

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 10. 15 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

Story stock ≠ Bubble (2)

오늘의 차트

배당주 투자 적정 시점은?

칼럼의 재해석

Nevada는 Tesla에게 답이 될 수 있을까

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 투자전략
Analyst 이진우
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

Story Stock ≠ Bubble (2)

- ✓ Story Stock에게는 Story Number가 필요하다
- ✓ 성장주를 판단하는 4가지 Proxy 그리고 시뮬레이션
- ✓ 성장주 평가에 있어 고려해야 할 요소: 현금흐름, R&D 비용의 '자본화'

지난 이야기: Story Stock의 양면성

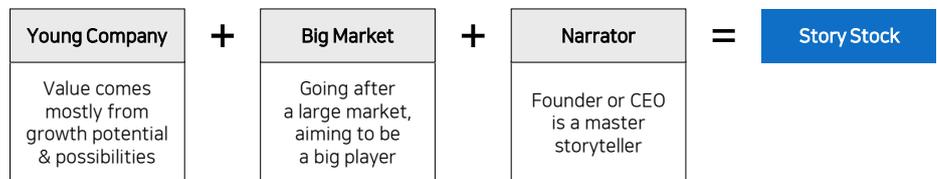
Story Stock 두 번째 이야기

지난 전략공감(Story Stock ≠ Bubble, 9월 15일)에 이은 두 번째 이야기다. 현재 우리가 마주하고 있는 '성장주'는 보는 관점에 따라 크게 달라 보일 수밖에 없는 Story Stock이다. Damodaran 교수에 따르면 Story Stock은 잠재성장성이 높고, 새로운 시장(Big Market)에 도전하며, 성장의 동선을 제시할 수 있는 Narrator가 존재하는 주식이다. 항상 그랬듯 높은 잠재력을 보유했지만 적정 가치 평가에 어려움을 겪는 기업이다.

문제는 그 과정에서 시장의 환호와 의구심에 따라 강한 상승과 변동성 확대가 수반된다는 점이다. 결국 주가는 미래에 발현될 적정가치(Fair Value)에 수렴하지만 과정은 결코 순탄하지는 않다. Story Stock의 양면성이자 숙명이다. 고민은 기업실적과 적정가치 파악이 비교적 용이한 전통적인 기업과는 달리 Story Stock의 경우 당장 현재의 적정 주가 수준을 예상하기 어렵다는 점이다.

Damodaran 교수가 지적하는 것도 기업은 현금흐름과 성장성으로 대변되는 본질 가치(Intrinsic Value)로 평가되지만 모멘텀 및 군중심리, 유동성 등에 의해 간극이 확대되기도 한다는 점이다. Story Stock이라면 그 간극은 더 클 수밖에 없다.

그림1 Story Stock 이란?



자료: Damodaran, 메리츠증권 리서치센터

관점에 따라 기업 가치가 크게 달라 보일 수 있는 기업은 'Tesla'가 대표적이다. 지난 자료를 다시 복기해 보자. Tesla의 경우 성장의 크기를 규정하는 것부터 난관에 부딪힌다.

가정(기준)에 따라 기업 가치가 크게 달라진다는 어려움이 존재: Tesla가 대표적

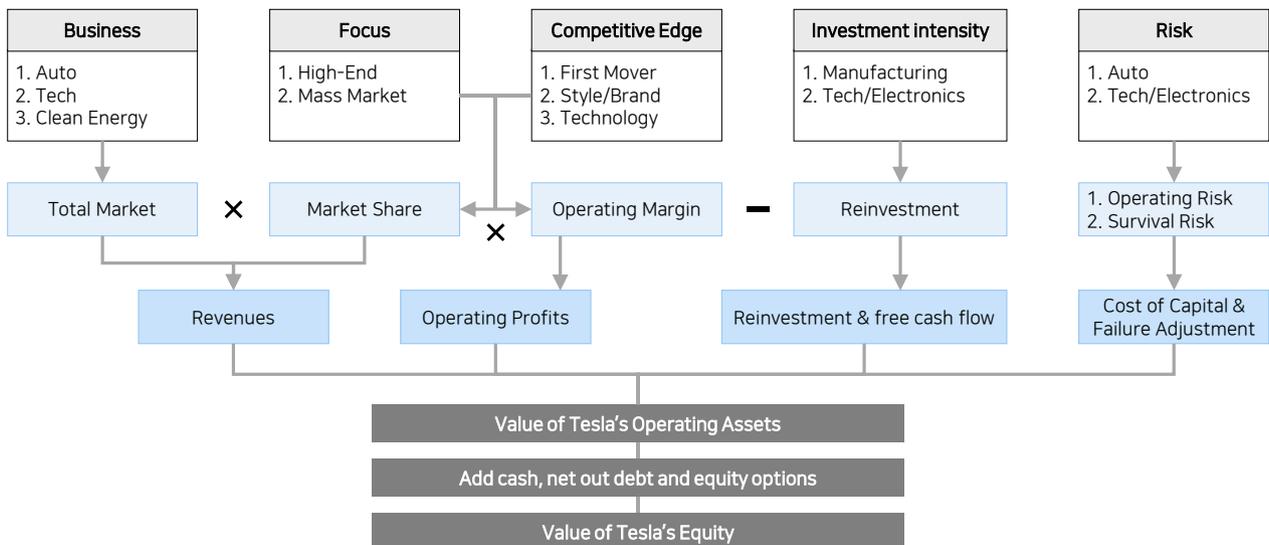
예를 들어 1) Tesla의 사업영역을 어디까지 규정할 것인지(Auto, Tech, Clean Energy 등)에 따라 달라질 수밖에 없고(매출액), 2) 고객의 대상이 High End 시장인지, Mass 대상인지에 따라 시장 점유율이 다르게 추정되며, 3) 경쟁자의 대상 또한 누구로 규정할 것인지(동종 자동차 업계 또는 Tech 기업) 가정하느냐에 따라 마진이 달라질 수밖에 없다. 여기에 기업가치 평가에 있어 투자와 현금흐름, 기타 리스크 요인을 감안한다면 주가 적정가치에 대한 경우의 수는 복잡해진다.

Tesla에 대한 성장 가능성에는 대부분의 투자자가 동의하지만 성장의 크기에 대해서는 의견이 엇갈리는 이유도 여기에 있다. 이 모든 시나리오가 가변적이고 아직 초기 단계의 사업도 많다는 점에서도. 당장 Tesla를 순수 자동차 기업으로 보느냐 토탈 플랫폼 기업으로 보느냐에 따라 극과극의 평가가 나오고 있지 않은가.

현실적으로 우리가 대응할 수 있는 것은 새로운 사업을 확장하고 있고, 가시적인 실적을 거두고 있는지 확인해 가는 일이다. 방향과 속도가 기대치에서 벗어난다면 변동성은 감내할 수밖에 없다.

우리가 참고해 볼 수 있는 기준을 없을까? Damodaran 교수는 Story Stock에게는 'Story Number'가 중요하다고 강조한다. '숫자'만 있는 주식(실적 가시성은 높지만 성장이 정체된 기업), '이야기(Story)'만 있는 주식(성장성은 높지만 실적 가시성은 불확실한 기업)이 공존하지만 '숫자와 이야기(Story)'가 결합될 경우 주가는 탄력적으로 반응할 가능성이 크기 때문이다.

그림2 Tesla의 기업가치 시나리오: 가정에 따라 기업가치는 매우 유동적



자료: Damodaran, 메리츠증권 리서치센터

Story Number를 정하자. 성장주를 판단하는 4가지 Proxy

Story Stock에게는 Story Number가 필요하다

Damodaran 교수는 DIY(Do it Yourself)라는 모토로 투자자 각자의 Story Number를 설정할 것을 권장한다. 그래야 본인만의 합리적인 기준을 세울 수 있기 때문이다. Tesla를 일반적인 '자동차' 회사로 평가하는 투자자와 '데이터' 기업으로 평가하는 투자자 간의 '적정 가치'는 다를 수밖에 없는 것과 같은 이치이다.

4개의 Proxy:

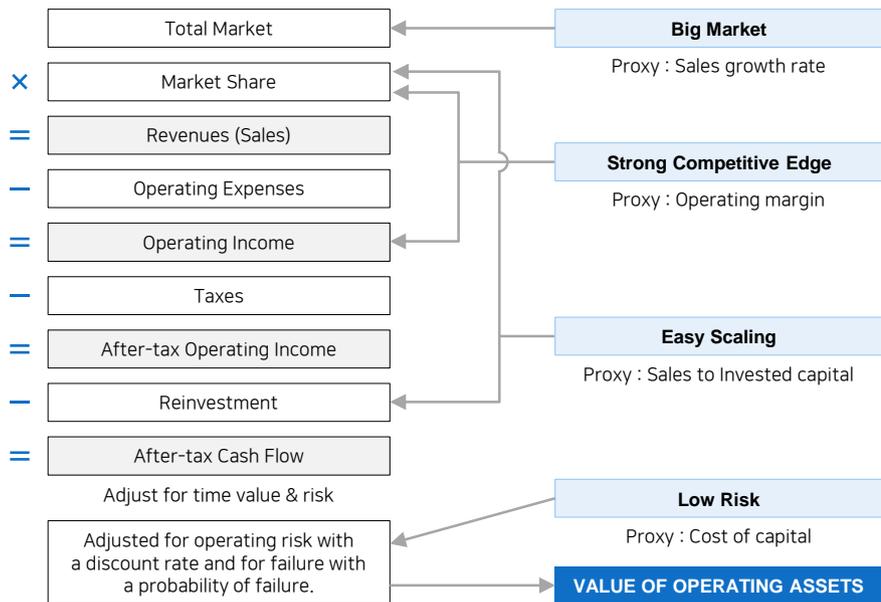
- 1) 장기 매출 성장률
- 2) 영업이익률
- 3) Sales to Invested Capital
- 4) 자본비용

Story Number 기준 및 Proxy는 크게 4가지다. 1) 장기 매출 성장률(Sales Growth, 향후 5년), 2) 영업이익률(Operating Margin), 3) Sales to Invested Capital(= 순자산 회전율), 4) 자본비용(Cost of Capital)이다. 앞서 언급한 것처럼 궁극적으로 성장주가 진출할 시장(Market)의 크기를 가늠하고, 그 과정에서 얼마나 경쟁우위에 있을 것이며, 효율적으로 돈을 벌 수 있을 것인지를 가늠하기 위한 지표이다.

다소 복잡해 보일 수 있는 재무비율이지만 해석은 직관적이다. 예컨대 장기 매출 성장률을 보는 이유는 향후 10년 뒤에 Tesla의 매출액이 르노 수준에 머물 것인지 아니면 BMW, Toyota 수준 혹은 그 이상으로 성장할 것인지 기준을 정하는 것이다.

영업이익률도 마찬가지다. 일반적인 자동차 기업이 두 자릿수대의 영업이익률을 달성하는 경우가 드물다는 경험 하에 본다면 Tesla도 어느 자동차 기업처럼 한 자릿수대의 영업이익률을 보일 것으로 가정할 것인지 아니면 Tech 기업과 같은 두 자릿수대의 영업이익률을 전망할 것인지 정하면 된다.

그림3 Story Stock의 Story Number를 정하는 기준은?



자료: Damodaran, 메리츠증권 리서치센터

Sales to Invested Capital은 얼마나 효율적으로 돈을 벌 것인지에 대한 판단 기준이다. Sales to Invested Capital 비율이 2.0 이라는 것은 \$1의 투자를 통해 \$2의 매출을 만들어 낸다는 의미이고, 비율이 높을수록 효율적으로 돈을 버는 구조라 보면 된다. 매출액이 빠르게 성장하더라도 필연적으로 막대한 투자가 수반되어야 한다면 효율적이지 못한 사업구조이다. 현재 미국 소프트웨어 기업 평균이 2.3배, FAANG 기업 평균은 1.27배, 자동차 기업 평균(중앙값) 1.37배이다. Tesla는 어디에 가까울까?

마지막으로 자본비용(Cost of Capital)은 Risk Factor로 효율적인 자금조달 및 운영에 관한 지표다. 업종별 차이가 뚜렷하기보다는 개별기업의 Quality에 해당되는 사안이고, 재무적 위험도가 큰 기업이 아니라면 전체 기업의 평균 수준으로 가정해도 무방할 듯하다.

표1 Story Numbers: 무엇을 택할(가정할) 것인가?			
Expected Revenues in 2030	CAGR (next 5 years)	Operating Margin in 2025	Target Operating Margin
A1: \$65 billion (Renault-like)	15.00%	B1: Auto Industry First Quartile	-5.87%
A2: \$100 billion (BMW-like)	21.00%	B2: Auto Industry Median	3.01%
A3: \$150 billion (Ford & Honda-like)	28.00%	B3: Auto Industry Third Quartile	7.52%
A4: \$200 billion (Daimler-like)	33.00%	B4: Technology Median	10.25%
A5: \$300 billion (Toyota & VW-like)	40.00%	B5: Software	21.24%
		B6: FAANG Aggregate	19.87%
Sales to Invested Capital	Sales to Capital (1st 5 years)	Cost of Capital	Initial Cost of Capital
C1: Auto Industry First Quartile	0.75x	D1: Automobile Median	6.94%
C2: Auto Industry Median	1.37x	D2: Technology Median	8.86%
C3: Auto Industry Third Quartile	2.42x	D3: All companies - First Quartile	6.27%
C4: Technology Median	1.51x	D4: All companies - Median	7.58%
C5: Software	2.30x	D5: All companies - Third Quartile	8.71%
C6: FAANG Aggregate	1.27x		

자료: Damodaran, 메리츠증권 리서치센터

나만의 Story Number를 통해 적정가치 찾기

나만의 '숫자'를 정하자

이제 나만의 Story Number 가정을 통해 적정가치를 산출해보자. 다음은 Damodaran 교수가 제공하고 있는 Tool을 통해 주요 가정에 따른 시뮬레이션 결과다. 참고로 본 내용은 실질적인 투자의견이 아닌 가정에 따른 시나리오 결과임을 분명히 해둔다.

Tesla의 낙관적 시나리오의 예

Tesla에 대한 낙관적인 가정을 먼저 해보자. Story Number는 이렇다. 1) Tesla가 향후 5년간 매출액 성장률이 연평균 50%에 달하고 2030년에는 Toyota & VW의 매출액을 뛰어넘는다는 가정, 2) 영업이익이익률은 Software 기업에 준하는 20%를 달성할 것이라는 전망, 3) 효율성을 뜻하는 Sales to Invested Capital도 Software 기업과 유사한 2.0배, 4) 자본비용은 전체 기업 평균인 7.58%를 기준으로 삼았다.

즉 Tesla 단순히 전기차 판매만이 아닌 플랫폼 기업으로 진화했을 경우에 해당되는 시나리오 중 하나인 셈이다. 해당 방법론으로 보면 적정가치는 얼마일까?

탈(脫)자동차 시나리오를 반영한 Tesla의 주당 적정가치(Value per share)는 \$520.56으로 평가된다. 현재 주가가 \$446 수준임을 본다면 고평가 되어있다고 보기 어렵다. 이 밖에 다양한 시나리오도 적용 가능하다. 다음 페이지에는 두 개의 Story Number의 변화를 통해 Tesla의 기업가치 변화를 추정해봤다.

표2 낙관적 시나리오를 가정한 Tesla 기업가치 평가

Tesla 밸류에이션						
The Assumptions						
(In \$ millions)	Base year	Years 1-5	Years 6-10	After year 10	Link to story	
Revenues (a)	\$24,578	50.00% →	1.75%	1.75%	Growth in EV market & Tesla's early mover advantage work in its favor.	
Operating margin (b)	1.60%	1.60% →	19.87%	19.87%	Continued economies of scale & brand	
Tax rate	25.00%	25.00% →	25.00%	25.00%	Global tax rate	
Reinvestment (c)	Sales to capital ratio =		2.00x	RIR =	17.50%	Capacity build up allows for less reinvestment in the near years.
Return on capital	1.59%	Marginal ROIC =		31.68%	10.00%	Cost of entry will limit competition.
Cost of capital (d)			7.58% →	7.40%	Moves to median company cost of capital	
The Cash Flows						
	Revenues	Operating Margin	EBIT	EBIT (1-t)	Reinvestment	FCFF
1	\$36,867	5.26%	\$1,938	\$1,454	\$6,145	\$(4,691)
2	\$55,301	8.91%	\$4,928	\$3,696	\$9,217	\$(5,521)
3	\$82,951	12.56%	\$10,422	\$7,816	\$13,825	\$(6,009)
4	\$124,426	16.22%	\$20,178	\$15,134	\$20,738	\$(5,604)
5	\$186,639	19.87%	\$37,085	\$27,814	\$31,107	\$(3,293)
6	\$261,948	19.87%	\$52,049	\$39,037	\$56,482	\$(17,445)
7	\$342,366	19.87%	\$68,028	\$51,021	\$60,314	\$(9,292)
8	\$414,434	19.87%	\$82,348	\$61,761	\$54,051	\$7,710
9	\$461,680	19.87%	\$91,736	\$68,802	\$35,434	\$33,368
10	\$469,759	19.87%	\$93,341	\$70,006	\$6,060	\$63,946
Terminal year	\$477,980	19.87%	\$94,975	\$71,231	\$12,465	\$58,766
The Value						
Terminal value			\$1,040,098			
PV (Terminal value)			\$503,431			
PV (CF over next 10 years)			\$15,343			
Value of operating assets =			\$518,775			
Adjustment for distress			\$25,939	Probability of failure = 10.00%		
- Debt & Minority Interests			\$14,708			
+ Cash & Other Non-operating assets			\$6,514			
Value of equity			\$484,642			
- Value of equity options			\$-			
Number of shares			931.00			
Value per share(\$)			\$520.56	Stock was trading at = \$446.65		

주: Option가치는 제외, Tesla 증가는 2020.10.13 기준

자료: Damodaran, 메리츠증권 리서치센터

시나리오별 Tesla 기업가치 변화

첫 번째는 Tesla의 매출액 가정과 영업이익률 변화에 따른 가치, 두 번째는 Tesla의 매출액 가정과 자본 효율성(Sales to Invested Capital)에 따른 가치 변화이다.

첫 번째 시뮬레이션 결과가 주는 의미는 현재의 주가 수준은 1) 향후 5년간 연평균 매출액 성장률 50%, 2) 영업이익률(2025년 기준)이 소프트웨어 기업 평균인 20%대 이상이 달성되어야 설명 가능하다는 것을 뜻한다. 주당 가치가 \$446 이상으로 평가되는 시나리오는 이들 범주에 있기 때문이다.

두 번째 시뮬레이션 결과가 주는 함의도 유사하다. 1) 향후 5년간 연평균 매출액 성장률 50% 이상 시나리오 하에 자본 효율성(Sales to Invested Capital)이 1.3 배 이상을 나와야 현재의 주가가 설명 가능하다. \$1를 투자해서 \$1.3 이상을 버는 구조여야 한다는 뜻이다. 우리 전략공감 독자의 생각은 어떠한가? 충분히 가능한 시나리오가 본다면 현재의 주가 수준은 불편하지 않을 듯하다. 반대의 생각이라면 지금 주가는 고평가인 셈이다.

표3 주요 Story Number 변화에 따른 Tesla 적정가치 변화 시뮬레이션

Sales to Invested Capital = 2.0			2030년 예상 매출액 (향후 5개년 CAGR)					
			르노 \$65 billion	BMW \$100 billion	포드 & 혼다 \$150 billion	다임러 \$200 billion	토요타 & 폭스바겐 \$300 billion	가정 \$700 billion
(\$)			15%	21%	28%	33%	40%	50%
2025년 영업이익률	자동차 산업 하위 25%	-5.87%	-	-	-	-	-	-
	자동차 산업 중앙값	3.01%	-	-	-	-	-	-
	자동차 산업 상위 25%	7.52%	19	24	32	40	53	79
	기술 기업 중앙값	10.25%	35	47	66	84	116	182
	소프트웨어 평균	21.24%	103	142	205	264	372	595
	FAANG 평균	19.87%	94	130	187	241	340	544
	가정	30.00%	156	217	315	406	575	925

2025년 영업이익률 = 19.87% (FAANG)			2030년 예상 매출액 (향후 5개년 CAGR)					
			르노 \$65 billion	BMW \$100 billion	포드 & 혼다 \$150 billion	다임러 \$200 billion	토요타 & 폭스바겐 \$300 billion	가정 \$700 billion
(\$)			15%	21%	28%	33%	40%	50%
향후 5개년 Sales to Invested Capital	자동차 산업 하위 25%	0.75	62	76	97	116	150	217
	자동차 산업 중앙값	1.37	85	115	162	207	287	454
	자동차 산업 상위 25%	2.42	98	136	197	254	360	578
	기술 기업 중앙값	1.51	88	119	170	217	303	480
	소프트웨어 평균	2.30	97	134	194	251	355	569
	FAANG 평균	1.27	83	111	156	198	274	431
	가정	2.00	94	130	187	241	340	544

자료: Damodaran, 메리츠증권 리서치센터

국내 대표 IT S/W 기업에도 적용해 보면?

이러한 접근법은 국내 기업도 적용 가능하다. Story Number의 단순함에 따른 한계는 있지만 시나리오에 따라 기업가치가 어떻게 달라지는지 인지한다면 그것으로 충분하다.

NAVER와 카카오의 사례다. 위의 Tesla의 방법론과 같은 시나리오를 적용해봤다. 1) 매출액 가정과 영업이익률 변화에 따른 가치 변화, 2) 매출액 가정과 자본 효율성(Sales to Invested Capital)에 따른 가치 변화이다.

NAVER의 경우(현 주가: 29.8만원) 향후 5년간 연평균 매출액 성장률 30% 이상의 시나리오가 가능하다면 영업이익률 20% 이상만 달성하더라도 주가 수준에 부담은 없다. 오히려 추가 상승여력이 크다. 반대로 같은 기간 연평균 매출액 성장률이 20% 이하를 기록한다면 20% 중후반의 영업이익률을 기록하지 않는다면 고평가의 영역이다.

카카오의 경우(현 주가: 36.8만원)도 유사하다. 향후 5년간 연평균 매출액 성장률 30% 이상, 영업이익률 20% 이상의 시나리오가 달성 가능하다면 현재 이상의 주가가 설명이 가능하다.

한편 자본 효율성(Sales to Invested Capital) 측면에서는 NAVER와 카카오 모두 미국 소프트웨어 기업 평균인 2.0배 이상을 달성이 되어야 매출액 증가에 따른 기업가치의 상승이 용이할 듯하다. 1.0배를 하회할 경우 높은 매출액 증가율에 현재의 주가보다 낮게 평가되기 때문이다.

표4 Story Number 변화에 따른 'NAVER' 적정가치 변화 시뮬레이션						
Sales to Invested Capital = 1.27 (FAANG)		향후 5개년 예상 매출액 성장률(CAGR)				
(원)		10%	20%	30%	40%	50%
2025년 영업이익률	5%	6,390	-	-	-	-
	10%	41,220	52,182	66,948	86,459	111,789
	15%	76,050	114,001	173,062	263,108	397,778
	20%	110,880	175,820	279,176	439,757	683,767
	25%	145,711	237,640	385,290	616,406	969,756
	30%	180,541	299,459	491,404	793,056	1,255,744

2025년 영업이익률 = 19.87% (FAANG)		향후 5개년 예상 매출액 성장률(CAGR)				
(원)		10%	20%	30%	40%	50%
향후 5개년 Sales to Invested Capital	0.75	91,196	124,079	173,348	245,817	350,661
	1.00	102,662	154,690	236,279	361,428	549,508
	1.25	109,541	173,056	274,038	430,795	668,816
	1.50	114,128	185,300	299,211	477,039	748,354
	1.75	117,404	194,046	317,192	510,071	805,168
	2.00	119,861	200,606	330,677	534,845	847,778

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 Story Number 변화에 따른 '카카오' 적정가치 변화 시뮬레이션						
Sales to Invested Capital = 1.27 (FAANG) (원)		향후 5개년 예상 매출액 성장률(CAGR)				
		10%	20%	30%	40%	50%
2025년 영업이익률	5%	3,126	-	-	-	-
	10%	33,314	42,613	55,180	71,827	93,482
	15%	63,502	96,193	147,152	224,933	341,355
	20%	93,690	149,774	239,123	378,039	589,229
	25%	123,879	203,354	331,095	531,146	837,103
	30%	154,067	256,934	423,066	684,252	1,084,977

2025년 영업이익률 = 19.87% (FAANG) (원)		향후 5개년 예상 매출액 성장률(CAGR)				
		10%	20%	30%	40%	50%
향후 5개년 Sales to Invested Capital	0.75	76,629	104,928	147,399	209,946	300,518
	1.00	86,567	131,459	201,944	310,149	472,863
	1.25	92,530	147,378	234,670	370,271	576,271
	1.50	96,505	157,990	256,488	410,353	645,209
	1.75	99,345	165,570	272,072	438,982	694,450
	2.00	101,474	171,256	283,760	460,454	731,381

자료: 메리츠증권 리서치센터

성장주 평가에 있어 고려해야 할 요소: 현금흐름, R&D

그리고 우리가 고려해야 할 요소: 현금흐름, R&D 비용

성장주 평가에 있어 하나의 통일된 기준이 마련된 것은 없다. 아직까지도 여러 방법론이 존재하고 Damodaran 교수가 제안한 방법도 그 중에 하나일 수 있다. 다만 그 과정에서 우리가 향후 고려해야 할 요소는 크게 두 가지로 생각된다.

1) 장기 현금흐름 추정 + Story Number

첫째, 결국 성장주도 미래의 '현금흐름'을 가정해야 한다는 것이다. Damodaran 교수 역시 성장주 평가에 있어 현금흐름할인모형(DCF)을 적용했고, 추정 기간은 10년이다. 다만 성장주의 현금흐름 추정이 어렵기에 현실 가능한 Story Number를 추정할 뿐이다.

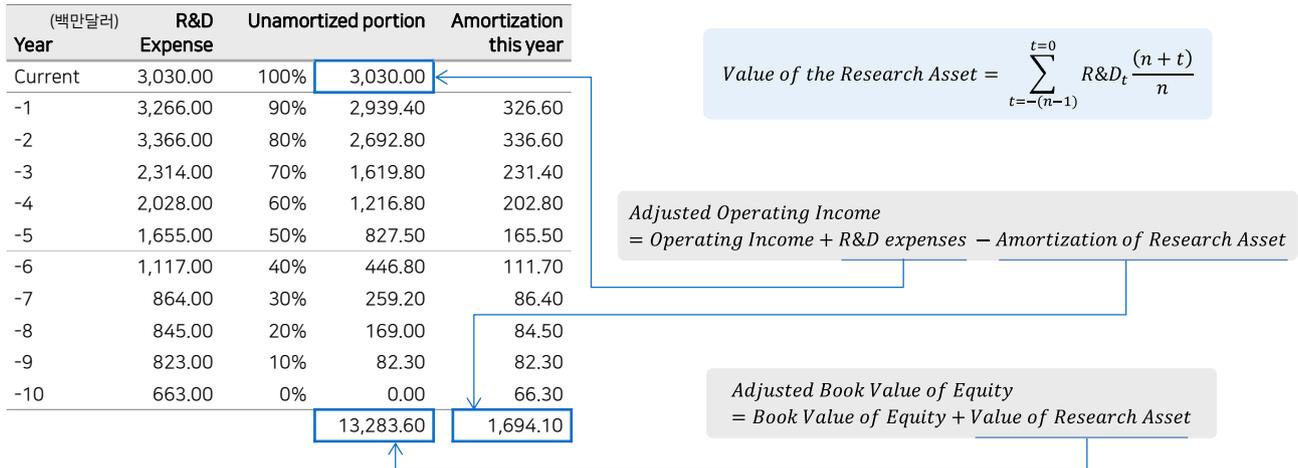
2) R&D 비용의 '자본화'

둘째, R&D 비용에 대한 '자본화(Capitalization)'이다. Damodaran 교수가 제시한 모델에도 포함이 되어 있는 사안이다. 방법은 두 가지다. R&D비용은 미래의 이익을 창출하기 위한 재원이기에 영업현금흐름에 포함을 시켜야 한다는 것이고 다른 하나는 누적 R&D 비용의 자산화를 통해 감가상각을 병행해야 한다는 것이다. 그 자산의 이름은 'Value of Research Asset' 이다.

이론적인 내용은 다음과 같다. 'Value of Research Asset'은 누적된 R&D 비용의 합으로 표현되고, 당해 연도의 R&D 비용은 영업이익에 더해준다. 반대로 누적된 R&D 비용의 감가상각분은 영업이익에서 차감한다. 자산가치(Book Value)에도 'Value of Research Asset'이 추가된다. 아직 감가상각되지 않은 Value of Research Asset이 기존의 장부가치에 더해지는 구조다. 물론 여전히 논란은 있다. R&D 비용을 자산화시킬 만큼 가치가 있는 것인지, 얼마의 기간 동안 감가상각을 해야 하고, 감가상각에 있어 정액법 & 정률법 중 어떤 것을 선택해야 하는 지는 모호하다.

하지만 우리에게 의미가 있는 것은 하나의 방법론을 구체적으로 제시하고 있다는 점이고 하나의 투자지표로도 활용할 필요가 있다는 점이다.

그림4 R&D 비용의 자본화의 개념: Value of Research Asset 그리고 영업이익의 변화



자료: Valuing Companies with intangible assets(2009), 메리츠증권 리서치센터

R&D 비용을 국내 기업에 적용시켜 보면?

R&D 비용에 대한 '자본화(Capitalization)'의 방법론을 NAVER와 카카오에 간단히 적용해 봤다. Value of Research Asset 포함 기간은 최근 10년, 내용연수 10년, 정율법(감가상각)을 기준으로 했다. 올해 R&D 비용은 작년과 같다고 가정했다.

Damodaran의 방법론을 적용시켜보면 결론은 이렇다. NAVER의 경우 올해 예상 실적 기준 PER은 64배, PBR은 6.4배에 이르지만 R&D 비용에 대한 자본화(당해년도 R&D 비용을 영업이익에 추가 / Value of Research Asset 신규 설정)를 통해 PER은 19.6배, PBR은 3.4배로 하락한다. 카카오도 같은 기준으로 적용시켜 보면 올해 예상실적 기준 PER은 80배, PBR은 5.5배에서 각각 38배, 4.5배로 하락한다.

대안을 찾는 시도는 지속돼야

R&D 비용에 대한 '자본화(Capitalization)'가 단순히 현재의 높은 주가를 정당화하는 목적은 아니다. 적어도 기업 가치 상승 또는 향후 미래의 이익창출에 도움이 될 것으로 판단되는 R&D 비용은 단순 비용이 아니라는 것, 그리고 이에 동의한다면 기존의 방법론으로 설명이 어려운 사안에 대해 우리는 여러 시도를 해 봐야 한다는 것이다.

아울러 앞서 Story Number를 통한 기업가치의 시뮬레이션을 평가해 본 것도 같은 맥락이다. 현재 국내 성장주 평가에 가장 많이 쓰이는 PSR(주가 매출액 비율)뿐만 아니라 어려운(?) 가정을 통해서라도 미래의 밑그림을 상상해 보는 것이 성장주 가치평가에 대한 시장의 목마름이 아닐까 싶다.

표6 R&D 비용의 자본화 사례: NAVER				
Year	(십억원) R&D Expense	Unamortized portion	Amortization this year	
Current	1,712.00	100%	1,712.00	
-1	1,712.00	90%	1,540.80	171.20
-2	1,404.00	80%	1,123.20	140.40
-3	1,130.00	70%	791.00	113.00
-4	1,010.00	60%	606.00	101.00
-5	1,340.00	50%	670.00	134.00
-6	1,150.00	40%	460.00	115.00
-7	992.00	30%	297.60	99.20
-8	1,040.00	20%	208.00	104.00
-9	1,074.00	10%	107.40	107.40
-10	696.00	0%	0.00	69.60
Value of Research Asset =			7,516.00	1,154.80
Amortization of asset for current year =			1,154.80	
Adjustment to Operating Income =			557.20	
2020E PER			63.57x	
Adj. 2020E PER (+ R&D)			19.6x	
2020E PBR			6.38x	
Adj. 2020E PBR (+			3.40x	

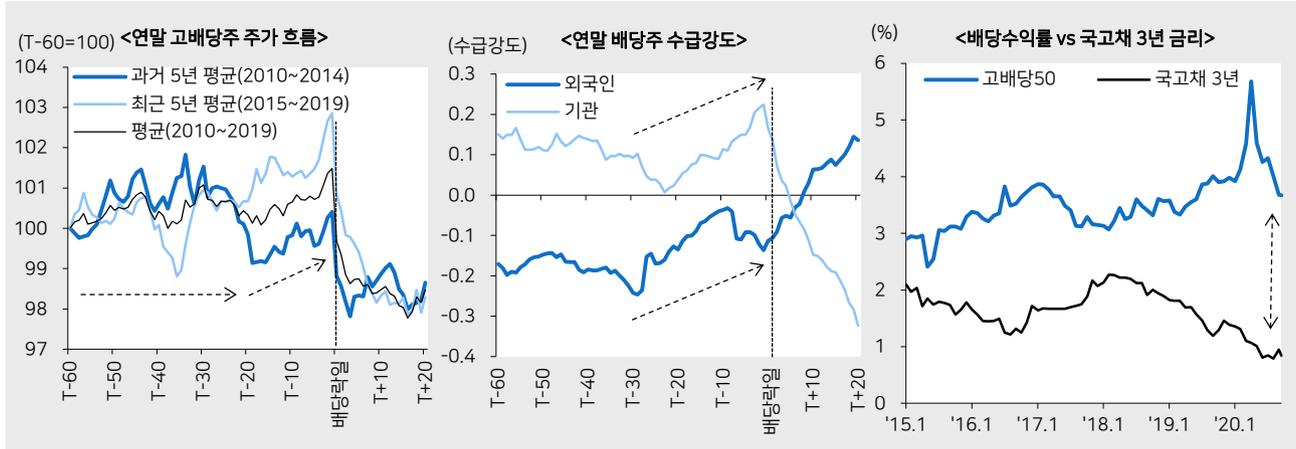
자료: 메리츠증권 리서치센터

표7 R&D 비용의 자본화 사례: 카카오				
Year	(십억원) R&D Expense	Unamortized portion	Amortization this year	
Current	467.00	100%	467.00	
-1	467.00	90%	420.30	46.70
-2	367.00	80%	293.60	36.70
-3	240.00	70%	168.00	24.00
-4	103.00	60%	61.80	10.30
-5	99.00	50%	49.50	9.90
-6	30.00	40%	12.00	3.00
-7	5.00	30%	1.50	0.50
-8	40.00	20%	8.00	4.00
-9	40.00	10%	4.00	4.00
-10	30.00	0%	0.00	3.00
Value of Research Asset =			1,485.70	142.10
Amortization of asset for current year =			142.10	
Adjustment to Operating Income =			324.90	
2020E PER			80.47x	
Adj. 2020E PER (+ R&D)			37.7x	
2020E PBR			5.54x	
Adj. 2020E PBR (+			4.53x	

자료: 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 이정연 연구원

배당주 투자 적정 시점은?



주1: 수급강도는 '20일 누적 순매수 대금 / 시가총액'으로 계산했으며, 2015년 이후 배당주에 대한 투자주체별 수급강도 평균 기준
 주2: 고배당50 지수 배당수익률은 FY1 기준
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

증시 상승모멘텀 부진과 연말 배당 기대감에 배당주 관심 증가

8월 중순 이후 코스피지수는 2,300~2,400선에서 등락을 거듭하며 상승모멘텀이 부진한 모습이다. 다만, 9월들어 배당주들은 제한적인 하방압력을 받으면서 코스피 대비 상대적으로 강세를 보이고 있다. 특히 12월 결산 시점이 다가오고 증시가 등락을 거듭하는 상황에서 안정적인 주가흐름을 보이고 있는 배당주는 눈여겨볼 만하다. 따라서 과거 연말에 가까울수록 배당주들의 주가패턴은 어떠했는지 살펴보고 배당주에 대한 투자 적정 시점을 알아보려고 한다.

배당주, 12월초에 매수해서 배당락일전에 매도할 경우 1%p 초과 수익률 기록

배당수익률이 높은 50종목으로 구성된 고배당 50지수를 기준으로 연말 코스피 대비 초과수익률을 살펴보면, 11월 말까지는 배당주 수익률의 뚜렷한 우위는 나타나지 않았다. 하지만 12월초부터 배당주들은 코스피 대비 초과수익률을 기록했다. 과거 5년(2010~2014년)과 최근 5년(2015~2019년)을 구분해서 비교하면 공통적으로 12월초 이후 배당락 전일까지 약 1%p 초과수익률을 기록했다.

11월 말 이후 외국인, 기관 수급 유입, 배당락일에 매도할 경우 2%p 초과수익률 기대

배당주는 배당락일에 2% 가량 하락했으나 배당수익률이 3% 이상인 점을 고려하면 12월 초에 매수해서 배당락일에 매도하더라도 2%p 정도 초과수익률을 노려볼 수 있다. 즉, 외국인, 기관이 11월 말 이후 배당주를 매수하기 시작하면서 주가 상승에 따른 자본수익 1%를 기대할 수 있고, 배당수익률 3%에 배당락효과에 따른 -2%를 감안해도 초과수익률이 어느정도 나타난 것이다.

대내외 불확실한 상황에서 연말에 가까울수록 배당주 가격매력 부각

올해는 특히 연말에 가까울수록 배당주에 대한 매력이 부각될 것이다. 코로나 반등 이후 배당주는 제한적인 상승폭을 보임에 따라 연말 예상 배당수익률이 높아졌다. 한편 한국 국고채 금리는 1% 아래로 하락함에 따라 배당수익률과 250bp 이상 수익률 격차를 보임으로써 고정 이익이 발생하는 투자수단으로 채권대비 가격매력이 있다. 연말까지 추가적인 증시 상승 모멘텀이 나타나지 않는다면 안정적인 흐름을 보이는 배당주에 11월 말 이후 진입해야 한다는 판단이다.

칼럼의 재해석 주민우 수석연구원

Nevada는 Tesla에게 답이 될 수 있을까 (Reuters)

지난 22일 Tesla의 CEO 일론 머스크는 '배터리데이'에서 미국 Nevada주에서의 리튬 생산 계획을 공개했다. 일론 머스크는 점토 퇴적물과 소금을 섞은 뒤 물을 부어 화학적 반응을 일으켜 리튬을 추출하는 지속 가능한 공정을 개발하였고 Nevada주의 1만 에이커의 퇴적물 부지에 대한 이용 권리를 확보했다고 소개했다.

그러나 Tesla가 공개한 리튬 자체 생산 계획에 대한 회의론이 부상하고 있다. Tesla 리튬 자체 생산 계획에 대해 시장에서 갖는 의문은 크게 두가지이다. 첫번째는 Nevada 사막의 점토형 리튬을 추출하기 위해 필요한 생산 공정을 상용화하기 위해서는 많은 시간이 필요하다는 것이다. 두번째는 물 부족에 시달리고 있는 Nevada주에서 리튬 추출에 사용될 물을 지속적으로 확보하기가 어렵다는 점이다.

상용화 절차 및 물 부족이라는 두 가지 제약으로 인해 Tesla 리튬 자체 생산에는 아직 시간이 필요하다. 그러나 배터리 내재화 계획은 2022년부터 100Gwh라는 단기적이고 구체적인 목표를 이미 제시했기 때문에 Tesla에게는 지금 당장 많은 리튬이 필요하다. 이런 상황으로 인해 당분간은 Tesla는 기존의 리튬 제조업체들과의 상생을 추구할 것으로 예상된다. Tesla의 생산이 시작되기 전까지 기존 리튬 생산 업체들이 어떤 방식으로 입지를 굳힐지 귀추가 주목된다.

Nevada의 점토형 리튬 생산 프로젝트 중에서는 빠른 개발속도와 높은 매장량 및 높은 ppm (parts per million) 수치로 인해 다른 프로젝트 대비 Thacker Pass 프로젝트의 매력력이 돋보이고 있다. 이에 대한 기대감으로 최근 Lithium Americas의 주가는 상승했다. 전기차 시장의 성장세가 이제 궤도에 오른 만큼 향후 리튬 사용량은 추가적인 성장여력이 남아있다고 판단된다. 또한 프로젝트의 생산이 시작되었을 때부터 Lithium Americas의 본격적인 실적 성장이 예상되기 때문에 미래가치가 현재가치보다 더욱 부각될 것으로 예상된다. Lithium Americas에 대한 지속적인 관심이 필요한 이유다.

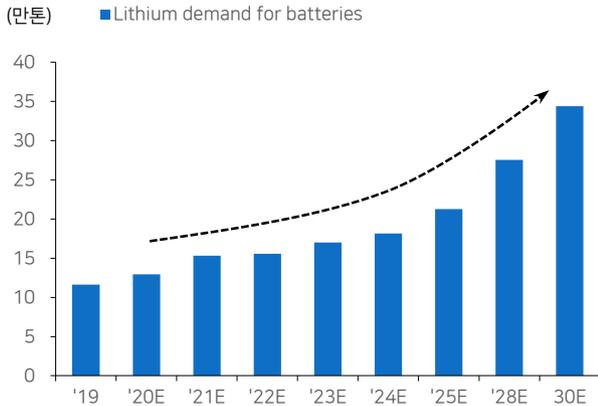
Tesla, 리튬 자체 생산 계획 발표

Tesla, 리튬 자체 생산 계획 발표 지난 22일 Tesla의 CEO 일론 머스크는 '배터리 데이'에서 미국 Nevada주에서의 리튬 생산 계획을 공개했다. 일론 머스크는 점토 퇴적물과 소금을 섞은 뒤 물을 부어 화학적 반응을 일으켜서 리튬을 추출하는 지속 가능한 공정을 개발하였고 Nevada주의 1만에이커의 퇴적물 부지에 대한 이용 권리를 확보했다고 소개했다.

리튬 자체 생산은 Tesla에게 필연적인 과제 리튬은 배터리 핵심 소재 중 하나인 양극재 구성의 약 30%를 차지하는 핵심 원자재이다. 전기차 시장의 급부상과 함께 '하얀 석유'로 불리며 미래 핵심 원자재 중 하나로 급부상하였다. 배터리데이에서 '21년 10GWh, '22년 100GWh, 30년 3TWh의 배터리 내재화 계획을 발표한 Tesla의 입장에서 리튬 자체 생산은 해결해야 할 필연적인 과제 중 하나이다.

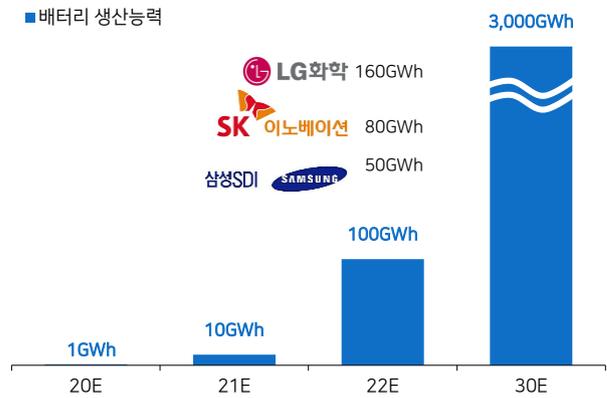
Tesla의 리튬 자체 생산 계획에 대한 회의론 부상 그러나 Tesla가 공개한 리튬 자체 생산 계획에 대한 회의론이 부상하고 있다. Tesla 리튬 자체 생산 계획에 대해 시장에서 갖는 의문은 크게 두가지이다. 첫번째는 Nevada 사막의 점토형 리튬을 추출하기 위해 필요한 생산 공정을 상용화하기 위해서는 많은 시간이 필요하다는 것이다. 두번째는 물 부족에 시달리고 있는 Nevada주에서 리튬 추출에 사용될 물을 지속적으로 확보하기가 어렵다는 점이다.

그림1 2차전지용 리튬 시장 수요 전망



자료: 산업자료, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Tesla 배터리 생산 계획



자료: Tesla, 메리츠증권 리서치센터

품의 사막 Nevada, 현실이 되기에는 아직 부족

리튬은 염수(Brine), 경암(Hard Rock), 점토(Rich Clay)로 존재

리튬은 반응력이 강해 순수한 형태로 존재하지는 않고 염수(Brine), 경암(Hard Rock), 점토(Rich Clay)로 존재한다. 리튬이 매장되어 있는 형태와 지역적 특성에 따라 다른 방식의 생산 공정이 사용되며 현재 상업적으로 추출되고 있는 리튬은 경암형과 염수형 두가지이다.

염수형 리튬 생산 방식

염수형은 지하 염수를 끌어올린 후 9개의 증발지를 걸쳐 12~18개월 간 자연 건조해 불순물을 제거한다. 증발지를 거친 염수는 최대 Li 6%가 농축된 상태로 여기에 석회를 투입해 부산물인 잔여 마그네슘, 황산염, 붕소 등을 제거한다. 최종적으로 소다회를 투입해 칼슘을 제거하고 고온으로 가열해 탄산리튬을 석출한다. 탄산 리튬 제조과정에서 발생한 폐수는 2차 염수를 통해 잔여 리튬을 회수한다. 직접적으로 탄산리튬 및 염화리튬만 생산 가능하며 추가 공정을 통해 수산화리튬을 추출할 수 있다.

염수형 리튬의 특징

리튬 삼각지대가 있는 남미지역의 리튬이 주로 염수형으로 매장되어 있다. 염수형 공정은 낮은 운영비용이 장점이나 증발지 건설 등 초기 투자비가 많이 들고 긴 생산준비기간 및 낮은 회수율이 단점이다. 염수 사용량이 많아 지하수 고갈 문제가 발생하기도 하며 증발 방식이기 때문에 날씨 영향을 많이 받는다.

경암형 리튬 생산 방식

경암형 리튬은 광석을 채광해 분쇄한다. 분쇄한 광석에 대한 선별 작업을 거친 후 여과, 세척, 건조를 거쳐 높은 품질의 광물인 '정광'을 생산한다. 스포듀민(Spodumene) 정광이 가장 일반적인 리튬 정광으로 탄산리튬으로 변환하는 황산법, 수산화리튬으로 변환하는 석회법 등의 변환 설비를 통해 리튬을 생산한다.

경암형 리튬의 특징

서호주 Greenbushes 및 중국에 주로 경암형 리튬이 매장되어 있다. 초기 투자비용은 염수형보다 저렴해 시장 대응력이 높다. 그러나 에너지와 채광비, 변환 설비 등 운영비가 비싸다. 탐사부터 생산까지 장기간이 소요되며 시약을 사용하기 때문에 환경 문제가 발생할 수 있다.

구분	염수형 (Brine)	경암형 (Hard Rock)
위치	남미지역 (리튬 삼각지대)	호주 서호주, 중국
처리과정	지하 염수 펌핑, 12~18개월 이상 자연 건조 후 부산물 제거, 추가 공정을 통한 리튬 추출	채광작업, 파분쇄, 분리, 선광 후 정광제조 후 변환설비를 통해 리튬 생산
생산물	탄산리튬, 염화리튬	탄산리튬, 수산화리튬
장점	낮은 운영비용	낮은 투자비용
단점	높은 투자비용, 긴 준비/생산기간, 낮은 회수율 (10~20%), 날씨 변동성	높은 운영비, 탐사에서 생산까지 장기간 소요, 시약 사용에 따른 환경문제 발생 가능성

자료: Roskill, 메리츠증권 리서치센터

그림3 칠레의 염수형 리튬 생산 시설



자료: Mining, 메리츠증권 리서치센터

그림4 서호주의 Greenbushes 경암형 리튬 광산



자료: Mining, 메리츠증권 리서치센터

점토형 리튬이 매장되어 있는 Nevada의 퇴적물 부지

Nevada의 퇴적물 부지 리튬의 대부분은 현재 상업적으로 생산이 이뤄지고 있는 염수형이나 경암형이 아닌 점토 형태로 존재하고 있다. Nevada의 점토에는 이론적으로는 굉장히 많은 양의 리튬이 매장되어 있다고 알려져 있다. 이를 추출하기 위해 이미 많은 기업들이 Nevada 프로젝트를 진행하고 있다. Cypress의 Clayton valley lithium project, Lithium Americas의 Thacker pass project, Noram Ventures의 Zeus lithium project 등이 대표적인 프로젝트이다.

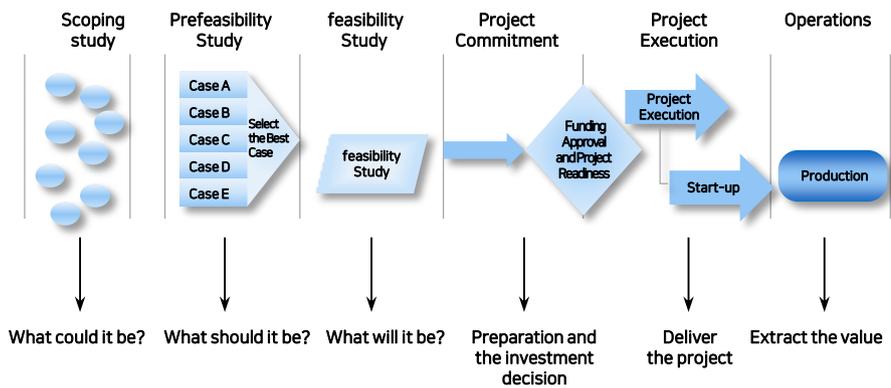
복잡한 리튬 광산 개발 절차

많은 기업들의 노력에도 불구하고 Nevada 점토에서의 리튬 생산은 아직까지 이뤄지고 있지 않는 상황이다. 현재 Nevada에서 유일하게 리튬이 생산되고 있는 Albermale의 Silverpeak 광산은 염수형 리튬 광산이다. Nevada 점토에서의 리튬 추출이 늦어지고 있는 이유는 국가로부터 리튬 광산의 운영 허락을 받기까지의 과정이 복잡하기 때문이다. 리튬 광산의 상업적인 개발은 범위 연구 - 사전 타당성 조사 - 타당성 조사 - 프로젝트 확정 - 실행 - 광산 운영 총 6가지의 과정을 통해 이뤄진다.

아직까지는 시간을 필요한
Tesla의 리튬 자체 생산 계획

현재 가장 앞서있다고 평가 받는 Lithium Americas의 Thacker pass project은 2018년 6월 사전 타당성 조사가 완료되었다. 현재 타당성 조사가 진행중에 있으며 2022년에 1단계 리튬 생산을 시작할 것으로 추정된다. Cypress의 Clayton valley lithium project은 2020년 5월이 되어서야 사전 타당성 조사 (PFS)가 완료되었다. 퇴적물 부지 구입을 통해 점토형 리튬을 위한 생산 공정 도입을 예고한 Tesla의 리튬 자체 생산 계획이 언제 이 모든 단계를 통과할 수 있을지 미지수이다.

그림5 리튬 광산 개발 과정



자료: McCarthy, 메리츠증권 리서치센터

오아시스가 필요한 Nevada

물 부족 현상이 심화된 Nevada주

Nevada주는 건조한 기후와 사막지대로 인해 미국의 대표적인 물 부족 지역 중 하나이다. Nevada주의 물 공급의 90%는 로키 산맥의 콜로라도 강으로부터, 10%는 라스베이거스 벨리 지하수를 통해 공급되어 왔다. 그러나 늘어나는 인구 공급과 20년동안 지속된 콜로라도 강의 가뭄현상으로 인해 물위 수위가 지속적으로 감소하면서 2010년대 들어서 물 부족 현상이 심화되었다. 2019년 Nevada의 천연자원국 국장은 Nevada주가 물 부족 문제에 있어서 이미 한계점에 도달했다고 공식적으로 발표를 하였다.

에이커 기준으로 물 공급이 이뤄지는 콜로라도 강

Nevada주를 포함 미국 서부의 7개 주와 멕시코 일부 지역이 콜로라도 강을 통해 물을 공급받고 있다. 콜로라도 강의 물 공급은 "Law of the River"이라 불리는 조약의 적용을 받는데 이 조약의 핵심 내용 중 하나는 물의 공급이 에이커 기준으로 이루어진다는 것이다. 이 조약을 통해 Nevada주는 콜로라도 강의 연간 300,000 에이커의 물을 사용할 권리를 갖고 있다. 절대적인 물의 양이 아닌 에이커 중심으로 물의 공급이 이루어지기 때문에 콜로라도 강의 가뭄현상 심화는 장기적으로도 Nevada 주의 물 부족 현상에 영향을 끼칠 전망이다.

지속적인 물 확보가 어려운 Nevada의 상황

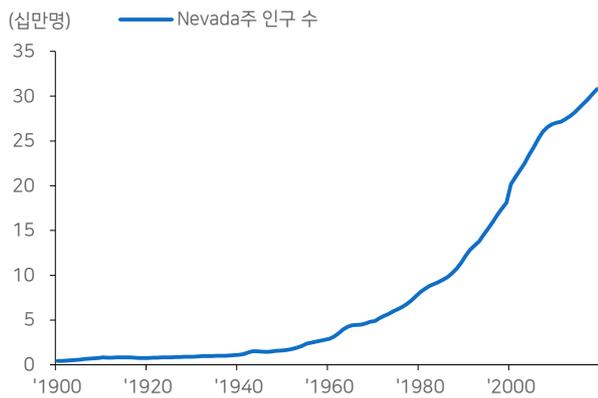
Tesla가 발표한 리튬 추출 공정을 사용하기 위해서는 지속적인 물의 확보는 필수이다. 그러나 Nevada주의 물 부족 문제의 심화로 인해 Nevada 사막지대에서 물을 지속적으로 확보하는 것이 굉장히 어려운 문제이다. 콜로라도 강의 물은 점점 말라 절대적인 물의 양이 줄어들고 있다. 라스베이거스 벨리 지하수를 사용하려 한다면 가축 목장 등의 기존 사용자들의 반발을 이겨내야 한다. 새로운 파이프라인 구축을 통해 물을 조달하는 방식은 비용적으로 문제가 크기 때문에 기존의 리튬 생산 방법 대비 경쟁력을 확보하기 어렵다. 기존 Nevada 점토 리튬 생산 업체들은 물 대신 산성 용액을 사용하는 공정을 채택해 이런 제약에서 자유로웠지만 Tesla 입장에서는 피해갈 수 없는 숙제이다.

그림6 Nevada주의 물 공급은 콜로라도 강(좌), 라스베이거스 벨리 지하수(우)를 통해 공급



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 Nevada 주 인구 증가 수 추이



자료: Glossary, 메리츠증권 리서치센터

그림8 콜로라도 강 분포 지역



자료: Geology, 메리츠증권 리서치센터

기존 리튬 생산 업체들 & Lithium Americas 주목

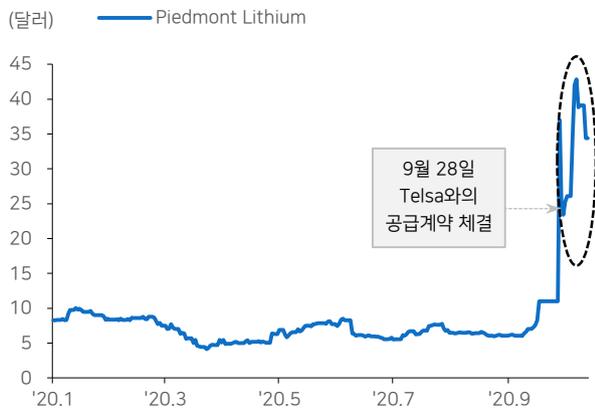
배터리 내재화 계획 대비 아직 시간이 필요한 리튬 자체 생산

상용화 절차 및 물 부족이라는 두 가지 제약으로 인해 Tesla 리튬 자체 생산에는 아직 시간이 필요하다. 그러나 배터리 내재화 계획은 2022년부터 100Gwh라는 단기적이고 구체적인 목표를 이미 제시했기 때문에 Tesla에게는 지금 당장 많은 리튬이 필요하다. 이런 상황으로 인해 당분간은 Tesla는 기존의 리튬 생산업체들과의 상생을 추구할 것으로 예상된다.

기존 리튬 생산 업체들에 대한 관심 필요

최근 보도된 Piedmont Lithium과의 리튬 공급 계약은 Tesla의 상황을 잘 보여준다. Tesla와 Piedmont Lithium은 지난 9월 28일 Piedmont Lithium이 생산하는 연간 160,000 톤의 스포듀민 농축액의 약 3분의 1을 5년동안 공급하는 계약을 체결하였다. 발표 이후 Piedmont Lithium의 주식은 84% 급등했으며 배터리데이 이후 하락했던 리튬 생산 업체들의 주가도 회복세로 전환하였다. Tesla의 리튬 자체 생산 계획은 아직 많은 시간이 필요해 보인다. Tesla의 생산이 시작되기 전까지 기존 리튬 생산 업체들이 어떤 방식으로 입지를 굳힐지 귀추가 주목된다.

그림9 Tesla와의 계약 이후 Piedmont 추가 급증



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 기존 리튬업체들 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

다른 프로젝트 대비 개발 속도가 빠른 Thacker pass

Nevada의 점토형 리튬 생산 프로젝트 중에서는 Lithium Americas의 Thacker pass project의 약진이 돋보인다. 2020년 4분기 타당성 조사가 완료될 예정으로 다른 업체들에 비해 1~2년 정도 빠르게 개발을 진행 중에 있다. 현재 진행속도를 고려했을 때 퇴적 점토에서 리튬을 추출하는 최초의 프로젝트가 될 확률이 높다. 프로젝트의 목표는 1단계인 2022년부터 3.5년동안 연간 30,000톤의 리튬 생산, 2단계인 2026년부터는 연간 60,000톤 생산이다.

매장량과 ppm 수치가 다른 프로젝트 대비 높은 Thacker pass

Thacker pass 프로젝트의 또 다른 장점은 매장량과 ppm수치가 높다는 점이다. Thacker pass 프로젝트가 목표로 하고 있는 연간 60,000톤의 리튬 생산은 다른 Nevada 프로젝트 대비 2배 이상 높은 수치이며 광산의 수명도 46년으로 다른 광산들에 비해 길다. Lithium Americas의 따르면 성공적으로 생산이 이뤄졌을 때 2068년까지 미국 전체의 리튬 수요를 공급할 수 있는 규모이다. ppm수치도 다른

프로젝트 대비 높다. ppm수치란 용액 백만개 속에 용질 존재 여부를 나타낸 수치로 1개가 존재하면 1ppm이다. Thacker Pass의 ppm은 2360ppm으로 다른 Project 대비 높은 수치를 보이고 있다.

**지속적인 관심이 필요한
Lithium Americas**

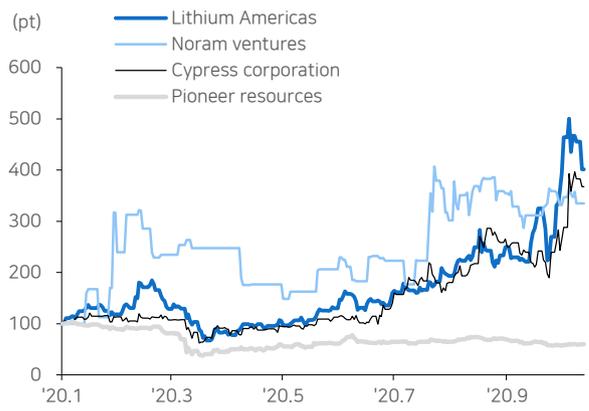
빠른 개발속도와 높은 매장량 및 높은 ppm 수치로 인해 다른 프로젝트 대비 Thacker Pass 프로젝트의 매력이 돋보이고 있다. 이에 대한 기대감으로 최근 Lithium Americas의 주가는 상승했다. 전기차 시장의 성장세가 이제 궤도에 오른 만큼 향후 리튬 사용량은 추가적인 성장여력이 남아있다고 판단된다. 또한 프로젝트의 생산이 시작되었을 때부터 Lithium Americas의 본격적인 실적 성장이 예상되기 때문에 미래가치가 현재가치보다 더욱 부각될 것으로 예상된다. Lithium Americas에 대한 지속적인 관심이 필요한 이유다.

그림11 Lithium Americas 3개년 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 Nevada Lithium Players 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 Nevada 점토형 리튬 생산 프로젝트 비교

Company	Lithium Americas	Cypress Corporation	Pioneer Resources	Noram Ventures
Project	Thacker Pass	Clayton valley lithium	Phylite Ridge	Zeus lithium
개발단계	타당성 조사 진행 중	사전 타당성 조사 2020년 5월 완료	사전 타당성 조사 2020년 4월 완료	사전 타당성 조사 진행 중
연평균생산량 (tonnes/year)	60000	24000	20000	-
Ppm (parts per million)	2360	1090	1800	1145

자료: 메리츠증권 리서치센터

원문: *Tesla's Nevada lithium plan faces stark obstacles on path to production (Reuters)*