

樺漢(6414)

BUY

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 蕭淑君 Justina Hsiao

shuchun@masterlink.com.tw

評等

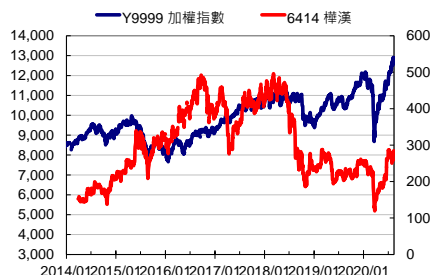
日期:	2020/8/13
目前收盤價 (NT\$):	307
目標價 (NT\$):	320
52 週最高最低(NT\$):	119.5-287
加權指數:	12670.35

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	836
市值 (NT\$/mn):	23,370
市值 (US\$/mn):	779
20 日平均成交量(仟股):	1,074
PER (2020):	20.15
PBR (2020):	3.30
外資持股比率:	9.72
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	2.6	46.0	21.0
加權指數報酬率	4.9	16.5	7.6

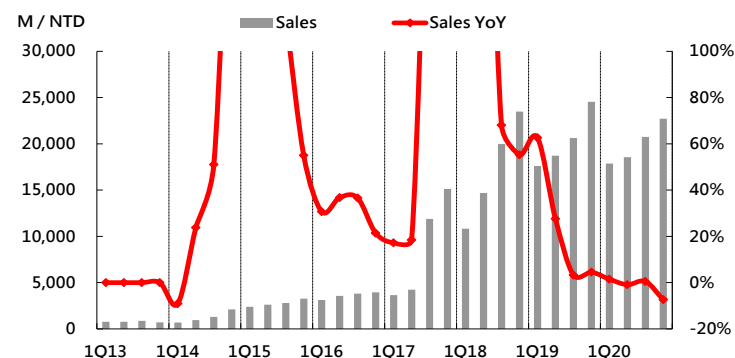
2020Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	320	320
營業收入 (NT\$/mn)	79,887	80,833
毛利率 (%)	24.96	23.03
營益率 (%)	4.72	3.91
EPS (NT\$)	13.87	13.63
BVPS(NT\$)	109.0	108



3Q 維持成長趨勢 2021 年展望樂觀

- 2Q 營業利益率回升優於預期，EPS3.59 元，3Q 營運展望雙位數成長幅度：2Q 訂單動能來原主要為 ODM 及系統整合訂單，S&T 線上銷售優於預期，影音串流設備、網路安全及醫療設計訂單增加，營收 185.59 億元，QoQ+4%，毛利率因產品組合影響，毛利率下降 0.4%，營業利益 8.75 億元，YOY+22%，稅後獲利 3 億元，YOY+26%，EPS 3.59 元。預期 3Q 營收仍有雙位數成長，動能包括醫療訂單動能持續、線上娛樂需求增加、帆宣半導體在手訂單創歷史新高及博奕訂單，預估 3Q 營收 207.4 億元，QoQ+12%。
- 維持全年營收個位數成長目標：2020 年維持上次說法看法營收 YOY 持平至小幅度成長，對於 2021 年非常樂觀看待，動能來自超短焦投影商機 600 流明及彩票機訂單，其中彩票機訂單潛在商機 20~30 億元。4K 雷射超短焦投影機，產品應用領域：商務會議、教育互動、家庭影音、工程投影等。由於公司光源技術擁有自己的專利，其中光學核心技術(光機模組、鏡頭設計、成像設計、光源設計、專利智財)、系統技術(系統主板、喇叭音箱、散熱設計、無線連網、安卓系統)及生產製造均由樺漢一條龍掌握。公司 4Q 會有新規格產品推出，有許多潛在客戶感興趣，公司有信心此產品為全公司毛利率最高的產品，預期 2021 年會有非常正面的貢獻，元富預估 2021 年營收 YOY+8%，EPS 朝 16 元邁進。
- 買進評等：3Q 營收成長幅度雙位數，公司非常樂觀看待 2021 年，其中動能包括博奕彩票機訂單、超短焦投影機及集團水平垂直整合，2020 年 EPS 由 13.63 元上修至 13.87 元，評價 20X 相對龍頭研華 33X，評價不算高，目標價 320 元(23X2020EPS)。

Exhibit 1: 營收及營收 YOY



Sources : Masterlink

2Q20 營業利益率回升幅度優於預期，EPS 3.59 元，優於預期







2Q 訂單動能來原主要為 ODM 及系統整合訂單，S&T 線上銷售優於預期，影音串流設備、網路安全及醫療設計訂單增加，營收 185.59 億元，QoQ+4%，毛利率因產品組合影響，毛利率下降 0.4%，營業利益 8.75 億元，YOY+22%，稅後獲利 3 億元，YOY+26%，EPS 3.59 元。

Exhibit 2: 財報與預估差異數

樺漢(6414)							
unit:NT\$mn	1Q20	2Q20	2Q20(F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales	17,868	18,559	18,315	4%	-1%	1%	0%
Margin%	25.5%	25.1%	22.2%				
Operating Profit	617	875	696	42%	22%	26%	16%
Operating Margin	3.5%	4.7%	3.8%				
Total non-ope inc.	61	145	100				
Pre-tax profit	678	1,020	796				
Net Profit	186	300	264	62%	26%	14%	36%
EPS	2.22	3.59	3.16				

Sources : Masterlink

Exhibit 3: 各事業部近二季營運狀況

事業區塊	主要成員		2Q20 營收組成 (新台幣百萬)	營收 季變化	營收 年變化	2Q20 毛利率	2Q20 營業淨 利率	2Q20 EPS組成 (NT\$)
樺漢合併報表		2Q20	18,559			25.1%	4.7%	3.62
		1Q20	17,868	3.9%	-0.9%	25.5%	3.5%	2.24
		2Q19	18,725			22.5%	3.8%	2.87
品牌		2Q20	8,837 (48%)			33.9%*	3.1%	0.70 (19%)
		1Q20	8,972 (50%)	-1.5%	1.5%	34.8%*	2.6%	0.66 (29%)
		2Q19	8,704 (47%)			30.1%*	2.7%	0.62 (22%)
系統整合		2Q20	5,788 (31%)			12.9%	5.0%	1.25 (35%)
		1Q20	5,498 (31%)	5.3%	-1.1%	12.9%	5.1%	1.18 (53%)
		2Q19	5,853 (31%)			11.2%	3.2%	0.96 (33%)
設計製造 ODM / JDM		2Q20	3,935 (21%)			23.0%	8.0%	1.67 (46%)
		1Q20	3,398 (19%)	15.8%	-5.6%	21.4%	3.2%	0.40 (18%)
		2Q19	4,168 (22%)			22.6%	7.1%	1.29 (45%)
	Others							

Sources : 樺漢

3Q 醫療、半導體及博奕訂單動能強勁

1. 品牌(S&T、Kontron) 動能方面：醫療設備訂單持續強勁，尤其來自呼吸器持續性急單的需求；由於疫情 Lockdown 影響帶動線上娛樂需求增加，線上影音串流平台受惠訂單增溫，因應疫情各國提高政府支出以振興經濟，公共事業需求增加，軌道控制系統持續接獲新訂單，在手訂單達歷史新高，另有併購效益挹注成長。受疫情影響航空產業持續疲弱，工業自動化需求亦有減少跡象。
2. 系統整合(帆宣)：半導體產業帶來的需求持續增加，在手訂單達歷史新高 254 億元。
3. ODM(瑞祺電通&沅聖&樺漢)：博奕(彩票訂單) 訂單持續正向成長，拿到全球性訂單明年會有貢獻，而通訊產品及視訊會議系統的客戶庫存回補亦帶來部分挹注。對於 Covid-19 的影響持續謹慎看待，目前觀察部分 ODM 客戶對 3Q 需求暫趨於保守，如網路安全及零售事業 POS 機等。

綜合上述，預期 3Q 營收仍有雙位數成長，但毛利率受到產品組合因素影響將略降，預估營收 207 億元，QoQ+12%，YOY+1%，毛利率略降至 24.7%，營業利益 10.02 億元，YOY+14%，稅後獲利 2.97 億元，EPS 3.55 元。

2020 年維持持平至小成長；2021 年展望樂觀

3Q 公司營運展望雙位數成長幅度，2020 年維持上次法說看法營收 YOY 持平至小幅度成長，對於 2021 年非常樂觀看待，動能來自超短焦投影商機 600 流明及彩票機訂單，其中彩票機訂單潛在商機 20~30 億元。另外，公司重心介紹超短焦投影設備，4K 雷射超短焦投影市場，2018 年市場 1348 億，預估至 2023 年達 3106 億，CAGR 18%，產品應用領域：商務會議、教育互動、家庭影音、工程投影等。由於公司光源技術擁有自己的專利，其中光學核心技術（光機模組、鏡頭設計、成像設計、光源設計、專利智財）、系統技術（系統主板、喇叭音箱、散熱設計、無線連網、安卓系統）及生產製造均由樺漢一條龍掌握。公司 4Q 會有新規格產品推出，有許多潛在客戶感興，公司有信心此產品為全公司毛利率最高的產品，預期 2021 年會有非常正面的貢獻，元富預估 2021 年營收 YOY+8%，EPS 朝 16 元邁進。

買進評等

3Q 營收成長幅度雙位數，公司非常樂觀看待 2021 年，其中動能包括博奕彩票機訂單、超短焦投影機及集團水平垂直整合，2020 年 EPS 由 13.63 元上修至 13.87 元，評價 20X 相對龍頭研華 33X，評價不算高，目標價 320 元 (23X2020EPS)。

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	34,904	68,962	81,506	79,887	
COGS	27,175	53,699	62,754	59,945	
Gross profit	7,729	15,264	18,753	19,941	
Operating expense	5,985	12,354	15,375	16,169	
Operating profit	1,743	2,910	3,377	3,772	
Total non-operate. Inc.	487	708	435	202	
Pre-tax profit	2,230	3,618	3,812	3,974	
Total Net profit	1,821	2,839	3,026	2,955	
Minority	738	1,745	1,946	1,795	
Net Profit	1,083	1,094	1,080	1,221	
EPS (NT\$)	14.28	14.27	13.22	13.87	
Y/Y %	FY17	FY18	FY19	FY20F	
Sales	141.2	97.6	18.2	(2.0)	
Gross profit	169.6	97.5	22.9	6.3	
Operating profit	28.3	66.9	16.1	11.7	
Pre-tax profit	47.5	62.2	5.4	4.2	
Net profit	29.1	1.0	(1.3)	13.0	
EPS	1.9	(0.1)	(7.4)	5.0	
Margins %	FY17	FY18	FY19	FY20F	
Gross	22.1	22.1	23.0	25.0	
Operating	5.0	4.2	4.1	4.7	
EBITDA	8.9	7.6	6.9	6.9	
Pre-tax	6.4	5.2	4.7	5.0	
Net	3.1	1.6	1.3	1.5	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	17,868	18,559	20,740	22,720
Gross profit	4,561	4,654	5,119	5,607
Operating profit	617	875	1,002	1,218
Total non-opc inc.	61	145	-25	20
Pre-tax profit	678	1,020	977	1,238
Net profit	186	300	297	376
EPS	2.22	3.59	3.55	4.50
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
Net sales	1.5	(0.9)	0.5	(7.4)
Gross profit	20.0	10.4	3.3	(3.0)
Operating profit	8.5	22.2	13.7	0.5
Net profit	56.2	26.3	(16.0)	1.7
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
Net sales	(27.2)	3.9	11.8	9.5
Gross profit	(21.1)	2.0	10.0	9.5
Operating profit	(49.1)	41.8	14.5	21.6
Net profit	(49.8)	61.5	(1.1)	26.7
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
Gross	25.5	25.1	24.7	24.7
Operating	3.5	4.7	4.8	5.4
Net	1.0	1.6	1.4	1.7

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	10,152	12,457	18,340	19,492	
Marketable securities	1,462	136	202	639	
A/R & N/R	11,035	16,596	17,279	16,608	
Inventory	5,739	15,554	16,554	15,371	
Others	1,926	3,400	3,913	3,913	
Total current asset	30,314	48,143	56,287	56,022	
Long-term invest.	391	1,495	1,357	1,765	
Total fixed assets	2,201	4,686	4,849	4,944	
Total other assets	17,626	20,724	26,527	26,527	
Total assets	50,532	75,048	89,019	89,257	
Short-term Borrow	1,650	9,643	10,257	10,257	
A/P & N/P	10,558	16,839	16,602	16,201	
Other current liab.	5,331	18,690	15,285	21,269	
Total current liab.	17,539	45,173	42,144	47,727	
L-T borrow s	10,004	1,862	14,081	12,382	
Other L-T liab.	2,476	2,115	4,867	0	
Total liability.	30,020	49,149	61,092	60,109	
Common stocks	765	776	836	1,037	
Reserves	5,050	4,728	6,340	6,009	
Retain earnings	14,696	20,395	20,751	22,102	
Total Equity	20,512	25,899	27,927	29,147	
Total Liab. & Equity	50,532	75,048	89,019	89,257	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	1,083	1,094	1,080	1,221	
Dep & Amort	586	1,200	1,433	1,426	
Investment income	-102	-17	-8	0	
Changes in W/C	-4,422	-9,592	-341	1,453	
Other adjustment	6,007	10,844	3,078	-300	
Cash flow – ope.	3,151	3,530	5,242	3,799	
Capex	-429	-680	-847	-95	
Change in L-T inv.	-295	-580	-126	-408	
Other adjustment	-1,645	-5,317	-671	-400	
Cash flow –inve.	-2,369	-6,578	-1,643	-903	
Free cash flow					
Inc. (Dec.) debt	1,829	8,619	5,244	-1,000	
Cash dividend	-1,063	-683	-580	0	
Other adjustment	6,096	-2,388	-2,304	-744	
Cash flow –Fin.	6,861	5,548	2,359	-1,744	
Exchange influence	52	-196	-74	0	
Change in Cash	7,695	2,304	5,883	1,152	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
ROA	3.28	1.74	1.32	1.37	
ROE	7.63	4.72	4.01	4.28	

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

©2020 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.

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 (107)金管投顧新字第 026 號

Page 4 of 4