

Особенности китайского рынка недвижимости и его влияние на глобальный рынок

ОСНОВНОЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ВЫВОД:

Мы считаем, что Evergrande удастся избежать неконтролируемого дефолта, что отвечает социальной политике Компартии Китая (КПК). В противном случае банкротство застройщика создаст негативный фон для предстоящего в ноябре 6-го пленума Центрального комитета Коммунистической партии Китая (ЦК КПК) 19-го созыва, который относит к своим приоритетам социальное благополучие и всеобщее процветание в числе последних социальных реформ.

Другой фактор - очевидный побочный эффект дефолта для отрасли недвижимости объемом \$52 трлн, который, очевидно, приведет к масштабной цепной реакции, сокращению сбережений граждан КНР и распространению кризиса за пределы местного рынка, на мировые активы. Вероятный исход сложившейся ситуации заключается в том, что Evergrande продолжит осуществлять предстоящие купонные платежи, а правительство попытается заставить банки и других кредиторов не закрывать и продлить кредитные линии для компании. Основной вопрос - как будут выполняться обязательства перед иностранными держателями в долларах США.

По сути Evergrande нужно выиграть время, чтобы привлечь наличные средства посредством продажи активов диверсифицированного портфеля.

Более нишевые игроки, в частности Huarong, China Fortune Land, и другие компании с более скромным портфелем жилой недвижимости, больше связанные с инфраструктурой, уже подвергались подобной реструктуризации и получали иные разовые кредитные списания.

Мы считаем, что инвесторы чересчур резко реагируют, глобально мы наблюдаем временную и техническую реакцию на плохое состояние сезонной ликвидности в сентябре, а глобальные фундаментальные экономические показатели остаются хорошими с точки зрения перспектив роста на фоне общего восстановления экономики и спада дельта-волны коронавируса, поскольку уровень вакцинации достиг 70% в большинстве развитых стран, а значит и в большей части мировой экономики.

КАК EVERGRANDE И ПРАВИТЕЛЬСТВО В ПОСЛЕДНЕЕ ВРЕМЯ РЕАГИРОВАЛИ НА КРЕДИТНЫЙ КРИЗИС?

- Надзорные органы в сентябре разрешили Evergrande пересмотреть сроки

платежей банкам и другим кредиторам, создав предпосылки для еще одной отсрочки. За две недели правительство решило предоставить рынку РЕПО более 220 млрд юаней, или \$35 млрд, ликвидности.

- Evergrande подтвердила 22 сентября намерение выплатить купон в размере 322 млн юаней 23 сентября по облигациям в китайских юанях с погашения в сентябре, хотя компания пропустила платежи по кредитам банков, предупредив их заранее. Остаются вопрос о купонных долларовых выплатах в тот же день.

КАКОВ РАЗМЕР РЫНКА НЕДВИЖИМОСТИ КИТАЯ И ПОЧЕМУ ОН ИМЕЕТ РЕШАЮЩЕЕ ЗНАЧЕНИЕ ДЛЯ ВЫЖИВАНИЯ КПК?

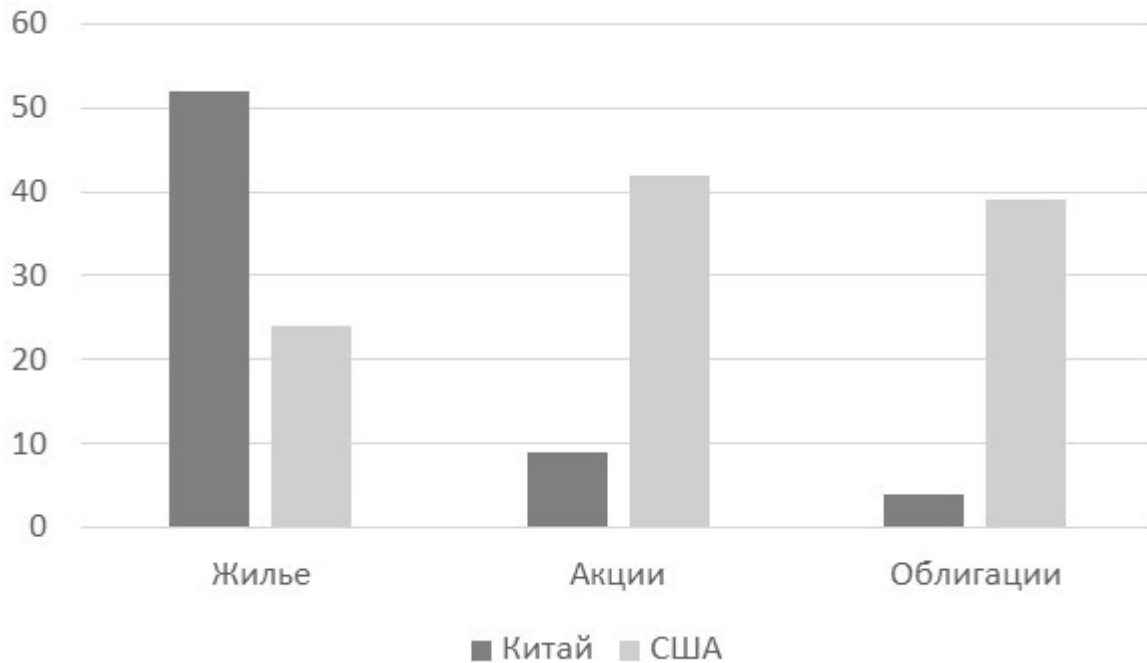
- **Объем рынка недвижимости КНР оценивается в \$52 трлн, согласно кадастровым данным, что в два раза превосходит рынок недвижимости США. Китайский рынок - крупнейшей в мире и эквивалентен 350% ВВП страны.**

Совокупный госдолг Китая сейчас составляет 325% ВВП, или \$47 трлн, из которых первое место по объему (224%, или \$32,3 трлн) приходится на долги компаний, второе - на долги домохозяйств, третье - на долги правительства. Общий объем выданных местными банками кредитов наиболее рискованным застройщикам составляет 675 млрд юаней, или более \$100+ млрд.

- Общий объем инвестиций частных лиц в недвижимость Китая превысил \$1,3 трлн за последние 12 месяцев, закончившихся в июне 2021 г., в то время как цены на недвижимость в среднем выросли на 150% с 2012 г. **На долю Китая пришлось около 57% от \$11,6 трлн, величины, на которую выросли заимствования домохозяйств в течение десятилетия по 2020 г., по данным Банка международных расчетов. На долю США пришлось около 19% этого роста.**
- Таким образом, отношение задолженности китайских домохозяйств к ВВП страны достигло 62% ВВП по состоянию на июнь 2021 г. по сравнению с 27% всего 10 лет назад. Большая часть спроса на жилье была обусловлена верой в государственную поддержку и, следовательно, в безрисковые инвестиции с высокой доходностью и защитой от инфляции. Если бы цены значительно упали, большинство граждан лишилось бы этого основного источника дохода от инвестиций, что привело бы к беспорядкам. Такой результат был бы нежелателен в преддверии пленума КПК в октябре-ноябре.
- **Большая часть покупок приходится на инвестиции местных жителей, поскольку у семей, владеющих двумя объектами недвижимости, уровень свободных площадей достиг 39,4% по сравнению с 22% в 2017 г., а у тех, кто владеет тремя и более объектами, 48,2% площадей пустуют, хотя доходность от аренды составляет всего 2-3%, но все еще считается хорошей защитой от инфляции.**
- До 1998 г. владение жильем для большинства граждан было незаконным по правилам КПК, спустя более 20 лет около 96% городских домохозяйств Китая владели по меньшей мере одним домом, согласно исследованию Народного банка Китая, опубликованному в апреле, что значительно превышает

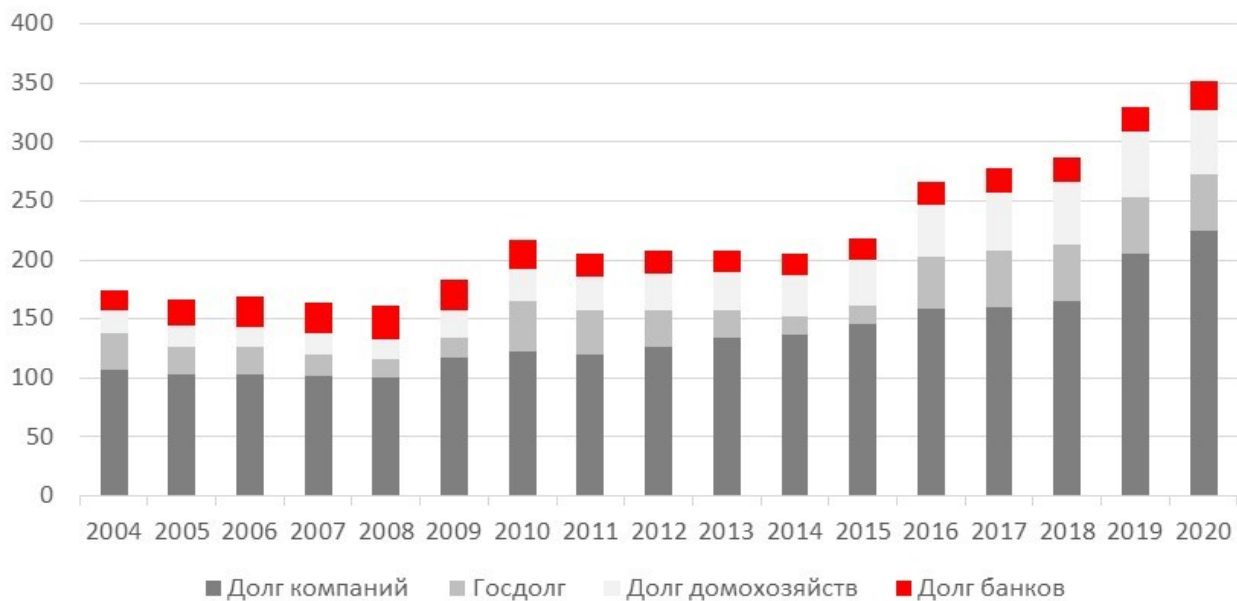
уровень домовладения в США, составляющий 65%.

РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ КЛАССОВ АКТИВОВ, \$ ТРЛН



Источник: Goldman Sachs, государственная статистика Китая, ITI Capital

СОВОКУПНЫЙ ДОЛГ КИТАЯ, % ОТ ВВП



Источник: Государственная статистика Китая, Bloomberg, ITI Capital

СРЕДНИЕ ЦЕНЫ НА ЖИЛЬЕ В КИТАЕ С 2012 Г., НОРМАЛИЗОВАННЫЕ, %



Источник: Государственная статистика Китая, Bloomberg, ITI Capital

ПОЧЕМУ EVERGRANDE ЗНАЧИМАЯ КОМПАНИЯ?

- Evergrande Real Estate владеет более чем 1,3 тыс. проектов в более чем 280 городах. По данным Capital Economics, на конец июня компания обязалась построить недвижимость эквивалентную около 1,4 млн частных объектов. По объему продаж в 2020 г. компания занимает второе место в Китае после Country Garden Holdings.
- Группа также выходит далеко за рамки жилищного строительства, инвестируя в электромобили (Evergrande New Energy Auto), интернет и медиа-производство (HengTen Networks), тематический парк (Evergrande Fairyland), футбольный клуб (Guangzhou F. C.) и производителя минеральной воды и продуктов питания (Evergrande Spring) и др.
- С учетом 200 офшоров и почти 2 тыс. местных дочерних компаний, Evergrande владеет активами на 2,4 трлн юаней, или \$390 млрд, что эквивалентно 3% ВВП Китая.

"ВЗРЫВ ИЗ ПРОШЛОГО" И НЫНЕШНЕЕ ВЛИЯНИЕ НА РЫНОК

- Ситуация с Evergrande сравнивают с прошлыми кризисами, крахом Lehman, проблемами Dubai World, долговым кризисом Греции и стран PIIGS. Evergrande может стать крупнейшей в истории частной компанией, объявившей дефолт. Общий объем ее обязательств превышает \$300 млрд, включая банковские кредиты, кредиты поставщикам и краткосрочные займы, по сравнению с \$64 млрд у Enron и \$59 млрд у Dubai World. Пожалуй Dubai World - наиболее похожий случай. Суверенный фонд Дубая объявил дефолт в ноябре 2009 г., но,

будучи государственным фондом Дубая, принадлежал ОАЭ через холдинговую Инвестиционную корпорацию Дубая (ICD). В ноябре 2009 г. Дубай был вынужден привлечь \$20 млрд в рамках антикризисной программы, чтобы избежать дефолта, а окончательно фонд погасил свои обязательства лишь в 2018 г., завершив историческую 10-летнюю реструктуризацию.

С 24 по 27 ноября 2009 г. глобальные акции упали на 2,2%, а премия к дубайским CDS 5 лет взлетела на 300 б. п. за несколько дней. В случае с Evergrande китайские CDS выросли на 10 б. п., а глобальные акции упали на 1,8%. Очевидно, что если Evergrande допустит технический дефолт по предстоящим купонным выплатам, то следует ожидать значительной коррекции рынка до 10% за четыре-пять сессий, хотя с самого начала это был локальный кризис с ограниченной зависимостью от вложений в смешанные активы.

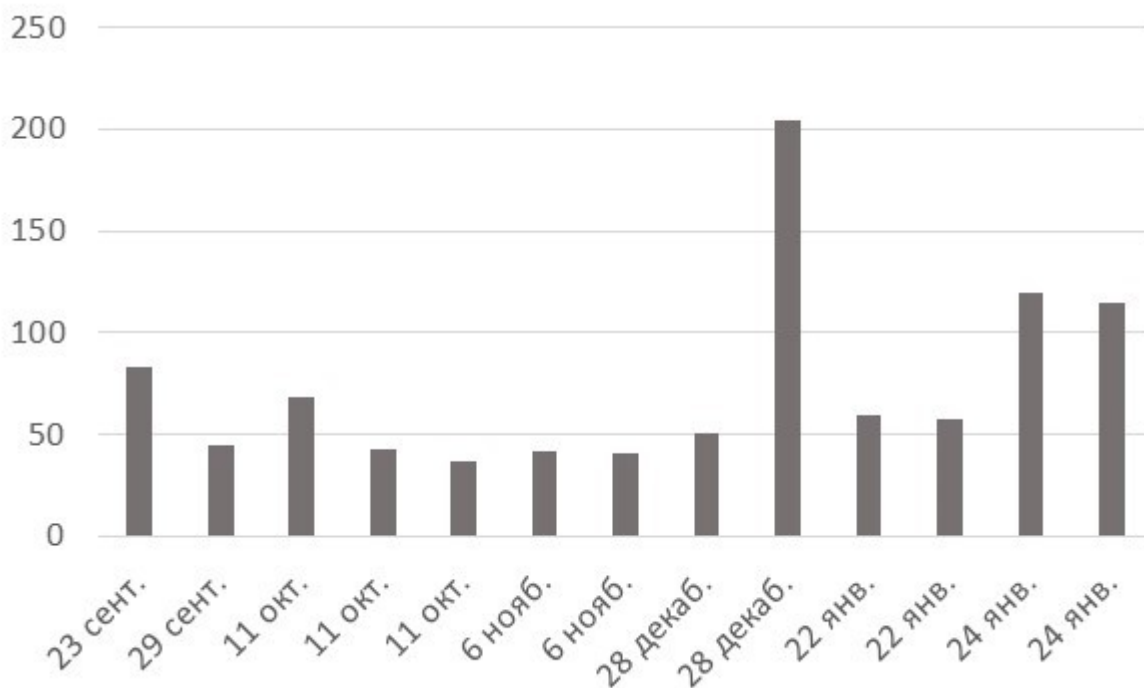
- Однако влияние является накопительным и отражает глобальные опасения инвесторов, связанные с коронавирусом, замедлением экономического роста, ужесточением бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики, ростом инфляции и реформами регулирования всех секторов Китая. Если бы такой кризис наступил на фоне более благоприятной конъюнктуры, он бы удостоился значительно меньшего внимания инвесторов и, следовательно, привел бы к меньшей волатильности.

Обязательства Evergrande - более долгосрочная проблема

- У Evergrande более \$300 млрд обязательств, из которых \$180 млрд перед отдельными домовладельцами, подрядчиками и другими структурами в виде непогашенной кредиторской задолженности и так называемых контрактных обязательств - в основном это не построенные дома, которые должны быть сданы покупателям. При этом до конца этого года компании необходимо выплатить по купонам всего \$669 млн. Около \$615 млн из этой суммы приходится на долларовые облигации Evergrande, следует из данных, собранных Bloomberg. В марте следующего года наступит срок погашения \$2 млрд облигаций, в апреле - \$1,45 млрд, общий объем выплат в следующем году оценивается в \$7,4 млрд. Согласно последним финансовым данным, за первое полугодие 2021 г., денежные средства компании без определенных инвестиционных обязательств составили 87 млрд юаней (\$13 млрд), из которых \$8 млрд было привлечено за счет продажи акций "дочернего" производителя электромобилей, а связанные средства - 75 млрд юаней (\$11,5 млрд), при этом кредиторская задолженность перед подрядчиками составляет не менее 45,2 млрд юаней, что важно для хода строительства и предпродажного процесса. Компания пытается решить проблему увеличения ликвидности.
- Единственный вариант ее решения - отсрочка платежей, переговоры и время для продажи активов в сфере туризма, водного бизнеса и т. д., но продажа дополнительных активов требует времени, правительство не спешит содействовать этим сделкам. В худшем случае Evergrande ждет судьба China Fortune Land, т. е. платежи по всем кредитам будут приостановлены,

но компании позволят продолжить деятельность.

ПРЕДСТОЯЩИЕ КУПОННЫЕ ВЫПЛАТЫ EVERGRANDE В ЭТОМ ГОДУ И В НАЧАЛЕ 2022 Г., \$ МЛН

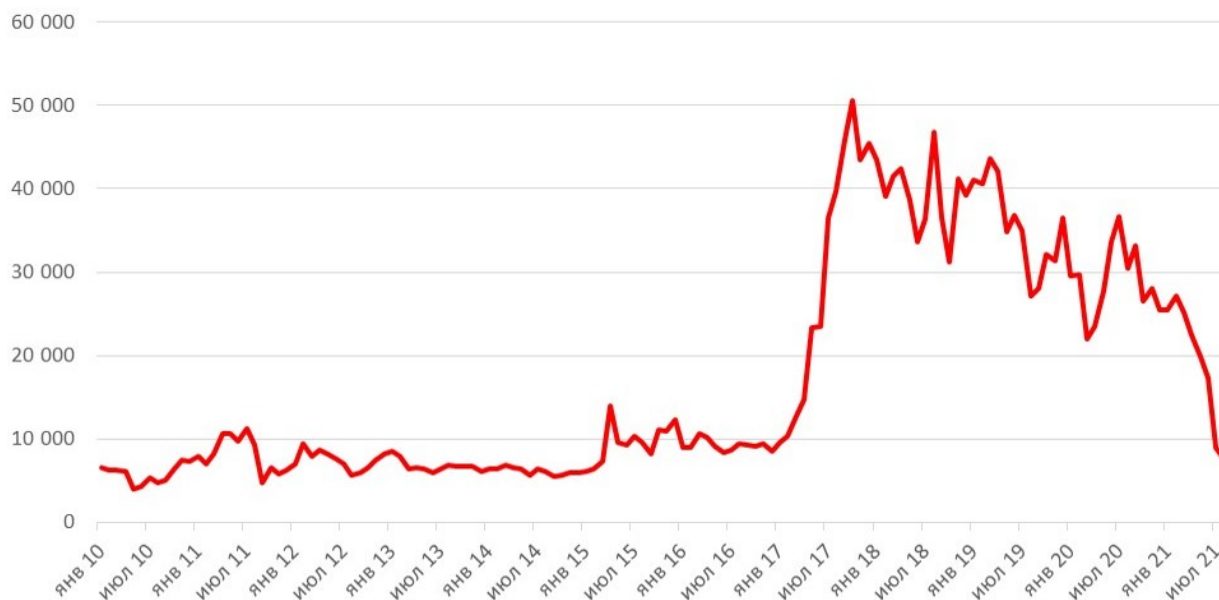


Источник: Bloomberg, ITI Capital

ПРОБЛЕМЫ EVERGRANDE НАЧАЛИСЬ ЧЕТЫРЕ ГОДА НАЗАД

- С 2017 г. КПК начала активнее регулировать деятельность частных компаний, особенно в социально чувствительных секторах, таких как недвижимость, здравоохранение и розничная торговля. С четвертого квартала 2017 г. акции Evergrande дешевеют, рыночная капитализация снизилась с пиковых \$50+ млрд примерно до \$4 млрд, на текущий момент облигации находятся на преддефолтных уровнях, вероятность дефолта оценивается в 75%. Всего за полгода капитализация компании упала вдвое и продолжает падать.

РЫНОЧНАЯ КАПИТАЛИЗАЦИЯ EVERGRANDE, \$ МЛРД



Источник: Bloomberg, ITI Capital

- Первым масштабным потрясением для Evergrande и других местных застройщиков стало введение начале 2019 г. Си Цзиньпином ряда правил, призванных ограничить чрезмерную задолженность и предотвратить образование пузыря на жилищном рынке, а в конце 2020 г. было принято важное политическое решение, направленное на ужесточение регулирования кредитования сектора недвижимости, которое требует от национальных банков уменьшить соотношение кредитов, выданных застройщикам, и общего объема выданных кредитов в юанях.
- В результате уже в 2020 г. у Evergrande возникли проблемы с ликвидностью. В августе 2020 г. Evergrande направила письмо властям провинции Гуандун (столица Гуанчжоу), предупредив о том, что платежи, которые компания должна была произвести в январе 2021 г., могут вызвать кризис ликвидности и привести к цепочке неплатежей в финансовом секторе.
- Помощь пришла в сентябре 2020 г. после того, как группа инвесторов отказалась от своего права добиться принудительной выплаты \$13 млрд. Резкая коррекция облигаций началась гораздо позже, чем акций, в июне 2021 г., к тому времени акции стоили втрое дешевле максимумов 2017 г.

ЦЕНА ОБЛИГАЦИЙ EVERGRANDE 2025, \$,%



Источник: Bloomberg, ITI Capital

КОНТАКТЫ

Торговые операции

Михаил Дуров | Трейдер по инструментам с фиксированной доходностью | Mikhail.Durov@iticapital.com

Продажи

Александр Панфилов | Руководитель отдела продаж инструментов с фиксированной доходностью | Aleksandr.Panfilov@iticapital.com

Аналитика

Искандер Луцко | Руководитель аналитического отдела, главный инвестиционный стратег | Iskander.Lutsko@iticapital.com

Ольга Николаева | Старший аналитик по инструментам с фиксированной доходностью | Olga.Nikolaeva@iticapital.com

Станислав Юдин | Старший аналитик рынка акций | Stanislav.Yudin@iticapital.com

Ирина Фомкина | Аналитик | Irina.Fomkina@iticapital.com

Елизавета Хёрн | Аналитик | Elizaveta.Herne@iticapital.com

Олег Макаров | Главный редактор | Oleg.Makarov@iticapital.ru

Представленная в настоящем документе информация подготовлена АО «ИК «Ай Ти Инвест» (далее — Компания, лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг № 045-07514-100000 от 17.03.2004 на осуществление брокерской деятельности предоставлена Центральным Банком Российской Федерации (Банком России)) и предназначена исключительно для ознакомления. Материалы, предоставленные Компанией, основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются Компанией как надежные. Компания не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность материалов, предоставленных Компанией. При принятии инвестиционных решений инвестор должен провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Материалы и сведения, предоставленные Компанией, носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Настоящий документ, включая любые его части и отдельные положения настоящего документа, не могут рассматриваться в качестве оферты (включая публичную

оферту), приглашения делать оферты, коммерческого намерения Компании заключить сделку на условиях, изложенных в документе, а также гарантий Компании в отношении последствий заключения какой-либо сделки и/или использования какого-либо инструмента. Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, не является формой выражения мнения Компании и/или ее сотрудников о том, отвечает ли конкретная ценная бумага или финансовый инструмент вашим финансовым и/или иным интересам. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данных материалах. Настоящий документ, включая любые его части и положения, а также любые комментарии Компании и ее работников в отношении данного документа не могут рассматриваться в качестве консультации, совета, разъяснений Компании в отношении рассматриваемого или любых других финансовых инструментов и сделок. Любое использование информации, представленной в данном документе, включая любые части/разделы документа, допускается только на собственный страх и риск пользователя. Любое копирование и воспроизведение информации, представленной в данном документе, как в устной, так и в письменной форме, допускается только при условии предварительного разрешения (согласия) Компании. Представленная информация и мнения подлежат изменению без уведомления получателей данной информации и мнений.

РЕКВИЗИТЫ КОМПАНИИ ITI CAPITAL:

официальное юридическое наименование АО «ИК „Ай Ти Инвест“». ИНН: 7717116241, КПП 770301001, юридический адрес: 123112, г.Москва, Пресненская наб., д.10, этаж 13, пом.1, ком. 1–51

ТЕЛЕФОН:

(495) 933-32-35 | 8 800 200-32-35

ОФИЦИАЛЬНЫЙ САЙТ:

<https://www.iticapital.ru/>