

玉山金(2884)

■台灣 50 □中型 100 ■MSCI

元富投顧研究部

研究員 葉主揚 Paul, Yeh

paul.yeh@masterlink.com.tw

評等

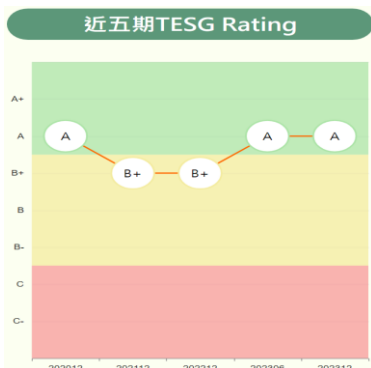
日期:	2023/11/09
目前收盤價 (NT\$):	24.6
目標價 (NT\$):	25
52 週最高最低(NT\$):	23.2-27
加權指數:	16684.95

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	156,640
市值 (NT\$/mn):	383,770
市值 (US\$/mn):	12,792
20 日平均成交量(仟股):	14,436
PER (2024):	18.15
PBR (2024):	1.54
外資持股比率:	30.28
TCRI	0

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	1.2	-4.9	-1.8
加權指數報酬率	1.0	-1.8	6.8

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	25	24
營業收入 (NT\$/mn)	64,468	63,897
毛利率 (%)	100	100
營益率 (%)	39.1	40.4
EPS (NT\$)	1.35	1.38
BVPS(NT\$)	15.94	15.63



2024 年展望中性，且評價已趨於合理

- 玉山金累計 2023 年前三季 EPS 為 1.04 元·符合預期：玉山金 3Q23 稅後淨利 53.4 億元，QoQ-25.5%，YoY+62.8%，金控獲利佔比：銀行 86.1%/創投 8%/證券 6%，各子公司都有顯著獲利成長，銀行年增 30%、證券年增 18%、VC 年增 418%，雖營業費用年增 16%高於先前公司預期之 10-11%(現金增資員工認股一次性費用與業務成長衍生的營業費用，二者佔總營業費用超過 7 成)，但投資收益獲利仍維持高檔達 30.8 億元，主要來自 FX swap 操作得宜及匯兌受益挹注。累計 2023 年前三季玉山金獲利為 158.9 億元，已超越去年全年獲利 157.6 億元，達成元富年度獲利預估 76%，符合預期，累計 EPS 為 1.04 元。
- 未來展望審慎樂觀:4Q23NIM 目標值持穩·2H23 放款成長優於 1H23：玉山銀 3Q23 放款餘額為 2.03 兆元，與去年同期相比成長 3.7%，其中放款主要成長動能仍為中小企業放款與房貸，兩者年增分別為 5.8% 與 4.1%；然而，銀行整體存放利差則小幅下滑，3Q23 存放利差為 1.29%，QoQ-3bp，YoY-12bp，在放款成長但存放利差較去年衰退下，玉山銀淨利息收益 YoY-4.5%；展望後市，管理層預期 2H23 放款成長優於 1H23，主要受惠企業放款回溫，庫存調整接近尾聲、美國經濟恢復優於預期也在未來有機會帶動放款動能恢復；預期 4Q23NIM 會持穩，2024 年 NIM 目標值則仍需等待 FED 政策方向確立後才能給出較為明朗的指引；財管手收目標成長 15%，財管業務預估 2H23 會優於 1H23，4Q23 會持平 3Q23，因此預估 2023 年玉山銀手續費收益 YoY+9%，預估 2023 年玉山銀稅後淨利為 183 億元，YoY+23.7%。
- 維持中立理由：預估 2023 年玉山金 EPS 1.37 元；評價面，升息循環底下評價提升將持續走至最後一次升息前後約莫一季且過往玉山金 P/B 最高落在 1.8x，目前處於 1.5x；股利政策部分，推估 2024 年現金股利為 0.63 元、殖利率 2.5%，落在過去 5 年平均數並未偏高且低於金控同業 4%水準，故維持中立評等，目標價 25 元(1.5x2024BVPS)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



Source : TEJ

玉山金控為國內中型金控，其獲利主體集中於玉山商銀

玉山金控成立於 2002 年，屬於國內中型金控，旗下金融版圖包括銀行、證券與創投，其中玉山商銀 2004 年向中央存款保險公司標購高雄區忠孝企業銀行且後續合併竹南信用合作社、嘉義市第四信用合作社，使其成為國內分行數排名第三多的民營銀行(前二分別為國泰世華銀行與中國信託商銀)，另外於 2013 年玉山商銀取得柬埔寨聯合商業銀行 70% 的股權且於 2016 年收購為 100% 子行，同時於緬甸設立仰光分行為台灣首家在緬甸設立之台資銀行，顯示其積極發展南向業務。其次，玉山商銀積極投入金融科技方面的應用，包括與歐付寶與 PayPal 等支付廠商合作且為台灣首家取得承做跨境電子支付的金融機構。玉山金控將資源集中於玉山商銀，截至 2021 年底玉山金獲利組成：玉山商銀 85%、證券與創投 15%。至於資產部分，截至 2022 年底玉山金控資產高達 3.48 兆元，創歷史新高且為台灣 15 家金控中排名第 10 名，屬於國內中型金控。

Exhibit 2：金控子公司獲利佔比

公司(NT\$m)	2021			2022			2023F		
	獲利	比重(%)	YoY	獲利	比重(%)	YoY	獲利	比重(%)	YoY
Bank	17,582	85%	7%	14,864	94%	-15%	18,313	87%	23%
Securities & others	1,675	8%	112%	1,007	6%	-40	1,093	5%	9%
VC	1,408	7%	54	82	1%	-94	1,551	7%	1791%
ESun FHC	20,580	100%	14%	15,814	100%	-23%	20,957	100%	33%

Sources：ESun FHC、Masterlink

玉山金累計 2023 年前三季 EPS 為 1.04 元，符合預期

玉山金 3Q23 稅後淨利 53.4 億元，QoQ-25.5%，YoY+62.8%，金控獲利佔比：銀行 86.1%/創投 8%/證券 6%，各子公司都有顯著獲利成長，銀行年增 30%、證券年增 18%、VC 年增 418%，雖營業費用年增 16% 高於先前公司預期之 10-11%(現金增資員工認股一次性費用與業務成長衍生的營業費用，二者佔總營業費用超過 7 成)，但投資收益獲利仍維持高檔達 30.8 億元，與去年同期相比成長 57%，主要來自 FX swap 操作得宜及匯兌受益挹注。累計 2023 年前三季玉山金獲利為 158.9 億元，已超越去年全年獲利 157.6 億元，達成元富年度獲利預估 76%，符合預期，累計 EPS 為 1.04 元。

未來展望審慎樂觀：4Q23NIM 目標值持穩，2H23 放款成長優於 1H23

玉山銀 3Q23 放款餘額為 2.03 兆元，與去年同期相比成長 3.7%，其中放款主要成長動能仍為中小企業放款與房貸，兩者年增分別為 5.8% 與 4.1%；然而，銀行整體存放利差則小幅下滑，3Q23 存放利差為 1.29%，QoQ-3bp，YoY-12bp，在放款成長但存放利差較去年衰退下，玉山銀淨利息收益年減 4.5%；展望後市，管理層預期 2H23 放款成長優於 1H23，主要受惠企業放款回溫，庫存調整接近尾聲、美國經濟恢復優於預期也在未來有機會帶動放款動能恢復；預期 4Q23NIM 會持穩，2024 年 NIM 目標值則仍需等待 FED 政策方向確立後才能給出較為明朗的指引；另外，財管手收目標成長 15%，財管業務預估 2H23 會優於 1H23，4Q23 會持平 3Q23，因此預估 2023-2024 年玉山銀手續費收益 YoY+9%、6%，2023-2024 年玉山銀稅後淨利為 183 億元、181 億元，YoY+23.7%、-1.3%。

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

評等中立

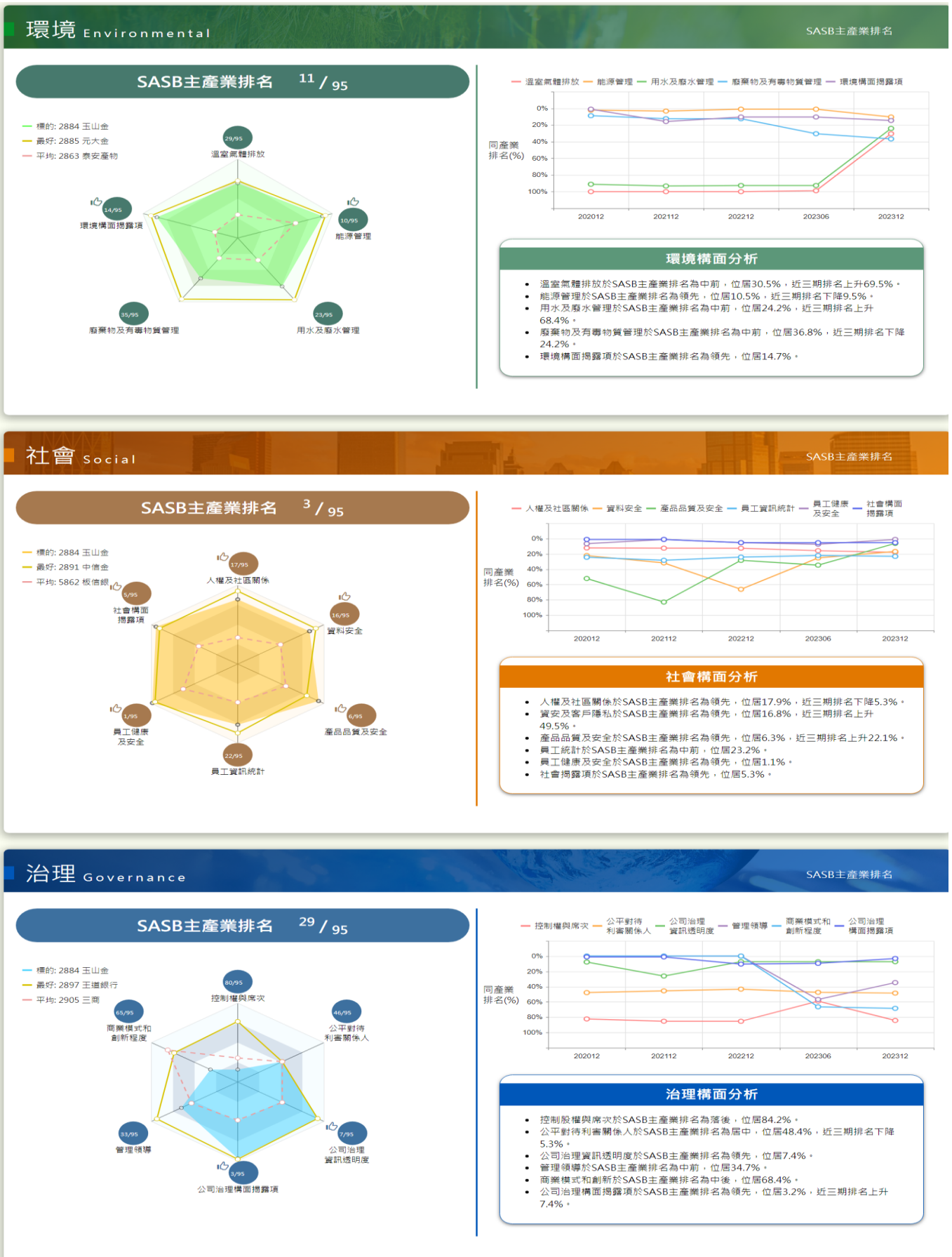
綜合前述，預估 2023/2024 年玉山金稅後淨利為 210 億元/212 億元，YoY+33%/+1%，EPS 為 1.37 元/1.35 元。至於股利政策部分，過往玉山金股利配發率高達 9 成，但一半為現金股利、一半為股票股利，若以此推算 2024 年的現金股利與股票股利約當 0.63 元、現金殖利率為 2.5%，低於過往金控平均 4%；評價面，升息循環底下評價提升將持續走至最後一次升息前後約莫一季且過往玉山金 P/B 最高落在 1.8x，目前處於 1.5x，故維持中立評等，目標價 25 元 (1.5x2023BVPS)。

Exhibit 3 : ESun Bank Operating Profit Breakdown

NT\$ mn	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023F	YoY	2024F	YoY
Net interest income	6,547	7,279	7,326	7,281	28,433	-3%	29,727	5%
Net fee income	4,425	4,596	4,952	4,652	18,624	9%	19,577	5%
Other op. inc.	3,836	2,579	3,123	3,056	12,594	120%	10,673	-15%
Pre-provision op. inc.	14,807	14,454	15,401	14,989	59,651	14%	59,977	1%
Provision	-	1	424	624	1,650	-21%	2,389	45%
Post-Provision op. inc.	14,808	14,030	14,799	14,365	58,002	16%	57,588	-1%
Operating expense	7,870	8,909	9,424	8,935	35,138	13%	35,399	1%
Operating profit	6,939	5,120	5,375	5,430	22,864	21%	22,189	-3%

Sources : ESun FHC、Masterlink

TESG 企業永續指標



Source : TEJ

本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 4 of 5

Comprehensive Income Statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY21	FY22	FY23F	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	57,897	54,806	64,328	64,468	
COGS	-	-	-	-	
Gross profit	57,897	54,806	64,328	64,468	
Operating expense	31,808	32,826	37,067	36,859	
Operating profit	23,959	19,903	25,612	25,209	
Investment income	-	-	-	-	
Total non-operate. Inc.	-	-	-	-	
Pre-tax profit	23,959	19,903	25,642	25,209	
Total Net profit	20,586	15,781	20,980	21,153	
Minority	27	22	23	26	
Net profit	20,559	15,759	20,957	21,127	
EPS (NT\$)	1.47	1.11	1.37	1.35	
Y/Y %	FY21	FY22	FY23	FY24	
Sales	2.93	-5.34	17.37	0.22	
Gross profit	2.93	-5.34	17.37	0.22	
Operating profit	16.71	-16.93	28.68	-1.57	
Pre-tax profit	16.71	-16.93	28.83	-1.69	
Net profit	14.05	-23.35	32.98	0.82	
EPS	5.76	-24.49	23.86	-1.89	
Margins %	FY21	FY22	FY23	FY24	
Gross	100	100	100	100	
Operating	41.4	36.3	39.8	39.1	
Pre-tax	41.4	36.3	39.9	39.1	
Net	35.5	28.8	32.6	32.8	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec.31	FY21	FY22	FY23F	FY24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	85,237	76,218	88,317	93,946	
Due From Banks & Call Loans	125,371	152,916	149,613	164,704	
Total current assets	2,313,533	2,426,450	3,079,073	3,337,519	
Real estate	33,881	34,709	47,274	50,666	
Intangible assets	6,176	6,109	9,014	9,372	
Total fixed assets	-	-	-	-	
Total other assets	666,709	783,158	519,490	600,883	
Total assets	3,230,908	3,479,560	3,892,781	4,257,090	
Deposits	2,695,063	2,902,599	3,278,936	3,598,613	
Saving of Centrabank & Other	83,481	72,514	99,996	104,690	
Loan of Centrabank & Other	14,021	-	4,608	5,901	
Repurchase Liabilities	16,649	18,495	18,741	19,723	
Accounts Payable	32,756	37,487	47,180	49,435	
Operation reserves	1,089	1,114	1,268	1,446	
Miscellaneous liabilities	181,917	246,091	229,282	258,429	
Other liabilities	11,548	4,168	6,497	7,570	
Liabilities	3,036,524	3,282,470	3,686,509	4,045,807	
Common stocks	133,546	142,751	142,751	142,751	
Reserves	25,662	26,070	26,485	26,906	
Retain earnings	35,176	28,270	37,037	41,626	
Total Equity	194,385	197,091	206,273	211,283	
Total Liab. & Equity	3,230,908	3,479,560	3,892,781	4,257,090	

Comprehensive Income Statement					NT\$m
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	15,800	15,504	16,886	16,138	
Gross profit	15,800	15,504	16,886	16,138	
Operating profit	7,536	5,714	6,329	6,033	
Investment income	-	-	-	-	
Total non-ope inc.	-	-	-	-	
Pre-tax profit	7,536	5,714	6,359	6,033	
Total Net profit	6,047	4,503	5,347	5,083	
Minority	4	3	4	12	
Net profit	6,042	4,501	5,343	5,071	
EPS	0.42	0.29	0.34	0.32	
Y/Y %	1Q23F	2Q23F	3Q23	4Q23F	
Net sales	16.6	27.8	17.7	9.2	
Gross profit	16.6	27.8	17.7	9.2	
Operating profit	41.1	46.5	13.0	19.2	
Net profit	39.7	63.1	17.1	23.3	
Q/Q %	1Q23F	2Q23F	3Q23	4Q23F	
Net sales	6.9	-1.9	8.9	-4.4	
Gross profit	6.9	-1.9	8.9	-4.4	
Operating profit	48.9	-24.2	10.8	-4.7	
Net profit	47.0	-25.5	18.7	-5.1	
Margins %	1Q23F	2Q23F	3Q23	4Q23F	
Gross	100.0	100.0	100.0	100.0	
Operating	47.7	36.9	37.5	37.4	
Net	38.2	29.0	31.6	31.4	

Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

MasterLink Securities – Stock Rating System

STRONG BUY: Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

BUY: Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

HOLD: Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

SELL: Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2023 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.