

Финансовое планирование Тесла: Зависимая от доброты незнакомцев

Jul. 8, 2016 10:56 AM ET

Kevin Wenck, CFA

Резюме

- Потребности в будущем финансировании Тесла, вероятно, не в полной мере понятны инвесторам.
- Текущие планы роста должны привести к потребности в \$5 млрд. прямого финансирования (займа или от продажи акций), которые понадобятся до 2019 года.
- Рост программ финансирования транспортных средств за счет внешних банковских кредитов и лизинга партнеров должен потребовать, по меньшей мере, еще \$8 млрд дополнительной финансовой поддержки до 2019г.
- Будет ли доступным такой огромный объем будущей финансовой поддержки, и какова будет ее стоимость или потенциальное разведение акций? Все это является очень большим риском для инвесторов Тесла.

Вступление

У персонажа Бланш Дюбуа в фильме «Трамвай «желание» была история неустойчивого поведения и неудачных отношений. Ухудшение ее состояния в течение фильма привело к все более и более бредовому взгляду на мир вокруг нее, результатом чего стало еще более дисфункциональное поведение. К концу фильма она произнесла знаменитую фразу: "Я зависима от доброты незнакомцев».

Тесла, имея огромные потребности в финансировании, также пришла к подобной ситуации. Агрессивные планы роста компании в весьма капиталоемкой отрасли, наряду с уже накопленными операционными убытками \$2,6 млрд, привели ее к повышению потребности в долговом и долевым финансировании более чем на \$8 млрд. Самое последнее финансирование было 19 мая, когда компания привлекла \$1,7 млрд дополнительного капитала. Срок этого финансирования особенно интересен, учитывая два других связанных с Теслой события до и после размещения акций.

ДТП со смертельным исходом за 12 дней до недавнего размещения акций

Во-первых, за 12 дней до размещения (7 мая) произошла роковая авария Model S, где система автопилота не увидела прицеп трактора, делавшего поворот перед электромобилем. Как всем известно, Тесла очень активно продвигала и рекламировала свою систему автопилота как очень инновационное конкурентное преимущество для компании. Хотя эта функция по-прежнему классифицируется как находящаяся в бета-тестировании, Тесла уже снабдила этой функцией 25'000 своих владельцев транспортных средств за \$2'500 (собрав более \$60 млн. дополнительных доходов). Я предполагаю, что, по крайней мере, для некоторых инвесторов при недавнем размещении важным фактором для покупки дополнительных акций Тесла стало то, что функция автопилота считается особым конкурентным преимуществом для компании.

Тем не менее, ни в одном из проспектов не было раскрытия материалов о ДТП со смертельным исходом, был ли это общий отказ системы автопилота, который не распознал другое транспортное средство на своем пути, или странные последующие действия электромобиля (после того, как была срезана вся крыша автомобиля!), продолжавшего двигаться вперед, по крайней мере, еще 1000 футов (**300м.**). За это время он пробил три ограждения, врезался в сервисный столб, а затем, наконец, остановился, сделав круг! (Хотя, возможно, что это неведомая особенность режима Ludicrous Mode).

Отсутствие раскрытия (!) информации и деталей об аварии в материалах проспекта, поданных в SEC, особенно любопытно в связи с другим последующим раскрытием Тесла от 30 июня о том, что:

"В соответствии с нашей стандартной практикой, Тесла проинформировала NHTSA об инциденте сразу же после того, как оно произошло".

Хотя Тесла сделала доклад об аварии для одного государственного органа (NHTSA) "немедленно", компания решила, что другому правительственному агентству, отвечающему за регулирование полного раскрытия в предложениях ценных бумаг (SEC), не нужно знать о фатальной неудаче наиболее рекламируемой Теслой особенности транспортного средства (для Маска смерть владельца транспортного средства из-за отказа систем транспортного средства не является существенной). Уже много написано о том, что Тесла не раскрывала все это вообще до 30 июня, но это много говорит об общей манипулятивной ловкости Теслы создавать хитросплетения в своих повествованиях при связях с общественностью.

Приобретение Solar City объявлено через месяц после размещения акций

Сроки анонса приобретения Solar City от 21 июня, только через один месяц после размещения акций, также вызывают огромное количество вопросов о том, как давно это обсуждалось на уровне совета директоров. Хотя Элон, может быть, и удивительный парень, из моего собственного опыта участия в советах директоров я все равно не могу себе представить, что Маск, через несколько недель после размещения акций в мае, внезапно говорит остальным членам совета директоров:

"Эй чуваки, я тут, типа, прикинул: а нефигово было бы в натуре, если бы мы сейчас, типа, прикупили SolarCity." ("Yeah, like hey dudes, I mean like it would be really wow if we now, um, like buy SolarCity.")

А затем всего через неделю или около этого выдается официальное предложение о приобретении для компании.

Я бы предположил, что такие дискуссии продолжаются уже в течение некоторого времени, и что описание такой возможности должно было быть также включено в проспект заявки на размещение в мае. Принимая во внимание хорошо известные теплые отношения между Маском, Tesla и SolarCity, я также думаю, что существенным упущением раздела "Факторы риска" отчета 10-K за 2015г. было то, что в будущем может быть деловая активность между двумя компаниями, хотя я понимаю, что для предотвращения спекуляций, в факторах риска компания не могла конкретно описать, что она может приобрести SolarCity.

Почему избирательные раскрытия Тесла имеют значения

Мои комментарии до сих пор могут показаться просто повторением уже известных проблем или просто "полосканием Тесла" еще одним "ненавистником", однако есть гораздо более важная проблема, которую я собираюсь осветить.

Как уже упоминалось в начале, Бланш Дюбуа достигла состояния, в котором она стала зависеть от доброты незнакомцев. Тесла, с ее огромными будущими потребностями в финансировании, также постоянно должна зависеть от доброты незнакомцев, чтобы выполнить свои заявленные планы роста.

Учитывая селективную и манипулятивную политику коммуникаций компании, ее огромные операционные убытки, которые прогнозируются по 2019г. (Маск отметил, что компания вряд ли не будет прибыльной до 2020 года), а также неожиданные сюрпризы, такие как объявление предложения приобретения компании, которая, скорее всего, потеряет по \$1 млрд в 2016 и 2017 годах, доброта незнакомых людей может постепенно уменьшиться до такой степени, что инвесторы больше не пожелают финансировать операции Теслы. После событий недавнего времени вокруг вторичного размещения акций в мае, они также могут стать памятной вехой в будущем, когда крупные инвестиционные банки не захотят страховать сделки по дополнительному размещению акций Тесла (их прошло уже шесть для компании, которая заявила в 2012 году, что ей не потребуется никакого дальнейшего финансирования).

Прогнозы будущих потребностей в финансировании

Некоторые могут вспомнить мои предыдущие заявления, которые я сделал в комментариях к другим статьям, или совсем недавно из некоторых моих собственных статей, которые я опубликовал в качестве автора, о том, что я считаю, что компании

потребуется еще \$6 млрд внешнего финансирования в 2017 и 2018 годах (в том числе увеличение объема финансирования со стороны своих лизинговых партнеров) для поддержки заявленных планов роста.

Так как Мастер Вселенной г-н Маск не написал никаких заявлений по поводу будущих потребностей в финансировании (он страдает манией того, что Тесла имеет положительный денежный поток), мои собственные заявления, вероятно, могли бы показаться просто упражнением по "перемыванию косточек Тесле" для еще одного мудака из луддитов, которые не понимают значение компаний, меняющих мир.

То, что я усвоил после 20-летней профессиональной карьеры управления растущими фондовыми портфелями малой капитализации, когда частью моей работы по исследованиям и анализу было создавать полноценные финансовые модели (со связанными балансами, отчетами о доходах, а также отчетами о движении денежных средств) для более чем 3000 компаний, проанализированных мною в течение этого периода, является понимание того, что инновации требуют много денег для своего развития и коммерциализации, и поэтому я хочу опубликовать свою текущую финансовую модель Tesla.

С моей точки зрения, успешное инвестирование требует полного отсутствия каких-либо пристрастий (это то, что свойственно для быков Тесла) и необходимости полагаться на столько различных данных и рассматривать столько других мнений людей, насколько это возможно, а затем принимать решение, основанное на всей этой информации. Таким образом, финансовая модель, которую вы далее увидите, предназначена не для того, чтобы представить "негативный" взгляд на Тесла, а чтобы просто показать мое собственное понимание финансовой динамики компании.

Я даже считаю, что модель представляет довольно оптимистичный взгляд на будущее поставки транспортных средств (мои допущения относительно объемов поставки представлены после общей модели) и, возможно, даже будущей валовой прибыли. Но даже при таких положительных предположениях, финансовая реальность Тесла в том, что она все равно будет нуждаться по крайней мере в \$5 млрд прямого дополнительного финансирования в период до конца 2019 года и еще в \$ 8 млрд поддержки от ее финансовых партнеров, которые предлагают банковское финансирование и лизинг для автомобилей Tesla.

Если финансовые рынки в порядке, цена акций Тесла остается на текущих уровнях, а Маск не подожжет низкие процентные ставки, доступные в настоящее время для Тесла, пойдя на приобретение Solar City (некоторые из облигаций Solar City сейчас торгуются по 20 процентов от номинала), то, возможно, Тесла сможет поднять еще \$5 млрд капитала в течение следующих трех лет. Это все еще очень большое количество денег, и, таким образом, это является очень важным фактором риска для акций Тесла, которой в настоящее время требуется их высокая цена, чтобы облегчить свои будущие потребности в финансировании.

Еще больше недооценивают риск того, будут ли доступны намного больше суммы (\$8 млрд) косвенного внешнего финансирования в зависимости от изменяющегося уровня кредитоспособности Теслы, как гаранта условий, содержащихся в ее непрямых финансовых соглашениях, которые публично не раскрыты в документах, поданных Тесла в SEC.

Со всем этим, как говорится, вот вам мои прогнозы баланса и отчетов о прибылях и убытках, а также движении денежных средств до 2020 года:

Consolidated Statement of Operations						
	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>
Revenues						
Automotive	3,740,973	5,177,507	6,213,008	12,736,666	14,265,066	16,119,525
Services and other	305,052	500,000	700,000	900,000	1,100,000	1,300,000
TOTAL REVENUES	4,046,025	5,677,507	6,913,008	13,636,666	15,365,066	17,419,525
Cost of Revenues						
Automotive	2,823,302	3,955,615	4,628,691	9,743,550	10,984,101	12,412,034
Services and other	299,220	474,926	658,126	837,190	1,000,760	1,169,003
TOTAL COST OF REVENUES	3,122,522	4,430,541	5,286,817	10,580,739	11,984,861	13,581,037
GROSS PROFIT	923,503	1,246,966	1,626,191	3,055,927	3,380,206	3,838,488
Operating Expenses						
R & D	717,900	828,401	1,087,276	1,337,350	1,440,772	1,563,594
SG&A	922,232	1,392,749	1,801,772	2,165,233	2,339,471	2,546,885
Total operating expenses	1,640,132	2,221,150	2,889,049	3,502,583	3,780,243	4,110,479
OPERATING LOSS	-716,629	-974,185	-1,262,858	-446,656	-400,037	-271,991
Interest (Expense)/Income	-117,343	-164,508	-229,367	-391,872	-483,645	-478,503
Other Income (expense)	-41,652					
Loss before Income Taxes	-875,624	-1,138,693	-1,492,225	-838,529	-883,682	-750,493
Income Tax Provision	13,039	22,774	29,844	16,771	17,674	-15,010
NET LOSS	-888,663	-1,161,467	-1,522,069	-855,299	-901,355	-735,484
NET LOSS PER SHARE	-\$6.93	-\$8.40	-\$10.41	-\$5.66	-\$5.77	-\$4.56
Weighted Average Shares	128,202	138,202	146,202	151,202	156,202	161,202

Consolidated Balance Sheets						
	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>
Assets						
Current Assets						
Cash	1,196,908	1,157,158	1,169,781	1,189,032	1,132,624	1,603,155
Accounts Receivable	168,965	258,875	327,000	707,593	792,504	895,529
Inventory	1,277,838	1,648,173	1,928,621	4,059,812	4,576,709	5,171,681
Other Current Assets	147,857	207,857	252,857	502,857	562,857	632,857
TOTAL CURRENT ASSETS	2,791,568	3,272,064	3,678,259	6,459,294	7,064,694	8,303,222
Operating Lease Vehicles	1,791,403	3,345,392	5,135,395	8,813,512	12,444,426	15,980,934
Property, Plant, & Equip.	3,974,460	6,024,460	8,349,460	10,599,460	11,924,460	13,424,460
less: Accum. Depreciation	571,126	1,023,124	1,670,956	2,512,538	3,466,619	4,547,784
Other Assets	106,155	198,241	304,313	522,271	737,432	946,999
TOTAL ASSETS	8,092,460	11,817,032	15,796,471	23,881,999	28,704,393	34,107,830
Liabilities and Stockholders' Equity						
Current Liabilities						
Accounts Payable	916,148	1,235,353	1,366,862	2,207,689	2,271,437	2,360,359
Accrued Liabilities	422,798	584,904	734,635	1,564,429	1,732,071	1,900,071
Deferred Revenue	423,961	586,513	736,656	1,568,732	1,736,835	1,905,298
Resale Value Guarantees	136,831	189,294	237,752	506,299	560,554	614,924
Customer Deposits	283,370	406,250	407,917	77,500	87,500	96,667
LT Debt & Capital Leases	633,166	0	0	920,000	0	1,380,000
CURRENT LIABILITIES	2,816,274	3,002,313	3,483,822	6,844,649	6,388,397	8,257,319
Deferred Revenue	446,105	785,216	1,209,104	2,056,882	3,010,631	4,027,963
Long Term Debt	2,082,420	2,382,420	4,782,420	5,662,420	6,562,420	5,182,420
Resale Value Guarantees	129,374	2,277,190	3,506,502	5,965,125	8,731,076	11,681,424
Other Long-term Liabilities	364,976	642,416	989,216	1,682,816	2,463,115	3,295,435
TOTAL LIABILITIES	7,003,516	9,089,555	13,971,064	22,211,891	27,155,639	32,444,561
Common Stock	131	131	131	131	131	131
Additional Paid-in Capital	3,414,692	6,214,692	6,834,692	7,534,692	8,314,692	9,164,692
Retained Earnings	-2,325,879	-3,487,346	-5,009,415	-5,864,715	-6,766,070	-7,501,554
SHAREHOLDER'S EQUITY	1,088,944	2,727,477	1,825,408	1,670,108	1,548,753	1,663,269
TOTAL LIABILITIES & EQUITY	8,092,460	11,817,032	15,796,471	23,881,999	28,704,393	34,107,830

Consolidated Statements of Cash Flows						
	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>
Cash Flows From Operating Activities						
Net Loss	-888,663	-1,161,467	-1,522,069	-855,299	-901,355	-735,484
Adjustments:						
Depreciation and Amort.	422,590	805,923	1,251,757	1,945,507	2,608,007	3,335,090
Stock-based Compensation	197,999	400,000	500,000	550,000	600,000	650,000
Other Addbacks	236,864	150,000	175,000	250,000	275,000	300,000
<u>Changes in Assets and Liab.</u>						
Accounts Receivable	46,267	-89,910	-68,125	-380,592	-84,911	-103,025
Inventories	-324,163	-370,335	-280,448	-2,131,191	-516,896	-594,972
Operating Lease Vehicles	-1,249,697	-2,066,805	-2,380,704	-4,891,896	-4,829,116	-4,703,556
Other Current Assets	-29,595	-60,000	-45,000	-250,000	-60,000	-70,000
Other Assets	-24,362	-92,086	-106,072	-217,958	-215,161	-209,567
AP & Accr. Liab.	263,345	481,311	281,240	1,670,620	231,391	256,922
Deferred Revenue	322,203	601,995	688,839	2,015,823	1,346,223	1,422,954
Customer Deposits	36,721	122,880	1,667	-330,417	10,000	9,167
Resale Value Guarantee	442,295	498,273	568,482	1,591,568	547,273	1,351,622
Other Long-term Liabilities	23,697	277,440	346,800	693,600	780,300	832,320
Net Cash from Operations	-524,499	-502,781	-588,635	-340,235	-209,246	1,741,471
Cash Flows From Investing Activities						
Capital Assets Acquired	-1,634,850	-2,200,000	-2,500,000	-2,500,000	-1,600,000	-1,800,000
Other Investing Activities	-38,701					
Net Cash used for Investing	-1,673,551	-2,200,000	-2,500,000	-2,500,000	-1,600,000	-1,800,000
Long-Term Debt Issued	318,972	430,000	2,400,000	1,800,000	900,000	0
Common Stock Issued	730,000	2,300,000	0	0	0	0
Stock Option Exercises	106,611	100,000	120,000	150,000	180,000	200,000
Com. Stock Private Placement	20,000	0	0	0	0	0
Stock/Debt Issuance Costs	-17,025	-51,000				
Payments on Leases and Debt	-203,780	-633,166	0	-920,000	0	-1,380,000
Collateralized Lease Borrowing	568,745	517,197	581,257	1,829,486	672,838	1,709,059
Net Cash provided by Financing	1,523,523	2,663,031	3,101,257	2,859,486	1,752,838	529,059
Effect of Exchange Rate Changes	-34,278					
Inc.(Decr.) in Cash	-708,805	-39,750	12,622	19,251	-56,408	470,530
Cash beginning of Period	1,905,713	1,196,908	1,157,158	1,169,781	1,189,032	1,132,624
Cash end of Period	1,196,908	1,157,158	1,169,781	1,189,032	1,132,624	1,603,155

Financial Ratios						
<u>SHORT TERM LIQUIDITY RATIOS</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	
Current	1.09	1.06	0.94	1.11	1.01	
Quick (Acid Test)	0.47	0.43	0.28	0.30	0.30	
Days Sales In Receivables	15.08	17.21	14.82	19.19	19.11	
Days Inventory Held	135.00	141.03	112.17	143.50	143.34	
Days Payables in Ops Exp	63.57	63.17	49.25	55.37	51.16	
<u>CAPITAL STRUCTURE AND SOLVENCY RATIOS</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	
Total Debt/Total Assets	76.9%	88.4%	93.0%	94.6%	95.1%	
LT Debt/Owner's Equity	87.3%	262.0%	339.0%	423.7%	311.6%	
EBIT/Interest	-5.92	-5.51	-1.14	-0.83	-0.57	
EBITDA/Interest	-1.02	-0.05	3.82	4.57	6.40	
Total Debt/EBITDA	-14.16	-430.79	4.39	2.97	2.14	
<u>RETURN-ON-INVESTMENT RATIOS</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	
Return On Total Assets	-10.0%	-9.3%	-2.3%	-1.6%	-0.8%	
Return On Common Equity	-60.9%	-66.9%	-48.9%	-56.0%	-45.8%	
Book Value per share	\$19.74	\$12.49	\$11.05	\$9.92	\$10.32	
<u>OPERATING PERFORMANCE RATIOS</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	
Gross Margin/Sales	23.6%	25.5%	23.5%	23.0%	23.0%	
EBIT/Sales	-18.8%	-20.3%	-3.5%	-2.8%	-1.7%	
Net Income/Sales	-22.4%	-24.5%	-6.7%	-6.3%	-4.6%	
<u>ASSET UTILIZATION RATIOS</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	
Sales/Aver. Accts Rec.	24.2	21.2	24.6	19.0	19.1	
COGS/Average Inventory	2.7	2.6	3.3	2.5	2.5	
Sales/Fixed Assets	1.4	1.1	1.6	1.4	1.5	
Sales/Aver. Tot. Assets	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5	
<u>INCOME STATEMENT ITEMS AS % OF SALES</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	
Automotive Gross Margin	24.5%	23.6%	25.5%	23.5%	23.0%	
Services and Other Revs Gross Margin	1.9%	5.0%	6.0%	7.0%	9.0%	
R&D	16.0%	17.5%	10.5%	10.1%	9.7%	
SG&A	26.9%	29.0%	17.0%	16.4%	15.8%	
OPERATING MARGIN	-18.8%	-20.3%	-3.5%	-2.8%	-1.7%	

Прогнозы необходимых капитальных затрат

Наиболее спорной темой для обсуждения будут мои допущения относительно капитальных расходов, которые составят по \$2,5 млрд в 2017 и 2018 годах. Первоначальная реакция может быть такой: "почему в 2016 году план капитальных расходов для поддержки внедрения Model 3 увеличен с \$1,5 млрд до \$2,2 млрд?".

Мое мнение следующее: большая часть роста в 2016 году будет направлена на то, чтобы убедиться, что текущие операции Tesla настроены правильно, как для текущей Model S, так и для Model X (с учетом фиаско с запуском исходной Model X), и перенастроить завод таким образом, чтобы могло быть установлено оборудование линии для производства Model 3. Это мнение было поддержано объявлением результатов поставок во 2-м квартале, которые подтвердили, что текущие производственные операции по производству и продажам транспортных средств по-прежнему имеют беспорядочные и противоречивые результаты.

В любом случае, учитывая, что проектирование и инжиниринг Model 3 пока еще не завершено, в наличии пока еще немного оборудования, которое понадобится для ее производства и которое может еще даже быть не заказано. Учитывая типичное время выполнения заказа и установки производственного оборудования от четырех до шести месяцев, после того, как его монтаж будет завершен, почти все связанные с Model 3 капитальные расходы будут признаны в 2017 году и не станут частью Капитальных вложений 2016 года.

\$5 млрд дополнительных капитальных расходов, которые я отнес на 2017 и 2018 годы, также могут показаться очень большими для компании, которой управляет якобы гениальный инженер, который может приземлять ракеты на баржи. С количественной точки зрения я использую коэффициенты оборачиваемости активов для обоснования моих прогнозных допущений для капитальных расходов, однако, есть и очень простой интуитивный способ взглянуть на мои предположения.

В конце первого квартала 2016 года суммарная балансовая стоимость основных средств, которые поддерживают текущую производственную мощность 100'000 автомобилей в год, составила \$4,3 млрд. Частично здесь есть Gigafactory, которая еще не поддерживает текущее производство транспортных средств и, таким образом, я вычел \$500 млн в качестве предполагаемых накопленных инвестиций в Gigafactory. Тогда остается \$3,8 млрд, поддерживающих текущие операции автоматического производства машин. Но, так как наш дорогой друг Элон осчастливил нас дополнительными указаниями в твиттере о "необходимости пересмотреть эти производственные планы", в настоящее время компания намерена иметь производственную мощность в 500'000 автомобилей в год к концу 2018 года.

Я также считаю, что \$3,8 млрд - это довольно много, если предположить, что \$1,5 млрд можно было бы считать оборотным капиталом для поддержки общего функционирования компании, который без дополнительных инвестиций может быть заемным для финансирования расширения объема операций. Тогда остается \$2,3 млрд для поддержания текущей мощности производства транспортных средств 100'000 автомобилей в год.

Исходя из этих показателей, расширение производства до 500'000 автомобилей в год может потребовать дополнительных капитальных затрат в районе \$9 млрд, но это не мое текущее предположение о \$5 млрд в 2017-2018гг. Интерполированные \$2,3 млрд – также взяты в соответствии с коэффициентами оборачиваемости активов (asset turnover ratio), свойственными гораздо большим и дано работающим производителям автомобилей, включая Ford, GM, Toyota, Nissan, Volkswagen и BMW, которые представлены ниже:

		<u>Gross Property, Plant,</u>			<u>Asset</u>
		<u>and Equipment</u>		<u>2015</u>	<u>Turnover</u>
<u>Company</u>	<u>Currency</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>Revenues</u>	<u>Ratio</u>
Ford	Dollar	58,929	57,487	140,566	2.4
GM	Dollar	35,810	40,745	145,922	3.8
Toyota	Yen	17,164	17,124	26,549	1.5
Nissan	Yen	7,330	6,903	12,189	1.7
Volkswagen	Euro	126,889	136,832	213,292	1.6
BMW	Euro	31,518	33,129	72,384	2.2

Я использую отношение суммы продаж к валовой стоимости основных средств, как более представительный параметр для оценки производительности активов. Будущие потребности в капитале Тесла фактически могут быть даже несколько недооценены с использованием таких коэффициентов, так как текущие капитальные вложения Теслы сделаны в сегодняшних долларах, в то время, как базовый основной капитал у других производителей автомобилей, вероятно, стоит меньше, чем текущие цены того же оборудования.

Я также предположил некоторый «дисконт» для эффективности капитала у Теслы по отношению к гораздо более крупным производителям автомобилей, которые давно и стабильно ведут свою операционную деятельность и намного более эффективные. Некоторые могут отметить, что коэффициенты достаточности капитала у Ford и GM гораздо более эффективны по отношению к остальной части перечисленных компаний и моим предположением относительно коэффициента для Тесла. У GM коэффициент искажается за счет списания большей части активов в процессе ее банкротства, Ford сделал то же самое, когда проходил через финансовый кризис, но многие из активов, списанных обеими компаниями, все еще остались на своих местах и продолжают использоваться.

С дополнительными допущениями и предположениями, учитывающими агрессивные планы роста Теслы и недавнее фиаско преждевременно запущенной Model X, я также предполагаю, что Тесле потребуются дополнительные капитальные вложения в конце каждого года, чтобы поддержать планы на следующий год по росту продаж. После того, как рост продаж становится более стабильным, коэффициенты, вычисленные из такого предположения, будут по существу таким же, как отношение средней стоимости основных средств в течение года.

Вы можете увидеть коэффициенты оборачиваемости активов, которые я использую для обоснования своих предположений по капитальным расходам Теслы, в разделе коэффициентов в конце моей финансовой модели. Этот коэффициент для Тесла в 2015 году был равен 1,9, но это был также год, когда Тесла, вероятно, недостаточно инвестировала в капитальное оборудование с учетом неудачного запуска Model X. С уже анонсированным планом капитальных расходов на 2016 год в размере \$2,2 млрд, моя модель предполагает, что коэффициент будет равен 1,4 в 2016 году и показывает, как он может уменьшиться, учитывая агрессивные планы роста Теслы с более низкой эффективностью основного капитала.

С прогнозом \$5 млрд дополнительных капитальных расходов в 2017-2018гг., моя модель прогнозирует коэффициент оборачиваемости основных средств, показывающий положительный операционный рычаг за счет увеличения до 1,6 в 2018 году. На самом деле это несколько противоречит здравому смыслу, поскольку прогнозируемые капитальные затраты будут в основном будут поддерживать производство нового автомобиля, который будет генерировать доход на единицу вдвое меньший, чем оба транспортных средства, производимые в настоящее время. Другой, вероятно, недооцениваемой дополнительной целью капитальных расходов будет значительное расширение сервисных центров и возможностей Теслы поддерживать автомобиль, ориентированный на массовый рынок, благодаря которому планируется увеличить общий объем проданных автомобилей как минимум в три раза после запуска Model 3.

Существует также очень важный элемент, который входит в мои общие прогнозы капитальных расходов на \$2,5 млрд в год в 2017 и 2018 годах, который заключается в дополнительных капитальных расходах для завода во Фримонте на сумму \$1,8 млрд для каждого из этих лет. Мои предположения включают \$700 млн в год в 2017 и 2018 годах дополнительных инвестиций в Gigafactory.

Дополнительные инвестиции в Gigafactory приведут к снижению коэффициента оборачиваемости активов, дающего большую степень вертикальной интеграции. Без части капитальных расходов, предполагаемых для Gigafactory, прогнозируемые капитальные расходы для Фримонта и всех прочих операций (центров обслуживания и продаж, расширения сети зарядных станций и т.д.) составляют по \$1,8 млрд в 2017 и 2018 годах, о чем я уже говорил выше. Эти цифры также приведут к оборачиваемости активов, которая находится ближе к коэффициенту оборачиваемости активов для BMW, поэтому я чувствую себя очень комфортно, считая, что такие предположения являются обоснованными. Я также считаю, что мои прогнозы могут быть заниженными, поскольку в допущениях моей нынешней модели может быть недооценка инвестиций, необходимых

для центров продаж и обслуживания и для дальнейшего расширения сети зарядных станций.

Кроме моих предположений касательно капитальных расходов, я не думаю, что в моей финансовой модели есть много других моментов, которые могут быть спорными. По марже валовой прибыли, учитывая, насколько она меняется ежеквартально, гадать бесполезно, но я не думаю, что будет разумным предполагать, что она будет увеличиваться с запуском Model 3, поскольку доход от каждой Model 3 составит только около 40% текущих средних доходов на единицу продукции.

Прогнозируемое увеличение в моей модели общих, административных, сбытовых расходов и расходов на исследования и разработки может оказаться очень большим в абсолютном выражении, но модель на самом деле предполагает постоянно растущие положительные операционные рычаги от этих двух категорий. Мои прогнозы этих расходов на 2020г. составляют менее 27% от доходов, по сравнению с 40% от доходов в 2015 году и прогнозом на уровне 43% от доходов в 2016 году (в то время как они составляли 48% в 1 квартале 2016 года). Другие допущения в модели, в частности, для таких статей баланса, как оборотный капитал и лизинговый портфель транспортных средств компании, эффективно коррелирует с общим увеличением продаж, поэтому я не вижу какого-либо субъективизма в том, как эти статьи влияют на прогнозируемые денежные потоки.

Прогнозируемый рост доходов основывается на моих предположениях о количестве поставок в штуках, представленных ниже:

Projected Vehicle Deliveries						
<u>Model</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>
S	50,000	50,000	57,000	62,000	65,000	67,000
X	2,000	25,000	22,000	24,000	25,000	25,000
3			25,000	250,000	300,000	350,000
Total	52,000	75,000	104,000	336,000	390,000	442,000
Projected Average Selling Price (in thousands)						
<u>Model</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>
S	\$95	\$98	\$100	\$102	\$104	\$105
X	\$125	\$115	\$110	\$108	\$107	\$109
3			\$44	\$42	\$41	\$42
Projected Non-GAAP Revenues (in thousands)						
<u>Model</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>
S	\$4,750,000	\$4,900,000	\$5,700,000	\$6,324,000	\$6,760,000	\$7,035,000
X	\$250,000	\$2,875,000	\$2,420,000	\$2,592,000	\$2,675,000	\$2,725,000
3	\$0	\$0	\$1,100,000	\$10,500,000	\$12,300,000	\$14,700,000
Total Auto	\$5,000,000	\$7,775,000	\$9,220,000	\$19,416,000	\$21,735,000	\$24,460,000
Other Revenues	\$300,000	\$500,000	\$700,000	\$900,000	\$1,100,000	\$1,300,000
Total Revenues	\$5,300,000	\$8,275,000	\$9,920,000	\$20,316,000	\$22,835,000	\$25,760,000
Annual Increase		56%	20%	105%	12%	13%

Разница между прогнозируемыми доходами в моей таблице поставок и прогнозируемых поступлений в общей модели объясняется тем, что моя модель использует учет по GAAP. Все корректировки денежных потоков между GAAP и non-GAAP значений более точно включены в прогноз движения денежных средств моей модели и включают допущения о выплате вознаграждения акциями.

Выводы

На основе прогнозов в моей модели Тесле потребуется \$5 млрд прямого внешнего финансирования в период до конца 2019 года и еще \$8 млрд косвенной внешней поддержки от партнеров по финансированию покупки транспортных средств и лизинговых партнеров. Именно поэтому я категорически против каких-либо утверждений компании о том, что у них будет в ближайшее время положительный денежный поток. Вы также можете заметить, что моя модель не показывает, что компания "разорилась", теряя денежные средства для поддержки своих операций, как она это делает каждый год в среднем на \$1 млрд.

Чрезвычайно важные вопросы, если моя модель является достаточно точной: каковы риски того, что такой капитал будет доступен и какой ценой? Процентные ставки по долгу Тесла могут уйти до уровня бросовых 8-10%, если приобретение SolarCity будет одобрено, но такие негативные предположения в настоящее время не учтены в моей модели. Моя модель также не включает в себя каких-либо предположений в будущем касательно дополнительного размещения акций, так как у меня нет никакого способа прогнозировать будущие цены акций в моменты, когда будет целесообразно привлечь дополнительный капитал. Финансирование на \$5 млрд. я описываю почти со всеми Долгами (в моей модели строка "акции, выпущенные в обращение" касается опционов на акции, существующих в настоящий момент).

Если кто-то подозревает, что я пишу это для того, чтобы поддержать мою короткую позицию (которую я обязан раскрывать по правилам Seeking Alpha), на самом деле для меня лично есть гораздо более важная причина того, почему я считаю, что инвесторы должны быть более осведомлены о финансовой динамике Тесла вместо того, чтобы просто слепо вкладывать в миссию Тесла революционизировать автомобильные перевозки.

Существенной причиной для меня является то, что я взаимодействовал с тысячами руководителей компаний во время моей 20-летней профессиональной инвестиционной карьеры, слушал, вероятно, более 5000 конференц-коллов о финансовых результатах, видел коммуникационные программы, по крайней мере 3000 публичных компаний, но я никогда не видел ничего подобного тому, что я считаю манипулятивной ловкостью рук и плетением кружев, которые стоят за всем, что компания делает и о чем информирует. По сути, то, что мы видим с Теслой, является высшим уровнем игры «Three-card Monte» (аналог игры в наперстки - АГ), где зазывала поднимает шумиху, а дилер, манипулируя раскрытием карт, собирает все деньги. В конечном итоге все игроки могут закончить, потеряв все свои деньги.

Как инвестор, ориентированный на рост, вначале я смотрел на Теслу в качестве потенциальной длинной позиции. Когда моя первоначальная финансовая модель показала, что компания собирается сжечь огромные суммы наличных денег по крайней мере в течение четырех лет, я начал смотреть на другие факторы, которые еще могли бы убедить меня в положительном потенциале компании.

Вместо этого я услышал много хаотичных бормотаний на конференц-коллах, которые обошли стороной большинство вопросов, видел много манипулятивных "объявлений" и от Маска, и от компании (большинство из которых никогда не выполнялись!), я увидел глупые вещи на сайте на странице заказа, где из цены вычитается прогнозируемая экономия бензина, чтобы продемонстрировать "стоимость После прогнозируемой экономии", которая самая заметная на странице вместо фактической цены покупки. Читая финансовую отчетность и примечания к форме 10-K Теслы, у меня также появлялось все большее количество опасений по поводу общей финансовой отчетности и количества деталей, указанных в примечании.

Из-за всех этих факторов, у меня было слишком много опасений, чтобы когда-либо рассматривать акции для вложения, и я почувствовал, что в действительности о реальной финансовой динамике компании мало что известно широкому кругу людей. Таким образом, именно это является основной причиной включения моей текущей финансовой модели в эту статью.

Раскрытие информации: Я – в короткой позиции по TSLA