

出國報告(出國類別：其它)

拜訪國際債券發行人報告

服務機關：臺灣銀行股份有限公司財務部

姓名職稱：陶克柔 副經理

派赴國家：義大利

出國時間：106年06月10日至106年06月19日

報告日期：106年8月23日

內容摘要

國際債券顧名思義為發行人在臺灣發行、以外幣計價、於櫃檯買賣中心掛牌(或同時於國外交易所雙掛牌)之債券，國際債券承銷業務於過去幾年在臺灣快速成長，為櫃檯買賣中心積極發展的業務重點之一。以往外國法人機構在臺發行國際債券均是由業務往來合作的外商銀行引介來臺灣進行 Road Show，本次則由永豐銀行、永豐金證券、及義大利聖保羅銀行共同舉辦主動赴義大利米蘭及羅馬之 Reverse Road Show，拜訪 14 個發行人(含義大利央行)，因此，本報告係分述潛在國際債券發行人之背景及信用情況為主題。

本次拜訪之發行人產業分布在金融業(包括郵局)、石油探勘重工機械、天然氣及電力配送等公用事業、化學製藥業、航太國防業、眼鏡光學業、時尚業等，大部分公司受到義大利主權信用評等 BBB- 的影響，信評與主權評等相當，尤其是金融業，也有一些公司沒有信評，僅少數公司由於其獲利穩定，產業風險小，或具獨特壟斷性，信用評等比主權信評高一個或數個等級。本報告係由產業面及企業營收狀況與信用評等等項目評估，挑選未來較有機會來臺發債的公司進行介紹。

目 錄

壹、目的.....	1
貳、過程.....	2
參、內容.....	3
肆、心得與建議	11
伍、資料來源	12

壹、目的

國際債券顧名思義為發行人在臺灣發行、以外幣計價、於櫃檯買賣中心掛牌(或同時於國外交易所雙掛牌)之債券，國際債券承銷業務於過去幾年在臺灣快速成長，為櫃檯買賣中心積極發展的業務重點之一，國際債券不像一般於國內發行的公司債，主要承銷商以證券商為主，由於銀行擁有龐大的金流、低廉的資金成本及與外商銀行長期的良好業務合作關係等利基，與自營業務的龐大投資需求，因此銀行在持有兼營證券商的營業許可下，皆積極拓展該項業務，成為國際債券承銷業務的主要承銷商。

由過去數年的國際債券承銷業務發展趨勢觀之，由於外商銀行觸角遍及全球，擁有完整的國際化 DCM (Debt Capital Market) 團隊，國際債券發行人多由外商銀行引進臺灣，再與臺灣具有承銷營業許可的金融同業共同參與合作承銷，在該項業務上除可為銀行帶來豐潤的手續費收入，亦可增加銀行在國際的知名度。

自 102 年 11 月 27 日金管會開放大陸地區註冊法人來臺發行寶島債，本行即完成擔任中國銀行(香港)、交通銀行(香港)、農民銀行(香港)等三家來臺發行寶島債之主、協辦承銷商。另亦參與多檔外國機構法人來臺發行國際債之主辦承銷案，合作對象遍及韓國、香港、日本、歐洲、中東等機構法人，除為銀行帶來豐厚的承銷手續費收入，奠定本行在國際債承銷的地位，亦打開臺銀在國際債券承銷業務的知名度。

貳、過程

以往國際債券承銷業務的促成，如果發行人為外國法人機構，均是由業務往來合作的外商銀行引介來臺灣進行 Road Show，為一對一的方式，雙方在業務上進行溝通取得共識進而談業務合作，本次則為由永豐銀行、永豐金證券、及義大利聖保羅銀行共同舉辦位於義大利米蘭及羅馬之 Reverse Road Show，邀請國內金融同業共同參加，成員包括承銷商與投資人，主動出擊拜訪潛在國際債券發行人及義大利央行，行程相當緊湊，短短五個工作天拜訪 14 個發行人含義大利央行，扣除前後飛機往返天數，行程表如下：

Date	City	Issuers
June 12	Milan	Snam / ENEL / A2A / ISP Treasury Head & IR
June 13	Rome	FinMeccanica / Poste Italiane
June 14	Rome	Cassa Depositi Prestiti / Bank of Italy
June 15	Milan	ISP Chief Economist / UniCredit / Saipem / Luxottica
June 16	Milan	Recordati / Prada / Intesa Life

參、內容

本次參訪的大部分公司受到義大利主權信用評等 BBB- 的影響，信評與主權評等相當，尤其是金融業，僅少數公司由於其獲利穩定，產業風險小，或具獨特壟斷性，信用評等比主權信評高一個或數個等級，例如 Prada Spa 為全球知名奢侈品牌，雖然未做信用評等，但是其財務健全，獲利穩定，具知名度，已獲市場肯定，信用評等對其公司已無必要性。

義大利企業鮮少與臺灣金融業往來，國人較為陌生，爰此，主辦單位安排拜訪之發行人高達 14 家，產業分布在金融業(包括郵局)、石油探勘重工機械、天然氣及電力配送等公用事業、化學製藥業、航太國防業、眼鏡光學業、時尚業等，有些公司產業面前景不佳或獲利不穩定、信評不夠好或無信評，因此本報告係由產業面及企業營收狀況與信用評等等項目評估，挑選未來較有潛力來臺發債的公司進行介紹：

首先將本次參訪公司之信用評等整理如下表：

	S&P	Moody' s	Fitch
Snam	BBB	Baa1	BBB+
ENEL	BBB	Baa2	BBB+
A2A	BBB	Baa3	---
ISP	BBB-	Baa1	BBB
FinMeccanica	BB+	Ba1	BB+
Poste Italiane	BBB-	Baa2	BBB
Cassa Depositi Prestiti	BBB-	Baa2	---
UniCredit	BBB-	Baa1	BBB
Saipem	BB+	Ba1	---
Luxottica	A-	---	---

Recordati	---	---	---
Prada	---	---	---
Intesa Life	---	---	---
Bank of Italy	BBB-	Baa2	BBB

一、INTESA SANPAOLO

1. 信用評等: S&P/Moody' s/Fitch : BBB- / Baa1 / BBB
2. 該銀行為本次參訪主辦邀請單位之一，信用評等與主權信評相同，為義大利僅次於 UniCredit 之第二大銀行，係歐元區第三大銀行，截至 2016/12/31 總資產規模 725,100 百萬歐元，在存款、放款、壽險保費收入、資產管理、退休金管理等業務均位居義大利銀行業排名第一，其中存款市占率 18%，放款市占率 17%，在國內擁有超過 4,600 家分行，超過 1,230 萬的客戶，專擅於財富管理業務，獲利盈餘接近 75%以上來自國內，其餘主要來自其他歐洲國家。
3. 由於其業務過度集中在義大利，曝險高達約 75%，因此與義大利經濟連動性高，信用評等無法超越主權信評，在過去幾年，義大利經濟不佳，該銀行深受影響，不良資產上升，但隨著歐洲整體經濟的改善，義大利經濟亦逐漸趨穩，該行不良資產比率已由 2016 年的 15.93%下降至 2017 年 8 月為 13.86%，不良資產覆蓋率亦由 2016 年之 51.95%，至 2017 年 8 月提升為 52.66%(以上資料來源為 Bloomberg)。
4. 該銀行由於有大量的存款來源基礎，加上擅用資本市場籌資工具，因此流動性尚足以支持業務需求，而且在義大利金融危機時，該行擁有穩定的經營管理團隊與策略，並未仰賴政府支持。此外，營運狀況好轉，獲利逐年升高，已經從金融風暴的陰影走出；淨利由 2011 年虧損 80 億歐元，至 2016 年全年淨利 31 億餘歐元，顯示其獲利大幅改善；在 ROE 方面，2011 年為 -16.3%，2016 年已經升為 6.0%。

5. 整體而言，該行最大的風險，仍是在於該行國際化程度低，風險過度集中在義大利，因此國家經濟風險是其最大風險所在，雖然該行在其國內具有市場重要地位，但是政府對金融體系的支持仍具不確定性。

二、UniCredit Bank AG

1. 信用評等: S&P/Moody's/Fitch : BBB / Baa2 / ---
2. 信用評等比主權信評高一個等級。UniCredit SpA 總部設於米蘭，歐洲最大的銀行集團之一，超過 2,800 萬客戶，業務遍及 19 個國家，於 2005 年 6 月斥資 151 億歐元併購德國第二大銀行 HypoVereinsbank AG(下稱 Hypo)，UniCredit SpA 按照資產規模計算，為歐元區第一大、歐洲第三大銀行集團，UniCredit Bank AG 為該集團旗下子公司之一，截至 2016/12/31 總資產規模 302,090 百萬歐元，以資產規模比較，為義大利第二大，德國第三大，奧地利第一大。該銀行經營的業務種類大致包括不動產融資、證券經紀、資產管理、租賃、專案融資及股票發行，由於併購德國 Hypo，使其觸角延伸到投資銀行業務，並對公司企業戶提供顧問服務，客戶群包括汽車業、物流業、工程、建築、保健、生化、治藥等領域。主要獲利來源為零售、私人銀行及財富管理等三大塊。
3. 由於該集團併購 Hypo，UniCredit Bank AG 在德國銀行業具有相當的地位，受到巴伐利亞及北德的獲利來源支持，對獲利影響相當大。與全球銀行相較，該行資本與盈餘表現均優，2017 年發放特別股利 30 億歐元，S&P 信評公司預估 2018 年 RAC (risk-adjusted capital) 將介於 10.5%~11.5%。截至 2017 年 Q1，Net profit 達 907 百萬歐元，年成長 40.6%，Cost of risk 亦較去年同期減少 8bps，預期 2017 年約為 65bps。此外，該行資產品質佳，流動性充沛，2017 年 Q1 不良資產比率為 6.4%，不良資產覆蓋率為 66.6%。
4. 該公司的經營策略除將繼續延伸在德國的發展，以維持穩定的獲利，其管

理政策亦著重於零售銀行業務的重整，包括降低分行數量、現代化既存的分行、縮編員工人數、實施數位化策略等，這些政策將會降低銀行成本並增加效率，符合其在零售業務及私人銀行業務上增進獲利的目標。

5. 由於該銀行亦為 G-SIBs List 之一，顯示其在全球銀行體系地位的重要性，雖然其在德國曝險大，但是未來如有違約風險，來自德國政府的支持尚不確定，惟其穩健經營的策略與多元化的地區網路與多元化的產品區隔，相較全球同業，風險應是有限的。

三、SNAM SpA

1. 信用評等：S&P/Moody' s/Fitch：BBB / Baal / BBB+
2. 信用評等比主權信評高一個等級。SNAM SpA 屬天然氣公用事業，成立於 1941 年，為歐洲最大的天然氣配送網公司之一、義大利最大的天然氣運輸及倉儲公司，主要業務在天然氣輸送、儲存和液化，為一天然氣基礎設施的綜合性集團公司，該公司有效地管理天然氣運輸系統、發展基礎設施和提供綜合服務，從而促進公平的能源成本。除擁有並經營義大利天然氣配銷，亦同時為進口商、經銷商，有高壓管及中壓管的輸送網，包括連接至義大利生產及輸入據點的主幹管線，在歐洲的天然氣基礎設施、管理與建設位居重要地位。由於其產業獲利穩健，來自於低風險的運輸及儲存，並具有完整的管理制度，加上特有的壟斷特許事業，因此，信用評等高於主權信評一個等級。
3. 該公司天然氣網路配送管線遍及歐洲，透過對 TIGF、TAG、GAS Connect 公司的持股，SNAM 觸角得以延伸至奧地利、泛亞得里亞海、英國、法國、俄羅斯等國家，亦在某些國家取得配電權。截至 2016 年底，資本市值規模 135 億餘歐元，全年總收益 25.6 億歐元；2017 年 Q1，總收益為 6.3 億歐元，稅前盈餘為 3.5 億歐元，淨利則較去年同期增加 42 百萬歐元至

2.5 億歐元，由於有效率的控制成本及關稅提高和相關企業營收增加，使獲利逐年攀升。此外，其籌資方式相對保守，以資本市場籌資工具為主，即使產業擴充需要龐大的資本支出，但其資金流動性仍屬充裕。並於近年來致力於環保，對於減少溫室氣體排放量和保護生物多樣性不遺餘力。

4. SNAM 財務營運優於義大利國家財務狀況，跨國經營模式、低風險的產業與其壟斷事業的特性，為其帶來穩健的收入，不易受到大環境的衝擊，因此，支撐其信用評等高於主權信評一個等級，但能否再向上調升，仍可能視未來義大利信評是否調升而定。

四、Enel Spa

1. 信用評等：S&P/Moody' s/Fitch：BBB / Baa2 / BBB+
2. Enel Spa(下稱 Enel)成立於 1962 年，信用評等比主權信評高一個等級，為義大利國家天然氣及電力公司，總部位於羅馬，並且為一跨國企業垂直整合之電力公司，營運遍及 32 個國家，亦包括俄羅斯，在西班牙及拉丁美洲位居領導地位，為歐洲第二大電力設備公司。多元化的電力生產設備服務約 6,100 萬客戶，該公司主要經營來自傳統及再生能源發電及配電，亦提供電力及天然氣產品的整合性解決方案。
3. 該公司在拉丁美洲市占率約 20%，在中歐及西歐和俄羅斯約 8%，該公司的優勢在於事業的國際化與多角化的經營策略，降低其營運風險，也因為如此，使其產能過剩的壓力降低甚至抵銷，並且受惠於多元化且不受規範的發電來源與天然氣事業使其更具競爭力，例如：30%來自煤炭發電、23%水力發電、14%核能發電及大型風力發電、10%為石油天然氣事業，另外最近幾年積極投入綠能產業，因此有 8%營收為再生能源之資源使用。
4. 雖然在成熟市場之需求有減緩情形，加上天然氣價格與電價的公平定價下滑影響公司獲利，但是該公司亦透過降低成本方式，例如預售產出電

力進行避險策略來因應電價下滑。惟其最大的市場仍是在義大利與西班牙，因此在獲利上也產生了自然避險的效果，此外，義大利經濟財政部 (Ministry of Economy and Finance ; MEF) 為其最大的股東，占有 25.5% 的股權。

5. 截至 2016 年底，資本市值規模 425 億歐元，總資產 155.5 億歐元，EBITDA 獲利率 22.27%，2017 年上半年淨利為 38 億歐元，EPS 0.38%，流動性充裕，財務狀況亦優於義大利政府，西班牙子公司提供了該公司核心貢獻度，ENEL 在義大利電力生產不僅具領導地位，同時也擔負政府能源政策的執行。依據 S&P 信評報告，目前該公司信評比主權信評高一個等級，未來經過主權違約壓力測試後，若仍能維持流動性，則該公司信評可能再次調升，將有可能比主權信評高 2 個等級。

五、Poste Italiane Group

1. 信用評等：S&P/Moody' s/Fitch : BBB-/Baa2/BBB
2. Poste Italiane Group (下稱 Poste) 為義大利郵政有限公司，性質與我國中華郵政相同，但是是以一個集團架構營運，旗下有數家子公司，政府 (MEF) 為最大股東，必要時可獲得來自政府的支持，因此信用評等與主權信評一樣。該公司經營三個主要事業部門，包括郵政服務 (含包裹與郵件及相關郵務事務)、金融服務 (存款、放款與投資) 與保險，提供服務給一般大眾、企業及政府組織。在 2015 年，政府進行第一次釋股約 35.3%，成為部分民營化的公司，2016 年 6 月，政府再移轉 35% 的股權給 CDP (Cassa Depositit e Prestiti SpA)，CDP 為義大利 MEF 全資持有，主要業務在提供貸款給國內地方政府、公共機構。截至 2016 年底，MEF 仍然保留對 Poste 29% 的持股，機構投資人約 22%、一般投資人約 14%，因此 Poste 仍然繼續為政府主要的財務支柱之一。

3. Poste 是義大利最大的 GRE (government-related entity)，擁有超過 140,000 員工，服務超過 3,300 萬名客戶，亦配合政府財務目標，包括穩定資金來源、協助中央政府降低再籌資風險等，其三大塊事業群分為：
- (1) BancoPosta: 為該集團主要現金流來源，負責資金籌措與維持流動性。透過來自全國 13,000 間分行網路及良好的信譽，存款與銷售壽險商品為該公司帶來穩定的利潤，客戶存款的金流遠超過資金需求，這些優勢抵銷了信評公司對其限制高股利的發放及風險過度集中於義大利本國投資組合的不利看法。
 - (2) Poste Vita: 為該集團的壽險與資產管理公司，壽險部分市占率約 15%，主要受惠於集團的品牌形象，廣泛的通路及較低的利率保證費率等優勢，截至 2016 年底，該公司管理的資產約 4,930 億歐元，估計約為義大利 2016 年 GDP 的 30%，2017 年 Q1 管理的資產持續上揚至 4,980 億歐元，資產包括銀行存款、政府保證的郵政存款(債券及一般存款)及提列的相關壽險準備。
 - (3) Postal business: 為一般的郵儲包裹業務，惟受電子郵件及網購業務發展影響，該項業務獲利占總集團呈現下降趨勢。
4. 該集團截至 2017 年 Q1 總資產規模 1,958.8 億歐元，在獲利方面，整體而言表現不如去年同期，總收益 95.39 億歐元，較去年同期 97.59 億歐元下滑 2.3%，稅前盈餘 (EBIT) 5.26 億歐元，較去年同期 5.62 億歐元下滑 6.4%，淨利則由 3.67 億歐元下滑 4.4%至 3.51 億歐元，但是該集團同時致力於降低營運成本，致較同期減少 1.9%。未來該集團或有縮編裁員以降低成本的策略，來控制成本增加收益。
5. Poste 為義大利政府主導，財政政策執行為其業務重點之一，因此其信用評等將隨義大利主權信評調整，在必要時，政府將給予完全的支持，以其規模及資金狀況觀之，財務結構相當穩健，資金流動性充沛無虞，未來除非完全民營化，否則營運及信評將維持現況。

六、Luxottica Group SpA

1. 信用評等: S&P/Moody' s/Fitch : A- /-- /--
2. Luxottica Group SpA (下稱 LGS)信評比國家主權信評高 3 個等級。該集團成立於 1961 年，總部位於米蘭，是全球最大的太陽眼鏡公司，其業務鏈從設計、製造、配銷、到行銷傳統眼鏡與設計師品牌的眼鏡及太陽眼鏡為主，銷售據點遍及全球各地。其產品亦做價格區隔化，除自創品牌，例如知名的 Ray-Ban、Oakley、Persol 等多達 10 種外，另外亦幫 BVLGARI、BURBERRY、COACH、CHANEL、PRADA、GEORGIO ARMANI、法拉利…等世界知名品牌眼鏡代工，總計超過 40 個品牌，行銷策略從平價至高價位品牌均有，並且藉全球化分散風險，銷售網路逾 150 個國家，含括成熟市場與新興市場，因此營運風險相對降低。
3. 2017 年 1 月 LGS 和法國鏡片製造商 Essilor International SA(下稱 Essilor)透過換股方式合併成新公司 EssilorLuxottica，成為一間全球眼鏡公司龍頭，年收益將會約有 150 億歐元和 35 億歐元的稅前盈餘 (EBITDA)，擁有 14 萬員工。原 LGS 最大股東的 Delfin 亦將成為新公司最大的股東，持有 31%~38%股份。兩家公司合併後具有綜效，除使產品線更加完整外，亦包括了眼科用鏡片、光學儀器，開創新的通路與產品，添增公司的價值與優勢。
4. 截至 2016 年底，LGS 資本市值規模 245 億歐元，總資產 103 億歐元，EBITDA 獲利率 20.45%；2016 年全年淨銷售額 90.86 億歐元，有 61%來自零售，餘 39%來自躉售，淨利 8.5 億歐元，EPS 1.77 歐元，均較 2015 年成長，此外，2017 年 Q1 與去年同期比，集團銷售額成長 5.2%，主要來自於 Ray-Ban 品牌於歐洲及拉丁美洲的銷售。
5. 整體而言，LGS 產業風險低，信用評等 A-，且未來展望(outlook)在與 Essilor 合併後調整為正向(Positive)，顯示信評公司預期 LGS 中期銷售與營運獲利持樂觀態度，信用評等有調升機會。

肆、心得與建議

本次參訪行程相當緊湊充實，但是能夠拜訪義大利央行及潛在債券發行人，聽他們進行簡報，與他們就市場、公司治理與經營策略提出討論問題與溝通，是一個難能可貴的機會，這些都不是參加一般旅行團只是觀光購物所能獲得的寶貴經驗。尤其原本的刻板印象及先入為主的觀念，認為義大利的銀行及公司普遍信用評等差、財務狀況也許受到國家經濟的影響，不會是一個好的債券投資標的，但是後來發現有許多公司相當具有投資價值，就如同我上述說明舉例的幾家公司，都是財務健全、產業穩定具成長性、甚至信用評等高過國家主權信評之公司，打破了我原本僵固的迷思及開拓視野。但是目前這些發行人，除了銀行有在國際市場發債經驗，其他的公司雖然透過資本市場籌資，但是仍以歐洲為主，並且以發行歐元計價的債券為主要幣別，對亞洲市場認識不深，因此本次參訪，除了解對方外，並介紹臺灣金融市場及實力，令雙方獲得一個很好的互動交流。

由於本行財務部與外商銀行向有密切往來業務合作，未來除了像以往一樣由外商銀行引介發行人來做 Road Show，亦可繼續編列出國預算拜訪海外國際債券發行人，主動出擊，進行 Reverse Road Show，不僅可以擴大同仁的視野，建立國際觀，也有機會拓展本行債券承銷業務。此外，雖然本行沒有像外商銀行的 DCM 團隊，但是我們有海外分行，例如美國有洛杉磯分行與紐約分行，歐洲有倫敦分行，若能站在全行的業務角度，在與客戶進行聯貸案的洽談時，同時把發債作為客戶籌資的選項，分析借款或發債成本孰低，給予客戶完整的服務，以擴大本行國際化的廣度，為本行國際化業務加值。

伍、資料來源

1. 拜訪公司之簡報資料
2. 各公司公開官方網站及彭博資訊
3. 信用評等報告