

Aug. 22, 2016



Montana Skeptic

Резюме

- Готовим шампанское: отгрузки в Q3 побьют рекорд, поставленный в 4-м квартале прошлого года.
- Убытки тоже будут эпические. Хвастовство Теслы о высоком спросе было фальшивым; пришло время снижать цены.
- Вы, наверное, не заметили, но Тесла постепенно переходит к методам продаж, типичным для крупной автомобильной компании.
- Давайте проверим нашего старого друга в Goldman Sachs, Патрика Аркамболта. Несколько месяцев назад он прогнозировал, что в 2016 году прибыль на акцию (EPS) составит \$1,88.
- Что теперь? Упс, его прогноз EPS продолжает погружаться, и он уже перешел на отрицательную территорию. Но из-за больших комиссий за андеррайтинг, его целевая цена по-прежнему где-то в стратосфере. Отличная работа, Патрик!

Поставки Тесла в Q3 будут рекордными. Скорее всего, будет 20'000, но не больше 22'000. И за это надо платить свою цену. Такие поставки достигаются путем снижения цены, скидок и специальных предложений.

Следовательно, операционные потери Теслы в Q3 будут ошеломляющими и вполне могут превысить \$300 млн, что будет укреплять уверенность в том, что убытки в 2016 году превысят \$1 млрд.

В первой части мы рассмотрим, почему Тесла готова терпеть ошеломляющие операционные потери в Q3 для того, чтобы накачать объем поставок.

Во второй части мы рассмотрим последние сказки, рассказанные Теслой насчет спроса.

В третьей части мы увидим, что Тесла продолжает наращивать запасы продукции и переходит, намеренно или иным образом, от он-лайн заказов к построению продаж крупными партиями, типичных для большой автомобильной компании.

В части IV, мы предлагаем нашим специалистам (Temagami, Bonaire, and Montana Skeptic) определить спрос на машины Тесла и предложить наш прогноз на Q3.



(что-то странное с этим Model S, и это не пробитое колесо. Вернемся к этому в части IV)

В части V, мы поболтаем со старым другом, Патриком Аркамболтом из Goldman Sachs, чтобы понять, будет ли его прогнозирование EPS Тесла улучшаться со временем. (Спойлер: нет).

I. Все важные Сказки о Росте TESLA

Вернемся к операционным убыткам в 3-м квартале, которые могут превысить \$300 млн.

Вы спросите: есть ли какая-нибудь причина для любого бизнеса в мире придавать особое значение высоким объемам поставок, если их ценой будут квартальные операционные убытки \$300 млн. или более?

Только одна: дальнейшее существование Тесла зависит от убедительности ее Сказки о Росте.

Несколько ключевых положений Сказок о Росте разрушены. Например, неминуемость положительного свободного денежного потока, обещание использования прибыли от продаж Model S и X в качестве источника для производства Model 3, достижение 30% валовой прибыли (даже с учетом изобретательности Теслы в определении валовой маржи).

Другие - сильно потрепаны. Например, полностью интегрированный Gigafactory, бешеный спрос для Tesla Energy или история «Китай-как-крупнейший-рынок».

Но на вершине форта Fremont флаг «Рост Поставок» по-прежнему гордо реет на ветру.

A. Скоро будет: Крупнейшее размещение акций Tesla

У моего друга Temagami есть теория о том, что происходит. Я думаю, что он прав. Итак, дружище, побалуй нас немного спекуляциями об этом.

Финансовый директор Джейсон Уилер и генеральный директор Элон Маск неоднократно говорили, что Тесла, достигнув производительности в 2'000 автомобилей за квартал (**ошибка, правильно - за неделю – АГ**) в конце 2-го квартала. Это привело бы к 26'000 автомобилей, произведенных в 3-м квартале, и, предположительно, реальность была бы близка к этому объему поставки, особенно в связи с большим количеством автомобилей в пути в конце Q2.

Но, основываясь на VIN-заказах и других данных (они обсуждаются в части III и IV), 26'000 не получится. Реальное магическое число – 20'000; это уже то, о чем мы слышим «шепот» от аналитиков. 20'000 побьет предыдущий рекорд 17'400 за 4-й квартал прошлого года.

Тесла отгрузила в июле меньше чем 4'500 автомобилей, что соответствует ее темпу поставок всего лишь около 13'000 ед. в квартал. Но огромный рост продаж идет полным ходом.

Temagami считает, что рост продаж будет продолжаться и усиливаться. Почему?

Потому что Тесла обязательно должна достичь или превысить уровень поставок в 3-м квартале в 20'000. Тесла нуждается в импульсе рекордных поставок, чтобы поддержать еще одно размещение акций, которое должно быть огромным. Самым крупным, чем когда-либо.

Я думаю, что оно составит, по крайней мере, \$3 млрд, а может и больше. Как считают андеррайтеры, столько может вынести рынок, потому что потребности Теслы в капитальных затратах - огромные, а перспективы продолжения ее операционных убытков - уверенные.

Окно для этого размещения акций довольно мало. Оно открывается в начале октября с объявлением объема поставок Теслы в 3-м квартале и начнет закрываться пять или шесть недель спустя, когда будут опубликованы финансовые результаты за Q3.

Но окно захлопнется, как только Тесла, наконец, вынуждена будет сократить свои планы объемов поставок в 2016 году до уровня ниже 80'000.

B. Привлекать капитал: Сейчас или никогда

После этого года подъем капитала станет гораздо более проблематичным. Якорь SolarCity начнет тяжелым бременем кренить корму Тесла.

(Если вы пропустили превосходную работу EnerTuition о том, как Маск просто поломал бизнес-план SolarCity и подорвал все обоснования слияния Теслы и SolarCity, то ее стоит почитать.)



(Привлечение капитала становится гораздо более трудным, как только двоюродные братья попадают под одну крышу с солнечной панелью)

И то, что в настоящее время понятно только для тех, кто пристально следит за происходящим, к началу 2017 года станет очевидным для всех: в 2017 году не будет 200'000 единиц Model 3. И 100'000 не будет. Не будет даже 10'000 Model 3.

Производство Model 3 не будет, по крайней мере, до середины 2018 года. До тех пор не будет ничего, кроме массивных операционных убытков и гигантских потребностей в капитальных вложениях. Забавно слышать, как Джейсон Уилер говорит применительно к капвложениям такие слова, как "эффективность" и "дисциплина", когда имеет в виду, что Тесле сейчас не хватает капитала для важнейших промышленных и инфраструктурных расходов.

Так что, да, в этом квартале Тесла нужна осторожность. Она собирает значительные товарные запасы в своих центрах продаж. В период до конца следующего месяца уйдет много денег, чтобы продвигать продукцию.

Всеми правдами и неправдами, дисконтами или поощрениями, любыми средствами Тесла должна обеспечить поставки 20'000 автомобилей в 3-м квартале.

Как более подробно будет показано ниже, машина уже завертелась. Никогда еще не было лучшего времени, чтобы получить так много скидков от Тесла.

II. Колыбельные Теслы о спросе

Я уже слышу своих критиков. Заявление о слабом спросе в этой статье является лишь не более чем "СНС" (страх, неуверенность и сомнение) производства Montana Skeptic (или, как некоторые из Seeking Alpha назвали бы его, - Монтана Септик).

Так что, кому верить, когда дело доходит до спроса на автомобили Tesla,:

Элону Маску?

Или Montana Skeptic?

М-да. Давайте рассмотрим на некоторых конкретных случаях.

A. Tesla на протяжении 2-го квартала: "Спрос на Model S вырос на 45%"

В своем Письме акционерам 4 мая 2016 года Тесла сообщает:

В 1-м квартале чистые заказы на Model S выросли на 45% по сравнению с прошлым годом и росли более быстрыми темпами, чем в прошлом квартале.

Маск во время конференц-колла в тот же день сказал еще больше. В отличие от тех, кто полагают, что спрос на Model S будет поглощен спросом на Model 3, Маск настоял на обратном: спрос Model S увеличивается.

Финансовый директор Джейсон Уилер затем пошел еще дальше с использованием статистики из Письма акционерам:

«Я думаю, вы видели, что ожидаемый объем в первом квартале будет выше на 45% по сравнению с аналогичным периодом года и что спрос продолжается».

Это, конечно, поставило меня на место. Я написал несколько статей с подробным изложением доказательств ослабления спроса Tesla. Действительно, всего за три недели до этого письма акционерам от 4 мая, я предсказал, что раннее представление Model 3 будет поглощать спрос на Модель S.

Но вот, прямо из уст того же правдоруба Элона Маска оказывается, что Tesla испытывает увеличение спроса на Model S на 45%. Инвесторы теперь могут ожидать, что во 2-м квартале поставки Model S превысят жалкий уровень первого квартала в 12'851 единиц.

Итак, как же все это сработало?

Поставки Model S составили только 9'764. Вместо *увеличения на 45%*, как провозглашали Маск и Уилер, продажи Model S испытали *снижение на 25%*.

Что еще хуже, во 2 квартале Tesla эффективно понизила цены на Model S, введя версию 60kWh Model S (которая, по сути, была тем же 75kWh электромобилем, продаваемым Теслой, но с отключением 15 киловатт-часов емкости его батареи).

Что случилось с "45% увеличением" спроса на Model S? Очевидно, что это была тщательно сепарированная статистика, а "чистые заказы" были искусственным термином, рассчитанным на обман, а не на информирование.

В. Tesla в течение 3-го квартала: "Совокупный спрос растет на 67%"

3 августа 2016 в Письме акционерам также были радостные новости о растущем спросе:

«С добавлением заказов на Model X, общий чистый объем новых заказов на автомобили во 2-м квартале вырос на 67% по сравнению с прошлым годом».

После прогоревшей ранее претензии насчет "45% роста", по крайней мере, один участник конференц-колла был осторожен:

Colin Michael Langan - UBS Securities LLC:

«Вы можете просто дать нам обновление данных о спросе на Model S? В пресс-релизе вы указываете, что заказы на Model S и X выросли почти на 65% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Но если мы посмотрим на поставки и производство Model S, они особенно не изменились с 4 квартала. И вы предлагаете версию с 60 кВтч и более низкой ценой. Но если спрос так велик, зачем предлагать более дешевые модели, и почему на самом деле не было соответствующего роста производства?»

(Да, некоторые аналитики начинают задавать острые вопросы).

Джон Макнил уклоняется от вопроса.

Джонатан Макнейл, который возглавляет в Тесле направление Глобальные продажи и сервисы, первым принял удар на себя. По его словам, снижение цен было для того, чтобы привлечь людей, зарезервировавших Model 3, к более доступным версиям Model S.

«Наша технология батарей позволяет нам делать это, и поэтому мы ввели 60 киловатт-часов».

Простите, Джон, но вопросы были: (1) "Зачем снижать цены, если спрос настолько силен?" и (2) "Если спрос настолько велик, почему вы не производите больше автомобилей?"

Но все, что вы объяснили, это то, что Tesla владеет технологией, позволяющей искалечить свою 75kWh батарею так, что, даже если водители попытаются что-то исправить, то пригодными для использования будут только 60kWh.

Элон Маск откупоривает бутылку своей обычной пурги (**Bullshit в оригинале - АГ**).

Маск (который в настоящее время идентифицируется как "Архитектор Продукта" в дополнение к CEO) затем вступает в разговор со своим обычным красноречием:

«Люди не покупают базовую модель. Они как? Они покупают 60 киловатт-часов, а затем они совсем немного повышают опцию. Так что в конечном итоге, имея среднюю цену продажи более \$80 000, а затем, фактически, все, имеющие 60 кВтч, на самом деле имеют мощность 75 кВтч. Это просто ограничено программным обеспечением. Потенциал для их модернизации сохраняется в течение долгого времени и, безусловно, стоимость при перепродаже автомобиля

будет повышена, когда он вернется на Теслу, путем разблокировки на заводе дополнительных 15 киловатт-часов этой возможности.

... Но глядя в перспективу, мы видим, что спрос является достаточно сильным - в среднем 2'000 автомобилей в неделю, и мы в состоянии поддерживать производство на этом уровне, несмотря на сбои поставщиков время от времени... Да, я думаю, что прямо сейчас наш основной бизнес на самом деле работает довольно хорошо».

Боже мой, Элон, какая хрень!

Если спрос настолько силен, то почему нет клиентов, готовых с самого начала платить за 75kWh версию? Они ведь тоже не против, чтобы у них была опция 75 кВтч, верно?

И, конечно, вы почему-то не говорите о размере прибыли с автомобиля с опцией 60kWh и со сниженной на \$6500 ценой, а?

Быстрый расчет показывает, что предложение 60kWh будет сбивать около \$50 миллионов с доходов Тесла в 3-м квартале, что приведет к снижению валовой маржи примерно на 4%.

Кто-нибудь, пожалуйста, объясните: как Маск может добросовестно утверждать, что предложение 60kWh будет иметь лишь минимальное влияние на валовую прибыль?

Кроме того, верит ли искренне Маск в то, что 15kWh дополнительной емкости батареи, установленной на старой машине, будут стоить через 3 года больше, чем стоят сейчас, будучи установленными на новой?

И, кстати, он действительно полагает, что его вера не противоречит Сказке о "постоянно падающей себестоимости батареи"? Если, как утверждает Тесла, она постоянно снижает затраты на батареи, то почему бы не допустить, что дополнительные 15kWh емкости сейчас стоят гораздо больше, чем будут стоить через три года?

И, наконец, в какой Вселенной годовой операционный убыток в \$1 млрд или около того говорит о том, что "основной бизнес" "функционирует довольно хорошо"?

С. Чему верить? Маск для инвесторов? Или Маск для прессы?

15 августа 2016 года страница одной статьи в The Wall Street Journal:

«В мае г-н Маск сообщил аналитикам и инвесторам о том, что он ожидал, что производство Model 3 начнется с 1 июля 2017 года.

В интервью с журналом в прошлом месяце, генеральный директор обсуждал свою личную цель "Думаю ли я, что производство Model 3 начнется 1 июля следующего года?" - спросил мистер Маск.

- "Нет"

Вопросы поклонникам Маска:

- Что-то случилось в период с 4 мая по 15 августа, о чем мы не знаем?
- Если нет, то как вы сами определяете, когда Маск лжет, а когда он говорит правду?

III. Производственные запасы Model S продолжают расти

Теперь у нас есть реальные данные по 2-му кварталу и можно обновлять числа в нашей таблице по запасам Model S.

Отчет 10-Q утверждает, что во 2-м квартале было произведено 18,345 автомобилей, 6'200 из которых были Model X. Это оставляет 12'145 на объем производства автомобилей Model S, по сравнению с 9,764 поставок.

Вот обновленные данные:

Model S - Produced But Not Sold

Period	Sold	Produced	Delta	Cumulative
4Q13				500
1Q14	6,457	7,535	1,078	1,578
Q2	7,579	8,763	1,184	2,762
Q3	7,785	7,200	(585)	2,177
Q4	9,834	11,627	1,793	3,970
1Q15	10,045	11,160	1,115	5,085
Q2	11,532	12,807	1,275	6,360
Q3	11,603	13,091	1,488	7,848
Q4	17,272	13,530	(3,742)	4,106
1Q16	12,420	12,851	431	4,537
Q2	9,764	12,145	2,381	6,918

Добавление 2'381 автомобилей Model S к запасам готовой продукции является новым квартальным рекордом, и мы приближаемся к рекордно высокому уровню запасов Model S, который мы в последний раз видели в конце 3-го квартала 2015 года, как раз перед оргией с дисконтированием в 4-м квартале.

Добавьте к этим запасам сотни Model X, и мы можем быть на рекордно высоком уровне прямо сейчас.

Temagami отмечает, что, будь то по собственному желанию или по необходимости, Tesla движется к модели продаж крупными партиями. Подход, конечно, похож на традиционную модель автопродаж. А также требует большого дисконтирования и, как следствие, падения маржи.

IV. Какова реальная история со спросом TESLA?

Нет, реальная история спроса Tesla не "45% -ное увеличение Model S" или "67% общий рост", подаваемые вам Теслой. Увеличение на 67% - это просто то, что Temagami называет "моментальный снимок данных", который отражает текущую скорость сборки в сравнении с годом ранее.

Какие же данные и другие доказательства на самом деле показывают, что Tesla использует введение все более сильных доз тоника снижения цен, чтобы оживить слабеющий спрос?

A. Картинка спроса в 3-м квартале так далеко

На протяжении большей части года, Tesla присваивала коды VIN на Model S со скоростью 1'000 в неделю. Скорость снизили в августе, вероятно, чтобы избежать добавления больших запасов машин с 100 кВт.ч и автопилотом 2.0 на горизонте.

Q3 будет рекордным кварталом для поставки Model X, но на данный момент все отставание от резервирования, накопленное в течение четырех лет, было выработано. Объем первоначальных резервирований 32'000 или около того сейчас ниже 30%, а количество новых заказов с сентября прошлого года было не более 1000 в месяц.

Большое дисконтирование, которое уже началось, должно помочь увеличить приток новых заказов.

Европейские продажи Model S и X были слабыми в июле - около 650, в Азии - на том же уровне. InsideEVs дает продажи июля в Северной Америке в размере 2,900. Итак, имеем около 4'200 общего объема поставок в июле.

Для того чтобы достичь 20'000 поставок в 3-м квартале, Тесле нужно будет продавать в среднем по 7,900 в августе и сентябре. (И это даже при том, что Тесле затем потребуется поставить 30'000 в 4-м квартале только для удовлетворения своего нижнего края плана поставок на 2016г. в количестве 80,000 штук).

В. Как увеличить продажи? Легко: просто сократить цены.

Что вы делаете, когда спрос слабый? Как насчет:

- Прямой маркетинг в виде писем потенциальным клиентам;
- Реализация большого количества товарных запасов автомобилей Model S;
- Реализация большого количества товарных запасов автомобилей Model X;
- Агрессивные ценовые скидки по распродаже запасов;
- Агрессивные сделки по лизингу товарных запасов;
- Стимулы для размещения заказов Model S из товарных запасов;
- Агрессивные лизинговые программы, в том числе, совершенно новой двухлетней аренды для Model S ...
- ... и для Model X тоже;
- впаривание за полцены 5-местных с пружинной подвеской Model X вместо 6- или 7-местных моделей с пневматической подвеской (Temagami предсказал несколько месяцев назад, что Тесла никогда бы не стала производить 5-местные версии или версию с пружинной подвеской).

С. Прогноз на 3-й квартал: Рекордные поставки и рекордные убытки

На основании имеющихся данных и еще многих признаков того, что Тесла прилагает концентрированные усилия для реализации своих запасов, Тесла может достичь поставок 20'000 электромобилей в 3-м квартале. На самом деле, она может достичь целых 22 000.

Все это произойдет со страшными потерями рентабельности. В то время как поставки в Q3 будут самыми высокими, чем когда-либо, убытки Q3 будут крайне велики, а 4-й квартал, вероятно, будет еще хуже.

GAAP операционные убытки Теслы наверняка превысят \$1 млрд. Новый рекорд.

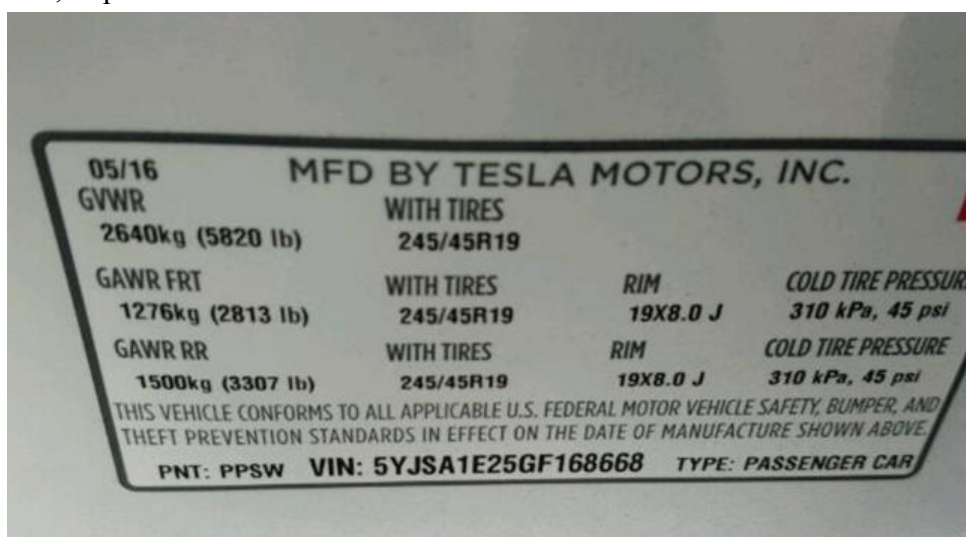
Но, опять же, все это на самом деле прокладывает путь для привлечения капитала, в котором Тесла так остро нуждается, и это будет гораздо труднее сделать после слияния с SolarCity.

Д. Странный случай на свалке VIN

Что-то странное происходит с VIN-бронированием Тесла.

Недавно на свалке в Калифорнии был обнаружен Model S, чья фотография появилась в верхней части этой статьи. Он прошел всего 200 миль.

Тем не менее, обратите внимание на VIN:



VIN заканчивается на 168668. Это число на 12 тысяч выше, чем самый высокий VIN, о которых сообщают владельцы или ожидающие Tesla Model S.

Я не увидел никакого объяснения разрыва. Учитывая большие блоки VIN для запасов автомобилей и 12-тысячный разрыв по номеру этого поврежденного автомобиля, данные,

основанные на присвоении VIN, становятся все более ненадежными как средство оценки спроса Тесла.

Стоит отметить, что ни одна другая автокомпания не имеет неустойчивой практики присвоения VIN, как у Теслы. Это просто еще один момент среди многих, в которых Тесла непрозрачна для инвестора.

V. Обновления Аркамболта

Еще хуже, чем Тесла, прогнозируют многие из ее аналитиков.

В последний раз мы проверили аналитика Goldman Sachs Патрика Аркамболта в мае (в статье под названием «Tesla, Goldman Sachs и Ленин»), только после того, как его обновление целевой цены по Тесле совпало с объявлением Теслой о привлечении капитала, в котором его фирма будет служить андеррайтером.

Оценки Патрика для 2016 г. EPS по поп-GAAP, которые венчает \$4,40 в конце 2014 года, опустились до \$1,88 в мае этого года. Огромное падение, но все-таки - положительное число.

А как теперь?

Patrick's 2016 Forecasts

TSLA EPS Non-GAAP

Date Made	EPS Forecast
March '14	3.12
August '14	4.38
November '14	4.40
February '15	3.69
March '15	3.53
May '15	3.58
October '15	2.55
November '15	2.27
February '16	0.73
April '16	1.65
May '16	1.88
August '16	(0.55)

Упс! Патрик ушел в отрицательную зону. Поднимите руку, если вы думаете, что прогнозы Патрика на 2016 год и дальше будут снижаться. Ничего себе! Все? Да и я тоже.

Но не стоит беспокоиться. Резкие перепады его прогнозов EPS не сдвинули с места его целевую цену акций Теслы ни на йоту. Текущая цель - \$240 за акцию.

Как я уже сказал, приближается очередное привлечение капитала. Есть EPS катастрофа или нет EPS катастрофы, нехорошо снижать нашу целевую цену акций при перспективе смахнуть со стола большое количество фишек за андеррайтинг.