

第四部分

附錄 A 到 G：信用分析案例

在之後的附錄部分中，我們會提供信用分析的實際案例。依據我們過去的經驗，學習和瞭解理論是一個重要的過程；但是如何在真實生活中實踐，才是真正開始學習。經由幾位資深的標準普爾公司分析師的鼎力支持，我們特提供 7 個案例分析做為訓練教材，相信無論是學生或從業者皆可從中獲益。

每個案例研究皆會分析其在同業中能夠成功的關鍵要素，且這些要素會於處理產業風險分析、營運風險和財務風險分析的過程中逐一浮現。在每個情況中，我們都會說明如何分析、量化及解讀成功的關鍵。

本書案例來源多樣化，涵蓋地區包括：北美洲，南美洲，歐洲和環太平洋地區；涵蓋合併案分析包括：美國電話電報和康卡斯特公司 (AT&T-Comcast)、MGM-Mirage、Kellogg-Keebler、外國所有權合併〔(紐西蘭航空公司－安捷－新加坡航空公司 (Air New-Ansett-Singapore Airlines))〕，主權議題力寶士 (Repsol-YPF)，同業比較 (美國林木產業)，以及回收率展望分析葉氏集團的融資購併案 (Yell LBO)。

美國電話電報．康卡斯特公司

瑞吉·賽德門

—標準普爾公司總經理及資深電信分析師

假設你在一家大型且具影響力的共同基金公司擔任通訊產業部門的資深信用分析師，在收到康卡斯特公司 (Comcast Corp) 的財務主管來電告知，最近將會發布有關合併的事宜，且與你分享關於美國電話電報．康卡斯特公司的一些細節。因為你的公司持有大量康卡斯特公司的投資部位，投資審議委員會對於是否要繼續持有或出售債券感到相當煩惱；因此，你必須對投資審議委員會作 2 個小時的評估報告，以利委員會做出最後的決定。在第十一章所談論有線電視產業的成功關鍵要素 (Cable Industry Keys to Success Factors)，即是準備簡要的商业評估報告，並強調合併實體的主要優勢及其利害關係。對於企業分析而言，討論測量財務信用風險的主要指標及其結果是相當重要的；同時，投資審議委員會的建議內容，亦應有助於瞭解企業合併後的信用品質。

在分析時應提及以下內容：

- ◆ 辨識與合併相關的正面考慮和主要風險因子，合併將會如何影響康卡斯特公司的市場競爭地位？
- ◆ 辨識和討論合併對財務信用風險的衝擊影響。
- ◆ 合併會改善康卡斯特公司的信用品質或是使其更差？新公司是否值得評列投資等級？請對你的論點提出理由。
- ◆ 根據你對康卡斯特公司的信用品質趨勢評估，你的公司是否應該繼續持有或是出售債券？

- ◆ 列舉你對康卡斯特公司經營團隊所要提出之重要問題，解釋為何這些問題會與你的分析有重要的關聯。請假設對方的回答，並且針對那些答案模擬其影響你對信用品質的研判程度。

現行的評等 (公布交易前)

美國電話電報公司的優先債務評等為 A，長期展望負向。
康卡斯特公司的優先債務評等為 BBB，長期展望負向。

產業綜述

有線電視系統業者 (亦稱 MSOs) 的營收來自每月用戶費、計次付費電影的銷售額、廣告及電視購物頻道的傳輸費。由於寬頻服務成長和用戶數增加，使得營收年成長率預期在 4% 至 6% 之間，亦讓總用戶數已大約涵蓋美國電視家庭的 69%。

在過去 5 年中 (1996 年至 2001 年)，有線電視產業已投資大約 600 億美元在基礎設施升級和設備改進上，可容納更先進的傳輸服務，例如數位化有線電視、高速網際網路和隨選視訊系統，但此建設支出卻也讓業者負債多年。目前，投資者已經逐漸感受到此產業所產生的收益。在整體基礎設施投資已近完成的時刻，使得資本支出期望降到大約每年 100 億美元。

有線電視業者收入的主要來源是每月用戶收費，占銷售的 65% ~ 70%；另為增加收入也會透過由廣告商贊助的商業節目，提供家庭購物服務，可在其服務範圍內增加一些銷售額。而且，預期其銷售成長數字將來

自擴大計次付費服務和互動服務，例如寬頻上網服務。通常有線電視業者會以每戶每月費用來支付節目編排費用，或以總收入的百分比為依據。

競爭態勢

有線電視業者享有被保護的市場地位，因為他們在該服務領域是唯一的供給者；但是，在過去幾年利用衛星技術所創造的直播衛星服務 (Direct broadcast services, DBS) 已經產生驚人的發展。DBS 產業在 2001 年大約增加 260 萬位新用戶，到 2005 年年底約有將近 1,740 萬戶。為了與有線電視業者競爭，DBS 業者更經營開發一些過時的電線系統及升級速度緩慢的地區，提供多路系統的視訊轉換器及免費裝置，並提供各種折扣。不過，由 DBS 業者所提供的高速網際網路服務，仍缺乏有線電視業者所能提供的誘人條件。

根據調查指出，DBS 業者在黃金時段已經下滑約 50% 的電視觀眾人數，而有線電視業者則增加了 46%。這是由於 DBS 業者缺乏有線電視業者所能提供的誘人條件，而造成過去幾年不斷流失其市場占有率。

Table
表 A-1 財務預測—美國電話電報·康卡斯特公司

(單位：億美元)

	2002F	2003F
銷售額	190	210
利息、稅項、折舊及攤銷前盈餘	48	60
利息費用	24	20
總負債	300	240
用戶數 (百萬戶)	22	24

法令規範狀況

1996 年通過的「電訊法」准許電話公司和有線電視業者可以相互進入

其經營領域。此法律也放寬以前對此兩類公司之規模，及其在規定市場內對於規模的限制。以前 FCC 規章阻礙有線電視業者不可以控制超過 30% 的總付費電視市場，但由於解除管制使得產業得以重新整合。即使是現在最大的二家 MSOs 合併案，也不太可能會引起任何法令議題。

美國電話電報寬頻交易案

在 2001 年 12 月 19 日，美國電話電報·康卡斯特公司雙方董事會宣布合併。新公司名為美國電話電報·康卡斯特公司，交易價值為 720 億美元，成為世界上最強而有力的通訊和媒體娛樂公司之一。它將擁有大約 220 萬的用戶，主要分布在美國 20 個大都會區中的 17 個，成為寬頻影像、影音和數據服務方面的世界領導者，預計約有 190 億美元的年收入。

合約協議條件

- ◆ 根據協議條款，美國電話電報將會切割出美國電話電報寬頻，同時合併康卡斯特公司，成立一家新公司稱為美國電話電報·康卡斯特公司。
- ◆ 美國電話電報公司股東所持有的原每一股份，將可轉換為大約 0.34 股的美國電話電報·康卡斯特公司的股票；而康卡斯特公司股東所持有的原每一股份，將可轉換為 1 股的美國電話電報·康卡斯特公司的股票。
- ◆ 美國電話電報·康卡斯特公司的資產，將由原兩家公司的有線電視系統組成和美國電話電報在其他有線電視合資企業的股權、時代華納娛樂公司的 25.5% 的股權以及康卡斯特公司在 QVC,E!娛樂、高爾夫頻道 (The Golf Channel) 和其他娛樂性事業的股權。

- ◆ 康卡斯特·羅伯特家族控制新公司三分之一的投票權，且對經營管理權保有相當程度的控制。

康卡斯特公司簡介

2001 年康卡斯特公司有 96.74 億美元的收入及利息；稅項、折舊及攤銷前盈餘 (EBITDA) 27 億美元；總負債約 120 億美元；投資及現金部位約有 30 億美元；資本性支出約 21 億美元。

儘管來自 DBS 業者的激烈競爭，康卡斯特公司還創造兩位數百分比之營業收入和增加現金流量，並且在 2001 年達到基本用戶數穩定成長的目標。康卡斯特公司已擁有健全的營業利潤且重新升級改造系統，同時因高速數據服務的大量需求而帶來良好的獲利契機。

美國電話電報寬頻簡介

相較之下，美國電話電報寬頻經歷多年平均約流失 4% 的基本用戶以及業內最差的營業利潤表現，其系統約有 20% 未達到可以獲取高利潤的數位化及高速數據服務之頻寬容量標準。因此，在未來兩年內，對於系統升級的資本性投資，很可能逐年需要花費超過 25 億美元。

考慮要素

美國電話電報寬頻的管理階層相信依照時代華納娛樂公司的 25% 投資和各種合資企業的少數股權下，可以為公司創造大約有 60 億美元的收益；藉由處分資產收入，自 2003 年後即可用來降低負債。

對合併後公司的財務預測如表 A-1 所示，有關信用評等之財務比率指南如表 A-2 所示，相關競爭者的資訊如表 A-3 所示。

Table

表

A-2 標準普爾公司對有線電視業的財務比率分析指南

等級種類	A	BBB	BB	B
利息、稅項、折舊及攤銷前盈餘/利息費用	大於 4.2	2.8-5.0	1.2-2.9	小於 1.5
總負債/利息、稅項、折舊及攤銷前盈餘	小於 3.3	2.8-4.5	4.0-8.5	大於 7.5
總負債/用戶數	小於 1,300 美元	1,000- 1,500 美元	1,300- 2,300 美元	大於 2,000 美元

Table

表

A-3 最大規模的有線系統業者 (2001 年 12 月) 統計

系統業者	基本的用戶數 (戶)
AT&T Broadband	13,560,000
Time Warner Cable	12,798,000
Comcast Cable	8,471,000
Charter Communications	6,953,000
Cox Communications	6,237,000
Adelphia Communications	5,810,000
Cablevision Systems	3,010,000
Mediacom LLC	1,595,000
Insight Communications	1,283,000
CableOne	752,000
RCN Corp	486,900