

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：印尼、馬來西亞、泰國

出國時間：107年03月18日至107年03月24日

報告日期：107年4月30日

內容摘要

國內債券市場稱國際債券，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，本次則由渣打銀行配合政府南向政策，赴印尼雅加達、馬來西亞吉隆坡及泰國曼谷進行 Non-deal Road Show，拜訪 15 個發行人(含印尼財政部)，由臺灣銀行團主動出擊搜尋潛在國際債券發行人，宣揚臺灣金融市場實力，並提供東南亞地區大型企業未來在臺灣籌資的一個選項。

本次拜訪之發行人產業主要分布在金融業，其他則有石油及天然氣公司、塑化產品公司、電力配送等公用事業、電訊公司等，大部分公司受到國家主權信用評等影響，信評與主權評等相當，尤其是金融業，少數公司則沒有信評。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	10
伍、資料來源	11

壹、目的

國內債券市場稱國際債券，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，以別於國內新臺幣債券市場。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、低廉的外匯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，今(107)年，又第三次再度擔任中國銀行臺北分行寶島債發行之主辦承銷商，在國內再次奠定承銷業務的地位。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，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，本次則為渣打銀行配合政府南向政策，舉辦赴印尼雅加達、馬來西亞吉隆坡及泰國曼谷之 Non-deal 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印尼財政部，行程相當緊湊，短短五個工作天，前往 3 個國家、拜訪 15 個發行人含印尼財政部，扣除前後飛機往返天數，行程表如下：

Date	City	Issuers
March 19	雅加達	Pertamina / MOF / PLN / Indoexim
March 20	吉隆坡	Malayan Banking Berhad
March 21	吉隆坡	Cagamas Berhad / RHB/Telekom Malaysia Berhad
March 22	曼谷	KBANK / EXIMT / Bangkok Bank PCL / IRPC
March 23	曼谷	Siam Commercial Bank / IVL / BGRIM

參、內容

本次參訪的大部分發行人受到國家主權信用評等影響，信評與主權評等相當，尤其是金融業，然而有些公司雖然未做信用評等或視為非投資等級之公司，但是其財務健全，獲利穩定，在當地具知名度，已獲市場肯定。

本行債券投資在東南亞方面以馬來西亞及泰國的金融業比重較高，對一般公司企業則較為陌生，爰此，主辦單位安排拜訪之發行人高達 15 家，產業主要分布在金融業，其他則有石油及天然氣公司、塑化產品公司、電力配送等公用事業、電訊公司等，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
Pertamina	BBB-	Baa2	BBB
PLN	BB	Baa2	BBB
Indoexim	BBB-	Baa2	BBB
Malayan Banking Berhad	A-	A3	A-
Cagamas Berhad	---	A3	---
RHB	BBB+	A3	---
Telekom Malaysia Berhad	A-	A3	A-
KBANK	BBB+	Baa1	BBB+
EXIMT	---	Baa1	BBB+
Bangkok Bank PCL	BBB+	Baa1	BBB+
IRPC	BB+	Ba1	---
Siam Commercial Bank	BBB+	Baa1	BBB+
IVL	---	---	---

BGRIM	---	---	---
-------	-----	-----	-----

一、PT Pertamina (Persero)

1. PT Pertamina (Persero)(下稱 Pertamina)為印尼唯一由國家財政部全資持有之石油及天然氣公司，亦為最大原油及石化產品進口商，掌握上、中、下游之製造、供應及銷售，業務範圍包括上游的油氣探勘研發、中游的油氣加工及傳輸、下游的石化產品提煉、銷售與油氣進出口等，並進行「再生能源專案」，開發太陽能光伏（太陽能電池），微型水電，綠色柴油，生物液化天然氣等可再生能源，制定了公司“上游積極，下游盈利”的長期戰略，公司尋求擴大上游業務並使石油和天然氣下游業務變得更加高效和有利可圖。該公司在印尼具領導性地位，且亦扮演策略性角色，其營收對印尼政府有高度貢獻。

2. 下圖為 Pertamina 在未來的策略方向目標：



3. 截至 2016 年底，Pertamina 利潤為 36,486 百萬美元，淨收入 3,147 百萬美元，EBITDA 獲利率為 23.41%，為近 5 年來最高，資金流動性無虞，且有政府的支持，違約風險低。

二、Malayan Banking Berhad

1. Malayan Banking Berhad(以下簡稱 Maybank)，根據 2017 年 The Banker 以第一級風險資本排名，Maybank 為馬來西亞第一大銀行，世界排名第 108 名。該行致力於海外擴張策略，營運範圍涵蓋 20 個國家，其中印尼占 10%、新加坡占 9.7%。除提供一般商業銀行服務，亦透過子公司提供保險與壽險、股票與期貨交易、租賃及應收帳管等服務，此外，該銀行亦從事房地產管理及創投等業務，多角化的業務經營模式為該行帶來穩健的獲利。
2. 該行在國內貸款占 Maybank 總貸款部位 60%的比重，其次為新加坡(26%)、印尼(8%)和大中華(3%)，惟該行資產品質自 2016 年出現弱化，且貸款損失準備並沒有相對應增加。從個別產業面來看，石油和天然氣產業曝險占總放款的 4.06%，不良貸款率為 11%，隨著油價緩慢復甦之際，資產惡化的情況今年應能趨穩；另外一個風險較高的產業為營建業，占總放款的 4%，不良貸款率亦從 8.8%的高點回落至 7.6%。若從國家別來看，國內放款之不良貸款率為 2.1%、新加坡 1.7%、印尼 4.9%、香港 10.4%。在原物料價格回穩以及該行信貸政策轉趨謹慎的背景下，預期該行資產品質將改善，但仍將持續承壓，獲利表現同樣有可能惡化。資本水準方面，由於該行透過股利再投資計劃保留資本，因此資本適足率佳。
3. 截至 2017 年底，第一級普通股權益比率為 14.77%，普通股權益報酬率 10.63%，淨利約 1,750 百萬美元，稅前淨利率 43.40%，總資產約 188,433 百萬美元。受益於廣大的存款基礎和現金管理能力，該行為市場資金供給者，流動性強勁，流動性資產占總資產 28%。融資來源主要來自於國內核心存款，低成本的活期存款帳戶和儲蓄存款帳戶占總存款的

38.3%，高於同業水準(26.9%)，市場籌資比重僅占總資產的 12.6%，再融資風險低。Maybank 為馬來西亞最大銀行，具系統重要性，因此若發生財務危機時，政府相關投資公司提供支持可能性非常高。

三、Cagamas Berhad

1. Cagamas Holdings Berhad(下稱 Cagamas)成立於 1986 年，為經營抵押貸款及證券化的公司，經營目標在推動馬來西亞房屋所有權的擴大和次級市場抵押貸款市場的發展，向主要的住房貸款貸款人提供流動性。Cagamas 模式被世界銀行視為最成功的次級抵押貸款流動性工具。Cagamas 是馬來西亞資本市場最大的債務工具發行商。自 1986 年成立以來，Cagamas 累計發行債券和伊斯蘭債券 2,865 億令吉（截至 2016 年 12 月 31 日），其中包括其全資附屬公司 Cagamas Global PLC 和 Cagamas Global Sukuk Berhad 的發行，並由 Cagamas 擔保。它發行公司債券和 sukuk 債券，用於向金融機構、特定公司和公共部門購買住房貸款和應收賬款。
2. Cagamas 由馬來西亞央行持股 20%，其他商業銀行持股 80%，Cagamas 擔負政策性角色，與央行和政府關係密切，於國內金融市場具系統重要性，因此有非常高的機率受到政府支援。其資本充足、資產品質良好、獲利表現穩定，抵銷曝險集中於國內房地產市場和金融業及融資依賴批發市場的風險。
3. 截至 2017 年底，總資產為 10,113 百萬美元，淨利 56.3 百萬美元，EBITDA 獲利率 91.28%，由於伊斯蘭教規定不能收受存款，故資金來源主要來自債券市場，不過不同於多數金融機構通常借短支長，Cagamas 盡可能使其資產和負債的存續期間一致，且發債時點亦與購買資產的時點一致，流動性市場風險低。

四、KASIKORNBANK PCL

1. KASIKORNBANK PCL (下稱 KBank) 成立於 1945 年，在泰國國內有 1,121 家分行，國外則設有 5 家海外分行分別在洛杉磯、開曼群島、香港、深圳和成都，1 家子公司在寮國，及 9 個辦事處。身為泰國第四大銀行，存款和放款的市占率分別為 15.5%和 14.9%，貸款客戶分散，涵蓋個人、中小型企业 and 大型公司，其中中小型企业為其傳統優勢。
2. KBank 在中小型企业貸款業務市占率約 39%，預期該類型企業目前在泰國營運環境下將持續面臨流動性和現金流量的挑戰，進而影響該行不良貸款比率，截至 2018 年第一季，不良貸款占總貸款約 3.86%，相較過去 5 年是有緩步上升情形，但該行在承作貸款上較保守，且擁有更多機會接觸體質較佳的企業戶，故負面影響應有限。該行雖持續努力分散貸款對象，但與泰國之同業一樣，仍面對單一信用曝險集中度較高的情況，海外曝險僅 2.1%，放款在國內市佔率約 14.4%，由於重心在中小型企业貸款，使其 NIM 達 3.4%，領先其國內同業。
3. 截至 2017 年底，總資產 89,059 百萬美元，淨營收 4,930 百萬美元，稅前淨利 1,455 百萬美元，第一級普通股權益比率 15.66%。考量該行存放款業務占市場一定重要性，預期在發生金融危機時，政府提供支持的機率非常高。

五、Bangkok Bank PCL

1. Bangkok Bank PCL(下稱 Bangkok Bank)設立於 1944 年，為泰國第一大商業銀行。提供各種金融服務予一般企業及個人，業務包含商業放款、消費者貸款、信用卡、投資銀行、證券業務、國際貿易融資及外匯等。國際網絡包括 15 個經濟體的 32 個海外分支機構 - 柬埔寨、開曼群島、中國大陸、香港、印度尼西亞、日本、老撾、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、臺灣、英國、美國和越南。在泰國金融業界具

領導地位，放款、存款規模達全體銀行 18%及 21%，營運狀況、獲利能力、資本水準、風險承擔、流動性均屬適足。

2. 2017 年底，總資產為 94,446 百萬美元，該銀行主要獲利來源為利息收入 2,076 百萬美元，約佔淨營收 59%，其次為手續費收入，佔比 41%；放款對象相較於 KBANK 為保守，因此 NIM 為 2.32%，另外，稅前淨利 1,174 百萬美元，第一級普通股權益比率 16.62%，ROA5.06%較前年 4.93%為高。因銀行具特殊地位，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，經營風險相對較低。Bangkok Bank 在過去 3 年淨收益逐年成長，今(107)年財務目標主要放在放款業務，預估將成長 5~6%。

六、Telekom Malaysia Berhad

1. Telekom Malaysia Berhad (下稱 TM)成立於 1946 年，為馬來西亞股票上市之電信公司，從事電信及相關服務的建立、供應與維護，亦提供網路電話、行動電信、公共電話及光纖電信系統等服務，且管理及營運吉隆坡塔的運作與資安服務，為馬來西亞最大的寬頻業務提供者，以及數據、固定線路、付費電視和網絡服務。TM 的股權結構與政府相關持有之基金持股約 61.3%，馬來西亞財政部亦有特別持份，由於與政府的高度密切相關性，因此配合政府政策執行電訊計畫，從而獲得政府一定的補貼。
2. 2017 年底總資產規模為 6,097 百萬美元，營業收入 2,812 百萬美元，稅前淨利 250 百萬美元，EBITDA 807 百萬美元，獲利率 30.16%，主要收益來自網路，佔比 33%，ROE 11.11%較 2016 年 10.03%為高。2018 年 TM 推出的 UniFi 是馬來西亞的第一個高速寬頻服務，也是 TM 最近的成功案例之一，Unifi 在 24 個月內推出，已被公認為世界上速度最快，成本最低的產品之一。未來策略將會更積極發展行動網路及光纖寬頻系統。整體

而言，TM 有政府背景的支持，產業風險低，財務結構穩健，未來發展潛力強，是值得投資的公司。

肆、心得與建議

本次參訪行程相當緊湊充實，有所謂百聞不如一見的感覺，打破原本的刻板印象及先入為主的觀念，對於東南亞這三個國家有新的認識與感想。他們無論是在金融業或公司企業，都比想像中進步，3個國家的銀行業積極邁向科技金融，利用網路科技及大數據的蒐集，服務客戶更便捷，利用手機 APP 及智慧型理財產品已經非常普遍，在這個領域已經遠超越臺灣金融業，此外，人臉辨識系統亦在積極發展中；由於政府保護銀行經營的策略，外資銀行不易申請開辦分行，以防止當地銀行與外資行做價格競爭，因此這些銀行的 NIM 都非常高，不像臺灣金融業身處嚴重殺價競爭的情況；在公司企業方面，過去金融風暴的經驗，讓他們的經營策略更為穩健，且在政府政策支持下，無論是配合公共建設計畫或是扶持中小企業的成長都有完整及長遠的規劃。

由於本次拜訪的銀行不是政策性銀行就是國家的前 4 大銀行，財務結構穩健，在公司企業方面，與國家信評相當的大多有國營持股的背景，即使沒有國家支持或信評未達主權信評，也具投資價值；少數財務狀況佳、具發展潛力，雖未達投資等級之公司企業，如欲來臺灣發債，則可由信評佳的金融業做保證，可符合臺灣投資人的規定。但是目前這些發行人，除銀行有國際金融市場發債經驗，公司企業發債仍以當地國及當地貨幣為主，對臺灣市場認識不深，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。

由於國際債券承銷業務需要長期耕耘，本行財務部與外商銀行向有密切往來業務合作，未來仍繼續編列出國預算透過外商銀行引介拜訪海外國際債券潛在發行人，不僅可以擴大同仁的視野，建立國際觀，也有機會取得國際債券承銷業務，提升本行能見度及投資機會，俾使本行國際化業務得到名利雙收。

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