

牧德(3563)

建議：中立轉買進

結論：營運處於谷底，4Q20 開始回升，2021 年可望回復成長，故評等由中立轉為買進

2020EPS(E)	2021EPS(F)	BVPS	8/13收盤價	2020年P/E	目標價	投資建議
18.72	25.89	54.22	305.5	16.3	388	買進

一、牧德為國內最大的 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%。

二、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。

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-opc 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				

三、展望 3Q20，營運處於谷底期，惟 3Q20 仍辛苦，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。

四、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。

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

五、中立轉買進理由

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 305.5 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
	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F	FY19	FY20E	FY21F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	686	677	550	700	2,543	2,613	3,150
Gross profit	445	456	369	469	1,639	1,739	2,111
Operating profit	278	287	204	304	1,070	1,105	1,451
Total non-op in	5	(31)	1	1	(18)	(25)	2
Pre-tax profit	283	255	205	305	1,053	1,048	1,453
Net profit	226	206	163	243	853	837	1,158
EPS	5.05	4.60	3.64	5.43	20.01	18.72	25.89
Y/Y %	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F	FY19	FY20E	FY21F
Net sales	2.3	(13.2)	(14.5)	55.6	(18.3)	2.7	20.5
Gross profit	(2.4)	(13.1)	(8.8)	84.5	(24.4)	6.1	21.4
Operating profit	(12.3)	(27.2)	(16.0)	160.3	(32.4)	3.2	31.3
Net profit	(13.6)	(33.6)	(16.9)	185.8	(34.2)	(1.8)	38.3
Q/Q %	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F	FY19	FY20E	FY21F
Net sales	52.6	(1.3)	(18.8)	27.3			
Gross profit	74.9	2.6	(19.3)	27.3			
Operating profit	137.7	3.2	(28.8)	49.0			
Net profit	165.8	(8.8)	(21.0)	49.2			
Margins %	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20F	FY19	FY20E	FY21F
Gross	64.8	67.4	67.0	67.0	64.4	66.5	67.0
Operating	40.5	42.3	37.1	43.5	42.1	42.3	46.1
Net	32.9	30.4	29.6	34.7	33.5	32.0	36.8

