

# Rating Research Services

新聞稿：

借款水準下降，台塑集團四家核心公司評等展望調為「穩定」；「twAA-/twA-1+」評等獲確認

主辦分析師：

許智清, CFA; (886) 2 8722-5827; raymond.hsu@taiwanratings.com.tw

第二聯絡人：

許立德; (886) 2 8722-5828; david.hsu@taiwanratings.com.tw

## 摘要

- 中華信評預期，台塑集團四家核心公司應會繼續維持較保守的財務槓桿使用政策，並進一步降低其借款水準。
- 中華信評亦預期，儘管亞太區大宗化學產品市場的表現不如預期，但台塑集團四家核心公司應能維持令人滿意的獲利能力。
- 中華信評將台塑集團四家核心公司的評等展望由「負向」調為「穩定」，因為該集團四家核心公司的借款水準已有下降，且其FFO（來自本業之現金流量）利息保障倍數表現強健。
- 中華信評確認台塑集團四家核心公司的長期企業信用評等為「twAA-」，短期企業信評等為「twA-1+」。同時，中華信評確認該集團四家核心公司發行之公司債的債務發行信用評等為「twAA-」。

## 評等行動

中華信用評等公司（中華信評）今天將台塑集團四家核心公司的評等展望由「負向」調為「穩定」。同時，中華信評確認台塑集團四家核心公司—台灣塑膠工業股份有限公司（台塑）、南亞塑膠工業股份有限公司（南亞塑膠）、台灣化學纖維股份有限公司（台化）與台塑石化股份有限公司（台塑石化）的所有評等，分別是：長期企業信用評等為「twAA-」、短期企業信評等為「twA-1+」、該集團四家核心公司發行之公司債的債務發行信用評等為「twAA-」。

## 評等理由

此次台塑集團四家核心公司評等展望調為「穩定」係反映：中華信評認為，台塑集團應可在未來四季中持續降低借款水準，並改善其FFO對借款比，使其提高至接近30%的水準；且該集團四家核心公司應會降低其對營運風險較高的轉投資事業的曝險。

台塑集團四家核心公司評等獲確認係基於數項因素的考量。這些考量包括：中華信評預期，儘管受到中國地區需求下降以及產能持續增加的影響，使亞太地區多數大宗化學產品市場供給過

剩的情況揮之不去，該集團應能在未來一至二年內維持其令人滿意的獲利能力與市場地位；中華信評預期，該集團的設備利用率將可略微提升，同時原油及燃煤等投入成本應會下降；中華信評同時認為，該集團應能持續提升其產品的附加價值。

中華信評預期，台塑集團在亞太地區大宗化學產品市場中擁有的強健市場地位、良好的產品分散性、強健的規模經濟以及在營運上的高度垂直整合等，應可持續對該集團強健的競爭地位與令人滿意的獲利能力形成支持。另外，中華信評相信，台塑集團降低四家核心公司對越南台塑河靜鋼鐵興業責任有限公司（台塑河靜鋼鐵公司）持股的計畫，若經執行，應可顯著降低該集團在鋼鐵廠計畫相關方面面臨的業務與財務風險。此外，該集團大幅重整其對動態隨機存取記憶體（簡稱DRAM）的營運策略，亦已明顯降低了該集團對此波動性偏高產業的曝險程度。

不過，中華信評認為，未來幾年，台塑集團四家核心公司仍將因生產設備高度集中於同一地點而持續面臨資產集中性風險。台塑集團四家核心公司的總營收中，來自麥寮六輕廠的貢獻即占70%以上。另外，該集團將持續面臨一定程度的業務波動性，因為大宗化學產品的需求波動大，而且中國競爭對手近來的產能擴張策略仍較積極。基於上述因素，中華信評評估認為：與全球債務人相較，台塑集團四家核心公司的營運地位在「令人滿意」等級，而與台灣債務人相較，台塑集團四家核心公司的營運地位在「強健」等級。

中華信評預期，台塑集團將會運用其營運現金流量、來自處分台塑石化持股部位的所得款項、以及旗下DRAM公司對其公司間往來的還款等，持續降低其借款水準。另外，中華信評預期，該集團應可在低資本支出需求下，持續產生較強健的自由營運現金流量。同時，中華信評預期，該集團應會將其現金股利配發率維持在低於60%的水準。基於此，中華信評預期，台塑集團2015年的FFO對借款比將可上升至25%至30%之間。此外，中華信評亦預期，該集團四家核心公司非常強健的利息保障倍數應能為該集團的財務體質提供額外的支持，因為該四家核心公司在台灣銀行及債券市場中擁有相當高的信用地位。中華信評預期，該集團四家核心公司2014年至2015年的FFO現金利息保障倍數將可保持在高於12倍的水準。綜合上述因素，中華信評認為，與全球債務人相較，台塑集團四家核心公司的財務體質在「中等」等級，而與台灣債務人相較，台塑集團四家核心公司的財務體質在「強健」等級。

中華信評對台塑集團四家核心公司基本情況的預期包括以下幾項假設：

- 根據標準普爾的預測值，台灣2014年與2015年的GDP成長率為3.6%與4.0%，中國2014年與2015年的GDP成長率為7.4%與7.1%；
- 大部分大宗化學產品的需求與定價在2014年至2015年間將維持疲弱，但石油市場可望因為區域需求成長而略為走強。而由於乙烯價格走強且投入成本降低，烯烴的成品原料差亦將轉強，但因新供給量激增，尤其是中國大陸市場，芳香烴的成品原料差將呈現疲弱；
- 根據標準普爾的預測值，目前至2014年底布蘭特原油均價在每桶85美元，2015年至2016年為每桶90美元；
- 2013年的煉油設備利用率為85%，2014年至2015年將提高至90%，同時2013年烯烴設備的運轉率約為90%，2014年至2015年則可望提升至92.5%；
- 台塑集團四家核心公司將在2014年至2015年間因處分其持有之台塑石化股份而產生新台幣500億元的現金流入；
- 台塑集團四家核心公司將收到來自南亞科技股份有限公司及華亞科技股份有限公司對公司間往來的還款，2014年的金額為新台幣330億元，2015年的金額則約為新台幣280億元；

- 2013年的資本支出為新台幣480億元，2014年及2015年的資本支出將降至新台幣250億元至新台幣320億元間；且
- 台塑集團四家核心公司將在2015年對台塑河靜鋼鐵公司增資新台幣150億元，並在2014年及2015年分別對該公司提供15億美元的債務擔保。

根據以上假設，中華信評計算得出以下信用保障比率：

- 台塑集團四家核心公司2013年的借款對EBITDA比為4.3倍，2014年及2015年將降至3至4倍水準；
- 台塑集團四家核心公司2013年的FFO對借款比為20.7%，2014年及2015年將升高至22%至30%間；以及
- 台塑集團四家核心公司2014年至2015年的FFO現金利息保障倍數將高於12倍。

## 流動性

台塑集團四家核心公司的短期企業信用評等為「twA-1+」。中華信評認為，台塑集團四家核心公司的流動性「允當」，足以支應其未來兩年的營運調度需求。中華信評對台塑集團四家核心公司流動性的看法，包括以下幾點主要假設：

- 台塑集團2014年的流動性來源應可維持在其流動性用途的約1.2倍。
- 台塑集團應能在有限的再融資協助下，自行吸收發生機率小但後果嚴重之事件的衝擊。
- 台塑集團的流動性來源應能持續支應流動性用途所需而有餘，甚至在其EBITDA下滑15%時亦然。
- 台塑集團四家核心公司與銀行間穩健的往來關係應可為其財務彈性提供支持。此外，該集團也因享有非常低的信用利差而受惠。
- 台塑集團的財務管理審慎。

主要流動性來源包括：

- 現金及短期投資：2013年底時為新台幣734億元。
- FFO：2014年時約為新台幣1,400億元。
- 營運資本流入約新台幣240億元，主要係來自公司間往來還款。

主要流動性用途包括：

- 2014年到期借款：約新台幣2,300億元，其中約新台幣1,180億元已在2014年上半年期間進行再融資。
- 維持性的資本支出：2014年時約為新台幣150億元。

## 評等展望

「穩定」的評等展望係基於：中華信評評估認為，儘管區域石化市場依舊疲弱不振，但台塑集團四家核心公司應會透過其營運現金流量以及處分對集團成員持股之所得款項，持續降低其借款水準，進而在2015年時將其FFO對借款比提升至接近30%的水準。中華信評同時預期，台塑集團四家核心公司應會在未來四季期間，將其對越南鋼鐵廠的持股比重降低至50%以下。

## 評等下調情境

若台塑集團四家核心公司無法繼續降低借款水準，且其FFO對借款比長期維持在25%以下，則中華信評可能會調降該集團的評等。可能導致前述評等調降的情況包括：(1) 台塑集團未能執行其減債計畫；(2) 大宗化學產品市場狀況因區域內的經濟景氣較預期為弱而轉差；或是(3) 台塑集團採取更為積極且遠超出中華信評基本假設情境設想的現金股利配發政策或資本支出規模。

### 評等上調情境

基於台塑集團四家核心公司的財務槓桿水準仍舊偏高，加上亞太地區大宗化學產品市場的狀況疲弱，因此該集團評等在未來12個月內獲得調升的可能性不高。然而，若台塑集團四家核心公司能將其FFO對借款比穩定維持在45%以上，則中華信評便可能調升其評等。可能導致前述評等調升的情況包括：(1) 台塑集團較預期更為大幅降低其借款水準，或藉由擴大具高附加價值之產品的營收，進而使該集團的獲利得以穩定提升；(2) 市場需求較預期更為強健；或是(3) 持續改善成本競爭力，例如該集團在其主要出口市場面臨的關稅障礙下降。

### 評等評分摘要

企業信用評等：*twAA-/穩定/twA-1+*

註：所有評分、評等基準與調整因子均是以整體集團信用結構為對象；所有評分用語則是與全球債務人相比為基礎。

營運地位：令人滿意

- 國家風險：中等
- 產業風險：略高
- 競爭地位：強健

財務體質：中等

- 現金流量/槓桿比：中等

評等基準：*twa+*

調整因子

- 分散性/組合效果：中性（無影響）
- 資本結構：正向（+1 個級距）
- 流動性：允當（無影響）
- 財務政策：中性（無影響）
- 管理與治理：令人滿意（無影響）
- 比較評等分析：中性（無影響）

個別基礎信用結構（Stand-alone credit profile；簡稱SACP）：中華信評並未分別對台塑集團四家核心公司授予其SACP。

- 集團信用結構：*twa-*
- 集團地位：核心

### 相關準則與研究

相關準則

- **Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers, Jan. 2, 2014**
- **Corporate Methodology, Nov. 19, 2013**
- **Methodology: Industry Risk, Nov. 19, 2013**
- **Group Rating Methodology, Nov. 19, 2013**
- **Corporate Methodology: Ratios And Adjustments, Nov. 19, 2013**

- **Country Risk Assessment Methodology And Assumptions, Nov. 19, 2013**
- **Methodology For Crude Oil And Natural Gas Price Assumptions For Corporates And Sovereigns, Nov. 19, 2013**
- **認識中華信評評等定義, www.taiwanratings.com, Oct. 29, 2013**
- **Key Credit Factors For The Commodity Chemicals Industry, Dec. 31, 2013**
- **Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities And Insurers, Nov. 13, 2012**
- **Key Credit Factors For The Oil Refining And Marketing Industry, March 27, 2014**
- **中華信評企業債務發行評等準則, www.taiwanratings.com, Aug. 6, 2010, www.taiwanratings.com, Aug. 6, 2010**

#### 相關研究

- **Standard & Poor's Revises Its Crude Oil And Natural Gas Price Assumptions, Oct. 21, 2014**

(除非另有說明，相關準則與研究均公佈於www.standardandpoors.com，欲進入該網站需註冊申請帳號。)

## 評等表

評等行動：評等展望調整；評等確認

台灣塑膠工業股份有限公司，南亞塑膠工業股份有限公司

台灣化學纖維股份有限公司，台塑石化股份有限公司

企業信用評等

無擔保普通公司債

評等行動後

評等行動前

twAA-/穩定/twA-1+

twAA-/負向/twA-1+

twAA-

著作權 © 2014 中華信用評等公司（中華信評）。保留所有權利。

嚴禁以任何手段、任何形式修改、逆向工程探究、複製或散佈內容（包括評等、信用相關分析與數據、價值評估、模型、軟體或其它應用或由其產生之結果）或相關之任何部分（本內容），或將其儲存於資料庫或存取系統中，除非事先取得中華信評的書面同意。本內容不得用於任何非法或未經授權之目的。中華信評與任何第三方提供者，以及其董事、主管、股東、員工或代理人（統稱中華信評方），不保證本內容之正確性、完整性、時效性或是可利用性。對於任何錯誤、遺漏（疏忽或其他原因，不論原因為何）、或是任何使用本內容而導致之結果，或是對使用者輸入之任何數據的安全性或維護，中華信評方概不負責。本內容是以「現況」基礎提供。**中華信評否認任何及所有明示或默示的保證，包括，但不限於，不保證適售性或適用於特定目的或使用、不保證沒有錯誤、軟體錯誤或缺失，以使本內容之功能不被中斷或本內容可在任何軟體或硬體架構上運作。**對於任何使用本內容導致之任何直接、間接、附帶、示範、補償、懲罰、特殊或衍生之損害、費用、開支、法律費用或損失（包括但不限於收入損失或獲利損失與機會成本，或因疏失造成的損失），即使是在已告知這類損失的可能性情況下，中華信評概不負責。

本內容中之信用相關與其它分析與陳述，係為截至發表日為止之意見陳述而非事實陳述。中華信評的信用評等是關於信用風險的意見。中華信評的意見、分析與評等承認決定（說明如下）並非購買、持有或出售任何證券，或是進行任何投資決定之建議，且非任何證券是否適合投資之表示。本內容在以任何格式或形式發佈後，中華信評並不承擔更新之義務。本內容不應為使用者、其經理部門、員工、顧問與／或客戶在進行投資與其它業務決策時的依賴根據，且非其本身技術、判斷與經驗的替代品。中華信評並不擔任受託人或投資顧問的角色，除非已經登記註冊。雖然中華信評係自其認為可靠之來源取得資訊，但中華信評並不會對所收到之任何資訊進行稽核，且不負有對其執行實地查核或獨立驗證的責任。中華信評不保證評等所根據之資訊或使用這類資訊所得之評等結果的準確性、完整性或及時性。

在一司法管轄區內之主管機關基於某些管理目的，允許評等機構承認在另一司法管轄區內發佈之評等的情況下，中華信評保留可隨時自行授予、撤銷或中止這類評等承認的權利。中華信評對任何因評等承認之授予、撤銷或中止產生的情況並不承擔任何責任，且不負有任何聲稱之損失賠償責任。

中華信評將其業務單位之某些業務活動運作予以隔離，以保護這些業務活動進行的獨立性與客觀性。基於此，中華信評某些業務單位可能擁有中華信評其它業務單位無法取得之資訊。中華信評已制訂政策與程序，維護各分析過程中所取得之某些非公開資訊的機密性。

中華信評得就其評等與某些分析收取報酬，且通常是來自發行體或證券承銷商或是來自債務人。中華信評保留散播其意見與分析的權利。中華信評發佈之評等與分析可於其網站上取得，包括[www.taiwanratings.com/tw](http://www.taiwanratings.com/tw)（免費）與[rs.taiwanratings.com.tw](http://rs.taiwanratings.com.tw)（訂閱），並可透過其它方式，包括中華信評出版品與擔任第三方之轉送服務提供商傳送發佈。