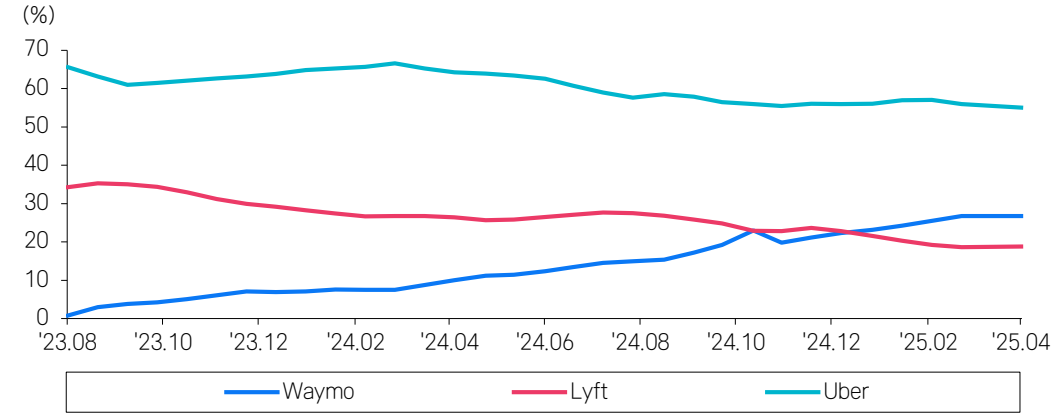
- **Q. 마지막으로 투자자들에게 전하고 싶은 메시지가 있다면?**
- A. 우선 많은 질문에 감사하며, 이번 세션에서 Optimus 관련 질문이 없었지만, 많은 투자자들이 이에 관심이 있을 것으로 판단
- 일론 머스크는 Optimus 첫 생산 라인은 프리몬트 공장에 설치될 것이라고 언급. 공급망이 안정화되고 생산이 완전히 램프업되면, 연 100만 대 수준 생산이 가능한 구조를 목표로 함. 초기에는 3세대(3rd generation) 설계를 중심으로 2026년까지 본격적인 생산 램프업 진행. 이후에는 텍사스 공장을 비롯한 다른 기가팩토리에 추가 라인을 구축할 계획
- Optimus의 진화 경로는 단계적으로 먼저 내부 공장에서 자체 활용(반복적·위험도가 낮은 작업 자동화)에 집중. 그 다음 단계로는 유사한 용도의 작업을 수행하는 다른 제조업 고객들에게 판매. 장기적으로는 원가를 충분히 낮추고 AI 역량을 더 고도화한 이후, 일반 소비자 시장에 진입하는 것을 목표로 함.

테슬라: 실적 요약

(백만 달러)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	11,759	21,461	24,578	31,536	53,823	81,462	96,773	97,690	95,356	109,101	130,381
매출총이익	2,222	4,042	4,069	6,630	13,606	20,853	17,660	17,450	16,374	19,113	24,306
영업이익	-1,632.1	-388.1	-69.0	1,994.0	6,523.0	13,656.0	8,891.0	7,076.0	4,584.6	7,056.2	11,181.3
세전이익	-2,209.0	-1,004.7	-665.0	1,154.0	6,343.0	13,719.0	9,973.0	8,990.0	6,376.2	8,330.2	11,150.3
당기순이익	-1,961.4	-976.1	-862.0	721.0	5,519.0	12,556.0	14,997.0	7,091.0	4,604.5	6,808.4	10,125.0
이익률 (%)											
매출총이익	18.9	18.8	16.6	21.0	25.3	25.6	18.2	17.9	17.2	17.5	18.6
영업이익	-13.9	-1.8	-0.3	6.3	12.1	16.8	9.2	7.2	4.8	6.5	8.6
당기순이익	-16.7	-4.5	-3.5	2.3	10.3	15.4	15.5	7.3	4.8	6.2	7.8
총자산	28,655	29,740	34,309	52,148	62,131	82,338	106,618	122,070			
유동자산	6,571	8,306	12,103	26,717	27,100	40,917	49,616	58,360			
비유동자산	22,085	21,433	22,206	25,431	35,031	41,421	57,002	63,710			
현금성 자산	3,368	3,686	6,268	19,384	17,576	16,253	16,398	16,139			
총부채	23,023	23,426	26,199	28,418	30,548	36,440	43,009	48,390			
유동부채	7,675	9,992	10,667	14,248	19,705	26,709	28,748	28,821			
비유동부채	15,348	13,434	15,532	14,170	10,843	9,731	14,261	19,569			
차입금	10,315	11,971	14,603	13,228	8,873	5,748	9,573	13,623			
영업현금흐름	-61	2,098	2,405	5,943	11,497	14,724	13,256	14,923			
투자현금흐름	-4,419	-2,337	-1,436	-3,132	-7,868	-11,973	-15,584	-18,787			
Capex	-3,415	-2,101	-1,327	-3,157	-6,482	-7,158	-8,898	-11,339			
재무현금흐름	4,454	551	1,537	10,307	-5,386	-3,971	2,593	3,712			
FCF	-3,475	-3	1,078	2,786	5,015	7,566	4,358	3,584			
Valuation (배)											
P/E	n/a	n/a	n/a	972.9	217.3	33.7	95.6	184.0	242.9	179.6	126.3
P/B	12.4	11.7	11.4	30.5	36.2	8.7	12.6	17.8	16.8	15.4	13.7

자료: Bloomberg, 삼성증권

샌프란시스코: 라이드헤일링 서비스 점유율



자료: Ark Investment, 삼성증권

샌프란시스코: 라이드헤일링 요금 비교

(달러)		Waymo	Uber X	Lyft
단거리(1~2 miile)		10~12	7~8	6~7
중거리(5mile)	Non-Peak	20~22	15~16	14~15
	Peak	28~30	18~20	17~19
장거리(10mile 이상)		35~40	27~30	

자료: Business Insider, Tech Crunch, 삼성증권

로보택시 100만 대 가치 산출

(단위: 백만 달러)	금액
직접 운행 순이익 (비중 50% 가정)	15,000
플릿업체와 협업 (비중 50% 가정)	8,105
순이익 계	23,105
플랫폼 Multiple	30
로보택시 사업 가치	693,150

자료: 삼성증권

테슬라, 오스틴: 2개월 만에 서비스 지역 8.6배 확대

자료: X, 삼성증권

오스틴: 라이드 헤일링 요금 비교

(달러)	단거리(2마일, 10분)	중거리(10마일, 20분)
테슬라 로보택시	3~3.5	12.5~13
Uber X	5	15.6
Waymo	12	31
대중교통(버스)	1.25	최대 3.5

자료: X, Chat-GPT, 삼성증권

테슬라: 로보택시 직접 운행

(백만 달러)	금액	비고
운행 대수 (천대)	1,000	
대당 운행 거리 (천마일)	50	우버 연 평균
연 운행 거리 (십억마일)	50	
운행 요금 (마일당)	1.25	
운영비 (마일당)	0.5	테슬라 IR: 마일당 0.3~0.5
연 매출	62,500	
영업이익	37,500	
영업이익률(%)	60	
순이익	**30,000**	**세율 20%**

자료: 삼성증권

테슬라: 플릿업체에 차량 판매 및 플랫폼 수수료 수취

(백만 달러)	금액	비고
운행 대수 (천대)	1,000	
대당 운행 거리 (천마일)	50	우버 연 평균
연 운행 거리 (십억마일)	50	
운행 요금 (마일당)	1.25	
운영비 (마일당)	0.35	
연 운행 매출	62,500	
플랫폼 수수료 (A)	18,750	수수료율 30%
판매 대수 (천대)	250	
ASP (달러)	25,000	
FSD (달러)	8,000	
차량 매출	8,250	
영업이익 (B)	1,513	차량 영업이익률5% FSD 영업이익률 60%
영업이익 (A+B)	**20,263**	
순이익	**16,210**	**세율 20%**

자료: 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만 달러)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**31,536**	**53,823**	**81,462**	**96,773**	**97,690**
매출원가	24,906	40,217	60,609	79,113	80,240
매출총이익	**6,630**	**13,606**	**20,853**	**17,660**	**17,450**
판매관리비	3,145	4,517	3,946	4,800	5,150
R&D 비용	1,491	2,593	3,075	3,969	4,540
기타영업비용	0	-27	176	0	684
EBITDA	**4,767**	**10,061**	**18,201**	**14,711**	**13,944**
유무형자산상각비	2,322	2,911	3,747	4,667	5,368
영업이익	**1,994**	**6,523**	**13,656**	**8,891**	**7,076**
영업외손실	840	180	-63	-1,082	-1,914
세전이익 (조정)	**1,271**	**6,289**	**13,719**	**9,973**	**8,990**
비경상손실	117	-54	176	0	684
세전이익 (GAAP)	**1,154**	**6,343**	**13,719**	**9,973**	**8,990**
법인세비용	292	699	1,132	-5,001	1,837
비지배지분귀속 순익	141	125	31	-23	62
당기순이익 (GAAP)	**721**	**5,519**	**12,556**	**14,997**	**7,091**
EPS (GAAP, 달러)	**0.2**	**1.9**	**4**	**4.7**	**2.2**
희석 EPS (달러)	**0.2**	**1.6**	**3.6**	**4.3**	**2**

재무상태표

12월 31일 기준 (백만 달러)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산 총계	**26,717**	**27,100**	**40,917**	**49,616**	**58,360**
현금 및 현금성자산	19,384	17,707	22,185	29,094	36,563
매출채권	1,886	1,913	2,952	3,508	4,418
재고자산	4,101	5,757	12,839	13,626	12,017
비유동자산 총계	**25,431**	**35,031**	**41,421**	**57,002**	**63,710**
순 유형자산	14,305	23,395	26,111	33,905	40,996
기타 비유동자산	11,126	11,636	15,310	23,097	22,714
자산 총계	**52,148**	**62,131**	**82,338**	**106,618**	**122,070**
유동부채 총계	**14,248**	**19,705**	**26,709**	**28,748**	**28,821**
매입채권	9,620	15,376	21,912	21,963	21,397
단기차입금	2,418	1,957	1,987	3,045	3,263
기타 유동부채	2,210	2,372	2,810	3,740	4,161
비유동부채 총계	**14,170**	**10,843**	**9,731**	**14,261**	**19,569**
장기차입금	10,810	6,916	3,761	6,528	10,360
기타 비유동부채	3,360	3,927	5,970	7,733	9,209
부채 총계	**28,418**	**30,548**	**36,440**	**43,009**	**48,390**
보통주자본금/주식발행초과금	27,261	29,804	32,180	34,895	38,374
이익잉여금	-5,399	331	12,885	27,882	35,209
자본 총계	**23,730**	**31,583**	**45,898**	**63,609**	**73,680**
부채 및 자본 총계	**52,148**	**62,131**	**82,338**	**106,618**	**122,070**

현금흐름표

12월 31일 기준 (백만 달러)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동에서의 현금흐름	**5,943**	**11,497**	**14,724**	**13,256**	**14,923**
당기순이익	721	5,519	12,556	14,997	7,091
감가상각비 & 무형자산상각비	2,322	2,911	3,747	4,667	5,368
비현금항목	1,795	-380	112	-6,112	1,793
비현금 운전자본 변동	1,105	3,447	-1,691	-296	671
투자활동에서의 현금흐름	**-3,132**	**-7,868**	**-11,973**	**-15,584**	**-18,787**
고정&무형자산 변동	-3,167	-7,710	-6,231	-8,898	-11,339
인수&사업매각	-75	-32	-5	-65	-3
기타	110	-126	-5,737	-6,621	-7,445
재무활동에서의 현금흐름	**9,973**	**-5,203**	**-3,527**	**2,589**	**3,853**
배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-2,488	-5,732	-3,866	2,116	2,863
자본금의 증가(감소)	12,686	707	541	700	1,241
기타	-225	-178	-202	-227	-251
현금증감	13,118	-1,757	-1,220	265	-152
기초현금	6,783	19,901	18,144	16,924	17,189
기말현금	19,384	17,576	16,253	16,398	16,139
Free cash flow	**2,786**	**5,015**			

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
증감률 (%)					
매출액	28.3	70.7	51.4	18.8	0.9
영업이익	-2,989.9	227.1	109.4	-34.9	-20.4
순이익	-183.6	665.5	127.5	19.4	-52.7
희석 EPS	-165.7	665.6	121.6	18.8	-52.6
주당지표					
희석 EPS	0.2	1.6	3.6	4.3	2
BPS	7.7	9.7	14.1	19.7	22.7
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E*	972.9	217.3	33.7	95.6	184
P/B*	30.5	36.2	8.7	12.6	17.8
EV/EBITDA	141.1	107.8	20.6	52.5	91.6
비율 (%)					
ROE	4.8	21	33.5	27.9	10.5
ROA	1.7	9.7	17.4	15.9	6.2
ROIC	4.9	15	27.1	21.2	6.4
배당성향	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통주)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

참고: * 지배주주 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 11월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 11월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA