

NIO

 NIO Inc. (NIO US)

Eastern Premium

매수
(신규)

목표가: USD 17.0
상승여력: 20.9%

진현우 hyunwoo.jin@miraeasset.com

밸류에이션

투자 의견 매수, 목표주가 US\$17.0, 커버리지 개시

- DCF: 2030년 이후 영구 성장(2%). WACC 9%(cost of equity 18%, 비중 30%) 가정
- EV/Sales: FY2015 테슬라와 유사한 판매량 성장 전망. 그러나, 테슬라보다 낮은 GPM 및 경쟁자가 다수 출현한 점을 감안해 멀티플 30% 할인 적용(5.7x)

투자포인트

판매량 성장 가속

- 7월말 쿠페형 SUV(EC6) 빠른 출시 + 기존 SUV 판매 성장(월 4천대+, BEV M/S: 6%)
- 배터리 리스/교체 가능, 차별화된 충전 편리성: 구매가 인하, 서비스 매출 확대
: 배터리스왑(5분) + 이동식 충전서비스(10분=100km) + 슈퍼차저/공공충전소
- 2020E-30E 판매량 CAGR 32%: 2030F 66만대 ← 2020F 4만대 ← 2019 2만대

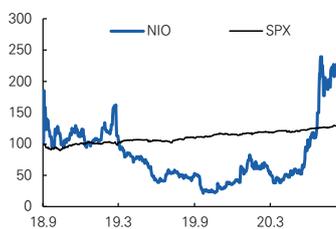
현금흐름 안정: 2023F 영업이익, FCF 플러스 전환 예상

- 4Q22까지(예상) 사업운영/확장 위한 자금조달 완료 (지방정부 등 SI가 70억위안 투자)
- GPM 20% 초반까지 확대 전망 (2020F: 5% → 2023F: 22%)
- 매출대비 R&D비/판매비율 축소 전망 (2020F: 20~25% → 2030F: 6~8%)
- 여유 있는 생산능력(위탁 생산) = 보수적인 Capex
: 생산능력 연 13만대(자체 생산 6만대) vs. 판매량 2020F 4~5만대, 2022F 12만대
- Tax benefit, 저금리 Loan 이용 등 가능성 확대 (지방정부 등이 주요 주주)
- 정부의 보조금 지원: 배터리스왑형 EV는 예외로 보조금 지급 + EV 개발 지원

Risks

- 1) EV 침투 가속에 따른 멀티플 상승, 2) 중대한 생산 차질, 3) 프리미엄 BEV 경쟁심화

Key data



현재주가 (20/08/19, USD)	14.06	시가총액 (십억USD)	16.8
거래소	NYSE	시가총액 (조원)	20.0
EPS 성장률 (21F,%)	NM	발행주식수 (백만주)	914.7
P/E (21F,x)	NM	52주 최저가 (USD)	1.2
MKT P/E (21F,x)	20.5	52주 최고가 (USD)	16.4

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.7	230.0	344.9
상대주가	5.7	229.9	282.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (백만CNY)	0.0	4,951.2	7,825.4	15,171.0	26,018.3	43,710.7
영업이익 (백만CNY)	-4,953.6	-9,596.4	-11,079.2	-6,068.4	-4,943.5	-874.2
영업이익률 (%)	NM	-193.8	-141.6	-40.0	-19.0	-2.0
지배주주순이익 (백만CNY)	-7,561.7	-23,328.7	-11,413.1	-6,593.8	-4,151.3	-1,067.6
EPS (CNY)	-363.33	-43.42	-10.79	-5.95	-3.75	-0.96

자료: NIO, 미래에셋대우 리서치센터

I. 투자포인트

1. 판매량 성장 가속

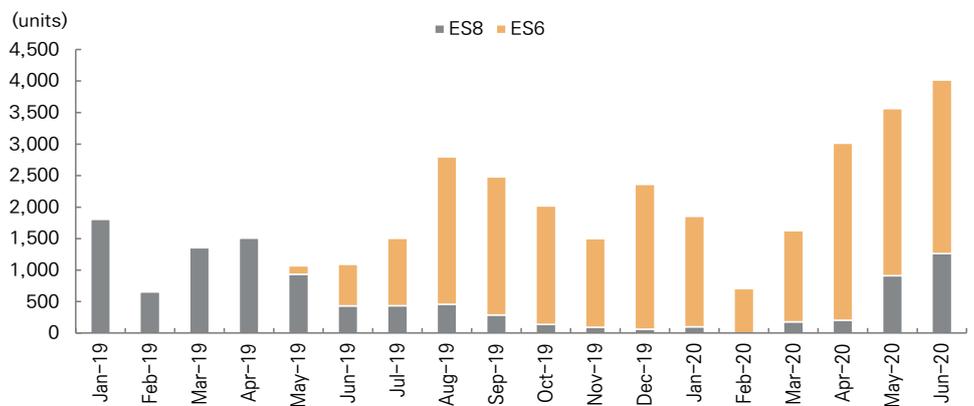
NIO의 판매량 성장이 가속화할 전망이다. 이는 고가(30만위안 이상) EV 생산 로컬기업 중 가장 뛰어난 1) 제품 개발력과 2) 가격경쟁력(보조금 지원, 배터리 구매가 절감)에 기인한다.

쿠페형 SUV (EC6) 빠른 출시

지난 7월말 NIO의 쿠페형 SUV 신차 EC6가 출시됐다. 구매가는 보조금을 지원받아 약 35만위안 부터다. 경쟁 모델 중 가장 구매가가 낮을 것으로 예상된다. 경쟁 모델들 보다 앞서 출시됐으며 최대주행거리(615km), 출력 등 주행 성능도 경쟁력을 갖췄다. 테슬라 모델Y, Audi e-tron, BMW iX3 등과 경쟁할 것으로 예상된다. 이 중 유일하게 구매보조금이 지원되는 배터리스왑형 모델이다.

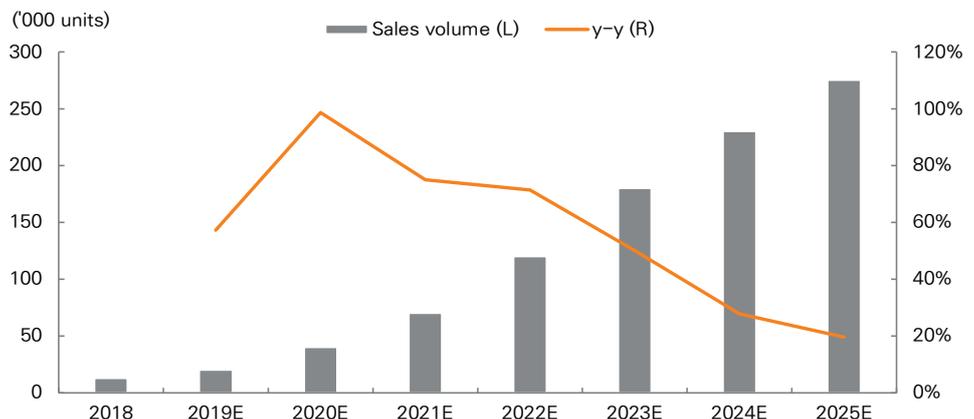
NIO의 2020년 예상 총 판매량 4만대(+99% YoY), 2025년 27.5만대, 2030년 66만대(2020E-2030E CAGR 32%)를 전망한다. 올해는 쿠페형 SUV EC6 신차 판매가 추가되고, 기존 대형 SUV 모델 ES8의 월 판매량 증가세가 지속될 전망이다. 유통망 및 충전 인프라(배터리 스왑 스테이션, 이동식 차량 충전서비스, 슈퍼차저)가 지속 확충되고 있다.

그림 1. NIO - ES6/ES8 월간 판매량 추이



자료: NIO, Markline, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. NIO - 전체 판매량 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 1. NIO EC6 주요 경쟁 모델 비교

						
Maker	NIO	Tesla	VW	BYD	Audi	BMW
Model	EC6	Model Y	ID6	Song Plus	Q4 e-tron	iX3
Launch	Jul-20	1Q21	2021	4Q20~1Q21	2021	4Q20~2021
Price after incentive (CNY)	*350,000~	488,000 ~535,000	450,000 ~500,000 (*est.)	N/A	450,000 ~500,000 (est.)	450,000 ~550,000 (est.)
Power output(kW)	~400	340	225, 300	N/A	225	210
Battery size(kWh)	100	81	77, 111	65+	82	74~80
Driving range(km)	615(NEDC)	505(WLTP)	450, 600(WLTP)	500+(NEDC)	450~500(WLTP)	440~456(WLTP)

*est.: 경쟁모델, 중국 외 국가 출시모델 기반 예상치, NIO의 EC6 보조금 전 판매가격: CNY368,000~
 자료: 각 사, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. EC6 interior design



자료: NIO, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. EC6 exterior design



자료: NIO, 미래에셋대우 리서치센터

‘Battery as a Service’: 구매가 인하, 서비스 매출 확대

NIO의 EV는 경쟁 모델 중 유일하게 배터리 리스/교체가 가능하다. 배터리 비용을 구매가에서 제외함으로써 판매가를 낮춰 고객 유입을 촉진하고, 정기적인 배터리 이용 구독료(subscription) 수입을 올리는 효과로 이어진다. 소비자 입장에서는 배터리 성능저하 우려 및 관리의 부담을 덜 수 있고, 회사는 구매자가 누적될수록 관련 서비스 매출이 증가한다. 배터리 업그레이드, 교체 스테이션 및 충전소 확장에 따른(편의성 증가) ASP 상승도 기대된다(현재 CNY10,800/년).

서비스매출은 총 매출의 10% 내외까지 확대될 것으로 전망한다(2019년 6%). 배터리스서비스 외에도 Worry-free 서비스패키지(Door-to-door 유지보수/수리, 보험, 대리운전, 셀룰러데이터 월 15GB)도 제공하는데, 약 80%의 높은 가입률이 추정된다. 서비스가격은 CNY14,800/년이다.

차별화된 충전 편리성

NIO의 EV는 1) 배터리 교체 스테이션: 5분 내에 완충 배터리로 교체, 2) 이동식 차량 충전서비스(모바일 호출, 10분 충전 시 100km 주행 가능), 3) 슈퍼차저 및 공공충전소를 통한 충전이 가능하다. 배터리에 관한 고객 경험을 차별화했다. 교체 스테이션은 2020E 170여개까지 늘어날 전망이다. 60여개 주요도시 및 고속도로를 중심으로 확장 중이다. 2019년 배터리 충전 인프라 투자액은 약 1억위안으로 추정된다. 경영진은 차량 판매증가에 따라 관련 투자액을 적절히 늘릴 계획이다.

그림 5. 배터리 스왑 스테이션 (5분 이내에 완충 배터리로 교체)



자료: NIO, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 이동식 충전서비스 (10분 충전 시 100km 주행 가능)



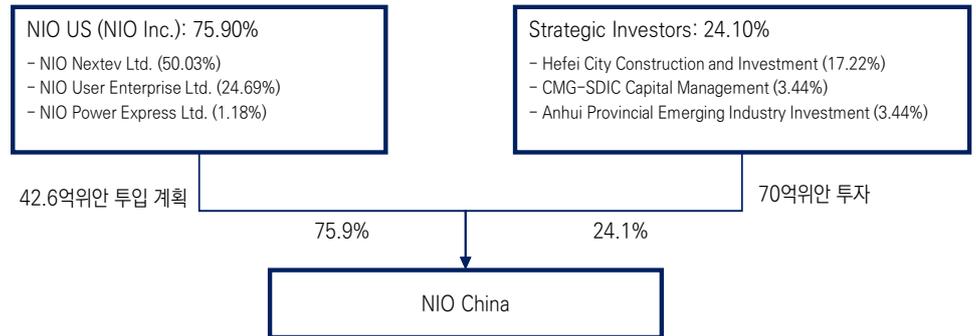
자료: NIO, 미래에셋대우 리서치센터

2. 현금흐름 안정화

4Q22까지(예상) 사업 운영/확장 위한 자금조달 완료

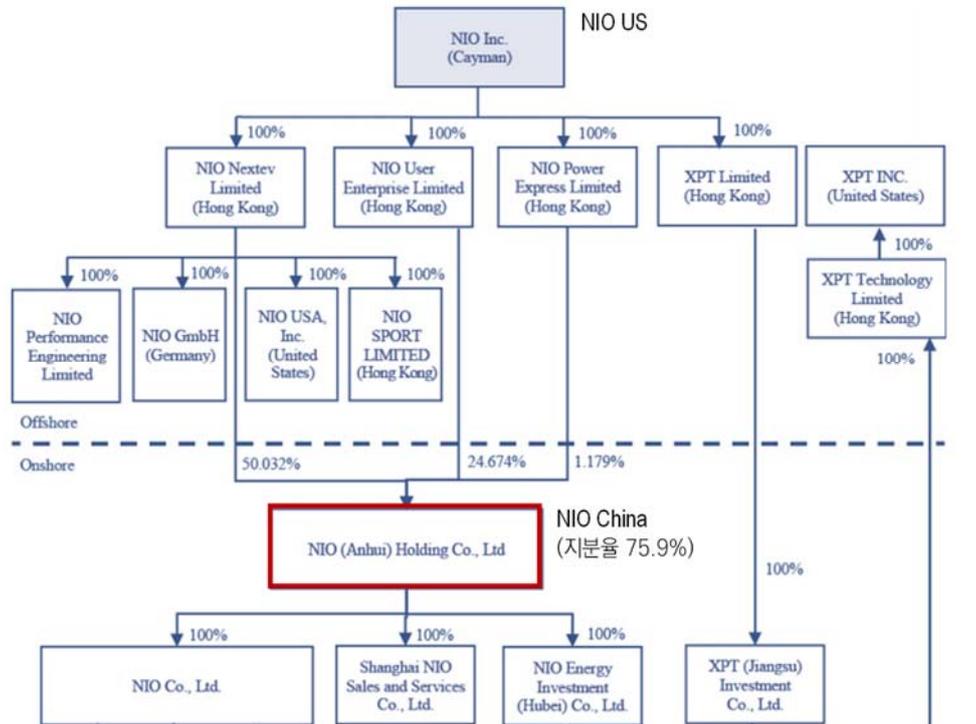
지난 4월말, Hefei 지방정부 등 SI들이 NIO China에 70억위안(약 1.2조원)을 투자했다. NIO US가 이들에게 매각한 NIO China의 지분율은 24.1%다(보유 지분율 75.9%로 축소). 이로써 2022년까지의 사업 운영/확장을 위한 현금이 마련되었다고 판단한다. 4Q22 예상되는 보유 현금의 약 8억위안으로, 투자유치 전인 2019년말과 비슷한 수준으로 전망한다. NIO US는 추가로 43억위안을 NIO China에 투입해 사업 확장을 가속화할 계획이다.

그림 7. NIO China 투자 유치



자료: NIO, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. NIO US의 NIO China 지배 구조



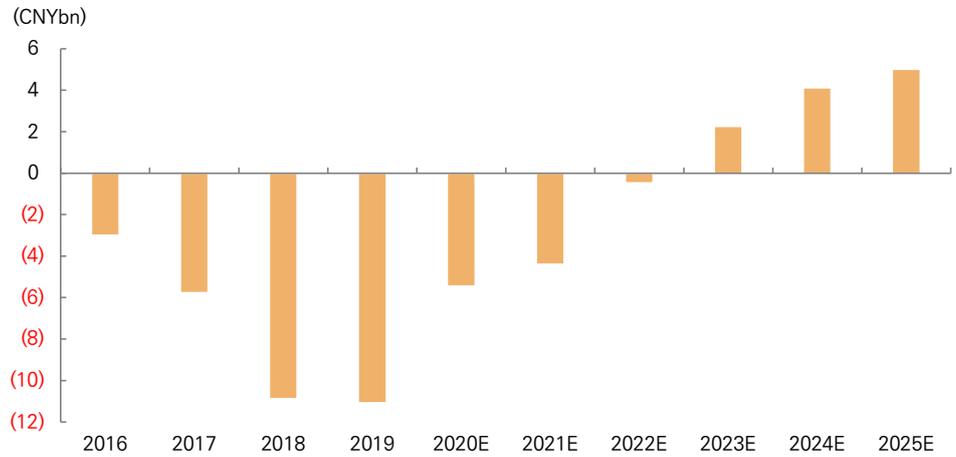
자료: NIO, 미래에셋대우 리서치센터

2023F 영업이익, FCF 플러스 전환 예상

NIO의 영업이익, 순이익은 FY2023부터 흑자 전환될 것으로 예상된다. 이에 따라, 잉여현금흐름이 플러스 전환되고 리파이낸싱을 제외한 외부 자금조달의 필요성이 줄어든다. 자생적인 재투자 및 마진 개선이 지속되며 현금 보유량이 점진적으로 늘어날 전망이다.

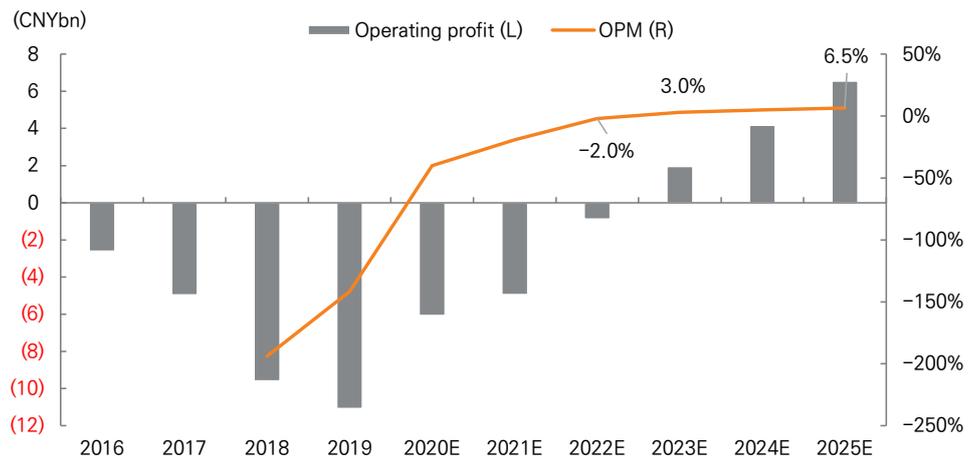
마진 개선은 1) 규모의 경제 실현, 2) 배터리 등 제조원가 하락, 3) 연구개발비 및 판관비율 축소에 주로 기인한다. 유사 기업 테슬라의 2018년 판매량은 약 25만대였다. NIO의 2025년 예상 판매량은 약 28만대다. NIO의 판매량이 25만대에 근접할수록 2018년의 테슬라와 비슷하거나 더 높은 수준의 GPM 달성이 예상된다. 배터리팩 원가 추가 하락, 중국에서 더 싼 인건비 등 때문이다.

그림 9. Free cash flow to firm 전망



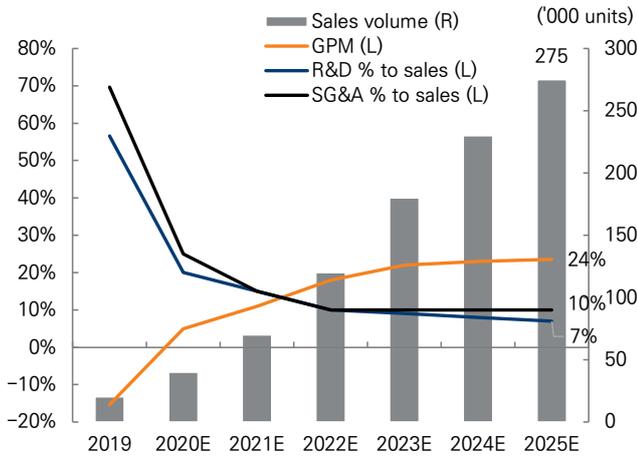
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. OP, OPM 전망



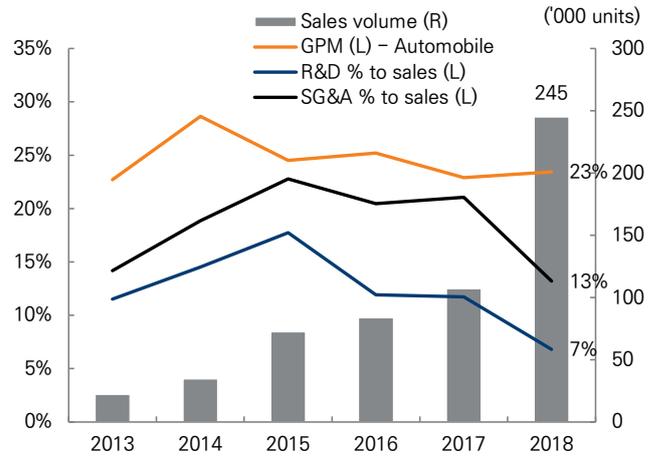
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. NIO - GPM, R&D비/판관비율 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. Tesla - GPM, R&D비/판관비율



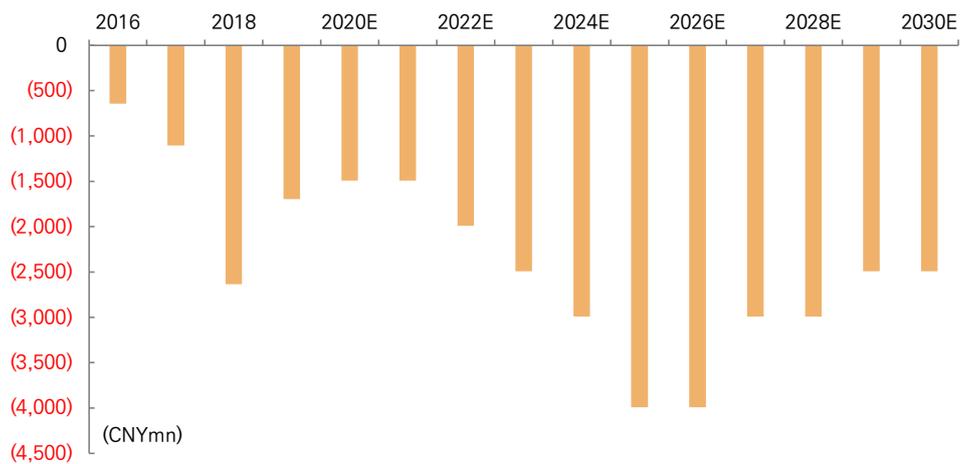
자료: Tesla, 미래에셋대우 리서치센터

NIO에게 유리해진 사업(생산) 환경

NIO는 JAC 등 로컬 기업들의 유휴 생산시설을 활용(위탁 생산)해 사업 초기 고정비 부담을 낮추고 있다. 자동차산업 전반의 수요 둔화로 인해 로컬 기업들의 공장 가동률은 60%대까지 하락한 것으로 추정된다. 이들의 유휴 생산시설을 활용하는 NIO에게는 오히려 우호적인 환경이다.

Capex 및 무형자산투자액은 2021년까지 소폭 줄어들 것으로 전망한다. 현재 로컬 기업 JAC 등의 위탁 생산을 통한 생산능력이 충분하기 때문이다. NIO의 생산능력은 2020E 약 13만대로 예상되는데(자체 6만+위탁 7만), 예상되는 판매량은 2020E 4만대, 2021E 7만대, 2022E 12만대다. 2022년부터는 EV 침투(수요증가) 가속에 대비해 생산시설 확장이 이루어질 것으로 전망한다.

그림 13. Capex 및 무형자산취득액 추이 및 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

II. 실적 전망

NIO의 BEV 판매량 성장속도는 중국 BEV 시장 성장 속도와 유사할 것으로 전망한다. 2020-30년 예상 연평균성장률 32%를 전망한다. GPM 향상은 1) 규모의 경제(판매량 빠른 증가), 2) 배터리팩 원가 하락, 3) 위탁 생산체제 등에 따른 단위당 제조원가 하락에 기반한다. 매출대비 R&D비 및 판관비는 6~8%까지 하락할 전망이다. FY2023 기준, 영업이익 흑자 전환과 보수적인 Capex 집행 덕분에 FCF 플러스 전환이 예상된다. 이후 자생적인 재투자 및 보유 현금이 점차 증가할 전망이다.

표 2. NIO - 연간 실적 전망

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Vehicle sales (units)	12,807	20,139	40,000	70,000	120,000	180,000	230,000	275,000	330,000	396,000	475,200	560,736	661,668
YoY		57%	99%	75%	71%	50%	28%	20%	20%	20%	20%	18%	18%
Revenue (CNYmn)	4,951	7,825	15,171	26,018	43,711	64,910	83,632	100,795	115,914	133,301	153,297	173,225	195,744
YoY		58.1%	93.9%	71.5%	68.0%	48.5%	28.8%	20.5%	15.0%	15.0%	15.0%	13.0%	13.0%
vehicle sales	4,852	7,367	14,047	24,091	40,473	60,102	76,029	89,996	103,495	119,019	136,872	154,665	174,772
others	99	458	1,124	1,927	3,238	4,808	7,603	10,799	12,419	14,282	16,425	18,560	20,973
COGS	(5,207)	(9,024)	(14,412)	(23,156)	(35,843)	(50,630)	(64,397)	(77,108)	(88,674)	(101,976)	(118,038)	(133,383)	(150,723)
Gross profit	(256)	(1,198)	759	2,862	7,868	14,280	19,235	23,687	27,240	31,326	35,258	39,842	45,021
margin	-5.2%	-15.3%	5.0%	11.0%	18.0%	22.0%	23.0%	23.5%	23.5%	23.5%	23.0%	23.0%	23.0%
Operating expense	(9,341)	(9,881)	(6,827)	(7,805)	(8,742)	(12,333)	(15,054)	(17,135)	(18,546)	(21,328)	(23,761)	(24,252)	(27,404)
R&D	(3,998)	(4,429)	(3,034)	(3,903)	(4,371)	(5,842)	(6,691)	(7,056)	(8,114)	(9,331)	(9,964)	(10,394)	(11,745)
% to sales	-81%	-57%	-20%	-15%	-10%	-9%	-8%	-7%	-7%	-7%	-7%	-6%	-6%
SG&A	(5,342)	(5,452)	(3,793)	(3,903)	(4,371)	(6,491)	(8,363)	(10,080)	(10,432)	(11,997)	(13,797)	(13,858)	(15,660)
% to sales	-108%	-70%	-25%	-15%	-10%	-10%	-10%	-10%	-9%	-9%	-9%	-8%	-8%
Operating profit (EBIT)	(9,596)	(11,079)	(6,068)	(4,943)	(874)	1,947	4,182	6,552	8,694	9,998	11,497	15,590	17,617
margin	-193.8%	-141.6%	-40.0%	-19.0%	-2.0%	3.0%	5.0%	6.5%	7.5%	7.5%	7.5%	9.0%	9.0%
Interest income	133	160	143	165	49	45	110	207	337	530	788	1,123	1,534
Interest expense	(124)	(371)	(678)	(691)	(581)	(554)	(534)	(503)	(503)	(503)	(503)	(503)	(503)
Losses of equity investee	(10)	(64)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investment income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other income, net	(21)	66	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PBT	(9,618)	(11,288)	(6,603)	(5,469)	(1,407)	1,439	3,758	6,255	8,527	10,024	11,782	16,210	18,647
margin	-75.1%	-56.0%	-16.5%	-7.8%	-1.2%	0.8%	1.6%	2.3%	2.6%	2.5%	2.5%	2.9%	2.8%
Income tax expense	(22)	(8)	0	0	0	(43)	(376)	(938)	(1,279)	(1,504)	(1,767)	(2,431)	(2,797)
effective tax rate	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Net income	(9,640)	(11,296)	(6,603)	(5,469)	(1,407)	1,396	3,383	5,317	7,248	8,520	10,015	13,778	15,850
margin	-194.7%	-144.3%	-43.5%	-21.0%	-3.2%	2.1%	4.0%	5.3%	6.3%	6.4%	6.5%	8.0%	8.1%
Net loss(income) to NCI	42	9	9	1,318	339	(336)	(815)	(1,281)	(1,747)	(2,053)	(2,414)	(3,321)	(3,820)
NCI %	0.4%	0.1%	0.1%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%
Accretion	(13,667)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Accretion to NCI	(63)	(127)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net income to common	(23,329)	(11,413)	(6,594)	(4,151)	(1,068)	1,059	2,567	4,035	5,501	6,467	7,601	10,458	12,030
Shares (diluted, avg.) (mn)	537	1,058	1,107	1,107	1,107	1,107	1,107	1,107	1,107	1,107	1,107	1,107	1,107
EPS (CNY)	(43.42)	(10.79)	(5.95)	(3.75)	(0.96)	0.96	2.32	3.64	4.97	5.84	6.86	9.44	10.86
growth							142%	57%	36%	18%	18%	38%	15%
FCFF (CNYmn)	(10,872)	(11,077)	(5,455)	(4,390)	(475)	2,251	4,124	5,013	7,070	9,727	11,724	15,532	17,590
EBITDA	(9,122)	(10,080)	(4,907)	(3,731)	381	3,314	5,514	8,100	10,561	12,142	13,753	17,943	19,989
CAPEX	(2,644)	(1,707)	(1,500)	(1,500)	(2,000)	(2,500)	(3,000)	(4,000)	(4,000)	(3,000)	(3,000)	(2,500)	(2,500)
Net Debt	(5,052)	9,596	5,507	8,604	9,273	7,851	4,922	1,443	(3,739)	(11,435)	(20,987)	(33,726)	(48,372)

자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. Valuation

1. DCF 목표주가 US\$17.0 (상승 여력 21%)

2030년 이후 안정적 성장을 전제한 DCF 밸류에이션 목표가를 US\$17.0으로 제시한다. 현 주가 대비 21%의 상승 여력을 갖는다. 할인율은 8.7%(Cost of equity 18%, 비중 30%)를 가정했다. 높은 Debt 비중은 저금리 Loan 이용에 경쟁사 대비 유리함을 반영했다. 지방정부 등이 주요 주주이며 보조금을 예외 지급하는 등 정부가 우호적으로 지원한다. 할인율 변화에 따른 목표가 범위는 아래[표 4]와 같다.

표 3. DCF Valuation (CNYmn, CNY, US\$, mn)

Valuation - DCF	
NPV of FCF 2020-2030E (CNYmn)	28,881
NPV of Terminal value	117,053
Enterprise value	145,934
- Net Debt	5,507
- Minority interest	7,987
Equity value	132,440
shares outstanding (mn)	1,107
Equity value per share (CNY)	120
Equity value per share (US\$)	16.7
Target price (US\$)	17.0
current price	14.1
upside potential	20.9%
WACC	9%
Terminal growth rate	2%

주: USD/CNY=7.0 적용
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. DCF Valuation - Sensitivity analysis (US\$)

WACC / Terminal growth rate		Terminal Growth rate				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	7%	23	26	28	31	35
	8%	18	20	21	23	26
	9%	15	16	17	18	20
	10%	12	13	13	14	15
	11%	10	10	11	11	12

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 5. Free cash flow to firm

	(CNYmn)											
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Revenue	7,825	15,171	26,018	43,711	64,910	83,632	100,795	115,914	133,301	153,297	173,225	195,744
Tax effected EBIT	-11,071	-6,068	-4,943	-874	1,889	3,763	5,569	7,390	8,498	9,773	13,252	14,974
+ Depreciation & Amortization	999	1,161	1,212	1,255	1,367	1,332	1,549	1,867	2,145	2,256	2,353	2,372
- Capex & Addition to intangibles	-1,707	-1,500	-1,500	-2,000	-2,500	-3,000	-4,000	-4,000	-3,000	-3,000	-2,500	-2,500
+ Decrease in NWC	703	952	842	1,144	1,495	2,029	1,895	1,813	2,085	2,695	2,428	2,744
FCF	-11,077	-5,455	-4,390	-475	2,251	4,124	5,013	7,070	9,727	11,724	15,532	17,590
PV of FCF		-5,455	-4,039	-402	1,754	2,957	3,308	4,292	5,434	6,027	7,348	7,657

자료: 미래에셋대우 리서치센터

2. EV/Sales 목표주가 US\$17.0

NIO의 유사 기업은 미국 BEV 생산기업 Tesla로 정의한다. 특히, 2015년 Tesla와 2021년 NIO는 비슷한 규모의 판매량 성장이 예상된다. 그러나, 1) 수익성(GPM)이 절반 수준으로 예상되고, 2) 경쟁자가 다수 출현한 점을 감안했다. FY2015 Tesla의 EV/Sales 멀티플 8.1배를 30% 할인 적용했다. EV/Sales 멀티플 5.7x를 적용한 NIO의 목표주가를 US\$17.0으로 제시한다.

표 6. EV/Sales valuation (2021E)

		Note
Sales in 2021E (CNYmn)	26,018	
		Tesla의 FY2015 멀티플(8.1x) 30% 할인 적용
EV/Sales multiple (x)	5.7	1) 판매량 유사하게 성장 - Tesla: 2014 → 2015 판매량: 3.5만대 → 7.2만대 - NIO: 2020E → 2021E 판매량: 4만대 → 7만대 2) GPM 절반 수준, 그러나 빠른 개선 - 할인 요인 - Tesla: Automobile GPM in 2015: 24.5% - NIO: GPM in 2021E: 11% - NIO: GPM in 2023E: 22% 3) 경쟁 심화, 독립적이지 않은 시장 지위 - 할인 요인
Enterprise value (CNYmn)	148,014	
- Net Debt	8,604	
- Minority interest	9,805	
Equity value	129,604	
shares outstanding (mn)	1,107	
Equity value per share (CNY)	117	
Equity value per share (US\$)	16.7	USD/CNY=7.0 적용
Target price	17.0	
current price	14.1	
upside potential	20.9%	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

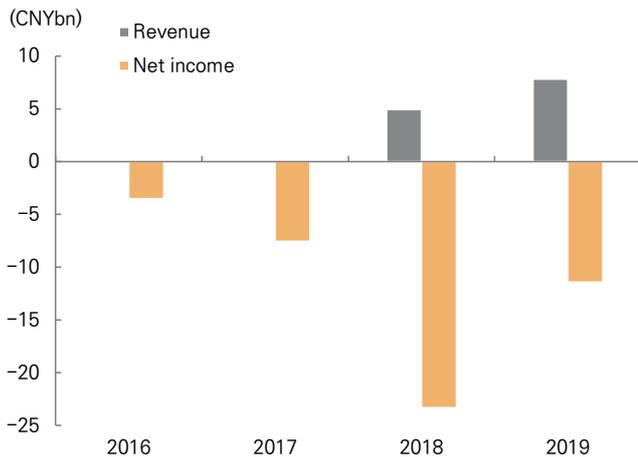
IV. 기업 개요

강해지는 생존자

NIO는 2014년 설립된 프리미엄 EV 제조 스타트업이다. 설립 초기에 텐센트, 테마섹, 바이두, 세쿼이아캐피탈, 레노보, TPG 등으로부터 벤처투자를 받아 성장했고, 2018년 뉴욕증시에 상장했다. 2020년에는 Hefei 지방정부로부터 추가 투자를 유치해 사업자금을 확보했다.

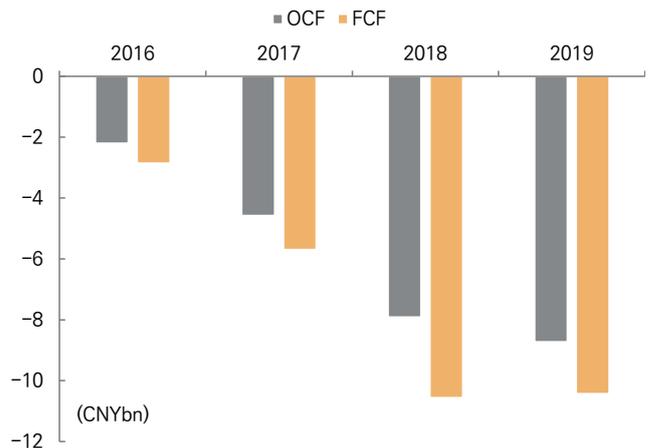
NIO는 소형 SUV ES6, 대형 SUV ES8, 그리고 지난 7월말 새롭게 출시한 쿠페형 SUV EC6, 총 3종의 BEV를 판매한다. 지난 6월에는 최초로 월 합산 판매량 4천대를 돌파했다. NIO의 차별점은 배터리스왑/이동식 충전서비스 등을 통한 충전 편의성 극대화다. 더불어, 배터리 리스/스왑 구독서비스 제공으로 초기구입비를 낮췄다. 중국 외에도 런던, 뮌헨, 산호세에 오피스를 운영하며 적극적인 해외진출을 추구한다. NIO는 아시아의 대표적인 프리미엄 EV 브랜드로 성장 중이다.

그림 14. 매출, 순이익 추이



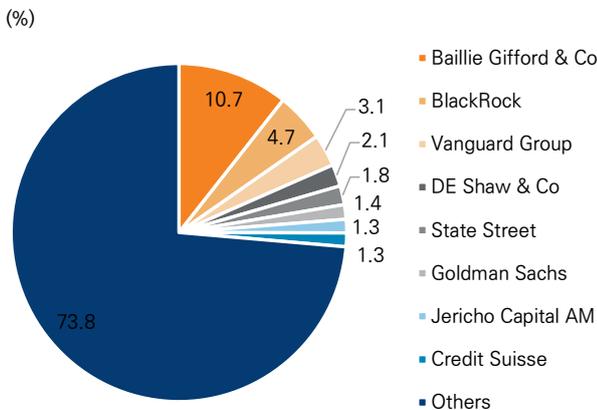
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 영업현금흐름, 잉여현금흐름 추이



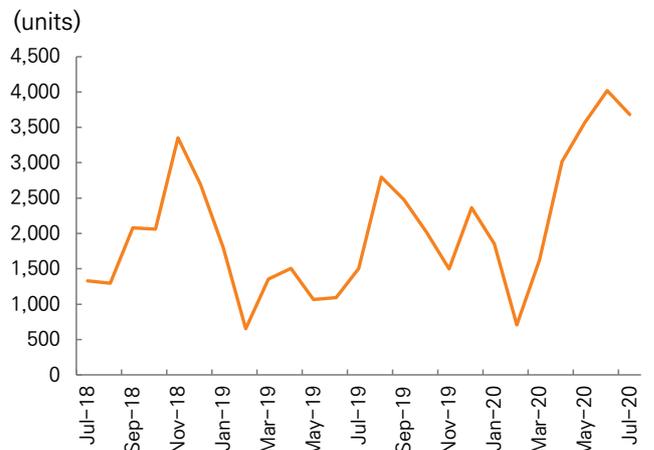
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 주주 구성



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 월간 자동차 판매량 추이



자료: Markline, 미래에셋대우 리서치센터

NIO (NIO US)

예상 손익계산서 (요약)

(CNYmn)	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	7,825	15,171	26,018	43,711
Cost of revenue	-9,024	-14,412	-23,156	-35,843
Gross profit	-1,198	759	2,862	7,868
R&D	-4,429	-3,034	-3,903	-4,371
SG&A	-5,452	-3,793	-3,903	-4,371
EBITDA	-10,080	-4,907	-3,731	381
Depreciation & Amortization	999	1,161	1,212	1,255
Operating profit (EBIT)	-11,079	-6,068	-4,943	-874
Interest income	160	143	165	49
Interest costs	-371	-678	-691	-581
Other income, net	2	0	0	0
Pretax profit	-11,288	-6,603	-5,469	-1,407
Income tax	-8	0	0	0
NP	-11,296	-6,603	-5,469	-1,407
Attributable to owners	-11,413	-6,594	-4,151	-1,068
Attributable to minority interests	-9	-9	-1,318	-339
Accretion on convertible redeem. NCI	127	0	0	0

예상 재무상태표 (요약)

(CNYmn)	2019	2020F	2021F	2022F
Current assets	4,928	13,923	9,490	12,078
Cash & equivalents	974	8,563	2,466	797
AR & other receivables	1,352	1,663	2,138	3,593
Inventory	890	1,422	2,284	3,535
Other current assets	1,713	2,276	2,602	4,153
Non-current assets	9,654	10,050	10,398	11,205
PP&E, Intangibles	7,741	8,080	8,368	9,113
LT investments & AR	773	773	773	773
Others non-current assets	1,140	1,197	1,257	1,320
Total assets	14,582	23,972	19,887	23,283
Current liabilities	9,499	11,856	14,362	19,763
AP & accruals	7,328	9,319	11,388	16,154
Short-term financial liabilities	1,817	1,817	1,817	1,817
Other current liabilities	354	721	1,158	1,792
Non-current liabilities	9,905	13,463	10,523	9,586
Long-term financial liabilities	8,753	12,253	9,253	8,253
Other non-current liabilities	1,152	1,209	1,269	1,332
Total liabilities	19,404	25,319	24,885	29,348
Share capital & APIC	40,230	43,596	43,596	43,596
R/E	-46,326	-52,929	-58,399	-59,805
other equity	-203	0	0	0
Minority interest	1,478	7,987	9,805	10,144
Total equity	-4,822	-1,346	-4,998	-6,065
Total liabilities and equity	14,582	23,972	19,887	23,283

예상 현금흐름표 (요약)

(CNYmn)	2019	2020F	2021F	2022F
Operating cash flow	-8,722	-4,277	-2,097	1,332
NP	-11,287	-6,594	-4,151	-1,068
Depreciation & Amortization	999	1,161	1,212	1,255
Chg. in working capital	703	952	842	1,144
Others	863	204	0	0
Cash flow from investing activities	3,382	-1,500	-1,500	-2,000
Capex	-1,707	-1,500	-1,500	-2,000
ST investments	5,120	0	0	0
Others	-32	0	0	0
Cash flow from financing activities	3,095	13,366	-2,500	-1,000
Issuance/(repayment) of debt	3,044	3,500	-3,000	-1,000
Issuance/(repurchase) of equity	51	3,366	0	0
Change in minority interest	0	6,500	500	0
Others	0	0	0	0
Net change in cash	-2,245	7,589	-6,097	-1,668
Beginning cash balance	3,219	974	8,563	2,466
Ending cash balance	974	8,563	2,466	797

자료: Company data, Mirae Asset Daewoo Research estimates

주요 지표 및 밸류에이션

	2019	2020F	2021F	2022F
EV/Sales (x)	5.2	8.1	4.7	2.8
P/S (x)	3.7	7.2	4.2	2.5
EPS (CNY)	-10.79	-5.95	-3.75	-0.96
Revenue growth (%)	58.1	93.9	71.5	68.0
AR collection period in days	63.1	40.0	30.0	30.0
Inventory days outstanding	36.0	36.0	36.0	36.0
AP days outstanding	125.9	90.0	70.0	55.0

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.