2017 年 9 月 15 日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
4803 TT VHQ-KY	持有 目標價 162	**VHQ-KY的投資評等由買進調降為持有，目標價162元，潛在漲幅10.5%，主要理由如下：受「花妖客棧」、「白牙」等高毛利的電影處分遞延，下修2017年稅後EPS由11.5元至10.8元。考量電影處分需與經銷商談妥合約，時常有遞延情況，調降PER至15X。**

研究員 徐培勛
jtr1117barry@jsun.com

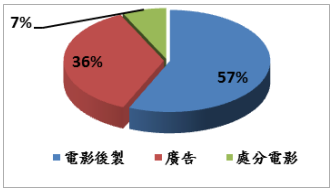
近期投資評等

09/15/2017	持有/中立

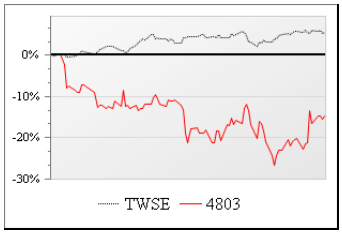
公司基本資料

收盤價(元)(09/14/2017)	146.50
股本(百萬元)	323
總市值(億元)	47.3
每股淨值(元)	46.34
外資持股比(%)	61.16
投信持股比(%)	2.85
近 20 日均量(張)	533
融資餘額(09/14/2017)	2,367

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- **2Q17電影比重提高，毛利率年增13.2ppts：**2Q17稅後淨利0.97億元(YoY+147%)，稅後EPS 3.02元，優於市場預期，因認列上影及環亞影業的古裝魔幻電影「鮫珠傳」和由羅素兄弟(Russo Brother)監製的「奇幻之旅」等後製收入，營收3.09億元(YoY+22%)，毛利率55.1%(YoY+13.2ppts)則因後製要求精細度提升，高毛利的電影後製收入占比提升至69%(YoY+18ppts)，在完成收購北京VHQ股權32%後，歸屬比率提升至92%(YoY+6ppts)。
- **全球廣告電影需求持續提升：**根據eMarketer預估2017年全球廣告投放金額5,734億美元(YoY+5.7%)，2020年電視廣告投放將達6,742億美元(YoY+5.1%)，GAGR+5%。電影方面，中國電影產業持續成長，根據中國廣電總局2016年統計，電影票房457億元人民幣，觀看人次達13.7億次，PWC預估2017年中國電影票房524億元人民幣(YoY+3.7%)，觀看人次達15億次(YoY+8.9%)，將超越美國成為全球最大電影需求國，2020年達787億元人民幣，GAGR+14%。目前VHQ擁有4部電影的票房分潤權，未來電影分潤檔數增加，將成為公司穩定收益的成長來源。
- **電影處分遞延，下調公司獲利預估：** 2H17公司將持續認列電影廣告收入，並處分「花妖客棧」、「白牙」等電影投資項目，並保持每季度約10部電影的製作進度，預估在手訂單可認列至2018年，毛利率因高毛利的電影後製和電影處分比重提升，預估2017年毛利率53.1%(YoY+5.2ppts)，業外方面，1Q17公司已收購北京VHQ少數股權，預估2017年歸屬比率92.8%，稅後淨利3.50億元(YoY+54.7%)，稅後EPS 10.8元。目前PER 13X，介於歷史12X~23X下緣，目前評價偏低，然電影處分需與經銷商談妥合約，故時常有遞延的情況，目前沒有明確時間表，給予持有評等，目標價162元(以未來4季EPS*PER 15X計算)。

單位:百萬元	2016	2017F	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	1,031	1,219	305	309	310	295	290	330
營業毛利	493	647	153	170	153	170	149	171
營業利益	277	431	102	118	98	113	97	118
稅後純益	226	350	82	97	80	91	85	100
稅後 EPS (元)	7.01	10.84	2.54	3.02	2.47	2.80	2.64	3.09
毛利率(%)	47.87	53.09	50.21	55.14	49.45	57.75	51.21	51.67
營業利益率(%)	26.88	35.35	33.35	38.04	31.71	38.42	33.28	35.61
稅後純益率(%)	21.95	28.7	26.94	31.53	25.72	30.69	29.42	30.25
營業收入 YoY/QoQ (%)	33.73	18.27	26.09	1.41	0.28	-4.84	-1.69	13.79
營業利益 YoY/QoQ (%)	93.78	55.53	87.1	15.68	-16.42	15.31	-14.87	21.76
稅後純益 YoY/QoQ (%)	89.78	54.66	28.82	18.7	-18.2	13.56	-5.75	16.99

資料來源:CMoney，JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

◆ **中國最大的電影後製公司**

VHQ-KY(4803 TT)威馳克媒體集團成立於 1987 年，是 Yarra Films Pte Ltd 獨資公司，主要業務為電影及廣告之專業後製工作。1995 年開始於吉隆坡、雅加達、北京成立營運據點，2014 年成立台北營運辦事處後，於 2015 年正式掛牌上櫃。

隨著中國電影市場的崛起，2016 年 VHQ 成立子公司 Ascension，負責電影投資及 IP 製作，透過保底機制及合約談判，公司享受事先處分收益和票房分潤收益。因採完工比率認列法，合約簽訂前即談好草稿、中期、最後驗收等認列進度，1H17 營收占比，電影後製 59.5%、處分電影 7%、廣告 33.5%。目前不管營收、獲利、項目數、員工數皆為全中國最大電影後製公司。

圖一、公司架構圖

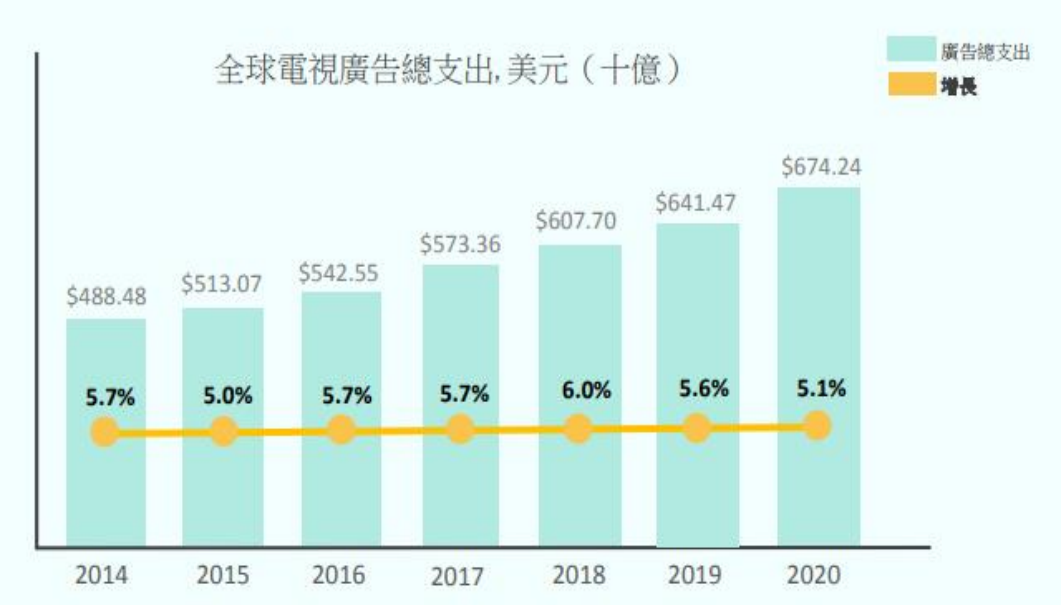
資料來源：VHQ

產業方面，影劇產業分為三部分，前期包括劇本撰寫及發想，中期以尋找演員、導演指揮、拍攝為主，後期為調色、剪接、特效等，公司位於電影製作的後段位子，近年來電影特效需求提升，精緻化程度要求亦有所提高，預估毛利率將持續提升。

廣告方面，全球廣告產業持續成長，根據 eMarketer 預估 2017 年廣告投放金額 5,734 億元(YoY+5.7%)，2020 年電視廣告投放將達 6,742 億元(YoY+5.1%)，GAGR+5%。

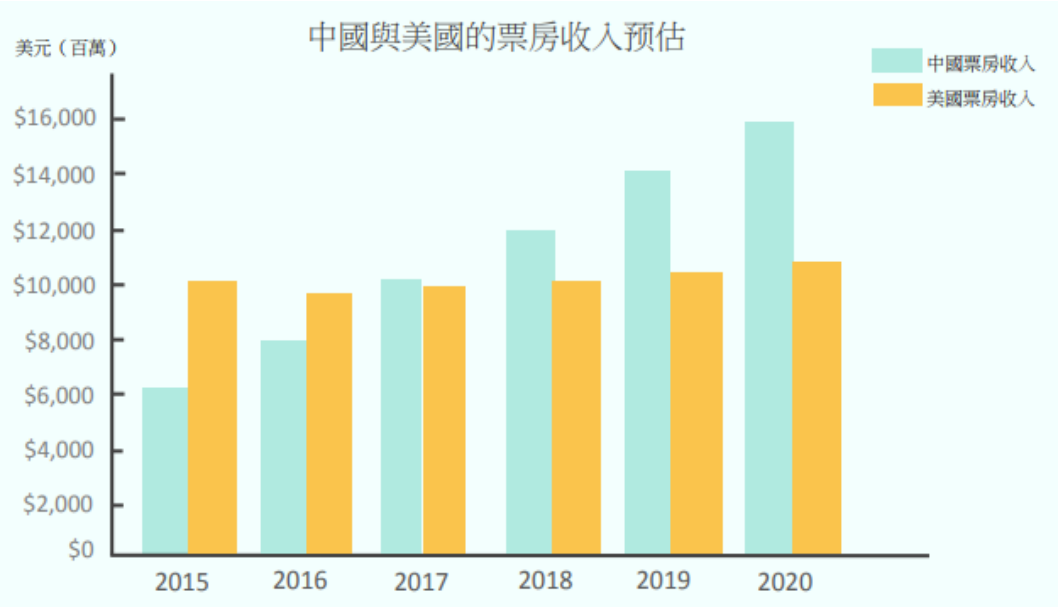
電影市場方面，中國電影產業持續成長，根據中國廣電總局 2016 年統計，電影票房 457 億元人民幣，觀看人次達 13.7 億次，PWC 預估 2017 年中國電影票房 524 億元人民幣(YoY+3.7%)，觀看人次達 15 億次(YoY+8.9%)，將超越美國成為全球最大電影需求國，2020 年達 787 億元人民幣，GAGR+14%。目前 VHQ 有「花妖客棧」、「奇幻之旅」、「麥兵兵」等 4 部電影分潤權，未來電影分潤檔數增加，將成為公司穩定收益的成長來源。

圖二、全球電視廣告總支出預估



資料來源：VHQ、eMarketer

圖三、中美票房收入預估



資料來源：VHQ、pwc

公司草創之初以廣告後製為主，2013 年進軍中國電影後製市場，電影營收占比逐步提升，目前已接到超過 15 個電影項目，知名電影包括「小時代 3」、「小時代 4」、「太平輪」、「鬼吹燈-九層妖塔」等。2016 年至 08/2017 完成「白牙」、「快槍手」、「鮫珠傳」、「三生三世十里桃花」等 6 部電影特效營收，4Q17 還有 4 部已確定的電影特效訂單，金額約 4,500 萬人民幣，可將在 4Q17~2018 陸續認列。

09/2016 公司決定辦理中華民國境內第一次無擔保公司債，募集 7 億元並透過 VHQ SG 取得 VHQ BJ 32%股權，2Q17 歸屬比率 92%(YoY+6ppts)

表一、電影項目計畫表與營收預估

人民幣

电影项目	類型	2016 年	2017 年
三體 1 Santi 1	3D科幻	140,000,000	
白牙White Fang	3D 奇幻冒險		
快抢手 For a Few Bullets	3D 奇幻冒險		
封神传奇 League of Gods	3D 魔幻		
三生 3Lives	3D 奇幻冒險		
麦兵兵 Mai Bing Bing	3D 奇幻冒險		
奇幻之旅 Amazing Journey	3D 魔幻		
鮫珠传 Novoland	3D 魔幻		
枪炮腰花 Guns & Kidneys	3D 喜剧		
A 項目	3D 奇幻冒險		
W 項目	连续剧		確定項目45,000,000
L 項目	3D科幻		
H 項目	3D 奇幻冒險		
S 項目	3D 奇幻冒險		
M 項目	3D 奇幻冒險		新項目洽談中 120,000,000
X 項目	3D科幻		
Q 項目	连续剧		
Z 項目	3D 浪漫		
W 項目	3D 战局		

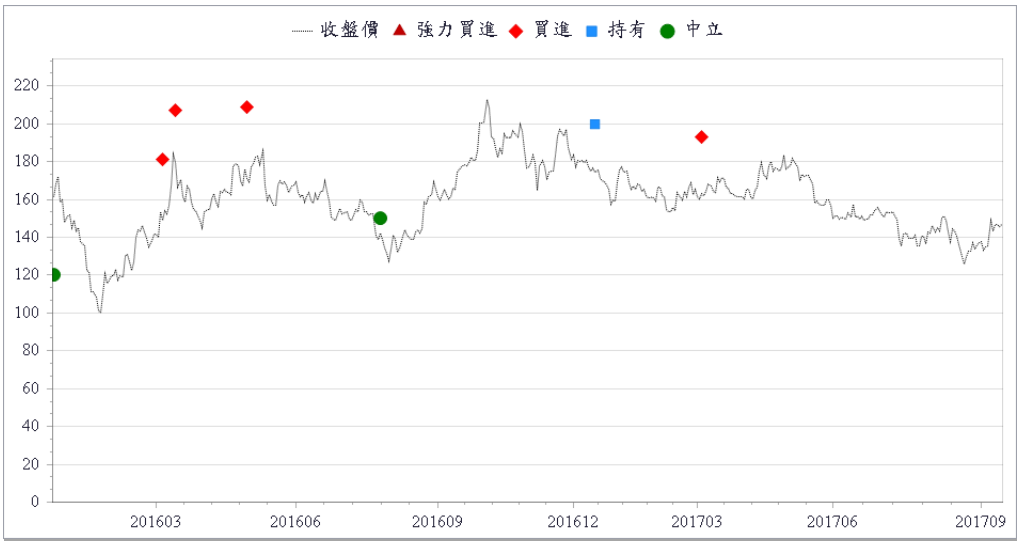
資料來源：VHQ

2H17 公司將持續認列電影廣告收入，並處分「花妖客棧」、「白牙」等電影投資項目，並保持每季度約 10 部電影的製作進度，預估在手訂單可認列至 2018 年，毛利率因高毛利的電影後製和電影處分比重提升，預估 2017 年毛利率 53.1%(YoY+5.2ppts)，業外方面，1Q17 公司已收購北京 VHQ 少數股權，預估 2017 年歸屬比率 92.8%，稅後淨利 3.50 億元(YoY+54.7%)，稅後 EPS 10.8 元。目前 PER 13X，介於歷史 12X~23X 下緣，目前評價偏低，然電影處分需與經銷商談妥合約，故時常有遞延的情況，目前沒有明確時間表，給予持有評等，目標價 162 元(以未來 4 季 EPS*PER 15X 計算)。

PE Band

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20170915	持有	162.0
20170303	買進	193.0
20161215	持有	200.0

資料來源：CMoney，JS 預估彙整

損益表

單位：百萬元	2015	2016	2017F	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F
營業收入淨額	771	1,031	1,219	253	302	242	305	309	310	295	290	330
營業毛利	381	493	647	106	158	110	153	170	153	170	149	171
營業費用	238	216	216	54	52	56	51	53	55	57	52	53
營業利益	143	277	431	52	106	54	102	118	98	113	97	118
營業外收支	6	-6	-5	-1	-3	25	-16	-5	7	8	3	0
稅前純益	149	271	426	51	104	79	86	113	106	121	100	118
稅後純益	119	226	350	39	105	64	82	97	80	91	85	100
最新股本	323	323	323	323	323	323	323	323	323	323	323	323
稅後 EPS (元)	3.69	7.01	10.84	1.22	3.27	1.97	2.54	3.02	2.47	2.80	2.64	3.09
經營效率(%)												
毛利率	49.41	47.87	53.09	41.94	52.36	45.6	50.21	55.14	49.45	57.75	51.21	51.67
營業利益率	18.55	26.88	35.35	20.65	35.14	22.48	33.35	38.04	31.71	38.42	33.28	35.61
稅前純益率	19.38	26.33	34.92	20.14	34.27	32.7	28.23	36.39	34.09	41.18	34.39	35.74
稅後純益率	15.46	21.95	28.7	15.59	34.92	26.37	26.94	31.53	25.72	30.69	29.42	30.25
YoY(%)												
營收	36.89	33.73	18.27	40.58	27.95	11.37	30.53	22.02	2.63	22.02	-4.86	6.75
營業利益	117.15	93.78	55.53	55.35	54.96	-29.06	58.21	124.84	-7.4	108.61	-5.08	-0.09
稅前純益	82.18	81.71	56.86	91.21	33.08	14.19	127.63	120.47	2.1	53.67	15.91	4.82
稅後純益	42.71	89.78	54.66	49.33	74.12	23.34	369.97	146.8	-24.43	42.03	3.91	2.41
QoQ(%)												
營收				8.48	19.23	-19.96	26.09	1.41	0.28	-4.84	-1.69	13.79
營業利益				-18.6	102.94	-48.81	87.1	15.68	-16.42	15.31	-14.87	21.76
稅前純益				35.01	102.83	-23.62	8.83	30.76	-6.07	14.96	-17.91	18.26
稅後純益				126.04	167.11	-39.58	28.82	18.7	-18.2	13.56	-5.75	16.99

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2015	2016	2Q17
流動資產	1,103	1,507	1,030
現金及約當現金	578	889	261
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	--	--	--
非流動資產	293	1,036	1,063
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	260	617	605
無形資產	19	166	161
資產總計	1,396	2,543	2,093
流動負債	232	283	344
短期借款	0	49	46
非流動負債	48	963	982
負債總計	280	1,246	1,325
股本	323	323	323
普通股股本	323	323	323
資本公積	567	616	616
保留盈餘	136	333	-96
庫藏股票	--	--	--
股東權益	1,116	1,297	768
每股淨值(元)	31.11	35.95	22.16
流動比率(%)	476.13	531.89	299.72
速動比率(%)	467.24	523.53	292.63
應收帳款週轉率(%)	2	1.89	0.42
負債比率(%)	20.04	49	63.32
稅後股東權益報酬率(%)	14.59	20.9	14.2

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2015	2016	2Q17
繼續營業單位稅前損益	149	271	199
折舊及攤提費用	94	118	57
利息費用	6	10	14
股利收入	--	--	--
權益法認列關聯企業損益	--	--	--
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-258	-61	-167
存貨增減	--	--	--
應付帳款增減	0	36	13
營業活動現金流量	95	290	86
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	0	0	--
取得不動產、廠房及設備	-133	-494	-65
處分不動產、廠房及設備	0	0	--
投資活動現金流量	-133	-856	-69
短期借款增減	0	51	-3
長期借款增減	-2	275	35
公司債發行	0	692	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	302	0	--
發放現金股利	-23	-32	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	325	934	-636
淨現金流量	265	312	-629

資料來源：CMoney · JS 預估

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股