

新聞稿

獲利能力轉弱且資本支出增加，台塑集團四家核心公司評等展望調為「負向」；「twAA/twA-1+」評等獲確認

October 22, 2019

評等行動摘要

- 台塑集團四家核心公司的獲利能力與現金流量產生能力已經明顯減弱，且在總體經濟的逆風挑戰、市場前景的高度不確定性、以及全球產能增加等因素的影響下，弱化的現象可能還會持續。
- 台塑集團的借款對 EBITDA 比可能會在未來的一至二年期間升高至 2 倍以上，因為在該集團的現金流量逐漸減弱之際，其資本支出正在提高，而且預期該集團仍將維持偏高的現金股利配發政策。
- 中華信評因此將台塑集團四家核心公司的評等展望由「穩定」調為「負向」，以反映台塑集團評等面臨之顯著的下行風險，因為該集團的借款對 EBITDA 比有可能會升高至 2 倍以上，並維持一段較長的時間。
- 與此同時，中華信評確認台塑集團四家核心公司的長期發行體信用評等為「twAA」，短期發行體信用評等為「twA-1+」。此外，中華信評確認台塑集團四家核心公司的一般無擔保普通公司債的債務發行信用評等為「twAA」，由台塑集團（開曼）有限公司發行、台塑集團四家公司承擔保證責任的一般無擔保普通公司債的債務發行信用評等為「twAA」。

評等行動理由

此次調整台塑集團四家核心公司的評等展望主要係反映中華信評對該集團評等面臨之下行風險的看法；中華信評認為，包括台灣塑膠工業股份有限公司、台塑石化股份有限公司、台灣化學纖維股份有限公司、與南亞塑膠工業股份有限公司在內的台塑集團四家核心公司目前已有轉弱的獲利能力與現金流量產生能力，可能無法在 2020 年底前明顯恢復。因為就未來幾季看來，因全球貿易緊張情勢所引發的總體經濟逆風挑戰下，市場前景存在高度不確定性，這可能會持續削弱下游的需求，並導致整體石油及化學品產業鏈的庫存量維持在較低的水準。

與此同時，全球未來幾年的產能增加，將會導致台塑集團主要化學產品在此段期間的平均售價與價差進一步受壓。且若疲弱的全球需求無法吸納這些新增的例如乙烯、丙烯、對二甲苯與其下游的各項衍生產品，則整體市場情勢可能還會進一步轉差。

中華信評預期，台塑集團將提高其資本支出規模，以支應屆時將進行的大規模產能擴充計畫之用，特別是在美國方面從 2020 年開始。台塑集團計畫在美國路易斯安納州興建一座以頁岩氣為基礎的一貫石化生產基地，中華信評預期這項計畫包含可能的成本超支將投入超過 100 億美元的資金，於 2020 年至 2028 年期間分二階段進行。這項投資計畫加上台塑集團在亞洲持續進行中的擴建工程，可能會導致該集團未來幾年

主辦分析師

許立德
台北
+886-2-8722-5828
david.hsu
@spglobal.com
david.hsu
@taiwanratings.com.tw

第二聯絡人

許智清, CFA
台北
+886-2-8722-5827
raymond.hsu
@spglobal.com
raymond.hsu
@taiwanratings.com.tw

的自由營運現金流量持續維持在負數狀態，並使該集團的借款槓桿比升高。而可能導致前述槓桿比可能無法降低的因素還包括該集團持續維持的高現金股利配發政策。中華信評在對台塑集團的基本情境中預估：該集團在 2019 年至 2020 年期間的借款比將維持在略高於 2 倍的水準，而該集團的前述比率在 2017 年時僅為 1.2 倍，2018 年則為 1.6 倍。

此次台塑集團四家核心公司評等獲確認主要係反映：該集團擁有強健的營運效率與產品分散性，且其在台灣的石化與煉油產業中享有強健的國內市場地位。此外，中華信評認為，若石化與煉油業的產業景氣衰退期間拉長，台塑集團有可能會在即將到來的高資本支出需求期間，採取一些相應的措施來協助其控制借款槓桿比的水準，而這些措施可能包括減少發放現金股利在內。此外，中國實施更為嚴格的環保法規標準應可使中國大陸內不具效率的公司產能持續減少，而且台塑集團致力提升其產品組合結構並提高其中高附加價值產品占比的作法，應可部分降低亞太地區大多數大宗化學品仍處於供給過剩狀態造成的負面影響。

評等展望

「負向」的評等展望係反映台塑集團四家核心公司面臨的下行風險情境，亦即該集團目前已有弱化的獲利能力與現金流量產生能力，有可能無法在 2020 年底之前明顯恢復。而且該下行情境的發生將可能導致該集團的借款對 EBITDA 比升高至 2 倍以上，並維持一段較長的時間。

評等下調情境

若台塑集團無法提升其獲利能力並將其借款對 EBITDA 比降低且持續保持在 2 倍以下水準，則中華信評可能會調降該集團四家核心公司的長期信用評等。可能導致前述評等下調的情境為：市場情勢更為疲弱，或是該集團在未來的一至二年期間提高資本支出規模之際，並無同步採取限制其現金流出量與抑制借款水準升高的措施，例如持續維持高股利配發政策等。

評等上調情境

若台塑集團能持續將其借款對 EBITDA 比長期有效維持在低於 2 倍的水準，則中華信評可能會將該集團四家核心公司的評等展望調回「穩定」。可能達到前述評等展望調整的情況為：若該集團能不受市場景氣衰退影響，恢復其獲利能力與現金流量產生能力；或是若該集團能透過降低現金股利的發放、或減少借款擔保額度、或是經由其他處分資產等方式，降低其借款槓桿比等。

中華信評基本情境假設

總體經濟與產業相關假設：

- 標普全球評級對布蘭特原油價格的基本情境假設為：2019 年剩餘期間及 2020 年為每桶 60 美元。
- 價格趨疲可能會在未來幾個月期間對亞太區的化學業者持續帶來壓力。區域經濟成長前景轉弱以及美中貿易緊張情勢可能會使化學品的價格與此產業的獲利率持續受到拖累。另就未來幾個月來看，有限的需求加上中國與其他亞洲地區的產能擴充計畫等，有可能會對此區的化學業者造成雙重打擊。

台塑集團的營運假設：

- 受到需求不確定、市場的整體庫存量降低、且產品的平均售價普遍下滑等因素的影響，台塑集團四家核心公司 2019 年的營收將減少 10%至 12%。同時，中華信評也預期，該四家核心公司 2020 年將會有低個位數字的銷售成長表現，這主要是因為受到新增產能加入，例如南亞塑膠在美國新增的乙二醇產能，以及台塑石化煉油產能運轉率稍微提高等因素的支持。
- 台塑石化 2019 年與 2020 年的煉油產能利用率將分別維持在 89%與 92%；烯烴設備的利用率在 2019 年與 2020 年時則將由之前兩年的 95%至 96%降低至 93%。
- 受到需求不確定以及有新增產能投入的負面影響，台塑集團四家核心公司未來兩年的獲利能力將會轉弱。中華信評認為，高附加價值產品的銷售量逐漸增加，以及生產製造流程更具效率等因素，將僅能部分抵銷該四家核心公司因產業景氣衰退而受到的影響。

台塑集團的現金流量與槓桿比假設

- 2019 年的資本支出加投資規模將會增加，其中主要是為了支應該集團在美國與中國地區的產能擴充之用。從 2020 年開始，該集團的資本支出將會維持在較高水準，且主要是為了支應該集團在美國路易斯

安那州的投資專案。中華信評對台塑集團四家核心公司在資本支出加投資方面的基本情境預估為：2019 年約在新台幣 1,000 億元，而 2020 年至 2021 年則將在略高於新台幣 1,000 億元的水準。

- 台塑集團對其越南河靜鋼鐵廠計畫提供的借款擔保額度將可小幅降低，預估 2020 年底時，該借款擔保額度將可由 2019 年 7 月底時的新台幣 1,240 億元降低至約新台幣 1,180 億元。
- 台塑集團未來兩年的現金股利配發率將維持在前一年淨利的 70% 左右；而該集團 2019 年至 2020 年的平均稅率則將維持在與其 2018 年時相同的水準。
- 中華信評假設該集團在 2019 年至 2020 年的現金轉換週期將與 2018 年時相同。
- 在 2019 年至 2020 年期間的利率水準應不會大幅升高。
- 中華信評在計算台塑集團四家核心公司的調整後借款時，對其帳上現金及約當現金部位使用的折扣率為 16.5%。

基於以上假設，中華信評得出台塑集團的以下信用指標：

- 2019 年至 2020 年的 EBITDA 利潤率在 13% 至 16% 之間。
- 2019 年至 2020 年的借款對 EBITDA 比在 2.0 倍至 2.3 倍。

流動性

台塑集團的短期評等為「twA-1+」。中華信評認為，台塑集團允當的流動性部位足以支應其未來 12 個月的資金調度所需，且該公司未來 12 個月的流動性來源對流動性用途比將維持在 1.8 倍的水準。中華信評認為，即便在台塑集團的 EBITDA 預估值下滑 15% 的情況下，該集團流動性來源仍將超過其流動性用途而有餘。中華信評也認為，台塑集團與銀行間穩健的往來關係與整體較高的信用地位應可為其財務彈性提供支持，而這點可由該集團享有非常低的借款利率以及大量未動用的借款額度得到印證。此外，中華信評認為，台塑集團應該很容易就能符合其銀行借款合約中對該集團目前財務比率（包括負債對股東權益比、利息保障倍數、以及淨值等表現）所設定之較偏寬鬆的財務限制條款規定。

主要流動性來源：

- 現金與短期投資部位：截至 2019 年 6 月底止為新台幣 2,150 億元。
- 來自本業之現金流量：2020 年 6 月底止之前 12 個月期間為每年新台幣 1,500 億元至新台幣 1,600 億元。
- 未動用的長期信用額度：截至 2019 年 6 月底止為新台幣 950 億元。

主要流動性用途：

- 2020 年 6 月底止之前 12 個月期間的到期借款加上須償還之短期借款：約新台幣 1,260 億元。
- 維護性資本支出：2020 年 6 月底止之前 12 個月期間約為新台幣 300 億元。
- 現金股利配發率：約為前一年淨利的 70%。

評等評分摘要

發行體信用評等：twAA／負向／twA-1+

註：以下評等評分摘要係以全球債務人為比較基礎。

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）
- 財務政策：中性（無影響）
- 流動性：允當（無影響）
- 管理與治理：令人滿意（無影響）
- 比較評等分析：正向（+1 個級距）

個別基礎信用結構：台塑集團的核心營運公司未被授予個別基礎信用結構。

- 集團信用結構：twaa
- 集團地位：核心地位

相關準則

- General Criteria: Group Rating Methodology - July 01, 2019
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology - November 19, 2013
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments - April 01, 2019
- 認識中華信評評等定義, www.taiwanratings.com - June 26, 2018
- Criteria | Corporates | General: Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers - December 16, 2014
- Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Oil Refining And Marketing Industry - March 27, 2014
- General Criteria: Methodology: Industry Risk - November 19, 2013
- General Criteria: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities - November 13, 2012
- General Criteria: Guarantee Criteria - October 21, 2016
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions - November 19, 2013
- Criteria | Corporates | General: Reflecting Subordination Risk In Corporate Issue Ratings - March 28, 2018
- General Criteria: Methodology: Timeliness Of Payments: Grace Periods, Guarantees, And Use Of 'D' And 'SD' Ratings - October 24, 2013
- General Criteria: Use Of CreditWatch And Outlooks - September 14, 2009
-

(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

評等確認；評等展望行動

	評等行動後	評等行動前
台灣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		
南亞塑膠工業股份有限公司。		
發行體信用評等	twAA/負向/twA-1+	twAA/穩定/twA-1+
一般無擔保普通公司債債務發行信用評等	twAA	
台塑集團(開曼)有限公司		
一般順位無擔保保證債券債務發行信用評等	twAA	

本篇報告中的某些用詞，特別是一些用來表達我們對於評等相關因素之看法的形容詞，在我們的評等準則中有其專屬意義，因此應連同該套準則一併閱讀。進一步訊息請參考位於 www.taiwanratings.com 之「評等準則」頁面。信用評等資料庫（Rating Research Service）之訂戶可至 rrs.taiwanratings.com.tw 取得完整評等訊息。所有受此評等行動影響之評等均公布於中華信評官方網站 www.taiwanratings.com。

（中文版本係根據英文版本翻譯，若與原英文版本有任何分歧，概以英文版本為準。）

Copyright © by Taiwan Ratings Corp. All rights reserved.

著作權 © 2019 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。評等相關出版品可能因各種原因而出版，未必一定為評等委員會採取之評等行動，包括但不限於對一評等結果之定期更新與相關分析。

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開，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。

中華信評就其承辦的委託評等與相關分析收取報酬，且通常是來自發行體、創始機構、安排機構、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（免費）與 rrs.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。其他可能影響評等之利益衝突情形，僅依主管機關要求揭露於此。