

出國報告（出國類別：其他）

拜會潛在國際債券發行人

服務機關：臺灣銀行財務部

姓名職稱：陳玉鈴 高級辦事員

派赴國家：美國

出國期間：107年6月23日至107年7月1日

報告日期：107年8月23日

摘要

本次出國參訪行程係由渣打銀行舉辦之美國 Non-deal Roadshow，參訪潛在國際債券發行人，包括美國公司及金融機構。本研究報告介紹五家公司，包括生命科學設備業的 Danaher Corporation、生物科技業的 Celgene Corporation、特用化學品業的 Avery Dennison Corporation、航空業的 Southwest Airlines Corporation、商業住宅建築設備及系統業的 Ingersoll-Rand PLC，金融機構部分則比較智利三家銀行：Banco del Estado de Chile、Banco Santander Chile、Banco de Credito e Inversiones。

此行透過與潛在債券發行公司之投資人關係部門或財務部門主管面對面互動，對公司企業文化、經營策略和財業務表現的認識，遠勝過一般公開資料所能提供，因此建議本行能多參與此類行程，藉此加強產業面的信用分析，俾深入了解產業及企業發展潛力，增加優質公司債投資，擴大債券投資規模。此外，當發行公司有併購機會時，評估信用風險除了考量信用評等外，更需要注意併購活動可能產生的財務風險。

目次

壹、目的.....	4
貳、過程.....	4
參、參訪內容.....	5
一、Danaher Corporation.....	6
二、Celgene Corporation.....	8
三、Avery Dennison Corporation.....	10
四、Southwest Airlines Corporation.....	12
五、Ingersoll-Rand PLC.....	14
六、Banco del Estado de Chile.....	16
七、Banco Santander Chile.....	18
八、Banco de Credito e Inversiones.....	20
肆、心得及建議.....	22
伍、參考文獻.....	24

壹、 目的

本次出國研究主題為拜會金融同業或潛在國際債券發行人有關投資、發行與交易實務，為拓展國際債券承銷業務，爭取未來承銷及投資機會，本行參加由渣打銀行舉辦之美國 Non-deal Roadshow，參訪潛在國際債券發行人，包括美國公司及金融機構。由於本行在外幣債券承銷及投資方面以金融機構發行之債券為主，對公司債在天期與信用評等上的要求較嚴格，故曝險相對有限，希望藉此行對各產業及美國公司能有更進一步了解，以利未來投資組合更多元化。

貳、 過程

本次參訪行程涵蓋美國三個城市，分別為紐約、華盛頓、洛杉磯，參訪對象(含電話會議)共 16 家美國公司及金融機構。美國公司分屬不同產業，包括：商業住宅建築設備及系統、珠寶及鐘錶、生物科技、大型製藥、私募股權、資訊科技服務、生命科學設備、特用化學品、航空、機構經紀業等；金融機構則包括美國、加拿大及智利銀行。扣除飛機往返天數，實際工作日有 5 天，行程表如下：

日期	城市	參訪	電話會議
6/25	紐約	Tiffany & Co. Celgene Corp.	Ingersoll-Rand PLC
6/26	紐約	Bristol-Myers Squibb Co. Citigroup Inc.	Bank of Nova Scotia
6/27	紐約 華盛頓	KKR & Co. Inc. DXC Technology Co.	
6/28	華盛頓	Danaher Corp.	Banco de Credito e Inversiones Banco del Estado de Chile Banco Santander Chile
6/29	洛杉磯	Avery Dennison Corp. Rothschild & Co. MUFG Americas Holdings Corp.	Southwest Airlines Co.

參、 參訪內容

本次參訪對象以美國公司為主，金融機構為輔，除了 Rothschild & Co.沒有信用評等外，其餘皆具有投資等級(表一)。由於美國公司所屬產業各異，受限於篇幅，本文將介紹其中五家，金融機構部分則比較智利三家銀行之表現。

表一

	Moody's	S&P	Fitch
公司			
Bristol-Myers Squibb Co.	A2	A+	A-
Danaher Corp.	A2	A	-
KKR & Co. Inc.	-	A	A
Southwest Airlines Co.	A3	BBB+	BBB+
Tiffany & Co.	Baa2	BBB+	BBB+
Celgene Corp.	Baa2	BBB+	-
Ingersoll-Rand PLC	Baa2	BBB	-
DXC Technology Co.	Baa2	BBB	BBB+
Avery Dennison Corp.	Baa2	BBB	-
Rothschild & Co.	-	-	-
金融機構			
Banco del Estado de Chile	A1	A+	A
Banco Santander Chile	A1	A	A
Bank of Nova Scotia	A1	A+	AA-
Banco de Credito e Inversiones	A2	A	A
MUFG Americas Holdings Corp.	A2	A-	A
Citigroup Inc.	Baa1	BBB+	A

註: Moody's 於 2018/7/27 將 Banco del Estado de Chile 評等由 Aa3 調降至 A1, Banco Santander Chile 評等由 Aa3 調降至 A1, Banco de Credito e Inversiones 評等由 A1 調降至 A2

一、Danaher Corporation

丹納赫集團(Danaher Corporation)成立於 1984 年，設計、製造及銷售工業與醫療器材，近年透過併購活動(包括 Nobel Biocare、Pall、Cepheid)，不斷擴充產品線，同時提升毛利率，產品主要涵蓋四個部分：診斷器材、生命科學、環境與應用解決方案、牙科(圖一)。截至 2017 年底，該公司營收約 180 億美元，毛利率約 55%。該公司以卓越的營運管理系統 Danaher Business System (簡稱 DBS) (圖二)提升其競爭優勢，重視團隊、創新、客戶、股東，致力於追求 8 個核心價值(圖三)。DBS 隨著公司發展不斷演化其內涵，從 1980 年代中期強調精簡，到 2001 年開始追求成長，2009 年加強領導，2016 年推動共享目標(即協助實現生命潛能)。

圖一



圖二



圖三

8 CORE VALUE DRIVERS

SHAREHOLDER	CORE REVENUE GROWTH OMX CASH FLOW / WC TURNS ROIC
CUSTOMER	QUALITY (EXTERNAL PPM) ON-TIME DELIVERY (OTD)
ASSOCIATE	INTERNAL FILL RATE RETENTION

註：OMX 代表擴大營利率(Operating Margin Expansion)；WC 代表營運資金(Working Capital)

丹納赫集團在全球約有 250 個據點，40% 營收來自北美市場，24% 來自歐盟，30% 來自高成長市場。近四年營收因併購活動成長 42%，2017 年自由現金流量和經調整每股盈餘皆達兩位數成長，並且連續 26 年自由現金流量超過淨利。(表二)

表二

單位：百萬美元




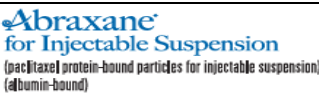
	2017	2016	2015	2014
營收	18,329	16,882	14,433	12,866
營業淨利	3,021	2,750	2,162	2,045
淨利	2,492	2,553	3,357	2,598
營利率(%)	16.48	16.29	14.98	15.89
資產	46,648	45,295	48,222	36,991
負債	20,280	22,218	24,458	13,541
EBITDA/利息費用(倍)	26.18	21.04	21.77	29.18
經調整每股盈餘(美元)	4.03	3.61	2.98	2.66
自由現金流量*	2,890	2,507	3,195	3,037

註：該公司定義的自由現金流量為營業現金流量－資本支出＋資本處分

二、Celgene Corporation

賽基(Celgene Corporation)為全球性生物製藥公司，致力於癌症及免疫系統、發炎等相關疾病療法之研發及商業化，旗下產品包括：REVLIMID、VIDAZA、THALOMID、POMALYST/IMNOVID、ABRAXANE、OTEZLA、ISTODAX、IDHIFA，其中 REVLIMID 貢獻近三分之二的營收，主要用於治療多發性骨髓瘤和骨髓增生異常症候群，POMALYST/IMNOVID 同樣治療多發性骨髓瘤，為銷量第二大產品，其次為 OTEZLA(治療乾癬和乾癬性關節炎)和 ABRAXANE(化療藥物)。(圖四)

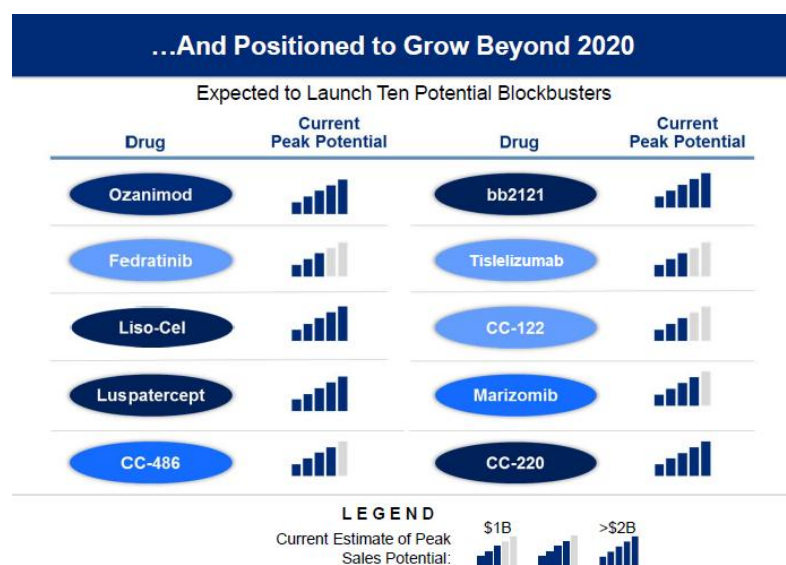
圖四

2017 Net Product Sales Y/Y		
 Revlimid [®] (lenalidomide) capsules	\$8.2B	17%
 Pomalyst [®] (pomalidomide) capsules	\$1.6B	23%
 Otezla [®] (apremilast) 30mg tablets	\$1.3B	26%
 Abraxane [®] for Injectable Suspension (paclitaxel protein-bound particles for injectable suspension) (albumin-bound)	\$992M	2%

由於旗下金雞母 REVLIMID 專利將在 2022 年到期，賽基透過併購提高產品多元性，於今年一月預付 11 億美元收購 Impact Biomedicines，以取得其仍在實驗中的治療骨髓纖維化藥物 Fedratinib，一旦該藥物研發到某個階段，收購價格可能高達 70 億美元，緊接著又以 90 億美元收購 CAR-T 療法公司 Juno Therapeutics。CAR-T 療法是癌症治療劃時代的里程碑，原理是將病人自身的免疫 T 細胞取出，以基因改造的方式讓 T 細胞認得癌細胞並大量培養，再送回病人體內殺死癌細胞。不過對於收購 Juno Therapeutics，Moody's 認為將對賽基的信用造成負面影響，主因併購將提高舉債程度，且商業化風險仍高。截至 2017 年底，賽基總債

務/EBITDA 為 3.06 倍，舉債後將上升至 4 倍，惟在盈餘強勁成長之假設下，Moody's 預估併購完成後 12 個月內，總債務/EBITDA 將降至 3.5 倍以下(表三)。依據賽基預估，直至 2020 年營收將可維持 14.5%的成長率，經調整稀釋後每股盈餘達 19%成長率。直到 2030 年，目前處於後期研發階段的 10 項藥物將可帶來逾 160 億美元的營收。(圖五)

圖五



表三

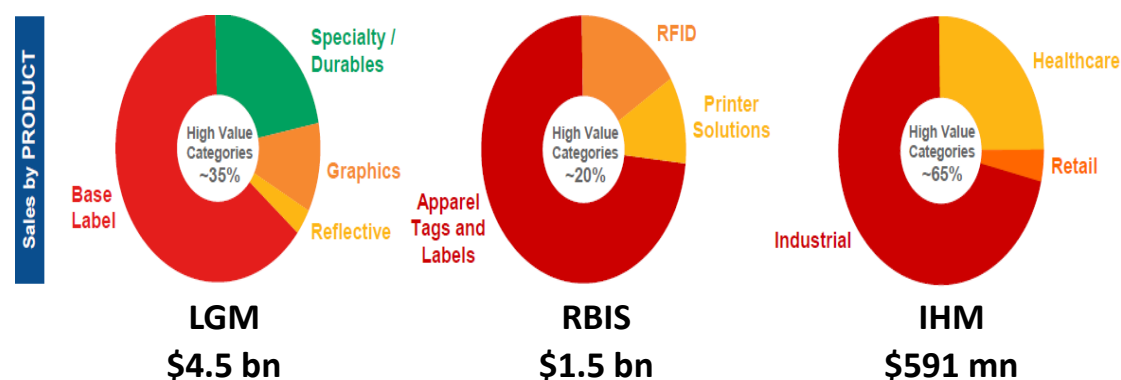
單位：百萬美元

	2017	2016	2015	2014
營收	13,003	11,229	9,256	7,670
營業淨利	4,707	3,166	2,255	2,519
淨利	2,940	1,999	1,602	1,999
營利率(%)	36.20	28.19	24.36	32.84
資產	30,141	28,086	27,053	17,340
負債	23,220	21,486	21,134	10,815
總債務/EBITDA(倍)	3.06	3.89	5.36	2.38
EBITDA/利息費用(倍)	9.92	7.34	8.54	16.40
經調整每股盈餘(美元)	7.44	5.94	4.71	3.71

三、Avery Dennison Corporation

艾利丹尼森(Avery Dennison Corporation)生產壓力敏感材料及各式票卡、標籤與其他加工品，在逾 50 個國家有約 180 個生產據點，主要分為三大部門：標籤與圖像材料(LGM)、零售品牌與資訊解決方案(RBIS)、工業和保健材料(IHM)，各占 2017 年淨營收 68%、22%和 10%。LGM 生產壓力敏感黏著劑，RBIS 設計、生產、銷售各式品牌標籤，IHM 銷售商標膠帶、扣件、壓力敏感醫學器材及性能聚合物(圖六)。產品銷量組成中，非耐久性消費品和零售服裝合計占 65%。美國和西歐市場占其銷售量 65%，新興市場約占 30%。

圖六



艾利丹尼森具有全球規模，並在原料和製程科技上維持競爭優勢，因此在自黏性標籤產業居領導地位。LGM 在 2017 年銷量成長 4.2%，經調整營利率為 13.1%，希望透過將新興市場銷量從 39%提高至 45%，以達到 2021 年銷量成長 4%-5%目標和經調整營利率 12.5%-13.5%目標。

無線射頻辨識(RFID: Radio Frequency Identification)的發展將是 RBIS 成長關鍵，RFID 主要係透過無線通訊技術將電子標籤內晶片中的數位資料，以非接觸的通訊方式傳送到讀取器中，讀取器再將擷取、辨識的電子標籤資料傳送給後端電腦應用系統，以便進一步處理、使用或加值運用這些資料。應用在服裝標籤上，服裝從上游供應商到下游零售商整個流程都能被即時追蹤，可幫助業者減少商品存

貨量，有效控制成本。將 RFID 擴大應用到非服裝類產品，做到全通路零售 (omni-channel retailing) 為艾利丹尼森的發展方向，2017 年 RBIS 銷量成長 5%、經調整營利率 9.6%，2021 年銷量成長目標 3%-4%、經調整營利率目標 10%-12%。

IHM 部門涵蓋之產業範圍廣泛，包括汽車、電子、營建、一般工業、個人護理和醫療/傷口護理，其中長期成長前景最佳為汽車業。由於艾利丹尼森在 IHM 領域不具領導地位，屬於二階參與者，但在眾多競爭者中，不少公司其實各有其利基市場，艾利丹尼森去年即藉由併購中國大陸最大線材加工及絕緣膠帶業者，取得其代工生產的客戶基礎，未來仍將繼續尋找合適的併購機會以提升生產力。

過去半個世紀以來，艾利丹尼森的營收始終持穩在 60 億美元上下，淨利則較不穩定，去年因備付所得稅、員工相關成本和重整費用，淨利下滑到 2.8 億美元。現金流量方面，來自營業活動的現金穩定成長的同時，投資活動現金流量因併購活動為淨流出，融資活動現金流量因實施庫藏股亦為淨流出。(表四)

表四

單位：百萬美元

	2017	2016	2015	2014
營收	6,613	6,086	5,966	6,330
營業淨利	652	537	469	424
淨利	281	320	274	245
營利率(%)	9.87	8.82	7.87	6.70
資產	5,136	4,396	4,133	4,356
負債	4,090	3,470	3,168	3,309
EBITDA/利息費用(倍)	13.19	11.97	10.87	9.88
來自營業活動現金	650	585	473	354
來自投資活動現金	-547	-435	-142	-170
來自融資活動現金	-83	-106	-367	-323

四、Southwest Airlines Corporation

美國航空業坐擁全球最大民用航空市場，占全球份額約三分之一，曾經歷過度競爭和急速擴張時期，使得獲利表現不佳，在 2000-2011 年期間就有 3 家公司聲請破產(Chapter 7)、12 家公司申請破產保護(Chapter 11)。在經過數年合併重組後，美國航空業集中度有所提升，四大航空公司(包括：美國航空、聯合航空、達美航空、西南航空)的市占率超過七成，進入寡頭壟斷時代。

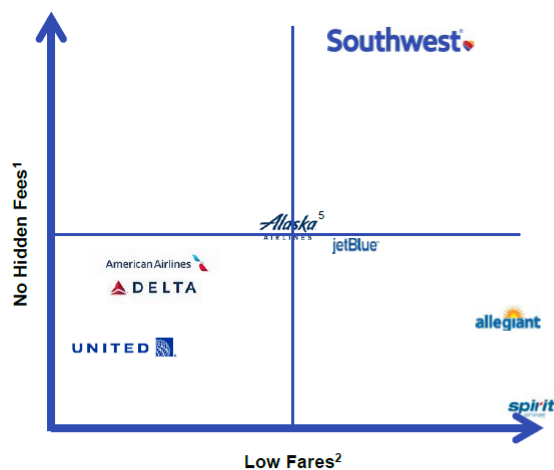
美國航空公司主要以本地航線為主，即往返美國本土與加拿大、墨西哥及中美洲地區，超過八成機型為短途窄體機。在尖峰時期，西南航空平日有超過 4,000 個航班往返美國境內 99 個目的地及其他 10 個國家。根據 2017 年美國運輸部調查，西南航空(Southwest Airlines)擁有全美最多客運量，市占率 24%，今年第一季載客率創新高達到 81.5%，連續 45 年維持獲利，為少數具投資等級的美國航空公司。營運模式兼顧股東、員工、顧客及其他利害關係人，並以票價透明度高(Transparency)為吸引顧客的訴求，強調沒有非預期的行李費用、變更訂位費用或隱藏費用(圖七)。

西南航空在過去十年相較於低成本航空公司享有成本優勢，不僅透過提升機隊現代化及增加座位數來提升使用效率，還採取各種措施來節省燃料費，包括：使用分割彎刀式翼梢小翼系統、採用單發滑行方式、翻新機艙廚房、使用電子飛行資料包等，使得每加侖的可用座位里數從 2012 年的 69.4 增加至 2017 年的 75.2(圖八)。

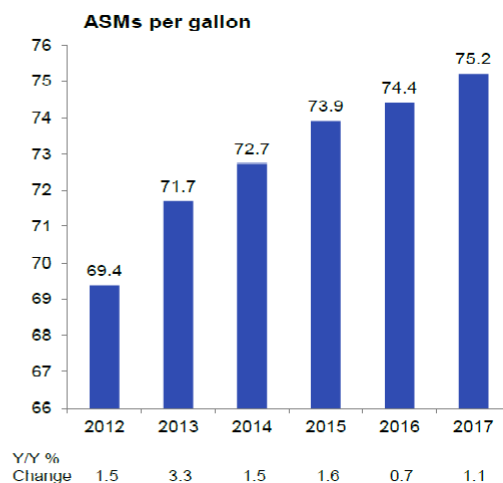
西南航空營收於 2016 年突破 200 億美元大關，過去因市場對低成本航空需求大，主要成長動力來自於乘客收入，但近幾年因油價大幅上漲，除了維持營收成長外，更致力於提升燃料使用效率。2017 年西南航空因高度避險策略，反而付出較高燃料成本，今年可能受惠於低基期而有相對高成長率。在資產負債表方面，西南

航空擁有 32 億美元未受限用途的核心現金與短期投資，以及 10 億美元可用信用額度。若加計資產負債表外的飛機租賃，槓桿程度符合其設定目標約 30%。

圖七



圖八



表五

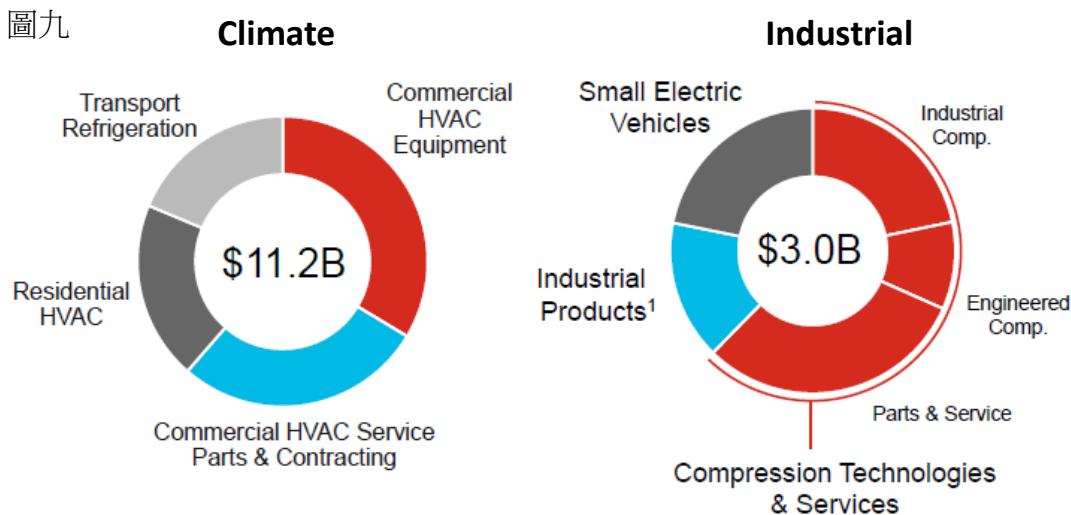
單位：百萬美元

	2017	2016	2015	2014
營收	21,171	20,425	19,820	18,605
營業淨利	3,515	3,760	4,116	2,225
淨利	3,488	2,244	2,181	1,136
營利率(%)	16.60	18.41	20.77	11.96
資產	25,110	23,286	21,312	19,723
負債	14,680	14,845	13,954	12,948
EBITDA/利息費用(倍)	72.82	66.41	57.01	29.56
來自營業活動現金	3,929	4,293	3,238	2,902
來自投資活動現金	-2,408	-2,272	-1,913	-1,727
來自融資活動現金	-1,706	-1,924	-1,024	-1,248

五、Ingersoll-Rand PLC

英格索蘭(Ingersoll-Rand PLC)製造工業設備，主要分為氣候和工業兩大部門。氣候部門銷售中央暖氣、空調、空氣清淨機等產品，占總營收 79%；工業部門銷售可提升生產力、營運和能源使用效率的產品，包括電動車、運輸溫控設備等，占總營收 21%(圖九)。在全球氣候變遷、都市化，以及天然資源稀缺的背景下，有利該公司產品發展。英格索蘭在全球有 53 個生產據點，銷售逾 100 個國家，美國為其最大市場，占總營收 68%，其次為歐非中東(15%)、亞太地區(13%)、拉丁美洲(4%)。旗下知名品牌包括：Trane、Ingersoll Rand、Club Car、Thermo King 等(圖十)。

圖九



註：暖通空調 (Heating, Ventilation and air conditioning，簡稱 HVAC)

圖十

<p>Commercial HVAC</p>  <ul style="list-style-type: none"> World leader in HVAC 	<p>Residential HVAC</p>  <ul style="list-style-type: none"> Leader in heating and air conditioning solutions 	<p>Transport Refrigeration</p>  <ul style="list-style-type: none"> World leader in refrigerated transportation
<p>Industrial and Process</p>  <ul style="list-style-type: none"> Leader in compression technologies, specialty tools & material handling 	<p>Fluid Handling</p>  <ul style="list-style-type: none"> World leader in reliable fluid handling equipment 	<p>Golf and Utility Vehicles</p>  <ul style="list-style-type: none"> A world leader in small electric vehicles

該公司經營策略著重創造長期價值，差異化的產品和服務使營收穩定成長，營運不斷追求精進，在過去四年創造 45 億美元穩定、重複性高的自由現金流量，同時動態、平衡配置資本以最大化股東價值，2014-2017 年期間英格索蘭投入約 9 億美元在資本支出、14 億美元股利、29 億美元庫藏股，至今年一月共花費約 14 億美元進行併購活動，包括 2015 年收購 Cameron International 的離心壓縮機部門和德國的 FRIGOBLOCK，後者產品為冷藏運輸設備，今年初則是收購英國的 ICS Cool Energy，藉以拓展歐洲溫度控制和暖通空調市場。

英格索蘭為市值逾 200 億美元之大型企業，若維持 4% 年均複合成長率，今年營收有機會接近 150 億美元。2016 年淨利大幅成長，主因出售冷藏和食品銷售設備商 Hussmann 少數股權予 Panasonic，去年淨利僅小幅下滑至 13 億美元。該公司 2020 年目標為：營收成長 4%-4.5%、營利率成長 14.5%-15%、每股盈餘(在 22% 稅率下)成長 11%-13%、自由現金流量占淨利至少一倍。

表六

單位：百萬美元

	2017	2016	2015	2014
營收	14,197	13,508	13,300	12,891
營業淨利	1,665	1,603	1,491	1,404
淨利	1,302	1,476	664	931
營利率(%)	11.73	11.87	11.22	10.90
資產	18,173	17,397	16,717	17,298
負債	10,966	10,679	10,838	11,253
EBITDA/利息費用(倍)	9.35	8.83	8.32	7.71
經調整每股盈餘(美元)	4.51	4.13	3.73	3.33
自由現金流量	1,302	1,339	638	739

六、Banco del Estado de Chile

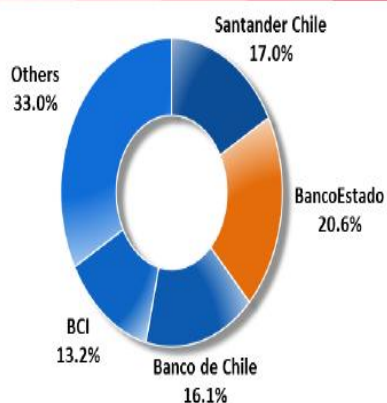
以下將介紹三家智利銀行，但在比較各銀行表現之前，有必要先對智利的總體經濟與金融體系有初步了解。智利在拉丁美洲國家中擁有最高的信用評等 (A1/A+/A)，負債占 GDP 比重僅 23.6%，截至 7 月底，5 年期信用違約交換利差為 48.354bps，與泰國(42.780bps)相當。

2017 年國內生產毛額(GDP)為 2,770 億美元，其中 34% 來自礦業，銅礦占出口 47%。2010-2013 年智利經濟連續四年保持 4% 以上的增長，但自 2014 年起全球經濟放緩、貿易活動降溫，除了 2015 年成長 2.3% 以外，實質 GDP 成長率跌至 2% 以下，今年在銅礦價格上漲及外部需求帶動下可望回升至 3.5%，符合央行設定的 3%-4% 區間。最近公布的 7 月消費者物價指數年增率 2.7%，位於央行設定的 2%-4% 區間下緣，惟考量經濟成長加速、燃料價格上漲及智利披索貶值，降低通膨下行風險，故央行去年 5 月將政策利率降到 2.5% 後即維持至今。

截至今年三月底，金融體系資產達 7,120 億美元，銀行占 52%、退休基金占 30%、共同基金占 9%、保險公司占 9%。在巴塞爾資本協定一的規範下，整體銀行體系的資本適足率為 13.6%。銀行資產品質穩定，不良貸款率為 2%，前四大銀行合計約占存放款市占率 67% 和 70% (圖十一)。

圖十一

Time & Savings Deposits Market Share as of March 2018



Mortgage Loans Market Share as of March 2018



智利國家銀行(Banco del Estado de Chile)為智利唯一一家 100%政府持股的國有銀行，信用評等與主權評等一致，存款規模最大，房貸規模第二大。該行擔負執行政策的角色，包括協助低收入戶購屋、中小企業籌資，以及提供偏鄉地區金融服務等，因此在獲利和資本方面遜於民營銀行，截至今年第一季淨息差為 3.2%，第一級風險資本比率為 7.1%。

該行由於營業據點多，籌資來源中穩定且低成本的存款占了 66.1%，對市場資金依賴度低，近年來開始分散市場資金來源，接觸國際債券市場，目前有一個 35 億美元的中期票據計畫。

根據智利憲法規定，該行不得直接放款予智利政府或任何國有企業。該行放款部位中商業貸款占 49.8%、房貸 39.4%、消費者貸款 8.2%、銀行間放款 2.6%。商業貸款的產業種類分散，前三大類為服務(27%)、零售(18%)和營建業(15%)。該行資產品質在過去五年逐漸改善中，但截至今年第一季不良貸款率為 3.3%，仍高於銀行業平均的 2%，主要來自於房貸部位，惟 23%的房貸有政府保證，即政府承諾支付不良貸款扣除回收價值後的全部金額。

表七

單位：百萬美元

	2017	2016	2015	2014
資產	61,570	51,904	45,935	46,327
負債	58,881	49,557	43,826	44,280
淨利	185	217	172	290
年化淨息差(%)	3.08	3.20	3.22	3.53
總貸款/總存款(%)	86.5	89.0	85.6	86.1
不良貸款率(%)	2.9	3.4	3.1	3.3

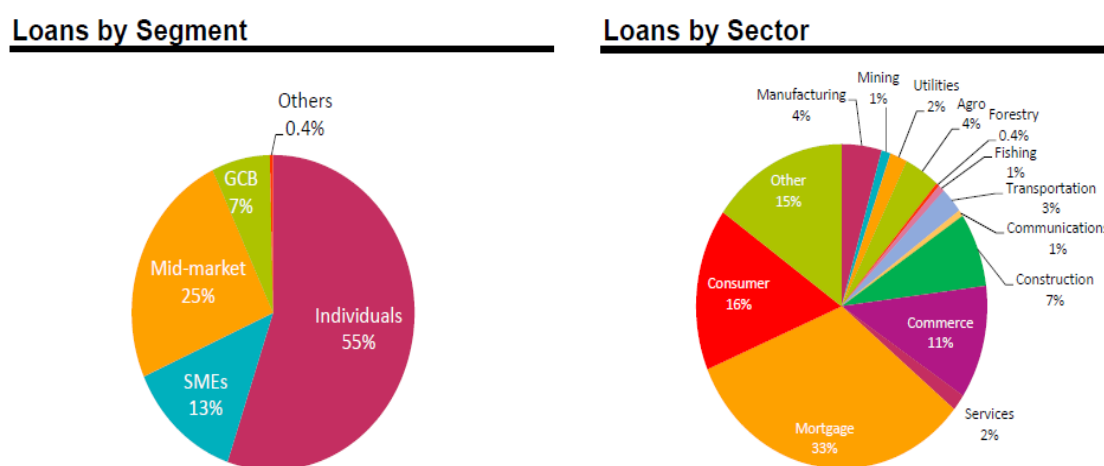
註：不良貸款率係經 Moody's 調整後資料(2017 年數字為截至 9 月)

七、Banco Santander Chile

智利桑坦德銀行(Banco Santander Chile)為智利最大民營銀行，存款規模僅次於智利國家銀行，房貸規模最大，在聖地牙哥交易所和紐約證交所掛牌。最大股東為西班牙母集團 Grupo Santander，持股 67.2%。

貸款部門依對象區分為：個人占 55%、中小企業(年營收低於 12 億美元)占 13%，中型企業(年營收介於 12 億美元至 100 億美元)和大型企業(年營收超過 100 億美元)占 25%、全球企業金融占 7%；貸款產業多元分散，房貸占 33%、消費性產業 16%、貿易業 11%等(圖十二)。今年第一季貸款與去年同期相比成長 3.2%，其中個人成長 4.7%，中大型企業成長 6.7%。受益於貸款量增加、籌資成本和費用降低、手續費收入成長，淨利成長 6.1%。

圖十二



該行的信用風險管理為其優勢，有助於減緩資產品質惡化，截至今年第一季不良貸款率為 2.3%。462 億美元的負債由 333 億美元存款(占 72%)和 129 億美元債券(占 28%)組成，該行除了發行智利披索計價債券外，亦發行美元、瑞郎、日元、歐元、澳幣計價債券，所募集的外幣資金全部換回當地貨幣。該行曾於 2016 年來台發行美元計價國際板債券，發行金額 1.85 億美元、發行年期 5 年、票面利率為 3 個月 Libor+1.2%。

表八

單位：百萬美元

	2017	2016	2015	2014
資產	58,180	55,214	48,905	50,311
負債	53,130	50,890	45,003	45,956
淨利	871	699	687	965
年化淨息差(%)	4.24	4.51	5.14	5.98
總貸款/總存款(%)	140.04	130.17	129.43	135.43
不良貸款率(%)	2.30	2.09	2.54	2.82

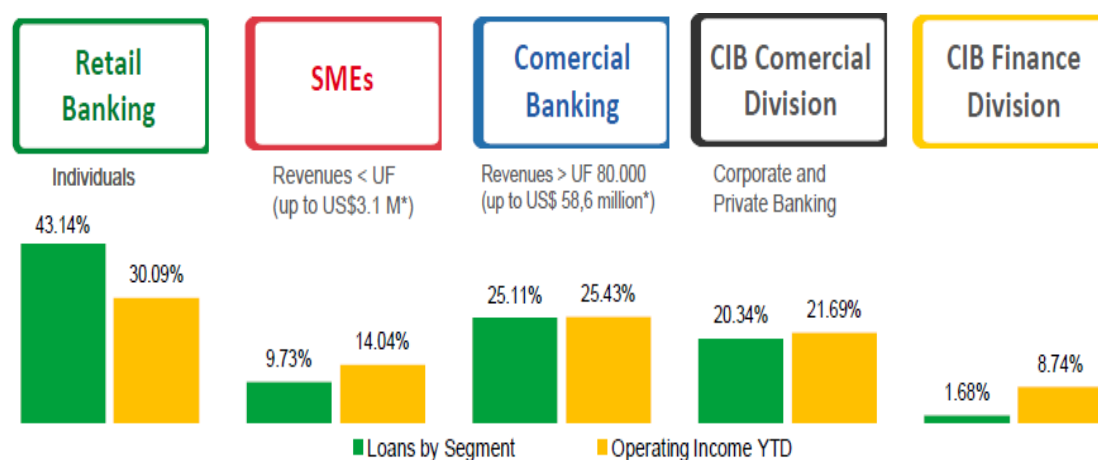
八、Banco de Credito e Inversiones

Banco de Credito e Inversiones (簡稱 BCI)為智利第四大銀行，由智利 Yarur 家族透過 Empresas Juan Yarur SpA 持股 55.14%。該行自 1999 年在美國邁阿密成立分行，於 2015 年併購佛羅里達州第六大銀行 City National Bank of Florida (簡稱 CNB)，CNB 於今年 6 月又併購另一家佛羅里達州銀行 TotalBank，使該行在佛羅里達州的曝險部位接近總資產的 25%。該行國際佈局廣泛，除了在美國有子行外，在墨西哥、秘魯、巴西、哥倫比亞和中國大陸皆設有代表處。

BCI 貸款對象多元分散，43.14%來自零售銀行，25.11%來自大型企業商業銀行，整體不良貸款率僅 1.40%，不良貸款覆蓋率 136.7% (圖十三)。籌資來源中存款占 55.5%、債券 19.6%、銀行間借款 5.6%。

BCI 於去年 12 月宣布與當地最大超市業者 Walmart Chile 簽訂 10 年的策略聯盟協議，包括併購該公司金融業務部門 Walmart Chile Financial Services，截至去年 9 月，該部門擁有 5,160 億披索(約 8.05 億美元)的信用卡貸款及 140 萬張信用卡發卡量。BCI 併購該部門後，將成為 Walmart 信用卡唯一的發卡行，並取得 Walmart 廣大的顧客基礎，將有助該行提升信用卡市占率。

圖十三



表九

單位：百萬美元

	2017	2016	2015	2014
資產	55,059	45,951	40,480	39,220
負債	50,625	42,193	37,657	36,253
淨利	572	503	506	601
年化淨息差(%)	3.33	3.57	3.76	4.38
總貸款/總存款(%)	121.28	122.98	116.06	123.03
不良貸款率(%)	1.41	1.44	1.50	2.28

肆、心得及建議

本行在外幣債券投資上雖以投資等級債券為主，但對於公司債之信用評等要求往往更加嚴格，主要係因平日透過信用評等報告及公司網站或彭博提供的資料來評估公司信用狀況，資訊來源相對有限，對公司所屬產業缺乏完整的認識下，只能以較高的信用評等來控制信用風險。本次透過渣打銀行主辦之 reverse roadshow，能夠與潛在債券發行公司之投資人關係部門或財務部門主管面對面互動，對公司企業文化、經營策略和財業務表現的認識，遠勝過一般公開資料所能提供，因此建議本行能多參與此類行程，藉此加強產業面的信用分析，俾深入了解產業及企業發展潛力，以利在次級市場投資有前景的公司債，提升本行獲利及資產品質。

理論上，信用評等越高，籌資成本越低，故公司應有取得高評等之動機，如前述本行亦以較高的評等來控制信用風險；惟本次參訪的公司當被問及是否有計畫採取動作來提高信用評等，大多數公司皆表示對目前評等感到滿意，沒有想要提高的打算，其中一個理由即提高並維持較高的評等所需要付出的成本相較於獲得的效益來得更高。考量大部分公司評等為 Baa/BBB 的情況下，籌資成本已相對較低，為了達到更高的評等，可能有調整資本結構或維持營利率的壓力，且信用評等公司在意的因素不一定與公司發展策略一致，故公司並不會一味追求高信評，同理本行在追求高評等的同時是否有信用評等迷思亦值得思考。

另外，今年以來美國許多企業掀起併購潮，並透過發行債券的方式籌資，本次參訪的公司亦有多家在積極尋找併購機會。然而，企業併購活動長期效益不確定性高，不易評估，但對財務結構將產生直接影響，帶來較大的財務風險。對債券投資人而言，應盡可能蒐集第三方機構對併購雙方所做的評估報告，了解併購方籌措資金的方式是否提高融資風險，是否加強營運資金管理來維持資產流動性，以及目標企業的現金流量是否穩定等面向，以加強信用風險評估。

本行債券投資偏重金融業，但由於巴塞爾資本協定對流動性覆蓋率(LCR)的要求，計算時不包含金融債，且投資總損失吸收能力(TLAC)債務工具又受到限額管控，故建議多進行國外公司債之情蒐與應用海外分行徵信資料，增加優質公司債投資，以擴大債券投資規模。

伍、 參考文獻

1. 彭博資訊
2. 各公司/銀行網站及簡報資料
3. 今周刊
4. Moody's 信用評等報告
5. 行政院主計總處主計月刊 97 年 1 月第 625 期
6. 華爾街見聞