

Китайские еврооблигации:

Рынок облигаций

Неслу**CHINA**я ставка на экономический рост

25 марта 2011 г.

В условиях существенно сузившихся кредитных спредов на рынке российского корпоративного долга, мы обращаем внимание инвесторов на еврооблигации китайских эмитентов. В настоящее время китайские компании представлены на еврооблигационном рынке в достаточно узком составе. Тем не менее, некоторые из обращающихся выпусков предлагают инвесторам привлекательные возможности диверсифицировать свои портфели и увеличить их доходность.

Выводы Мы основываемся на более широких кредитных спредах, присущих ряду китайских еврооблигаций в сравнении с выпусками российских компаний (при схожих комбинациях кредитных рейтингов эмитентов). Данный факт представляется нам фундаментально необоснованным, и мы ожидаем опережающей динамики сужения спредов по выпускам китайских эмитентов, особенно при рассмотрении сценария дальнейшего экономического подъема.

В качестве основных торговых рекомендаций по китайским еврооблигациям мы определили шесть эмитентов, руководствуясь, в первую очередь, ликвидностью бумаг и их относительной стоимостью с точки зрения кредитных рейтингов эмитентов и Z-спредов (см. Илл. 5 стр. 3).

Китайская экономика: подъем продолжается. Китайская экономика, занимающая второе место в мире после США по размеру, в настоящее время продолжает выступать основным «локомотивом» роста всей мировой экономики. Динамика промышленного производства и ВВП КНР по итогам 2010 г (рост на 13,5% и 9,8% соответственно) заметно превзошли показатели других развивающихся экономик, в частности стран BRIC. Показатели, характеризующие производственную активность и промышленный рост КНР, и в 2011 г продолжают демонстрировать позитивную динамику, а монетарные власти страны своевременно предпринимают меры по сдерживанию инфляции.

Китайская экономика обладает мощнейшим потенциалом, который должен позволить ей сохранить за собой позиции мирового лидера в кратко- и среднесрочной перспективе. Так, Всемирный банк (ВБ) прогнозирует рост реального ВВП Китая в 2011 г на уровне 8,5%. По мнению банка, у Китая хорошие экономические перспективы, несмотря на сдержанный рост основных экспортных рынков, а бороться с вероятной инфляцией Китай сможет посредством укрепления юаня. Главный экономист ВБ Джастин Лиин недавно заявил, что экономика КНР может расти на 8% ежегодно в следующие 20 лет.

Правительство Китая определило в качестве приоритетной задачи поддержание экономического роста за счет переориентации на внутреннее потребление и стимулирование внутреннего спроса. С учетом того, что по показателям внутреннего спроса Китай еще в значительной степени отстает от развитых стран, ставка на опережающий рост китайской экономики в ближайшие годы представляется оправданной инвестиционной стратегией.

Илл. 1: Китай в сравнении с прочими представителями BRIC по ключевым кредитным индикаторам

Страна	S&P	Moody's	Fitch	Долг/ВВП, %	CDS5Y, б.п.	ВВП, г/г, %
Бразилия	BBB- (стабильный)	Ваа3 (позитивный)	BBB- (позитивный)	60,8%	115	5,0
Россия	BBB (стабильный)	Ваа1 (стабильный)	BBB (позитивный)	9,5%	131	2,7
Индия	BBB- (стабильный)	-	BBB- (стабильный)	55,9%	-	8,6
Китай	AA- (стабильный)	Аа3 (позитивный)	А+ (стабильный)	17,5%	75	9,8

Источники: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка; Рыночные данные по состоянию на 24 марта 2011 г.

Рейтинговые агентства оценили улучшения в экономике КНР. Суверенные кредитные рейтинги Китая являются самыми высокими среди стран с развивающимися экономиками. В конце 2010 года сразу два ведущих международных рейтинговых агентства (S&P и Moody's) повысили суверенный кредитный рейтинг КНР на одну ступень – до «AA-» и «Аа3» соответственно. При этом S&P установила «стабильный» прогноз для нового рейтинга страны, а Moody's – «позитивный». В материалах S&P отмечается, что кредитные рейтинги КНР отражают низкий уровень задолженности правительства, значительный объем внешних активов и перспективы роста китайской экономики. Данные плюсы, по мнению агентства, превышают такие недостатки, как большой объем обязательств в банковской системе страны, который может причинить вред финансовой системе в случае дальнейшего спада мировой экономики. S&P полагает, что власти Китая будут реагировать на будущую угрозу финансовой стабильности своевременными мерами. В свою очередь, Moody's повышение рейтинга КНР обосновывает устойчивостью китайской экономики в условиях кризиса, а также ожиданием ее уверенного роста и макроэкономической стабильности в среднесрочной перспективе.

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

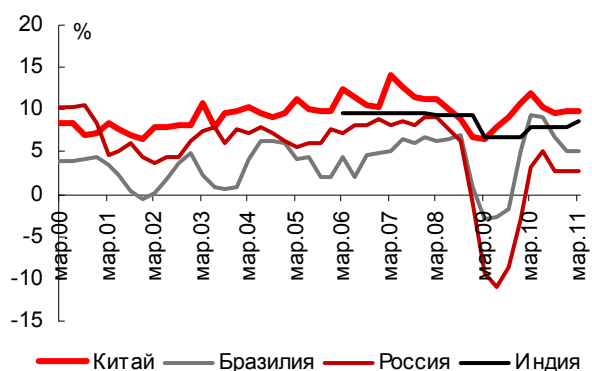
Еврооблигации китайских компаний – привлекательные инвестиционные возможности. Для инвесторов, оптимистично оценивающих дальнейшие перспективы мировой экономики, инвестиции в корпоративные еврооблигации китайских компаний представляют интересные возможности для диверсификации портфелей и увеличения их доходности. Привлекательность китайских бумаг обусловлена их более широкими кредитными спредами в сопоставлении, в том числе, с выпусками российских эмитентов, обладающих близкой комбинацией кредитных рейтингов. Данный факт представляется нам фундаментально необоснованным с учетом как текущего состояния китайской экономики, так и ее перспектив. Рассматривая сценарий дальнейшего экономического подъема, динамика финансовых показателей китайских компаний (в первую очередь, мы выделяем компании, ориентированные на внутренний спрос в стране) будет с большой долей вероятности превосходить результаты большинства их зарубежных конкурентов. Это, в свою очередь, позволяет ожидать опережающего сужения кредитных спредов по китайским еврооблигациям, в частности, – среди выпусков эмитентов из стран BRIC. Обращаем внимание, что пятилетние CDS на суверенный риск Китая в настоящее время превышают свои средние исторические значения (см. Илл.3 стр.2), что создает общие благоприятные предпосылки для входа в китайский корпоративный сектор.

Строительный и добывающий сектора в числе фаворитов. В качестве основных торговых рекомендаций по китайским корпоративным еврооблигациям мы определили шесть эмитентов, руководствуясь в первую очередь ликвидностью бумаг и их относительной стоимостью с точки зрения кредитных рейтингов и Z-спредов (см. Илл. 4). В отобранном нами списке компаний, три эмитента принадлежат к строительному сектору, три – к секторам добывающей промышленности. Мы полагаем, что вложения в данные сектора должны позволить инвесторам в значительной степени использовать потенциал дальнейшего экономического роста Китая.

Так, в одном из недавно опубликованных исследований PricewaterhouseCoopers (PwC) отмечается, что в 2010 г Китай обогнал США по объемам строительства и стал лидером в этой области. Согласно прогнозам PwC, к 2020 г объемы инвестиций в строительный сектор в Китае удвоятся, достигнув \$2,5 трлн, что составит около 20% мирового рынка строительства. Рассматривая подобный сценарий, представляется очевидным, что китайские компании, оперирующие в добывающей и смежной с ней отраслях промышленности (например, сталелитейной, угольной и т.д), также смогут значительно выиграть от подъема строительного сектора в стране.

Последние трагические события в Японии, по всей видимости, будут способствовать глобальному увеличению спроса на промышленные товары, что станет дополнительным фактором поддержки китайских производителей.

Илл. 2: Динамика ВВП стран BRIC (%)



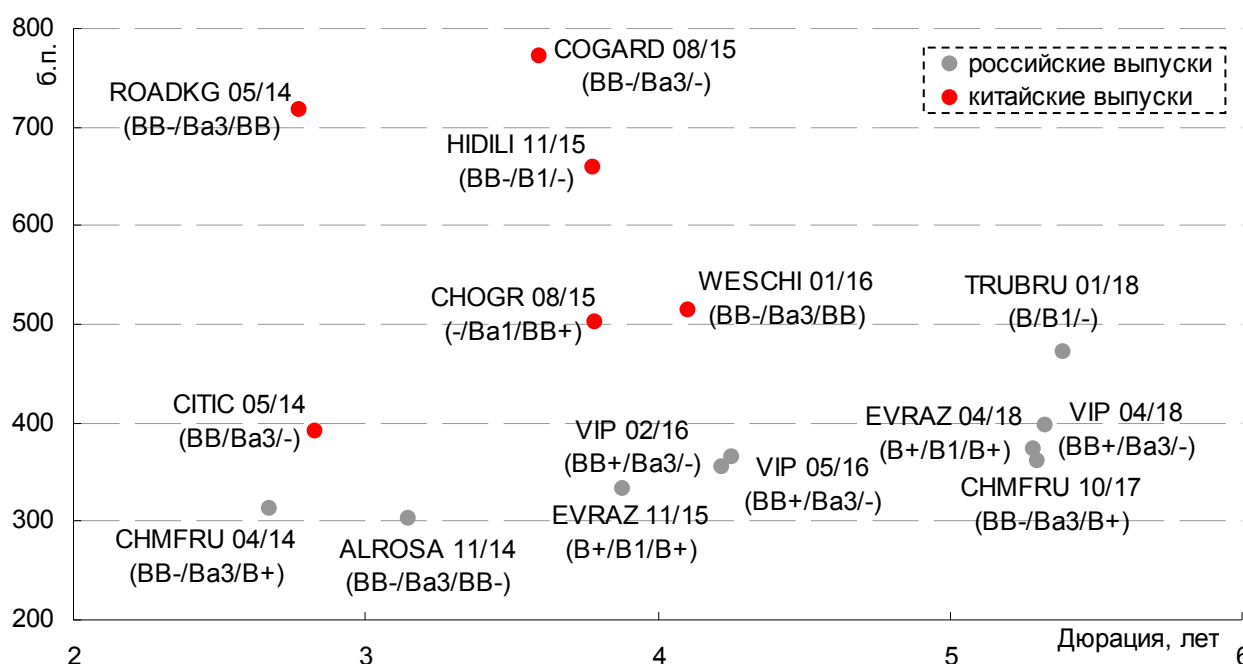
Источники: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 3: Динамика CDS развивающихся стран



Источники: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

Илл. 4: Z-спреды российских и китайских еврооблигаций с сопоставимыми рейтингами



Источники: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка; Рыночные данные по состоянию на 24 марта 2011 г.

Илл. 5: Торговые рекомендации по еврооблигациям китайских эмитентов

Выпуск	Сектор	Кредитный рейтинг (S/M/F)	ISIN	Объем (\$ млн)	Дата погашения	Текущая доход-ть (YTM)	Краткое описание компании
CHOGRP 08/15	Металлургия	-/Ba1/BB+	USG2108VAB74	550	18.08.2015	6,9%	Одна из ведущих частных сталелитейных компаний в Китае. Выручка в ИП10г \$2,2 млрд, Чистый долг/EBITDA 0,8x
HIDILI 11/15	Горнодоб-щая промыш-ть	BB-/B1/-	USG44403AB26	400	04.11.2015	8,6%	Небольшая частная компания специализирующаяся на производстве угля. Выручка в ИП10г \$154 млн, Чистый долг/EBITDA 2,9x
CITIC 05/14	Нефть и газ	BB/Ba3/-	USG21555AA88	1000	15.05.2014	5,2%	Входит в состав 4-го по размерам китайского нефтепроизводителя CITIC Group. Выручка в ИП10г \$1,8 млрд, Чистый долг/EBITDA 3,9x
COGARD 08/15	Строительство	BB-/Ba3/-	XS0531782273	400	11.08.2015	9,6%	Специализируется на строительстве и девелопменте элитной недвижимости. Выручка в 2010 г \$3,8 млрд, Чистый долг/EBITDA 2,1x
WESCHI 01/16	Строительство	BB-/Ba3/BB	USG955OBAA10	400	25.01.2016	7,3%	Лидирующий производитель цемента в Китайской провинции Шаанхи. Выручка в 2010 г \$438 млн, Чистый долг/EBITDA 0,6x
ROADKG 05/14	Строительство	BB-/Ba3/BB	XS0300020913	200	14.05.2014	8,6%	Специализируется на инвестициях и управлении платными дорожными магистралями в КНР. Выручка в ИП10г \$265 млн, Чистый долг/EBITDA 3,8x

Источники: Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка; Рыночные данные по состоянию на 24 марта 2011 г.

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
Торговые операции	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, директор по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 (доб. 7050) Ольга Паркина, вице-президент по продажам (7 495) 785-74 09 Егор Романченко, специалист по продажам (7 495) 786-48 97
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 974-25 15 (доб. 8523) Татьяна Цилюрик, аналитик по внешнедолговым рынкам (7 495) 974-25 15 (доб. 7669) Станислав Боженко, Ph.D. старший кредитный аналитик (7 495) 974-25 15 (доб. 7121) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47
Долговой рынок капитала	Александр Гуня, директор на долговом рынке капитала (7 495) 974-2515 доб. 6368/3437 Александр Бойцов, Старший менеджер (7 495) 974-2515 (доб. 7120) Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2011 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.