

新聞稿：

因槓桿水準及產業風險升高，Orsted A/S 與 Orsted Wind Power TW Holding A/S 評等調降至「twAA-/twA-1+」；展望「穩定」

February 21, 2024

摘要

- 標普全球評級近期已將丹麥離岸風電企業 Orsted A/S 的長期全球等級評等由「BBB+」調降至「BBB」，並解除該公司評等的信用觀察負向狀態。標普全球評級亦已將其對 Orsted 個別基礎信用結構（stand-alone credit profile；簡稱 SACP）的評估結果由「bbb」調降至「bbb-」。
- 在此之前，Orsted 宣布將進行策略調整，即該公司將減緩成長腳步並降低資本支出，同時未來三年將不配發股利。2023 年該公司的減損與專案取消費用為 360 億丹麥克朗（48 億歐元），主要來自該公司的美國離岸風電專案。
- 中華信評認為，離岸風電產業的風險性已較以往升高，尤其是在美國，因為中華信評注意到 Orsted 在美國的專案管理能力較弱，但中華信評預期，該公司憑藉其他投資與釋股計劃，應能成功管理其面臨的重大產業風險。
- 基於此，中華信評已將 Orsted A/S 與 Orsted Wind Power TW Holding A/S（Orsted TW）的長期台灣等即發行體信用評等由「twAA」調降至「twAA-」，並確認其短期評等為「twA-1+」。與此同時，中華信評已解除該公司評等的信用觀察負向狀態。中華信評係於 2023 年 11 月 6 日將該公司的評等置入「信用觀察負向」名單。
- 「穩定」的評等展望係反映：中華信評認為，Orsted 調整後的策略應有助於在 2024 年與 2025 年將其資金來源比〔係以標普全球評級之調整後來自本業的現金流量（funds from operations；簡稱 FFO）對借款比計算〕分別改善至 23%至 24%以及 25%至 30%。中華信評預測，2024 年 Orsted 的 EBITDA 應介於 230 億至 260 億丹麥克朗之間（不包括釋股），且中華信評預期，該公司將因合約營收占比較高而受惠，其營運地位應可因此持續獲得支持。

評等行動理由

此次的評等調降行動係反映中華信評對於 Orsted 與 Orsted TW 資產負債表上槓桿比偏高的看法，以及中華信評對於產業風險升高的看法。較弱的專案管理能力以及較預期更為嚴峻的當地市況在 2023 年導致資產大幅減損，進而稀釋了 Orsted 的信用結構。中華信評現在認為，興建離岸風場的風險性已較以往升高，尤其是在美國與歐洲，而該公司面臨的最主要挑戰則為通膨對其資本支出造成的影響。中華信評認為，Orsted 的營運地位較一年前低，惟仍在令人滿意等級。該公司大多數的資產減損皆與美國的離岸風電專案相關，包括 Ocean Wind 1（199 億丹麥克朗）、Sunrise Wind（21 億丹麥克朗）以及 Revolution Wind（27 億丹麥克朗）。Orsted 提撥的專案取消費用為 96 億丹麥克朗，加上 268 億

主辦分析師

洪維成，CFA
台北
+886-2-2175-6839
james.hung
@spglobal.com
james.hung
@taiwanratings.com.tw

第二聯絡人

賴冠仔
台北
+886-2-2175-6825
irene.lai
@spglobal.com
irene.lai
@taiwanratings.com.tw

新聞稿：因槓桿水準及產業風險升高，Orsted A/S 與 Orsted Wind Power TW Holding A/S 評等調降至「twAA-/twA-1+」；展望「穩定」

丹麥克朗的資產減損總值，意味該公司已放棄前述投資。實際上，2023 年期間 Orsted 並未產生任何顯著的 FFO。雖然中華信評預期該公司的專案管理能力應可大幅改善，不過「bbb-」的 SACP 反映 Orsted 必須重建其營運記錄。

中華信評正面看待 Orsted 大幅修訂其策略的計畫。前述修訂包括：

- 下調再生能源裝置容量目標，意味資本支出將降低，且 2023 年至 2026 年期間該公司經標普全球評級調整後的借款大致穩定維持在 650 億至 750 億丹麥克朗之間。
- 降低對美國的曝險，因 Orsted 計劃僅保留關鍵離岸風電場的少數股權。
- 未來三年不配發股利。
- 2024 年至 2026 年增加釋股計畫，包括 Hornsea 3 離岸風場。

由於美國為一個較英國風險較高且較不成熟的離岸風電市場，因此中華信評正面看待 Orsted 將降低其在美國曝險的作法。2023 年 Orsted 幾乎所有的資產減損與取消成本均與其美國業務（主要為離岸風電業務）相關。前述損失為中華信評所知悉之全球離岸風電業務中規模最大的損失，其程度約與 Orsted 2022 年與 2023 年的合併 EBITDA 相當。長遠來看，若供應鏈、商業定價與法規條件良好可隨美國聯邦政府與州政府對離岸風電的積極態度而發展，則維持涉足美國離岸風電業務應可使 Orsted 獲致高速成長。

中華信評預期，該公司 2024 年與 2025 年的信用比率應可從 2023 年時的非常低水準恢復。由於受到幾項綜合因素的影響，包括該公司商業用電發電業務的電價較低、交易獲利降低，以及大彰化東南及西南第一階段離岸風場、South Fork 與 Gode 等風電場的專案啟動速度較慢，中華信評現在預測，2024 年 Orsted 產生的 EBITDA 將介於 240 億至 260 億丹麥克朗之間，遠低於中華信評先前預測的 330 億至 370 億丹麥克朗，並在 2025 年進一步增至 290 億至 310 億丹麥克朗，Orsted 的 EBITDA 僅有較少部分受到商業用電電價的影響，因而使其獲利結構具有良好的可預測性。由於中華信評在對該公司 EBITDA 的分析中扣除了所有釋股後的專案利潤，因此中華信評預期的重點在於新風電場商轉帶來的成長。在 Orsted 公布其效率計劃（包括部分裁員）後，該公司 2024 年與 2025 年的 EBITDA 產生能力亦應可因此獲得支撐。然因 Orsted 並未達到中華信評對其 2024 年核心業務之 EBITDA 的前景預期（不考量美國離岸風電問題），中華信評將密切關注合約是否能大幅減少其受未來市場價格變化的影響。

中華信評預期，Orsted 2024 年至 2026 年的借款水準應將相對穩定。

這點將視 Orsted 執行其釋股策略的能力而定，而該公司亦計劃加速實施前述策略。中華信評假設，2024 年至 2026 年期間該公司釋股的金額約為 750 億丹麥克朗，該公司對單一資產的曝險將可因此降低，進而支持其信用比率以及暫停配發股利的策略。Orsted 在執行釋股方面的記錄良好。2022 年及 2023 年，該公司的現金流入量分別為 82 億及 240 億丹麥克朗。現金流入若有任何延誤或價格低於預期皆可能使該公司的評等面臨壓力。中華信評認為，該公司在未來三年期間停止配發股利的作法，充分展現其維護信用結構的決心。中華信評現在預測，該公司 2024 年的 FFO 對借款比為 23%至 25%，略低於中華信評預期的 25%最低水準，並於 2025 年至 2027 年平均提升至 25 至 30%。前述比率在某些年份可能因釋股的時間點而略高。

新策略存在執行風險。由於 Orsted 計劃在 2024 年與 2025 年出售其在美國的主要離岸風電場（如 Revolution Wind 與 South Fork）的多數持股，因此前述風險在美國尤其顯著。僅保留少數股權（25%）即悖離了 Orsted 先前的策略。中華信評視此為降低風險的一種方式，因取得多數股權的股東將依比例分擔資本支出以及可能超支的成本。此外，若 Sunrise Wind 未收到新的離岸再生能源合約，則恐面臨

新聞稿：因槓桿水準及產業風險升高，Orsted A/S 與 Orsted Wind Power TW Holding A/S 評等調降至「twAA-/twA-1+」；展望「穩定」

帳面價值調降 55 億丹麥克朗的風險，超出了 Orsted 的控制範圍。這還未包括已於 2023 年調降的 18 億丹麥克朗帳面價值。中華信評預計，資產帳面價值的結果將在 2024 年第一季末發布。

策略改變意味 Orsted 大幅下調 2024 至 2030 年的成長前景，但其中仍包括重大投資。在 Orsted 的新策略中，該公司假設成長率將降低，因此總裝置容量將達到約 35GW 至 38GW，低於其 2023 年資本市場日（Capital Markets Day）公布之 50GW 的目標。不過，以淨基礎來看，Orsted 預期的總裝置容量約為 23GW，其中包括部分該公司持有少數股權的離岸風場。前述目標仍需要鉅額投資方能達成，因此中華信評預期，2024 年至 2026 年該公司的總投資金額約為 1,250 億丹麥克朗，雖低於中華信評先前假設的約 1,550 億丹麥克朗，但仍為規模龐大的投資。Orsted 仍將面臨興建風險、供應商能否交付設備，以及其他可能超出集團控制範圍的風險。中華信評認為，英國的 Hornsea 3 可能特別容易受到前述風險影響，這是因為 Orsted 於 2023 年 12 月對前述專案做出了財務投資決定。中華信評預期，該項專案的資產在 2025 年之前因釋股將會大幅降低。Hornsea 3 為中國以外全球最大的再生能源專案之一，資本支出總金額達數十億元丹麥克朗（超過該公司三年的 FFO）。在前述專案於 2027 年左右完成後，該公司的裝置容量將可達到 2.9GW。據中華信評了解，Hornsea 3 的所有主要合約皆已到位，但考量到該公司最近在營運與管理方面遭遇的挫敗，中華信評正在密切關注該公司執行前述合約的情況，包括第 6 輪差價合約的重新競標。

中華信評持續將 Orsted 視為政府相關機構（government-related entity；簡稱 GRE），因此該公司具有中等可能性可因丹麥政府的特別支持而受惠。中華信評因此給予前述政府支持 1 個級距的上調幅度，並將其納入 Orsted 的評等當中。一個級距的調升基於中華信評對 Orsted 與丹麥政府間的緊密關聯性（目前丹麥政府持有該公司 50.1% 的多數股權），以及有限的政府角色之評估結果。

評等展望

「穩定」的評等展望係反映：中華信評預期，Orsted 可因新策略成功執行而在 2025 年之前將調整後 FFO 對借款比改善至 25% 至 30%。這包括該公司及時交付正在建設的關鍵專案，且因釋股而獲得的資產處分收益未明顯偏離中華信評的預期，則可視為新策略成功執行的指標。中華信評預測，2024 年該公司的 EBITDA 將為 230 億至 260 億丹麥克朗（不包括釋股），並預期 Orsted 將因合約營收的占比較高而受惠。任何進一步的變化皆可能快速導致評等面臨壓力。中華信評預期，Orsted 與丹麥政府間的關係將維持不變，且該公司不會改變其策略或財務政策。

評等下調情境

若未來兩年 Orsted 的營運績效表現並未明顯改善，則中華信評可能會調降該公司的評等。該公司營運績效未能改善的原因包括：該公司在策略執行上出現延遲、無法執行釋股，進而導致更多資產減損，或是其資本支出水準超出中華信評的預期。此外，若 Orsted 的信用指標有所轉弱，中華信評亦可能會調降該公司的評等。該公司的 FFO 對借款比能否如中華信評的基本情境假設在 2025 年之前恢復至 25%，則可作為信用指標轉弱的觀察指標。

若中華信評認為，Orsted 獲得政府支持的可能性已經降低，便可能會將該公司的評等調降一個級距。若丹麥政府表現較無意願或無法為 Orsted 提供支持，或丹麥政府不再持有該公司多數股權，中華信評即可能認為 Orsted 獲得政府支持的可能性已經降低。不過中華信評仍認為，未來兩年發生前述情境的可能性低。

評等上調情境

新聞稿：因槓桿水準及產業風險升高，Orsted A/S 與 Orsted Wind Power TW Holding A/S 評等調降至「twAA-/twA-1+」；展望「穩定」

中華信評認為，正向的評等行動因 Orsted 正重建其成功執行策略的紀錄，以及離岸風電產業發展動態不穩而受限。中華信評在考慮將該公司的評等調升一個級距之前，希望該公司能累積一段時間證明其確實能夠執行專案，並長期維持強健的信用指標（如 FFO 對借款比可穩定維持在 30% 以上）。

公司簡述

Orsted 成立於 1972 年，前身為 DONG Energy 公司。該公司自 1991 年起開始經營離岸風電產業，目前為全球市場領先業者（不包括中國）。截至 2023 年第三季，該公司擁有的總裝置容量為 9.9GW；財務決策已訂成或仍在討論中的發電容量為 15.5GW。

Orsted 目前經營的三大事業部門為：

- 離岸風電：2022 年該項業務對總 EBITDA 的占比約為 62%，雖低於 2019 年的 87%，但預期仍將是 Orsted 的核心業務部門。
- 在岸風電：Orsted 在收購 Lincoln Clean Energy (LCE) 後，於 2018 年成立的新業務部門。該部門的業務包括美國、愛爾蘭跟德國在岸風電與太陽能發電場的開發、所有權與經營。2022 年該部門對總 EBITDA 的貢獻度約為 11%。
- 市場與生質能源：2022 年該部門對總 EBITDA 的貢獻度約為 27%。

中華信評基本情境假設

假設

中華信評 2024 年至 2026 年的基本情境假設為：

- 成功重新得標 Hornsea 3 與 Sunrise 部分專案。
- 不會進行重大收購，但資本支出可能包含規模較小的補強性收購。
- 2024 的年資本支出為 480 億至 550 億丹麥克朗，2025 年則為 350 億至 400 億丹麥克朗。
- 2024 年至 2026 年母公司的現金股利配發金額為零。
- 2024 年至 2026 年釋股後的現金收益總額約為 750 億丹麥克朗。

重要指標

Orsted A/S –重要指標

--年度截至 2023 年 12 月 31 日--

丹麥克朗十億元	2021a	2022a	2023a	2024f	2025f
EBITDA	16.4	21.1	13	23-26	29-33
FFO	12.5	16.5	-3	17-19	18-20
資本支出	33.8	32.4	38	48-55	35-40
FOCF	(22.6)	(21.2)	(8-11)	(38-42)	(9-11)
股利	5.4	5.8	6.4	0	0
FFO/借款 (%)	27.7	28.1	-5	23-25	25-30
借款	45.3	52.8	68-70	75-80	65-75
借款/EBITDA (x)	2.8	2.5	>5	2-2.5	1.8-2.3

註：所有數據皆經過標普全球評級分析師調整。Capex—資本支出。FFO—來自本業的現金流量。a—實際值。f—預測值。

新聞稿：因槓桿水準及產業風險升高，Orsted A/S 與 Orsted Wind Power TW Holding A/S 評等調降至「twAA-/twA-1+」；展望「穩定」

流動性

Orsted 的短期信用評等為「twA-1+」。中華信評認為，該公司的流動性在允當等級，且該公司審慎的流動性管理平衡了預期市場波動與可支配現金流量持續為負數的潛在不利影響。

中華信評預估，該公司未來 12 個月期間的現金、銀行承諾信用額度與營運現金流量對預期現金流出比約為 1.9 倍。中華信評亦預期，整體而言，該公司的流動性來源將足以支應其流動性用途所需而有餘，甚至在該公司 EBITDA 下跌 30%時亦然。Orsted 的借款文件中均無附帶財務限制條款，加上該公司與往來銀行間的關係穩健，均可對其流動性部位提供進一步支持。中華信評認為，2022 年與 2023 年時，該公司管理團隊在應對天然氣與電價大幅升高導致對現金擔保品需求增加方面採取謹慎的行動，而前述作法為中華信評對該公司審慎的流動性管理評估結果提供支撐。該公司亦因此取得多筆銀行承諾的信用額度以提升其流動性。

該公司亦持續展現其參與國際債券市場的能力，包括在市場震盪時亦然。不過，在經歷了近期的減損以及成本超支之後，Orsted 在國際資本市場上並不活躍。此外，Orsted 的避險方式使其易受到天然氣與商用電價波動的影響，該公司的流動性計算結果與比率可能會因此而受到影響。Orsted 面臨的波動價格風險日益升高，因此未來 12 個月內該公司可能會增加避險保證金及營運資金需求。儘管如此，前述風險因價格下跌而較 2022 年時為低，Orsted 目前的避險比率亦因此較低。

中華信評預期，該公司未來 12 個月期間的主要流動性來源如下：

- 截至 2023 年 12 月 31 日的現金與短期有價證券約 400 億丹麥克朗；
- 一年後到期的尚未動用之銀行承諾信用額度約 500 億丹麥克朗；以及
- 未來 12 個月來自本業之現金流量為 120 億至 140 億丹麥克朗。

中華信評預期，該公司未來 12 個月期間的主要流動性用途如下：

- 無大額即將到期借款；
- 未來 12 個月的年度淨投資約為 500 億丹麥克朗，再接下來 24 個月的年度淨投資約為 350 億至 400 億丹麥克朗；以及
- 不會進行重大收購，現金股利為零。

評等評分摘要

發行體信用評等：twAA-/穩定/twA-1+

註：以下評等評分摘要係以全球評等等級為比較基礎。

營運地位：令人滿意

- 國家風險：低
- 產業風險：略高風險
- 競爭地位：強健

財務體質：稍弱

- 現金流量/槓桿比：稍弱

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：中性（無影響）
- 財務政策：中性（無影響）
- 流動性：允當（無影響）
- 管理與治理：中性（無影響）

新聞稿：因槓桿水準及產業風險升高，Orsted A/S 與 Orsted Wind Power TW Holding A/S 評等調降至「twAA-/twA-1+」；展望「穩定」

- 比較評等分析：中性（無影響）
- 個別基礎信用結構：twA+
- 政府支持可能性：中等（SACP +1 個級距）

相關準則與研究

相關準則

- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology - January 07, 2024
- Criteria | Corporates | General: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities - January 07, 2024
- General Criteria: National And Regional Scale Credit Ratings Methodology - June 08, 2023
- General Criteria: Hybrid Capital: Methodology And Assumptions - March 02, 2022
- General Criteria: Environmental, Social, And Governance Principles In Credit Ratings - October 10, 2021
- General Criteria: Group Rating Methodology - July 01, 2019
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments - April 01, 2019
- Criteria | Corporates | General: Reflecting Subordination Risk In Corporate Issue Ratings - March 28, 2018
- General Criteria: Methodology For Linking Long-Term And Short-Term Ratings - April 07, 2017
- General Criteria: Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions - March 25, 2015
- Criteria | Corporates | General: Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers - December 16, 2014
- Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Unregulated Power And Gas Industry - March 28, 2014
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions - November 19, 2013
- General Criteria: Methodology: Industry Risk - November 19, 2013
- General Criteria: Principles Of Credit Ratings - February 16, 2011
- General Criteria: Stand-Alone Credit Profiles: One Component Of A Rating - October 01, 2010
- General Criteria: Guarantee Criteria - October 21, 2016

相關研究

- Wind Giant Orsted A/S Downgraded To 'BBB'; Outlook Stable, www.capitaliq.com – February 8, 2024
- Taiwan Ratings' Ratings Definitions – Nov. 11, 2021

(除非另有說明，以上準則均公布於 www.taiwanratings.com 網站。)

評等表

評等調降；信用觀察行動

	評等行動後	評等行動前
Orsted A/S		
Orsted Wind Power TW Holding A/S		
發行體信用評等	twAA-/穩定/twA-1+	twAA/信用觀察負向/twA-1+

新聞稿：因槓桿水準及產業風險升高，Orsted A/S 與 Orsted Wind Power TW Holding A/S 評等調降至「twAA-/twA-1+」；展望「穩定」

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。）

新聞稿：因槓桿水準及產業風險升高，Orsted A/S 與 Orsted Wind Power TW Holding A/S 評等調降至「twAA-/twA-1+」；展望「穩定」

著作權 © 2024 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。