

新聞稿：

裕隆汽車因持續去槓桿，評等調升至「twA-/twA-2」；展望「穩定」

September 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 年該公司的 EBITDA 為新台幣 43 億元。
- 中華信評預期，在 2024 年底前收到來自處分一家中國子公司的一次性現金流入，以及裕融企業股份有限公司穩定的現金股利支持下，裕隆汽車應可於未來一至二年改善其借款槓桿，並將其 2024 年至 2025 年期間的借款對 EBITDA 比，降低至低於 4 倍以下的水準。
- 去槓桿將有助於改善裕隆汽車的個別基礎信用結構（stand-alone credit profile；簡稱 SACP），進而強化裕隆汽車的集團信用結構。
- 因此，中華信評將裕隆汽車的長期發行體信用評等由「twBBB+」調升至「twA-」。同時，中華信評確認該公司的短期發行體信用評等為「twA-2」。
- 「穩定」的評等展望係反映：中華信評認為，儘管裕隆汽車的 EBITDA 利潤率可能因來自裕隆日產的現金股利持續減少而下滑，未來一至二年該公司應可維持業已改善的借款槓桿。

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

洪維成，CFA

台北

+886-2-2175-6839

james.hung

@spglobal.com

james.hung

@taiwanratings.com.tw

評等行動理由

此次評等行動係反映：中華信評認為，未來兩年裕隆汽車應可維持業已改善的借款槓桿。中華信評預期，裕隆汽車 2024 年的借款對 EBITDA 比應可從 2023 年的 3.6 倍降至接近 3 倍，2025 年則降至 2.5 倍至 3 倍，而此比率改善的主要支持因素如下：首先，裕隆汽車及其子公司裕融企業處分該集團的一家中國子公司，交易總額近新台幣 53 億元。中華信評預測，待該筆交易於預定的 2024 年底前完成後，裕隆汽車將因持有該中國子公司，裕隆汽車金融（中國）有限公司 51% 的股權而獲得約新台幣 28.9 億元的現金流入。

其次，中華信評預期，裕隆汽車將持續於 2024 年與 2025 年分別自裕融企業獲得新台幣 10 億元至 15 億元，以及新台幣 15 億元至 20 億元的現金股利。儘管中華信評預測，裕隆汽車 2024 年的可支配現金流量，可能會因準備 2025 年推出新車款而導致的營運資金流出轉為負數，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 年底的新台幣 153 億元，降至新台幣 100 億元至 130 億元。

裕隆集團的信用結構亦可望因去槓桿而提升。中華信評係藉由綜合裕融企業與裕隆汽車（未合併裕融企業）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

新聞稿：裕隆汽車因持續去槓桿，評等調升至「twA-/twA-2」；展望「穩定」

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，因此而獲得改善。

受惠於新車款發表，2024 年至 2025 年裕隆汽車核心汽車製造業務的獲利可望改善。納智捷新型電動 SUV 車型「n7」的推出，可望使裕隆汽車 2024 年的整體汽車銷售量成長 20%至 25%。這將有助於抵銷日產品牌國產車在台灣銷售業績較弱的影響。中華信評認為，此新型電動 SUV 車型的推出應有助於提升裕隆汽車的整體產能利用率，並進一步支持該公司本業的營業利益。由於 2024 年的銷售量基期較高，中華信評預期裕隆汽車 2025 年的整體銷售量可能會下降 5%至 10%。同時，裕隆汽車旗下納智捷品牌業務，亦可望於新型電動車款 n7 成功上市後轉為獲利，因為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。

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。中華信評因此預測，2024 年裕隆汽車本業的 EBITDA（未計入來自權益法投資的現金股利）將成長 25%至 30%，但於 2025 年下滑 4%至 6%。

裕隆日產汽車的現金股利在 2024-2025 年可能會進一步下降。日產汽車在中國疲弱的銷售量與獲利能力，已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。中華信評預期，此一趨勢將會持續，並導致裕隆汽車未來兩年的 EBITDA 利潤率降低，因為裕隆日產的現金股利過去為裕隆汽車現金流量的主要來源。2021 年來自裕隆日產的現金股利約為新台幣 27 億元，約占裕隆汽車 2021 年 EBITDA 的 40.6%。但中華信評預期，2024 年至 2025 年來自裕隆日產的現金股利，將從 2023 年的約新台幣 10 億元下降至新台幣 4 億元至 5 億元，僅占裕隆汽車同一期間 EBITDA 的 10%至 15%。

2023 年日產品牌乘用車在中國的銷售量年減 17.7%，2024 年前 8 個月更進一步下滑 9.5%，主要係因該品牌的電動車發展進度落後，且持續面臨本土品牌的價格競爭，導致日產在中國的市場地位日趨弱化。未來兩年日產品牌乘用車在中國的銷售量，可能仍將因產業競爭激烈而較為低迷。因此，中華信評預期，來自裕隆日產持續減少的現金股利，將導致裕隆汽車 2024 年至 2025 年的調整後 EBITDA 利潤率，從 2023 年的 10.5% 降低至 8.5%至 9.0%。

評等展望

「穩定」的評等展望係反映：裕隆汽車持續降低的借款水準，應可使其 2024 年的借款對 EBITDA 比維持在接近 3 倍的水準，2025 年則維持在 2.5 倍至 3 倍的水準，儘管中華信評亦預期，裕隆汽車的 EBITDA 利潤率在同一期間，可能因來自裕隆日產的現金股利大幅減少而下滑。前述借款水準的降低，主要受到處分中國子公司後的現金流入，以及來自裕融企業穩定的現金股利所支持。而裕隆汽車核心造車業務的獲利能力改善，亦可為其整體 EBITDA 產生能力提供部分支撐。

評等下調情境

若發生以下情境之一，則中華信評可能會下調裕隆汽車的長期評等：

- 裕隆汽車核心汽車製造業務的 EBITDA 利潤率弱化至 4% 以下，且無恢復跡象。可能造成前述利潤率弱化的原因為：日產品牌國產汽車或納智捷品牌汽車銷售量大幅下滑，導致該公司無法維持其汽車製造業務的產能利用率；或
- 該公司的借款對 EBITDA 比弱化至 4 倍以上的水準。可能的原因包括：裕隆汽車核心汽車製造業務的獲利能力弱化；或納智捷相關業務出現非預期性的巨額虧損；或來自裕隆日產的現金股利大幅減少；或裕隆汽車採取較為積極的不動產開發計劃，導致大量現金持續流出。

評等上調情境

若裕隆汽車能進一步將其借款對 EBITDA 比明顯且穩定降低至 2 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。評等調升的可能情境包括：

- 藉由提升產能利用率來進一步強化其核心汽車製造業務的獲利能力，或來自納智捷相關業務的營收與獲利貢獻，因汽車銷售量增加而有顯著提升；或
- 裕隆日產能夠強勁且可持續恢復其營運績效，從而對裕隆汽車配發的現金股利能夠增加；或
- 裕隆汽車藉由處分其投資性資產，以持續降低其借款水準。

裕隆汽車製造股份有限公司－中華信評預測概要

(新台幣百萬元)	2021a	2022a	2023a	2024e	2025f	2026f
營收	46,085.6	40,522.5	40,631.3	46,859.7	42,512.8	40,563.8
EBITDA (帳列數)	2,070.1	2,824.7	2,500.7	2,882.9	2,674.6	2,620.7
加/(減): 其他	4,473.5	2,021.0	1,756.6	1,125.3	1,090.6	1,048.2
EBITDA	6,543.6	4,845.7	4,257.3	4,008.2	3,765.2	3,669.0
減：已支付利息	(468.7)	(768.2)	(1,065.6)	(456.9)	(419.1)	(414.1)
減：已支付所得稅	(192.4)	(294.0)	(204.4)	(521.5)	(474.7)	(466.2)
來自本業之現金流量 (FFO)	5,882.5	3,783.5	2,987.3	3,029.8	2,871.4	2,788.7
來自營運的現金流量 (CFO)	4,081.1	1,780.2	(286.9)	1,323.5	3,219.5	3,228.9
資本支出	3,581.1	1,764.4	1,770.2	1,000.0	1,300.0	1,300.0
自由營運現金流量 (FOCF)	500.0	15.8	(2,057.2)	323.5	1,919.5	1,928.9
借款 (帳列數)	27,957.7	31,806.7	24,729.1	20,949.1	20,949.1	20,449.1
加：租賃負債	1,518.9	1,223.1	1,193.9	1,165.4	1,137.5	1,110.3
減：可自由支配之現金與短投	(13,343.8)	(12,186.5)	(10,606.4)	(9,888.2)	(11,815.5)	(13,572.6)
借款	16,132.7	20,843.4	15,316.7	12,226.3	10,271.1	7,986.9
現金與短期投資 (帳列數)	14,663.6	13,391.7	11,164.6	10,474.8	12,516.4	14,377.7
調整後財務比率						
借款/EBITDA (x)	2.5	4.3	3.6	3.1	2.7	2.2
FFO/借款 (%)	36.5	18.2	19.5	24.8	28.0	34.9
年度營收成長 (%)	(13.0)	(12.1)	0.3	15.3	(9.3)	(4.6)
EBITDA 利潤率 (%)	14.2	12.0	10.5	8.6	8.9	9.0
資本報酬率 (%)	6.7	(10.9)	5.2	4.6	4.3	4.4

除非報告中另有說明，所有數據均經過中華信評調整。預測期間數據係基於中華信評的基本情境得出。a—實際值。e—估計值。f—預測值。N.M.—無意義。

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 4.0%，2025 年為 2.1%；中國 2024 年的實質 GDP 成長率為 4.8%，2025 年為 4.6%。
- 由於中國經濟成長前景仍不明朗，2024 年至 2025 年中國國內的乘用車銷售量，每年僅將成長 2% 至 3%，低於 2023 年的 5.6%。政府支持汽車汰舊換新的政策，加上汽車製造商的促銷活動應可為銷售動能提供些許支撐。電動車仍將為主要的銷售動能來源，2024 年至 2025 年的電動車銷量將成長 15%至 20%。同時，因為在電動車的車型開發與中國國內同業相較之下較為落後，日本汽車製造商在中國市場的銷售，在未來兩年將持續面臨壓力。
- 繼 2023 年強勁成長 11.3%後，台灣汽車市場 2024 年的新車銷售量可能會下滑 4%至 6%，主要係因疫情以及供應鏈中斷期間受到抑制的汽車需求，已在 2023 年獲得滿足。
- 2024 年裕隆汽車的營收（未合併裕融企業）將大幅成長 15%至 20%，但由於 2024 年的基期較高，2025 年的營收將下滑 5%至 10%。2024 年的主要成長動能為納智捷 n7 車款上市。由於國內車市競爭激烈，日產品牌汽車的銷售量可能仍將面臨壓力。
- 裕隆汽車 2024 年至 2025 年的毛利率將維持在 18.5%至 19.5%，相較於 2023 年的 19.5%。中華信評認為，該公司應可透過擴大產品組合來維持產能利用率，並持續控管製造成本。
- 2024 年至 2025 年裕隆汽車來自權益法投資（包括裕隆日產汽車與其他權益法投資公司）的現金股利，可能會從 2023 年的近新台幣 15 億元下降至新台幣 7 億至 12 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侵蝕而降低。
- 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 28.9 億元。
- 裕隆汽車 2024 年至 2025 年的現金股利配發金額為每年新台幣 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 年與 2025 年的現金流入，分別為新台幣 10 億元至 15 億元，以及新台幣 15 億元至 20 億元。
- 中華信評在計算裕隆汽車的剩餘現金時採用的折扣率為 5.6%。

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，且應可支應其截至 2025 年 6 月 30 止之未來 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前述期間將約為 1.3 倍。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 15.0%時亦然。

中華信評亦認為，裕隆汽車與銀行間的往來關係穩健，這點可由該公司高額的未動用銀行額度獲得印證。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：2024 年 6 月底時為新台幣 106 億元。
- 來自營運的現金流量：2024 年為新台幣 25 億元至 35 億元。
- 處分子公司之現金流入：2024 年為新台幣 28.9 億元。

主要流動性用途：

- 到期借款：2025 年 6 月 30 日前的 12 個月期間為新台幣 97 億元。
- 營運資金流出：2025 年 6 月 30 日前的 12 個月期間為新台幣 5 億元至 10 億元。
- 資本支出與投資：2024 年為新台幣 10 億元至 12 億元。
- 現金股利：2024 年為新台幣 15 億元。

評等評分摘要

裕隆汽車製造股份有限公司		
	評等行動後	評等行動前
發行體信用評等	twA-/穩定/twA-2	twBBB+/正向/twA-2
營運地位	弱	弱
國家風險	中等	中等
產業風險	稍高	稍高
競爭地位	弱	弱
財務體質	稍弱	弱
現金流量/槓桿比	稍弱	弱
評等基準	twbbb-	twbb+
調整因子		
分散性／組合效果	中性（無影響）	中性（無影響）
資本結構	正向（+1 個級距）	正向（+1 個級距）
財務政策	中性（無影響）	中性（無影響）
流動性	允當（無影響）	允當（無影響）
管理與治理	中性（無影響）	中性（無影響）
比較評等分析	中性（無影響）	中性（無影響）
個別基礎信用結構(SACP)	twbbb	twbbb-
集團信用結構	twa-	twbbb+
集團內的成員地位*	最終母公司	
*因此發行體信用評等與集團信用結構相同。註：以上所有評等評分摘要係以全球債務人為比較基礎。		

相關準則與研究

相關準則

- Criteria | Corporates | General: Sector-Specific Corporate Methodology - April 04, 2024
- 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

評等調升

	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	twA-/穩定/twA-2	twBBB+/正向/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。）

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。