

테슬라(Tesla)

(TSLA.US)
FY1Q21 Review: 코인으로
가려놓은 펀더멘탈을 찾아서

| 블룸버그 투자의견 컨센서스

매수	보유	매도
43%	29%	29%

| 현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('21.04.26): \$738.20
블룸버그 목표주가: \$629.26

| 실적 Highlight

- FY1Q21(3월말) 매출액, 조정 EBITDA 수익성 컨센서스 소폭 하회
- 아직은 약 7천억달러의 시가총액을 정당화하기 힘든 이익 체력

| 실적 Review

ASP YoY -16.0% 하락에도 개선된 수익성?

FY1Q21(3월말) 실적은 매출액 104 억달러(YoY +73.6%, QoQ -3.3%, 컨센서스 대비 -0.2%), 조정 EBITDA 18.4 억달러(YoY +75.8%, QoQ -0.5%, 컨센서스 대비 -1.3%), 조정 회석 EPS 0.93 달러(YoY +304.3%, QoQ +16.3%, 컨센서스 대비 +15.7%) 기록. 매출액은 1) 모델 S/X 신규 모델 출시 대비를 위한 생산 중단으로 제품 mix 가 악화되며 자동차 사업부 ASP 가 하락(YoY -16.0%, QoQ -5.6%)한 가운데, 2) 중국 상하이 공장 생산량이 빠르게 확대되어 모델 3/Y 인도량이 증가(YoY +106.6%, QoQ +10.2%)하며 큰 폭 성장. 자동차 ASP 하락에도 불구하고 조정 EBITDA 수익률은 17.7%(YoY +1.8%p, QoQ +0.5%p)를 기록했는데, 고수익성의 탄소배출권 매출이 증가(YoY +46.3%, QoQ +29.%) 증가한 영향과 가상화폐 매각 차익 1.01 억달러를 영업비용 차감항목으로 인식한 결과

자동차 사업부의 근본적인 펀더멘탈은 변화 無

동사가 제시한 조정 EBITDA 기준(GAAP 세후 EBITDA - 주식보상비용 - 법인세 충당금)으로는 이번 분기 수익성이 개선된 것으로 보이나, 동사가 주력하고 있는 자동차 사업부의 정확한 펀더멘탈을 보기 위해서는 동사가 제시한 조정 EBITDA에 추가적인 조정 작업이 필요. 자동차 사업부의 지속 가능한 FCF를 계산하기 위해 조정 EBITDA에 1) 장기적으로 지속될 수 없는 탄소배출권 수익, 2) 가상화폐 트레이딩 회사가 아님에도 불구하고 영업비용 차감항목에 인식해 놓은 가상화폐 매각 차익, 3) 변동성 큰 자동차 외 사업부 실적, 4) Capex, 5) 순운전자본 QoQ 증가를 차감하면, FY1Q21 FCF는 4.5 억달러, FCF 수익률 4.9%(직전 2개분기 평균은 약 16%)로 QoQ -10.1%p 수익성 급감. 결국 이번 분기 실적은 펀더멘탈 개선으로 지속가능한 수익성이 개선되었다고는 판단하기는 어려운 실적

가파른 실적 증가를 위해 달성해야하는 숙제들

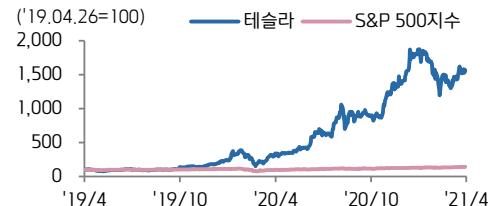
동사의 FCF 이익 체력은 최근 4 개분기 합산 기준 약 29 억달러로 시가총액 7,086 억달러의 0.4%에 불과. 동사 시가총액이 정당화되기 위해서는 향후 가파른 이익 성장이 필요하는데, 1) 이미 전체 생산 비용에서 변동비 비중이 높은 동사의 원가 구조 특성 상 자동차 판매량이 급증하더라도 FCF가 그 이상의 속도로 급증하기 어려운 구조. FY1Q21 기준 자동차 인도량이 YoY +108.9% 증가하는 동안 조정 EBITDA 도 +106.5% 증가에 그침. 매출 성장에 따른 레버리지 효과가 미미한 상태 (2pg 계속)

| Stock Data

산업분류	자유소비재 제품
S&P 500 (4/26)	4,187.6
현재주가/목표주가	738.2 / 629.3
52주 최고/최저 (\$)	900.4 / 136.6
시가총액 (백만\$)	708,563.9
유통주식 수 (백만\$)	959.9
일평균거래량 (3M)	34,045,476

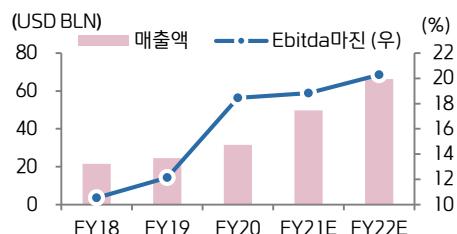
| Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	782.3	19.3	75.6	409.0
S&P Index	29.6	5.4	23.1	47.6



| Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY18	FY19	FY20	FY21E
매출액	21,461	24,578	31,536	49,799
EBITDA	2,262	2,983	5,817	9,380
Ebitda 마진(%)	10.5	12.1	18.4	18.8
순이익	-227	36	2,455	4,853
EPS	-0.3	0.0	2.2	4.4
증가율(%)	적지	흑전	5500.0	97.3
PER(배)	n/a	n/a	972.9	167.1
PBR(배)	11.7	11.4	30.5	27.0
ROE(%)	-21.3	-14.9	4.8	18.1
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

2) 또한 FY1Q21 기준 가중평균주식수가 YoY +14.0% 증가했는데 투자를 위한 유상증자와 임직원에 대한 스톡옵션 지급이 지속되고 있기 때문. 동기간 동사 주식을 보유한 주주의 경우 지분율이 약 12% 가량 하락. 앞으로도 이러한 주식 수 증가가 지속된다는 가정이라면 더욱 더 빠른 속도로 성장해야 현재 시가총액을 정당화할 수 있음. 동사가 제시한 가이던스인 장기간 자동차 인도량 성장을 연평균 50%로도 현재 시가총액을 정당화하는데 필요한 이의 규모까지 도달하는데 상당한 시간이 소요될 가능성이 높음

본질적인 펀더멘탈 개선을 통해 수익성이 향상되기 위해서는 단순히 차를 많이 만들어 생기는 규모의 경제 이상의 무언가가 필요. 1) 지난 'Battery day'에서 발표한 '4680' 배터리 양산 성공을 통해 혁신적인 원가 절감, 2) FSD 기능 향상 및 채택률 증가로 인한 고수익성의 소프트웨어 매출 증가 등을 향후 확인할 필요

FY21 1Q ('21.01.01~03.31)

구분 (백만 USD)	FY21 1Q 발표치	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
		컨센서스	차이	FY1Q20	성장률	FY4Q20	성장률
매출액	10,389	10,415	-0.2%	5,985	73.6%	10,744	-3.3%
EBITDA	1,841	1,865	-1.3%	1,047	75.8%	1,850	-0.5%
순이익	1,057	908	16.5%	227	365.6%	903	17.1%
EPS(USD)	0.93	0.80	15.7%	0.23	304.3%	0.80	16.3%

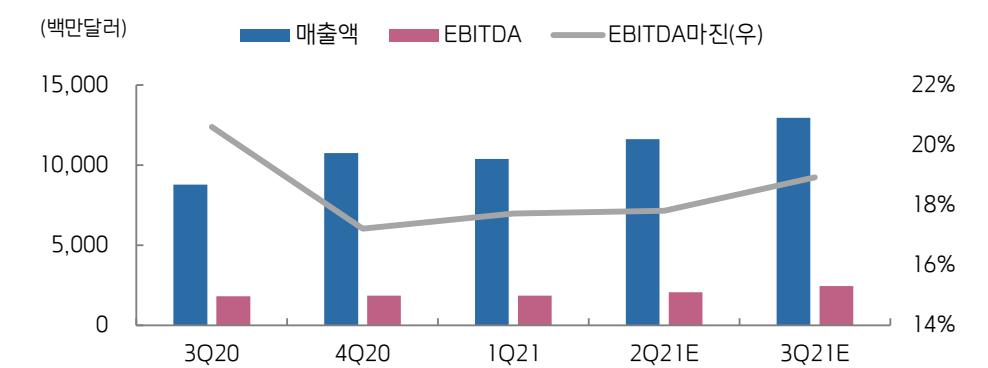
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 컨센서스는 2021-4-26 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

향후 실적 컨센서스

구분 (백만 USD)	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
	FY21 Q2	YoY 성장률	FY21 Q3	YoY 성장률	FY21	YoY 성장률	FY22	YoY 성장률
매출액	11,618	92.5%	12,940	47.5%	49,799	57.9%	66,249	33.0%
EBITDA	2,069	71.1%	2,448	35.5%	9,380	61.2%	13,437	43.3%
순이익	1,191	164.0%	1,375	57.4%	4,853	97.7%	7,047	45.2%
EPS (USD)	1.04	136.4%	1.22	60.5%	4.42	97.3%	6.17	39.6%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 컨센서스는 2021-4-26 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

Tesla 분기 실적 추이



자료: Tesla, 키움증권 리서치센터

Tesla 상세 실적표

항목	단위	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	QoQ	YoY
매출액	(백만달러)	5,985	6,036	8,771	10,744	10,389	-3.3%	73.6%
자동차 매출액	(백만달러)	5,132	5,179	7,611	9,314	9,002	-3.3%	75.4%
탄소배출권 매출액	(백만달러)	354	428	397	401	518	29.2%	46.3%
전기차 생산	(대)	102,672	82,272	145,036	179,757	180,338	0.3%	75.6%
Models S/X 생산	(대)	15,390	6,326	16,992	16,097	0	-100.0%	-100.0%
Models 3/Y 생산	(대)	87,282	75,946	128,044	163,660	180,338	10.2%	106.6%
전기차 인도	(대)	88,496	90,891	139,593	180,667	184,877	2.3%	108.9%
Models S/X 인도	(대)	12,230	10,614	15,275	18,966	2,030	-89.3%	-83.4%
Models 3/Y 인도	(대)	76,266	80,277	124,318	161,701	182,847	13.1%	139.7%
자동차 ASP	(달러)	57,991	56,980	54,523	51,553	48,692	-5.6%	-16.0%
기타 매출액	(백만달러)	853	857	1,160	1,430	1,387	-3.0%	62.6%
매출총이익	(백만달러)	1,234	1,267	2,063	2,066	2,215	7.2%	79.5%
자동차 매출총이익	(백만달러)	1,311	1,317	2,105	2,244	2,385	6.3%	81.9%
기타 매출총이익	(백만달러)	(77)	(50)	(42)	(178)	(170)	-4.5%	120.8%
매출총이익률	(%)	20.6%	21.0%	23.5%	19.2%	21.3%	2.1%p	0.7%p
자동차 매출총이익률	(%)	25.5%	25.4%	27.7%	24.1%	26.5%	2.4%p	0.9%p
기타 매출총이익률	(%)	-9.0%	-5.8%	-3.6%	-12.4%	-12.3%	0.2%p	-3.2%p
영업이익	(백만달러)	283	327	809	575	594	3.3%	109.9%
영업이익률	(%)	4.7%	5.4%	9.2%	5.4%	5.7%	0.4%p	1.0%p
조정 EBITDA **	(백만달러)	951	1,209	1,807	1,850	1,841	-0.5%	93.6%
조정 EBITDA 이익률	(%)	15.9%	20.0%	20.6%	17.2%	17.7%	0.5%p	1.8%p
순이익	(백만달러)	16	104	331	270	438	62.2%	2637.5%
회석 EPS	(달러)	0.02	0.10	0.27	0.24	0.39	62.5%	1850.0%
회석 가중평균주식수	(백만주)	994	1,036	1,105	1,124	1,133	0.8%	14.0%
조정 EPS	(달러)	0.23	0.44	0.76	0.80	0.93	16.3%	304.3%

주: ** 조정 EBITDA는 GAAP 기준 세후 EBITDA에서 법인세 충당금 비용, 주식보상비용을 더한 금액

자료: Tesla, 키움증권 리서치센터

Tesla 자동차 사업부 FCF 계산

	(단위)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	QoQ	YoY
조정 EBITDA (A)	(백만달러)	674	831	1,452	1,627	1,392	-14.4%	106.5%
조정 EBITDA 이익률	(%)	13.1%	16.0%	19.1%	17.5%	15.5%	-2.0%p	2.3%p
조정 항목								
GAAP 지배주주순이익	(백만달러)	16	104	331	270	438	62.2%	2637.5%
이자비용 (B)	(백만달러)	169	170	163	246	99	-59.8%	-41.4%
법인세 충당금 비용	(백만달러)	2	21	186	83	69	-16.9%	3350.0%
DA	(백만달러)	553	567	584	618	621	0.5%	12.3%
주식보상비용	(백만달러)	211	347	543	633	614	-3.0%	191.0%
탄소배출권	(백만달러)	(354)	(428)	(397)	(401)	(518)	29.2%	46.3%
비트코인 차익	(백만달러)	0	0	0	0	(101)	n/a	n/a
기타 사업부 매출총이익	(백만달러)	(77)	(50)	(42)	(178)	(170)	적지	적지
Capex (C)	(백만달러)	(455)	(546)	(1,005)	(1,151)	(1,348)	17.1%	196.3%
순운전자본 (D)	(백만달러)	1,657	1,953	997	(176)	(676)	적지	적전
매출채권	(백만달러)	1,274	1,485	1,757	1,886	1,890	0.2%	48.4%
재고자산	(백만달러)	4,494	4,018	4,218	4,101	4,132	0.8%	-8.1%
선금비용	(백만달러)	1,045	1,218	1,238	1,346	1,542	14.6%	47.6%
매입채무	(백만달러)	3,970	3,638	4,958	6,051	6,648	9.9%	67.5%
이연매출	(백만달러)	1,186	1,130	1,258	1,458	1,592	9.2%	34.2%
순운전자본 QoQ 증가 (D)	(백만달러)	756	296	(956)	(1,173)	(500)	적지	적전
FCF (A-B+C-D)	(백만달러)	(706)	(181)	1,240	1,403	445	-68.3%	흑전
FCF 수익률	(%)	-13.8%	-3.5%	16.3%	15.1%	4.9%	-10.1%p	18.7%p

자료: Tesla, 키움증권 리서치센터

손익계산서

(\$ 백만)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
매출액	7,000	11,759	21,461	24,578	31,536
매출원가	5,401	9,536	17,419	20,509	24,906
매출총이익, GAAP	1,599	2,222	4,042	4,069	6,630
판관비	1,432	2,477	2,834	2,646	3,145
연구개발비	834	—	—	—	—
영업이익, GAAP	-667	-1,632	-388	-69	1,994
영업외 (이익) 손실	79	577	617	596	840
세전이익, GAAP	-746	-2,209	-1,005	-665	1,154
법인세비용	27	32	58	110	292
당기순이익, GAAP	-675	-1,835	-742	-629	721
EPS, GAAP	-0.94	-2.37	-1.14	-0.98	0.64
회식 EPS, GAAP	-0.94	-2.37	-1.14	-0.98	0.64
영업이익, 조정	-608	-1,469	-91	226	1,994
당기순이익, 조정	-725	-1,835	-742	-629	721
EBITDA	280	4	1,513	2,511	4,316

재무상태표

(\$ 백만)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
자산총계	22,664	28,655	29,740	34,309	52,148
유동자산	6,260	6,571	8,306	12,103	26,717
현금 및 현금성자산	3,393	3,368	3,686	6,268	19,384
매출채권	—	—	—	—	—
재고자산	2,067	2,264	3,113	3,552	4,101
비유동자산	16,404	22,085	21,433	22,206	25,431
유형자산	5,983	10,028	11,330	14,061	17,396
무형자산	376	422	351	537	520
부채총계	16,750	23,023	23,426	26,199	28,418
유동부채	5,827	7,675	9,992	10,667	14,248
매입채무	3,070	4,122	5,499	6,448	9,906
단기성부채	—	—	—	—	37
비유동부채	10,923	15,348	13,434	15,532	14,170
장기성부채	5,870	9,418	9,404	12,590	9,556
자본총계	5,914	5,632	6,314	8,110	23,730

현금흐름표

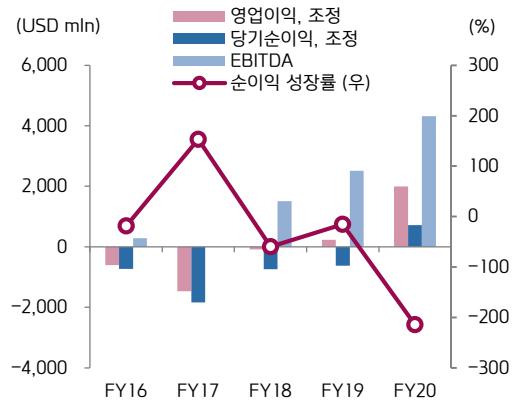
(\$ 백만)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
영업활동으로 인한 현금흐름	-124	-61	2,098	2,405	5,943
감가상각비, 무형자산상각비	947	1,636	1,901	2,154	2,322
운전자본 변동	-1,100	752	431	341	—
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,416	-4,419	-2,337	-1,436	-3,132
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-1,281	-3,415	-2,101	-1,332	-3,167
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	—
재무활동으로 인한 현금흐름	3,744	4,415	574	1,529	9,973
지급배당금	—	—	—	—	—
차입금의 증가(감소)	1,718	3,386	89	585	-2,494
자사주매입	1,866	482	296	1022	12269
현금증가	2,196	-25	311	2,506	13,118
기초현금	1,197	3,393	3,965	4,277	39,439
기말현금	3,393	3,368	4,276	6,783	52,557
FCF	-1,405	-3,475	-3	1,078	2,786
FCFF	—	—	—	—	3,345

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

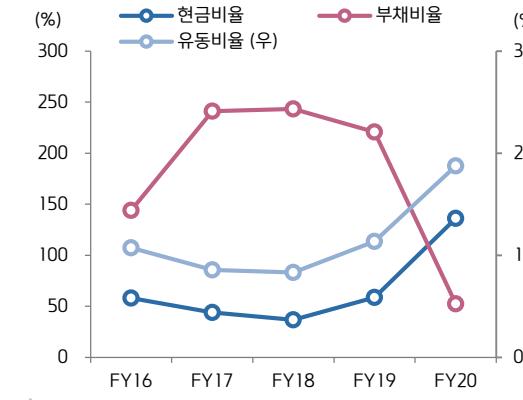
(%, 배)	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
보통주 순이익률	-9.64	-16.68	-4.55	-3.51	2.29
영업이익률	-9.53	-13.88	-1.81	-0.28	6.32
EBITDA 마진	4.00	0.03	7.05	10.22	13.69
ROE	-22.91	-43.59	-21.31	-14.94	4.99
ROA	-4.39	-7.64	-3.34	-2.69	1.67
ROI	-8.60	-12.91	-3.32	-1.45	5.07
부채비율	143.95	241.07	243.16	220.66	52.47
순차입금비율	58.53	121.56	131.24	102.77	-32.43
EBITDA/현금지급자	7.23	0.02	3.97	5.52	—
현금비율	0.58	0.44	0.37	0.59	1.36
유동비율	1.07	0.86	0.83	1.13	1.88
PER	—	—	—	—	1102.61
PBR	7.25	12.40	11.67	11.44	30.03
EV/EBIT	—	—	—	—	332.33
EV/EBITDA	139.90	15521.29	44.36	34.07	153.54

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

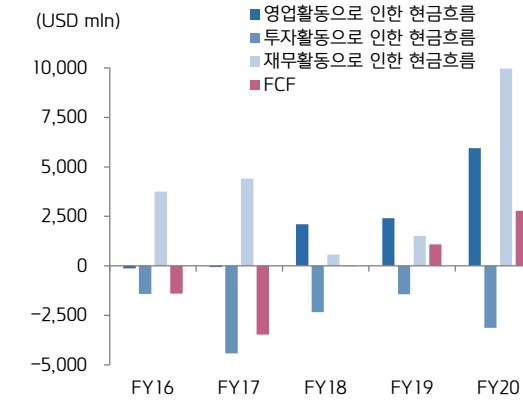
이익 추이



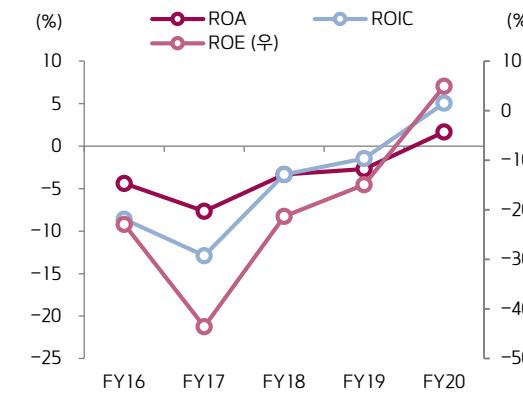
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



Compliance notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것입니다. 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 있고, 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 일제의 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.