



## Análisis de la situación de Evergrande

En los últimos días muchas han sido las noticias sobre Evergrande, el gigante inmobiliario chino, y sus dificultades para hacer frente a su ingente deuda.

En esta nota, queremos analizar brevemente cuál es la situación de la entidad y, lo más importante, las posibles consecuencias de un impago de la misma y, por ello, el potencial efecto contagio existente.

### ¿Qué es Evergrande?

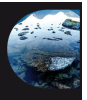
Evergrande es la segunda inmobiliaria más grande de China, aunque en los últimos años su actividad se ha expandido a otros sectores como el del automóvil, alimentación, seguros de vida, tecnología, entretenimiento... Fue fundada en 1996 por Xu Jiayin, uno de los multimillonarios más ricos de China, con unos activos equivalentes al 2% del PIB de China y una deuda de más de 250.000 millones de euros.

Se trata de una entidad de gran tamaño, que lleva arrastrando problemas de deuda desde hace varios años. Los mismos, salieron a la luz en 2020, cuando el Gobierno de Xi, embarcado en un proceso de desapalancamiento corporativo, anunció medidas para controlar el endeudamiento de las inmobiliarias. Poco después de este anuncio, Evergrande dio a conocer sus problemas de liquidez que posteriormente dieron lugar a complicaciones de solvencia, dada la incapacidad de la entidad para generar la caja suficiente con la que hacer frente a sus obligaciones financieras.

De hecho, Evergrande ha emprendido numerosas medidas para reducir su apalancamiento. Para ello, se pusieron a la venta propiedades inmobiliarias con importantes descuentos, además de deshacerse de partes de su negocio no core, como los automóviles o la unidad tecnológica. Sin embargo, ninguna de estas acciones han sido suficientes para atajar el problema, con el anuncio la semana pasada que el pago de intereses de varios bonos estaba comprometido.

### ¿Cuáles son los compromisos de Evergrande en el corto plazo?

Este jueves, Evergrande tiene que hacer frente a 232 millones de yuanes (35.8 Mn \$) por el pago de intereses de un bono con vencimiento 2025, importe que, tras alcanzar un acuerdo con los acreedores, la entidad ha comunicado que pagará. Sin embargo, el grupo no ha hecho referencia al cupón de 83.53 Mn \$ de un bono denominado en dólares (EVERRE 8.25% 2022) que también se produce mañana. En este sentido, parece que la entidad está ofreciendo un trato distinto a los acreedores nacionales respecto a los internacionales, dando prioridad a los primeros en lo que respecta a hacer frente a sus obligaciones de pago.



## Análisis de la situación de Evergrande

GRÁFICO 1: Compromisos de Evergrande en el corto plazo  
Fuente: Bloomberg

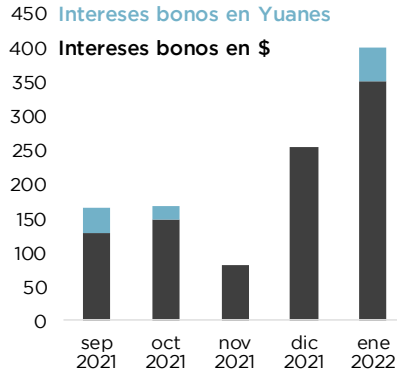


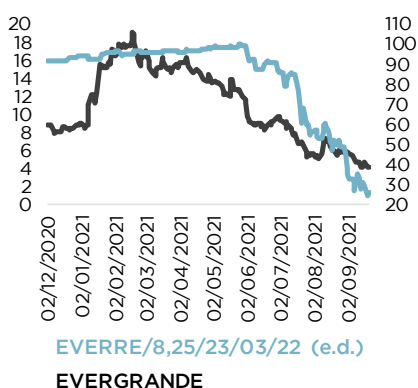
TABLA 1: Compromisos de deuda en dólares y en Yuanes  
Fuente: Bloomberg

Bonos en dólares	Fechas de pago de cupones	Importe Mn\$
EVERRE 8.25% due 2022	23-sep-21	83,53
EVERRE 9.5% due 2024	29-sep-21	45,17
EVERRE 9.5% due 2022	11-oct-21	68,88
EVERRE 10% due 2023	11-oct-21	42,5
EVERRE 10.5% due 2024	11-oct-21	36,75
TIANHL 13% due 2022	06-nov-21	41,93
TIANHL 13.75% due 2023	06-nov-21	40,56
EVERRE 7.5% due 2023	28-dic-21	50,43
EVERRE 8.75% due 2025	28-dic-21	204,77
EVERRE 12% due 2024	22-ene-22	60
EVERRE 11.5% due 2023	22-ene-22	57,5
TIANHL 12% due 2023	24-ene-22	120
TIANHL 11.5% due 2022	24-ene-22	115

Bonos en Yuanes	Fechas de pago de cupones	Importe Mn Yuan	Importe Mn\$
EVERCN 5.8 09/23/25	23-sep-21	232	35,9
EVERCN 5.8 10/19/25	19-oct-21	121,8	18,8
EVERCN 6.98 01/08/23	08-ene-22	314,1	48,6

GRÁFICO 2: Cotización del equity de Evergrande y del bono EVERRE 8.25 Mar-22  
Fuente: Bloomberg



En total, hasta finales de este año, Evergrande necesita hacer frente a 669 Mn \$ en pagos de cupones (ver gráfico 1) y, de cara a la primera mitad de 2022, afronta el vencimiento de un bono de 2.000 Mn \$ en el mes de marzo, además de otro de 1.450 millones en abril. Se trata, por lo tanto, de compromisos principalmente con inversores extranjeros, lo que traslada un alto nivel de incertidumbre sobre todo si la entidad mantiene la discriminación entre inversores señalada anteriormente, lo que, a su vez, cerraría los mercados internacionales a Evergrande todavía en mayor medida.

En este sentido, actualmente, los inversores valoran una elevada probabilidad de impago, con el bono EVERRE 8.25% con vencimiento marzo 2022 cotizando con una tasa de recuperación del 26% (ver gráfico 2).

### ¿Será rescatada?

Los problemas de Evergrande no son tanto un problema de liquidez puntual, sino más bien de solvencia. Y es que la entidad no es capaz de generar los suficientes flujos de caja que le permitan hacer frente a sus compromisos de deuda. Por ello, consideramos que un rescate por parte del gobierno a través de inyecciones de fondos, es una medida que no solucionaría el problema, sino que tan sólo lo retrasaría unos cuantos meses.

Teniendo esto en consideración, esperamos que el gobierno chino plantee otro tipo de medidas, más dirigidas a favorecer una reestructuración ordenada de la deuda. De esta manera, se conseguirían los siguientes objetivos:

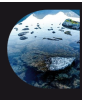
- 1) Se evitaría el peor escenario posible, el cual pasaría por una resolución caótica del conflicto que generaría pérdidas más cuantiosas al grueso de los acreedores, con el consiguiente efecto contagio.
- 2) El esfuerzo del gobierno se podría centrar en parar el efecto que esta crisis puede ocasionar en el sistema financiero, ya sea mediante la adopción de medidas de liquidez o en el ámbito regulatorio.

Si finalmente esta resolución es la adoptada, se podría manejar una cierta recuperación en las valoraciones de los bonos de Evergrande ante las perspectivas de una mayor tasa de recovery, aunque lejos del contexto que habría bajo un escenario de bail out y siempre con la incertidumbre que traslada la discriminación entre inversores extranjeros y domésticos que parece prevalecer en estos momentos.

### ¿Existe efecto contagio?

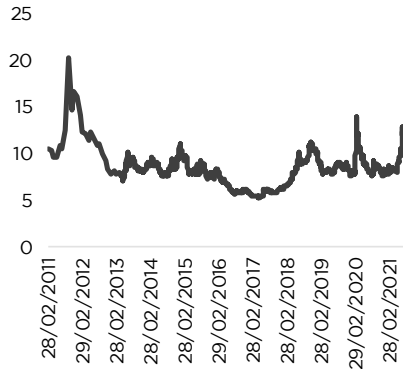
La situación de Evergrande podría extenderse a otros sectores de actividad.

1. En primer lugar, el sector inmediatamente afectado por la situación de Evergrande es el de Real Estate. Y es que el contexto del gigante inmobiliario ha hecho estallar una



## Análisis de la situación de Evergrande

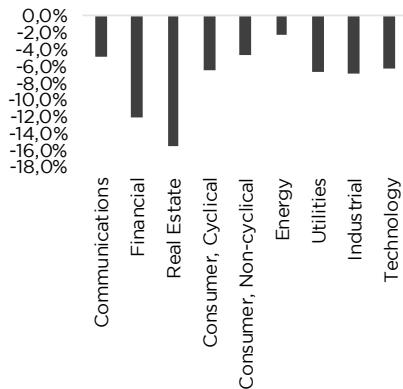
GRÁFICO 3: Índice de bonos HY de China  
Fuente: Bloomberg



burbuja que llevaba años aumentando, como consecuencia de un excesivo apalancamiento. De hecho, las acciones de otras firmas de Real Estate del país se han desplomado en los últimos días y la confianza de los inversores se ha visto claramente tocada, como muestra la rentabilidad del índice de bonos HY de China denominados en dólares que ha alcanzado tasas del 14% (ver gráfico 3), lo que supone un máximo de la última década.

- Después del sector de Real Estate, el siguiente en verse comprometido sería el financiero, dada la elevada dependencia de las entidades inmobiliarias de la financiación externa para poder llevar a cabo sus actividades.

GRÁFICO 4: Comportamiento sectores de Hang Seng en últimos 10 días  
Fuente: Bloomberg



Así, en un intento por determinar el posible contagio que puede existir de esta situación, a otros sectores de la economía más allá del inmobiliario, hemos descompuesto el índice Hang Seng, en el que cotiza Evergrande, según los sectores en los que operan las compañías que lo conforman. Si analizamos el comportamiento de dichas industrias en los últimos diez días, observamos que, en un contexto de caídas generalizadas como el que se ha producido, el sector de Real Estate ha sido claramente el más afectado, registrando un desplome de más del 15%, seguido por el financiero con una caída del 12%. Ello pondría de relieve los riesgos de contagio señalados anteriormente. En cualquier caso, la parte “positiva” es que el resto de índices han registrado un comportamiento algo más estable (ver gráfico 4), lo que no trasladaría un contexto excepcionalmente caótico en términos agregados, al menos por el momento.

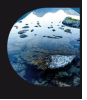
TABLA 2: Exposición grandes bancos chinos a riesgo Real Estate HY  
Fuente: Bloomberg

Banco	Exposición a Real Estate HY (bn RMB)	% del loan book 2020
MSB	130	3,2
PAB	34	1,2
CEB	33	1
INDB	42	1
CNCB	35	0,8
CMB	45	0,8
BOBJ	12	0,7
ABC	91	0,6
SPDB	22	0,5
BOC	61	0,4
ICBC	90	0,5
Bocom	18	0,3
BONB	2	0,3
CCB	48	0,3
PSBC	10	0,2
CQRC	1	0,3
BONJ	1	0,1
Suma	675	0,7

Otro punto de interés sería valorar la exposición del sistema financiero chino a los emisores Real Estate de mayor riesgo del país (HY). En este sentido, un informe de Bloomberg plantearía que las principales entidades crediticias de la economía no deberían verse excepcionalmente penalizadas, ya que estos nombres tan sólo representan un 0.7% del loan book del 2020 (ver tabla 2). En cualquier caso, conviene señalar que:

- Estas estadísticas no tendrían en consideración la exposición de los bancos de pequeño y mediano tamaño, donde la situación puede ser bastante más comprometida.
- A día de hoy, el mercado está estableciendo una distinción muy clara entre emisores IG y HY, existiendo la posibilidad de que un desarrollo de la crisis especialmente negativo acabe afectando también a los primeros, lo que supondría un cambio en las reglas del juego bastante claro.

En este sentido, parece que las autoridades reguladoras chinas, en un intento por contener el problema, habrían permitido a las entidades bancarias no reclasificar sus créditos al sector Real Estate a carteras con mayor riesgo, con el fin de seguir



## Análisis de la situación de Evergrande

---

permitiendo que fluya el crédito a la economía, y no penalizando de esta forma los balances de las entidades.

Desde un punto de vista agregado, todas estas informaciones ensombrecen el contexto macro de China, por lo que no es descartable que la desaceleración de la economía que veníamos destacando en los últimos meses, pueda llegar a ser más intensa. Ello podría tener algún tipo de efecto en las perspectivas de países emergentes asiáticos e incluso de los desarrollados.

### **Conclusiones:**

1. Evergrande, ha anunciado un impago de sus compromisos a más corto plazo que es de esperar se materialice este jueves y que puedan dar lugar al default de la entidad.
2. El nivel de contagio actual es limitado, afectando al sector de Real Estate chino y a las entidades financieras chinas.
3. Las autoridades chinas ya han empezado a actuar, con iniciativas que reducen la presión sobre las entidades financieras y permiten que siga fluyendo el crédito a la economía real. Por ello, no esperamos que se produzca un rescate de Evergrande sino una reestructuración ordenada de su deuda.



Inverseguros S.V.  
DUNAS CAPITAL



**Análisis**  Tel. +34 914 26 38 20/6

**Borja Gómez (Director)**  
fbgomez@inverseguros.es

**Silvia Verde (Analista)**  
sverde@inverseguros.es

**Pedro Cid (Analista)**  
pcid@inverseguros.es

**Patricia Rubio (Apoyo)**  
correo@inverseguros.es

## AVISO LEGAL

La presente Nota ha sido elaborada por Inverseguros Sociedad de Valores, SAU (Entidad que pertenece al Grupo Dunas Capital) y se facilita sólo a efectos informativos. Inverseguros Sociedad de Valores, SAU es una entidad inscrita en España, autorizada y regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

La presente Nota no puede considerarse asesoramiento financiero personalizado, ni una oferta de compra o venta de acciones. La misma ha sido elaborada con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El receptor de la misma que tenga acceso debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que se hagan referencia pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración de la presente nota, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias, así como la información pública existente sobre dicho valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV y en la entidad emisora. Asimismo, debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Asimismo, advertimos que toda inversión en cualquier valor está sujeta a riesgos de pérdida, incluso del principal invertido, así como que las inversiones en mercados cotizados conllevan gastos que no se están teniendo en consideración en este informe. Inverseguros Sociedad de Valores, SV no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Las opiniones expresadas en este informe reflejan las opiniones personales del equipo de análisis de Inverseguros Sociedad de valores, SAU. Asimismo, el equipo de análisis no recibe ni recibirá ingreso alguno por proporcionar una opinión específica en la presente Nota. No obstante, dichos analistas pueden haber recibido ingresos o recibir ingresos en relación, entre otros factores, a los resultados del Grupo Dunas Capital.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha actuado de buena fe y de manera razonable para que dicha información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se puede garantizar que sea, precisa, exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

Es posible que alguna Entidad que forme parte del Grupo Dunas Capital o cualquiera de las IICs, ECR o FP gestionados por sus Entidades Gestoras, así como sus respectivos accionistas, consejeros directores o empleados, pueden tener una posición en el valor al que se refiere la presente Nota. Asimismo, Inverseguros Sociedad de Valores, puede negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento, colocación, aseguramiento u otros servicios al emisor de dicho valor, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados.

Inverseguros Sociedad de Valores cuenta con Política de Conflictos de Interés, así como un Reglamento Interno de Conducta (RIC), de obligado cumplimiento para todos sus empleados, directivos y Consejeros.

Cualquier Entidad de las que forman parte del Grupo Dunas Capital, así como sus empleados y directores, pueden emitir comentarios de mercado a sus clientes que difieran a las contenidas en la presente Nota.

La presente Nota no podrá ser reproducida, distribuida ni publicada por ningún receptor de la misma.