

樺漢(6414)

HOLD

□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

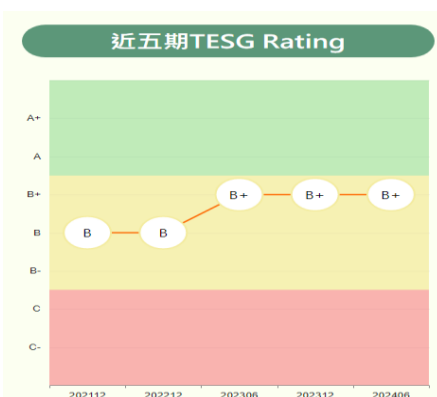
日期:	2024/8/14
目前收盤價 (NT\$):	299.5
目標價 (NT\$):	306
52 週最高最低(NT\$):	248-375
加權指數:	21796.57

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	1,372
市值 (NT\$/mn):	41,090
市值 (US\$/mn):	1,370
20 日平均成交量(仟股):	1,406
PER (2024):	14
PBR (2024):	1.6
外資持股比例:	18.12
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-10.6	-7.1	8.5
加權指數報酬率	-8.9	4.5	20.5

2024 Key Changes	Current	Previous
評等	HOLD	HOLD
目標價 (NT\$)	306	325
營業收入 (NT\$/mn)	153,913	146,479
毛利率 (%)	19.3	19.22
營益率 (%)	3.8	3.7
EPS (NT\$)	21.37	20.34
BVPS(NT\$)	188.3	187.3



營運穩健，缺乏高獲利成長性

- **2Q 財報因系統整合業務(帆宣) 美國案子成本高，導致 EPS3.7 元低於預期：2Q 營收 363.2 億元，QoQ11%，YOY25%，毛利率，營業利益 11.6 億元，YOY-21%，稅後淨利 5.1 億元，YOY-12%，EPS 3.77 元低於預估 EPS 5.74 元。**主因為系統整合(帆宣)美國投資、建置，因法規及原物料、人力成本增加，導致營業成本上升，此非長期趨勢因素所導致的利潤下降，公司積極改善中，盡快恢復海外營運績效。公司持續承接美國新建廠專案，並反映相關原料物及人力成本。
- **2H24 動能優於 1H24，2025 年高成長目標：2024 年公司 BB Ratio1.1-1.2，在手訂單創歷史高點達 1500 億元，1H24 獲利受到帆宣接美國半導體案子營運成本高導致獲利低於預期，隨著新案逐步將成本反應給客戶情況下，預期 2H24 獲利性可望優於上半年。**2025 年各產品線成長動能排序工控設計>品牌通路>系統整合，在手訂單 1600 億元，BB Ratio 1.1-1.2，目標營收、毛利及淨利均高成長。
- **NCR 策略結盟，樺漢新增在手訂單 160 億元：**NCR VOYIX 跟樺漢策略結盟，樺漢負責提供硬體設備，NCR 為美國獨立數位銀行、同時為美國 POS 最大公司、產品 POS 軟休餐飲零售軟體商、自助結帳系統供應商，NCR 擁有 300K 家餐飲與零售業客戶，美國 67% 大零售商是 NCR 客戶，60K 以上餐廳和零售平台網站。未來 NCR 需要端點銷售系統、廚房資訊系統、自助結帳系統，樺漢為 NCR 全球獨家產品供應商。NCR 硬體營收 2021-2023 年分別為 11.8 億美元、12.7 億美元、12.4 億美元，樺漢估新增在手訂單約 160 億台幣。
- **中立評等：**營運結構持續調整，缺乏高獲利成長性，2Q 財報不如預期，2024 年 EPS 由 24.3 元下修至 21.37 元、2025 年 EPS 預估 23.34 元，目標價 306 元(13X2025EPS)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



Sources : Masterlink

2Q 財報因系統整合業務(帆宣)美國案子成本高，導致 EPS3.7 元低於預期

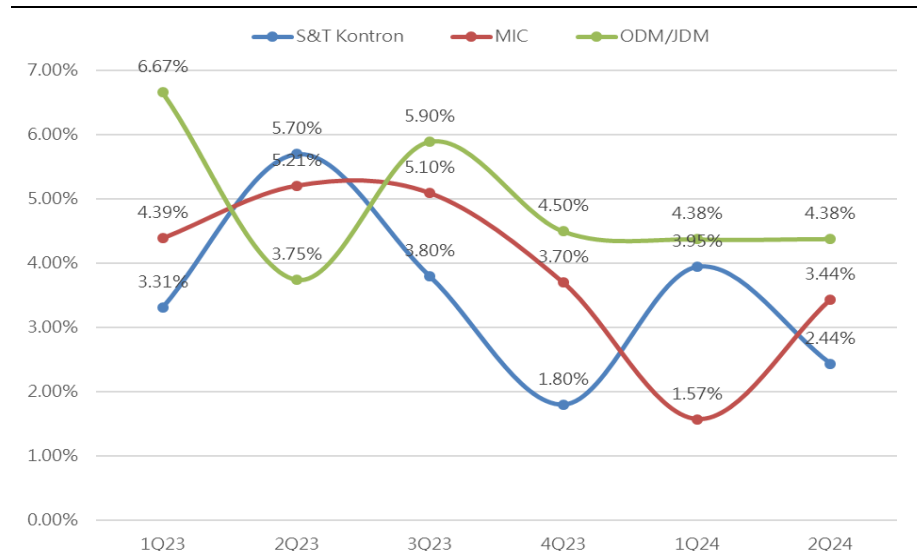
2Q 營收 363.2 億元，QoQ11%，YOY25%，毛利率，營業利益 11.6 億元，YOY-21%，稅後淨利 5.1 億元，YOY-12%，EPS 3.77 元低於預估 EPS 5.74 元。主因為系統整合（帆宣）美國投資、建置，因法規及原物料、人力成本增加，導致營業成本上升，此非長期趨勢因素所導致的利潤下降，公司積極改善中，盡快恢復海外營運績效。公司持續承接美國新建廠專案，並反映相關原料物及人力成本。1H24 營收 690 億元，YOY20%，但系統整合成本上升影響，EPS 8.44 元，YOY-15%。

Exhibit 2: 財報與預估差異數

樺漢(6414)	1Q24	2Q24	2Q24 (F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales	34,225	36,320	36,589	6%	25%	-1%	20%
Margin%	18.4%	18.8%	19.1%				
Operating Profit	1,071	1,162	1,317	9%	-21%	-12%	-23%
Operating Margin	3.1%	3.2%	3.6%				
Total non-opc inc.	20	363	480				
Pre-tax profit	1,091	1,525	1,797				
Net Profit	426	510	683	20%	-12%	-25%	6%
EPS	3.10	3.77	5.74				

Sources : Masterlink

Exhibit 3: 三大部門營業淨利率趨勢



Sources : Masterlink

2024 年在手訂單 1500 億元，BB Ratio 1.1-1.2，獲利小幅成長格局；2025 年營收、獲利目標高成長

公司 BB Ratio1.1-1.2，在手訂單創歷史高點達 1500 億元，1H24 獲利受到帆宣接美國半導體案子營運成本高導致獲利低於預期，隨著新案逐步將成本反應給客戶情況下，預期 2H24 獲利性可望優於上半年。

1. 2024 年下半年營運優於上半年，營收個體及品牌通路高成長，毛利率隨 AI 軟體及 ESaaS 方案比重增加成長，同時帆宣向客戶反應新成本，營業淨利及 EPS YOY 小成長格局。預估 2024 年營收 1539.13 億元，YOY+26%，稅後獲利 28.56 億元，EPS 21.37 元。

2. 2025 年各產品線成長動能排序工控設計〉品牌通路>系統整合，在手訂單 1600 億元，BB Ratio 1.1-1.2，目標營收、毛利及淨利均高成長。

樺漢與 NCR VOYIX 策略結盟，3. NCR VOYIX 跟樺漢策略結盟，樺漢負責提供硬體設備，NCR 為美國獨立數位銀行、同時為美國 POS 最大公司、產品 POS 軟休餐飲零售軟體商、自助結帳系統供應商，NCR 擁有 300K 家餐飲與零售業客戶，美國 67% 大零售商是 NCR 客戶，60K 以上餐廳和零售平台網站。未來 NCR 需要端點銷售系統、廚房資訊系統、自助結帳系統，樺漢為 NCR 全球獨家產品供應商。NCR 硬體營收 2021-2023 年分別為 11.8 億美元、12.7 億美元、12.4 億美元，樺漢推估新增在手訂單約 160 億台幣。

綜合上述，2024 年受到品牌通路併購成效未顯現，系統整合營運成本攀升，2024 年 EPS 由 24.3 元下修至 21.37 元；展望 2025 年，隨著個體營運動能佳及系統整合獲利率提升，預估 EPS 23.34 元，目標價 306 元(13X2025EPS)。

中立評等

營運結構持續調整，缺乏高獲利成長性，2Q 財報不如預期，2024 年 EPS 由 24.3 元下修至 21.37 元、2025 年 EPS 預估 23.34 元，目標價 306 元 (13X2025EPS)

TESG 企業永續指標(分項指標)



Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	108,229	121,641	153,913	161,432	
COGS	88,618	98,042	124,160	130,363	
Gross profit	19,611	23,599	29,753	31,069	
Operating expense	16,528	18,461	23,846	24,295	
Operating profit	3,083	5,206	5,907	6,774	
Total non-operate. Inc.	626	1,710	1,941	1,170	
Pre-tax profit	3,709	6,916	7,849	7,944	
Total Net profit	10,212	5,403	6,064	6,312	
Minority	6,757	3,142	3,174	3,156	
Net Profit	3,455	2,261	2,856	2,880	
EPS (NT\$)	32.62	19.01	21.37	23.34	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Sales	12.1	12.4	26.5	4.9	
Gross profit	(4.3)	20.3	26.1	4.4	
Operating profit	(3.5)	68.8	13.5	14.7	
Pre-tax profit	(12.7)	86.4	13.5	1.2	
Net profit	158.8	(34.6)	26.3	0.8	
EPS	134.6	(41.7)	12.4	9.2	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Gross	18.1	19.4	19.3	19.2	
Operating	2.8	4.3	3.8	4.2	
EBITDA	7.7	8.6	7.6	7.2	
Pre-tax	3.4	5.7	5.1	4.9	
Net	3.2	1.9	1.9	1.8	

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	25,963	24,061	21,359	24,774	
Marketable securities	103	165	639	639	
A/R & N/R	17,433	20,408	34,203	35,874	
Inventory	21,988	21,685	27,591	28,969	
Others	20,604	21,075	21,075	21,075	
Total current asset	86,091	87,394	104,867	111,331	
Long-term invest.	2,631	3,903	4,350	4,797	
Total fixed assets	6,209	7,179	8,679	10,179	
Total other assets	24,362	28,309	28,309	28,309	
Total assets	119,293	126,784	146,204	154,615	
Short-term Borrow	15,115	12,639	12,639	12,639	
A/P & N/P	19,230	18,931	31,040	32,591	
Other current liab.	23,255	29,637	46,795	57,372	
Total current liab.	57,600	61,206	90,474	102,601	
L-T borrow s	14,712	9,793	3,938	-1,917	
Other L-T liab.	4,769	6,684	0	0	
Total liability.	76,577	77,107	94,412	100,685	
Common stocks	1,060	1,320	1,352	1,352	
Reserves	9,285	14,941	14,941	14,941	
Retain earnings	32,371	33,417	35,500	37,637	
Total Equity	42,717	49,678	51,792	53,930	
Total Liab. & Equity	119,293	126,784	146,204	154,615	

Comprehensive Quarterly Income Statement					
	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	32,717	36,320	41,736	43,140	
Gross profit	6,583	6,810	8,034	8,326	
Operating profit	969	1,162	1,523	2,286	
Total non-ope inc.	718	363	530	330	
Pre-tax profit	1,687	1,525	2,053	2,616	
Net profit	631	510	780	968	
EPS	4.67	3.77	5.77	7.16	
Y/Y %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	
Net sales	14.8	25.4	39.3	26.0	
Gross profit	19.4	18.8	32.5	32.3	
Operating profit	(24.5)	(21.0)	10.4	113.5	
Net profit	28.2	(12.0)	2.3	127.2	
Q/Q %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	
Net sales	(4.4)	11.0	14.9	3.4	
Gross profit	4.6	3.4	18.0	3.6	
Operating profit	(9.5)	20.0	31.1	50.1	
Net profit	48.2	(19.2)	52.9	24.1	
Margins %	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	
Gross	20.1	18.8	19.3	19.3	
Operating	3.0	3.2	3.7	5.3	
Net	1.9	1.4	1.9	2.2	

Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net income	3,455	2,261	2,856	2,880	
Dep & Amort	4,192	3,017	3,622	3,622	
Investment income	-51	-41	0	0	
Changes in W/C	-4,808	-3,292	-7,591	-1,498	
Other adjustment	-3,526	5,430	-300	-300	
Cash flow – ope.	-739	7,375	-1,413	4,704	
Capex	5,286	-1,377	-1,500	-1,500	
Change in L-T inv.	-265	38	-447	-447	
Other adjustment	-442	-3,519	1,100	1,100	
Cash flow – inve.	4,579	-4,859	-847	-847	
Free cash flow	-	-	-	-	
Inc. (Dec.) debt	5,753	-3,246	-500	-500	
Cash dividend	-1,921	-4,025	-742	-742	
Other adjustment	-795	2,840	800	800	
Cash flow – Fin.	3,037	-4,430	-442	-442	
Exchange influence	1,565	12	0	0	
Change in Cash	8,441	-1,902	-2,702	3,415	
Ratio Analysis					
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
ROA	3.14	1.84	2.09	1.91	
ROE	9.33	4.89	5.63	5.45	

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

©2024 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.