

## 新聞稿

# 業務開發計畫轉為保守審慎，裕隆汽車「twA- /twA-2」評等獲確認；展望「穩定」

September 25, 2019

## 評等行動摘要

- 由於裕隆汽車在開發新款納智捷品牌汽車方面將採取較為保守的策略，加上中華信評預期該公司將縮減其在新北市新店區房地產開發計畫的規模，將可協助該公司將其未來兩年的借款對 EBITDA 比維持在 2 倍至 3 倍水準。
- 同時，中華信評預期日產品牌汽車在台的銷售可望小幅回升，且日產品牌汽車在中國市場的銷售仍然相對強勁，因此裕隆汽車的 EBITDA 表現將可維持目前水準。
- 中華信評確認裕隆汽車的長期發行體信用評等為「twA-」，短期發行體信用評等為「twA-2」。
- 裕隆汽車長期評等的評等展望為「穩定」，因為中華信評認為，該公司未來兩年的業務開發規劃將相當保守謹慎。

## 評等行動理由

此次評等確認係反映：中華信評認為，裕隆汽車製造股份有限公司（裕隆汽車）之前與納智捷品牌相關的財務風險雖已升高，但在該公司針對納智捷特別是在中國市場將採取較保守策略下，前述較高的財務風險應可在未來的一至二年期間明顯降低。中華信評預期，為了縮小納智捷的營運虧損以及相關現金流出，裕隆汽車未來應會大幅降低其在該品牌營運的曝險程度。裕隆汽車目前的規劃是要藉由放緩新款車型的開發速度、避免額外的大型投資、以及透過其它成本削減計畫等，來實現前述目標。

中華信評亦預期，裕隆汽車在與新北市新店區房地產開發計畫相關的財務風險方面也將有所降低，因為鑑於該地區房地產預期產生供給過剩的情況，裕隆集團可能會對該房地產開發案改採較為保守的態度。中華信評先前預估，2019 年至 2023 年期間，裕隆汽車將因支應該案的興建與相關開發支出，產生較高的現金流出，因為該項包括住宅區與商業區建物的開發案規模相對龐大。

與此同時，中華信評預期，在日產推出 KICKS 系列新車並將對 Sentra 汽車進行改款協助下，日產品牌汽車在台的銷售狀況可望於 2019 年至 2020 年期間小幅回升。再者，中華信評預期，日產汽車在中國市場相對較強的需求力道以及其在中國享有的良好市場地位，應可支持該品牌繼續在未來兩年維持在中國市場的銷售量。中華信評認為，儘管中國車市目前的市況偏弱，但日產在中國仍屬強健的表現，將是支持合資企業裕隆日產汽車股份有限公司（裕隆日產）能維持其對裕隆汽車配發穩定且可觀之現金股利的關鍵因素。

基於前述考量，中華信評預期，裕隆汽車 2019 年至 2020 年的 EBITDA 將可維持在新台幣 50 億元以上。同時，中華信評預期，該公司的現金流出應會明顯縮小，並協助裕隆汽車將其未來兩年的借款對 EBITDA 比維持在 2 倍至 3 倍間。此外，日產品牌汽車在中國享有令人滿意的市場地位，加上裕隆汽車在台的汽車製造

### 主辦分析師

許立德  
台北  
+886-2-8722-5828  
david.hsu  
@spglobal.com  
david.hsu  
@taiwanratings.com.tw

### 第二聯絡人

董瑾, CFA  
台北  
+886-2-8722-5821  
jin.dong  
@spglobal.com  
jin.dong  
@taiwanratings.com.tw

業務大致穩定、以及因帳上持有大量的投資不動產而享有良好的財務彈性等，應可持續支持該公司維持其目前的個別基礎信用結構評分結果。

裕隆汽車的評等結果亦受到該公司旗下融資公司**裕融企業股份有限公司**（裕融企業）的支持，裕融企業在台灣汽車融資與租賃業中的營運地位強健，而且該公司擁有強健的資本水準與審慎的資本管理。裕融企業穩健的市場地位與較低的財務風險結構，部分抵銷了裕隆汽車面臨的業務與財務風險。

中華信評對裕隆汽車的基本情境假設如下：

**產業方面：**

- 中華信評預期，2019年國內的汽車銷售將略微減少至約42萬輛，但2020年則將小幅回升。疲弱的國內需求將會部分抵銷進口車方面相對較為強勁的銷售成長表現。
- 受到中國經濟成長減緩以及消費者信心下降的影響，中國2019年的乘用車銷售量將減少10%，2020年則將持平。

**裕隆汽車的企業假設：**

- 裕隆汽車2019年的營收將減少10%至15%，並於2020年因銷售量反彈而恢復低個位數字的成長，此反映出納智捷車款2019年的銷售疲弱，以及日產汽車2019年的在台銷售量溫和下降的情況。而2020年銷售量的反彈亦反映在新車款發行後（特別是日產汽車），銷售量預期回升。
- 營運資本流出將大幅減少。2019年約為新台幣50億元；2020年則降為新台幣20億元。
- 中華信評預期，裕隆汽車未來數年內的資本支出加上額外長期投資將在該公司保守的業務與新車開發計畫之下有所縮減。中華信評預估，該公司2019年的資本支出將為新台幣35億元至新台幣40億元；2020年則為新台幣25億元至新台幣30億元。
- 2019年至2020年的現金股利發放將介於每年新台幣10億元至新台幣11億元。

基於以上假設，中華信評得出以下信用指標：

- 2019年至2020年的EBITDA利潤率將介於9%至10%。
- 2019年至2020年的借款對EBITDA比將介於2倍至3倍之間。

### **流動性**

裕隆汽車的短期信用評等為「twA-2」。中華信評認為，裕隆汽車擁有足夠的流動性支應其未來12個月所需。中華信評對裕隆汽車流動性的看法亦包含：中華信評評估認為，該公司未來12個月的流動性來源對流動性用途比將介於1.2倍至1.3倍之間，且該公司的流動性來源將持續超過其流動性用途，甚至在其EBITDA下滑幅度達15%時亦然。中華信評對該公司流動性評估亦反映：中華信評認為，裕隆汽車擁有大致審慎的風險管理政策，且擁有令人滿意的信用市場地位，而該公司於2018年下半年發行的新台幣53億元的公司債所享有的低利率則印證了前述觀點。裕隆汽車的借款並未附帶任何財務條款。

**主要流動性來源**

- 現金與短期投資：2019年6月底時約為新台幣346億元。
- 來自本業之現金流量：2020年6月底前的12個月內約為新台幣35億元。

**主要流動性用途**

- 到期借款：至2020年6月底止的前12個月期間約為新台幣230億元至新台幣240億元。
- 營運資本流出：至2020年6月底止的前12個月期間約為新台幣30億元至新台幣40億元。
- 維持性與承諾資本支出：至2020年6月底止的前12個月期間約為新台幣20億元至新台幣25億元。

## **評等展望**

裕隆汽車「穩定」的評等展望係反映中華信評的以下預期：

- 日產品牌汽車在台灣銷售量將在國產新車型上市推出之後小幅回升，進而帶動裕隆汽車的EBITDA溫和恢復；

- 日產品牌汽車在中國依然相對強勁的銷售量，將繼續支持裕隆日產為裕隆汽車帶來大量且穩定現金股利貢獻；且
- 裕隆汽車較為保守審慎的納智捷新車款開發計畫、預期規模大幅降低的在台房地產開發計畫，以及其他的成本節省計畫，將有助於該公司在未來兩年內將其借款對 EBITDA 比維持在 2 倍至 3 倍的水準。

此外，裕隆汽車「穩定」的評等展望亦反映：中華信評認為，裕融企業對裕隆集團持續提升的貢獻度、強健的資本水準，以及審慎的資本管理政策將部分抵銷裕隆汽車因納智捷新品牌而衍生的較高財務風險。

### 評等下調情境

若裕隆汽車的借款對 EBITDA 比長時間維持在超過 4 倍的水準，則中華信評可能會調降該公司的長期信用評等。導致前述情境的可能原因包含：（1）納智捷車款的經營損失超出中華信評目前的預期；（2）為支持納智捷車款開發而產生的大額現金流出；（3）大型不動產開發計畫依舊，導致該公司現金流出大幅增加；或是（4）因納智捷在台灣與中國的品牌營運規模大幅縮減而導致的大額現金流出。

### 評等上調情境

裕隆汽車的評等在明年獲得調升的可能性較低，因為中華信評認為該公司面臨的挑戰包括，在試圖維持其獲利能力的同時，如何透過針對納智捷擬定的虧損縮減與業務重整計畫降低其借款槓桿。然而，若裕隆汽車的借款對 EBITDA 比能持續改善至並保持至低於 2 倍的水準，則中華信評可能會調升該公司的評等。此外，若裕融企業的資本水準大幅提升，則中華信評亦可能會調升該公司的評等。

## 評等評分摘要

發行體信用評等：twA-/穩定/twA-2

註：以下評等評分摘要係以全球債務人為比較基礎，且係根據分割裕融企業後之裕隆汽車擬制性財報為分析依據。

營運地位：弱

- 國家風險：稍高
- 產業風險：稍高
- 競爭地位：弱

財務體質：稍弱

- 現金流量／槓桿比：稍弱

評等基準：twbbb-

調整因子

- 分散性／組合效果：中性（無影響）
- 資本結構：正向（+1 個級距）
- 流動性：允當（無影響）
- 財務政策：中性（無影響）
- 管理與治理：普通（無影響）
- 比較評等分析：中性（無影響）

個別基礎信用結構：twbbb

- 集團信用結構：twa-
- 集團內成員地位：最終母公司

## 相關準則

- General Criteria: Group Rating Methodology - July 01, 2019
- Criteria | Corporates | General: Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers - December 16, 2014
- General Criteria: Methodology: Industry Risk - November 19, 2013
- Criteria | Corporates | Industrials: Key Credit Factors For The Auto And Commercial Vehicle Manufacturing Industry - November 19, 2013
- Criteria | Financial Institutions | General: Nonbank Financial Institutions Rating Methodology - December 09, 2014
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments - April 01, 2019
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology - November 19, 2013
- General Criteria: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities - November 13, 2012
- 認識中華信評評等定義, www.taiwanratings.com - June 26, 2018
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions - November 19, 2013
- General Criteria: Use Of CreditWatch And Outlooks - September 14, 2009

(除非另有說明，相關準則與研究均公佈於 [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)，欲進入該網站需註冊申請帳號。)

## 評等表

### 評等確認

---

裕隆汽車製造股份有限公司

---

發行體信用評等

twA-/穩定/twA-2

---

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](http://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](http://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](http://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。)

Copyright © by Taiwan Ratings Corp. All rights reserved.

著作權 © 2019 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。評等相關出版物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](http://www.taiwanratings.com)（免費）與 [rs.taiwanratings.com.tw](http://rs.taiwanratings.com.tw)（訂閱），並可透過其它方式，包括中華信評出版物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。