

新聞稿：

裕隆汽車因持續去槓桿，評等展望由「穩定」調整為「正向」；「twBBB+/twA-2」評等獲確認

January 23, 2024

評等行動概述

- 裕隆汽車製造股份有限公司為日產品牌汽車在台灣的獨家製造商，且旗下擁有自有品牌納智捷汽車。2023 年前三季該公司的 EBITDA 為新台幣 33 億元。
- 中華信評預估，儘管裕隆汽車的 EBITDA 利潤率因來自裕隆日產的現金股利大幅減少而有所下滑，但裕隆汽車預計於 2024 下半年處分一家中國子公司而產生的現金流入，應有助於該公司在未來一至二年期間將其借款對 EBITDA 比改善至 4 倍以下。
- 中華信評已將裕隆汽車長期發行體信用評等的評等展望由「穩定」調整為「正向」，此係反映：中華信評認為，該公司的去槓桿應有助於改善其個別基礎信用結構（stand-alone credit profile；簡稱 SACP），從而使裕隆汽車的集團信用結構亦因此而強化。
- 與此同時，中華信評確認該公司的發行體信用評等為「twBBB+/twA-2」。

評等行動理由

此次展望上調行動係反映：中華信評認為，裕隆汽車可能比中華信評原先預期的更快改善其借款槓桿比，而裕隆汽車的集團信用結構亦可望因此強化。中華信評認為，未來兩年有幾項因素可為裕隆汽車的去槓桿提供支撐，並可因此強化裕隆汽車的集團信用結構。首先，裕隆汽車及其子公司裕融企業股份有限公司（裕融企業）計劃處分該集團的一家中國子公司，裕隆汽車金融（中國）有限公司，交易總額近新台幣 58 億元。中華信評預測，等到 2024 年下半年完成交易後，裕隆汽車將因其持有該中國子公司 51% 的股權而獲得新台幣 29.6 億元。

其次，中華信評預期，裕隆汽車將持續於 2024 年與 2025 年分別從裕融企業獲得新台幣 11 億元至 13 億元以及新台幣 15 億元至 17 億元的現金股利。儘管 2024 年預期將有營運資金流出以支應裕隆汽車的汽車銷售成長，但前述兩項現金流入應有助於該公司在 2024 年與 2025 年將調整後借款從 2023 年的新台幣 140 億至 160 億元降至新台幣 110 億元至 130 億元。

中華信評係藉由合併裕隆汽車（未合併裕融企業）與裕融企業的 SACP 後，得出裕隆汽車的集團信用結構。中華信評認為，裕融企業穩健的市場地位、較低的財務風險，以及對整體集團持續成長的獲利貢獻部分抵銷了裕隆汽車較高的業務與財務風險。中華信評認為，處分中國子公司將有利於整體集團信用結構，因為裕融企業的資本緩衝空間與該集團的整體借款槓桿可因此而獲得改善。

2024 年至 2025 年來自權益法投資的裕隆日產的現金股利恐持續衰退。裕隆日產汽車股份有限公司（裕隆日產）的現金股利在過去向來是裕隆汽車的主要現金流量來源。不過，日產在中國疲弱的銷售量與獲利能力，恐將大幅降低未來兩年裕隆日產向裕隆汽車支付現金股利的能力。2021 年來自裕隆日

主辦分析師

陳宛暄
台北
+886-2-2175-6817
susan.chen
@spglobal.com
susan.chen
@taiwanratings.com.tw

第二聯絡人

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

新聞稿：裕隆汽車因持續去槓桿，評等展望由「穩定」調整為「正向」；「twBBB+/twA-2」評等獲確認

產的現金股利為新台幣 26.6 億元，占裕隆汽車整體 EBITDA 的 40.6%，不過此金額於 2022 年時已下滑至新台幣 12.9 億元（占裕隆汽車 EBITDA 的 26.6%），並於 2023 年進一步下滑至新台幣 10.4 億元（預估占裕隆汽車 EBITDA 的 27.2%）。裕隆日產 2023 年前 9 個月的淨利約為新台幣 9 億元，較 2022 年同一期間的新台幣 20 億元淨利下滑 54.3%，這顯示裕隆日產 2024 年發放的現金股利可能將大幅減少。

2024 年日產品牌汽車在台灣的銷售量可望反彈，裕隆日產的營業利益將因此提高。儘管如此，中華信評認為，台灣業務的提升不太可能完全抵銷中國疲弱的績效表現為裕隆日產帶來的負面影響，因為過去幾年，該公司逾 90% 的稅前利益均來自其在中國的股權投資。2023 年日產品牌乘用車在中國的銷售量較 2022 年衰退 20% 至 25%，主要係因該品牌的電動車發展進度落後，且面臨本土品牌的價格競爭以及中國政府扶持本土汽車製造商的政策，而導致日產在中國的市場地位日趨弱化。在推出新車款的支持下，2024 年至 2025 年日產的中國銷售量可望有所反彈，但由於產業競爭仍然激烈，其成長可能將相對溫和。因此中華信評預估，2024 年與 2025 年裕隆汽車從裕隆日產獲得的現金股利可能會降至新台幣 5 億元以下。

受惠於新車款發表，2024 年裕隆汽車核心汽車製造業務的營業利益可望改善。日產多款熱門車型的改款以及納智捷新型電動 SUV 車型 n7 的推出，可望使裕隆汽車 2024 年的汽車銷售量成長 45% 至 55%。產量提升應有助於提升裕隆汽車的整體產能利用率，並進一步為該公司的營業利益提供支撐。裕隆汽車旗下納智捷品牌業務的虧損亦可望降低，主要受到新型電動車款成功上市，且納智捷僅需向鴻華先進科技股份有限公司支付新車型的權利金，而無需分擔開發成本所支持。

此外，2024 年與 2025 年裕隆汽車將從裕隆集團新開業的購物中心—裕隆城獲得全年租金收入，金額將介於新台幣 4 億元至 4.5 億元。因此中華信評預測，2024 年裕隆汽車本業的 EBITDA 將成長 25% 至 30%，並於 2025 年微幅下滑低個位數百分比。儘管如此，來自裕隆汽車權益法投資的現金股利大幅下滑，恐將使該公司 2024 年至 2025 年的調整後 EBITDA 利潤率，從 2023 年的 9.5% 至 10% 降至 7.5% 至 8%。

中華信評在其基本情境中預測，未來一至二年裕隆汽車的借款槓桿將持續改善。儘管裕隆汽車的 EBITDA 利潤率有所下滑，但該公司去槓桿的舉措以及審慎的投資計畫，應有助於該公司降低其借款槓桿比。倘若裕隆汽車順利執行其資產處分計畫，該公司的 SACP 將因此更為強健，裕隆汽車集團的集團信用結構亦將得以強化。中華信評因此預估，2024 年裕隆汽車的借款對 EBITDA 比將從 2023 年的約 4.0 倍改善至接近 3.0 倍，並在 2025 年進一步降至 3.0 倍以下。

評等展望

「正向」的評等展望係反映：中華信評認為，裕隆汽車有望降低的借款水準，應可使其借款對 EBITDA 比在 2024 年與 2025 年分別改善至接近 3.0 倍以及 3.0 倍以下的水準，儘管中華信評亦預期，該公司的 EBITDA 利潤率將因來自裕隆日產的現金股利大幅減少而降低。前述借款水準的降低，主要受到該公司在完成處分中國的一家子公司的交易後，可獲得新台幣 29.6 億元的現金流入所支持。來自裕融企業穩定的現金股利，以及裕隆汽車審慎的投資策略，亦將為該公司的去槓桿化進程提供支撐。而裕隆汽車核心造車業務的獲利能力的改善，亦可為其整體的 EBITDA 產生能力提供部分支撐。

評等上調情境

若裕隆汽車能將其借款對 EBITDA 比顯著且穩定降低至 4 倍以下的水準並予以維持，則中華信評可能會調升裕隆汽車的長期評等。可能情境包括：

- 裕隆汽車出售中國子公司所創造的現金流可明顯降低其借款水準；

新聞稿：裕隆汽車因持續去槓桿，評等展望由「穩定」調整為「正向」；「twBBB+/twA-2」評等獲確認

- 藉由強化其核心汽車製造業務進而提高獲利能力，或納智捷品牌成功推出可產生大量營收與獲利貢獻的電動車；或
- 裕隆日產的營運績效表現能夠恢復強勁且可持續，對裕隆汽車配發的現金股利因此能夠增加。

展望下調情境

若裕隆汽車的借款對 EBITDA 比無法持續改善至 4 倍以下的水準，則中華信評可能會將裕隆汽車的評等展望調回「穩定」。可能情境包括：

- 處分中國子公司的交易破局，或裕隆汽車將交易所得款項用於無法產生大量現金流量的其他投資；
- 因日產品牌汽車在台灣的銷售獲利貢獻降低，或因來自裕隆日產的現金股利持續降低，導致裕隆汽車的 EBITDA 產生低於中華信評基本情境假設中的水準；
- 為進行較為積極的不動產開發計畫使現金持續大量流出；或
- 納智捷品牌相關業務出現非預期性的大額虧損情況。

中華信評基本情境假設

假設

- 標普全球評級預測，台灣 2024 年的實質 GDP 成長率為 3.0%，2025 年為 2.6%；中國 2024 年的實質 GDP 成長率為 4.6%，2025 年為 4.8%。
- 由於消費者信心在總體經濟疲弱且政府無重大刺激措施之下偏弱，2024 年中國的輕型汽車銷售量僅將成長 0%至 2%。由於中國汽車製造商正隨著國內電動車普及率提高而逐步攫取市占率，未來三至五年，日本汽車製造商能否以實惠的價格推出具競爭力的電動車款將考驗其在中國的競爭力。
- 與此同時，新車銷量繼 2023 年成長 11.3%後，2024 年可能出現中間個位數的降幅，主要係因疫情以及 2021 年至 2022 年供應鏈中斷期間受到抑制的汽車需求，已在 2023 年大致獲得滿足。
- 2024 年裕隆汽車的營收（未合併裕融企業）將大幅成長 30%至 35%，主要受到納智捷推出新電動車款，以及日產幾款熱門車型改款所支持。由於 2024 年基期較高，2025 年營收將以中間個位數的幅度下滑。
- 由於納智捷相關業務的虧損減少，且整體產能利用率有所提升，2024 年至 2025 年裕隆汽車的毛利率將維持在改善後的 19.5%至 20.5%，優於 2022 年之前低於 19%的水準。
- 2024 年至 2025 年裕隆汽車來自權益法投資(包含裕日車及其他權益法投資公司)的現金股利，可能會從 2023 年的新台幣 10 億元至 14 億元降至新台幣 7 億元至 9 億元，主要係因裕隆日產的獲利能力因日產汽車市占率遭中國競爭對手攫取而減弱。
- 2024 年至 2025 年裕隆汽車的資本支出為新台幣 10 億元至 15 億元。前述支出包括該公司的維護性資本支出，以及與新能源相關之業務的投資。
- 2024 年裕隆汽車處分裕隆汽車金融（中國）有限公司後的現金流入為新台幣 29.6 億元。
- 裕隆汽車 2024 年至 2025 年的現金股利配發金額為新台幣 15 億元。
- 中華信評在計算裕隆汽車的現金流量時將裕融企業配發的現金股利納入計算，預計 2024 年的現金流量為新台幣 10 億元至 14 億元，2025 年則為新台幣 15 億元至 17 億元。

新聞稿：裕隆汽車因持續去槓桿，評等展望由「穩定」調整為「正向」；「twBBB+/twA-2」評等獲確認

裕隆汽車製造股份有限公司－預測概要

產業別：汽車 - OEM

(新台幣百萬元)	2020a	2021a	2022a	2023e	2024f	2025f
營收	52,965	46,086	40,523	39,509	53,161	50,758
EBITDA (帳列數)	(2,142)	2,070	2,825	2,374	3,081	3,014
加/(減): 其他	6,223	4,474	2,021	1,438	909	989
EBITDA	4,080	6,544	4,846	3,812	3,990	4,003
減：已支付利息	(1,036)	(469)	(768)	(583)	(506)	(478)
減：已支付所得稅	(214)	(192)	(294)	(179)	(296)	(298)
來自本業之現金流量 (FFO)	2,830	5,882	3,784	3,051	3,188	3,228
來自營運的現金流量 (CFO)	8,012	4,081	1,780	879	1,489	3,420
資本支出	2,923	3,581	1,764	800	1,375	1,220
自由營運現金流量 (FOCF)	5,088	500	16	79	114	2,200
借款 (帳列數)	33,094	27,958	31,807	26,839	24,058	24,058
加：租賃負債	1,777	1,519	1,223	1,223	1,223	1,223
減：可自由支配之現金與短投	(18,382)	(13,344)	(12,186)	(12,350)	(12,350)	(14,614)
借款	16,489	16,133	20,843	15,712	12,931	10,667
現金與短期投資 (帳列數)	20,200	14,664	13,392	13,000	13,000	15,383
調整後財務比率						
借款/EBITDA (x)	4.0	2.5	4.3	4.1	3.2	2.7
FFO/借款 (%)	17.2	36.5	18.2	19.4	24.7	30.3
年度營收成長 (%)	(8.1)	(13.0)	(12.1)	(2.5)	34.6	(4.5)
EBITDA 利潤率 (%)	7.7	14.2	12.0	9.6	7.5	7.9

除非報告中另有說明，所有數據均經過中華信評調整。a—實際值。e—估計值。f—預測值。

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前述流動性結構看法係基於以下評估結果：該公司的流動性來源對流動性用途比在 2024 年 9 月 30 日之前將介於 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，裕隆汽車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。此外，在台灣具支持性的銀行環境與充裕的流動性支持下，裕隆汽車應可續約其短期借款，或取得新的銀行貸款額度。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：2023 年 9 月底時為新台幣 129 億元。
- 來自營運的現金流量：2024 年為新台幣 30 億元至 35 億元。
- 處分子公司之現金流入：2024 年為新台幣 29.6 億元。

主要流動性用途：

- 到期借款：2024 年 9 月底前為新台幣 98 億元。
- 資本支出與投資：2024 年為新台幣 10 億元至 15 億元。
- 現金股利：2024 年為新台幣 15 億元。

評等評分摘要

發行體信用評等：twBBB+/正向/twA-2

註：以下所有評等評分摘要係以全球債務人為比較基礎。

營運地位：弱

- 國家風險：中等
- 產業風險：稍高
- 競爭地位：弱

財務體質：弱

- 現金流量／槓桿比：弱

評等基準：twbb+

調整因子

- 分散性／組合結果：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：中性（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：twbbb+
- 集團地位：最終母公司（因此發行體信用評等與集團信用結構相同）

新聞稿：裕隆汽車因持續去槓桿，評等展望由「穩定」調整為「正向」；「twBBB+/twA-2」評等獲確認

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: 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: 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
- 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 - November 11, 2021

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

評等表

評等確認：展望行動

	展望調整後	展望調整前
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佈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：裕隆汽車因持續去槓桿，評等展望由「穩定」調整為「正向」；「twBBB+/twA-2」評等獲確認

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。