

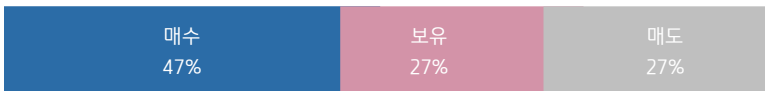


테슬라 (Tesla)

(TSLA.US)

종목 Comment:
인도량 MISS의 원인과 대응

블룸버그 투자의견 컨센서스



현재주가

현재주가('25.1. 2): \$379.28

인도량 관련 Comment

예상치 하회와 역성장을 보인 인도량

테슬라의 2024년 4분기 인도량은 495,570대로 집계되며 QoQ 기준 7% 상승했지만 시장 컨센서스인 51만 대 수준을 하회했다. 2024년 연간 인도량 역시 178.9만 대를 기록해 2023년 연간 인도량(180.8만 대) 대비 -1.07% 하락했다. 4분기 인도량이 시장 컨센서스를 하회하고, 연간 인도량 역시 역사상 처음으로 전년대비 감소하는 모습을 보이며 테슬라(TSLA) 주가는 1월 2일(현지시간) 기준 -6.08% 하락했다.

인도량 미스의 두 가지 원인

테슬라 전체 차량 인도량에서 모델 3/Y가 차지하는 비중은 95% 수준이다. 이에 모델 3/Y의 인도량이 줄어들면 전체 인도량 역시 하락한다. 2024년 모델 3/Y 연간 인도량은 170만 대로 2023년 연간 인도량(173.9만 대) 대비 -2% 감소했다. 2024년 연간 인도량 역성장 원인은 여기에 있다. 미국을 제외한 모델 3/Y의 주요 판매 시장은 중국과 유럽이다. 즉 중국 및 유럽 소비자들의 모델 3/Y에 대한 수요가 소폭 줄어든 것이며, 구체적 원인으로는 **1)중국 전기차 시장 경쟁 심화, 2)유럽 경기 둔화 등으로 판단한다.**

중국의 경우 자국 자동차 브랜드 BYD의 2024년 연간 전기차 판매 수는 176만 대를 기록했다. 테슬라의 인도량인 178.9만 대와 유사한 수준이며, 작년 3분기까지 테슬라 대비 12.4만대 가량 뒤쳐져 있었던 BYD가 4분기에 빠른 속도로 따라잡은 것이다. 중국 승용차시장정보연석회(CPCA)에 따르면 2024년 7월 전기차 판매대수는 87.8만 대로 YoY +36.9% 급증했다. 중국 내 전기차 수요는 지속해서 증가하고 있는 것이다. 다만, 중국 정부의 지원을 바탕으로 한 자국 브랜드의 빠른 추격이 전기차 시장 경쟁을 심화하며 연간 테슬라 인도량 감소를 유도했다.

유럽의 경우 불안한 경기 전망에 의해 독일, 프랑스, 이탈리아 등에서 차량 판매가 감소했다. 유럽자동차공업협회(ACEA)가 공개한 2024년 신규 차량 등록 건수의 월별 전년 대비 변화율을 보면 11월 -1.9%, 10월 +1.1%, 9월 -6.1%, 8월 -18.3% 등으로 부진했고 소비심리 역시 꾸준히 위축되고 있다. 또한, 중국산 전기차에 대한 EU의 신규 관세 부과 정책이 전기차 전체에 대한 매력도를 낮추며 유럽 내 1, 2위 전기차 시장인 독일과 프랑스에서의 판매 부진을 유도했다. 물론 대선 이후 분위기 전환이 점차 이루어지고 있으나, 이미 누적된 여파는 테슬라의 연간 인도량 부진에 일조했다.

Stock Data

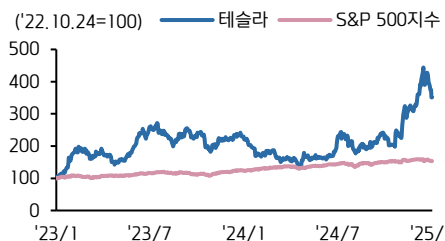
산업분류	자동차
S&P 500 (1/2)	5,868.55
현재주가/목표주가	379.3 / 293.9
52주 최고/최저 (\$)	488.5 / 138.8
시가총액 (백만\$)	1,217,511
유통주식 수 (백만)	3,210
일평균거래량 (3M)	92,113,824

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-6.1	6.2	64.0	52.7
S&P Index	-0.2	-3.0	6.5	23.7

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	81,462	96,773	99,734	116,222
영업이익	13,656	8,891	8,389	12,002
OPM(%)	16.8	9.2	8.4	10.3
순이익	14,116	10,882	8,281	11,365
EPS	4.07	3.12	2.43	3.25
증가율(%)	80.1	-23.3	-22.2	34.0
PER(배)	33.7	95.6	156.3	116.6
PBR(배)	8.7	12.6	17.5	15.2
ROE(%)	33.5	27.9	11.6	13.2
배당수익률(%)	-	-	0.0	0.0



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

어떻게 반응해야 할까?

2024년 인도량이 역성장한 것과 2024년 4분기 인도량이 예상을 하회한 것은 트럼프 트레이드로 인해 높아진 테슬라의 밸류에이션이 안정화되는 재료로 작용할 가능성이 있다(테슬라 FWD PER: 117.6 배). 하지만, 올해 예정되어 있는 저가형 EV 출시, 가파른 ESS 성장 속도, 일론 머스크의 정치적 영향력, FSD(완전 자율주행) 소프트웨어 채택 증가 등을 감안할 경우 추가적 성장 가능성은 남아있다 판단한다. 이 중 저가형 EV 출시와 ESS 성장이 메인 성장 동력으로 작동 가능하다.

2025년 상반기 출시 예정인 소형 EV 모델 Q는 새로운 고객층을 타겟팅 할 수 있다. 유럽의 오래된 도시 구조는 도로 폭이 좁고 주차 공간이 협소하여 기존 테슬라의 주력 상품이었던 모델 3(세단), 모델 Y(SUV)에 불리한 환경이었다. 해당 환경에 따라 유럽 내에서는 소형차에 대한 선호가 상대적으로 높았으며, 모델 Q는 이를 충족할 수 있다. 또한 유럽 내 경기 둔화 우려가 점차 커지고 있기에, 약 3만 달러의 저렴한 가격으로 책정된 모델 Q는 유럽의 합리적 고객층 확보에 유리하다.

인도량 발표와 함께 공개된 4분기 ESS 역시 기대감을 높이는 요인이다. 2024년 4분기 ESS는 11GWh로 역대 가장 높은 저장 용량을 기록했다. 상하이 메가팩 공장이 완공되어 2025년 ESS가 더욱 확대될 수 있는 여건까지도 이미 갖추었다. 전통 사업 모델인 자동차 분야와 이를 연결할 경우 모델 3/Y를 주력으로 생산하는 상하이 기가팩토리와 시너지를 통해 전기차 생산성을 높일 수 있다. 다른 관점으로는 ESS 자체 사업만으로 에너지 사업 부문 성장이 가능하며, 중국의 에너지 수요를 흡수할 수 있다. 제조업과 달리 ESS는 에너지 사업이기 때문에 마진이 좋고, 테슬라의 GPM이 개선될 수 있다는 부분도 긍정적 요인이다.

위 내용을 정리할 경우 유럽의 모델 Q 수요 확대와 ESS 사업에 따른 중국의 에너지 수요 확대라는 두 축이 추가 상승 핵심 요인이다. 하지만, 아직 이것이 수익으로 연결되지 않은 만큼 실적 발표 속 숫자로 증명되는 과정이 필요하다. 해당 과정에서 잠시 주춤한 모습을 보일 경우 높은 밸류에이션 부담에 따라 차익실현 매물이 출회될 수 있다. 이에 단기적 관점에서 빠른 상승을 기대하는 전략은 유효하지 않다. 동사가 진행하는 여러 사업들의 성과가 숫자로 증명되는 시간이 선행되어야 하기에 장기적 관점으로 접근하는 것이 필요하다.

Tesla 2024년 4분기 및 2024년 연간 인도량

Q4 2024

	Production	Deliveries	Subject to operating lease accounting
Model 3/Y	436,718	471,930	5%
Other Models	22,727	23,640	6%
Total	459,445	495,570	5%

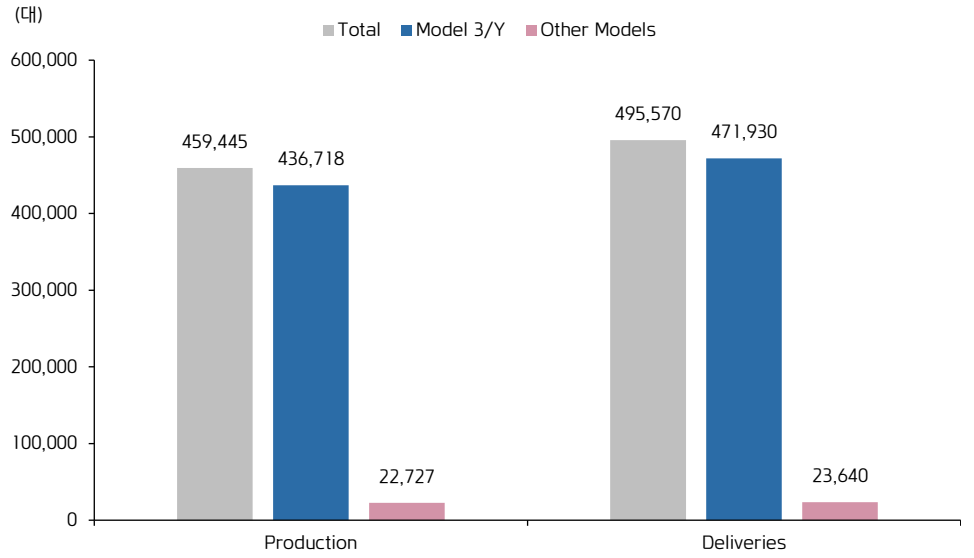
2024

	Production	Deliveries
Model 3/Y	1,679,338	1,704,093
Other Models	94,105	85,133
Total	1,773,443	1,789,226

Energy storage deployments for 2024 were 31.4 GWh.

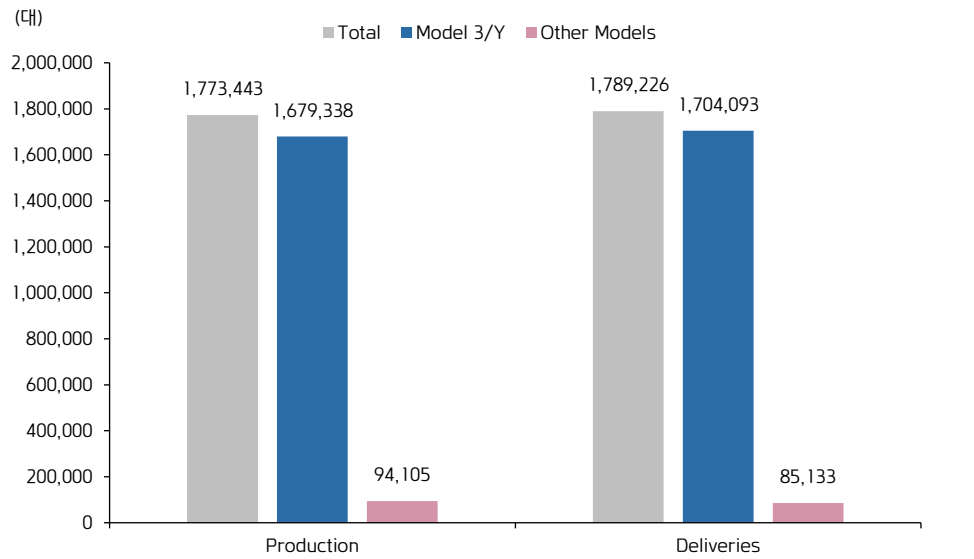
자료: Tesla, 키움증권 리서치

Tesla 2024년 4분기 세부 항목별 인도량 비교



자료: Tesla, 키움증권 리서치

Tesla 2024년 연간 세부 항목별 인도량 비교



자료: Tesla, 키움증권 리서치

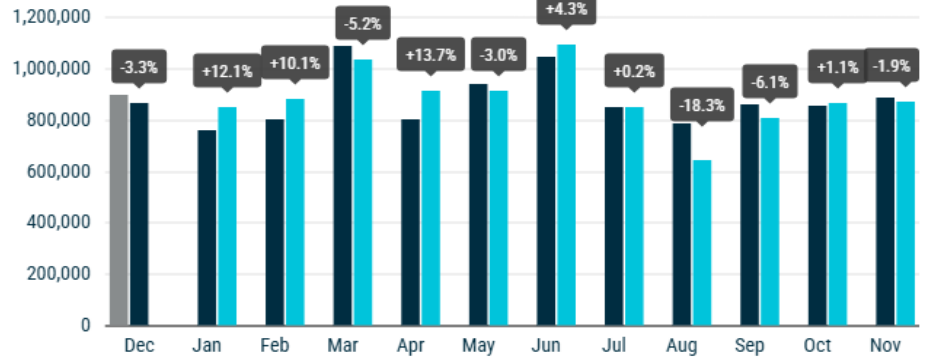
유럽 분기별 신규 차량 등록 수

NEW EU CAR REGISTRATIONS

12-month trend

EUROPEAN UNION

2022 2023 2024



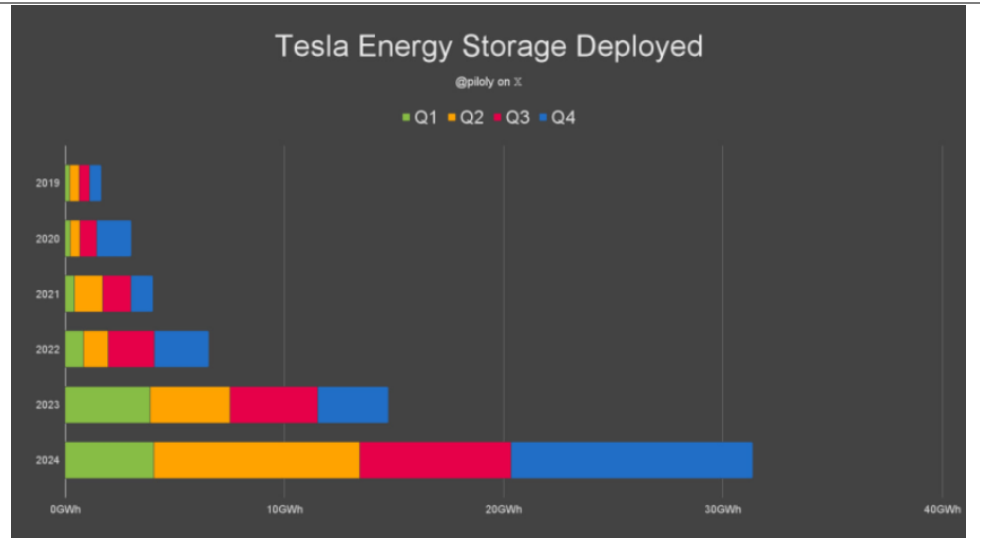
자료: ACEA, 키움증권 리서치

Tesla 상하이 메가팩



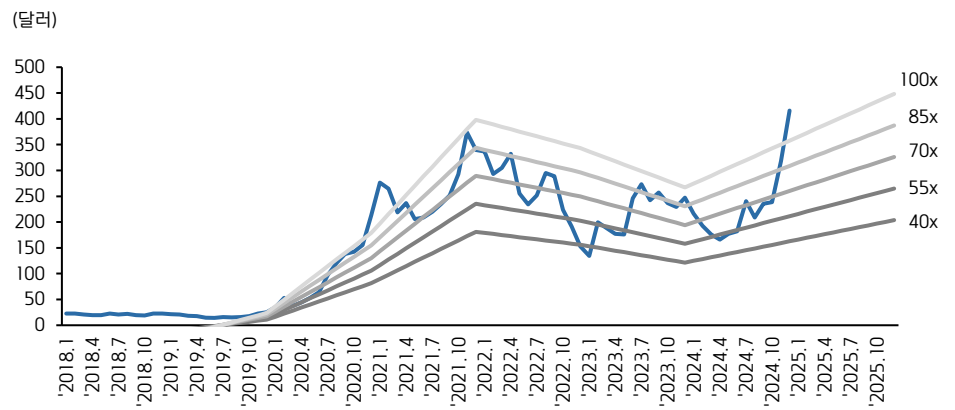
자료: 언론보도, 키움증권 리서치

Tesla ESS(에너지 저장 장치) 추이



자료: piloly X, 키움증권 리서치

Tesla 12m fwd PER 밴드



자료: Tesla, 키움증권 리서치

손익계산서

(\$ 백만)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
매출액	23,888	27,450	33,203	35,819	51,574
매출원가	10,372	10,606	11,108	11,129	19,065
매출총이익, GAAP	13,516	16,844	22,095	24,690	32,509
판매비	1,935	1,347	1,382	1,592	4,959
연구개발비	4,954	4,851	4,919	5,253	—
영업이익, GAAP	12,939	15,912	20,294	22,125	30,736
영업외 (이익)손실	1,571	1,754	1,791	1,110	3,547
세전이익, GAAP	2,686	6,745	18,779	19,393	27,481
법인세비용	-518	29	939	1,015	3,748
당기순이익, GAAP	2,664	6,437	11,495	14,082	5,895
EPS, GAAP	0.662	1.57	2.74	3.393	1.27
희석 EPS, GAAP	0.63	1.5	2.653	3.298	1.23
영업이익, 조정	12,939	15,912	20,294	22,125	30,736
당기순이익, 조정	3,222	6,783	16,526	18,378	23,733
EBITDA	13,643	16,571	21,029	23,213	31,897

재무상태표

(\$ 백만)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
자산총계	75,933	75,570	73,249	72,861	165,645
유동자산	11,895	16,586	18,504	20,847	19,595
현금 및 현금성자산	7,618	12,163	12,416	14,189	9,348
매출채권	2,297	2,071	2,958	3,154	4,416
채고자산	1,003	1,297	1,925	1,898	1,760
비유동자산	64,038	58,984	54,745	52,014	146,050
유형자산	3,098	2,936	2,740	2,617	2,521
무형자산	60,229	54,824	50,725	47,520	143,529
부채총계	52,032	50,581	50,540	48,873	97,967
유동부채	6,371	6,281	7,052	7,405	16,697
매입채무	2,457	2,975	3,273	2,998	1,662
단기성부채	927	373	514	1,668	1,971
비유동부채	45,661	44,300	43,488	41,468	80,230
장기성부채	40,762	39,900	39,464	37,980	66,295
자본총계	23,901	24,989	22,709	23,988	67,678

현금흐름표

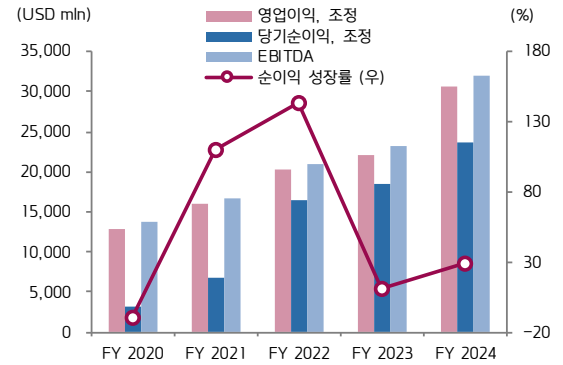
(\$ 백만)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
영업활동으로 인한 현금흐름	12,061	13,764	16,736	18,085	19,962
감가상각비, 무형자산상각비	6,905	6,041	4,984	3,835	10,010
운전자본 변동	1,495	168	-1218	-858	—
투자활동으로 인한 현금흐름	-11,109	-245	-667	-689	-23,070
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-463	-443	-424	-452	-548
유, 무형자산 처분	12	0	0	0	—
재무활동으로 인한 현금흐름	1,611	-8,974	-15,816	-15,623	10,659
차입배당금	-5,534	-6,212	-7,032	-7,645	-9,814
차입금의 증가(감소)	7,703	-1,591	-426	-403	20,346
자사주매입	-489	-1,129	-834	-756	190
현금증가	2,563	4,545	253	1,773	-4,841
기초현금	5,055	7,618	12,163	12,416	14,189
기말현금	7,618	12,163	12,416	14,189	9,348
FCF	11,598	13,321	16,312	17,633	19,414
FCFF	—	15,198	17,918	19,146	21,873

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

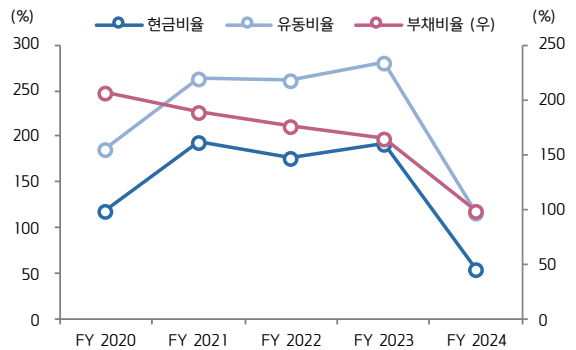
(%, 배)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
보통주 순이익률	11.15	23.45	33.80	39.31	11.43
영업이익률	16.80	31.03	42.84	45.25	26.10
EBITDA 마진	46.15	53.41	58.15	56.21	45.51
ROE	12.87	31.09	51.06	60.31	12.86
ROA	4.13	8.89	15.45	19.28	4.94
ROIC	6.66	12.75	20.16	23.57	8.40
부채비율	206.76	189.50	176.04	165.28	99.83
순차입금비율	142.55	112.49	121.37	106.13	86.02
EBITDA/현금지급이자	7.83	9.37	13.93	13.40	7.22
현금비율	119.57	193.65	176.06	191.61	55.99
유동비율	186.71	264.07	262.39	281.53	117.36
PER	45.67	33.73	17.27	24.80	64.36
PBR	7.06	10.33	8.70	14.47	11.66
EV/EBIT	44.61	29.44	15.81	22.96	62.93
EV/EBITDA	16.34	17.15	11.67	18.50	36.09

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

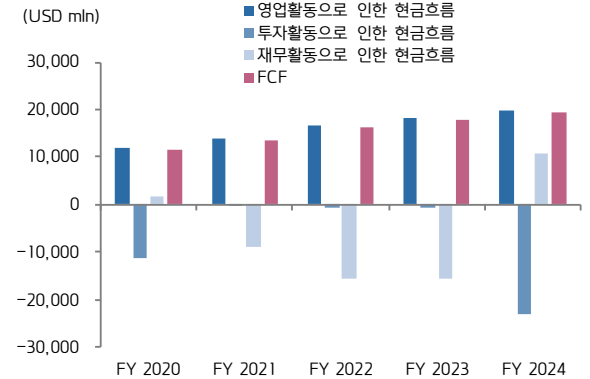
이익 추이



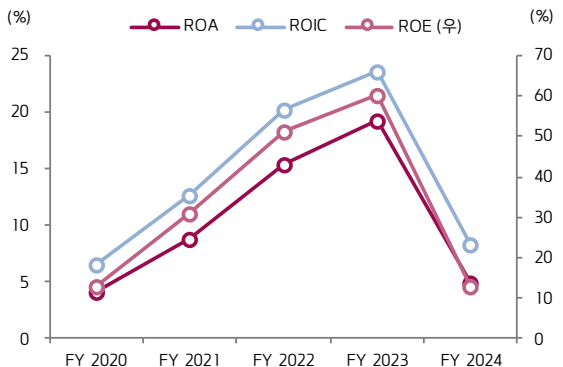
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

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 사용 될 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.