

20 novembre 2023

**Chine : L'investissement de Huarong dans son sauveur CITIC suscite des interrogations**



En 2021, l'un des plus grands gestionnaires d'actifs chinois de créances douteuses, China Huarong Asset Management (Huarong), était au bord du défaut de paiement. La société a accumulé des pertes depuis des années et, suite à une chute de ses propres cours obligataires, Huarong a finalement dû être sauvée par un consortium soutenu par le gouvernement, dirigé par le conglomérat d'État CITIC Group. Le renflouement de 2021 a vu l'injection de 50 milliards de yuans (7,7 milliards de dollars américains) de nouveaux capitaux dans Huarong, et le groupe CITIC a augmenté sa participation à 26,46 %, devenant en 2022 le principal actionnaire de Huarong. Il était donc extrêmement surprenant que Huarong, qui avait encore subi des pertes nettes au cours du premier semestre de 2023, ait annoncé la semaine dernière l'acquisition d'une participation de 5,01 % dans CITIC Limited, la filiale cotée à Hong Kong de son sauveur, CITIC Group, pour 13,6 milliards de dollars de Hong Kong (soit 1,74 milliard de dollars américains).

Huarong avait été créée initialement par le gouvernement chinois en 1999 en tant que l'une des quatre entreprises d'État chargées de gérer des portefeuilles de créances douteuses, et plus particulièrement chargées de reprendre les prêts non performants des quatre plus grandes banques chinoises avant leur introduction en bourse. Cependant, Huarong était plus récemment perçue comme poursuivant une stratégie allant bien au-delà de son mandat initial. En 2018, des signes indiquant que tout n'allait pas bien chez Huarong sont devenus flagrants lorsque son président de l'époque, Lai Xiaomin, a été pris pour cible d'une enquête pour corruption et a finalement été évincé de son poste. Il a été condamné à mort pour corruption, détournement de fonds et bigamie, et exécuté en janvier 2021.

Huarong était un gros acheteur d'obligations immobilières offshore chinoises au travers de sa filiale de trading. La chute du secteur en 2021 a contribué à un effondrement de ses bénéficiaires, déclenchant le renflouement par CITIC. CITIC Group a été sollicité en tant que chevalier blanc pour recapitaliser Huarong et réorienter sa stratégie vers son cœur de métier, la gestion de créances douteuses. Cependant, même après le sauvetage, la filiale spécialisée en dettes immobilières a continué à enregistrer des pertes, contribuant à un déficit de 4 milliards de dollars pour Huarong en 2022. La perte était si importante qu'elle a eu un impact au niveau du groupe CITIC, qui, selon Standard and Poor's, a enregistré une perte sur investissements d'un milliard de dollars cette année-là.

Au cours des dernières semaines, les prix des obligations offshore de Huarong se sont stabilisées (admettons-le, avec une décote significative par rapport aux obligations d'autres entreprises d'État chinoises), mais ses récents résultats financiers restaient médiocres, avec une perte nette de 676 millions de dollars au premier semestre de 2023. Il est donc tout à fait étonnant que Huarong ait annoncé qu'elle acquerrait une participation dans CITIC Limited, la filiale cotée à Hong Kong du CITIC Group, en payant une prime de 30 % par rapport au dernier cours du marché, et en utilisant des produits de cession d'actifs. Le même jour, Huarong a annoncé que la société allait changer de nom pour devenir China CITIC Financial Asset Management et changer son logo pour correspondre à celui du CITIC Group, afin de "valoriser la marque du CITIC Group, de promouvoir la conduite des affaires et de faciliter davantage la transformation et le développement de haute qualité de l'entreprise".

Proposed Change	Before Change	After Change
Full name of the Company (Chinese)	中國華融資產管理股份有限公司	中國中信金融資產管理股份有限公司
Short name of the Company (Chinese)	中國華融	中信金融資產
Full name of the Company (English)	China Huarong Asset Management Co., Ltd.	China CITIC Financial Asset Management Co., Ltd.
Short name of the Company (English)	China Huarong	CITIC Financial AMC

Proposed Change	Before Change	After Change
Logo		

La réaction du marché suite à l'annonce de cette acquisition a été positive, bien que nous admettions être un peu perplexes quant à la stratégie du management. Bien qu'il ne soit pas rare de voir une entreprise secourue finir par rembourser son chevalier blanc, il est surprenant de voir cela se produire au bout de deux ans seulement, dans un environnement difficile pour la classe d'actifs chinois à haut rendement, et à un moment où l'entreprise secourue enregistre toujours des pertes. De plus, d'un point de vue de la crédibilité, on peut se demander pourquoi Huarong injecte de l'argent dans sa maison mère qui bénéficie d'une notation de crédit plus élevée et qui est soutenue par l'État. Dans l'annonce à la Bourse, Huarong a déclaré que l'une des raisons de l'investissement est de diversifier sa base d'actifs, bien que cela semble aller à l'encontre de l'objectif précédemment annoncé qui était de recentrer ses activités sur la gestion de créances douteuses.

Il reste à déterminer si l'acquisition a été initiée par le CITIC Group comme un moyen de soutirer de l'argent à sa filiale, afin de soutenir le cours de sa filiale cotée à Hong Kong, ou s'il s'agit d'une véritable initiative de transformation de la part de China Huarong pour s'intégrer davantage au sein du CITIC Group.

Peu de temps après l'annonce, Standard & Poor's a publié une note indiquant que l'accord n'aura pas d'impact sur le risque de crédit de Huarong, car finalement les deux entités, CITIC Group et Huarong, restent sous le ministère des Finances (MoF), notant que le MoF est le deuxième actionnaire le plus important de Huarong. S&P estime que le soutien de l'État devrait rester le même. Cependant, le marché a adopté une vision plus positive, les différentes obligations émises par Huarong étant en hausse de 2 à 4 points le jour de l'annonce.

On pourrait argumenter que si Huarong a réussi à convaincre le marché que son profil de crédit est maintenant aligné sur la notation A3/BBB+ du CITIC Group, le coût de l'investissement de 5 % dans CITIC Limited est bon marché compte tenu de la réduction potentielle du coût de financement des 9,2 milliards de dollars d'obligations en dollars américains émises par Huarong. Le changement de nom de l'entreprise pourrait donc être considéré comme une décision stratégique judicieuse si cela permet effectivement à Huarong de baisser ses coûts de financement au niveau de ceux du CITIC Group.

Etant une des plus importantes positions chinoises détenues par le fonds JKC Asia Bond 2025, le portefeuille a pu capturer la hausse des obligations Huarong à mesure que les

investisseurs intégraient davantage la perspective d'un rapprochement entre le CITIC Group et Huarong. Le cours de l'action Huarong a également gagné 30 % après l'annonce.

---

*The information contained herein is issued by JK Capital Management Limited. To the best of its knowledge and belief, JK Capital Management Limited considers the information contained herein is accurate as at the date of publication. However, no warranty is given on the accuracy, adequacy or completeness of the information. Neither JK Capital Management Limited, nor its affiliates, directors and employees assumes any liabilities (including any third party liability) in respect of any errors or omissions on this report. Under no circumstances should this information or any part of it be copied, reproduced or redistributed.*