



Крупнейшие компании Китая через призму долга: Evergrande Group в схватке за ликвидность

China Evergrande Group — многопрофильный китайский инвестиционный холдинг, крупнейший оператор жилой недвижимости в южной провинции Гуандун и один из крупнейших операторов недвижимости Китая. (https://ru.wikipedia.org/wiki/Evergrande_Group)



Автор заметки:

Александра Янковская @FinOsnova
IM&PM,
MS in Finance
Автор канала FinOsnova
Соучредитель НДФЛ.гуру

Если у вас в портфеле есть индексные фонды высокодоходных облигаций: романтический NYEM, ISTB, EMHY и подобные, или вы счастливый обладатель любого из выпусков группы Evergrande, то вопрос платежеспособности и устойчивости для вас очень актуален.

Практически в каждом HY ETF есть от 0.2% до 2% активов в выпусках этого эмитента. Сюрприз! И это сейчас, уже после понижения рейтинга к CCC и грустных прогнозов, когда фонды вынуждены были продавать облигации. Показатель достигал 6% до!

Институциональные держатели

ДЕРЖАТЕЛЬ	РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ, МЛН	ДАТА РАСКРЫТИЯ
VanEck Vectors Emerging Markets High Yield Bond ETF	0,31 USD	26.08.2021
VanEck Vectors Emerging Markets High Yield Bond UCITS ETF	0,08 USD	27.08.2021
iShares Core 1-5 Year USD Bond ETF		26.08.2021
iShares Emerging Markets High Yield Bond ETF		26.08.2021
iShares J.P. Morgan EM Corporate Bond ETF		26.08.2021

Всего долг Evergrande оценивается в \$14,050M и 18,000M HKD, то есть практически 86% долга номинировано в валюте, которую Китай еще печатать не научился. Пока.



30 июля цена облигации крупного китайского застройщика Evergrande 2022 года погашения опустилась (8,250% 23MAR2022 CORP) до 55% от номинала, а по состоянию на 30 августа уже 47% или 304.5% (!!!) к погашению в долларах (!!!). **Так стоит ли идти за такой роскошной доходностью за такой короткий срок?**

Что напугало инвесторов:

1: Кредитные рейтинги снова понижены

И S&P, и Fitch и Moodie's все сошлись на C-CCC рейтинге.

Рейтинги эмиссии

АГЕНТСТВО	РЕЙТИНГ / ПРОГНОЗ	ШКАЛА	ДАТА
Moody's Investors Service	Caa2	Долгосрочный Межд. рейтинг в ин. валюте	02.08.2021
S&P Global Ratings	CCC-	Долгосрочный Межд. рейтинг в ин. валюте	05.08.2021

Рейтинги заёмщика

АГЕНТСТВО	РЕЙТИНГ / ПРОГНОЗ	ШКАЛА	ДАТА
Moody's Investors Service	Caa1 / Нег.	Долгосрочный Межд. рейтинг в нац. валюте	02.08.2021
Moody's Investors Service	Caa2 / Нег.	Долгосрочный Межд. рейтинг в ин. валюте	02.08.2021
S&P Global Ratings	CCC / Нег.	Долгосрочный Межд. рейтинг в нац. валюте	05.08.2021
S&P Global Ratings	CCC / Нег.	Долгосрочный Межд. рейтинг в ин. валюте	05.08.2021
Fitch Ratings	CCC+	Долгосрочный Межд. рейтинг в ин. вал.	28.07.2021

Рейтинги были понижены в основном из-за резкого снижения финансовых возможностей Evergrande.

Доходность краткосрочных долгов Evergrande взлетела до чрезвычайно высокого уровня, что означает практически невозможность каким-либо образом рефинансировать свой долг.

2: Никаких спецдивидендов

В начале июля Evergrande неожиданно объявила, что обсудит вопрос о выплате спецдивидендов и вызвала ажиотаж на рынке. Для инвесторов в облигации такая выплата явный негатив, ведь это ослабило бы ликвидность и повлияло на платежеспособность. Акционеры же потирали руки и почти остановили дальнейшую распродажу в акциях.

Но прошел месяц, и положение Evergrande резко ухудшилось: после рассмотрения "текущей рыночной конъюнктуры" спецдивиденды решили не выплачивать. Теперь уже все инвесторы, и долевыми и долговыми, напряглись, на повестке явно проблема с ликвидностью.

Снижение цен на акции сокращает возможности долевого финансирования группы.

3: Инциденты с кредиторской задолженностью и погашение долгов домами

Многие поставщики жалуются, что группа не гасит свою кредиторскую задолженность в установленный срок. Компания Huaibei Mining, государственное предприятие в провинции Аньхой подала гражданский иск на Lu'an Hengda, дочернюю компанию Evergrande из-за невыполнения своих обязательств по оплате проекта в размере 400 миллионов юаней.

Evergrande назвала инцидент обычным рабочим спором по контракту и заявила, что юридические процедуры запущены.

Поскольку негативные слухи продолжают распространяться, все больше поставщиков будут сокращать срок для взыскания по контрактам.

Группа приняла новый метод погашения “погашение долга домами” по коммерческим бумагам¹.

Если группе Evergrande удастся использовать такую стратегию, то кредиторская задолженность поставщикам может погашаться более гибким образом, позволяя существующему капиталу сохраняться для погашения стандартных рыночных долговых инструментов (таких как банковские ссуды и облигации). Поскольку последний должен быть погашен наличными и может вызвать перекрестный дефолт всех оставшихся, если задолженность просрочена, она должна иметь более высокий приоритет для группы. Вот почему Evergrande быстро урегулировал инцидент с China Guangfa Bank.

4: 20% доля в Langfang Development заморожена

По решению суда Сяогань в споре с местными властями.

5: Правительство Ланьчжоу требует от Evergrande оплату земли

Бюро природных ресурсов муниципалитета Ланьчжоу выпустило объявление о том, что 41 застройщик должен выплатить невыплаченные сборы за передачу земли. 20 из них - дочерние компании Evergrande.

Так что происходит с ликвидностью и что делает группа для исправления ситуации?

2. Дела по просроченным коммерческим бумагам собраны в центральном суде, теоретически это может означать для Evergrande передышку, но China Fortune, Peking Founder и HNA Group, которые ранее объявили дефолт, также были централизованы, их это не спасло. **Последнее заявление правительства дает указание Evergrande гарантировать нормальную работу своих 798 проектов в 234 городах, рыночным путем решить вопрос с долгами и ускорить реализацию плана реализации активов.**

Evergrande отличается от вышеупомянутых компаний- группа не имеет оншорных и офшорных облигаций со сроком погашения в этом году и способна своевременно погашать такие долги, как банковские и доверительные ссуды. По коммерческим бумагам, как правило, можно погашать более гибко. Погашение долгов за счет притока денежных средств от продаж возможно.

Группа объявила, что общий долг на конец июня 2021 был сокращен до менее 600 миллиардов юаней. По расчетам JP Morgan, банковские кредиты составляют 45%, а доверительные ссуды - 25%.

3. В настоящее время, поскольку доходность краткосрочных облигаций Evergrande чрезвычайно высока, даже теневые банки не будут давать группе денег. Таким образом, все каналы долгового финансирования группы отрезаны. Несмотря на это, продажи Evergrande в первой половине года достигли 320 миллиардов юаней.

¹ Коммерческие бумаги на мировом финансовом рынке представляют собой необеспеченные векселя с фиксированным сроком погашения редко более 270 дней

Evergrande's Major Listed Subsidiaries and Recent Equity Financing

Month	Subsidiary	Amount	Remarks
March	Fangchebao	16.4 billion HKD	72% ownership
May	Evergrande New Energy Vehicle	10.6 billion HKD	65% ownership, market cap about 126.2 billion HKD
June	Calxon Group	3.0 billion yuan	28% ownership, market cap about 7.1 billion RMB
June & July	HengTen Networks	7.7 billion HKD	27% ownership, market cap about 44.4 billion HKD
Evergrande Property Services: 60% ownership, market cap about 74.1 billion HKD			
Shengjing Bank: 36% ownership, market cap about 60.7 billion HKD			
Planning to list Cultural tourism and healthcare division, Evergrande Spring and Fangchebao			
Source: Company announcements, HKEX, Shenzhen Exchange, Hithink			
Data as at 12 August 2021			

3. Были проданы 11% акций Hengten Network Tencent и объявлено о намерении продать доли в Evergrande New Energy Vehicle и Evergrande Property Services.

4. Принято решение о плане продажи долевого участия в противовес продаже земельных участков. Ведь для девелопера земельные проекты в приоритете, они влияют на возможность группы получить доступ к каналам финансирования и отражают перспективы и устойчивость группы. У Evergrande есть решимость пожертвовать большей частью своего непрофильного бизнеса в обмен на 100+ миллиардов юаней денежных активов.

Вывод:

Кредитные линии в валюте, отсутствие риск-менеджмента в части планирования входящих денежных потоков и расчетов по линиям банков – это частые причины дефолта компаний девелопмента во всем мире. Как и опыт **расчета с банками квадратными метрами** – нет возможности отдать деньги, приходится прощаться с залогом. Такая история была с «Миракс групп» из России - значительная часть займа в валюте, плохая калькуляция проектов и некоторое падение спроса привело к тому, что рефинанс прошлых долгов оказался невозможным. Банкам стали уходить остатки свободных денег и залоговые метры, держатели облигаций оказались в последней очереди кредиторов с призрачной надеждой получить вообще что-либо. Инвесторы в облигации до последнего верили в бизнес-идею Полонского – опыта дефолтов было мало, а веры в новаторскую компанию, строящие московские небоскребы, - много. Теперь, вероятно, этот опыт веры и надежды приходит в Китай.

Если ваша вера в системообразующие предприятия Поднебесной **сильна и вы сможете разглядеть положительные изменения в свежих отчетах**, то купить выпуски группы можно у любого зарубежного брокера или через внебиржу у российских. Из зарубежных русскоговорящих заметен след Exante.

Справочно: **Recovery Rate или шкура после дележки медведя по НУ облигациям составляет 30%-40%**

Благодарность: Jackson Chan Assistant Manager, Fixed Income Research Bondsupermart, Хирургическая (<https://t.me/dmhirurg>)