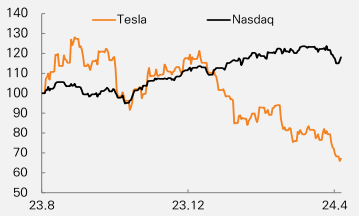
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2024.4.25

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**USD 225**
현재주가(24/04/23)	USD 162.13
상승여력	38.8%

NASDAQ(p)	15,712.75
EPS 성장률(24F,%)	-49.9
P/E(24F,x)	75.2
배당수익률(%)	-
시가총액(십억달러)	517.06
시가총액(조원)	712.46
유통주식수(백만주)	3,189.20
90일 평균 거래대금(백만)	18,204.28
52주 최저가(달러)	299.29
52주 최고가(달러)	138.80

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-15.3	-31.8	-12.4
상대주가	-11.4	-43.4	-32.6



[글로벌AI]
박연주
yeonju.park@miraeasset.com

TSLA US · 전기차/자율주행 · 미국

테슬라

적절한 전략적 판단으로 빨라지는 모멘텀 회복

1Q Review: 컨센서스 하회했으나 최근 우려를 완화시킨 컨퍼런스 콜

테슬라의 1분기 실적은 컨센서스를 하회했으나 컨퍼런스 콜 내용은 최근 우려를 상당 부분 완화시켰다. 머스크는 24년 판매량이 적어도 23년 대비 증가할 것이고 기존 공장에 새로운 기법을 적용한 보다 싼 전기차를 25년 하반기가 아닌 25년 초에 생산할 것이라고 밝혔다. 주요 자동차 업체 중 하나와 자율주행 소프트웨어 라이선스 계약에 대해 논의 중이고 옵티머스의 경우 24년 안에 테슬라 공장에 적용되고 빠르면 25년 말에 외부에 판매할 수 있을 것으로 전망하였다.

어려운 시기 적절한 전략적 판단으로 빨라지는 모멘텀 회복, 매수 유지

저가형 자동차의 조기 양산, FSD 가격 인하 및 라이센싱 논의, 옵티머스의 빠른 상용화 등은 어려운 시기 적절한 전략적 판단으로 보이며 이로 인해 테슬라의 주가 모멘텀이 예상보다 빠르게 회복될 것으로 전망된다.

테슬라는 완전히 새로운 공법을 적용해 원가를 크게 낮추는 대신 기존 공장에 일부 신 기술을 적용해 보다 지금보다 좀더 싼 전기차를 조기에 양산하기로 결정한 것으로 추정된다. FSD 가격도 크게 인하했는데 이미 FSD V12의 성능이 상당히 개선된 가운데 FSD V12 이후로 주행 데이터가 쌓이는 속도가 한층 가속화되고 있고 이를 훈련시키는 인프라 역시 빠르게 확대되고 있어 적어도 1년 내 레벨 2+ 도심 자율주행 매출이 의미 있게 가시화될 가능성이 높아지고 있다.

향후 AI 데이 등에서 공개될 옵티머스의 기술 발전 속도는 시장 기대를 상회할 것으로 예상된다. 챗GPT와 같은 파운데이션 모델을 적용하면서 로봇의 인지 및 판단 제어 기능이 기하급수적으로 발전하고 있다. 로봇 역시 궁극적으로는 학습에 필요한 현실 세계 데이터를 확보하는 것이 중요할 전망인데 테슬라는 로봇 원가의 핵심인 모터를 표준화해서 직접 생산함으로써 원가 경쟁력을 확보할 계획이다.

테슬라 주가는 여전히 현재 실적 대비 밸류에이션이 높고 당장 실적이 빠르게 개선되기는어렵다. 그러나 실적에 대한 우려는 이미 상당 부분 주가에 반영되었고 FSD와 옵티머스 같은 AI 상용화에 대한 가치가 향후 더 부각될 것으로 예상된다. 특히 8월 8일 로보택시 출시와 19일 AI 데이에 주목할 필요가 있다. 투자의견 매수와 목표가 225달러를 유지한다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억달러)	53.8	81.5	96.8	89.9	109.6
영업이익 (십억달러)	6.5	13.7	8.9	8.3	14.9
영업이익률 (%)	12.1	16.8	9.2	9.3	13.6
순이익 (십억달러)	5.6	12.6	15.0	7.5	13.2
EPS (USD)	1.6	3.6	4.3	2.2	3.8
ROE (%)	18.7	28.2	23.9	10.7	16.0
P/E (배)	217.4	33.7	95.6	75.2	42.6
P/B (배)	36.2	8.7	12.6	8.1	6.8

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 테슬라, 미래에셋증권 리서치센터

1. 1분기 리뷰: 컨센서스 하회했으나 우려를 상당 부분 덜어준 컨퍼런스 콜

테슬라의 1분기 실적은 최근 낮아진 컨센서스를 하회하였다. 판매량 감소로 매출액이 전분기대비 감소했고 판매 가격도 하락했지만 원가 절감 효과로 매출총이익률은 전분기와 유사한 수준을 유지하였다. 다만 AI, 배터리 등에 대한 투자가 증가하면서 영업비용이 증가해 영업이익률은 5.5%로 하락했다.

컨퍼런스 콜에서 머스크는 24년 판매량이 적어도 23년 대비 증가할 것이고 기존 공장에 새로운 기법을 적용한 보다 싼 전기차를 25년 하반기가 아닌 25년 초에 생산할 것이라고 밝혀 그 간의 우려는 상당 부분 덜어주었다. 1분기에 사이버 트럭 램프업 비용 등 불확실성이 컸으며 2분기에는 상황이 더 개선될 것이라고도 언급하였다.

자율주행 관련해서도 기술이 빠르게 발전하고 있으며 주요 자동차 업체 중 하나와 FSD 소프트웨어 라이선스 계약에 대해 논의 중이라고 밝혔다. 관련해서 AI 학습에 필요한 반도체 연산 능력도 빠르게 증가해 현재 H100 기준 3.5만대 수준의 훈련 능력을 확보하고 있으며 연말에는 8.5만대 수준까지 증가할 것으로 전망했다.

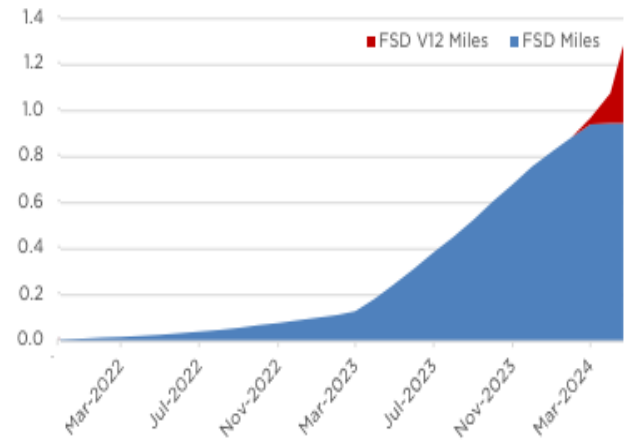
휴머노이드 로봇 옵티머스의 경우 24년 안에 테슬라 공장에 적용되고 빠르면 25년 말에 외부에 판매할 수 있을 것으로 전망하였다. 특히 머스크는 테슬라가 단순히 자동차 회사가 아니라 AI 로보틱스 회사이며 옵티머스의 가치가 매우 높을 것이라는 점을 강조하였다.

표 1. 1분기 실적 컨센서스 비교 테이블 (백만달러, %, 달러)

	1Q23	4Q23	1Q24P			증감률	
			실제치	컨센서스	차이	YoY	QoQ
매출액	23,329.0	25,167.0	21,301.0	22,304.6	-4%	-9%	-15%
매출총이익	4,511.0	4,438.0	3,696.0	3,677.8	0%	-18%	-17%
매출총이익률	19.3	17.6	17.4	16.5	0.9%p	-2.0%p	-0.3%p
영업이익	2,664.0	2,064.0	1,171.0	1,525.4	-23%	-56%	-43%
영업이익률	11.4	8.2	5.5	6.8	-1.3%p	-5.9%p	-2.7%p
EPS	0.73	2.27	0.34	0.36	-6%	-53%	-85%
Non GAAP EPS	0.85	0.71	0.45	0.51	-12%	-47%	-37%

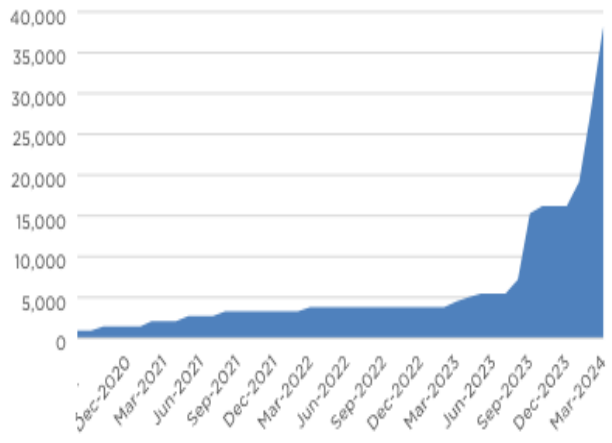
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 테슬라 자율주행 주행 마일리지 추이 (십억마일)



자료: 테슬라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 테슬라 자율주행 연산 능력 추이 (H100 기준)



자료: 테슬라, 미래에셋증권 리서치센터

2. 어려운 시기 적절한 전략적 판단으로 빨라지는 모멘텀 회복, 매수 유지

저가형 자동차의 조기 양산, FSD 가격 인하 및 라이센싱 논의, 옵티머스의 빠른 상용화 등은 어려운 시기 적절한 전략적 판단으로 보이며 이로 인해 테슬라의 주가 모멘텀이 예상보다 빠르게 회복될 것으로 전망된다.

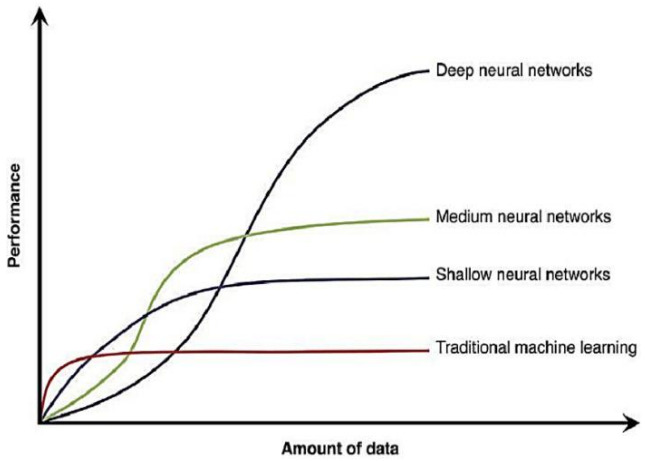
당초 테슬라는 저가형 전기차 양산이 25년 하반기로 예정되어 실적 모멘텀 공백이 예상되는 상황이었다. 그러나 완전히 새로운 공법을 적용해 원가를 크게 낮추는 대신 기존 공장에 일부 신 기술을 적용해 보다 지금보다 좀더 싼 전기차를 빨리 양산하기로 결정한 것으로 추정된다. 이는 매크로 불확실성이 높아지는 현 시점에 적절한 전략적 변화로 판단된다.

테슬라는 FSD 가격도 크게 인하해 많은 사람들이 이를 체험할 수 있도록 유도하고 있다. 이는 기술 자신감이 그만큼 높아졌기 때문에 가능한 전략으로 판단된다. 이미 FSD V12의 성능이 상당히 개선된 가운데 FSD V12 이후로 주행 데이터가 쌓이는 속도가 더 빨라지고 있고 훈련 인프라 역시 빠르게 확대되고 있어 적어도 1년 내 레벨 2+ 도심 자율주행 매출이 의미 있게 가시화될 가능성이 높아지고 있다. 최근 AI 기술이 빠르게 발전하고 있지만 AI 훈련의 핵심은 데이터고 자율주행에 필요한 실 도로 주행 데이터는 테슬라 이외 기업들이 확보하기 어려운 만큼 FSD 라이센싱 가능성도 높다.

특히 향후 AI 데이 등에서 공개될 옵티머스의 기술 발전 속도는 시장 기대를 상회할 것으로 예상된다. 최근 엔비디아 등 빅테크와 중국 기업들을 중심으로 휴머노이드의 성능 발표가 다수 이어지고 있는데 챗GPT와 같은 파운데이션 모델을 적용하면서 로봇의 인지 및 판단 제어 기능이 기하급수적으로 발전하고 있기 때문이다. 그러나 로봇 역시 궁극적으로는 학습에 필요한 현실 세계 데이터를 확보하는 것이 중요할 전망인데 테슬라는 로봇 원가의 핵심인 모터를 표준화해서 직접 생산함으로써 원가 경쟁력을 확보할 수 있을 전망이다.

테슬라 주가는 여전히 현재 실적 대비 밸류에이션이 높고 당장 실적이 빠르게 개선되기는 어렵다. 그러나 실적에 대한 우려는 이미 상당 부분 주가에 반영되었고 FSD와 옵티머스 같은 AI 상용화에 대한 가치가 향후 더 부각될 것으로 예상된다. 특히 8월 8일 로보택시 출시와 19일 AI 데이에 주목할 필요가 있다. 투자의견 매수와 목표가 225달러를 유지한다.

그림 3. AI 성능의 핵심은 데이터



자료: 앤드류 응, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 전기차 라인에 투입된 중국 휴머노이드 로봇

자료: 유비테크, 미래에셋증권 리서치센터

테슬라 (TSLA US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	**81,462**	**96,773**	**89,877**	**109,586**
매출원가	60,609	79,113	71,635	83,230
매출총이익	**20,853**	**17,660**	**18,242**	**26,356**
영업비용	7,197	8,769	9,925	11,414
영업이익	**13,656**	**8,891**	**8,317**	**14,942**
비영업손익	63	1,082	505	636
세전사업손익	**13,719**	**9,973**	**8,822**	**15,578**
법인세비용	1,132	-5,001	1,323	2,337
비지배주주순이익	31	-23	-12	-20
지배주주순이익	**12,556**	**14,997**	**7,510**	**13,262**

Growth (YoY)	2022	2023	2024F	2025F
매출액증가율	51.4%	18.8%	-7.1%	21.9%
매출총이익증가율	53.3%	-15.3%	3.3%	44.5%
영업이익증가율	109.4%	-34.9%	-6.5%	79.7%
지배주주순이익증가율	127.5%	19.4%	-49.9%	76.6%

Margins	2022	2023	2024F	2025F
매출총이익률	25.6%	18.2%	20.3%	24.1%
영업이익률	16.8%	9.2%	9.3%	13.6%
지배주주순이익률	15.4%	15.5%	8.4%	12.1%

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	**40,917**	**49,616**	**51,183**	**59,177**
현금 및 현금성 자산	22,185	29,094	30,709	36,734
매출채권 및 기타채권	2,952	3,508	3,747	4,270
재고자산	12,839	13,626	12,338	14,335
기타유동자산	2,941	3,388	4,390	3,837
비유동자산	**41,421**	**57,002**	**65,592**	**73,889**
유형자산	26,111	33,905	39,078	44,784
기타비유동자산	15,310	23,097	26,513	29,105
자산총계	**82,338**	**106,618**	**116,775**	**133,066**
유동부채	**26,709**	**28,748**	**26,863**	**30,075**
매입채무 및 기타채무	21,912	21,963	19,887	23,106
단기금융부채	1,987	3,045	3,589	3,035
기타유동부채	2,810	3,740	3,387	3,935
비유동부채	**9,731**	**14,261**	**18,657**	**19,033**
장기금융부채	3,761	6,528	10,924	12,655
기타비유동부채	5,970	7,733	7,733	6,378
부채총계	**36,440**	**43,009**	**45,519**	**49,108**
자본금	3.00	3.00	3.00	3.00
자본잉여금	32,177	34,892	34,892	34,892
이익잉여금	12,885	27,882	35,392	48,256
기타포괄손익누계액	-361	-143	-143	-143
비지배주주지분	1,194	975	963	943
자본총계	**45,898**	**63,609**	**71,108**	**83,951**
부채 및 자본총계	**82,338**	**106,618**	**116,627**	**133,060**

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	**14,724**	**13,256**	**14,121**	**20,702**
당기순이익(지배주주지분)	12,587	14,974	7,499	13,242
비현금수익비용가감(감가상각비)	3,747	4,667	5,472	7,069
운전자본변동	-1,691	-296	641	525
기타영업활동	112	-6,112	509	-134
투자활동 현금흐름	**-11,973**	**-15,584**	**-15,306**	**-18,339**
자본적지출	-6,231	-8,898	-10,646	-12,775
장기금융자산의 증가(감소)	0	0	-2,129	-2,555
기타투자활동	-5,742	-6,686	-2,531	-3,009
재무활동 현금흐름	**-3,527**	**2,589**	**3,007**	**3,878**
장단기금융부채의 증가(감소)	-3,866	2,116	3,007	4,276
자본의 증가(감소)	541	700	0	-398
기타재무활동	-202	-227	0	0
FX rate effect	-444	4	-208	-216
현금의 증가	**-1,220**	**265**	**1,615**	**6,026**
기초현금	17,707	22,185	29,094	30,709
기말현금	22,185	29,094	30,709	36,734

자료: 테슬라, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (배)	33.7	95.6	75.2	42.6
P/B (배)	8.7	12.6	8.1	6.8
EV/EBITDA (배)	21.5	57.0	32.4	20.0
EPS (USD)	3.6	4.3	2.2	3.8
BPS (USD)	12.9	18.0	20.1	23.8
매출채권회전율 (회)	27.6	27.6	24.0	25.7
재고자산회전율 (회)	6.3	7.1	7.3	7.6
매입채무 회전율 (회)	3.7	4.4	4.5	4.7
ROA (%)	15.3	14.0	6.4	10.0
ROE (%)	28.2	23.9	10.7	16.0
ROIC (%)	31.1	24.4	11.2	17.2
부채비율 (%)	79.4	67.6	64.0	58.5
유동비율 (%)	153.2	172.6	190.5	196.8
순부채비율 (%)	-35.8	-30.7	-22.8	-25.1

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.