

新聞稿：

因獲利能力持續改善，裕隆汽車展望由「穩定」調為「正向」；「twBBB+/twA-2」評等獲確認

September 8, 2021

評等行動摘要

- 裕隆汽車製造股份有限公司的個別基礎信用結構應可持續改善，進而帶動提升裕隆集團的集團信用結構。中華信評認為，在納智捷與華創車電為抑制虧損而持續進行的業務重整策略，以及來自裕隆日產相對穩定的現金股利支持下，未來兩年裕隆汽車的 EBITDA 應可持續恢復至每年新台幣 50 億元至新台幣 60 億元的水準。
- 中華信評已將裕隆汽車的評等展望由「穩定」調為「正向」，此係反映：儘管中華信評預測，裕隆汽車 2021 年至 2022 年的自由現金流量將為負值，進而使該公司的借款由 2020 年底時的水準略微增加，但中華信評認為，裕隆汽車 2021 年至 2022 年的借款對 EBITDA 比應可維持在 4 倍以下的水準。
- 與此同時，中華信評確認裕隆汽車的長期發行體信用評等為「twBBB+」，短期發行體信用評等為「twA-2」。

評等行動理由

裕隆汽車已大幅減少因納智捷與華創車電業務而產生的虧損，且前述虧損應可在未來兩年持續降低。裕隆汽車子公司華創車電技術中心股份有限公司（華創車電）將持續縮減其業務規模，以將其營運損失限縮在較低的水準。現今的華創車電主要為一投資控股公司，該公司旗下主要資產為與鴻海精密工業股份有限公司合資的鴻華先進科技。

與此同時，裕隆汽車自有品牌納智捷業務的虧損亦可望維持在較低的水準，這是因為該品牌僅將為其下一台新車款（若有）支付權利金予鴻華先進科技，而非如先前與華創車電共同分攤開發成本。中華信評預期，未來兩年裕隆汽車將逐漸降低其納智捷業務的規模，此舉將可有效減少相關虧損，即使是在該品牌在台的單位銷售量因缺乏新車款發表而可能逐漸下滑的情況下亦然。

裕隆汽車帳上與華創車電以及納智捷品牌相關的營業損失，已自 2019 年時的新台幣 360 億元鉅額虧損，有效降至 2020 年的新台幣 58 億元，並於 2021 年上半年進一步降低至約新台幣 2 億元。

來自裕隆日產相對穩定的現金股利，應可持續為裕隆汽車的 EBITDA 提供支撐。裕隆汽車的 EBITDA 高度仰賴裕隆日產汽車股份有限公司（裕隆日產）的現金股利挹注，而後者的績效表現則又視中國日產品牌營運的投資獲利表現而定。未來兩年日產品牌汽車在台灣可能將下滑的銷售表現以及中國車市的激烈競爭，可能會使裕隆汽車自裕隆日產收到的現金股利低於 2020 年的水準。

主辦分析師

許立德
台北
+886-2-2175-6828
david.hsu
@spglobal.com
david.hsu
@taiwanratings.com.tw

第二聯絡人

董瑾，CFA
台北
+886-2-2175-6821
jin.dong
@spglobal.com
jin.dong
@taiwanratings.com.tw

新聞稿：因獲利能力持續改善，裕隆汽車展望由「穩定」調為「正向」；「twBBB+/twA-2」評等獲確認

不過，以日產汽車在中國令人滿意的地位來看，中華信評仍認為，2021 年日產汽車支付裕隆汽車的現金股利仍將為新台幣 26 億元，2022 年為新台幣 24 億元，惟低於 2020 年的新台幣 30 億元。

負的自由營運現金流量可能會使裕隆汽車 2021 年與 2022 年的借款水準略微增加。由於裕隆汽車因營運資金需求而產生現金流出，該公司 2021 年可用於償付借款的自由現金流量將介於負的新台幣 15 億元至新台幣 20 億元之間，在 2022 年則介於負的新台幣 5 億元至新台幣 10 億元之間。前述資金流出將用於包括支付裕隆城興建專案（預計於 2022 年底開幕）、部分應付稅款、華創車電合作廠商的應付帳款在內的費用、以及裕隆汽車規劃的資本支出與現金股利配發。前述各項現金流出恐將使裕隆汽車 2022 年的調整後借款由 2020 年底時的新台幣 165 億元增加至接近新台幣 185 億元。

中華信評的基本情境假設，儘管借款槓桿可能會持續升高，2021 年至 2022 年裕隆汽車的借款對 EBITDA 比將可改善至 3.5 倍至 4 倍之間。2021 年與 2022 年裕隆汽車的年度 EBITDA 應可由 2020 年的新台幣 41 億元持續恢復至每年約新台幣 55 億元。中華信評預期，裕隆汽車在其後應不會發生重大虧損，尤其是在與納智捷相關的業務方面。中華信評亦預期，裕隆汽車應不會產生超出中華信評基本情境所預期的高額現金流出，如用於為華創車電提供額外財務支援的現金流出。基於此，中華信評在其情境假設中預測，裕隆汽車 2021 年至 2022 年的借款對 EBITDA 比將維持在 3.5 倍至 4 倍之間。這點將可為裕隆汽車更為強勁的個別基礎信用結構提供支撐，進而可能提高集團信用評等結構。

中華信評基本情境假設

假設

- 標普全球評級預期，台灣 2021 年的實質 GDP 成長率為 5.6%，2022 年為 2.7%；中國 2021 年的實質 GDP 成長率為 8.3%，2022 年為 5.1%。
- 中華信評預期，中國 2021 年乘用車的銷售量將成長 5%至 9%。中國的經濟復甦與政府具支持性的政策將為前述成長提供支撐，並可望抵銷來自汽車晶片供應短缺的干擾。
- 全球汽車晶片短缺、海上貨櫃航運具有的不確定性，以及國內疫情的限制恐將使台灣 2021 年的汽車銷售量降低 5%至 10%，之後將於 2022 年恢復。
- 裕隆汽車 2021 年的營收將下滑 7%至 8%，並於 2022 年恢復 1%至 3%，此係反映裕隆日產在台的單位銷售量因缺少新車款上市而有衰退之虞，且日產品牌汽車在中國的銷售表現亦可能因激烈競爭而下滑。不過，該公司的營收應可於 2022 年部分恢復，主要係受惠於裕隆日產將在台灣發表的新車款。
- 裕隆汽車的毛利率將因其納智捷品牌虧損降低且華創車電的營運虧損減少而獲得改善。
- 未來兩年日產在中國的銷售表現將持續為裕隆汽車的股利收入與 EBITDA 提供支撐，但由於日產汽車在中國的銷售復甦力道將稍弱於市場平均水準，2022 年裕隆日產支付裕隆汽車的現金股利可能會因此減少。
- 在裕隆汽車較為保守穩健的業務發展與新車型開發的策略下，未來數年該公司將減少其資本支出。中華信評假設，裕隆汽車在 2021 年與 2022 年的資本支出每年為新台幣 20 億元。
- 2021 年的營運資金流出約為新台幣 35 億元，2022 年則介於新台幣 15 億元至新台幣 20 億元之間，原因在於裕隆城的興建成本以及其他諸如稅務的應付款項將產生現金流出。
- 裕隆汽車在 2021 年配發的現金股利為新台幣 10 億元，2022 年為新台幣 15 億元。

基於以上假設，中華信評得出以下的信用指標：

新聞稿：因獲利能力持續改善，裕隆汽車展望由「穩定」調為「正向」；「twBBB+/twA-2」評等獲確認

- 2021 年與 2022 年的 EBITDA 利潤率為 10%至 11%，優於 2020 年的 7.7%。
- 2021 年與 2022 年的借款對 EBITDA 比約為 3.5 倍，優於 2020 年底時的 4 倍。

流動性

裕隆汽車的短期信用評等為「twA-2」。中華信評認為，裕隆汽車的流動性在允當等級，且應可支應其未來 12 個月期間的流動性需求。中華信評對於裕隆汽車的流動性結構看法係已將下列評估結果納入考量：該公司的流動性來源對流動性用途比在截至 2022 年 6 月底前的 12 個月期間將介於 1.4 倍至 1.5 倍之間，且該公司的流動性來源應能持續支應其流動性用途所需而有餘，即使在該公司的 EBITDA 下滑 15%時亦然。

中華信評對裕隆汽車的流動性評估結果亦反映：中華信評認為，由於裕隆汽車帳上的現金部位相對較高，且可為該公司吸收市場波動性提供部分緩衝空間，該公司應能在有限的再融資需求下，自行吸收發生機率小但後果嚴重之事件的衝擊。裕隆汽車在信用市場中的地位令人滿意，這點可由該公司於 2018 年時發行的新台幣 53 億元債券，其所享有的較低利率與至今仍舊穩定的債券價格獲得印證。裕隆汽車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：2021 年 6 月底時為新台幣 169 億元。
- 來自營運的現金流量：在 2021 年 6 月底止之前的 12 個月期間為新台幣 45 億元至新台幣 50 億元。

主要流動性用途

- 到期借款：在 2022 年 6 月底止之前的 12 個月期間為新台幣 75 億元。
- 預期營運資金流出：在 2022 年 6 月底止之前的 12 個月期間約為新台幣 35 億元。
- 資本支出：在 2022 年 6 月底止之前的 12 個月期間為新台幣 20 億元。
- 現金股利：在 2022 年 6 月底止之前的 12 個月期間為新台幣 10 億元。

評等展望

「正向」的評等展望係反映：中華信評預期，未來兩年裕隆汽車之借款對 EBITDA 比將可維持在 4 倍以下，此將有助於該公司持續改善其個別基礎信用結構，並進而提升整體集團信用結構。前述預期係基於下列假設：該公司可在前述期間持續抑制納智捷品牌與其他業務的虧損，且來自裕隆日產的現金股利將可持續為裕隆汽車的 EBITDA 提供支撐。不過，未來兩年因營運資金而產生的現金流出、裕隆城的興建成本、計畫的資本支出與現金股利將使裕隆汽車的借款水準略微提升，這會為該公司是否成功將其借款對 EBITDA 比控制在 4 倍以下帶來些許不確定性。

「正向」的評等展望亦反映：中華信評認為，未來一至二年裕融企業可維持其目前的信用結構。

新聞稿：因獲利能力持續改善，裕隆汽車展望由「穩定」調為「正向」；「twBBB+/twA-2」評等獲確認

評等上調情境

若裕隆汽車能將該公司的借款對 EBITDA 比明顯且穩定控制在 4 倍以下的水準，則中華信評可能會調升裕隆汽車的長期評等。穩定改善其現金流量產生能力的可能情境包括：

- 裕隆汽車增強其核心汽車製造業務；
- 裕隆日產的營運績效表現提升；且
- 納智捷與華創車電業務並未發生重大虧損。

展望下調情境

若未來一至二年裕隆汽車無法將其借款對 EBITDA 比維持在 4 倍以下的水準，則中華信評可能會將該公司的評等展望調回「穩定」。可能導致前述展望下調的情境為：

- 日產品牌汽車 2021 年至 2022 年在中國的銷售狀況明顯低於中華信評目前的預期，進而導致裕隆日產的投資收益明顯減少；或
- 因華創車電與納智捷品牌進行中的業務重整作業出現任何非預期性的鉅額虧損情況；或
- 裕隆汽車為不動產開發計畫、營運資金需求，或是為其他集團相關成員提供財務支援，進而產生的現金流出金額大於中華信評目前的預估水準。

相關準則與研究

相關準則

- Criteria | Financial Institutions | General: Nonbank Financial Institutions Rating Methodology - December 09, 2014
- General Criteria: Methodology For National And Regional Scale Credit Ratings - June 25, 2018
- General Criteria: Group Rating Methodology - July 01, 2019
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology: Ratios And Adjustments - April 01, 2019
- Criteria | Corporates | General: Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers - December 16, 2014
- General Criteria: Country Risk Assessment Methodology And Assumptions - November 19, 2013
- General Criteria: Methodology: Industry Risk - November 19, 2013
- Criteria | Corporates | General: Corporate Methodology - November 19, 2013
- General Criteria: Methodology: Management And Governance Credit Factors For Corporate Entities - November 13, 2012
- General Criteria: Principles Of Credit Ratings - February 16, 2011

相關研究

- 中華信評信用評等等級定義 – August 10, 2020

(除非另有說明，相關準則與研究均公佈於 www.taiwanratings.com 網站。)

新聞稿：因獲利能力持續改善，裕隆汽車展望由「穩定」調為「正向」；「twBBB+/twA-2」評等獲確認

評等表

評等展望調整

	評等行動後	評等行動前
裕隆汽車製造股份有限公司		
發行體信用評等	twBBB+/正向/twA-2	twBBB+/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 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，若與原文版本有任何分歧，概以英文版本為準。）

Copyright © by Taiwan Ratings Corp. All rights reserved.

新聞稿：因獲利能力持續改善，裕隆汽車展望由「穩定」調為「正向」；「twBBB+/twA-2」評等獲確認

著作權 © 2021 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况下，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。