



Истинные причины падения Китайского рынка акций и новые возможности

ОСНОВНОЙ ВЫВОД: КИТАЙ НЕ ХОЧЕТ САНКЦИЙ И НЕ ИЩЕТ КОНФЛИКТА С США

Китайский рынок акций (A Listed и американские расписки) за пару дней стал самым перепроданным рынком в мире. Западные инвесторы распродали с понедельника китайских акций класса A на \$3 млрд (максимум с июля 2020 г. и индекс дневной волатильности (Hang Seng IT) в понедельник обновил исторический максимум. Запад лишь обозначил Китаю лишь малые последствия сближения с Россией в рамках нынешнего геополитического конфликта. Поэтому сейчас много спекуляций и фундаментальные факторы как сегодняшний февральский пакет статистике подтверждает дальнейшее восстановление китайской экономики. Министр иностранных дел Китая Ван И в разговоре с Испанским коллегой заявил Китай стремится избежать санкций США из-за спецоперации России на Украине, "Китай не является стороной конфликта и не хочет попадать под санкции", поэтому сейчас самое время покупать.

КРОВОПРОЛИТИЕ НА КИТАЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ: ДЕШЕВЛЕ НЕ БУДЕТ

Китайский ETF KWEB, специализирующийся на интернет- и розничной торговле, потерял 40% за один месяц (китайские АДР упали на 20% за последние два торговых дня) и обновил исторические минимумы. Средняя доля владений пакета китайских акций, принадлежащих институциональным американским инвесторам, таких как Goldman Sachs, JPMorgan, Blackrock и т.д., упала в два раза с пиковых уровней февраля 2021 г. и продолжает опускаться к минимальным уровням.

Акции китайских интернет-компаний и онлайн-ритейлеров (KWEB) торгуются на 44% ниже пандемических минимумов конца марта 2020 г. **Дисконт китайского фондового рынка (MSCI China) по мультипликатору P/E к американскому (S&P 500) достиг беспрецедентных 50% против 34% в среднем за два года. Китайские АДР упали более чем на 65% с февральского пика.** Множество китайских акций, таких как TME, Vipshop, Trip.com и холдинги KE, торгуется на уровнях, которые значительно ниже цен эмиссии. Средняя рекомендация большинства китайских акций, котирующихся в США, остается "точно покупать", прогноз роста цен в долларах США в течение 12 месяцев составляет в среднем 150% даже после дерзкого понижение от аналитиков JPM вчера вечером.

Индекс MSCI China опустился до минимума октября 2018 г., когда шла американо-китайская торговая война, вопреки это в 2021 торговой оборот с США достиг новых исторических рекордов. Китайский рынок акций - второй по

величине в мире после американского, его капитализация составляет \$18 трлн. На нем торгуются более 5 тыс. компаний (Класс А торгуются внутри страны). Капитализация внутреннего рынка составляет \$14 трлн, а офшорного - \$4 трлн, в том числе на АДР с листингом США приходится около \$0,9 млрд капитализации. **Таким образом, общий объем китайского рынка акций мог сократиться более чем на \$9 трлн, из которых 50% приходится на компании, связанные с онлайн-ритейлерами и IT-компаниями.**

Китайский рынок акций сильно недооценен, но не только из-за запредельно высокого дисконта по мультипликаторам к развитым рынкам. Китайские активы (акции и облигации) недостаточно представлены в мировых индексах по сравнению с уровнем экономического влияния Китая. Например, доля китайских акций класса А на мировом фондовом рынке составляет 11%, тогда как на Китай приходится 20% мирового ВВП. Иностранцы владеют лишь 4,5% акций класса А, а доля Китая в индексе MSCI World составляет всего 3,5%. Американские институциональные инвесторы (30% международных инвесторов в китайские акции) владеют котируемыми на бирже китайскими акциями на \$750 млрд по сравнению с \$1,2 трлн на пике февраля 2021 г. Доля китайских акций А в свободном обращении составляет 37%.

СЕМЬ ALIBABA ПО ЦЕНЕ AMAZON!

Текущий мультипликатор P/E Alibaba на 2022 г. чуть ниже 11x и даже ниже китайских конкурентов Alibaba примерно на 30%. Акции компании торгуются на уровне 2016 г., тогда как сейчас чистая прибыль компании в четыре раза превосходит сравнительный показатель шестилетней давности. Текущий дисконт Alibaba (крупнейшей в мире онлайн-ритейлер по числу активных пользователей - >1 млрд) к второму по величине онлайн-ритейлеру, Amazon, составляет 75% против средних 14%, поскольку традиционно Alibaba торговалась с премией к Amazon, и только в связи резким ужесточением регулирования в Китае во втором полугодии 2021 г. и недавней распродажей этот дисконт возник и увеличился.

ПРИМЕРНЫЙ ДИСКОНТ P/E ALIBABA К AMAZON НА 2022 Г., %



Источник: Bloomberg, ITI Capital

ИСТИННЫЕ ПРИЧИНЫ ПАДЕНИЯ КИТАЙСКОГО РЫНКА АКЦИЙ

1) Геополитика и макроэкономические риски

При описании китайского рынка мы выделяем следующие факторы: **прежде всего, это продажи, которые вынуждены совершать американские управляющие фондами из-за геополитического давления**, которое США оказывают на КНР, чтобы заставить страну сохранять нейтралитет в продолжающемся конфликте между Россией и Западом. На выходных появились новости о том, что Россия обратилась к Китаю за помощью в проведении военной спецоперации на Украине, а в понедельник советник по национальной безопасности США Джейк Салливан провел в Риме переговоры с начальником Канцелярии Комиссии ЦК КПК по иностранным делам Яном Цзечи. **США и западные партнеры ввели против России "жесткие" санкции, торговые ограничения и "заморозили" активы ЦБ. Они могли бы ввести такие же меры против Китая, если бы Пекин попытался компенсировать Москве потери от санкций или решил вторгнуться на Тайвань.**

Однако ставки для Китая и США выше, и последствия для Китая были бы гораздо более значительными, учитывая, что торговый оборот Китая с США вырос на 28% г/г, до рекордных \$756 млрд, в 2021 г., что составляет 13% внешнеторгового оборота Китая объемом \$6 трлн. США остаются третьим по величине торговым партнером Китая после Ассоциации государств Юго-Восточной Азии (АСЕАН) и Европейского союза. Резервы Народного Банка Китая

оцениваются в \$3,2 трлн, а его вложения в казначейские облигации США превышают \$1 трлн.

Таким образом, продажи, которые вынуждены совершать американские управляющие фондами, - **еще один случай тактического давления на Китай**, поскольку США являются основным источником капитала для китайского правительства и компаний. Хороший пример - недавнее снижение целевой цены акций Alibaba аналитиками JPMorgan с \$180 до \$65 и акций ведущих китайских компаний - в три раза с рекомендацией ПРОДАВАТЬ в отсутствие существенных фундаментальных корпоративных факторов, с акцентом лишь на геополитические и макроэкономические риски.

2) Риск делистинга китайских АДР

В четверг, 10 марта, Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) представила предварительный список эмитентов, которые попадают под действие закона о подотчетности иностранных компаний (Holding Foreign Companies Accountable Act, HFCAA), вступившего в силу декабрь 2020 г. Хотя в список не вошли ведущие китайские TMT-компании (Alibaba, Baidu, JD.com, Vipshop и др.), АДР которых котируются на фондовых биржах США, бумаги, тем не менее, оказались под давлением. На компании TMT приходится 18% рыночной капитализации индекса MSCI China A. Однако следует отметить, что запреты на торговлю акциями вступят не ранее 2024 г. **Для китайских технологических компаний решение SEC не влечет фундаментальных последствий, кроме снижения вероятности листинга в США некоторых их "дочерних" компаний без листинга. Тем не менее, это негативный фактор.**

3) Государственное регулирование в Китае

Китайские власти продолжают ужесточать регулирование ИТ-сектора. На этот раз Tencent обвинили в отмывании денежных средств с помощью сервиса мобильных платежей WeChat Pay. **На компанию могут наложить рекордный штраф в размере сотен миллионов юаней. Тем не менее, это незначительная сумма для компании со свободным денежным потоком (FCF) в 193 млрд юаней, или \$30 млрд.** Предыдущий рекордный штраф антимонопольные органы наложили на Alibaba - 18,2 млрд юаней (\$2,8 млрд). Пекин готовится активизировать усилия по борьбе с незаконными потоками средств, стремясь предотвратить системные риски и укрепить финансовую отрасль. В январе центральный банк КНР объявил о начале общенациональной кампании по борьбе с отмыванием средств, которая продлится до 2024 г. По состоянию на 2021 г. WeChat Pay обрабатывал примерно 40% мобильных платежей в Китае, уступая лишь Alipay.

4) Глобальная ротация

Nasdaq упал на 20% с начала года, Dow Jones - на 10%, есть большие предпосылки для продолжения ротации, в частности по меньшей мере для 20%-го падения акций международных ИТ-компаний, в основном американских.

Акции роста во всем мире оказались под значительным давлением с октября 2020 г. ввиду растущих ожиданий рефляции и ужесточения денежно-кредитной политики (ДКП) во всем мире, что обычно благоприятствует акциям стоимости. Акции роста, включая онлайн-ритейлеров, интернет и ИТ-компаний, составляют 60% индекса MSCI China. С пиковых уровней рыночная капитализация MSCI China упала на \$5 трлн, при этом 60% потерь пришлось на акции роста, в частности на онлайн-ритейлеров, интернет и ИТ-компании. Ротация была заметна и в Китае, причем с ноября 2021 г. акции стоимости опережает акции роста на 22 п.п.

5) Цепная реакция как следствие кризиса в России

Китай - крупнейший торговый партнер России в страновом разрезе. Россия экспортирует в Китай нефть/энергоносители (66%) и драгоценные металлы (13%), а импортирует из Китая главным образом текстиль, электронику и бытовую технику/приборы. Кроме того, Россия очень зависима от импорта автомобилей, промышленного оборудования/продукции и товаров в сфере здравоохранения из ЕС и США (что составляет порядка 65% всего импорта в страну), и, **возможно, России придется искать замену этому импорту в других странах (включая Китай) из-за санкций Запада. Таким образом, акции китайских компаний из этих отраслей могут быть более подвержены рискам санкционной политики Запада по отношению к России, чем из бумаги компаний других секторов.**

6) Политика нулевой терпимости к коронавирусу

Эта политика существенно сказывается на глобальной экономике и на стоимости сырья. После введения антиковидных мер вчера в Шеньчжэне на неделю, цены на нефть упали на 11%, ниже \$100/барр.

Закрытие крупнейших портовых и промышленных городов Китая на месяц может обойтись ВВП Китая как минимум в 0,3% роста.

ДЕШЕВЛЕ ТОЛЬКО В СЛУЧАЕ "ЖЕСТКИХ" САНКЦИЙ

Тикер	Название	Сектор	Рыночная		Цена, \$	С начала года, %	Средняя целевая цена (12м)	Прогноз роста от аналитиков 12м, %
			капитализация, \$ млн	Динамика за 1м, %				
NIO US Equity	NIO INC - ADR	Автомобили	23 775	-40,1%	14,245	-55,0%	50,1	251,6%
PDD US Equity	PINDUODUO INC-ADR	Онлайн и прямой ретейл	33 074	-55,4%	26,39	-54,7%	91,2	245,5%
GDS US Equity	GDS HOLDINGS LTD - ADR	IT-услуги	4 090	-48,5%	21,465	-54,5%	70,2	227,1%
TME US Equity	TENCENT MUSIC ENTERTAINM-ADR	Развлечения	5 323	-46,7%	3,145	-54,1%	8,8	181,2%
BILI US Equity	BILIBILI INC-SPONSORED ADR	Развлечения	6 663	-49,9%	17,1901	-63,0%	47,9	178,4%
LI UW Equity	LI AUTO INC - ADR	Автомобили	18 313	-37,7%	17,73	-44,8%	45,0	153,5%
YY US Equity	JOYY INC-ADR	Интерактивные медиа и услуги	2 052	-47,0%	26,32	-42,1%	65,3	148,2%
BEKE US Equity	KE HOLDINGS INC-ADR	Недвижимость	10 971	-53,9%	9,165	-54,4%	21,9	138,9%
TCEHY US Equity	TENCENT HOLDINGS LTD-UNS ADR	Интерактивные СМИ и услуги	385 706	-33,2%	40,16	-29,1%	92,0	129,1%
BABA US Equity	ALIBABA GROUP HOLDING-SP ADR	Онлайн и прямой ретейл	210 177	-36,4%	77,53	-34,7%	169,6	118,7%
JD US Equity	JD.COM INC-ADR	Онлайн и прямой ретейл	66 912	-42,4%	42,92	-38,7%	89,9	109,4%
BIDU US Equity	BAIDU INC - SPON ADR	Интерактивные СМИ и услуги	37 636	-32,8%	108,13	-27,3%	218,6	102,2%
WB US Equity	WEIBO CORP-SPON ADR	Интерактивные СМИ и услуги	4 769	-34,7%	20,16	-34,9%	38,6	91,6%
TCOM US Equity	TRIP.COM GROUP LTD-ADR	Гостиницы, рестораны и досуг	10 929	-42,0%	17,145	-30,4%	32,2	87,8%
NTES US Equity	NETEASE INC-ADR	Развлечения	48 358	-26,5%	72,07	-29,2%	129,4	79,6%
VIPS US Equity	VIPSHOP HOLDINGS LTD - ADR	Онлайн и прямой ретейл	4 169	-36,6%	6,14	-26,9%	10,4	69,4%

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

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/>