



| 자동차/모빌리티 |

Tesla(TSLA,US)

신(新)세계의 새로운 신(信)이 되는거다.

1H22 review : 동사의 매출액은 3Q22 기준, 214.5억 달러(QoQ +26.7%, YoY +55.9%), 영업이익 36.8억 달러 (QoQ +41.5%, YoY +79.5%)를 달성해 큰 성장을 이어 나가며, 높은 성장성과 동시에 안정성까지 갖추게 되었다. 그럼에도 불구하고, 주가는 내재가치에 맞지 않는 평가를 받는다. 단순 완성차 업체 중에서도 선두이며 이들과 비교한 멀티플은 동사의 가치를 제대로 평가하지 않는다. 모빌리티로의 선두기업으로 가치를 제대로 인정 받려면 현재 주가는 아직도 갈 길이 멀다.

IRA로 정치적 행보를 보이는 미국, 청정 에너지 산업의 핵심은 전기차와 부품

미국은 22년 8월 16일 IRA(Inflation Reduction Act, 인플레이션 감축법)를 법안을 추진하여 공급망 개편 및 산업 자동화를 목표에 두고, '미국 내 생산'을 여부로, 광물에 대한 정책을 정치적으로 이용하기 시작했다. 따라서 포드, GM과 같이 배터리를 합작법인(JV)을 세워 공급하는 것과 달리 동사는 100% 내재화를 추진하며, 전기차 마진의 핵심인 원가 절감 능력에서 동류 기업 대비 우위에 있음에도, 또 한 번 선두 기업으로의 우위를 점하려 하고 있다.

중국 시장, 차별화된 테슬라만의 공략과 향후 대처

전기차 시장 중에서 가장 크며, 국가 주도적 성장을 통해 양적 성장을 이뤄내었다. 기가 상하이인 동사의 핵심 공장이며, 중국 내수용 전기차 생산에 집중한다. 하지만, 221Q 발생한 상하이 락다운으로 인해 기가 상하이의 생산량이 급격 감소했다. 제로코로나 이슈 완화와 더불어 중국 시장을 통한 목표 인도량 달성을 위해 노력 중이며, 중국 내수에 특화된 차량을 생산하며, 중국 완성차 기업과의 차이를 만들고 있다.

시대가 원하는 사업을 한다, 모빌리티는 '테슬라'가 주도

동사는 1) 소프트웨어, 2) 에너지, 3) 순수 전기차 사업을 영위한다. 1) 소프트웨어 사업의 FSD 기술로 타 완성차 대비 10년 정도의 기술 격차를 만들었다. 이는 이연수익(Deferred Revenue)으로 계상되어 1Q22에서 3Q22로 약 28억 달러의 40% 성장을 입증했다. 2) ESS 사업부의 리사이클링의 경우, 흑자 전환으로 사업성을 인정 받고, 광물이 모두 미국산으로 인정되어 IRA 법안 수혜를 받으며 더욱 성장이 기대된다. 3) 자동차 사업부는 탄소 배출권의 판매로 견조한 현금흐름과 더불어 완성차는 23년 세미트럭 출시 발표와 사이버 트럭 출시 예정으로 모멘텀을 만들었다. 테슬라의 경우, 시대에 부흥하는 신사업을 펼치며, 과거의 의심을 수치로 증명해왔다. 현재 재무 안정성을 기반으로, 미국 정부의 정책적 지원에 힘 입어 앞으로의 모빌리티 기업으로의 성장은 더 주목해볼 가치가 있다.

Valuation

동사의 추정방식으로 PER Valuation을 채택하였다. 시장에서 펀더멘털은 단순 완성차 업체만의 평가를 받고 있다. 향후, 현재 테슬라의 주가는 적정 P/E는 56.3배이나, 재무적 안정성과 성장 여력이 충분함에도, 향후 주가 수준을 12M Trailing PER로 추정할 경우 주가가 과도한 낙폭을 보인다. 나스닥 지수와 0.53의 유의미한 상관계수와 현재의 주가가 매크로 이슈의 영향을 많이 받는 점을 참고하여 나스닥 P/E는 28.3이고 나스닥 대비 베타 값은 1.53의 나스닥 대비 높은 베타 값을 고려하였다. 따라서, 테슬라의 P/E 수준에서 전기차 시장 성장 둔화에 대해 30%의 할인율 적용해 TARGET P/E 40배를 적용하여 2023년 목표가는 \$279, 상승여력 52.9% 제시한다.

투자의견

BUY

목표주가

\$279

현재주가(12.06)

\$182

상승여력

52.9%

Stock Data

S&P500	4,071
NASDAQ	11,461
시가총액	\$615.32B
발행주식수(주)	73,292,786
52주 최고/최저가(\$)	402.67/166.3
주요주주(%)	Musk(Elon Reeve) 14.73%
	Vanguard, Inc. 6.48%
	BlackRock 3.37%
주가상승률(%)	1개월 -11.1%
	6개월 -26.1%
	12개월 -45.9%

Stock Price



Research Team 3

34기 이윤호 dldbsgh135@naver.com

35기 이지연 s10ally@gmail.com

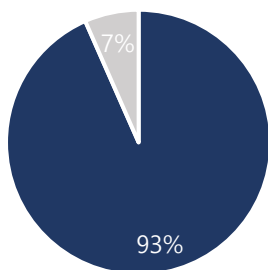
I. 기업개요

테슬라는 2003년 설립된 기업으로, 전기차 생산을 필두로 에너지 저장, 태양광 에너지 설비개발을 주력 사업으로 영위하는 종합 모빌리티 기업이다.

3Q22 기준 동사의 주요 사업부문 매출은 자동차 부문 94.8%, 에너지 생산 및 저장은 5.2%로 구성되어 있다. 현재 자동차 부문이 매출의 대부분을 차지하며, 성장성과 동시에 재무적 안정성을 확보하였다. ESS 사업은 전기차 폐배터리 팩을 재사용하며, 최근 흑자 전환을 통해 해당 부문의 성장세가 기대된다.

3Q22 사업부 별 매출액 비중

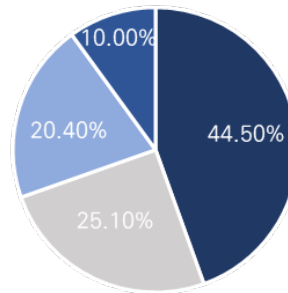
(단위 : %)



■ Automotive ■ Energy generation and Storage

3Q22 국가 별 매출 비중

(단위 : %)



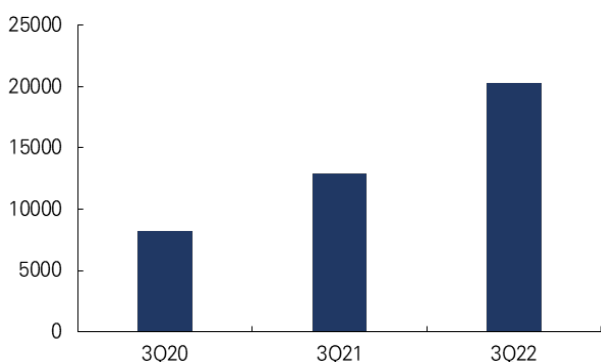
■ 미국 ■ 중국 ■ 유럽 ■ 기타

출처 : 기업 IR자료, RFS Team 3

출처 : 기업 IR자료, RFS Team 3

자동차 부문 매출액 추이

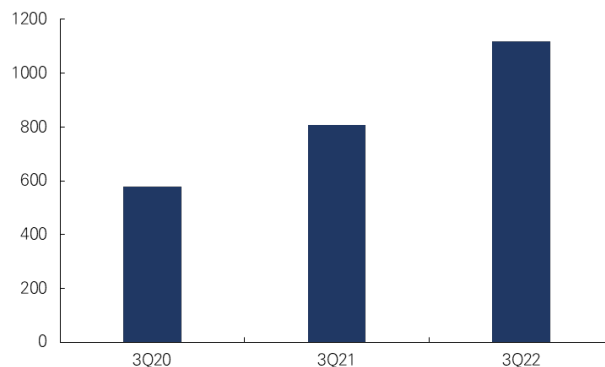
(단위 : 백만 USD)



출처 : 기업 IR자료, RFS Team 3

ESS 부문 매출액 추이

(단위 : 백만 USD)



출처 : 기업 IR자료, RFS Team 3

II. Business Model

1. 완성차 산업

과거 완성차 산업의
주안점

자동차 산업의 특징은 자동차가 2~3만 여개의 부품으로 구성된 최종생산물이라는 점으로부터 나온다. 그 령기에 **1) 규모의 경제효과가 크며 2) 기술집약적이며 3) 경기에 민감하다**. 자동차산업은 **규모의 경제효과가 큰 산업**으로 거대한 초기 자본투자가 필요하며 적정수준의 생산규모에 도달해야만 가격경쟁력을 확보 할 수 있는 대표적인 **자본 집약적 산업**이다. **생산 밸류체인과 공급망의 효율성 및 고유기술과 경험축적이 중요한 기술집약적 산업**이기도 하다. 또한, **주요소비는 일반 개인이 담당한다**. 또한 자동차는 한번 구매하 면 10년 이상 사용하는 **내구소비재이기 때문에 경기변동에 민감하다**. 경기침체에 대한 가계의 비관적인 전 망만으로도 소비자가 구매를 연기해 매출에 타격을 받을 정도로 자동차 산업은 경기에 민감하다.

2. 순수 전기차(BEV) 산업의 동향

향후 완성차 산업,
순수 전기차의
주안점

순수 전기차는 2050 탄소중립 어젠다를 기반으로 지속 가능한 환경에 대한 중요성이 커지면서, 모든 완성 차 업체들이 생산을 위해 힘쓰고 있다. **순수 전기차 생산 시 주안점은 차량 생산에 대한 비용 절감을 얼마나 할 수 있는가이다**. . 순수 전기차는 60KWh의 배터리를 탑재하는데, 차량 중 배터리의 가격 비중이 40% 를 차지한다. 배터리 원가 구조는 재료비 비중이 높아 고정비 레버리지 효과가 낮고 높은 마진 기대가 어렵 게 하기에 10% 이상의 영업 이익률을 달성하기 어렵다. 현재는 정책적으로 보조금 정책을 실시하여 구매 장려를 유도하지만, 배터리의 높은 가격으로 인해 규모의 경제에 따라 점차적으로 하향 안정화로의 노력을 집중하고 있다. 따라서, 완성차 업체의 경우, 배터리 원가 가격을 얼마나 낮추는가 또한 차량 판매에 있어 타사 대비 높은 경쟁력을 가지는 비교 우위를 점한다는 점을 알 수 있다.

3. 국가 간 정치적 개입의 시작

앞서 간 중국,
앞서려고 하는 미국

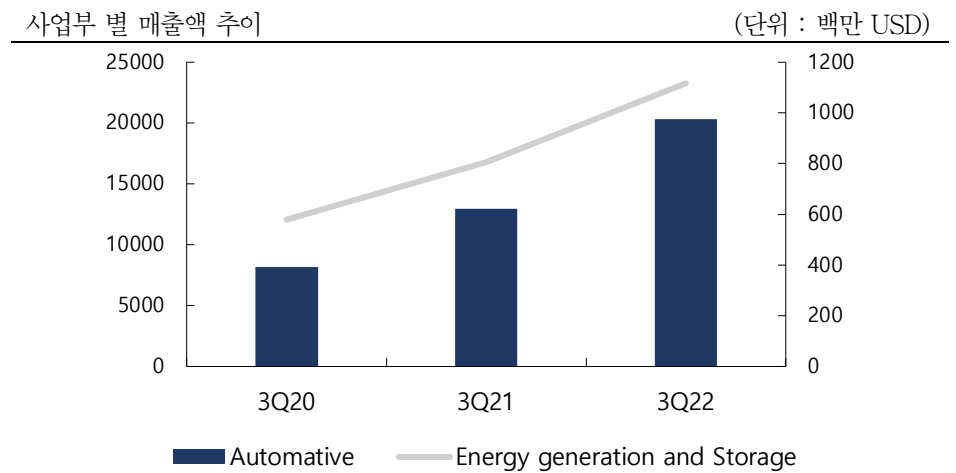
중국의 경우, 2010년부터 전기차 산업을 국가 주도적 폐쇄적 육성을 통해 성장하였으며, 값 싼 중국산 배 터리 광물 원재료를 통해 배터리 자국 기업의 성장을 점차 촉진해나갔다. 그 결과, CATL의 값싼 LFP 배터 리 생산을 통해 배터리를 낮은 원가로 양산할 수 있는 기반을 마련했다. 이를 견제하기 위해 2022년 미국 은 IRA 법안 발의를 통해 중국산 광물을 의도적으로 배제하기 시작하였으며, 미국의 탈세계화 행보는 미국 의 기술 안보를 반도체에 이어 한 번 더 패권 다툼에서 우위를 점하기 위해 시행했다. 하지만, 미국의 중국 산 광물 배제는 호재가 아니다. 배터리 가격을 낮은 가격으로 조달하는 것이 중요하기에 중국산 광물 배제 는 배터리 가격을 결정 짓는 요소 중 변동비의 상승을 불러 일으키게 되며, 자동차 가격 인상으로 이어진다. 세계화를 통해 원자재를 값싼 가격에 공급했던 과거와 달리 향후의 배터리 원재료는 변동성이 심화되어 대 부분의 완성차 업체들은 각 사의 순수 전기차 가격을 높이기 시작했다. 따라서, 완성차 개별 기업의 측면에 서 볼 때, 차량 가격 인상은 피할 수 없는 이슈이며, 비용 절감과 영업이익률을 얼마나 효율적으로 뽑아내느냐가 완성차 기업의 경쟁력과 이어진다고 판단할 수 있다.

2. 사업 부문

동사의 사업부문은 **1) 자동차 부문**과 **2) 리사이클링 부문**으로 나뉜다. 3Q22기준 전체 매출에서 자동차 부문은 94.8%, 리사이클링 부문은 5.2%를 차지하고 있다.

1) 자동차 부문은 전기 자동차의 설계, 개발, 제조, 판매 및 임대뿐 아니라 자동차 규제 크레딧 판매(탄소 배출권)를 포함한다. 또한 자동차 부문은 무보증 애프터 서비스, 중고차 판매, 소매 상품, 인수한 자회사의 제3자 고객에 대한 판매 및 차량 보험 수익을 포함하는 서비스 및 기타로 구성된다.

흑자 전환 성공 이후,
자동차 부문의 지속적 성장



출처 : 기업 IR자료 RFS Team 3

2) 리사이클링 부문은 태양 에너지 생성 및 에너지 저장 제품의 설계, 제조, 설치, 판매 및 임대와 관련 서비스 및 태양 에너지 시스템 인센티브 판매를 포함한다.

동사의 ESS사업부가 주력하는 ESS는 초대형 에너지 저장장치로써 발전소, 통신기지국, 대형 오피스, 가정집 등에서 보조적인 전원의 역할을 한다. 동사의 ESS인 '메가팩'은 다른 업체의 ESS에 비해 설치시간이 짧고 용량이 크다는 장점을 가지고 있다. 현재 동사는 생산향상을 위해 캘리포니아 아르루에 있는 메가팩 공장을 램프업하는 과정에 있다.

III. Investment Point

Investment Point 1. 미국 시장, 테슬라의 홈 그라운드

1-1. 더 커질 미국 시장, 테슬라는 이미 감제고지에 위치

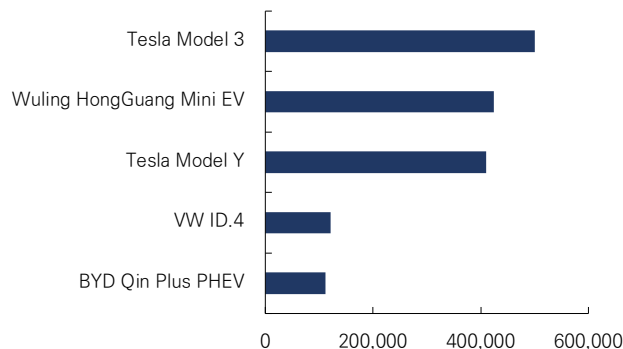
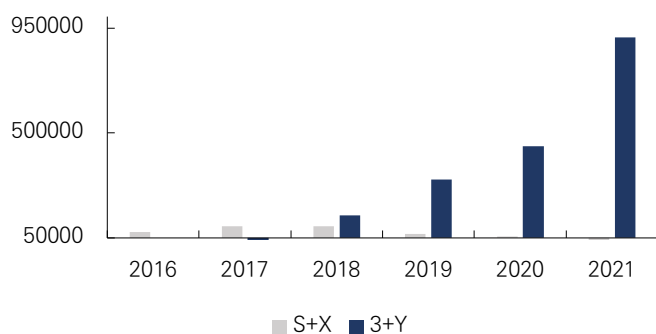
과거와 달라진 위상

동사의 미국 시장 점유율 중, 5만 달러 이상의 순수 전기차의 경우, 2022년 9개월 동안 85%(52.5만대 중 34만대)를 차지한다. 2020년 이래로 연간 약 5%(YoY, -5%)의 감소 폭이 나타나고 있지만, 점유율 손실의 상당 분은 5만 달러 미만이 없는 것으로 나타났다. 대부분의 후발 주자인 완성차 업체의 차량 포지셔닝이 '프리미엄'에 있다는 점에서 테슬라의 점유율 손실은 큰 문제가 되지 않을 것으로 보인다. 2020년까지 동사는 세계에서 순수 전기차만을 생산하는 업체로 탄소배출권 거래로 약 2조원의 순이익을 올렸다. 그러나, 현재의 테슬라는 탄소배출권 판매 없이도 흑자를 낼 수 있는 세계 1위 전기차 기업으로 발돋움하며, 미국 시장 내에서 지배력을 행사하고 있다. 미래성장동력이 소비자들의 구매로 이어진 것을 현재 실적을 통해 증명하고 있다.

연도 별 모델 별 판매량

(단위 : 대) 2021년 전기차 판매량

(단위 : 대)



출처 : 기업 IR자료, RFS Team 3

출처 : 기업 IR자료, RFS Team 3

이미 원가는 상대적으로 비교 우위

원가에서 이미

유리한 위치에 올라

완성차 업체에 있어, 배터리 공급망 확보와 원가 절감은 곧 가격 경쟁력으로 이어진다.

1) **생산 전략의 변화로 원가 절감**은 순수전기차 기업으로 전기차에 맞는 생산전략을 만들었다. 주력 모델인 모델 3, Y간의 부품 공유 비율은 80%에 달한다. 서로 다른 차량에도 같은 부품을 사용할 수 있도록 설계하였고, 이는 전기차가 구사하는 최고 수준의 공용화를 이끌어 냈다.

2) **선진적 부품조달 및 물류 그리고 재고 관리** 면에서 차량 외형을 자주 바꾸지 않는다. 다른 업체와 달리, 동사는 외형을 거의 바꾸지 않고, 무선업데이트(FOTA)로 소프트웨어를 개선해 성능을 높이거나 기능을 추가한다.

1-2. 배터리 내재화를 통한 경쟁력 확보

IRA의 본질을 들여다 봐야한다.

배터리 내재화를
해야 살아남을 것.

IRA의 핵심이 '중국/러시아/이란산 배터리 및 광물 배제'에 있듯, 가장 낮은 원가를 사서 팔던 시대가 저물고, 탈 세계화의 시대가 도래했다. 미국 정부는 2023년 40%까지 배제되는 중국산 광물의 비율을 매년 10%씩 추가적으로 비율을 늘려 미국산 광물의 수요를 늘리기 위한 압박을 시작했고, 배터리 비용 원가 절감 능력은 각 기업 별로 부각될 것이다.

IRA 법안 전기차 세액공제 내용

내용	전기차 관련 세액공제 내용	요구 비율(2023)	요구 비율(2027)	세액 공제(\$)
지급 대상	배터리 광물(리튬, 니켈)	40%	80%	3,750
	배터리부품(양극재, 음극재)	50%	100%	3,750

출처 : RFS Team 3

IRA 법안 지급 기준

가격 기준	SUV 및 픽업트럭	8만 달러
	승용차	5.5만 달러
적용 시점	2023.1.1	
적용 대상	배터리 광물, 부품	

출처 : RFS Team 3

타사 대비 비교 우위는? 배터리 원가 절감 능력이 핵심

동사는 자동차 하위 시스템에서 배터리 기술, 조립, 판매 채널, 충전, 서비스까지 대부분의 밸류체인을 수직계열화하여 타사 대비 새로운 전기차 생산라인을 구축했고, 배터리 내재화를 통해 4680 배터리부터 직접 배터리를 생산하기 위한 준비를 하고 있다. **배터리 내재화를 개발 중이지만, 성공하게 된다면, 수직 계열화의 범위를 넓혀 타사 대비 비용 절감에 있어 타사 대비 한 번 더 앞서갈 수 있는 기회가 되는 것이다.**

현재 IRA가 규정한 배터리 광물의 비중을 테슬라 또한, 40%를 못 맞추는 상황이다. 따라서, 광물에 관한 공급망 이슈는 점차 해결해나가야 할 이슈이며, 배터리 내재화를 시도하는 동사는 장기적인 측면에서 타사 대비 비교 우위를 지닌다. 미국 내 경쟁사인 GM 및 Ford의 합작 법인 OEM사인 포스코케미칼과 에코프로비엠의 경우, 중국과 JV를 설립하였다. OEM사의 경우, 중국 자본이 많이 투입 되었지만, 한국 내에 공장을 건설하여 원산지를 한국으로 인정된다. **당장의 중국산 광물이 배제하기는 현실적으로 어렵기에 미국은 이를 감안하여 비율을 정해주었기에 이들의 중국산 광물 이용은 단기적으로 문제가 되지는 않는다.**

1) GM의 경우, 2022년 7월 세 업체와 배터리 소재/광물 장기공급계약 발표했다. GM은 Ultium Cells(GM과 LG에너지솔루션의 JV)를 통해 LG화학으로부터 총 96.8만톤 (2022~2030년) 및 포스코케미칼로부터 13.7조원 규모의 양극재를 조달 받기로 계약을 체결하였다. 2) Ford의 경우, 7월 전기차 셀/소재/광물 추가 중장기 전략으로 배터리 밸류체인 추가 확보를 발표하였다. NCM 배터리에 LFP 배터리를 추가 채택하기로 결정하였고, 양극재는 에코프로비엠과의 설비 투자 MOU를 체결하였다.

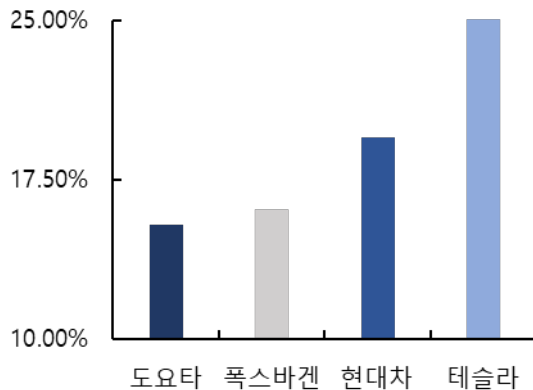
동사는 배터리 생산 내재화를 통해 변동비를 최소화하여 타사 대비 원가절감에서 우위를 갖추기 위한 노력을 하기 시작했다. 4680 원통형 배터리는 에너지 밀도가 기존 대비 5배, 주행 거리 16% 향상, 출력 6배 증가로 성능과 비용 절감을 동시에 이뤄낼 수 있어 타사 대비 높은 마진을 남길 수 있는 경쟁력을 갖춘다.

1-3. 재무적 안정성을 증명하며, 판매 패러다임도 주도

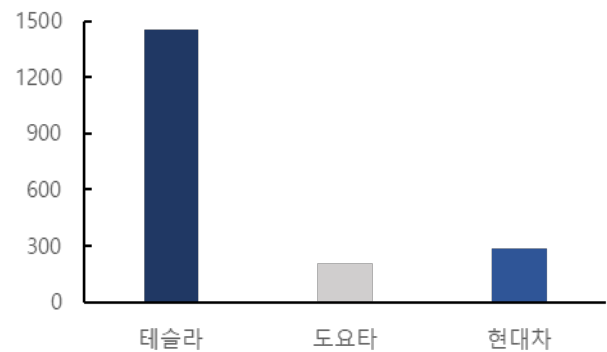
3Q22 GPM 25.1%, OPM 17.2%는 경쟁 기업을 압도

높은 성장성은 동사의 가치를 보여주는 중요한 요소이지만 테슬라의 안정적인 이익창출능력인 GPM과 OPM에 대해서 분석하고자 한다. **3Q22 테슬라의 실적은 자동차 기업 중 비교적 좋은 모습을 보였다.** 매출액 214.5억 달러(QoQ +26.7%, YoY +55.9%), 영업이익 36.8억 달러(QoQ +41.5%, YoY +79.5%)를 달성했다. 3Q22 GPM과 OPM은 각각 25.1%, 17.2%로 일반적으로 제조업의 GPM과 OPM이 각각 15~19%, 5~9% 정도라는 점을 고려할 때 매우 높은 수치이다. 실제로 타 기업의 GPM과 OPM을 살펴보면 도요타(15.4%, 6.1%), 폭스바겐(16.1%, 6.1%), 현대차(19.5%, 4.1%)로 테슬라에 비해 상당히 비교적 하회하는 모습을 보였다.

각 사별 GPM



각 사별 OPM



출처: 각 사 사업보고서, RFS Team 3

출처: 각 사 사업보고서, RFS Team 3

이제는 판매가격 유연함도 중요, 이를 테슬라가 주도

어떻게 파느냐가

경쟁력과 직결

동사는 자동차를 시가에 판매한다. 1) 차량 원자재 값 상승으로 테슬라 또한 21년 대비 30% 인상되었으며, 동사보다 차량 가격 인상 압력이 큰 완성차 업체들도 테슬라를 따라 가격을 인상하기 시작했다. **우리가 주목해야 할 점은 가격 인상에도 불구하고 차량 판매는 크게 늘었다.** 22년 1분기 글로벌 판매량은 YoY 68% 급증한 31만48대에 달했다. 전기차 부문의 매출총이익은 55억4000만달러(6조8912억원)였고, 매출총이익률은 32.9%로 뛰어오른 반면, 현대자동차의 해당 분기 매출총이익률은 18.4%에 그쳤다. 2) 22년 4분기 중국 시장을 시작으로 차량 가격 할인을 통해 목표 인도량 달성에 힘 썼으며, 미국 시장의 23년 보조금 혜택에 22년 4분기 판매량 둔화 우려를 대비해 미리 3,750달러의 차량 할인 혜택을 소비자에게 제공하였다.

동사의 차량 가격 조정은 시장 내에서 공급자 우위에 있어 시장 지배력을 바탕으로 가능하다. 또한, 전기차를 생산하는 기업들은 프리미엄 전기차를 통해 브랜드 이미지 강화 및 수익 확보에 집중하는데 **현재의 생산비용 변동성이 증가되고 지연되어 이를 대처하는 능력에 따라 기업 별로 수익성에서 차이를 보였다.** 도요타의 원자재 가격 급등에 대한 대처와 러시아 사업 철수 등으로 어려움을 겪었지만, 테슬라는 브랜드 충성도를 기반으로 원가 절감과 생산능력을 통해 위기를 기회로 바꾸고 있다.

Investment Point 2. 중국 시장 차별공략법

2-1. 중국 전기차 시장에 맞는 유연한 대처

중국 전기차 시장의
빠른 성장

과거 2008년 부터 중국은 국가 주도적으로 전기차 시장의 양적 성장을 주도했다. 중국은 2022년 30만 위안 이하의 전기차에 대해 가격의 약 4~5%인 1.26만 위안의 보조금을 지급했으나 23년부터 보조금은 사라지고, 취득등록세 면제만 연장할 예정이다. 2023년부터 취득등록세를 제외한 **중국의 전기차 보조금 소멸**과 BYD와 같은 경쟁 업체들의 빠른 성장에 맞춰 유연한 대응을 통해 중국 시장을 공략하고 있다.

중국의 제로 코로나 이슈로 공장 가동이 중단되면서, 기가상하이의 생산에 차질이 발생하여, 목표 인도량을 하회하였다. 따라서, 연간 목표 판매량인 140만대 달성을 위해 가장 큰 전기차 시장인 중국 시장을 공략하기로 한 것으로 판단된다. 지난 달 24일 주력 차종인 3/Y 판매가를 약 10% 인하한 데 이어, 최근 보험 가입 소비자를 대상으로 11월 말까지는 8천 위안, 12월 말까지는 4천 위안의 할인 프로모션을 공개했다. 또한, 원래 예상 인도일이 1~5주이지만, 12월 안에 인도하여 보조금을 받을 수 있게 유연하게 대처한 것이 인상적이다.

가격 인하는 목표 생산량 달성을 위한

유연한 대응으로
중국 시장 맞춤 공략

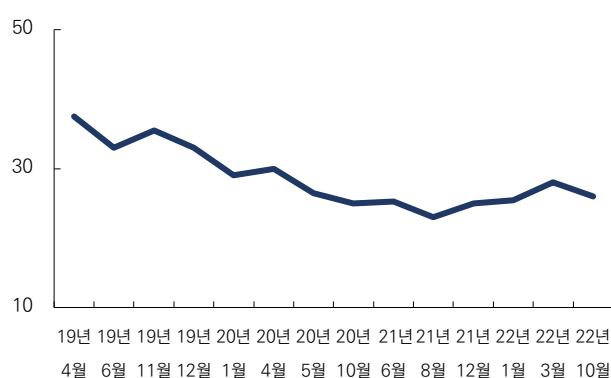
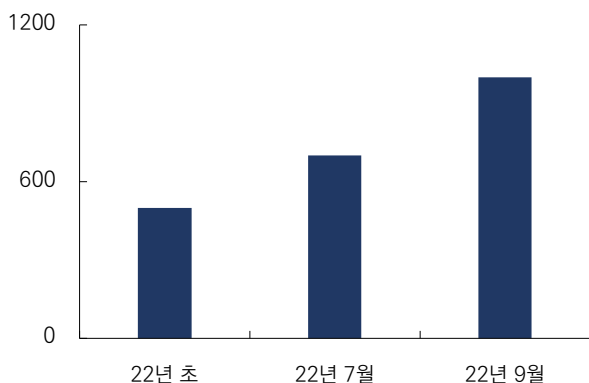
더 많은 경쟁자가 시장에 진입할수록 전기차 시장 규모가 확대되고 이는 지속가능한 모빌리티 시장에 가까워지는 긍정적 결과를 낳는다고 사업 보고서에 밝히며, 동사의 목표는 차량 성능을 개선할 뿐 아니라 원가 경쟁력을 갖추고 시장 모멘텀에 대응하는 것이다. 상하이 공장 가동 및 모델3 SR에 CATL의 LFP 배터리 채용 등의 이유로 원가가 하락하는 만큼 판가를 계속 인하하고 있다. 실제 22년 11월 약 10만대(MoM 39.87%), 누적 65만대(YoY 62.86%)의 인도량을 기록하며, 가격 인하 정책에 대한 대처를 수치로 증명하였다.

Giga Shanghai의 CAPA 추이

(단위 : 천대)

모델 3 중국 판매 가격 추이

(단위 : 만 위안)



출처 : 언론 자료 취합, RFS Team 3

출처 : 언론 자료 취합, RFS Team 3

2-2. 타사 대비 경쟁력은 비교 우위

동사는 중국 내 기업 대비해서 1) 원가 경쟁력, 2) 기술 경쟁력, 3) 가격 경쟁력을 지닌다. 중국 경쟁 업체는 정부의 육성을 통해 많은 성장을 이루어내었다. 하지만 동사의 중국 시장에 대한 차별화된 대처는 중국 기업의 경쟁력을 한 순간에 잃게 만들었다.

가상 상하이인 인도량(Q) 달성을 위한 최적의 조건을 미리 갖추.

원가 경쟁력이
가장 높은 상하이

앞서 언급했듯, 전기차는 원가 절감이 결국 기업의 경쟁력과 직결된다. 테슬라의 경우, 프리미엄 차를 생산함에도 불구하고, 중국 상하이 Gigafactory는 가장 선제적으로 대규모 생산 CAPA 및 LFP 배터리 사용으로 원가 절감을 이루어 냈다. 최근 원가 경쟁력이 높은 중국 상하이 공장의 생산 CAPA가 22년 초 50만대에서 11월 현재 100만대로 크게 늘어나면서 규모의 경제 효과는 더욱 극대화될 것으로 전망된다. 또한, 상하이 공장은 미국 프리몬트 공장 대비 해당 투자 비용이 1/3 수준인데다, 기존 공장 증설 비용은 베를린, 텍사스 공장 신규 가동에 따른 비용 대비 훨씬 낮았다. 상하이 공장에서 생산되어 중국 내수시장 판매 차량에 탑재되는 LFP배터리는 NCM 대비 20% 가량 저렴하기에 가격 인하 및 프로모션은 동사가 선제적으로 대규모 원가 절감을 중국 내의 상황에 맞게 준비했기에 가능한 전략인 것으로 판단된다.

중국 기업은 소프트웨어의 장점이 비교 열위

소프트웨어
기술 격차는 압도적

모빌리티로의 전환을 위해 전기차의 핵심은 프리미엄에 집중하는데, 중국 기업들의 소프트웨어적 기술은 아직까지 부족함이 많다. 대부분의 완성차 업체는 순수전기차는 단순 완성차가 아닌 모빌리티로 발전하려는 성향이 강하게 드러나며, 동사의 경우, 그 점에서 중국 내 타사에 비해 월등한 경쟁력을 지닌다. 테슬라의 경우, FSD의 자율주행 기술과 FOTA라는 소프트웨어적 측면에서 중국 기업에 비해 높은 기술 경쟁력을 지닌다. 대부분의 중국 완성차 기업이 ADAS와 AutoPilot 수준의 기술에 머무는 것에 비해 동사가 지니는 소프트웨어적 기술은 상당히 인성적이다.

가성비 브랜드였던, BYD

고급 브랜드의
가격 인화와
가성비 브랜드의
가격인상

중국의 BYD의 높은 생산량과 판매량은 상대적으로 저렴한 가격으로 내수 시장 안에서 전기차를 공급했기 때문이다. 또한, 중국 기업의 대부분이 LFP 배터리를 적용하는 것과 달리, 테슬라의 대부분 모델들은 NCM 배터리를 채용하여 더 많은 주행거리를 확보한다. 현재 가격 인하를 진행 중인 상황 속에서 중국 소비자들의 선택이 굳이 자국 기업의 자동차로 갈 유인이 줄어드는 것이다. 최근 BYD는 리튬 가격의 상승으로 2023년 2천~6천 위안의 가격인상을 발표하여 모델3과의 가격 격차는 0%~17% 이내로 축소되었다. 가격인상과 보조금 소멸 효과를 동시에 고려했을 때, 소비자 입장에서 최소 6,800위안에서 18,600위안 이 인상되는 것이다. 따라서 가성비를 주력으로 내세운 BYD와 동사의 모델과의 가격 폭이 축소됨에 따라, 동사의 중국 시장 우려는 완화될 전망이다.

2-3. 향후 중국시장 공략 전망

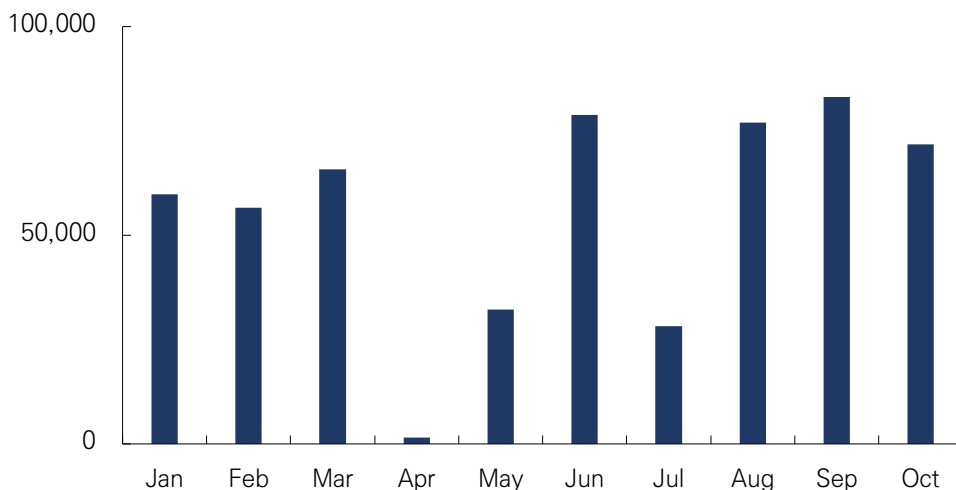
2022년 4Q, 온 힘을 쏟아부어야

총력을 다하는 22년
마지막

중국에서 가격을 인하한 시기는 10월 24일로 10월 마지막 일주일만 할인 기간이었기 때문에, 가격 조정에 따른 매출 효과는 11월과 12월에 본격적으로 나타날 것으로 전망된다. 11월 주문 중국승용차협회(CPCA)에 따르면 지난 10월, Giga Shanghai에서 생산된 차량 71,704대(YoY +31.83%, MoM -13.75%) 판매되었다고 밝혔다. 이는 분기 첫 달 중 최고 기록에 해당한다. 기존의 보험 인센티브를 수정하여 11월 인센티브(\$1,100)를 인상하고 12월 인센티브(\$450)를 인하하였는데, 이 또한 11월 내수 주문을 늘려 12월까지 인도되도록 하기 위한 전략으로, 이에 따른 효과가 남은 기간 본격화될 것으로 예상된다.

Giga Shanghai 제조 전기차 판매량(내수+수출) 추이

(단위 : 대)



출처 : CPCA, RFS Team 3

향후 2023년 인내가 필요한 시간

악화되는 글로벌 중
국 시장 전망, 위기는
기회로

중국시장의 판매 차량의 포지셔닝이 값싼 전기차에서 프리미엄으로 전환하는 시기에 동사의 기술력은 더욱 빛을 볼 것이다. 현재의 중국 기업의 기술력으로는 원가, 가격, 기술적 측면에서 경쟁 상대가 되지 않는다. 따라서, 중국 시장의 점유율이 하락하는 것은 당연한 수순이며, 현재의 유연한 대처는 매우 인상적이다. 보조금이 종료된 2023년부터는 원가 경쟁력이 높은 상위 기업을 시작으로 프리미엄 전기를 생산하는 중국 기업의 모델 또한 가격 인하 움직임이 보이기 시작했으며, 경기 침체로 인한 수요 둔화도 무시할 수 없다. 다만, 중요한 것은 경기 침체로 인한 수요 둔화는 산업 전체에 미치는 영향이고, 문제는 이를 견뎌낼 수 있는 체력이다. 최근 중국 전기차 시장 점유율 1위 기업인 BYD는 원가의 영향으로 23년에 2천~6천 위안 가량의 차량 가격 인상을 발표한 점을 보았을 때, 동사가 중국 시장에서 취하고 있는 전략은 유연하고, 실리적이다.

Investment Point 3. 시대가 원하는 사업을 영위한다.

3-1. FSD는 모빌리티의 핵심

동사는 모빌리티의 핵심 중 하나인 소프트웨어에서 강점을 보인다. 2014년에 자율주행 개발을 시작하였으며, 2014년 오토파일럿 출시 이후, 2019년 FSD AI 반도체를 장착한 FSD를 공개했다. 자율 주행 기술 개발을 10년 동안 타사와 기술 격차는 10년으로 타 완성차 업체에 비해 모빌리티로의 혁신에도 우위에 있다. 현재 동사의 OS, FSD, FOTA는 타 완성차 기업 대비 기술 격차가 존재한다. 정부 규제로부터 자유롭지 못하며, 레벨 3에 도달하지 못했다는 한계가 있음에도 16만대의 테슬라 차량으로의 빅데이터는 현재 진행형이다. 기술 완성도는 증가할 것이며, 적절한 밸류에이션을 평가받을 수 있을 것이다. 향후, 소프트웨어로의 마진은 현재 여위하는 주 사업인 자동차 사업보다 높아질 것이며, 타 완성차 업체에 탑재하게 된다면 그 가치는 더욱 높아질 것으로 전망된다.

모빌리티로의 차별화

동사는 모빌리티로의 1) FOTA 기술 능력 2) 자동차 OS의 완성도 그리고 3) 자율주행 기술력에서 경쟁력을 지닌다.

FOTA 기술 능력
이미 너무 앞서

1) FOTA 기술력을 타사에 비해 훨씬 앞서 있다. 특히, 소프트웨어의 업데이트로 차량 결함을 어느 정도 수리할 수 있다는 점에 주목해야 한다. 자율주행 시대에 따라 OTA는 미래 차에서 빠질 수 없는 분야이다. 최근 테슬라 차량의 파워 스티어링 어시스트가 제대로 작동하지 않아 리콜이 진행됐다. 테슬라는 소프트웨어 무선업데이트(OTA) 방식으로 리콜을 진행 중이다. 11월 1일 기준 리콜이 필요한 차량의 97%가 새로운 업데이트를 진행하였고, 차량 결함을 업데이트로 수리할 수 있다는 점에서 FOTA 기술력으로 모빌리티로의 강점을 증명했다.

2) 자동차 OS의 완성도 또한, 타사 대비 완성도가 높다. OS란 하드웨어와 소프트웨어를 관리하는 전체 운영 소프트웨어 시스템을 뜻한다. 차량 제어나 자율주행 기능 강화라는 상위 단계에 있으며 부품마다 독립된 S/W를 가지고 있는 기존 완성차 업체와 달리 동사는 ECU 개수를 줄여 효율적인 통합 OS를 만들었다. 따라서 통합 OS를 통해 수 백개의 부품을 제어할 수 있게 되었다. 결국 이러한 기술을 바탕으로 단순 완성차가 아닌 모빌리티로의 변화를 주도하고, 타사 대비 경쟁력을 가지게 되었다.

FSD를 다시 상품화

3) 자율주행 기술력은 현재 판매중인 모든 모델에 FSD를 적용시켰다. 스마트폰을 활용한 자동 호출(Summon, 서몬) 기능, 자동 차선 변경 등이 이미 FSD 등으로 구현시킬 수 있다. 더불어, 테슬라는 도조 슈퍼컴퓨터의 서비스화도 고려하고 있다고 밝혔다. 아마존웹서비스(AWS)처럼 슈퍼컴퓨터의 컴퓨팅 능력을 서비스(SaaS) 형태로 상품화해 적은 비용으로 더욱 빠르고 정확한 자율주행 능력을 누구나 이용할 수 있도록 한다는 구상이다. 이렇게 되면 현대차에 테슬라의 FSD 기능을 심는 것도 가능해진다. 이와 같이, 동사의 소프트웨어적 능력을 바탕으로 다른 업체에게 판매할 수 있는 능력까지 갖추게 된다면, 모빌리티로의 전환은 한 단계 빨라질 수 있다.

3-2. 압도적인 이익창출능력의 숨은 원천

타사 대비 OPM과 GPM이 높은 이유는 바로 소프트웨어적 이익 창출로부터 근거된다. 특히, FSD의 수익성은 현재 북미 지역에 한정되어 있지만, 앞으로의 성장성은 높아질 것이며, 여전히 높은 기대감을 가질 수 있는 이유이다.

FSD 관련 수익 증가는 실적으로 확인되고 있어.

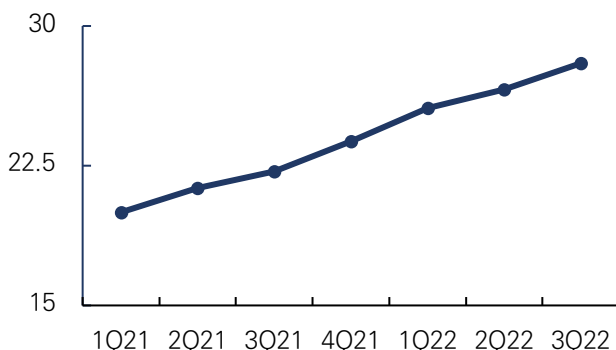
테슬라의 높은 이익창출능력을 견인하는 요인 중 하나는 바로 FSD 관련 수익이다. 테슬라는 ADAS기능을 Autopilot, EAP, FSD의 3단계로 구분하고 Autopilot을 제외한 두 기능을 별도의 추가 비용을 받고 판매하고 있다. 베타 프로그램 출시 이후 점차 배포인원을 늘려 약 16만명이 해당 프로그램을 이용하게 되었다. 향후, 'FSD Beta Program V11' 을 출시해 기존 고속도로와 자율주행 기능을 시내에서도 사용할 수 있게 업데이트하여 미국과 캐나다의 FSD 소비자에게 적용한다고 밝혔다. 수익의 증가세는 Deferred Revenue 계정을 통해 확인할 수 있는데, 이연한 뒤 추후 수익으로 인식한다. 즉, 해당 계정의 추이를 통해 1Q21 20억 달러에서 3Q22 28억 달러로 40% 증가했다. 이는 미래 테슬라의 FSD 관련 수익이 증가할 것임을 보여 준다.

자동차 사업부에 계상되는 크레딧 관련 수익

테슬라의 높은 이익창출능력을 견인하는 두 번째 요인은 크레딧 관련 수익으로 인한 공짜 현금흐름 창출이다. 1997년 일본 교토에서 교토 의정서가 채택되고 2005년에 발효가 이루어진 후 각 기업이나 국가가 배출할 수 있는 탄소의 양이 정해지고 각 기업이나 국가 간에 탄소배출권을 거래할 수 있는 배출권 거래제도가 등장하였다. 테슬라는 순수 전기차 사업을 영위하는 친환경 기업이므로 이러한 탄소배출권 거래를 통해 매년 꾸준한 현금흐름을 창출할 수 있다. 미국 회계기준 상 탄소를 감축시키는 주요한 사업부는 자동차 사업부이기 때문에 이러한 탄소배출권 수익은 'Automotive regulatory credits'으로 계상되며 자동차 사업부의 매출로 잡히게 된다. 이러한 탄소배출권 수익의 경우 사실상 순도 100%의 이익이라고 할 수 있으므로 테슬라의 이익창출능력을 높이게 된다.

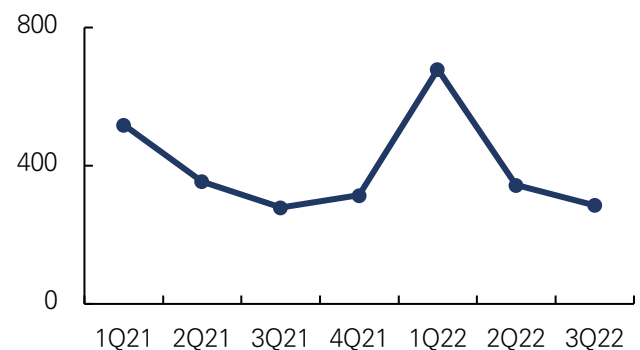
Tesla Deferred Revenue 추이.

(단위: 1억 달러)



Automotive Regulatory Credit 추이

(단위: 백만 달러)



3-3. 성장성 있는 테슬라의 이익창출능력

반드시 성공할 에너지 사업부

환경 문제에 대한 국제적인 관심이 높아지고 교토 의정서를 대체하는 파리 협약을 통한 탄소배출량 제로 달성에 모든 나라들이 동의한 현 상황에서 미래의 트렌드가 친환경이 될 것은 자명해 보인다. 이러한 친환경 트렌드 중 가장 중요한 부분을 차지하는 것이 바로 재생에너지 산업이다. 왜냐하면 에너지를 생산하는 과정이 친환경적이지 않다면 그 이후의, 산업이 아무리 친환경적이라도 탄소 배출량 감축에는 효과가 없기 때문이다. 이러한 친환경 트렌드에 발맞춰 전세계 재생에너지 발전량은 급속도로 증가하는 모습을 보여 2021년 약 7930 TWh를 달성한 바 있다. 이는 전세계 전력 발전량의 약 28%에 해당하는 수치이다.

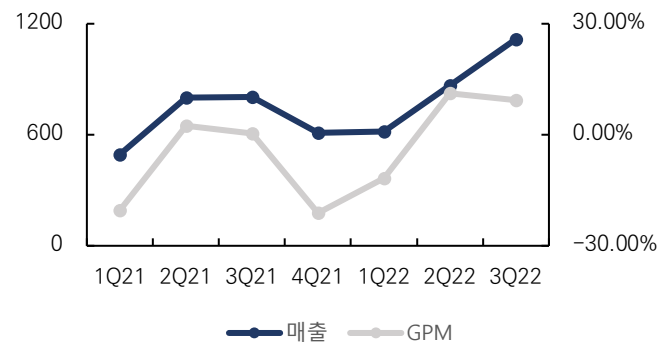
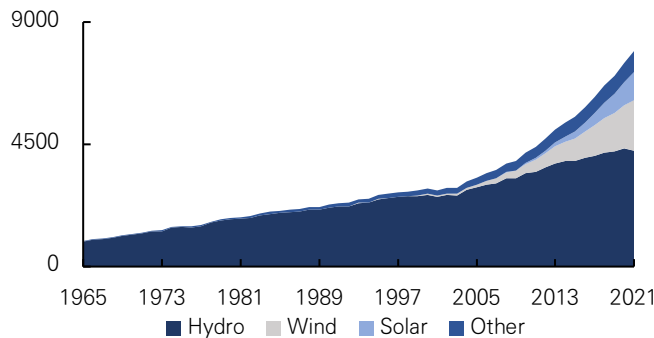
재생에너지 산업의 크기는 꾸준히 증가할 것이라는 것에는 이견이 없지만, 그렇다고 해서 현재 재생에너지 산업에는 문제점이 없다는 것은 아니다. 현재 재생에너지 산업의 경우 자연 환경 변화에 민감하기 때문에 화석연료를 사용하는 발전에 비해 지속적인 발전이 어렵다는 문제가 있다. 따라서 발전 가능한 시기에 많은 양의 전기를 생산하고 보관한 뒤 발전하지 못하는 시기에 사용해야 한다. 그러기 위해서는 ESS(Energy Storage System)을 통해 생산된 전력을 보관할 필요가 있다. 즉, 재생에너지 발전과 ESS는 상호 보완재의 관계 있다고 할 수 있다.

World Renewable energy Generation

(단위 : TWh)

Energy Generation, Storage Segment 매출/GPM

(단위: 백만달러, %)



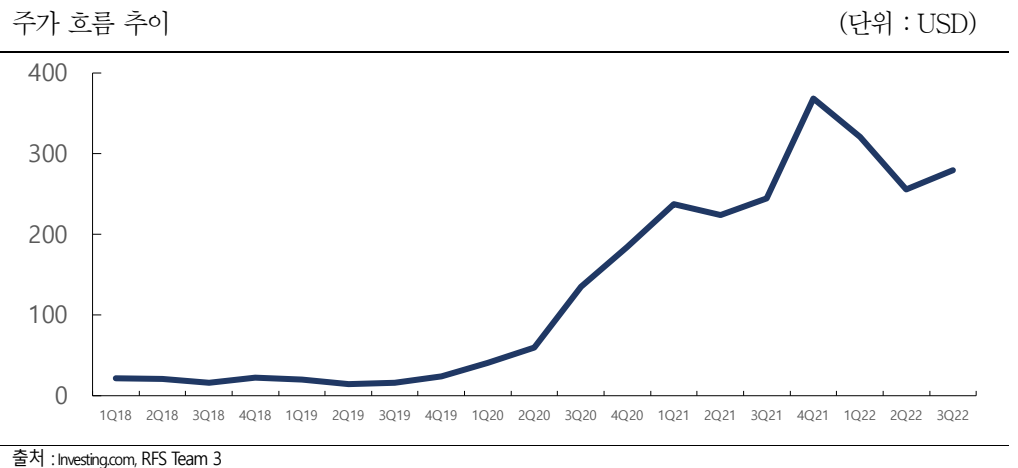
출처 : Our World in data, RFS Team 3

출처 : EDGAR, RFS Team 3

ESS 시장에서 꾸준한 투자를 통해 사업을 궤도에 올려놓고 있는 것으로 보인다. 테슬라의 ESS 제품 중 '메가팩'의 경우 완제품 형태로 배송되어 설치와 조립이 매우 간편하며 필요한 전력량이 증가할 경우 증설 역시 간편하다. 이러한 특성 덕분에 불규칙한 전력 수요에 대응하기가 좋아 많은 국가나 기관에서 해당 '메가팩'을 에너지 저장 시스템으로 사용하고 있다. 실제로 테슬라 에너지 사업부의 매출과 GPM은 4Q21 완공 지연 이슈로 다소 감소하였으나 1Q22 호주 메가팩 프로젝트가 정상적으로 공급되면서 지속적으로 상승해 3Q22 기준 매출 11.1억달러, GPM 9.3%로 확실하게 흑자로 전환한 모습을 보였다.

Ⅳ. 주가 흐름 추이

1. 과거 주가 흐름 분석



기업의 산소 호흡기,
탄소배출권

2020년, 첫 연간 흑자 기록

2020년, 처음으로 연간 적자를 벗어나 흑자를 기록하였다. 탄소배출권은 자동차 사업부 매출로 계상되는데, 전기차만 판매하고 있는 당사는 탄소배출권을 경쟁 자동차 업체들에게 판매하여 당해 탄소 배출권으로만 16만달러의 수익을 올렸다. 이러한 수익을 바탕으로 전기차 사업에 적극적인 투자를 하였다. 특히, 당해 모델 Y를 출시하여 모델 X, 모델 S로 국한되어 있던 포트폴리오를 저가형인 모델 3와 모델 Y로 다각화하면서 판매량을 꾸준히 늘려갔다.

20년 8월, 액면분할로 주주 접근성 UP

2020년 8월에 당사는 주식을 5대1로 액면분할 할 것을 결정하였다. 일반적으로 액면분할은 주가가 저렴해 보이는 효과가 있고, 회사 가치를 그대로 유지하면서 소액 투자자 접근성을 월등히 높일 수 있기 때문에 우량주 주가에 호재로 작용한다. 장 마감 후 액면분할 소식이 전해지면서 시간외거래에서 6%가 넘게 급등한 1460달러를 기록하였고, 그 다음날에는 13%, 분할 시행일까지는 60%가량 급등했다. 2020년 11월 S&P 500지수 심사를 통과하면서 다시 강한 상승세를 보였다.

21년 10월, 시가총액 1조 달러 달성

전기차로 실적을 증명

당해 10월에는 미국 렌탈카 업계 1위인 허츠와 2022년까지 모델 3 10만대 주문을 체결하여 렌탈카 및 차량 공유 산업에도 진출하였다. 이로 인해 20년도 상승 이후 상반기에 잠시 주춤했던 주가가 하반기에 급등하였고 시가총액 1조 달러를 달성하는 기염을 토했다.

22년 4월, 상하이 락다운으로 인도량 감소

상하이 봉쇄 조치로 인한 공장 중단 사태

2022년 상반기, 당사의 주가 하락세의 주된 요인은 상하이 락다운이다. 그동안 상하이 공장은 당사의 효자 노릇을 톡톡히 해내었다. 중국 현지 특성상, 상하이 공장은 미국의 프리몬트 공장에 비해 상대적으로 인건비와 물류비가 저렴하여 비용을 크게 절감할 수 있으며, 1Q22 기준, 상하이 공장의 생산량은 178,887대로 기가팩토리 중 가장 높은 CAPA를 보유하고 있다. 즉, 상하이 공장의 생산량은 주가에 큰 영향을 미친다. 한편, 자동차 산업의 경우 특정 부품이 하나만 없어도 전체 생산라인이 멈추기 때문에 락다운 상황에 매우 취약하다. 이에 따라 상하이 락다운으로 인해 당사의 4월 중국 판매량은 1,512대에 불과했다. 이는 전월 대비 97.7% 감소한 수준이자, 당사가 중국에서 판매를 시작한 이래로 가장 적은 월간 판매량이다. 이로 인해 2분기 실적이 고전을 면치 못하면서 주가가 하락세를 보였다.

1등 기업도 피할 수 없는 매크로 이슈

업계 둔화 이슈는 동사에게도 악재

2022년 9월, 당사의 주가는 약 180달러로 9월 소폭 반등 이후 꾸준한 하락세를 기록하고 있다. 주가 하락의 가장 큰 이유는 전반적인 매크로적 경기 침체 둔화 우려이다.

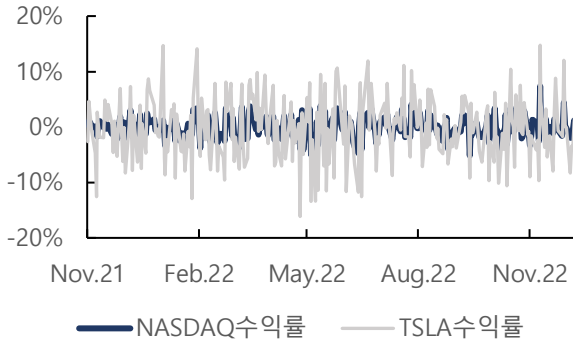
고금리로 인해, 할부나 리스로 구매하는 자동차의 경우, 내구소비재 중 가장 비싼 소비재로 소비자들의 소비 심리 위축 시 가장 큰 타격을 받을 수 있다. 올해 상반기 미국의 공격적인 금리 인상으로 인해 나스닥 지수가 하락세를 보이자, 당사의 주가도 비슷한 하락세를 보였다.

주가는 나스닥 지수와 1년 기준 약 0.53, 유사한 상관관계를 지닌다. 하지만, 주목해봐야 했던 것은 바로 나스닥 지수 대비 변동폭이 상당히 크다는 점이다. 하지만, 동류기업 대비 펀더멘털 적 관점에서 비교 우위에 있고, 전기차 시장 차량 판매의 지배력이 있는 기업임에도 불구하고 향후 12M Trailing PER로 추정할 경우 주가가 과도한 낙폭을 보인다.

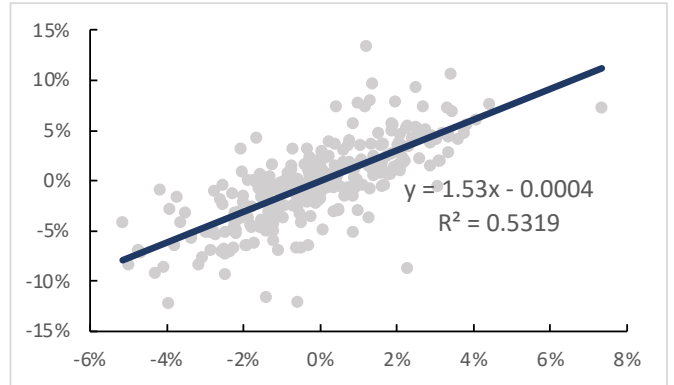
따라서, 본 보고서에서는 나스닥과의 베타 계수 추정을 통해 동사의 주가 낙폭의 이유를センチ멘털적 측면을 고려하였다.

2. 지수와 주가 상관관계 분석

주가 및 나스닥 수익률 증감률 추이



22년 주가와 나스닥 지수 상관관계



출처 : Investing.com, RFS Team 3

출처 : Investing.com, RFS Team 3

테슬라는 나스닥은 상관관계 0.53

선형회귀분석을 통해 지난 1년 간 당사의 주가와 나스닥 지수를 분석한 결과, 결정계수가 약 1.53, 상관계수는 0.5319으로 유의미한 상관관계를 가진다. 또한, **베타 계수는 전체 지수 움직임 대비 특정 주가의 변동성을 측정하는 지표인데, 나스닥과 테슬라의 1년 간 베타 계수 추정을 통해 1.53의 값을 도출하였다.** 따라서, 증권 시장 전체가 하락세를 보이고 있기 때문에 현재 주가는 당사의 펀더멘털로만 평가받고 있지 않으며, 주가는 나스닥 하락 시, 더 하락하고 상승 시, 더 상승하는 모습을 보인다.

세계 경제 성장세 악화로 자동차 수요가 둔화가 예상되면서 동종 업계들의 주가도 하락세를 견고 있다. 그럼에도, 당사는 꾸준히 자율주행 기술 내재화를 진행하며 원가 절감을 노력 중이고, 올해 초 가동된 베를린, 텍사스 기가팩토리도 가동률이 정상 궤도에 오르며 규모의 경제를 실현하고 있다. 향후, 세미트럭 인도가 시작되고 FSD beta 버전 11 공개와 맞물려 물류트력의 자율주행에 대한 기대감이 증가될 것으로 예상된다. 즉, **향후 자동차 수요 둔화와 경기침체에 당사가 대응할 수 있는 능력이 충분하다고 판단된다.** 따라서 **중장기적으로 보았을 때, 타 자동차 기업들 보다 더욱 빠르게 회복 모멘텀에 접어들 것으로 예상된다.**

지수 반등 시 가장 주목해야

주가는 지수와 높은 상관관계를 보이지만, 실제 지수를 역행하는 변곡점들이 존재하기도 한다. 우리가 주목할 점은 단순 완성차 업체가 아니라는 점이다. 당사는 1) 타사 대비 비용에서 우위 선점 2) 모빌리티 기업으로 선두 기업인 점 3) FOTA 및 FSD 등 소프트웨어적 부분이 고려되지 않은 주가라는 점에서 **나스닥의 P/E가 28.3, 테슬라의 P/E가 56.3을 형성하며, 베타 값 1.53(추정치)을 감안하면 현재의 가치는 펀더멘털에 대비하여 적절한 내재가치를 평가 받고 있지 않다.** 지난 5년간, 당사의 성장성을 바탕으로 재무적 안정성을 마련하였다. 결국, 매크로 이슈로 인해 23년 완성차 산업 전망이 예년보다 어두운 것은 사실이지만, BEV 시장의 지배력을 바탕으로 재무적 안정성을 기반으로 신사업 또한, 시장의 예상을 상회하는 결과를 만들 것이다. 결국, 매크로가 턴어라운드 시에 높은 베타 값과 당사가 가지는 모멘텀을 반영하여 계산한다면 가장 먼저 주목받을 기업은 테슬라이다.

V. Valuation

동사의 목표 주가는 \$279로 Upside potential 52.9%를 제시한다. 동사는 여전한 성장성을 지남과 동시에, 재무적 안정성 확보를 통한 신사업 동력을 위한 발판을 마련했다. 매크로 이슈로 인해, 경기 침체 시 업황 둔화 우려와 동시에 미국의 IRA 법안 수혜와 중국 시장에 대한 유연한 대처 그리고 원자재 가격 상승에 대비한 차량 가격 인하 등 시장 지배력을 바탕으로 단순 완성차 업체에서 모빌리티로의 전환을 이끄는 가장 선두 기업이다. 따라서, 소프트웨어적 기술이 적절한 밸류에이션에 반영되지 않았음을 감안하면, 향후 1년간 동사의 펀더멘털 역시 크게 훼손되지 않을 것으로 판단하였다.

또한, 동사는 나스닥 주가와의 0.53의 유의미한 상관관계를 가지며, 테슬라 P/E는 56.3, 나스닥 P/E는 28.3이고 나스닥 대비 테슬라의 베타 값은 약 1.53로 베타 값을 고려하는 경우라도 현재 주가는 펀더멘털 대비 충분히 조정을 받았다고 판단하였다.

테슬라의 경우, 단순 완성차 업체로 판단하기에는 무리가 있어 동류집단 자동차 기업 PEER P/E로 적용하는 것은 합리적이지 않다. 현재, 테슬라의 P/E 수준에서 고금리 지속 기조로 인한 향후 전기차 시장 성장률의 30%의 할인율 적용해 TARGET P/E 40배를 적용하였다.

따라서, **Tesla(TSLA)의 향후 12개월 목표 주가 \$279로 Upside potential 52.9%를 제시한다.**

Tesla Target PER Valuation

구분/연도	2023E
영업이익	24,328
연결순이익	22,063
EPS	6.99
Target P/E	40
Current P/E	56.3
Premium	-30%
Target Price	279.48
Upside Potential	52.90%