3.3.2009

系微(6231)上櫃—IC 設計類

蔡彥正
daniel66@tsc.com.tw

2009EPS 6.5

目標價位 97.5

投資建議 買進

台証預估系微 08 年和 09 年營收為 5.6 億和 7.7 億元，YOY+55.6%和 38.0%。如以員工分紅 15%計算，稅後淨利為 1.3 億和 2.1 億元，YOY+215.9%及 66.0%，稅後 EPS 為 3.9 元和 6.5 元。09 年 P/E 為 8.7X。台証認為系微在 UEFI BIOS 具有先行者優勢，系微無論是在 PURE UEFI 之成熟度，以及 UEFI 技術支援之人力資源持續提升，故研判系微將可望在 UEFI 的市佔率領先其他同業。此外，受惠於 UEFI 將逐漸取代 Legacy BIOS 之趨勢及 NB 和 Netbook 之未來成長動能，營收及獲利值得期待，故台証重申系微**買進**之投資建議。以 09 年 EPS 及本益比 15 倍計算，設定目標價為 97.5 元。

- 系微與 Intel 密切合作，領先推出最新規格的 UEFI BIOS。
- UEFI 節省開發時程，未來將成為 BIOS 主流。
- 系微在 NB BIOS 外包的市場市佔率，可由 08 年底的 26.6%提升至 09 年的 38.0%。
- 系微獲利能力與經營能力表現較佳，Phoenix 將持續虧損。
- 系微(6231)買進：目標價 97.5 元。

單位：佰萬元／%／元

	2,006	2,007	2008(F)	2009(F)	2010(F)
營業收入	207	360	560	773	944
年增率(%)	N.A	74.3	55.6	38.0	22.0
營業毛利	169	296	435	597	679
營業毛利率(%)	81.6	82.1	77.7	77.2	72.0
年增率(%)	N.A	75.3	47.2	37.3	13.7
營業利益	5	40	118	227	279
營業利益率(%)	2.2	11.0	21.0	29.4	29.6
年增率(%)	N.A	778.2	195.7	93.3	22.9
稅前淨利	17	48	142	235	287
稅前淨利率(%)	8.2	13.3	25.3	30.4	30.5
年增率(%)	N.A	181.8	194.9	66.1	22.1
稅後淨利	13	40	128	212	259
年增率(%)	N.A	205.8	215.9	66.0	22.1
每股盈餘	0.5	1.5	3.9	6.5	7.9

公司簡介

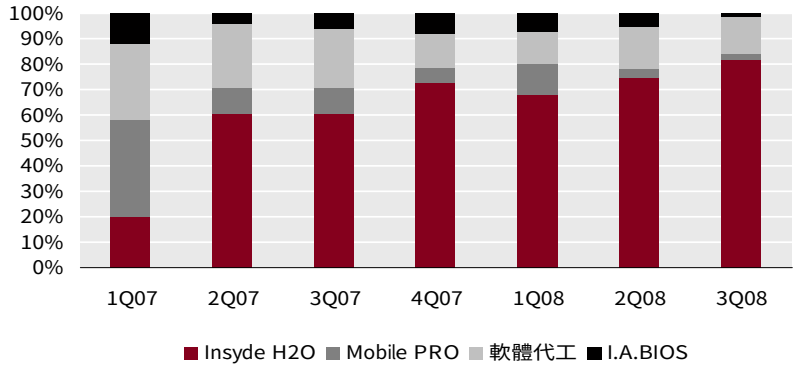
系微與 Intel 密切合作，領先推出最新規格的 UEFI BIOS

系微成立於民國 87 年 9 月 18 日，目前股本為 3.27 億，產品為基本輸出入軟體(Basic Input/Output System；以下簡稱 BIOS)，主要應用為 NB，DT、server 與 IPC。前三大股東包括倍微(11.66%)、美商 SST(6.07%)、董事長王志高(4.29%)，Intel 原為持股 10%的大股東，但由於 UEFI 逐漸成為市場主流，為求產業中立性，Intel 已在 2007 年將持股處分完畢。

系微主要有三大部門，system software 部門、BIOS & firmware 部門及 SI 系統整合部門。受限於人力，目前營收高達 80%皆以 NB BIOS 為主，如圖一，美國子公司則從事 Server BIOS 產品的設計。因 BIOS 產品之 Design Win 之關鍵點為解決客戶各種軟體和硬體之相容性和可靠度問題，故 BIOS 廠商需要較多之技術人力支援，故持續提升技術人力與素質將為 BIOS 公司成敗之關鍵點。系微目前也正積極擴充人員，由 06 年僅約 120 人擴充至目前 270 人，期望在 09 年能擴充至 300 人。

系微的競爭優勢主要來自與 Intel 密切合作，系微與 Intel 合作 7 年，如圖二，領先推出最新規格的 UEFI BIOS，系微與 CPU 大廠 Intel、AMD，軟體大廠 Microsoft 皆保持相當緊密之互動關係，藉此掌握最新的市場規格，並充分滿足客戶對產品品質的要求，以搶得 time to market 優勢。而台灣是全球主要 PC 代工廠商系微有在地化優勢，與客戶密切聯繫，快速導入客戶新 model。

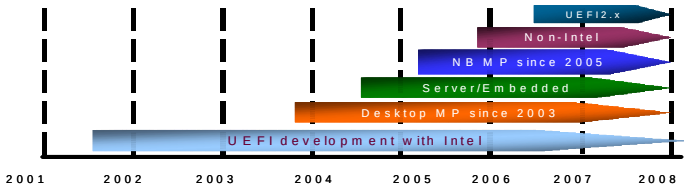
圖二 系微產品組合



資料來源：公司、台証投顧彙整

圖二 系微產品開發時程

- 1999年系微開始UEFI和Framework研發
- 2003年系微研發第一台EFI桌上型電腦H20正式出貨
- 2004年InsydeH20技術筆記型電腦正式出貨
- 2006年初系微推出全球第一套非INTEL晶片組產品
- 2006年第三季推出全球第一套支援AMD CPU產品
- 2007年初系微推出符合最新UEFI2.X架構之產品



資料來源：公司、台証投顧彙整

產業概況

UEFI 節省開發時程，未來將成為 BIOS 主流

BIOS 是專門與硬體溝通的微型作業系統，通常是使用相容 CPU 的組合語言所寫成，功能為連接作業系統與其他各週邊元件，上接各種作業系統，如 Windows XP、Windows Vista、Windows CME、Windows CE、Linux 等，下接各式晶片及硬體，如 CPU、晶片組、繪圖卡與其他週邊元件，如圖三。BIOS 的主要功能包括：1.開機自我測試：檢查中央處理器 (CPU) 及各控制器之狀態是否正常；2.初始化動作：針對記憶體、主機板晶片組、顯示卡及週邊裝置做初始化動作；3.紀錄系統設定值：提供各元件的基本設定，如顯示器、鍵盤、處理器、記憶體等；4.提供常駐程式庫：提供作業系統或應用程式呼叫的中斷常駐程式，如 INT 10H 等；5.載入作業系統：從儲存裝置中載入作業系統到隨機存取記憶體。

自從 PC 問世以來, 隨著 INTEL 和 AMD 不斷的增加硬體 CPU 之性能，在人機介面上，微軟也不斷更新作業系統以增加 PC 之實用性和方便性，惟原有之 BIOS 因缺乏模組化之架構，且需有了解組合語言之工程師來進行開發和除錯，因而欲發展下一代 PC 平台時，便需耗費極長時間開發 BIOS，致使 INTEL 積極推廣 UEFI(Unified Extensible Firmware Interface)架構。此種 BIOS 為模組化架構，且進行開發時僅需以 C 語言進行編輯即可, 對於 INTEL 及廣大之周邊晶片供應商均能很快開發出相對應之驅動程式，故 UEFI 比前一代 Legacy BIOS 可加速產品上市時程。目前業界共有 11 家公司共同成立了統一 UEFI Forum，包括 AMD、AMI、Apple、Dell、HPQ、IBM、Intel、Insyde、Lenovo、Microsoft、Phoenix，共同制訂新的國際標準 UEFI 規範，如圖四。

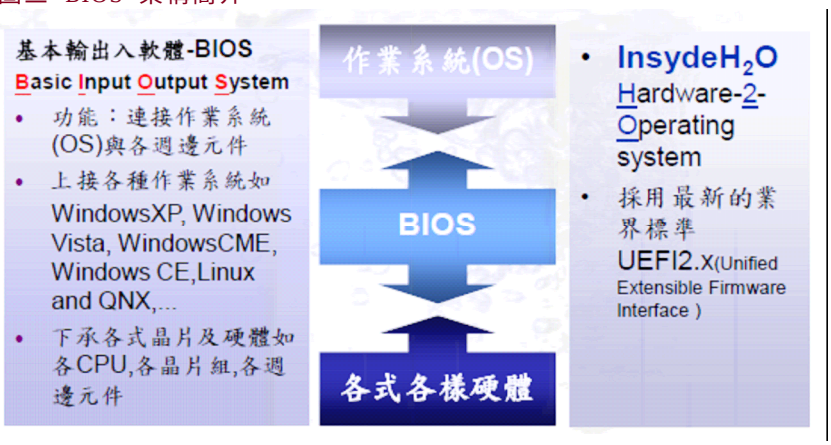
就目前 NB BIOS 之市佔率分析，外包比重約為 70%，自製約為 30%；其中，內建之機種多為商務機種，主因為商務機種其保固和規格均較消費性機種為優，加以單價較高，且其 BIOS 和消費性機種 BIOS 不盡相同，故多傾向以自製為主，主要廠商為 Apple 及 ASUS。而在 NB 外包中，則以 Phoenix 佔 66%之市占率為最大，而 AMI 和系微則分別各佔 8%和 26%。而就 DT 來說，則以 AMI 佔 76%，Phoenix 則為 24%。

以終端應用市場規模來推估，不論就產業發展與市場產值之角度，皆已無法再容許其他廠商進入 BIOS 產業，再加上現有廠商的持續努力，已築起一道產業自然發展之後的進入障

礙，使得 BIOS 產業成為寡佔產業。BIOS 廠商與客戶密切合作，協助客戶快速推出新產品，取得客戶信任之後，導入的 model 數將逐漸增加，並帶動出貨量呈現持續成長。系微、Phoenix、AMI 等廠商已站穩腳步，卡位完成之後，變成易守難攻，預期其他競爭者切入不易。

目前系微在 UEFI 領域已耕耘六年，UEFI 市佔率超過五成，其優勢在於已有量產 UEFI BIOS 機台之經驗，惟 Phoenix 和 AMI 均開始切入這塊市場。其中，Phoenix 因對於 Pure UEFI 較系微落後，故目前推出結合上一代 Legacy 和 UEFI 結合之 UEFI2.0-SecureCore，其特點著重於能夠由上一代的 Legacy，迅速的切入 UEFI。惟據台証了解，因 Phoenix 客戶對於採用 SecurCore，有最終仍需轉換至 Pure UEFI 之步驟，增加客戶之轉換成本及浪費其研發人力，故系微因而搶得先機，並帶動佔有率逐漸攀升。

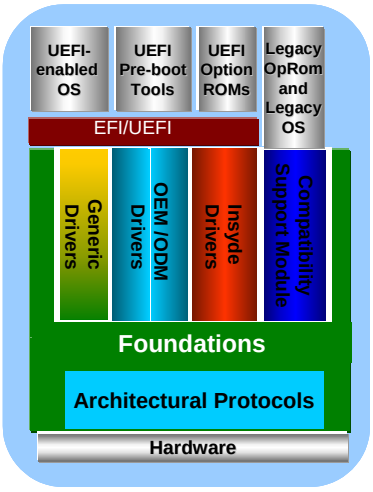
圖三 BIOS 架構簡介



資料來源：公司、台証投顧彙整

圖四 UEFI 之模組化架構

- 標準化制定架構
- 開放之基礎平台
- 標準化CPU和晶片介面
- 通用的電腦工業最新規格ACPI &SMBUS
- 彈性化支援多樣硬體
- 彈性化支援韌體
- 符合UEFI最新規格
- 向下相容傳統作業系統



資料來源：公司、台証投顧彙整

營運分析

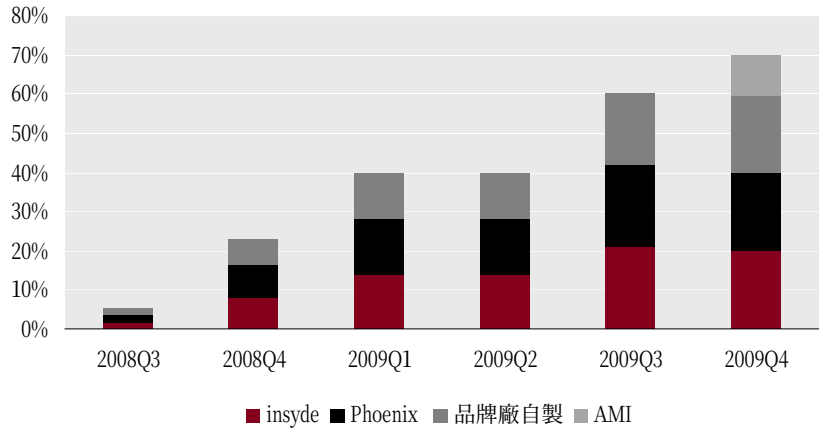
系微在 NB BIOS 外包的市場市佔率，可由 08 年底的 26.6%提升至 09 年的 38.0%

因權利金收入隨 Montevina 採用 UEFI BIOS 之機種持續出貨而增加，目前系微已成為 HP Consumer 主要供應廠商，而 Netbook 主要客戶 Acer Aspire one 目前已成為全球 Netbook 龍頭廠商，加以新的 Project 數量高於原先預估，NRE 收入認列下，系微 08Q4 合併營收為 1.79 億元，QOQ+22.8%，YOY+58.7%，續創單季歷史新高，並優於先前台証預估。在毛利率方面，預估約與上季持平為 79.0%，費用僅較第三季微幅增加，第四季之營業利益預估為 4291 萬元，QOQ+78.4%；業外方面，認列匯兌損失回沖及利息收入共約 1 千萬，台証預估 08Q4 稅後淨利為 4762 萬元，YOY+159.2%，單季稅後 EPS 為 1.5 元。展望 09Q1，雖全球 NB 出貨量 QOQ 下滑 20%，然系微受惠於 UEFI 滲透率持續攀升，

而 Aspire One 亦將推出新機下，台証預估 09Q1 營收為 1.6 億元，QOQ-10.1%，YOY+36.6%。

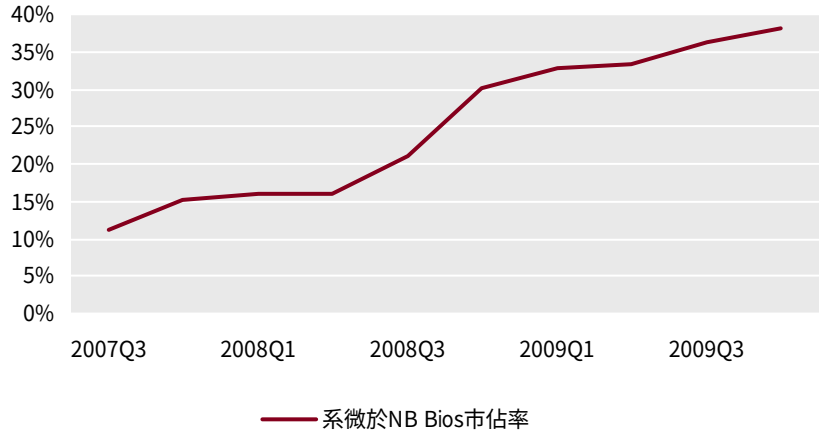
目前系微在一般 NB 上，已打進 HP、DELL、ACER 和 SONY 之 T 系列、Z 系列及 P 系列等一線大廠之產品。另外，在 Netbook 上，也已獲得如 ACER Aspire one 系列及 Toshiba 所採用。台証依總體經濟推估 09 年 NB 出貨數量為 1.5 億台，YOY+5.4%，其中一般 NB 衰退 3.2%，Netbook 倍增至 2400 萬台，在 Netbook 市場中，除華碩與微星非採用系微的 BIOS，其餘皆為系微之客戶；依此推估，系微在 Netbook 市佔率高達 64.5%。此外，假設 09 年 Montevina 和 Calpella 之平均滲透率 60%及 9%計算，外包比例則設定 70%。台証以系微在 Montevina 平台的 UEFI 之市佔率為 50%，Calpella 因 AMI 加入，故以 35%計算，而舊平台 Santa Rosa 市佔率為 15%計算，則預估 09 年受惠於 Montevina 成為 Centrino 新平台，系微在 NB BIOS 市場的市佔率，將可由 08 年的 20.0%提升至 09 年的 35.0%，如圖五、圖六，帶動系微 09 年整體營收成長率高達 38.0%。為持續強化公司的競爭優勢，系微仍將持續增加研發人員，預估 09 年底將擴充至 350 人，台証預估整體研發費用將較 08 年增加 15~20%。惟整體營收成長率高於費用增加下，費用率由 08 年的 56.6%下滑至 09 年的 47.8%，台証預估 09 年營益率將由 08 年的 21.0%大幅提升提升至 29.4%。

圖五 UEFI 於 Montevina 滲透率及各廠商市佔率



資料來源：台証投顧彙整

圖六 系微於 NB BIOS 市佔率



資料來源：台証投顧彙整

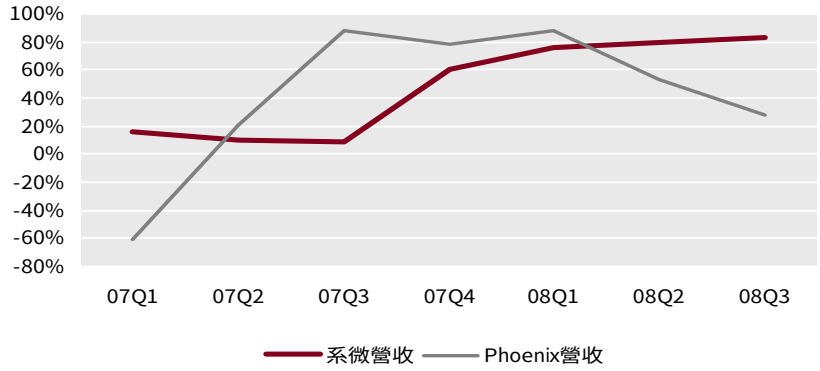
同業比較

系微獲利能力與經營能力表現較佳，Phoenix 將持續虧損

觀察系微與 Phoenix 在近期營運表現上，系微在 UEFI 採用率大幅攀升後，08Q3 營收成長率高達 82.9%，優於 Phoenix 的 27.6%，且 08 年 Q1~Q3 系微營運成長率皆超越 Phoenix，如圖七。在獲利表現上，Phoenix 的費用率高達 95~100%，因此 08 年 Q2 及 Q3 營益率皆呈現負值;而 06 年以來則皆處於虧損狀態。台証認為系微接近市場，且人力成本較美國低之競爭優勢已逐漸突顯，如圖八。

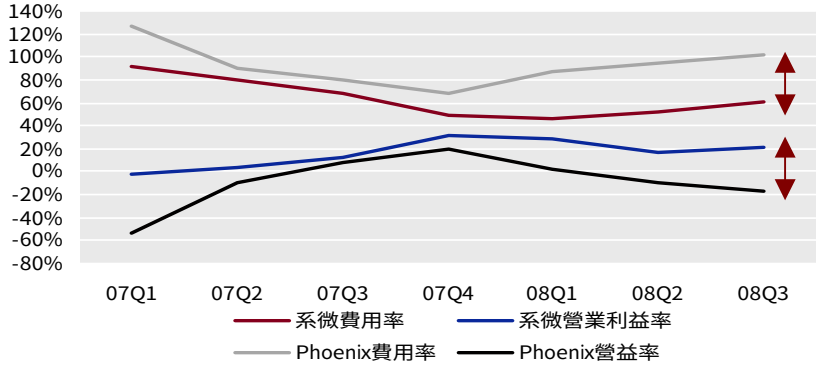
觀察系微在各項財務比例表現，因韌體並無實體存貨，因此庫存天數為零，CCC 天數為負，致使系微並不需要太多營運現金，負債比僅 40%的健康水準，流動比例高達 311%，與其他軟體相關公司相較，均為合理範圍。系微帳上現金充裕，無一年內到期長期負債。因此，在現金與流動負債比例高達 270%，居同業之冠。台証認為雖十號公報施行，然因系微並無產能利用率及存貨問題，故不受十號公報影響。

圖七 系微與 Phoenix 的營收成長率



資料來源：Bloomberg、台証投顧彙整

圖八 系微與 Phoenix 費用率與營益率比較



資料來源：Bloomberg、台証投顧彙整

表一 系微 08Q3 財務比例分析

股票代號	6231	5203	3083
股票名稱	系微	訊連科技	網龍
2008Q3應收款項週轉天數	29.2	24.9	45.9
2008Q3存貨週轉天數		144.2	
2008Q3應付款項週轉天數	183.7	38066.9	2190.3
2008Q3 CCC天數	-154.5	-37897.8	-2144.4
2008Q3每股淨值(元)	12.8	39.7	20.1
2008Q3負債比率(%)	40.4	33.1	29.8
2008Q3流動比率(%)	311.1	217.2	305.7
2008Q3 現金及約當現金(千)	547,781	3,977,360	1,909,411
2008Q3 一年內到期長期負債(千)	0		
2008Q3 短期借款(千)			
2008Q3現金與流動負債比率(%)	270.4	169.77	228.78

資料來源：CMoney、台証投顧彙整

投資建議

系微(6231)買進：目標價 97.5 元

台証預估系微 08 年和 09 年營收為 5.6 億和 7.7 億元，YOY+55.6%和 38.0%。如以員工分紅 15%計算，稅後淨利為 1.3 億和 2.1 億元，YOY+215.9%及 66.0%，稅後 EPS 為 3.9 元和 6.5 元。09 年 P/E 為 8.7X。台証認為系微在 UEFI BIOS 具有先行者優勢，系微無論是在 PURE UEFI 之成熟度，以及 UEFI 技術支援之人力資源持續提升，故研判系微將可望在 UEFI 的市佔率領先其他同業。此外，受惠於 UEFI 將逐漸取代 Legacy BIOS 之趨勢及 NB 和 Netbook 之未來成長動能，營收及獲利值得期待，故台証重申**系微(6231)買進**之投資建議。以 09 年 EPS 及本益比 15 倍計算，上調目標價為 97.5 元。

圖九、系微歷史本益比區間圖

資料來源：CMoney

表二 系微財務簡表

單位：佰萬元／%／元

	4Q08(F)	1Q09(F)	2Q09(F)	3Q09(F)	4Q09(F)
營業收入	179	160	161	214	238
年增率(%)	58.7	36.6	35.9	46.8	33.2
營業毛利	141	122	121	169	186
營業毛利率(%)	79.0	76.0	75.0	79.0	78.0
年增率(%)	N.A	35.1	38.5	45.0	31.5
營業利益	43	42	41	64	81
營業利益率(%)	24.0	26.0	25.4	29.9	33.9
年增率(%)	N.A	42.4	91.9	165.6	88.2
稅前淨利	53	44	43	66	83
稅前淨利率(%)	29.6	27.3	26.7	30.8	34.8
年增率(%)	120.4	60.1	91.9	68.6	56.4
稅後淨利	48	39	39	59	74
年增率(%)	159.2	55.7	117.2	60.5	56.4
每股盈餘	1.5	1.2	1.2	1.8	2.3

資料來源：台証投顧彙整

團隊	研究員	負責產業	電子信箱
研究一部	莊明書	部主管	book@tsc.com.tw
全球策略研究組	洪傑舜	組長、成熟市場股/債	jasonhg@tsc.com.tw
	王皇誼	技術分析	kevinwan@tsc.com.tw
	許家禎	美股、美債、科技股	chiachen@tsc.com.tw
	楊博翔	日股、高收益債	easonyang@gmail.com
	黃靜怡	組長、結構性商品、新興市場股/債、拉美	cindyhng@tsc.com.tw
	楊子江	亞太(不含日本)	banns07@tsc.com.tw
	李文誠	新興歐洲、能源、金屬	vic1230@tsc.com.tw
	陳奕均	歐股、歐債、原物料	fionchen@tsc.com.tw
研究二部	甯正宇	部主管	joyning@tsc.com.tw
總經策略研究組	陳森林	組長，台灣、日本	forest@tsc.com.tw
	陳秀宜	美國經濟	chen1209@tsc.com.tw
電子產業研究一組	紀鈞中	組長、類比IC	frank328@tsc.com.tw
	柯永忠	LCD面板、LCD零組件、太陽能、主動元件	jameske@tsc.com.tw
	王博祺	邏輯IC、IC封測、DRAM	alexwang@tsc.com.tw
	沈萬鈞	晶圓代工、PCB、被動元件	ryan36@tsc.com.tw
電子產業研究二組	蔡彥正	組長、筆記型電腦、EMS	daniel67@tsc.com.tw
	孫豪志	移動通訊、網路通訊、發光二極體、石英元件	henry@tsc.com.tw
	黃耀徵	安控、IPC、連接器、DSC、GPS	ychuang@tsc.com.tw
	吳立信	公用事業、軟體、電源、電子通路、NB零組件、資訊週邊、板卡	antonywu@tsc.com.tw
傳統產業研究組	蕭棋文	組長	mark0704@tsc.com.tw
	蘇士勛	金融、鋼鐵、玻璃、水泥	ricksu@tsc.com.tw
	張亞瑋	造紙、食品、觀光、百貨、娛樂、化學	emma1220@tsc.com.tw
	陳柏光	營造、營建、生技、橡膠、紡織、塑膠、油電燃氣	lights@tsc.com.tw
	朱繼元	機電、線纜、外銷、汽車、飲料、包材、航運	moseschu@tsc.com.tw
大陸研究組	施柏均	組長	bjshi@tsglobal.com.cn
	江宏儒	鋼鐵、水泥、煤碳、有色金屬	hrjiang@tsglobal.com.cn
	喬春玲	銀行、通訊、環保	clqiao@tsglobal.com.cn
	陳諍嫻	保險、機場航空、零售消費	zxchen@tsglobal.com.cn
	陳弘明	石化、天燃氣、電力、汽車	hmchen@tsglobal.com.cn
	張景煜	地產、基建、紙業	jyzhang@tsglobal.com.cn
	姚　瑋	宏觀策略	wy@tsgloabl.com.cn

本報告所載係根據各項市場資訊加以整理彙集及研究分析，僅供參考，本公司不保證其正確性及完整性。內容如涉及有價證券或金融商品相關記載或說明，並不構成要約、招攬、宣傳、建議或推薦買賣等任何形式之表示，投資人如參考本報告進行相關投資或交易，應自行承擔所有損益本公司不負任何法律責任。此外，非經本公司同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。