

## [Кофе с банкиром] Заметки на полях "китайского списка UBS"

**\*\*это не инвестиционные рекомендации\*\***

Любые "географические портфели" можно условно разделить на два типа - "тематические" и "диверсифицированные". Тематические - это портфели, которые ориентируются на "сильные стороны" конкретной экономики, то есть в США покупают условные софтверные компании и прочий Google, в России и Канаде - нефтянку, в Швейцарии - фарму и так далее. Такие портфели найти легко или легко составить, просто географической фильтрацией глобальных портфелей каких-то глобальных фондов. Проблема в том что такой подход - очень-очень хрупкий - и какая-то политическая проблема или секторальная проблема в конкретной стране (или странах) может нанести большой (а если не повезет - катастрофический) ущерб портфелю. Представим себе ситуацию, что у вас только российские (ибо они, "по цифрам", лучшие) нефтяные компании - а в России до кнопок управления экономикой добрался условный "коллективный Глазьев" и буквально росчерком пера ВСЕ ваши нефтяные позиции превратились за одну ночь в "российские PDVSA" - то есть в никому нафиг не нужные, платящие налоги даже за дыхание, и не платящие ни капли дивидендов "подлым буржуям-миноритариям" аналоги венесуэльской государственной нефтяной компании. Ну и толку от того что у вас нефтяной сегмент в портфеле был рассчитан "по лучшим показателям P/E, P/B, и с самой высокой дивидендной доходностью и низкой стоимостью добычи, в самой лучшей эксель-табличке (в которой если вы - отличник и выпускник cum laude ВШЭ/LSE понятие "риск" еще и заменено на, лол, "волатильность"? Аналогичные риски (не только политические) можно привести по европейским компаниям, американским, китайским, японским - ЛЮБЫМ и из ЛЮБОГО сектора (акционеры Shell и Exxon - на этом месте нервно задержались).

Соответственно, у вашего покорного слуги, есть список "инвестиционных тем" (и у вас тоже должен быть подходящий лично для вас) для которых я стараюсь найти лучшие компании из разных географических регионов, как раз для того чтобы не получать таких жестких ударов по портфелю, и готов за это платить покупкой акций в компаниях, которые в условном глобальном рейтинге привлекательности смотрятся не так привлекательно, как их конкуренты из других стран.

В этом контексте, очень интересно в качестве базы для собственных исследований и оценок, смотрится, "китайский список любимых акций" от UBS, ибо аналитики UBS как раз составили диверсифицированный список, с самыми разными бумагами, из разных секторов, а уж включить мозг и собственный вкус чтобы отобрать нужное и самому "расставить аллокацию" - это прерогатива читателя.

Name	Selection	ISIN	CCY	Share Price	52 Week High	52 Week Low	P/E 21E	P/E 22E	Div Yield 21E	Div Yield 22E	P/BV 21E	Div. Cover 21E
Alibaba	Most Preferred	US01609W1027	USD	219.53	319.32	194.03	19.8 x	16.0 x			3.3 x	
Angang Steel	Most Preferred	CNE1000001V4	HKD	6.23	6.26	1.77	8.9 x	8.1 x	3.87%	4.37%	0.8 x	2.9 x
Anhui Conch Cement	Most Preferred	CNE1000001W2	HKD	48.45	62.05	44.70	6.0 x	5.9 x	5.48%	5.59%	1.1 x	3.0 x
Baidu, Inc.	Most Preferred	US0567521085	USD	183.44	354.82	90.94	17.3 x	14.6 x			1.9 x	
Bilibili	Most Preferred	US0900401060	USD	94.64	157.66	28.08					29.7 x	
China Construction Bank Corp	Most Preferred	CNE1000002H1	HKD	6.30	6.74	4.93	4.6 x	4.3 x	6.59%	7.02%	0.5 x	3.3 x
China Mobile (HK) Ltd	Most Preferred	HK0941009539	HKD	49.85	60.40	39.00	7.6 x	7.4 x	7.08%	7.30%	0.7 x	1.9 x
China National Offshore Oil Corporation	Most Preferred	HK0883013259	HKD	9.12	10.60	6.50	5.6 x	5.2 x	8.27%	8.75%	0.7 x	2.2 x
China Resources Land Ltd	Most Preferred	KYG2108Y1052	HKD	37.60	41.30	28.20	8.2 x	7.3 x	4.48%	5.02%	1.0 x	2.7 x
GDS	Most Preferred	US36165L1089	USD	70.88	116.76	54.55					3.3 x	
Huashang Bank - H-	Least Preferred	CNE100001QP7	HKD	2.56	2.81	2.49	2.6 x	2.4 x	3.47%	3.74%	0.3 x	11.2 x
JD.com	Most Preferred	US47215P1066	USD	71.40	108.29	46.37	39.0 x	27.0 x			3.5 x	
Li Ning	Most Preferred	KYG5496K1242	HKD	64.50	72.95	23.30	54.7 x	42.0 x	0.57%	0.76%	12.4 x	3.2 x
TAL Education Group	Most Preferred	US8740801043	USD	54.21	90.96	48.53	172.1 x	50.6 x			5.9 x	
Tencent Holdings	Most Preferred	KYG875721634	HKD	595.00	775.50	404.00	32.0 x	26.0 x	0.33%	0.41%	5.5 x	9.3 x
WH GROUP	Most Preferred	KYG960071028	HKD	6.85	7.57	5.90	9.4 x	8.6 x	4.51%	4.91%	1.2 x	2.4 x
Wuxi Biologics	Most Preferred	KYG970081173	HKD	103.20	128.90	39.40	142.9 x	99.9 x			14.4 x	
Xinyi Solar Holdings	Most Preferred	KYG9829N1025	HKD	10.68	24.80	5.30	15.1 x	14.0 x	3.03%	3.24%	3.1 x	2.2 x
Yum China Holdings	Most Preferred	US98850P1093	USD	60.75	64.64	43.50	30.1 x	25.8 x	0.83%	0.93%	3.7 x	4.0 x

Based on consensus estimates provided by Factset as of May 10, 2021

Я сгруппирую по "темам" представленные бумаги (напоминаю, что ответственность за инвестиционные решения и за глубокое исследование бумаг - ваша, а не аналитиков UBS) и обозначу несколько заметок:

### 1. "Бегемоты айти сектора": Alibaba, Tencent (+Bilibilli, Baidu, JD)

Хотел бы обратить внимание на то что сейчас у многих западных инвесторов (спасибо западным СМИ) возникло острое ощущение того что "Си - кровавый диктатор-рабовладелец, и он задушит всех предпринимателей из ай-ти сектора, громко хохоча и уничтожая все айтишное просто потому что он - кровавый диктатор-рабовладелец, который боится всего молодежного и интересного и независимого".

С точки зрения вашего покорного слуги, все немного не так, и линии противостояния проведены (в головах западных аналитиков) не там где они есть на самом деле: это не "конфликт между костными бюрократами из ЦК КПК и ай-ти предпринимателями", а скорее наблюдается конфликт между "старыми финансами" (банки) и их политической крышей внутри китайских властей и "новыми финансами" (айти, особенно в платежно-кредитном секторе) с их политическими крышами, а еще борьба между разными "крышами" разных ай-ти гигантов. Я уже как-то писал об этом, применительно не только к Китаю, но и к США и ЕС (где уже политики точат ножи на ай-ти компании), что применительно даже к России.

У этой разницы в оценках есть важное практическое последствие - если перед нами не "борьба за уничтожение всего мощного китайского высокотехнологичного частного сектора по причине "политического дебилизма узкоглазых стариков из КПК", а просто эпизод внутрикитайских политических разборок, а руководство КНР как раз хорошо понимает необходимость цифровизации (под чутким контролем

"старших товарищей из ЦК") - то определенная ставка на крупных китайских создателей ай-ти экосистем с разными (для диверсификации!!) политическими крышами - смотрится вполне логично.

Как пишут аналитики UBS "навес" в виде регуляторных рисков - в цене уже есть, а в реальности - его уже не то чтобы совсем нет, но вероятно его размер сильно переоценен западными инвесторами.

бонусы:

- "китайский ютуб" в виде Bilibili, при том что сам "Youtube" в КНР - под запретом, а политические риски самого Bilibili - меньше чем у "бегемотов", которые пытаются создать финансовые экосистемы, замкнутые на себя.

- с китайскими "гугл" (Baidu) и "один из китайских Амазонов/Озонов" (<http://JD.com>) — аналогично.

## **2. "Старые финансы" - China Construction Bank (CCB) + девелоперская компания China Resources Land Ltd**

У меня есть твердое убеждение, что в финансовой отчетности любого банка и любой девелоперской (строительной, особенно когда речь идет о жилье) компании, причем не только в Китае, можно найти больше фантазии, чем во всех томах саги о Гарри Поттере вместе взятых. Для простоты я вообще считаю по определению, что каждый банк и каждый девелопер - это просто "хранилище токсичных отходов" (в финансовом смысле) и что выбирать из этих секторов нужно или после тщательнейшей проверки качества активов (по косвенным признакам) и/или по критерию - "политическая крыша - важнее всего" (отсюда мой "банковский критерий" - выбирать только те банки, которые могут системно, нагло, демонстративно и без особых последствий нарушать законы, причем чем жестче они их нарушают и чем меньшие последствия они за это несут - тем банк лучше в качестве инвестиции).

В качестве "диверсификатора" риска того что в борьбе между "старыми деньгами" (старой банковской системой) и "новыми деньгами" (всеми видами новых финансовых структур) можно рассмотреть - China Construction Bank - один из крупных государственных китайских банков, который плотно сидит на теме "инвестиций в инфраструктуру" (которые Китаю скорее всего в том или ином виде нужно будет делать) и платит дивиденды - по оценке UBS - около 6,5-7%

Самый забавный параметр этого банка - соотношение P/BV - он торгуется по цене в два раза ниже официальной балансовой стоимости на акцию, то есть довольно приличный "резерв на произведения про Гарри Поттера в банковской бухгалтерии" уже заложен в цену акций - правда хрен его знает окажется ли он достаточным.

В качестве "старой недвижимости" — UBS указывают на девелоперскую (и тоже сравнительно дивидендную) компанию - China Resources Land Ltd (у них есть и своя

недвига, которую они сдают - но это меньшая часть бизнеса по сравнению с девелопментом) - тут это не хедж от чего-то, на мой взгляд, а скорее ставка на то что официальный Пекин не захочет "морозить" рынок жилья и недвижимости в целом, поддерживая его в таком "тепло-горячем" состоянии, ибо в случае резкого сокращения или даже простого прекращения роста цен - у китайской экономики исчезнет один из традиционных моторов роста и возникнут проблемы с сотнями миллионов разгневанных инвесторов.

Я сам девелопер (то есть тех, кто строит + продает) - не очень люблю, я предпочитаю что-то вроде (я упоминал уже об этой компании) LINK REIT - там бизнес-модель и риски мне нравятся больше, но это не инвестиционная рекомендация - я просто слегка параноик в инвестициях.

### **3. Две сравнительно консервативные ставки на 5G и дополнительную цифровизацию КНР - China Mobile, GDS**

China Mobile - я знаю, что купить это из России (без соответствующего счета за рубежом) - это то еще приключение. Но дивидендность примерно 7% (с потенциалом роста - оценка UBS), "лидер развертывания 5G в КНР" (оценка UBS) и сравнительно стабильный основной бизнес - вероятно достойны того чтобы рассмотреть возможность преодоления инфраструктурных ограничений.

GDS - идея на любителя, но может прямо хорошо сработать, если звезды сойдутся правильным образом. GDS - ведущий создатель и оператор "датацентров высокой производительности" в Китае. Инвестиционный тезис - прямой как линейка - "облачные сервисы будут расти, а в КНР - главный облачный провайдер для тех, кому нужны такие услуги или кто перепродает такие услуги - это GDS".

У этой идеи, кмк, могут быть две проблемы: санкции США (у меня нет достаточных компетенций чтобы судить об устойчивости бизнеса к "технологическим" санкциям с баном на импорт иностранного оборудования, то есть я вижу политический риск, но его последствия - хрен его знает насколько могут быть серьезными), и присутствие большого количества иностранных инвесторов из-за американского листинга - это может "просадить" акцию в случае реализации каких-то политических рисков.

### **4. "Двойка за Due Diligence" или "Wirecard ничему никого не научил и не научит" -> Tal Education**

Аналитики UBS просто нахрен с позором провалили элементарную due diligence - обязательную оценку базовой надежности самой компании. Вообще я заметил, что качество анализа у любой банковской структуры обратно пропорционально "модности" сектора экономики - то есть если аналитики в сфере "модных" ай-ти историй - в среднем довольно тупые хипстеро-нерды-хайпожоры, то в более скучных секторах качество все-таки лучше, и встречаются даже люди, которые реально понимают тему - правда они быстро уходят в нишевые фонды или family offices.

Tal Education - это китайская компания из сферы "частного (онлайн) образования детей в Китае" - это ооочень хайповая тема в очень модном секторе.

UBS утверждает, что компания будет расти, что у нее "низкий P/E" и все такое, но блиин, это та же самая компания, которая в 2020 году призналась в том что она врала насчет своих финансовых результатов и продаж - как вообще можно делать какие-то выводы делать по финансовым показателям этих людей? --

> <https://asia.nikkei.com/Business/China-tech/Chinese-e-learning-king-TAL-Education-admits-inflated-sales>

Рано или поздно получат второй Luckin Coffee.

## 5. Китайская нефть - China National Offshore Oil Corporation

Примерно то же самое, что и в случае China Mobile в плане сложности доступа, и примерно то же самое в плане того что можно привести солидные аргументы в пользу того чтобы этот доступ все-таки получить (опять же не инвестиционная рекомендация)

CNOOC - это "военная нефтянка" (формально - нет, политически - скорее, да), и я уже чуть-чуть писал о том что это предполагает в плане плюсов и минусов. Из всех возможных китайских "нефтяников", UBS выбрал CNOOC (я делаю этот вывод из специфики их аргументации) исходя из следующего соображения: "кто из китайских компаний получит максимальную пользу от роста цен на нефть?" (прямолинейно? да, но иногда фронтальное решение - вполне работает) и пришел к выводу что это - CNOOC, у которого и рост добычи будет больше чем у остальных и возможностей получить более высокую разницу между стоимостью добычи и продажи - больше. Среди рисков позиции - конечно санкции США, и для Вашингтона (это моя личная оценка) CNOOC - это по уровню ненависти где-то близко к уровню Газпрома.

## 6. Китайская "старая инфраструктура" - Anhui Conch Cement + Angang Steel

Опять же максимально brutальная и прямая логика в исполнении UBS: если руководству КНР никуда не деться от инфраструктурных инвестиций (кстати, далеко не все аналитики западного мира согласны с этим тезисом - некоторые считают, что Китай отойдет модели развития "сталь+цемент+станки+кирпичи+дороги" к модели "хотим как сейчас в Америке с большим сектором услуг и стартапами"), то неизбежно от этого выиграют (рано или поздно, когда запустится очередной виток инвестиций в инфраструктуру) компании, у которых лучшая бизнес-модель и параметры производства в соответствующих секторах. Из самого базового, взяли сталь + цемент, получилось формула "Anhui Conch Cement + Angang Steel" с (растущей) дивидендной доходностью 4-5% и более-менее одинаковыми рисками - в виде переизбытка китайских мощностей по производству и стали и цемента, более низких чем ожидается UBS, инвестиций в инфраструктуру, и (от меня) - политический риск в виде "государственного политического придавливания цен" на сталь и цемент.

## 7. Вариации на вечную "желудочную тему": WH GROUP + Yum China Holdings

Две "вечные темы": мясо (еда) в виде "гиганта глобального свиноводства" - WH Group и "хрючево" в виде "гиганта китайского фастфуда" - Yum China (китайский эксклюзивный оператор KFC, Pizza Hut, Taco Bell и т.д.)

WH Group - очень интересная и даже в некотором роде дивидендная компания (реально мировой гигант свиноводства и производства конечных продуктов из свинины), но при оценке того сколько вы хотите (если хотите) вложить в такую компанию, учитывайте фактор того что у компании (она же глобальная) есть активы и в США и в ЕС - это может быть серьезной политической уязвимостью, а еще есть биологическая уязвимость (она есть у всех компаний такого рода) - африканская чума свиней, которая может, если все пойдет не так как надо, выкосить "биологические активы" самой компании.

Yum China Holdings - отличный "хрючево оператор", который очень вовремя получил независимость от американской материнской компании Yum Brands. Бизнес-модель - проста и надежна (даже в случае политических каких-то разборок США-Китай, самым активам в КНР ничего не угрожает, кроме ребрендинга), акция довольно популярна среди рядовых "физиков" (вероятно по схеме "зашел в KFC, поел курочку, решил что надо бы акций прикупить, тут же с мобилки и купил"), дивиденд - не звездный.

И блицем остальное:

Wuxi Biologics - мощный контрактный разработчик и производитель лекарств. Интересная бизнес-модель, тема - вполне валидная, но очень высокая уязвимость к попыткам таких стран как США или Евросоюз принудительно провести "решоринг" - то есть возврат на Запад всех значимых производственных цепей, а также "цепей разработки" всего что нужно современной цивилизации, и есть подозрение что лекарства в этот список - вполне входят, особенно на фоне вероятного обострения темы "Китайцы разработали и выпустили (может случайно) коронавирус". Будет ли хорошо Wuxi в случае реализации такого сценария, который ограничит (резко) список возможных заказчиков, не говоря уже о том, что у компании есть активы в США и Евросоюзе.

Xinyi Solar Holdings - производитель ключевых комплектующих и материалов для солнечной электрогенерации - очень неплохой вариант ставки на "зеленое безумие" в Европе, США и даже самом КНР (если они пойдут по этому пути). Может быть уязвим к санкциям в плане демпинга на европейских/американских рынках, но с другой стороны - если отрезать европейских и американских "зеленых" от китайских поставок, то ценник за условную солнечную панель будет совсем-совсем неподъемным - так что хрен его знает. В случае интереса к "зеленой теме", предмет достоин спекулятивного изучения.

Li Ning - китайский бренд спортивной одежды и всего остального околоспортивного. Пониманию логику UBS (все спортивное - стильно, модно, молодежно, а еще у китайских потребителей есть деньги), но все-таки если отыгрывать тему китайского потребления, то на мой вкус лучше ориентироваться на "понты" - Hermes, LVMH,

Richemont и все такое прочее - по-настоящему "понтовое" потребление в Китае, как и в России, все-таки требует мощно иностранного и люксового бренда. Но это мое субъективное мнение.

На сегодня все.

Желаю всем приятной рабочей недели и удачных инвестиций!

---

**\*Данный документ не является инвестиционной рекомендацией\***

**\*Данный документ не является личной инвестиционной рекомендацией\***

**\*Данный документ не является предложением по покупке или продаже финансовых инструментов или услуг\***