

鈞興-KY (4571 TT) KHGears

乘四大機器人家族，迎接機器人產業浪潮興起

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月) : NT\$195.0

收盤價 (2024/11/07) : NT\$167.5
隱含漲幅 : 16.4%

營收組成 (2Q24)

電動工具 69.4%、園林工具 21%、智能傳動 4.9%、工業縫紉機 1.8%、其他 3%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	195.0	--
2024年營收 (NT\$/十億)	2.9	--
2024年EPS	8.5	--

交易資料表

市值	NT\$8,880百萬元
外資持股比率	67.7%
董監持股比率	13.5%
調整後每股淨值 (2024F)	NT\$56.04
負債比	29.4%
ESG評級 (Sustainalytics)	-- (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	2,443	2,349	2,904	3,150
營業利益	260	280	432	515
稅後純益	351	274	452	514
EPS (元)	6.58	5.16	8.50	9.68
EPS YoY (%)	52.9	-21.5	64.8	13.9
本益比 (倍)	25.5	32.5	19.7	17.3
股價淨值比 (倍)	3.4	3.4	3.0	2.8
ROE (%)	13.9	10.5	15.6	16.4
現金殖利率 (%)	2.2%	1.9%	3.1%	3.5%
現金股利 (元)	3.60	3.10	5.11	5.82

陳旻暉

Jerry.MW.Chen@Yuantan.com

洪晨翎

CherylHung@yuantan.com

元大觀點

◆ 電動工具大客戶市占率持續提升，營收穩定雙位數成長。

◆ 為機器人四大家族供應鏈，受中國政策推動及諧波減速機出貨加速，智能傳動營收 2025/26 年估年增 25%/35%，營收占比 7.7%/9.1%。

◆ 考量越南廠轉單效益發酵、電動工具客戶營收與市占率穩定成長及機器人產業崛起，給予 20 倍本益比與 2025 年 EPS 得目標價 195 元。

電動工具齒輪客戶市佔率持續提升，CAGR 穩定雙位數增幅

鈞興營收超過 60%來自電動與園林工具 T 客戶及其專業電動工具 M 品牌，受惠 1) 客戶研發費用遠高於同業，持續投資鋰電池、高階無刷馬達、無碳刷馬達和智能系統等零件並推出新產品，提升產品效能與附加價值；2) 推出一系列以電池為基礎的產品平台，電池無法與他牌相容，打造獨特硬體+可相容式電池電動手工工具生態系，消費者黏著度與置換品牌成本高；3) 客戶產品 90%以上為無線裝置，成長力度較整體產業高。同時 M 品牌主打高階專業用途，毛利率與終端議價能力較高且將受惠資料中心、太陽能、大型基礎建設等建置快速提升。估 2025/2026 年電動工具機營收將年增 15.5%/14.1%至 23.2/26.5 億元，占比自 69.2%提升至 73%。

四大家族機器手臂供應鏈，受惠中國機器人政策帶動營收攀升

鈞興已打入機器人四大家族的其中兩家(德、日)，提供客戶螺旋傘齒輪並裝載於重型機械手臂的 5、6 軸上。其中鈞興主要出貨德系大廠於中國需求，將受惠 1) 客戶中國營收占比持續提高；2) 中國政府對機器人產業的補助政策。此外，鈞興亦開發規格媲美日系龍頭大廠諧波減速機，然目前缺少實績短期難打入四大家族，預期初期將以中國在地化手臂供應為主。綜合上述，本中心預估整體智能傳動 2024/25/26 年營收將年增 45.5%/25.4%/34.5%至 2.0/2.4/3.3 億元，其毛利率優於公司平均亦有望帶動產品組合好轉。

越南廠轉單效益發酵，受惠機器人產業崛起

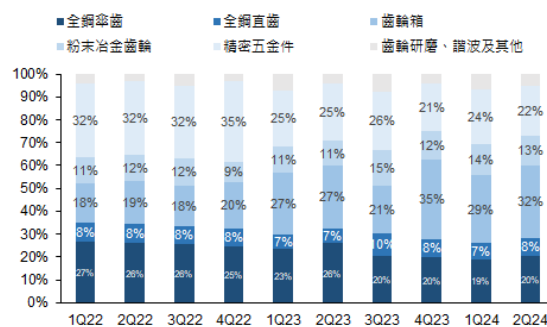
有鑑於 1) 鈞興大客戶透過持續投資自有電池生態系及著重無線產品，市占率持續提升；2) 機器人齒輪打入四大家族手臂供應商；3) 越南廠房建置早，轉單效益與毛利率提升逐漸浮現。本中心認為鈞興有別其他同業於手工工具產業具備高度景氣循環，在受惠客戶穩定成長與機器人產業布局下，預估 2025/26 年 EPS 年增 13.9%/19.1%至 9.7/11.5 元，本中心給予鈞興 20 倍本益比及 2025 年 EPS，推得目標價 195 元，給予買進評等。

公司簡介與營運分析

鈞興為高精度中小模數齒輪領導廠商，終端應用以電動/園林工具為大宗

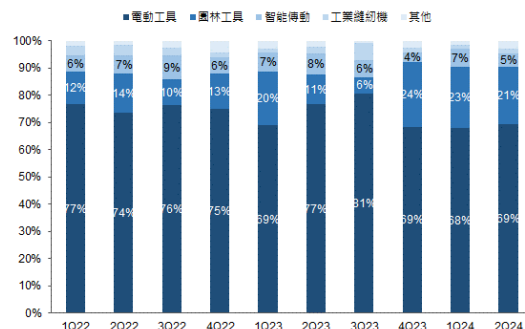
鈞興為高精度中小模數齒輪製造商，以客製化生產為主，2Q24 產品可分為全鋼傘齒 20%、全鋼直齒 8%、齒輪箱 32%、粉末冶金 13%、精密五金件 22%、齒輪研磨/諧波減速器 5%，主要應用於手持式電動工具 69%、園林工具 21%、工業縫紉機 2%、智能傳動 5%。1H24 公司前三大客戶占比達 77%，香港 T 客戶 63%/德國 H 客戶 9%及日本 M 客戶 5%。

圖 1：1Q22-2Q24 鈞興產品組合



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 2：1Q22-2Q24 鈞興產品應用別



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：鈞興直齒輪與傘齒輪



資料來源：公司資料、元大投顧

電動工具與園林工具(齒輪、齒輪箱等)：

鈞興為高階電動工具與園林工具傘齒輪主要供應商，由於全球高階傘齒輪設備商寥寥可數，目前以日本綱島、美國 Gleason 及德國 Klingelnberg 為主，其中綱島主要以中小模數為主，其餘以大模數為主，因此取得一定數量的高階傘齒輪設備難度高。鈞興的競爭優勢在於 **1) 齒輪製程全工序工藝設計**：可縮短產品交期並產出高精度產品，且提供齒輪箱設計與組裝服務；**2) 生產具經濟規模**：高階中小傘齒輪專用加工機台為全球最大產能，產品參數設計複雜，進入門檻較高；**3) 客戶黏著度高**：產品製造初期與客戶協同開發，從報價到量產需要 9-15 個月不等，目前鈞興在主要客戶傘齒輪滲透率近八成。在客戶縮減供應鏈以降低管理成本、提升品質下，使鈞興成為客戶傘齒輪供應商首選。

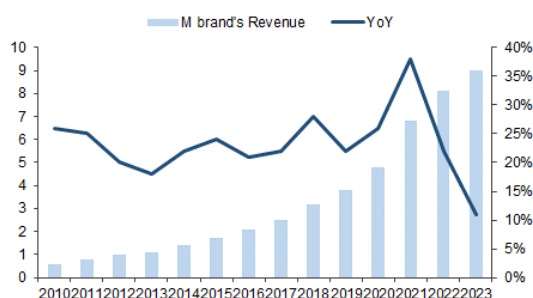
智能傳動(機器人齒輪與諧波減速機)：

鈞興為四大家族之二的機器手臂齒輪供應商，其一德系廠商主因 Covid19 時期，原供應鏈斷鏈，鈞興因具備量能得以打入過去完整且難以打入的四大家族供應鏈。其中鈞興為德系廠商 Tier 1 供應商，主要提供客戶在中國市場銷售。另一為提供日系家族 Tier 2 齒輪供應商。此外，鈞興亦開發諧波減速機，主要供應中國機器手臂廠商。

電動工具客戶市佔率持續提升，新品持續推出帶動鉤興營收成長

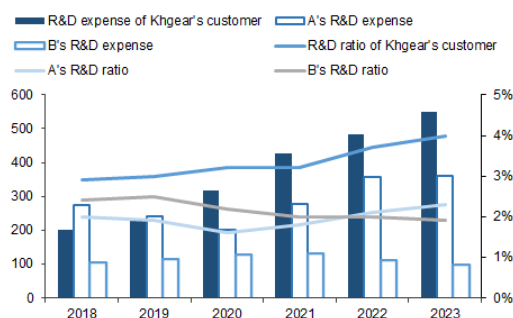
鉤興營收超過 60%來自 T 客戶，其中主要來自大客戶專業電動工具 M 品牌，專攻非住宅領域市場，2023 年 M 品牌占大客戶營收約 65%，M 品牌營收 2010-2023 年以 CAGR 22%成長。主因 1) 客戶研發費用遠高於同業，持續投資鋰電池、高階無刷馬達、無碳刷馬達和智能系統等零件並推出新產品，提升產品效能與附加價值，帶動營收與毛利率逐年創高；2) 推出一系列以電池為基礎的產品平台，包含 M12、M18、MX Fuel、RYOBI's ONE+跟 40V 系列，同一系列產品電池具高度相容性，且新產品迭代下電池依然可持續使用，例如 RYOBI's ONE+平台於 1996 年推出鎳鎘電池，即使 2007 年公司將之升級成鋰電池，其硬體仍可相容。同時間，公司硬體與電池系統無法與他牌硬體及電池相容，因此透過持續加強電池技術，T 客戶打造獨特"硬體+可相容式電池"電動手工工具生態系，消費者黏著度與置換品牌成本高；3) 客戶以電池包生產起家，產品 90%以上為無線裝置且依靠電池運作，成長力度較整體產業高(同業無線裝置比重落在 50%左右，產業趨勢顯著自有線轉向無線)，市占率自 2014 年 7%提升到 2023 年的 14%。同時，M 品牌主打高階專業用途，除將受惠資料中心、太陽能、大型基礎建設等建置快速提升外，其毛利率與終端議價能力較高，連帶使其毛利率與鉤興於 T 客戶毛利率皆高於同業。

圖 4：大客戶 M 品牌營收每年皆呈雙位數成長



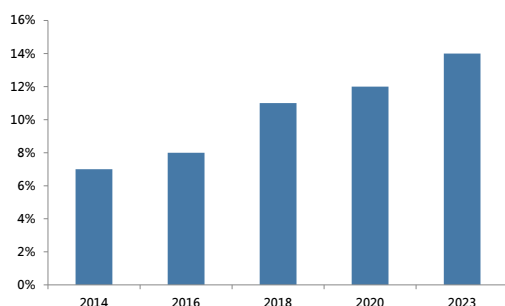
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：鉤興大客戶較同業研發費用高



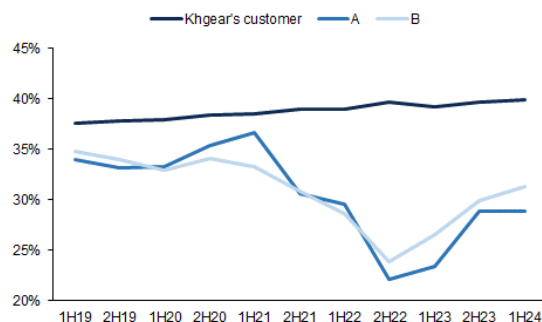
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 6：大客戶市占率逐年成長



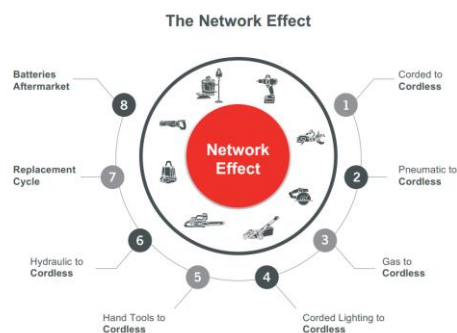
資料來源：Frost & Sullivan、Stanley Black& Decker、元大投顧

圖 7：鉤興大客戶毛利率優於同業



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 8：大客戶具備硬體+電池生態系，網路效應帶動消費者多項產品一站式購足，提升 ASP

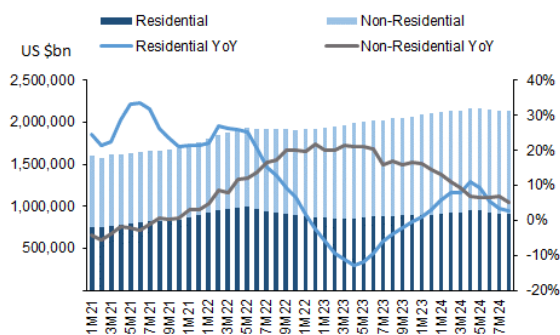


資料來源：公司資料、元大投顧

需求與庫存：

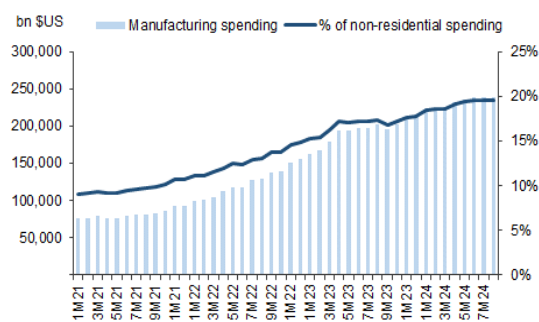
需求部分，儘管北美建築投資受升息影響而放緩，8M24 住宅投資與非住宅投資金額分別年增 2.7%/5.2%，較 7M24 年增 3.3%/6.8%下降。大客戶側重在投資非住宅市場如資料中心、製造業、再生能源等終端市場，抵銷北美房市需求疲弱影響。大客戶 1H24 營收年增 6.3%至 70 億美元，毛利率年增 0.6ppt 至 39.9%，優於電動工具同業營運表現。

圖 9：北美建築投資金額與年增率



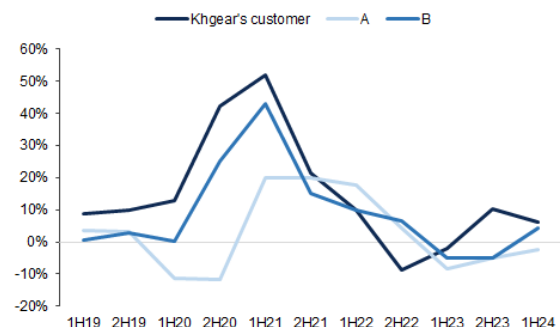
資料來源：US Census Bureau、元大投顧

圖 10：北美工廠投資金額佔比非住宅比重提升



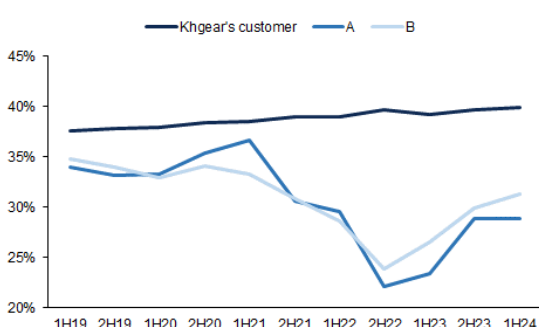
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 11：鈞興大客戶營收年增率優於同業



資料來源：Bloomberg、元大投顧

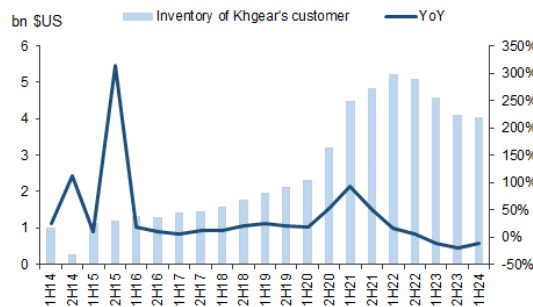
圖 12：鈞興大客戶毛利率優於同業



資料來源：Bloomberg、元大投顧

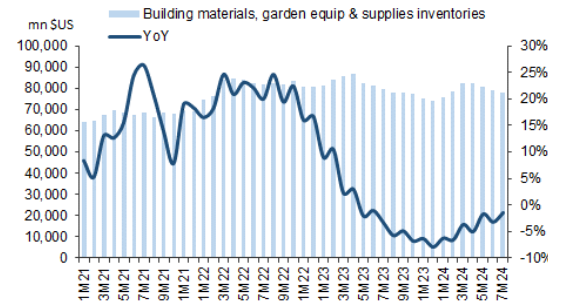
庫存部分，電動工具在 Covid19 帶動居家修繕與 DIY 市場需求攀升後，庫存堆積使鉤興大客戶自 2022 年起持續去化，目標存貨周轉天數將下降至 100 天以下。而 1H24 存貨年減 12%，週轉天數已降至 104 天。園林工具在北美建築園藝零售庫存 2020 年受疫情影響需求激增後，自 11M22 庫存開始反轉向下，直到 1M24 庫存從低點開始反轉復甦，也呼應鉤興園林工具營收 1H24 YoY+93.6%。

圖 13：鉤興大客戶存貨與年增率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

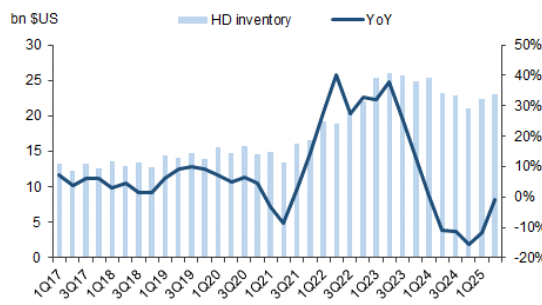
圖 14：北美建築園藝零售庫存與年增率



資料來源：US Census Bureau、元大投顧預估

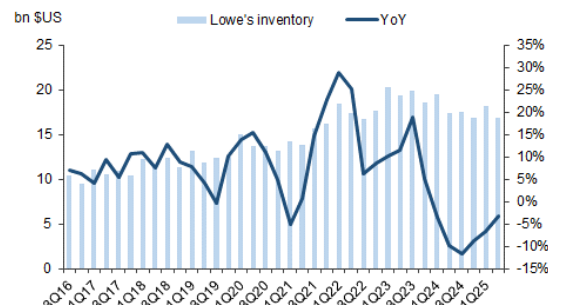
在銷售通路方面，北美前兩大電動工具與園林工具通路商 Home Depot 和 Lowe's 庫存皆落底，其中 Home Depot 年增率轉正，進入主動補庫存階段，年底旺季需求將重啟新一波拉貨動能。鉤興大客戶的下游通路主要為 Home Depot，儘管 Home Depot 1H24 營收年減 3.3%，專業業務(Home Depot's pro)之銷售仍遠優於 DIY (Do-it-yourself)與 DIFM (Do-it-for-me)之銷售，顯示專業電動工具受整體消費需求疲弱影響較小，庫存落底態勢明確。

圖 15：Home Depot 庫存年增率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 16：Lowe's 庫存年增率



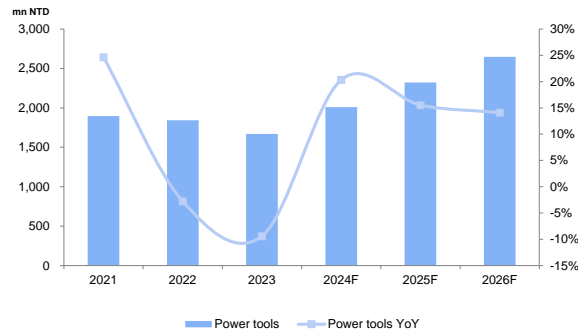
資料來源：Bloomberg、元大投顧

電動工具與園林工具成長：

鉤興在客戶電動工具與園林工具傘齒輪之滲透率近八成，每年約有 20-25% 營收來自客戶新產品，營運及市占率穩定成長。本中心預期鉤興將持續受惠 1) 大客戶三大成長主軸；2) 大客戶庫存持續去化；3) 北美非住宅投資需求提升；4) 銷售通路庫存落底且專業電動工具需求強勁。估其 2024/2025/2026 年電動工具機營收將年增 20.3%/15.5%/14.1%至 20.1/23.2/26.5 億元，占比自 69.% 提升至 73%。

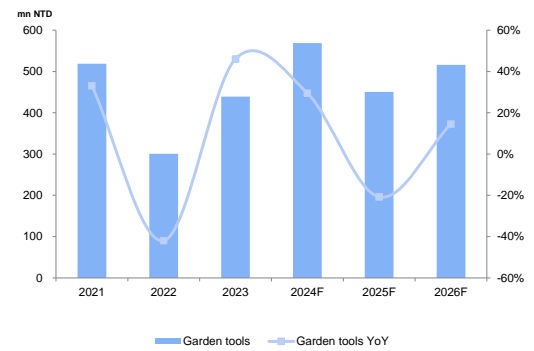
在園林工具方面，2023 年受去化庫存影響，營收基期較低，2024 年隨客戶需求回溫，預估 2024 年園林工具營收將年增 29.5%至 5.7 億元。由於客戶的園林工具組裝廠位於墨西哥，需透過海運運送，因此往往以集中拉貨模式下單，預期在 2024 年高成長率下，2025 年拉貨動能趨緩，園林工具營收將年減 20.8%至 4.5 億元。

圖 17：電動工具營收與年增率



資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 18：園林工具營收與年增率



資料來源：公司資料、元大投顧

智能傳動為四大家族供應鏈，受惠中國政策帶動營收大幅成長

智能傳動可分為機器人齒輪、減速工具&齒輪研磨、諧波減速器，以下分別介紹：

- 1) 機器人齒輪：**1H24 營收 5,500 萬(YoY+33%)，目前已經打入機器人四大家族的其中兩家(德、日)，提供客戶螺旋傘齒輪並裝載於重型機械手臂的 5、6 軸上。觀察鈞興機器人齒輪德系大客戶訂單量 2019-2023 年以 CAGR+5%成長至 40 億歐元，訂單穩定成長，但 2024 年受整體需求疲弱以及中國廠商競爭影響下，客戶預估 2024 年營收僅微幅成長 2%；在銷售地區別方面，亞洲地區營收占比自 2019 年 18%提升至 2023 年 25%，主因德系客戶於 2022 年被中國集團收購，拓展高需求之中國市場。預期未來在 1) 客戶中國營收占比持續提高，且鈞興著重提供客戶於中國市場機器人零組件；2) 中國政府對機器人產業的補助政策下，帶動鈞興機器人齒輪 2024/2025/2026 年營收將年增 117%/25%/38%至 1.3/1.6/2.2 億元。
- 2) 減速工具&齒輪研磨：**1H24 營收 3,100 萬(YoY-33%)，主要提供歐系客戶自動化設備減速功能，預期在歐洲市場尚未明顯復甦下，2024/25/26 年營收年減 18%/年增 5%/11%至 0.6/0.63/0.7 億元。
- 3) 諧波減速器：**1H24 營收 150 萬(YoY+140%)，以中國為終端市場，鈞興策略為推出 2-3 款標準品，欲先透過機器人齒輪切入四大家族合格供應鏈，再藉此爭取諧波減速器送樣之機會。本中心認為諧波減速機受中國殺價競爭劇烈且儘管規格媲美產業龍頭，然在缺少多年實績下，四大家族在關鍵零件上不會輕易更換供應商，因此本中心預估鈞興諧波減速機 2025/2026 年營收年增 140%/67%至 0.1/0.14 億元。短期以中國在地化手臂廠商為主。

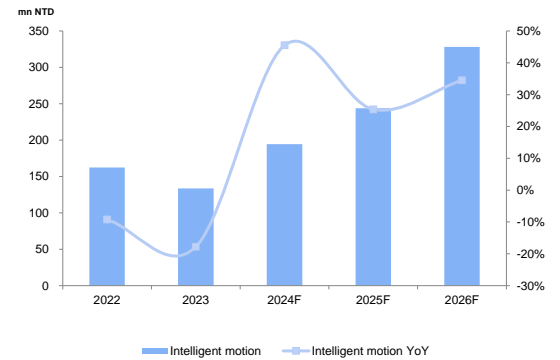
鈞興機器人齒輪品質已獲得四大家族認可，持續與客戶開發新產品，2H24 智能傳動開發產品從 1H24 的 49 款增加至 90 款，且與客戶之新專案持續進行。本中心預估鈞興整體智能傳動 2024/2025/2026 年營收將年增 45.5%/25.4%/34.5%至 2.0/2.4/3.3 億元。此外，智能傳動產品毛利率優於公司平均，有望帶動產品組合好轉。

圖 19：鈞興機器人齒輪示意圖



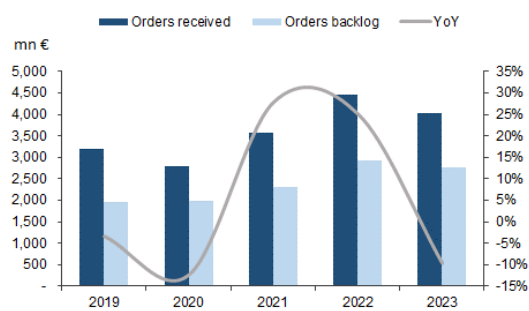
資料來源：公司資料

圖 20：智能傳動營收與年增率



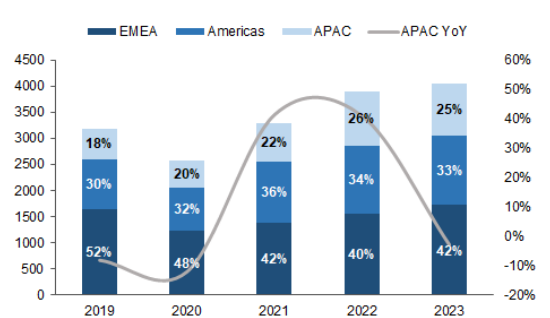
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 21：鈞興機器人大客戶出貨量



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 22：鈞興機器人客戶亞州銷售佔比提升



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 23：鈞興諧波減速器規格媲美大廠

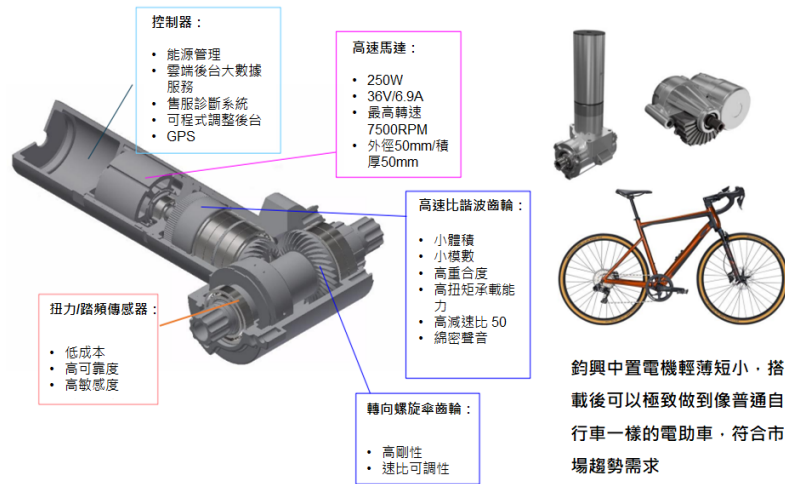
測試項目	日本 H 牌標準	鈞興自測值
定額轉速-扭矩下的效率%	75% ≥	86.2%
傳動精度	90 ≤	58.8
滯後損失	120 ≤	45
扭轉剛性 K1	K1 ≥ 8,100	9,261
扭轉剛性 K2	K2 ≥ 11,000	12,003
扭轉剛性 K3	K3 ≥ 13,000	13,958
無效行程	120 ≤	25
重視性	± 6 弧秒	1-2 弧秒間

資料來源：公司資料、元大投顧

中置電機品質改善後，將於 4Q24 開始送樣認證

除了原有產品之外，鈞興近年積極開發 E-bike 的中置電機產品，早期中置電機因競爭力不足使量產時間遞延，最新一代 N70 在品質改善後，預期將於 4Q24 生產 100 組送樣，並於 3Q25 開始貢獻營收，鈞興計畫以 2-3 線廠商及貿易商導入產品，並持續向一線大廠推廣。

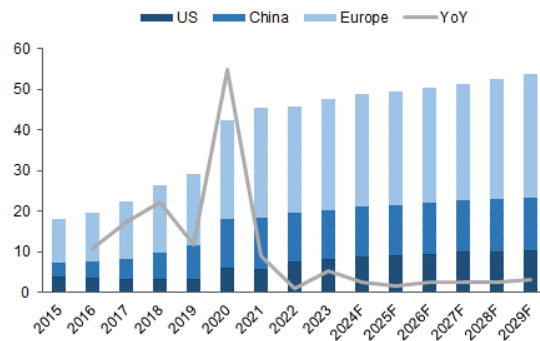
圖 24：E-bike 中置電機示意圖



資料來源：公司資料、元大投顧

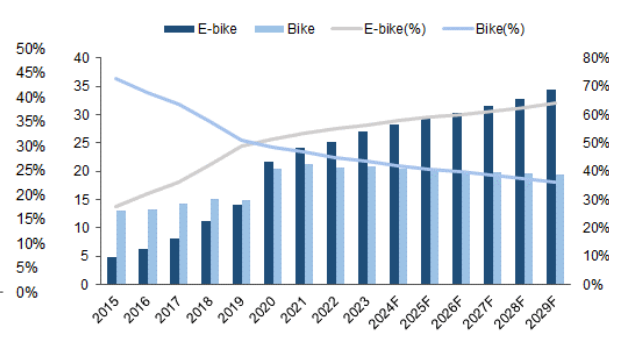
2023 年全球自行車銷售量年減 1%，但銷售額仍年增 4.4%，主因 1) 歐洲自行車 ASP 年增 2.5%；2) 電動自行車(E-bike)銷售量不減反增，滲透率自 2015 年之 27%提升至 2023 年之 56%，帶動自行車市場規模持續成長，顯示電動自行車市場為主要動能。鈞興於台中設立中置電機研發團隊，未來積極搶佔歐洲 E-bike 市場，即使取得低個位數市占率，也能為營收注入貢獻，不過目前中置電機營收占比有限，仍需觀察後續送樣與競爭狀況。

圖 25：全球自行車銷售額



資料來源：Statistic、元大投顧

圖 26：電動自行車比重逐年提高



資料來源：Statistic、元大投顧

中美貿易使鈞興越南廠持續受惠客戶產能移轉比例提升，成長估將超越客戶

在中美貿易情勢和疫情干擾之下，全球供應鏈重組，客戶紛紛前往東南亞設立生產據點，鈞興客戶近年多將產能移轉至越南及美國。T 客戶產能 2019 年約 80% 於中國，逐年降至 2021 年 50%/2023 年 39%，其中越南廠產能於 2023 年已提升至 39%。同時間，大客戶越南廠約有 70% 原料需在當地採購，因鈞興領先競爭者於 2020 年興建越南一期廠房（競爭者多於 2022 年-2023 年啟動越南廠），有利鈞興取得客戶訂單。鈞興自 2H23 開始自越南廠直接交貨給大客戶，目前大客戶產能移轉率僅 20%，隨客戶諭示 2025 年將加速產品轉移至越南廠生產，鈞興將持續受惠，同時間其他客戶也陸續完成鈞興越南廠之審查，最快預計 2026 年有望將開始量產。

目前越南廠 2024 年營收佔比約 20%，預期 2025 年將達 25-30%。由於越南產能提升與規模經濟提升下，毛利率有望追上珠海廠（目前低珠海廠 5-6 個 ppts）。本中心預期隨越南廠營收占比提升下，有望持續帶動毛利率成長。

圖 27：鈞興生產據點

	珠海廠	越南一期	越南二期
月產值	2-2.2 億	0.8-1 億	約 2.2-2.4 億
稼動率	80-85%	80%	-
生產產品	全部(包括智能傳動產品)	電動工具、園林工具	-

資料來源：公司資料、元大投顧

同業比較與財務分析

產品著重高精密與精度齒輪，成長幅度優於同業

鈞興近幾年持續開發各式產品，包含高精度粉末冶金齒輪，可提供客戶在維持高精度下低成本解決方案；齒輪箱則提供客戶一站式購足服務；諧波減速機則希望打入機器手臂關鍵零組件，提供除齒輪外更多樣化傳動產品，突破過去由日本廠商寡佔局面。鈞興持續配合客戶設計，開發精度更高齒輪以及規格媲美日本大廠的諧波減速機，打入精度要求高的機器人市場，預期未來成長力道將大於齒輪同業。

圖 28：鈞興產品精密度等級與產品佈局

精密度	高											低
Din (德制)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
精密度區分	實驗室級			研磨級			高精度量產級			一般量產級		
鈞興齒輪 應用領域				燃油車傳動齒輪								
				諧波減速機								
				機器人齒輪								
				新能源車傳動齒輪								市場同業粉末冶金齒輪
				高階電動工具齒輪			中高階電動工具齒輪 (鈞興開發粉末冶金齒輪提供客戶Cost down方案)					一般消費者DIY電動工具齒輪

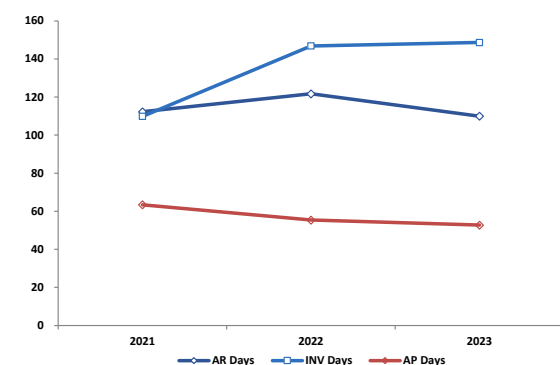
資料來源：公司資料、元大投顧

收放款穩定，2024 年去化庫存，整體財務體質穩健

鈞興庫存週轉天數於自 2021 年 110 天提升到 2023 年 149 天，主因終端需求下滑，客戶面臨庫存調整。公司持續去化庫存，估 2024 年將可降至 120 天，回到正常水位。應收及應付帳款天數維持在 110-125 天/50-65 天，其收付款狀況穩定。

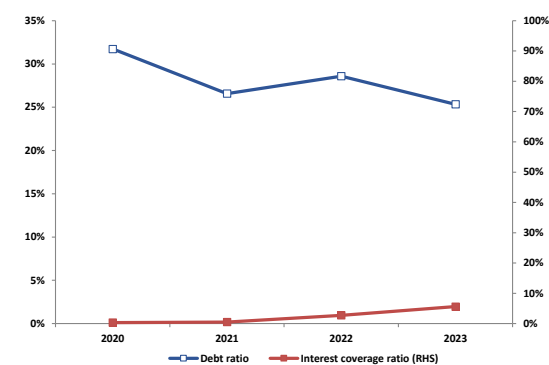
鈞興負債比率自 2020 年 32%逐年下滑至 2023 年的 25%，即使 2022/23 年面臨客戶庫存調整，其負債比率仍持續下滑，顯示公司財務體質健全，無資金需求。利息保障倍數部分則長年維持 150 倍數以上，無利息支出壓力。

圖 29：收放款穩健，庫存於 2024 年去化



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 30：負債比率下滑，利息保障倍數



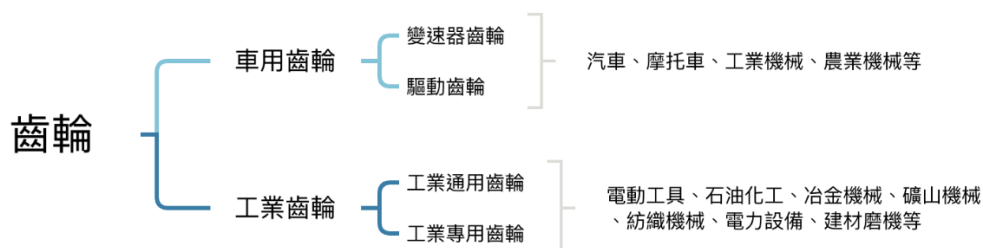
資料來源：公司資料、元大投顧

齒輪應用領域廣泛，可分為車用齒輪與工業齒輪

傳動元件分為螺桿、線性滑軌、軸承與齒輪，其中以齒輪應用領域最為廣泛，齒輪為傳遞動力及扭力的重要機械元件，透過邊緣上的齒互相咬和傳遞動力改變運動方向、旋轉速度，再經由不同齒輪數之組合得到不同轉速比，常見齒輪可分為車用齒輪和工業齒輪，其中車用齒輪占比整體齒輪市場 60%、工業齒輪占比 40%，應用領域廣泛。

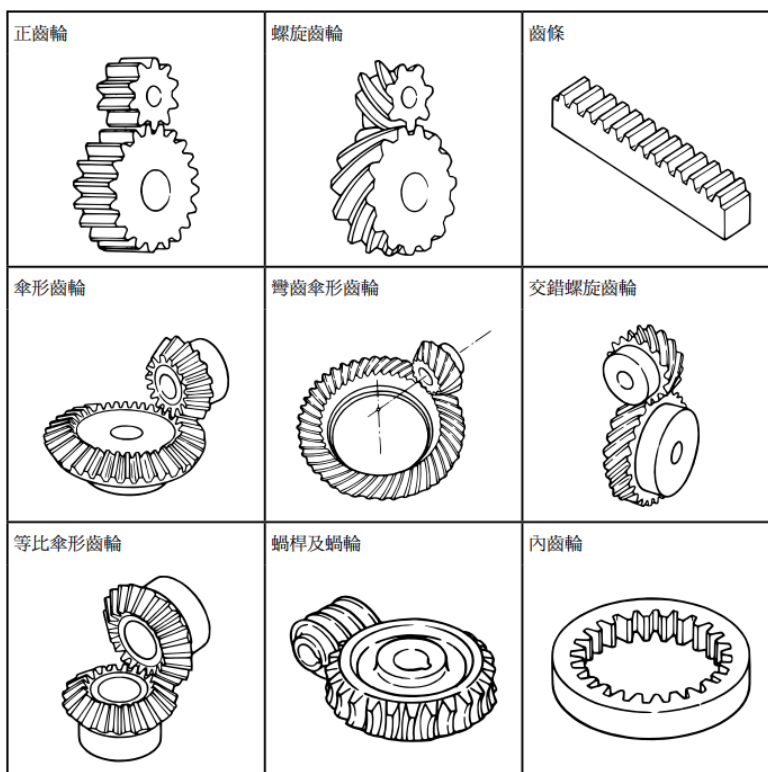
齒輪種類眾多，分為正齒輪、螺旋齒輪、齒條、傘齒輪、交錯螺旋齒輪、等比傘型齒輪、蝸桿與蝸輪、內齒輪等，車用齒輪多使用正齒輪與螺旋齒輪，鈞興提供之電動工具與園林工具則使用各式傘齒輪。

圖 31：齒輪主要分為車用齒輪與工業齒輪



資料來源：元大投顧

圖 32：齒輪種類示意圖

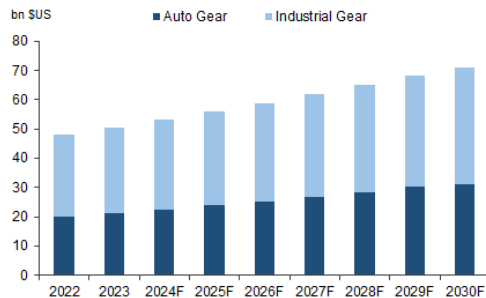


資料來源：KHK、元大投顧

齒輪應用以汽車齒輪為大宗，其次為電動工具與園林工具

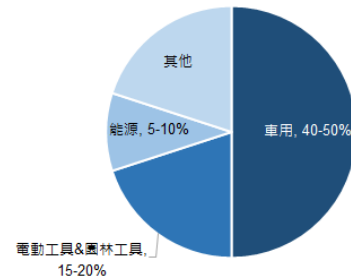
根據 Zion Research 數據顯示，2022-2030 年全球齒輪市場規模將以 CAGR+4.8% 成長至 700 億美元，其中車用齒輪以 CAGR+6.1% 成長至 311 億美元，工業齒輪以 CAGR+4.4% 成長至 399 億美元。以地區別來看，2023 年中國為最大齒輪市場，其次為歐洲與北美市場。在應用領域方面，車用市場占比 40-50% 最大，其次為電動工具與園林工具，占比為 15-20%。

圖 33：2022-2030 年全球齒輪市場規模



資料來源：Zion research、元大投顧

圖 34：齒輪終端應用以車用市場為大宗



資料來源：QYResearch、元大投顧

車用齒輪多應用於汽車動力模組中，提供汽車行進與轉向動力，在燃油車方面，單車齒輪數量約 10-12 個，主要分布在發動機、變速器、減速器等，而在新能源車因減少了變速器、發動機等模組，單車齒輪數量下降至 5-7 個，主要分布於驅動電機、差速器與減速器中。由於新能源車輕薄化需求且噪音容許範圍需降至 60 分貝以下，因此需提高齒輪精度，帶動整體齒輪市場規模持續成長。

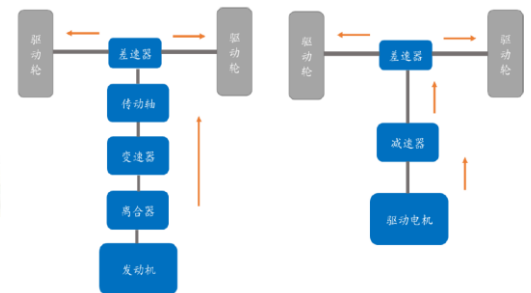
汽車齒輪多使用直齒輪與螺旋齒輪，相關供應商包括和大(1536 TT)、倉佑(1568 TT)與中國藍黛傳動(002765 SZ)、雙環傳動(002472 SZ)等，由於燃油車齒輪市場規模龐大，吸引眾多廠商加入此紅海市場，且在中國廠商不斷殺價競爭下，競爭較為激烈。未來隨新能源車滲透率持續提升，其所需精度與壽命皆需提高，而目前能符合要求的齒輪廠商不多，有利於具備高技術含量之廠商發展。

圖 35：齒輪在燃油車與新能源車示意圖



資料來源：汽車之家、元大投顧

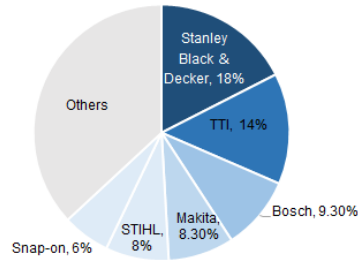
圖 36：新能源車所需齒輪較燃油車減少



資料來源：太平洋汽車、元大投顧

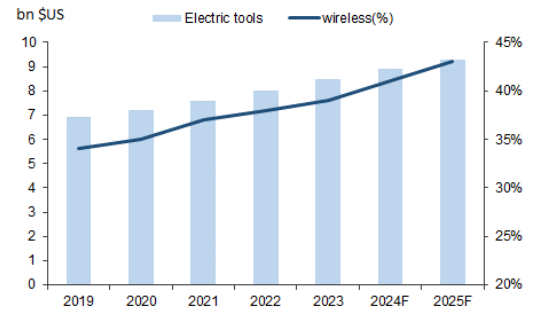
電動工具與園林工具為齒輪第二大應用市場，占比 15-20%，以傘齒輪為主。在電動工具方面，為穩定競爭格局，集中度高且大型跨國公司具競爭優勢，2023 年全球電動工具品牌市佔率依序為 Stanley Black & Decker 18%、TTI (創科實業) 14%、Bosch 9.3%、Makita 8.3%、STIHL 8%、Snap-on 6%，以歐美國家為主要市場。依照應用場域可分為 1) 專業級電動工具：為長時間高強度工作設計，具備更高扭矩、轉速及精度，常見品牌包括 Milwaukee (TTI 旗下品牌)、Makita、Hilti；2) 中階電動工具：功率和精度足以應付日常需求，不適合連續高強度作業，常見品牌包括 Bosch、Black & Decker；3) DIY 電動工具：輕型家庭維修、裝飾，適合一般家庭用戶和 DIY 愛好者，常見品牌包括 Ryobi、Stanley，而未來隨電動工具往無線發展，無線電動工具滲透率將於 2025 年提升至 43%，帶動 2019-2025 年全球電動工具市場以 CAGR+13% 成長至 164 億美元。

圖 37：全球電動工具競爭格局集中



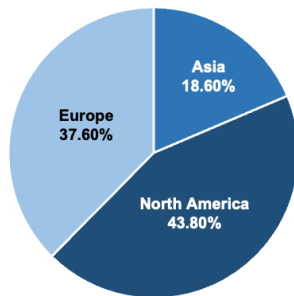
資料來源：Frost & Sullivan、元大投顧

圖 38：全球電動工具市場規模



資料來源：Frost & Sullivan、元大投顧

圖 39：電動工具市場集中於歐美地區



資料來源：Frost & Sullivan、元大投顧

圖 40：Milwaukee 電動工具示意圖

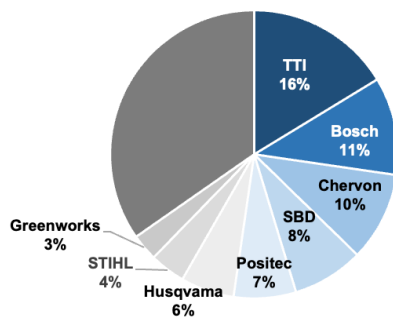


資料來源：Milwaukee、元大投顧

園林工具方面，市場競爭格局集中，2023 年全球園林工具品牌市佔率依序為 TTI 16%、Bosch 11%、Chervon 10%、SBD 8%、Positec 7%、Husqvarna 6%、STIHL 4%、Greenworks 3%，包括割草機、鏈鋸、修枝機、農夫車等。在園林工具電動化、智能化、小型化和環保趨勢下，帶動 2019-2025 年全球園林工具市場規模以 CAGR+6%成長至 455 億美元。

園林工具市場集中於歐美市場，主因歐美居民住家空間大且擁有私家庭院比例高，維護庭院需求頻繁，為歐美國家家庭中不可或缺之生活用品，因此對園林工具需求旺盛。根據 Freedonia 數據顯示，美國民眾對於庭院維護和園藝工具支出逐年提高且與個人支出成正相關，但在 2019 年疫情催化下，雖然個人支出總額下降，勞動力短缺和居家辦公模式興起使居民對於庭院維護意願提升，2020 年庭院維護和園藝工具支出年增 8%，並成為許多居民的新興愛好，推升園林工具市場持續成長。

圖 41：全球園林工具市佔率



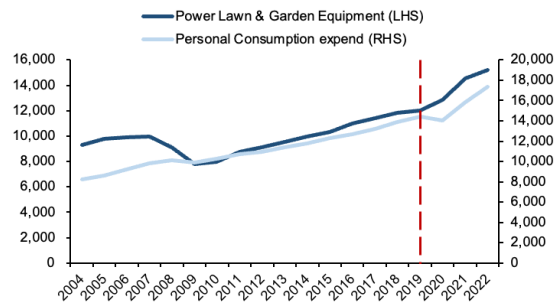
資料來源：Frost & Sullivan、元大投顧

圖 42：全球園林工具市場規模



資料來源：Global Market Insights、元大投顧

圖 43：美國庭院維護和園藝工具支出逐年成長



資料來源：Freedonia、元大投顧預估

圖 44：Makita 園林工具示意圖

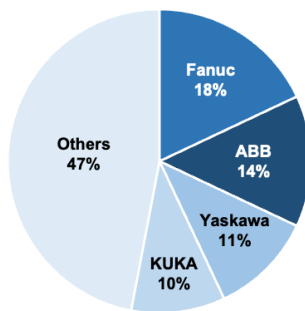


資料來源：Makita、元大投顧預估

工業機械手臂齒輪進入門檻高，為少量多樣市場

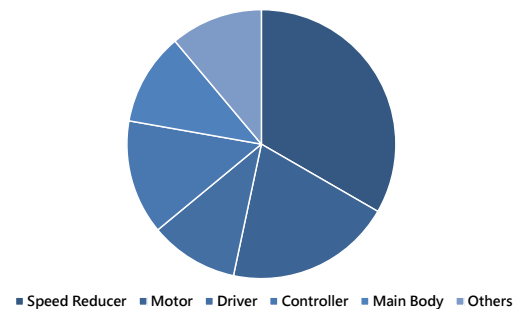
目前全球工業型機械手臂主要掌握在 ABB、KUKA 以及 FANUC、日本安川(YASKAWA)四大家族，其所使用的工業機械手臂齒輪 90%以上來自於日本 KHK、宮本以及岡本三大廠商，其中齒輪僅佔工業機器人成本約 15-20%，年市場規模約 2 億美元，規模不大且為少量多樣市場，因此工業機械手臂齒輪利潤遠高於一般齒輪，進入門檻較高。

圖 45：2023 年全球工業機器人市占率



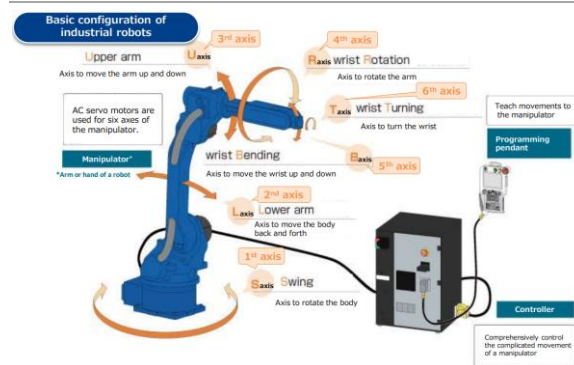
資料來源：元大投顧預估

圖 46：工業機器人成本佔比



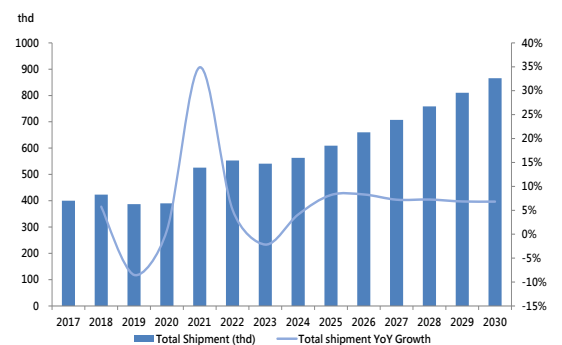
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 47：六軸機器手臂基本構造



資料來源：Yaskawa

圖 48：全球工業機器人出貨量預估



資料來源：IFR、元大投顧預估

獲利調整與股票評價

電動工具齒輪穩定雙位數年增+機器人齒輪與諧波減速機翻倍成長，評價向上

有鑑於 1) 鈞興為國際電動工具機龍頭齒輪供應商，大客戶透過持續投資研發費用建立完整電池生態系，以及著重高階專業級 M 品牌無線產品，市佔率持續提升；2) 機器人齒輪打入四大家族手臂供應商，產品品質受認可且具指標性，有助推廣齒輪、減速機及其他產品；3) 越南廠房建置早，轉單效益與毛利率提升逐漸浮現。本中心認為鈞興有別其他同業於手工具產業具備高度景氣循環，在受惠客戶穩定成長與機器人產業布局下，預估 2025/26 年營收將年增 8.5%/15.0%至 31.5/36.2 億元，EPS 年增 13.9%/19.1%至 9.7/11.5 元。鈞興過去三年本益比平均為 13 倍，其 T 客戶過去五年平均本益比為 25 倍，本中心給予鈞興過去三年平均本益比與其客戶平均的 20 倍及 2025 年 EPS，推得目標價 195 元，給予買進評等。

圖 49：鈞興產品組合與營收年增預估

產品	2023 年營收占比	預估毛利率	2024F YoY	2025F YoY
電動工具	71%	30%-35%	20%	16%
園林工具	19%	25%-30%	30%	-21%
智能傳動	6%	35%-40%	46%	25%
工業縫紉機	2%	15%-20%	19%	7%

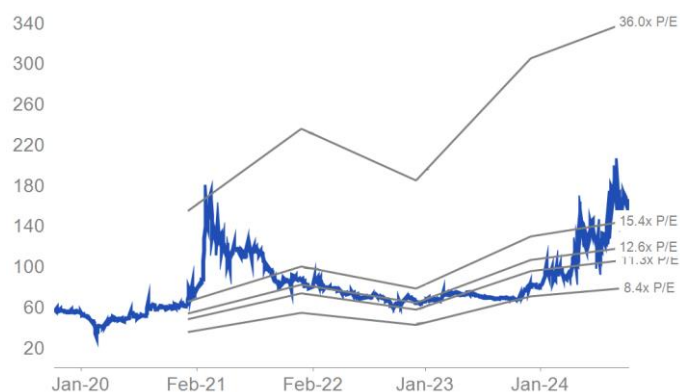
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 50：2024 和 2025 年財務預估

(百萬元)	2024 估		2025 估		預估差異	
	元大預估	市場預估	元大預估	市場預估	2024	2025
營業收入	2,904	2,925	3,150	3,214	-0.7%	-2.0%
營業毛利	879	871	980	939	0.9%	4.4%
營業利益	432	422	515	485	2.5%	6.3%
稅前利益	512	482	591	517	6.2%	14.3%
稅後淨利	452	432	514	466	4.5%	10.4%
稀釋後 EPS (元)	8.50	8.15	9.68	8.78	4.3%	10.3%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	30.3%	29.8%	31.1%	29.2%	0.5	1.9
營業利益率	14.9%	14.4%	16.4%	15.1%	0.5	1.3
稅後純益率	15.6%	14.8%	16.3%	14.5%	0.8	1.8

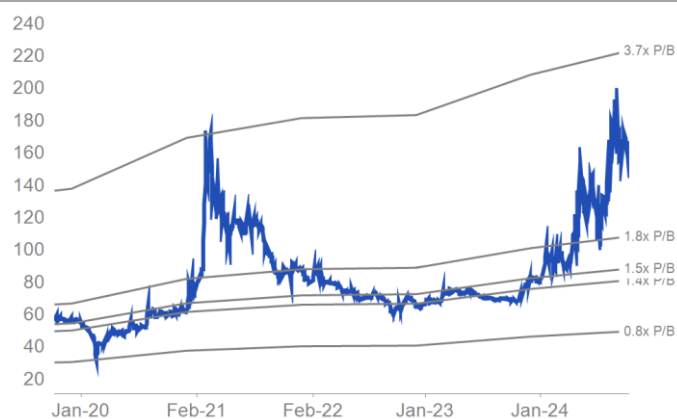
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 51：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 52：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 53：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
鈞興-KY	4571 TT	買進	167.5	277	5.16	8.50	9.68	32.5	19.7	17.3	(21.5)	64.8	13.9
國內同業													
和大	1536 TT	未評等	62.00	536	1.17	-	-	53.0	-	-	(47.6)	-	-
上銀	2049 TT	買進	253.50	2,774	5.75	10.19	13.48	44.1	24.9	18.8	5.8	10.2	13.5
倉佑	1568 TT	未評等	30.05	96	1.92			15.6	-	-	(4.0)	-	-
台灣精銳	4583 TT	未評等	810.00	2,009	10.89	14.18	13.63	74.4	57.1	59.4	(24.7)	30.2	(3.9)
國內同業平均					4.9	12.2	13.6	46.8	41.0	39.1	(17.6)	20.2	4.8
國外同業													
創科實業	0669 HK	未評等	108.30	25,943	4.17	4.77	5.62	26.0	22.7	19.3	(9)	14.5	17.8
Makita	6585 JP	未評等	4,819.00	8,727	43.11	153.56	219.65	111.8	31.4	21.9	(82)	256.2	43.0
Stanley Black & Decker Inc	SWK	未評等	92.03	14,188	(1.88)	4.15	5.49	-	22.2	16.8	-	-	32.3
Snap-on	SNA	未評等	354.24	18,600	19.11	19.42	20.12	18.5	18.2	17.6	12	1.6	3.6
國外同業平均					15.13	54.16	76.92	68.9	25.4	19.3	(45.6)	135.4	31.1

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 54：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
鈞興-KY	4571 TT	買進	167.5	277	10.5	15.6	16.4	49.17	56.04	60.73	3.4	3.0	2.8
國內同業													
和大	1536 TT	未評等	62.00	536	3.64	-	-	31.2	-	-	2.0	-	-
上銀	2049 TT	買進	253.50	2,774	523.00	944.00	1,144.00	98.9	108.0	117.9	2.6	2.3	2.2
倉佑	1568 TT	未評等	30.05	96	-	-	-	17.9	-	-	1.7	-	-
台灣精銳	4583 TT	未評等	810.00	2,009	-	11.16	10.55	122.9	-	-	6.6	-	-
國內同業平均					263.32	477.58	577.28	67.7	108.0	117.9	3.2	2.3	2.2
國外同業													
創科實業	0669 HK	未評等	108.30	25,943	17.83	18.42	19.39	24.5	27.3	30.7	4.4	4.0	3.5
Makita	6585 JP	未評等	4,819.00	8,727	(13.84)	5.36	6.59	2,832.9	2,988.8	3,378.7	1.7	1.6	1.4
Stanley Black & Decker Inc	SWK	未評等	92.03	14,188	2.33	6.76	9.94	60.5	59.0	61.1	1.5	1.6	1.5
Snap-on	SNA	未評等	354.24	18,600	21.17	19.45	19.00	95.9	-	-	3.7	-	-
國外同業平均					2.33	6.76	9.94	60.5	59.0	61.1	1.5	1.6	1.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 55：季度及年度簡明損益表 (合併)

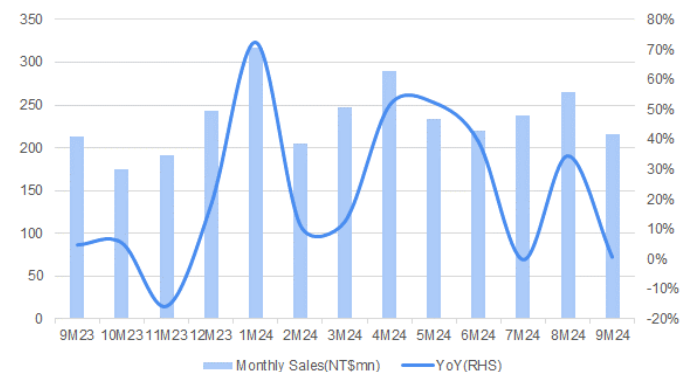
(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024F	4Q2024F	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024F	FY2025F
營業收入	770	744	719	672	687	744	869	849	2,904	3,150
銷貨成本	(536)	(518)	(503)	(468)	(474)	(512)	(599)	(585)	(2,024)	(2,169)
營業毛利	234	226	216	203	213	232	270	264	879	980
營業費用	(111)	(114)	(113)	(107)	(99)	(113)	(129)	(125)	(447)	(465)
營業利益	123	111	104	97	115	119	141	140	432	515
業外利益	12	36	11	18	18	19	19	20	80	76
稅前純益	135	147	115	115	133	138	160	160	512	591
所得稅費用	(19)	(8)	(17)	(16)	(17)	(18)	(21)	(21)	(60)	(77)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	116	139	98	99	116	120	140	139	452	514
調整後每股盈餘(NT\$)	2.18	2.62	1.84	1.87	2.18	2.26	2.63	2.61	8.50	9.68
調整後加權平均股數(百萬股)	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52
重要比率										
營業毛利率	30.4%	30.4%	30.1%	30.3%	31.1%	31.2%	31.1%	31.1%	30.3%	31.1%
營業利益率	15.9%	15.0%	14.4%	14.4%	16.7%	16.1%	16.3%	16.5%	14.9%	16.4%
稅前純益率	17.5%	19.8%	16.0%	17.2%	19.4%	18.6%	18.5%	18.8%	17.6%	18.8%
稅後純益率	15.0%	18.7%	13.6%	14.8%	16.8%	16.1%	16.1%	16.4%	15.6%	16.3%
有效所得稅率	13.9%	5.5%	14.8%	13.9%	12.8%	13.0%	13.1%	13.1%	11.7%	13.0%
季增率(%)										
營業收入	26.0%	-3.4%	-3.3%	-6.5%	2.2%	8.3%	16.8%	-2.3%		
營業利益	59.0%	-9.2%	-6.6%	-6.7%	18.6%	3.5%	18.5%	-0.7%		
稅後純益	88.0%	20.3%	-29.6%	1.0%	17.2%	3.4%	16.7%	-0.7%		
調整後每股盈餘	87.1%	19.8%	-29.8%	1.5%	16.8%	3.8%	16.2%	-0.6%		
年增率(%)										
營業收入	31.1%	48.3%	10.7%	10.0%	-10.7%	0.1%	20.9%	26.3%	23.6%	8.5%
營業利益	54.2%	246.0%	14.0%	25.7%	-6.2%	6.8%	35.6%	44.3%	54.2%	19.2%
稅後純益	78.6%	64.6%	55.8%	60.8%	0.2%	-13.8%	42.9%	40.4%	65.0%	13.7%
調整後每股盈餘	79.2%	64.2%	55.5%	59.8%	-0.2%	-13.6%	43.1%	40.1%	64.8%	13.9%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

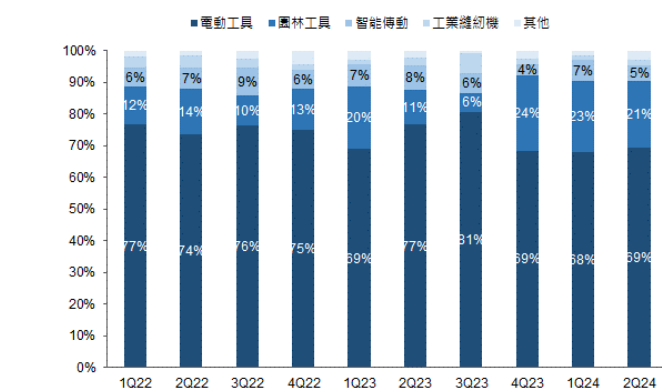
鈞興為高精度中小模數齒輪製造商，以客製化生產各式齒輪、齒輪箱及五金件之設計、製造及銷售，2Q24 產品主要應用於：手持式電動工具 69%、園林工具 21%、工業縫紉機 2%、智能傳動 5%，主要銷售市場為中國、美國及歐洲等地區。

圖 56：月營收



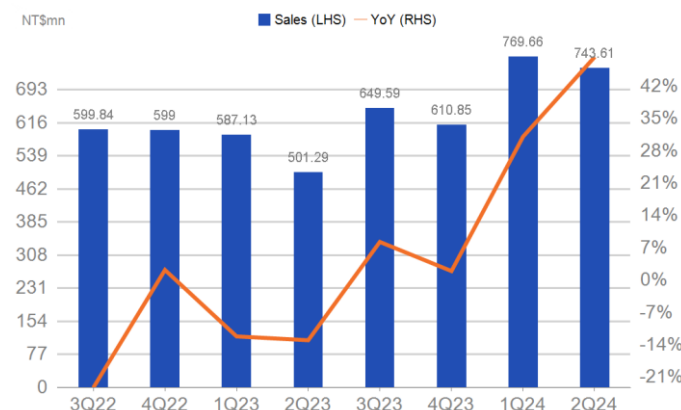
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 57：營收組成



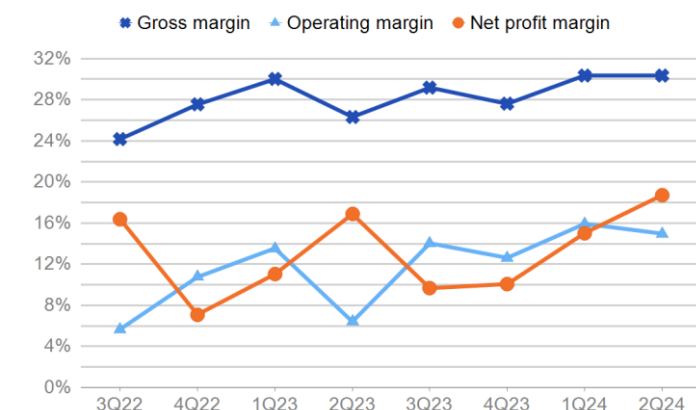
資料來源：公司資料

圖 58：營收趨勢



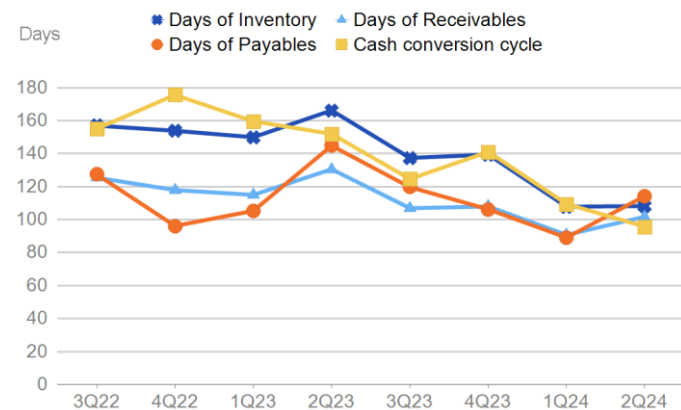
資料來源：CMoney、公司資料

圖 59：毛利率、營益率、淨利率



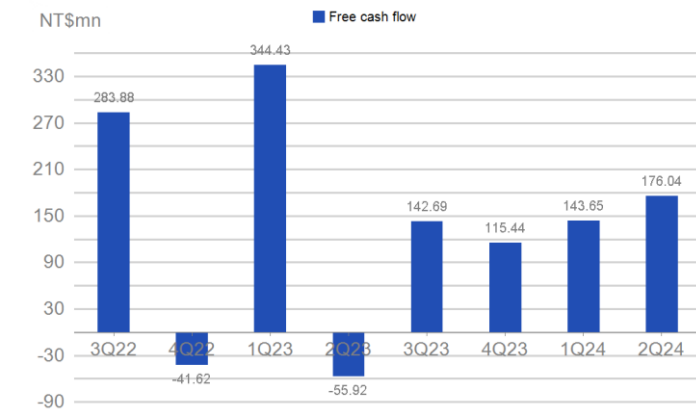
資料來源：CMoney、公司資料

圖 60：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 61：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
現金與短期投資	444	799	881	880	845
存貨	704	705	665	666	761
應收帳款及票據	855	774	641	759	794
其他流動資產	135	153	202	227	287
流動資產	2,137	2,431	2,390	2,532	2,688
採用權益法之投資	0	0	0	(2)	(6)
固定資產	891	1,024	973	943	878
無形資產	6	7	5	2	(1)
其他非流動資產	277	184	130	130	130
非流動資產	1,173	1,216	1,107	1,073	1,002
資產總額	3,310	3,647	3,497	3,605	3,689
應付帳款及票據	301	230	256	276	318
短期借款	42	246	61	61	61
什項負債	475	498	486	486	486
流動負債	817	974	804	824	865
長期借款	0	23	8	(192)	(392)
其他負債及準備	63	46	75	75	75
長期負債	63	69	83	(117)	(317)
負債總額	880	1,043	886	707	548
股本	534	533	531	531	531
資本公積	1,182	1,179	1,165	1,165	1,165
保留盈餘	874	988	1,071	1,358	1,601
什項權益	(158)	(96)	(156)	(156)	(156)
歸屬母公司之權益	2,431	2,604	2,611	2,898	3,141
非控制權益	0	0	0	0	0
股東權益總額	2,431	2,604	2,611	2,898	3,141

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
本期純益	394	351	274	452	514
折舊及攤提	109	146	156	156	171
本期營運資金變動	(362)	(63)	187	(97)	(89)
其他營業資產 及負債變動	12	62	(24)	(25)	(60)
營運活動之現金流量	152	496	593	485	536
資本支出	(381)	(62)	(46)	(124)	(103)
本期長期投資變動	0	0	0	2	4
其他資產變動	(145)	(104)	(31)	0	0
投資活動之現金流量	(526)	(166)	(77)	(121)	(99)
股本變動	50	0	(2)	0	0
本期負債變動	48	224	(200)	(200)	(200)
現金增減資	385	0	0	0	0
支付現金股利	(171)	(237)	(190)	(165)	(271)
其他調整數	(55)	(1)	(13)	0	0
融資活動之現金流量	257	(15)	(406)	(365)	(471)
匯率影響數	(14)	39	(27)	0	0
本期產生現金流量	(131)	354	83	(1)	(35)
自由現金流量	(229)	434	547	362	433

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
營業收入	2,737	2,443	2,349	2,904	3,150
銷貨成本	(1,852)	(1,751)	(1,682)	(2,024)	(2,169)
營業毛利	885	693	666	879	980
營業費用	(451)	(433)	(386)	(447)	(465)
推銷費用	(98)	(96)	(98)	(98)	(118)
研究費用	(148)	(141)	(134)	(139)	(159)
管理費用	(206)	(196)	(154)	(210)	(187)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	434	260	280	432	515
利息收入	3	6	17	21	24
利息費用	(2)	(7)	(16)	(12)	(11)
利息收入淨額	1	(1)	1	10	13
投資利益(損失)淨額	0	0	0	0	0
匯兌損益	(34)	90	2	3	0
其他業外收入(支出)淨額	45	49	75	67	63
稅前純益	447	397	358	512	591
所得稅費用	(53)	(46)	(84)	(60)	(77)
少數股權淨利	0	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	394	351	274	452	514
稅前息前折舊攤銷前淨利	558	551	530	588	686
調整後每股盈餘 (NT\$)	4.30	6.58	5.16	8.50	9.68

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
年成長率 (%)					
營業收入	32.5	(10.7)	(3.9)	23.6	8.5
營業利益	25.3	(40.1)	7.7	54.2	19.2
稅前息前折舊攤銷前淨利	32.2	(1.3)	(3.8)	11.0	16.7
稅後純益	38.0	(10.8)	(22.0)	65.0	13.7
調整後每股盈餘	--	52.9	(21.5)	64.8	13.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	32.4	28.4	28.4	30.3	31.1
營業利益率	15.9	10.7	11.9	14.9	16.4
稅前息前淨利率	16.3	16.0	14.6	14.9	16.4
稅前息前折舊攤銷前淨利率	20.4	22.5	22.6	20.3	21.8
稅前純益率	16.3	16.3	15.3	17.6	18.8
稅後純益率	14.4	14.4	11.7	15.6	16.3
資產報酬率	13.3	10.1	7.7	12.5	13.9
股東權益報酬率	18.6	13.9	10.5	15.6	16.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	36.2	40.0	34.0	24.4	17.5
淨負債權益比(%)	(16.6)	(20.4)	(31.1)	(34.9)	(37.4)
利息保障倍數 (倍)	201.2	56.2	23.8	45.1	54.4
流動比率 (%)	261.6	249.7	297.4	307.2	310.5
速動比率 (%)	175.5	177.3	214.6	226.5	222.6
淨負債 (NT\$百萬元)	(403)	(530)	(812)	(1,011)	(1,176)
調整後每股淨值 (NT\$)	45.52	48.85	49.17	56.04	60.73
評價指標 (倍)					
本益比	39.0	25.5	32.5	19.7	17.3
股價自由現金流量比	--	20.1	15.9	24.1	20.1
股價淨值比	3.7	3.4	3.4	3.0	2.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨	15.6	15.8	16.4	14.8	12.7
股價營收比	3.2	3.6	3.7	3.0	2.8

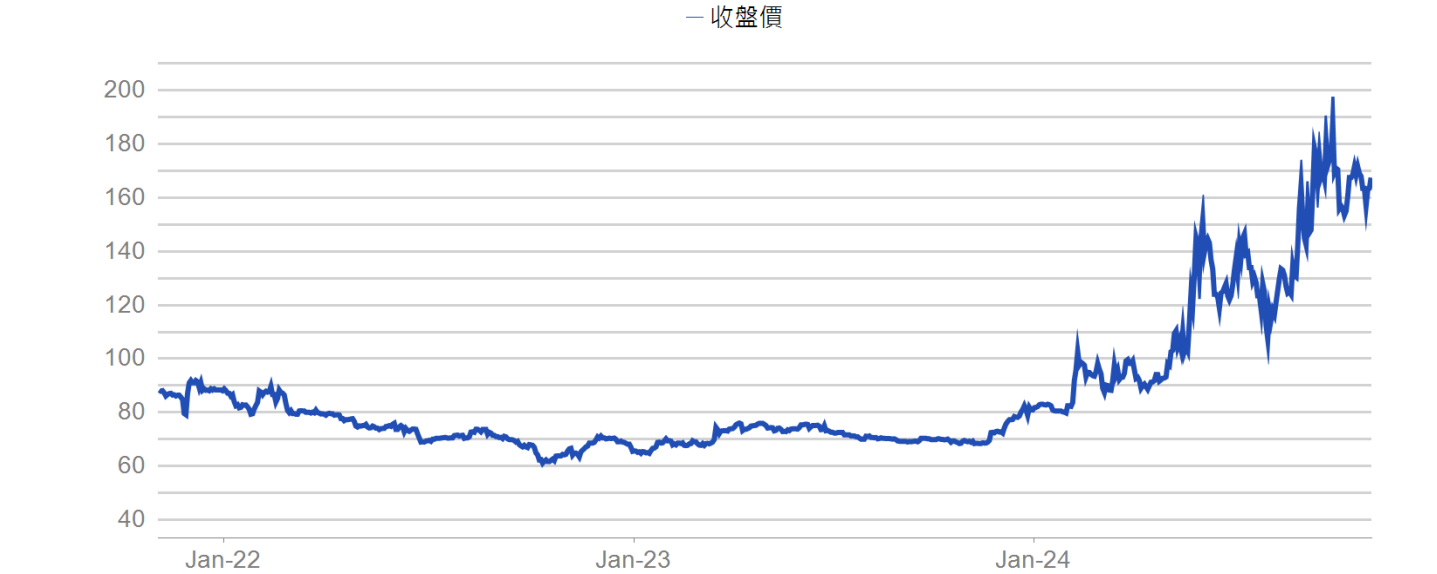
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

鈞興-KY (4571 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並

獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2024} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.