

臻鼎-KY(4958)

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

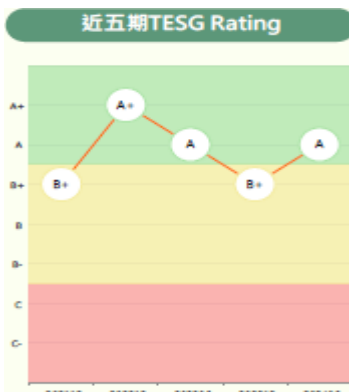
日期: 2024/8/14
目前收盤價 (NT\$): 127.5
目標價 (NT\$): 168
52 週最高最低(NT\$): 95.1-154
加權指數: 21796.57

公司基本資料

股本 (NT\$/mn): 9,566
市值 (NT\$/mn): 121,970
市值 (US\$/mn): 4,066
20 日平均成交量(仟股): 14,249
PER (2024): 13.35
PBR (2024): 1.27
外資持股比率: 66.83
TCRI: 3

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-15.3	4.5	29.4
加權指數報酬率	-8.9	4.5	20.5

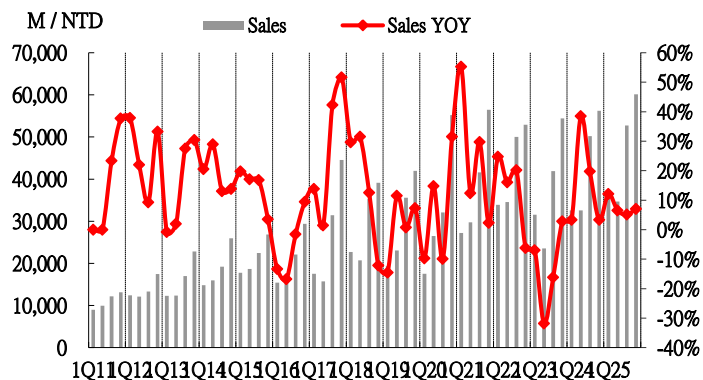
2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	168	168
營業收入 (NT\$/mn)	172,060	171,544
毛利率 (%)	20.33	20.83
營益率 (%)	8.14	8.78
EPS (NT\$)	9.55	9.55
BVPS(NT\$)	103.9	103.9



成長高於產業，載板、車用與 AI 將更顯著

- 2Q 營收 324 億元，QoQ0%，YoY%，毛利率 13%，OPM 低於預期，稅後 EPS 0.51 元。2H 預期消費性應用將恢復小幅成長，3Q 進入傳統旺季，預估 3Q 營收 488 億元，QoQ50%，YoY16%，預估毛利率 22%，預估稅後 EPS 3.11 元。4Q 元富預估營收與毛利率續成長，預估稅後 EPS 5.03 元。
- IC 載板 ABF 2H24 利用率將達 50%以上，獲利將改善。硬板預期車用等高階應用 2024 雙位數成長。另一方面 AI server 於大板與 HDI 加速板已量產，預期至 2025 動能爆發。HDI 部分未來 AI PC 主要是由 RPCB 升級至 HDI，為公司競爭力所在，而高階車用與 AI server 也於 HDI 帶動需求。另光模塊產品目前送樣認證，涵蓋 HDI 與 RPCB 技術，已取得訂單預期 24 年底開始量產，25 年貢獻加大
- 2024 雙位數成長:2024 仍於高階應用將持續維持擴增，預期 2024 年營收 1,720 億元，YoY13%，因載板稼動率提升、高階應用比重提高，預估毛利率 20%，預估稅後淨利 YoY45%，日前發行 ECB 約稀釋 12%，維持預估 2024 稀釋後 EPS 9.55 元。考量臻鼎 KY 長期目標不變，非手機應用於、載板、車用軟板、AI server 等多項新應用至 2025 皆高成長，仍帶動整體營運，而目前股價基期與評價不高，維持買進之投資建議，目標價維持 168 元(15x 2025PER)。

Exhibit 1: 營收 YoY



Sources : Masterlink

Exhibit 2: TEGS 企業永續指標



Sources : Masterlink

臻鼎 KY 為全球最大 PCB 廠

臻鼎 KY 為台灣印刷電路板製造廠商，主要產品包括硬質印刷電路板(RPCB)、軟性印刷電路板(FPC)、高密度連接板(HDI)及 IC 載板，目前臻鼎營運重心為 FPC 營收比重達 70-80%，主要出貨美系客戶手機、平板電腦。目前為台灣軟式印刷電路板龍頭廠商。目前在中國共有 4 座生產基地，包含深圳、淮安、營口、秦皇島等廠區，其子公司鵬鼎為中國上市公司。

產品組合變化預估

產品	佔比(F)	YoY	毛利率(E)
行動通訊	58%	0~10%	10~20%
電腦/消費	33%	0~10%	5~10%
IC Substrate	5%	30~50%	15~30%
其他硬板	4%	20~30%	15~30%

Source: : Company Data、Masterlink

2Q 稅後獲利略優於預期， 2H 營收將逐季升

2Q 營收 324 億元，QoQ0%，YoY%，毛利率 13%，OPM 低於預期，稅後 EPS 0.51 元。2H 預期消費性應用將恢復小幅成長，3Q 進入傳統旺季，預估 3Q 營收 488 億元，QoQ50%，YoY16%，預估毛利率 22%，預估稅後 EPS 3.11 元。4Q 元富預估營收與毛利率續成長，預估稅後 EPS 5.03 元。

2024 消費性小幅復甦

預期 2024 非消費性帶動營運成長，毛利率回升。軟板近年消費成長較低，於高頻軟板比重目前達市占率三成以上，預期整體消費性小幅復甦。2024 非消費開始發酵，帶動回升。目前為摺疊機軟板重要供應商，其中 air gap 多層軟板毛利率較佳，另電池與螢幕連接板亦將受惠趨勢。此外車用軟板已佈局多時，淮安亦進行擴產，預期有雙位數高成長。

ABF 新廠與 AI 新應用 2024 明顯貢獻

IC 載板布局涵蓋 CPU 與 GPU AI 應用: BT 中系客戶約佔 25% 利用率 4Q23 達 70%，2024 預期高於 80%轉虧為盈，秦皇島稼動率達 80%，持續朝向 FC CSP 應用發展；而 ABF 深圳一廠良率與一線相當，2H24 利用率將達 50%以上，目前已量產 18-20 層/92x92 規格，亦已開發 2nm、chiplet 及送樣 Cowos 應用，預期 2025 貢獻。預期整體供需 2-3 年將逐步回到平衡，而公司重心於高階產品。因基期低仍預期 2024 YoY 預期 80~100%。長期目標全球前三大，支出維持 600 億元，目前已開始開發 chiplet 18~20L 應用。

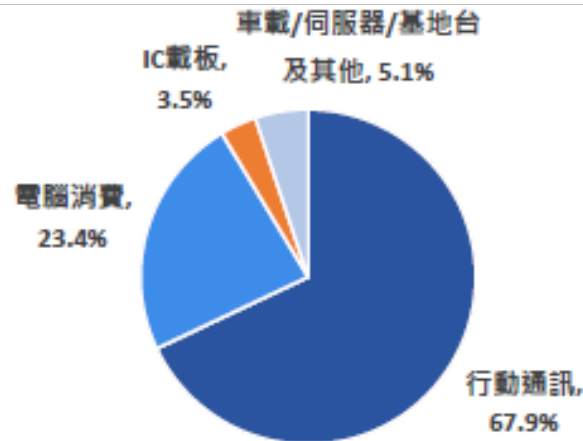
硬板預期車用等高階應用 2024 雙位數成長。動能來自高階自駕車及 AI 等伺服器，車用目前用已為 Tier1 客戶供應商，亦已切入 OEM 與其他 Tier1；AI server 於大板與 HDI 加速板已量產，預期至 2025 動能爆發。HDI 部分於美系類載板市占率已居首位，目前供需相對差，惟未來 AI PC 主要是由 RPCB 升級至 HDI，為公司競爭力所在，而高階車用與 AI server 也於 HDI 帶動需求。另光模塊產品目前送樣認證，涵蓋 HDI 與 RPCB 技術，已取得訂單預期 24 年底開始量產，

25 年貢獻加大。

各廠區擴產腳步持續，長期 PCB 市佔 10%以上

未來四年載板之資本支出預計 600 億元不變(其中 ABF 約 75%)，更長期目標於 PCB 整體市佔達 10%，東南亞投資泰國新廠 23 年底開始建廠，預期 1H25 試產，2H 小量產。將以高階 RPCB 為主，第一期應用將以光通、汽車與 server 板為主，未來不排除載板之擴產。

產品組合趨勢



Source: Company Data

長期目標不變，正向看待 2024 回升

預估 2025 股利配發 4 元現金，殖利率約 3-4%。2024 仍於高階應用將持續維持擴增，預期 2024 年營收 1,720 億元，YoY13%，因載板稼動率提升、高階應用比重提高，預估毛利率 20%，預估稅後淨利 YoY45%，日前發行 ECB 約稀釋 12%，維持預估 2024 稀釋後 EPS 9.55 元。考量臻鼎 KY 長期目標不變，非手機應用於、載板、車用軟板、AI server 等多項新應用至 2025 皆高成長，仍帶動整體營運，而目前股價基期與評價不高，維持買進之投資建議，目標價維持 168 元(15x 2025PER)。

TESG 企業永續指標(分項指標)



Comprehensive income statement					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	171,356	151,398	172,060	189,777	
COGS	131,468	123,938	137,086	148,326	
Gross profit	39,888	27,460	34,974	41,450	
Operating expense	17,441	18,309	20,974	21,693	
Operating profit	22,447	9,150	14,000	19,757	
Total non-operate. Inc.	1,022	889	2,208	525	
Pre-tax profit	23,469	10,039	16,208	20,282	
Total Net profit	14,197	6,189	9,995	12,341	
Minority	0	0	0	0	
Net Profit	14,197	6,189	9,995	12,341	
EPS (NT\$)	15.02	6.55	9.55	11.60	
Y/Y %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Sales	10.5	(11.6)	13.6	10.3	
Gross profit	30.6	(31.2)	27.4	18.5	
Operating profit	42.2	(59.2)	53.0	41.1	
Pre-tax profit	44.7	(57.2)	61.4	25.1	
Net profit	47.1	(56.4)	61.5	23.5	
EPS	47.3	(56.4)	45.8	21.4	
Margins %	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
Gross	23.3	18.1	20.3	21.8	
Operating	13.1	6.0	8.1	10.4	
EBITDA	13.7	6.6	9.4	10.7	
Pre-tax	13.7	6.6	9.4	10.7	
Net	8.3	4.1	5.8	6.5	

Comprehensive Quarterly Income Statement				
	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	32,583	32,441	48,875	58,161
Gross profit	5,337	4,247	10,850	14,540
Operating profit	743	-644	5,202	8,700
Total non-opo inc.	755	1,153	150	150
Pre-tax profit	1,498	509	5,352	8,850
Net profit	851	486	3,306	5,352
EPS	0.90	0.51	3.11	5.03
Y/Y %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
Net sales	3.3	37.8	16.6	6.9
Gross profit	5.2	100.0	26.4	24.5
Operating profit	(39.1)	NA	45.5	39.3
Net profit	68.9	(641.8)	45.6	52.7
Q/Q %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
Net sales	(40.1)	(0.4)	50.7	19.0
Gross profit	(54.3)	(20.4)	155.5	34.0
Operating profit	(88.1)	NA	(907.6)	67.2
Net profit	(75.7)	(42.9)	580.2	61.9
Margins %	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
Gross	16.4	13.1	22.2	25.0
Operating	2.3	(2.0)	10.6	15.0
Net	2.6	1.5	6.8	9.2

Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Cash	55,244	61,421	62,835	52,458	
Marketable securities	0	0	0	0	
A/R & I/R	20,069	15,822	11,209	11,497	
Inventory	9,734	5,940	6,206	5,965	
Others	-30,888	-26,359	-29,390	-22,263	
Total current asset	54,159	56,823	50,860	47,658	
Long-term invest.	116	228	228	252	
Total fixed assets	32,811	32,074	32,550	31,799	
Total other assets	2,035	2,032	2,075	2,012	
Total assets	89,219	91,255	85,810	81,817	
Short-term Borrow	5,688	12,361	13,401	10,209	
A/P & N/P	16,427	11,874	8,978	9,188	
Other current liab.	17,310	15,014	12,325	19,236	
Total current liab.	39,425	39,250	34,703	38,633	
L-T borrow s	0	0	0	0	
Other L-T liab.	9,211	9,753	9,134	5,603	
Total liability.	48,636	49,003	43,838	44,237	
Common stocks	8,047	8,047	8,047	8,047	
Reserves	11,943	11,943	11,943	11,943	
Retain earnings	20,593	22,262	21,982	17,590	
Total Equity	40,583	42,253	41,972	37,580	
Total Liab. & Equity	89,219	91,255	85,810	81,817	

Consolidated Statement of Cash flow				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net income	14,197	6,189	9,995	12,341
Dep & Amort	2,827	2,968	3,138	3,286
Investment income	0	0	142	97
Changes in W/C	0	0	71	-20
Other adjustment	31,199	26,677	10,592	10,592
Cash flow – ope.	48,222	35,834	23,939	26,296
Capex	-20,881	-30,348	-31,866	-32,184
Change in L-T inv.	0	0	0	0
Other adjustment	-9,546	4,608	10	7
Cash flow – inve.	-30,427	-25,740	-31,855	-32,177
Free cash flow	27,341	5,486	-7,927	-5,889
Inc. (Dec.) debt	0	0	301	302
Cash dividend	-4,247	-6,247	-2,971	-4,797
Other adjustment	10,106	5,752	12,000	0
Cash flow – Fin.	5,859	-495	9,330	-4,495
Exchange influence	0	0	0	0
Change in Cash	21,454	6,177	1,414	-10,377
Ratio Analysis				
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24F	FY25F
ROA	16.47	6.86	11.29	14.72
ROE	36.51	14.94	23.73	31.03

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

©2024 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.