

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
6294 TT 智基	持有  目標價 115	智基投資評等由買進調降至持有，目標價115元，潛在空間9.5%，主要理由如下： 高中升學業務成長有限，缺乏中長期成長動能；2019年起稅賦減免消失，獲利將衰退，惟股利配發率穩定，下檔具殖利率保護，目前評價合理。

研究員 侯相印

jameshou@jsun.com

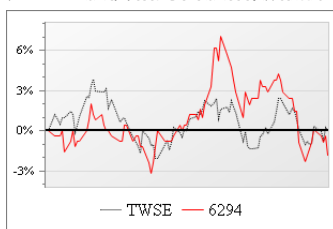
近期投資評等

日期	評等
09/21/2018	持有/中立
01/24/2018	買進

公司基本資料

收盤價(元)(09/20/2018)	105.00
股本(百萬元)	234
總市值(億元)	24.6
每股淨值(元)	20.44
外資持股比(%)	5.95
投信持股比(%)	0.00
近 20 日均量(張)	27
融資餘額(09/20/2018)	917

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **1H18 符合預期：**1H18 營收 4.3 億元(YoY+4.4%)，稅後淨利 1.3 億元(YoY+0.6%)，符合預期，在上半年展店數部分，僅新增一間鹿港門市，合計目前全台門市共 65 家，然鹿港門市僅有販售產品，與其他門市備有教室及招生不同；2H18 預計將新增兩間門市，分別位於桃園楊梅及中正大學門市，然該兩間門市皆屬於產品門市，預計對營收成長貢獻有限，若依照目前商品門市每個月營業額約 20 萬-30 萬推估，一季貢獻營收不到 100 萬，對於營收幫助相對有限。
- ◆ **高中升學業務成長有限：**自 2H17 開始進入高中升學業務後，原先預期為下一個長期成長動能來源，然自進入該業務已達一年，目前營收占比仍相當低，並未顯現相關成效，日盛推估應與品牌定位有關，由於智基產品的過往皆為考公職、證照等專業考試為主，因此對於高中升大學之業務之品牌認同度較低，且高中補教市場競爭激烈，在線上升學產品部分，同業三貝德(8489.TW)除本身在線上產品外，亦不斷整併線下補習班，因此對於線上升學產品部分，智基所面臨阻力較大，且目前智基並未持續擴增與其他升學補習班之合作，因此成長動能將不如原先預期，預估 2018 年營收 8.1 億元(YoY+3.8%)，稅後淨利 2.2 億元(YoY+1.4%)，稅後 EPS 9.43 元
- ◆ **2019 年稅賦減免將消失，獲利將衰退：**智基原為電腦用品、數位攝影機、網路攝影機服務商，在 2011 年引進志光補習班之前，皆為虧損狀態，累積遞延所稅資產，可免徵稅賦，到 2017 年底為止，可抵減之金額尚餘 1.9 億元，預估 2019 年開始將恢復正常稅率 20%，在本業獲利持平狀態下，將使獲利衰退，預估 2019 年營收 8.3 億元(YoY+2.5%)，稅後淨利 1.87 億元(YoY-15.4%)，稅後 EPS 8 元。
- ◆ **目前評價合理：**智基過往股利發放率約 80%，若根據此推估，殖利率約 7%，但考量其本業獲利並無中長期成長動能，且 2019 年獲利將衰退，目前評價位於 2018 年 PER 11 倍、2019 年 PER 13 倍，評價合理，建議持有。

單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	813	833	197	229	184	203	203	234
營業毛利	359	378	85	116	72	85	91	122
營業利益	219	232	51	82	40	46	56	87
稅後純益	221	187	52	81	40	47	45	71
稅後 EPS(元)	9.43	8.00	2.21	3.48	1.72	2.02	1.92	3.02
毛利率(%)	44.2	45.37	43.29	50.97	39.2	42	44.9	52.27
營業利益率(%)	26.99	27.85	25.85	35.86	21.82	22.81	27.65	37.32
稅後純益率(%)	27.16	22.47	26.3	35.65	21.82	23.3	22.12	30.2
營業收入 YoY/QoQ(%)	3.75	2.56	-0.17	16.22	-19.42	10.36	-0.14	15.4
營業利益 YoY/QoQ(%)	1.39	5.81	10.81	61.2	-50.96	15.35	21.05	55.79
稅後純益 YoY/QoQ(%)	1.26	-15.16	9.91	57.53	-50.67	17.84	-5.21	57.57

資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯 EPS

2018年9月21日

◆ 公司簡介：

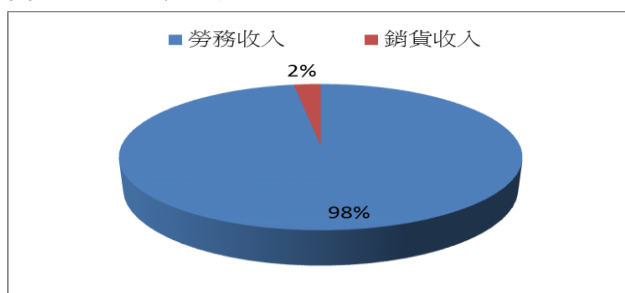
智基成立於 1996 年，資本額 2.13 億元，員工人數約 400 人，原為電腦用品、數位攝影機、網路攝影機服務商，自 2011 年引進志光補習班後，逐漸將營運業務轉型為補習班業務，目前志光補習班全台灣共設有 65 間分校，為全國最大規模連鎖補教業通路，主要業務為公職人員考試、專業證照考試為主；並於 2016 年設立子公司「樂旅國際旅行社有限公司」，進入旅遊市場，由於學員多為公職學員，配合國民旅遊卡等業務，預期可將學員轉化為旅行社會員；此外，在 2017 年，智基與國內高中升學補教業者合作，將教師上課內容轉錄為線上教材，並利用於智基線上平台與實體補習班門市進行販售，1H18 產品組合為勞務收入 98%(補習班與線上教材相關)、銷貨收入 2%(書籍販售)。

圖一、智基主要營運項目



資料來源：智基、日盛彙整

圖二、1H18 產品組合



資料來源：日盛彙整

2018 年 9 月 21 日

◆ 1H18 符合預期：

1H18 營收 4.3 億元(YoY+4.4%)，稅後淨利 1.3 億元(YoY+0.6%)，符合預期，在上半年展店數部分，僅新增一間鹿港門市，合計目前全台門市共 65 家，然鹿港門市僅有販售產品，與其他門市備有教室及招生不同，而展店金額約 2-300 萬元，折舊分 3-5 年進行攤提，在 2H18 預計將新增兩間門市，分別位於桃園楊梅及中正大學門市，然該兩間門市皆屬於產品門市，並無招生及教室，預計對營收成長貢獻有限，若依照目前商品門市每個月營業額約 20-30 萬推估，一季貢獻營收不到 100 萬，對於營收幫助相對有限。

◆ 高中升學業務成長有限：

智基於 2H17 與國內高中升學補教業者合作，將其教師上課內容轉化為線上影音教材，並於智基原有線上教材平台「超級函授」以及志光補習班全省通路販售，過往智基主要業務範圍以公職考試為主，自 2H17 開始進入高中升學業務後，原先預期為下一個長期成長動能來源，然自進入該業務已達一年，目前營收占比仍相當低，並未顯現相關成效，日盛推估應與品牌定位有關，由於會購買智基產品的過往皆為考公職、證照等專業考試為主，因此對於高中升大學之業務之品牌認同度較低，且高中補教市場競爭激烈，在線上升學產品部分，同業三貝德(8489.TW)除本身在線上產品外，亦不斷整併線下補習班，因此對於線上升學產品部分，智基所面臨阻力較大，且目前智基並未持續擴增與其他升學補習班之合作，因此成長動能將不如原先預期，預估 2018 年營收 8.1 億元(YoY+3.8%)，稅後淨利 2.2 億元(YoY+1.4%)，稅後 EPS 9.43 元

◆ 2019 年稅賦減免將消失，獲利將衰退：

智基原為電腦用品、數位攝影機、網路攝影機服務商，在 2011 年引進志光補習班之前，皆為虧損狀態，累積遞延所稅資產，可免徵稅賦，到 2017 年底為止，可抵減之金額尚餘 1.9 億元，預估 2019 年開始將恢復正常稅率 20%，在本業獲利持平狀態下，將使獲利衰退，預估 2019 年營收 8.3 億元(YoY+2.5%)，稅後淨利 1.87 億元(YoY-15.4%)，稅後 EPS 8 元。

◆ 目前評價合理：

智基過往股利發放率約 80%，若根據此推估，殖利率約有 7%，但考量其本業獲利並無中長期成長動能，且 2019 年獲利將衰退，目前評價位於 2018 年 PER 11 倍、2019 年 PER 13 倍，評價合理，建議持有。

### 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
20180921	持有	115.0
20180124	買進	145.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年9月21日

**損益表**

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	783	813	833	223	179	197	197	229	184	203	203	234
營業毛利	351	359	378	116	68	86	85	116	72	85	91	122
營業費用	135	140	146	32	30	40	34	35	32	39	35	35
營業利益	216	219	232	84	38	46	51	82	40	46	56	87
營業外收支	4	3	2	1	1	1	1	1	0	1	0	1
稅前純益	220	222	234	85	39	47	52	83	40	47	56	88
稅後純益	218	221	187	82	39	47	52	81	40	47	45	71
最新股本	234	234	234	234	234	234	234	234	234	234	234	234
稅後 EPS(元)	9.31	9.43	8.00	3.53	1.65	2.01	2.21	3.48	1.72	2.02	1.92	3.02
<b>經營效率(%)</b>												
毛利率	44.82	44.2	45.37	51.95	37.88	43.42	43.29	50.97	39.2	42	44.9	52.27
營業利益率	27.62	26.99	27.85	37.58	21.07	23.29	25.85	35.86	21.82	22.81	27.65	37.32
稅前純益率	28.12	27.35	28.09	38.03	21.59	23.89	26.3	36.32	21.82	23.3	27.65	37.75
稅後純益率	27.83	27.16	22.47	37.02	21.59	23.89	26.3	35.65	21.82	23.3	22.12	30.2
<b>YoY(%)</b>												
營收	2.55	3.75	2.56	1.39	2.66	7.91	6.58	2.54	2.97	3.18	3.21	2.49
營業利益	-0.29	1.39	5.81	1.26	-18.18	67.47	3.72	-2.15	6.64	1.04	10.38	6.67
稅前純益	1.04	0.92	5.32	2.3	-16.38	65.35	3.84	-2.09	4.08	0.65	8.51	6.53
稅後純益	0.66	1.26	-15.16	1.3	-16.38	65.35	3.84	-1.26	4.08	0.65	-13.19	-13.17
<b>QoQ(%)</b>												
營收				20.8	-19.75	10.13	-0.17	16.22	-19.42	10.36	-0.14	15.4
營業利益				70.86	-55	21.75	10.81	61.2	-50.96	15.35	21.05	55.79
稅前純益				70.22	-54.45	21.84	9.91	60.49	-51.58	17.84	18.49	57.57
稅後純益				65.67	-53.2	21.84	9.91	57.53	-50.67	17.84	-5.21	57.57

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	2016	2017	2Q18
<b>流動資產</b>	680	754	844
現金及約當現金	610	670	752
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	5	7	5
<b>非流動資產</b>	272	281	273
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	38	33	29
無形資產	188	188	188
<b>資產總計</b>	952	1,035	1,116
<b>流動負債</b>	504	530	638
短期借款	--	--	--
非流動負債	--	--	--
<b>負債總計</b>	504	530	638
<b>股本</b>	203	213	234
普通股股本	203	213	213
資本公積	0	0	0
保留盈餘	246	292	244
庫藏股票	--	--	--
<b>股東權益</b>	449	505	478
每股淨值(元)	22.15	23.72	22.48
流動比率(%)	135.05	142.26	132.2
速動比率(%)	132.21	139.36	129.92
應收帳款週轉率(%)	134.89	111.1	25.87
負債比率(%)	52.87	51.24	57.16
稅後股東權益報酬率(%)	58.1	45.71	15.74

資料來源：CMoney · JS 預估

**現金流量表**

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
<b>繼續營業單位稅前損益</b>	218	220	135
折舊及攤提費用	23	19	10
利息費用	--	--	--
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	1	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	0	-2	-1
存貨增減	0	-2	2
應付帳款增減	0	0	0
<b>營業活動現金流量</b>	255	258	94
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	-25	-12	-9
處分不動產、廠房及設備	0	0	0
<b>投資活動現金流量</b>	-92	-36	-12
短期借款增減	0	0	0
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-64	-162	--
庫藏股票增減	0	0	--
<b>籌資活動現金流量</b>	-64	-162	--
<b>淨現金流量</b>	99	60	82

資料來源：CMoney · JS 預估

2018年9月21日

## 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