

牧德(3563)

Upgrade to BUY

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 王琮生 Jason Wang

tswang888@masterlink.com.tw

評等

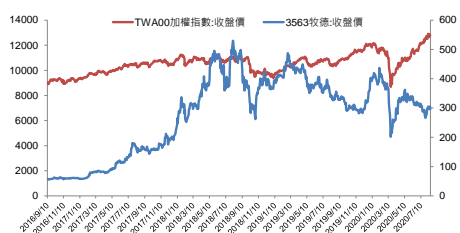
日期:	2020/8/17
目前收盤價 (NT\$):	295.5
目標價 (NT\$):	388
52 週最高最低(NT\$):	201.5-437
加權指數:	12795.46

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	447
市值 (NT\$/mn):	13,210
市值 (US\$/mn):	440
20 日平均成交量(仟股):	964
PER ('20):	15.79
PBR ('20):	5.93
外資持股比例:	9.80
TCRI	5

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-2.2	-10.5	-28.0
加權指數報酬率(%)	4.8	18.7	8.3

Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	HOLD
目標價 (NT\$)	388	370
營業收入 (NT\$/mn)	2,613	3,018
毛利率 (%)	66.5	64.7
營運毛利率 (%)	42.3	44.2
EPS (NT\$)	18.7	23.1
BVPS(NT\$)	49.8	54.2



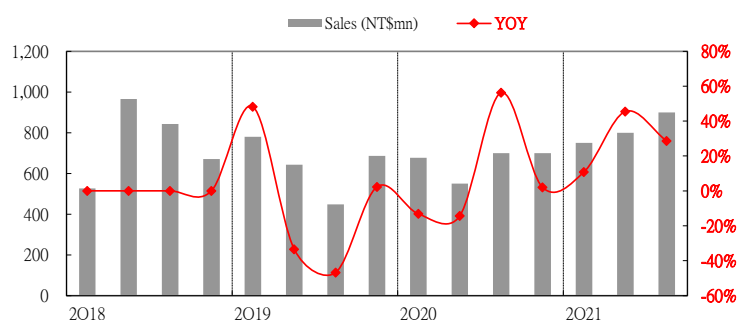
4Q20 營運開始回升，2021 年可望回復成長

■ 營運處於谷底，4Q20 開始回升，2021 年可望回復成長，故評等中立轉為買進：牧德原 2Q20 擬出具 5G 載板 AOI 設備、3Q 出具 PCB 製程設備，原看好 2020 可望營運挑戰新高，但因受到疫情影響經濟，相關客戶的需求一路遞延甚至未有明確進度，致全年營運一路下修，惟隨時序來到 8 月，7 月營收 1.5 億元大致落底，惟 3Q20 營運仍辛苦，4Q20 才有機會否極泰來，元富雖持續下修 2020 年獲利至 18.72 元，但展望 2021 年將重新再挑戰 2018 年的營運高峰，預估獲利可望回升至 25.89 元，目前股價 295.5 元，今明兩年 PER 分別為 16X 及 12X，元富評等由中立轉買進，目標價 388 元(原 370 元)。

■ 展望 3Q20，營運仍辛苦處於谷底期，4Q20 能見度佳，YoY 回復成長：展望 3Q20，牧德認為營收下滑已觸底，3Q20 雖仍辛苦，但 4Q20 較去年較能看到能見度，4Q20 相較於 4Q19 表現樂觀，且展望 2020 年全年仍樂觀於營運挑戰 2019 年全年。牧德公告 7 月營收僅 1.5 億元、MoM -24%、YoY -36%(上月-25%)，季營收達成率 19%偏低，累計前七月營收 YoY -10%，公司認為，3Q20 營收將因客戶端緊縮資本支出，而較去年 3Q20 衰退，但 4Q20 非 AOI 新產品推出，將推升營收成長。元富調整 3Q20 營收由 8.05 億元下修至 5.5 億元、QoQ -18%、YoY -14%，稅後 EPS 由 6.73 元下修至 3.64 元。

■ 展望 2020 年，3Q20 營運動能下修，元富同步下修全年稅後 EPS 由 23.09 元下修至 18.72 元：展望 2020 年，年初法說會提及相關設備的出貨進度，Smart Camera 已開始小量出貨，；PCB Mini LED 已收到訂單，擬在 3Q20 開始出貨；Wafer Packaging 及 Substrate&LSP 分別在 3Q20 及 4Q20 推廣。除此外，牧德新品非 AOI 設備，主要用於高階 PCB 市場(含硬板、載板及軟板)，為 2021 的營運成長動能。元富調整 2020 營收由 30.18 億元下修至 26.13 億元、YoY 3%、稅後 EPS 由 23.09 元下修至 18.72 元。同時預估 2021 年營收 31.5 億元、YoY 21%，稅後淨利 11.58 億元、YoY 46%，稅後 EPS 25.89 元。

Exhibit 1: 營收及營收 YoY



Sources : Masterlink

牧德係國內最大的 PCB 自動光學
檢測設備廠

牧德係國內最大的 PCB 自動光學檢測設備(AOI)廠

牧德為國內最大的 PCB 自動光學檢測設備廠，擁有整合光學取像系統、影像處理、精密機械及運動控制等技術，其產品為非接觸式之精密量測與自動光學檢測系統，主要為自動光學檢測 AOI 結合電控、光學、軟體、機構等技術，主要應用於 2D/3D 量測、線路檢查、外觀瑕疵檢查，主要競爭對手為國際光學檢測大廠 Orbotech 與 Camtek 等，客戶包含欣興、南電、健鼎、敬鵬等。目前營收比重為軟板檢測機台 20-30%、硬板自動化檢測 20%、IC 封裝檢測 30-40%、其他 20-30%。

2Q20 受累費用率偏高及匯
兌損失，獲利達成率 74%，
不如預期

2Q20 受累費用率高及匯兌損失，獲利達成率 74%，不如預期

牧德公告 2Q20 財報，營收 6.77 億元、QoQ -1%、YoY -13%，毛利率 67.4%、QoQ 2.59pts、YoY 0.04pts，營業利益 2.87 億元、QoQ 3%、YoY -27%，達成率 86%，低於預期，營益率 42.34%、QoQ 1.85pts、YoY -8.16pts，低於原預期 45.58%，主要是 RD 持續增加，造成費用率較預期高，業外淨支出 0.31 億元，稅前淨利 2.55 億元，稅後淨利 2.06 億元、QoQ -9%、YoY -34%，達成率 74%，低於預期，稅後 EPS 4.6 元(原估 6.23 元)。累計 1H20 營收 YoY -6%，累計 1H20 營業利益 YoY -20%，累計 1H20 稅後淨利 YoY -25%，營收僅衰退 6%，但獲利衰退約 25%，毛利率相當分別為 68%及 66%，淨利率雖有 40%及 32%的落差，分析其原因，包括匯兌損失 38M 元、研發人才擴編 20M 元、業務發展擴編 30M 元及預期信用損失提列 38M 元，合計約 1.26 億元，與淨利率落差 8%推估約 1.09 億元相當。牧德先前已通過年度獲利配發 2 次股利，1H20 獲利成果擬在 11/25 進行股利發放，每股現金股利配發 3 元。

Exhibit 2：牧德季財報預估與實際差異數

牧德(3563)

unit:NT\$m	2Q19	1Q20	2Q20	2Q20(F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales	780	686	677	735	-1%	-13%	-8%	-6%
Margin%	67.36%	64.81%	67.40%	63.95%				
Operating Profit	394	278	287	335	3%	-27%	-14%	-21%
Operating Margin	50.50%	40.49%	42.34%	45.58%				
Total non-ope inc.	6	5	(31)	10				
Pre-tax profit	399	283	255	345				
Net Profit	310	226	206	279	-9%	-34%	-26%	-25%
EPS	7.28	5.05	4.60	6.23				

Source:牧德,Masterlink,08/2020

3Q20 營運仍辛苦處於谷底
期，惟 4Q20 能見度佳，YoY
回復成長

展望 3Q20，營運仍辛苦處於谷底期，4Q20 能見度佳，YoY 回復成長

展望 3Q20，牧德認為營收下滑已觸底，3Q20 雖仍辛苦，但 4Q20 較去年較能看到能見度，4Q20 相較於 4Q19 表現樂觀，且展望 2020 年全年仍樂觀於營運挑戰 2019 年全年。牧德公告 7 月營收僅 1.5 億元、MoM -24%、YoY -36%(上月-25%)，季營收達成率 19%偏低，累計前七月營收 YoY -10%，公司認為，3Q20 營收將因客戶端緊縮資本支出，而較去年 3Q20 衰退，但 4Q20 非 AOI 新產品推出，將推升營收成長。元富調整 3Q20 營收由 8.05 億元下修至 5.5 億元、QoQ -18%、YoY-14%，稅後 EPS 由 6.73 元下修至 3.64 元。

3Q20 營運動能下修，同步亦下修 2020 年稅後 EPS 至 18.72 元

展望 2020 年，3Q20 營運動能下修，元富同步下修全年稅後 EPS 由 23.09 元下修至 18.72 元

展望 2020 年，年初法說會提及相關設備的出貨進度，Smart Camera 已開始小量出貨，今年預期約 1 億元左右挹注，比預期低；PCB Mini LED 已收到訂單，擬在 3Q20 開始出貨，惟現階段只是該技術起步，才正要興起而已，預期今年還不會有太大的火花；Wafer Packaging 及 Substrate&LSP 分別在 3Q20 及 4Q20 推廣。看好新產品穩健布局及陸續發酵，預期七月已經觸底，最壞狀況已過，烏雲逐漸散去。除此外，牧德原規劃下半年有兩個新產品，其一是 AOI 產品手機鏡頭檢測，今年 4~5 月已發表，由於整個產業檢測標準改變(不用 AOI)，故該產品放棄不作了；另一新品非 AOI 設備，如期發展，9 月份至客戶端作測試，十月會在電路板展 TPCA Show 上發表，主要用於高階 PCB 市場(含硬板、載板及軟板)，目前既有產值 60 億元(硬板 25 億元、軟板 15 億元、載板 20 億元)，各領域均僅一家供應商寡占，牧德以其 AOI 專長，結合上市櫃半導體公司技術及精密機械公司，加上行銷通路等四方合作，新產品優勢在其精準度、產速及 Setup 時間短，為 2021 的營運成長動能。元富調整 2020 營收由 30.18 億元下修至 26.13 億元、YoY 3%，稅後 EPS 由 23.09 元下修至 18.72 元。同時預估 2021 年營收 31.5 億元、YoY 21%，稅後淨利 11.58 億元、YoY 46%，稅後 EPS 25.89 元。

Exhibit 3：牧德年初規劃四項新產品進度

設備	進度
Smart Camera	小量出貨中
PCB mini LED	已收訂單，H2 出貨
Wafer Packaging	2020 H2 推廣
Substrate & LSP	2020 H2 推廣

Source: 牧德, 08/2020

營運將由谷底翻揚，4Q20 回升，2021 年可望回復成長，評價中立轉買進

營運處於谷底，4Q20 開始回升，2021 年可望回復成長，故評等中立轉為買進。牧德原 2Q20 擬出具 5G 載板 AOI 設備、3Q 出具 PCB 製程設備，原看好 2020 可望營運挑戰新高，但因受到疫情影響經濟，相關客戶的需求一路遞延甚至未有明確進度，致全年營運一路下修，惟隨時序來到 8 月，7 月營收 1.5 億元大致落底，惟 3Q20 營運仍辛苦，4Q20 才有機會否極泰來，元富雖持續下修 2020 年獲利至 18.72 元，但展望 2021 年將重新再挑戰 2018 年的營運高峰，預估獲利可望回升至 25.89 元，目前股價 295.5 元，今明兩年 PER 分別為 16X 及 12X，元富評等由中立轉買進，目標價 388 元(原 370 元)。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20E	FY21F		Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20E	FY21F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	3,112	2,543	2,613	3,150		Cash	1,765	742	545	209	
COGS	945	905	875	1,040		Marketable securities	0	0	0	0	
Gross profit	2,167	1,639	1,739	2,111		A/R & N/R	1,095	1,196	1,177	1,418	
Operating expense	583	568	634	660		Inventory	234	382	298	354	
Operating profit	1,584	1,070	1,105	1,451		Others	16	36	36	36	
Total non-operate. Inc.	38	-18	-25	2		Total current asset	3,109	2,355	2,055	2,017	
Pre-tax profit	1,622	1,053	1,048	1,453		Long-term invest.	10	10	10	10	
Total Net profit	1,308	867	842	1,162		Total fixed assets	239	268	312	357	
Minority	11	14	4	4		Total other assets	114	411	411	411	
Net Profit	1,296	853	837	1,158		Total assets	3,472	3,044	2,788	2,795	
EPS (NT\$)	30.43	20.01	18.72	25.89							
Y/Y %	FY18	FY19	FY20E	FY21F		Short-term Borrow	0	0	0	0	
Sales	27.8	(18.3)	2.7	20.5		A/P & N/P	777	382	561	666	
Gross profit	16.0	(24.4)	6.1	21.4		Other current liab.	413	513	102	-414	
Operating profit	28.7	(32.4)	3.2	31.3		Total current liab.	1,190	895	663	252	
Pre-tax profit	28.4	(35.1)	(0.4)	38.6		L-T borrows	0	0	0	0	
Net profit	9.9	(34.2)	(1.8)	38.3		Other L-T liab.	10	106	2	4	
EPS	126.2	(34.2)	(6.5)	38.3		Total liability.	1,201	1,001	665	256	
Margins %	FY18	FY19	FY20E	FY21F							
Gross	69.6	64.4	66.5	67.0		Common stocks	426	426	426	447	
Operating	50.9	42.1	42.3	46.1		Reserves	59	60	60	60	
EBITDA	51.9	41.1	40.0	46.0		Retain earnings	1,786	1,557	1,638	2,032	
Pre-tax	52.1	41.4	40.1	46.1		Total Equity	2,271	2,043	2,124	2,539	
Net	41.7	33.5	32.0	36.8		Total Liab. & Equity	3,472	3,044	2,788	2,795	

Comprehensive Quarterly Income Statement				NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F	Year-end Dec. 31	FY18	FY19	FY20E	FY21F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	686	677	550	700	Net income	1,296	853	837	1,158	
Gross profit	445	456	369	469	Dep & Amort	0	0	0	0	
Operating profit	278	287	204	304	Investment income	0	1	0	0	
Total non-ope inc.	5	-31	1	1	Changes in W/C	-296	-186	281	-192	
Pre-tax profit	283	255	205	305	Other adjustment	474	-515	-515	-515	
Net profit	226	206	163	243	Cash flow – ope.	1,474	153	604	451	
EPS	5.05	4.60	3.64	5.43	Capex	-35	-45	-45	-45	
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F	Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Net sales	2.3	(13.2)	(14.5)	55.6	Other adjustment	0	-4	0	0	
Gross profit	(2.4)	(13.1)	(8.8)	84.5	Cash flow –inve.	-34	-49	-45	-45	
Operating profit	(12.3)	(27.2)	(16.0)	160.3	Free cash flow	1,439	109	559	407	
Net profit	(13.6)	(33.6)	(16.9)	185.8	Inc. (Dec.) debt	0	0	0	0	
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F	Cash dividend	-426	-1,150	-757	-743	
Net sales	52.6	(1.3)	(18.8)	27.3	Other adjustment	0	25	0	0	
Gross profit	74.9	2.6	(19.3)	27.3	Cash flow–Fin.	-426	-1,125	-757	-743	
Operating profit	137.7	3.2	(28.8)	49.0	Exchange influence	-0	-2	0	0	
Net profit	165.8	(8.8)	(21.0)	49.2	Change in Cash	1,013	-1,023	-197	-336	
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F	Ratio Analysis					
Gross	64.8	67.4	67.0	67.0	Year-end Dec. 31	FY18E	FY19F	FY20F	FY21F	
Operating	40.5	42.3	37.1	43.5	ROA	74.68	26.17	28.71	41.49	
Net	32.9	30.4	29.6	34.7	ROE	114.15	39.53	40.19	49.68	

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

©2020 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.