

台郡(6269)

BUY

□台灣 50 ■中型 100 □MSCI

元富投顧研究部

研究員 洪浚哲 Charles Hung
charles1980@masterlink.com.tw

評等

日期: 2020/7/31
目前收盤價 (NT\$): 137
目標價 (NT\$): 165
52 週最高最低(NT\$): 79.5-150
加權指數: 12540.97

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 3,415
市值 (NT\$/mn): 51,230
市值 (US\$/mn): 1,708
20 日平均成交量(仟股): 8,626
PER (2020): 13.58
PBR (2020): 2.57
外資持股比率: 30.14
TCRI 4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	26.6	38.3	26.6
加權指數報酬率	8.7	16.4	3.5

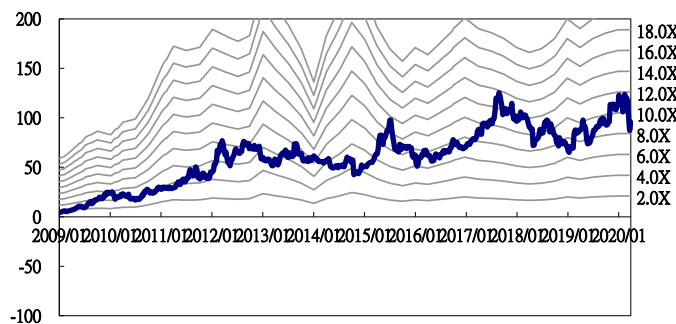
2020 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	165	160
營業收入 (NT\$/mn)	29,654	28,789
毛利率 (%)	25.19	25.12
營益率 (%)	16.60	16.42
EPS (NT\$)	11.05	10.55
BVPS(NT\$)	58.5	58.5



LCP 天線 2H20 開始發酵、2021 具更高動能

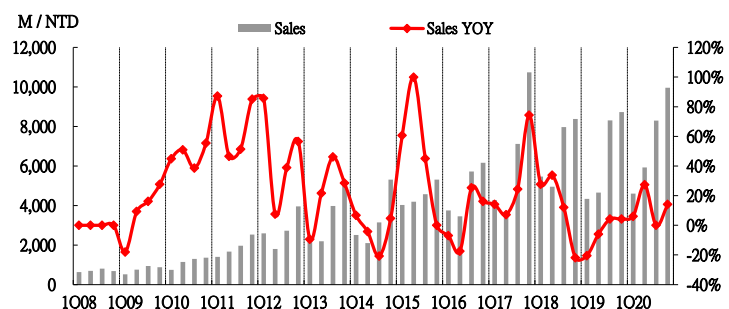
- 3Q 在美系客戶平板出貨約維持，並加入新手機與穿戴裝置出貨下，整體預期成長 20~30%，元富預估營收 83 億元，QoQ27%·YoY0%，因利用率與新機比重皆提升下，元富預估毛利率 24%，提高 3.5%，預估 EPS 2.86 元。4Q 公司則預期動能可較為強勁。
- NB 及平板產品出貨主要為較高階之應用，因客戶亦將非手機產品開始升級，1H 導入 MPI 等高频高速傳輸天線，公司亦將為主要供應商，導入新材料後單台產值帶來 20% 成長，接續通訊產品之 mPI 需求動能，2020 年 NB/平板應用比重可望明顯提升。1H20 因新產品上市，拉貨動能至 2Q 高成長，目前預期 2H 需求仍維持，並將開始升級採用 LCP，並有助於品組合持續改善。
- 2H20 LCP 新需求開始發酵：預估台郡 2020 營收為 296 億元，YoY13%。毛利率因整體天線與高频材料營收比重提升下，預估毛利率 25%，較前一年增加 3%，預估稅後淨利 39 億元，YoY25%，預估 2020 EPS 11.05 元。考量 mPI 實質帶動毛利率提升，未來需求不減，5G 相關高频高速應用之 LCP 天線新應用將開始出貨並發酵，2H20~2021 可望接續成長，故維持買進之投資建議，目標價調整至 165 元(15x 未來四季 PER)。

Exhibit 1: PER



Sources : Masterlink

Exhibit 2: 營收 YOY



Sources : Masterlink

台郡為台灣三大軟板供應廠

台郡為台灣三大軟板供應廠之一，主要產品為軟性單層板、雙層板及多層板等，產品應用包括手機、NB/Tablet 以及 TFT-LCD 等相關應用。應用別營收比重約分別為通訊 60-70%、PC 相關 20-30%及其他。主要客戶為手機、NB、平板品牌廠，及面板、觸控等模組廠。目前生產以捲對捲(Roll to Roll)製程為主，並發展 Fine pitch 與 Modified PI、LCP 等新材料應用。

產品組合變化預估

產品	2020 佔比(F)	YoY	毛利率(E)
Communication	66%	0~10%	10~30%
Computer	25%	30~50%	10~30%
Others	9%	30~50%	10~30%

Source: : Company Data、Masterlink

2Q 獲利略低於預期

2Q 自結財報營收 65 億元，QoQ42%，YoY40%，成長來自於平板、NB，毛利率 20%優於同期，惟略受匯率影響低於預期，而費用成長則符合預期；業外有匯兌損失 0.2 億元，稅後 EPS 1.58 元(稀釋前)，略低於預期。

4Q 動能仍強勁

3Q 在美系客戶平板出貨約維持，並加入新手機與穿戴裝置出貨下，整體預期成長 20~30%，元富預估營收 83 億元，QoQ27%，YoY0%，因利用率與新機比重皆提升下，元富預估毛利率 24%，提高 3.5%，預估 EPS 2.86 元。4Q 公司則預期動能可較為強勁。

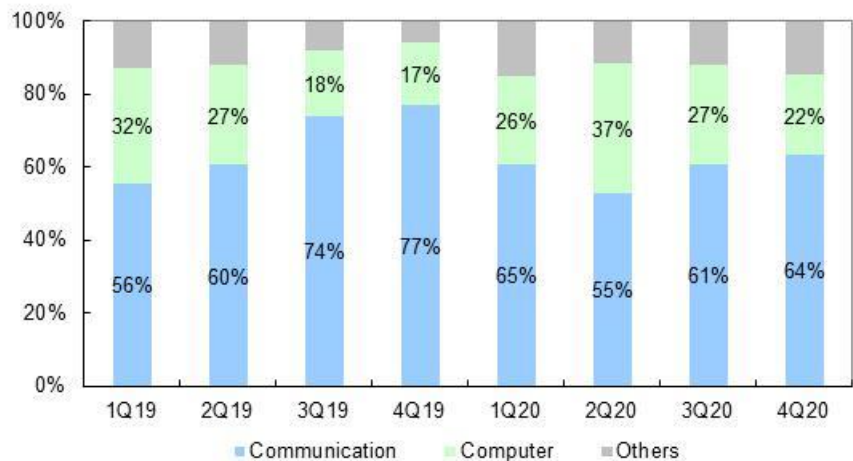
LCP 2H20 將發酵

通訊產品其天線營收佔比 1Q 與 2Q 約 2%，優於同期毛利率表現。2020 手機雖改變設計再度由 LCP 取代 mPI 影響公司原於手機之 MPI，轉往非手機應用之產品，全年 mPI 整體需求仍可維持。2H20 之後 5G 機種所增加高頻材料與新設計架構，目前 LCP 高頻材料已認證 2H 將進入 MP 階段，雖初步應用穿戴、平板為主，惟預期 2021 將有機會切入新手機供應，預期貢獻度可明顯放大。此外，天線亦屬較高層板，新廠亦對此新材料、新製程佈局，材料供應亦無供料瓶頸，預期 2H20~2021 產品組合將可明顯改善。

mPI 將滲透至非手機產品， 2020 需求成長顯著

NB 及平板產品出貨主要為較高階之應用，因客戶亦將非手機產品開始升級，1H 導入 MPI 等高頻高速傳輸天線，公司亦將為主要供應商，導入新材料後單台產值帶來 20%成長，接續通訊產品之 mPI 需求動能，2020 年 NB/平板應用比重可望明顯提升。1H20 因新產品上市，拉貨動能至 2Q 高成長，目前預期 2H 需求仍維持，並將開始升級採用 LCP，並有助於品組合持續改善。

營收比重預估



Source: : Company Data、Masterlink

2020 年底新廠 產能開出

目前應用主流為雙層板，長期發展高頻新材料及多層板，以因應 5G 等高頻潛在需求。2019 年資本支出 32 億元，2020 維持，其中 30%投入於自動化設備，並已開始挹注毛利率表現，高雄及昆山廠新產能則因疫情影響設備建置，預期 4Q20 進入試產，預期於 2021 年開出貢獻。

LCP 2H20 實質發酵，2021 具更高潛在動能

預期 2020 因 mPI 轉往非手機之 NB/Pad 等應用，與 LCP 出貨開始增加，惟 2H 手機貢獻度降低，全年營收轉為較為平穩之成長，元富預估台郡 2020 營收為 296 億元，YoY13%。毛利率因整體天線與高頻材料營收比重提升下，預估毛利率 25%，較前一年增加 3%，預估稅後淨利 39 億元，YoY25%，預估 2020 EPS 11.05 元。考量 mPI 實質帶動毛利率提升，未來需求不減，5G 相關高頻高速應用之 LCP 天線新應用將開始出貨並發酵，2H20~2021 可望接續成長，故維持買進之投資建議，目標價調整至 165 元(15x 未來四季 PER)。

風險提示

營收可能因主要客戶拉貨狀況，以及毛利率視利用率產品組合狀況可能異動

Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	25,846	26,770	26,033	29,654	
COGS	20,185	21,650	20,088	22,186	
Gross profit	5,662	5,120	5,945	7,468	
Operating expense	1,701	1,966	2,148	2,545	
Operating profit	3,961	3,154	3,797	4,924	
Total non-operate. Inc.	-84	328	205	156	
Pre-tax profit	3,877	3,482	4,002	5,080	
Total Net profit	3,057	2,646	3,153	3,953	
Minority	0	0	0	0	
Net Profit	3,057	2,646	3,153	3,953	
EPS (NT\$)	10.08	8.55	9.98	11.05	
Y/Y %	FY17	FY18	FY19	FY20F	
Sales	35.3	3.6	(2.8)	13.9	
Gross profit	24.7	(9.6)	16.1	25.6	
Operating profit	29.8	(20.4)	20.4	29.7	
Pre-tax profit	31.0	(10.2)	14.9	26.9	
Net profit	34.4	(13.4)	19.2	25.4	
EPS	17.9	(15.2)	16.7	10.7	
Margins %	FY17	FY18	FY19	FY20F	
Gross	21.9	19.1	22.8	25.2	
Operating	15.3	11.8	14.6	16.6	
EBITDA	16.0	14.1	16.8	18.4	
Pre-tax	15.0	13.0	15.4	17.1	
Net	11.8	9.9	12.1	13.3	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	4,603	6,559	8,330	10,163
Gross profit	941	1,312	2,024	3,191
Operating profit	389	676	1,325	2,534
Total non-op. inc.	88	8	30	30
Pre-tax profit	477	684	1,355	2,564
Net profit	367	523	1,050	2,012
EPS	1.12	1.58	2.86	5.48
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
Net sales	6.0	40.9	0.3	16.4
Gross profit	90.4	72.9	2.2	17.7
Operating profit	1,005.6	213.1	(4.4)	17.3
Net profit	220.0	118.3	(8.4)	21.8
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
Net sales	(47.3)	42.5	27.0	22.0
Gross profit	(65.3)	39.3	54.3	57.6
Operating profit	(82.0)	73.6	96.0	91.2
Net profit	(77.8)	42.5	100.6	91.7
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F
Gross	20.5	20.0	24.3	31.4
Operating	8.5	10.3	15.9	24.9
Net	8.0	8.0	12.6	19.8

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	6,727	7,392	6,926	7,245	
Marketable securities	43	0	0	0	
A/R & N/R	8,114	6,886	6,819	3,943	
Inventory	4,887	4,331	3,693	2,615	
Others	2,577	-170	667	30	
Total current asset	22,348	18,440	18,104	13,834	
Long-term invest.	0	0	0	0	
Total fixed assets	6,197	5,766	5,631	5,589	
Total other assets	523	770	770	883	
Total assets	30,726	26,512	27,625	27,992	
Short-term Borrow	0	0	0	0	
A/P & N/P	7,397	5,195	4,078	1,934	
Other current liab.	4,817	2,940	3,542	2,706	
Total current liab.	12,214	8,136	7,620	4,640	
L-T borrow s	0	0	0	0	
Other L-T liab.	652	699	803	3,594	
Total liability.	12,866	8,835	8,423	8,285	
Common stocks	3,180	3,180	3,182	3,182	
Reserves	3,990	3,987	3,860	4,108	
Retain earnings	11,662	11,378	12,684	12,941	
Total Equity	17,860	17,677	19,202	19,708	
Total Liab. & Equity	30,726	26,512	27,625	27,992	

Consolidated Statement of Cash flow				
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	3,057	2,646	3,153	3,953
Dep & Amort	260	301	371	313
Investment income	13	0	0	179
Changes in W/C	-2,734	-830	601	781
Other adjustment	2,502	990	-4,267	-2,987
Cash flow – ope.	3,098	3,107	-142	2,239
Capex	-1,667	-1,635	-2,329	-3,200
Change in L-T inv.	0	0	0	0
Other adjustment	-1,558	1,000	-991	1,001
Cash flow – inve.	-3,225	-635	-3,320	-2,199
Free cash flow	1,431	1,472	-2,471	-961
Inc. (Dec.) debt	0	0	1,350	1,500
Cash dividend	-1,297	-1,544	-1,566	-1,135
Other adjustment	-577	-251	3,297	0
Cash flow -Fin.	-1,874	-1,796	3,080	365
Exchange influence	-17	-12	-85	-85
Change in Cash	-2,017	665	-467	320
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY17	FY18	FY19	FY20F
ROA	11.27	9.25	11.65	14.21
ROE	18.31	14.89	17.10	20.32

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

©2020MasterLink 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.