

联合国际确认易居（中国）企业控股有限公司‘BB+’的国际长期发行人评级和国际长期发行债务评级；发行人评级展望调整至负面

香港，2020年9月3日-联合评级国际有限公司（“联合国际”）作为一家国际信用评级公司，确认易居（中国）企业控股有限公司（02048.HK）（“易居”或“该公司”）‘BB+’的国际长期发行人评级，展望从稳定调整至负面。

联合国际同时确认由易居发行的票息率 7.625%、2022年到期的3亿美元高级无抵押票据‘BB+’的国际长期发行债务评级。

发行人评级确认反映了易居房地产代理业务板块良好的地产项目渠道和市场地位，与中国头部房地产开发商紧密的业务关系，以及预期增长的房地产经纪网络服务业务。

展望负面反映了我们预期鉴于受到新冠疫情影响的中国房地产市场风险和不确定性，以及截至2019年底大幅增长的债务将在未来12至18个月将公司财务杠杆水平推高，易居2020年的经营表现将受到负面影响。如有明显迹象显示易居的经营表现有所改善，以及公司持续管理其增长的规模和财务杠杆水平，我们将考虑将展望调整至稳定。

关键评级驱动因素

与头部房地产开发商的合作继续提供良好的项目渠道，但受到新冠疫情的负面影响：易居已与多家中国头部房地产开发商建立了合作伙伴关系，以获取其开发项目来支撑自身房地产代理业务的发展。截至2020年上半年，易居已签未售的开发项目总建筑面积扩展至2.88亿平方米。易居通过持股的方式与多家房地产开发商建立了战略合作关系。三大头部房地产开发商，碧桂园，万科和恒大，合计持有易居超过37%的股份，持股比例是仅次于创始人周先生的三大股东。通过与头部房地产开发商的紧密联系，易居能够继续获得充足的开发项目，以支持未来2至3年其销售和市场份额的增长。

然而，新冠疫情的爆发限制了中国房地产开发商合约销售的步伐，在2020年前两个月，合约销售同比下降了约35.9%。鉴于是与主要开发商的交易，易居在一手房代理业务和房地产经纪网络服务业务的交易金额在2020年上半年显著下降。我们预计其一手房代理业务的交易金额将在2020年同比下降约20%，该板块2020年的收入低于预期的个位数增长。易居经纪网络服务业务的增长预计将抵消部分一手房代理业务交易金额的下降。

较长的现金转化周期给流动性带来压力：易居对于头部房地产开发商而言，在收取佣金方面具有较弱的议价能力，这导致应收账款和其他应收款大幅增加，2018年和2019

年营运资金现金流出。较长帐期的应收账款和较短帐期的应付账款侵蚀了易居的经营活动现金流的一部分。此外，根据与头部房地产开发商的协议，在某些情况下，易居必须向一些房地产开发商提供诚意金，以换取对地产项目的代理权。这些诚意金将在约定的固定期限后退还。

由于易居注重多元化发展开发商客户和收取佣金的及时性，我们预计营运资金需求压力将逐步缓解。易居的经营活动现金流由 2019 年上半年的现金净流出 2.45 亿元人民币转为 2020 年上半年的现金净流入 8.33 亿元人民币，并且我们预期其经营活动现金流净额在 2020 年将保持为正。另一方面，随着易居的经纪网络服务业务继续增长，我们预计它将在未来 12 至 24 个月内继续对经营活动现金流产生压力，抵消部分营运资金管理改善的影响。

大幅提升的财务杠杆水平：作为一家轻资产公司，易居没有任何大型资本支出计划。在过去，公司借入短期债务主要是为了满足其营运资金的需求。在 2019 年，易居在美元债市场首次发行债券，延长了其债务到期期限，但同时大幅提升了财务杠杆水平。

以债务/EBITDA 衡量的财务杠杆从 2018 年底的约 0.7 倍提升至 2019 年底的约 3.3 倍。我们预计易居的财务杠杆将在 2020 年底达到接近 5 倍，然后在未来 12 至 24 个月内逐渐降至约 4 倍水平。随着易居继续扩张其经纪网络服务和房地产代理业务，我们预计公司将需要资本投资支出，其中大部分的支出将由美元票据的发行和阿里巴巴集团控股有限公司（“阿里巴巴”）的投资覆盖。因此，我们预计债务融资将主要用于偿还其现有债务。

与阿里巴巴的合作和来自阿里巴巴的投资支撑中期的增长趋势：2020 年 7 月 31 日，易居与阿里巴巴签署了股份认购协议和票据认购协议，阿里巴巴将分别认购价值约 8.28 亿港元的易居股份以及本金为约 10.32 亿港元的可转股票据。阿里巴巴增持后将持有易居约 8.3% 的股份，如果阿里巴巴转股，将持有易居约 13.3% 的股份，超过恒大，万科和碧桂园成为易居的第二大股东。

通过线上线下房地产交易，数字营销和交易后服务的合作，与阿里巴巴的合作和来自阿里巴巴的投资有望使易居受益。易居还预期从阿里巴巴强大的科技技术中受益，从而改善公司的自身技术，运营效率和服务质量。考虑到建立合作和制定业务计划通常需要的时间，与阿里巴巴合作预期产生的收益仍有待观察，并在未来短时间内预计不会显现。

评级敏感性因素

若发生以下情况，我们将考虑下调易居的信用评级：（1）若以 EBITDA 利润率衡量的经营状况恶化，持续低于 15%；或（2）以债务/EBITDA 比率衡量的财务杠杆水平持续高于 4 倍；或（3）其经营业绩和营运资金恶化，即其营业收入大幅下降或经营活动现金流出现恶化。

鉴于易居展望负面的情况，上调评级可能性不大。然而若易居的运营效率显著改善，能够维持可持续的正经营活动现金流，以 EBITDA 利润率衡量的盈利能力持续高于 35%，和以债务/EBITDA 比率衡量的财务杠杆水平持续低于 2 倍，我们将考虑上调易居的信用评级。

关于联合国国际

联合国国际是一家国际信用评级公司，旨在为全球范围内的公司、银行、非银行金融机构、地方政府融资平台和其他资产提供信用评级服务。与此同时，联合国国际也从事信用风险研究和提供其他与信用评级相关的服务。

评级方法

本次对易居评级所采用的主要评级方法为 2018 年 7 月 16 日发表的 *General Corporate Rating Criteria*。关于该评级方法，请浏览 www.lhratingsglobal.com。

- 注：1、上述发行人/发行评级均为在受评对象或相关第三方要求下的委托评级。
2、本新闻稿为中文译本，如与英文新闻稿有任何出入，均以联合国国际于 2020 年 9 月 3 日发布的英文版内容为准。（*Lianhe Global has affirmed 'BB+' the global scale Long-term Issuer and Issuance Credit Rating to E-House (China) Enterprise Holdings Limited; Issuer Rating Outlook Revised to Negative*）

联系人:

首席分析师

游志文

董事

(852) 3462 9586

ben.yau@lhratingsglobal.com

第二分析师

刘颖

分析师

(852) 3462 9585

jessie.liu@lhratingsglobal.com

评级委员会主席

孔令彦

高级董事

(852) 3462 9577

alex.kung@lhratingsglobal.com

业务拓展联系人:

池欣庭

董事总经理

(852) 3462 9569

joyce.chi@lhratingsglobal.com

免责声明

联合评级国际有限公司（“联合国际”或“本公司”或“我们”）发布的信用评级和研究报告受特定条款和条件的约束。请在公司网站上阅读这些条款和条件：
www.lhratingsglobal.com

信用评级是一种对于实体或债务可信程度的决策参考，不是购买，出售或持有任何证券的建议。信用评级不涉及任何证券的市场价格，可销售性和/或适用性，也不涉及其税务影响或结果。联合国际保有于任何时间或理由对信用评级自行决定升级、降级或撤回的权利。

所有信用评级都是由经过认证的分析师通过严格的评级流程共同努力的产物。所有信用评级均不是由个人负责，而是来自于评审委员会归属程序。报告中提到的个人仅作为联系人的目的。

联合国际基于我们有充分理由认为属实的第三方信息开展信用评级服务。联合国际根据审计的财务报表，访谈，管理层讨论和分析，相关的第三方报告以及公开可用的数据等进行分析。联合国际不进行任何审核，调查，核实或尽职调查。联合国际无法保证信息的准确性，正确性，及时性和/或完整性。信用评级可能包含联合国际的对未来事件预测的前瞻性意见，根据定义，这些事件可能会发生变化，不能被视为事实。

在任何情况下，联合国际及其董事、股东、员工、高级职员和/或代表或联合国际有限公司的任何成员均不对任何一方承担任何因使用公司发布的相关信息而产生的损害、损失、责任、成本或费用。

联合国际从发行人、承销商、债务人或投资者处获得提供信用评级服务的报酬。除提供联合国际要求的信息外，上述个体及其关联个体均不需参与信用评级流程。

在发布评级之前，任何评级报告中包含的信用评级都会被征求并向被评级个体（及其代理商）披露。任何人不得于任何司法管辖区内，在违反当地法律及法规的情况下分发或使用联合国际出版的信用评级和研究报告。任何根据通过信用评级获得的信息以及研究报告的用户须咨询相关机构或专业人员，以遵守适用的当地法律及法规。

所有已发布的信用评级以及研究报告皆属于联合国际的智能财产。未经我方书面许可，不得以任何方法复制、公开散发或改动。

联合国际是联合信用管理有限公司的子公司。联合国际评审委员会拥有对公司独立信用评级和研究中使用的任何方法或流程的最终解释权。

版权所有©联合评级国际有限公司 2020。