



宏遠證券股份有限公司等包銷向榮生醫科技股份有限公司 創板初次上市前公開承銷之普通股股票銷售辦法公告 股票代號：6794

(本案為創板上市案件，投標人應具備合格投資人資格，並經證券商完成適格性審查；合格投資人為自然人者，需至證券商完成簽署「臺灣創板上市有價證券風險預告書」)

(本案適用掛牌後首五交易日無漲跌幅限制之規定，投資人應詳閱公開說明書並審慎評估)

(本案投標人需繳交投標保證金，如得標後不履行繳款義務者，除喪失得標資格外，證券承銷商就投標保證金應沒入之)

宏遠證券股份有限公司等共同辦理向榮生醫科技股份有限公司(以下簡稱「向榮生技」或「該公司」)普通股股票創板初次上市承銷案(以下簡稱本次承銷案)公開銷售之總股數為2,613 千股對外辦理公開銷售，其中2,273 千股採競價拍賣方式為之，業已於113 年5 月10 日完成競價拍賣作業(開標日)，另依「證券承銷商辦理初次上市(櫃)案件承銷作業應行注意事項要點」之規定，由向榮生技協調其股東提供已發行普通股340 千股，供主辦證券承銷商採洽商銷售方式進行過額配售，其實際過額配售數量視繳款情形認定。茲將銷售辦法公告於後：

一、承銷商名稱、地址、總承銷數量、競價拍賣數量及過額配售數量

證券承銷商名稱	地 址	競價拍賣 包銷股數	過額配售 股數	總承銷 股數
宏遠證券股份有限公司	臺北市大安區信義路4段236號3樓	2,223 千股	340 千股	2,563 千股
台中銀證券股份有限公司	臺北市中正區忠孝東路1段85號9樓	50 千股	—	50 千股
合 計		2,273 千股	340 千股	2,613 千股

二、承銷價格：每股新臺幣58.00元整(每股面額新臺幣10元整)。

三、本案適用掛牌後首五個交易日無漲跌幅限制之規定，投資人應注意交易之風險。

四、股票申請創板初次上市案件，主辦證券承銷商執行過額配售及價格穩定措施之相關資訊及發行公司股東自願送存集保股份占上市掛牌資本額之比例及自願送存集保期間：

(一)依據「中華民國證券商業同業公會承銷商辦理初次上市(櫃)案件承銷作業應行注意事項要點」之規定，主辦證券承銷商已與該公司簽定「過額配售、穩定價格及自願集保協議書」，由該公司協調其股東提出340 仟股已發行普通股股票供主辦證券承銷商採洽商銷售方式進行過額配售，其實際過額配售數量視繳款情形認定，主辦證券承銷商負責規劃及執行穩定價格操作，以穩定承銷價格。

(二)特定股東限制：依據「中華民國證券商業同業公會承銷商辦理初次上市(櫃)案件承銷作業應行注意事項要點」之規定，主辦證券承銷商已與該公司簽定「過額配售、穩定價格及自願集保協議書」，特定股東於掛牌日起三個月內自願送存臺灣集中保管結算所股份有限公司集保並不得賣出，另已依規定提出強制集保股份並由該公司協調特定股東，就其所持有之已發行普通股股票自願送存集保，以維持承銷價格穩定，兩者合計27,492,485 股，分別占申請創板上市時發行股數總額42,459,500 股(已扣除私募股數13,000,000 股)之64.75%，以及創板上市掛牌時擬發行股份總額45,384,500 股(已扣除私募股數13,000,000 股)之60.58%。

五、創板初次上市承銷案件，是否因公開申購配售之申購狀況而調整詢價圈購、公開申購配售數量之情事者，應予以揭露：不適用。

六、過額配售投資人資格：洽商銷售對象需符合「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第七十三條之規定。

七、競價拍賣及過額配售之數量限制：

(一)競價拍賣數量：競價拍賣最低每標單位為1 張(千股)，每一投標單最高投標數量不超過261 張(千股)，每一投標人最高得標數量不得超過261 張(千股)，投標數量以1 張(千股)

之整倍數為投標單位。

- (二)過額配售數量：每一認購人實際認購數量，不得超過該次對外公開銷售部分之承銷數量及過額配售部分合計數量之百分之十。
- (三)承銷商於辦理配售作業時，應依據「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」辦理。

八、通知及(扣)繳交價款日期與方式：

- (一)得標人之得標價款及得標手續費繳存往來銀行截止日為 113 年 5 月 14 日止，得標人應繳足下列款項：

- 1.得標價款：得標人應依其得標價款認購之，應繳之得標價款，應扣除已扣繳之投標保證金後為之。

- 2.得標手續費：

依「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第十二條規定，承銷商得向得標人收取得標手續費。本次承銷案件得標人每一得標單應繳交得標價款之 **5.0%** 之得標手續費，並併同得標價款於銀行繳款截止日(113 年 5 月 14 日)前存入往來銀行。

每一得標單之得標手續費：每股得標價格 × 得標股數 × **5.0%**。

- 3.得標人得標價款及得標手續費扣繳日：113 年 5 月 15 日(依銀行實際之扣款作業為準)。

- (二)得標人未如期履行繳款義務時，除喪失得標資格外，投標保證金應由主辦證券商承銷商沒入之，並依該得標人得標價款自行認購。

- (三)如有數個有價證券承銷案於同一天截止繳交得標價款及得標手續費，當投資人投標參與其中一個以上案件，或就同一競價拍賣案件有多筆得標單時，銀行存款之扣款應以已繳保證金較高者優先扣款，如金額相同者，以得標應繳價款及得標手續費合計總額較高者優先扣款，如金額相同者，以投標單輸入時間先後順序扣款。

- (四)未得標及不合格件保證金退款作業：經紀商業於開標日次一營業日(113 年 5 月 13 日)上午十點前，依證交所電腦資料，指示往來銀行將未得標(包括單一投標單部分未得標)及不合格件之保證金不加計利息予以退回，惟投標處理費不予退回。

- (五)實際承銷價格訂定(過額配售價格)之日期為 113 年 5 月 10 日，請於當日上午十時自行上網至臺灣證券交易所網站 (<https://www.twse.com.tw>) 免費查詢。

- (六)辦理過額配售時，係採洽商銷售方式辦理，且配售對象須繳交配售價款之 **5%** 手續費，而洽商銷售之價款及手續費繳款截止日為 113 年 5 月 14 日。

九、競價拍賣得標名單之查詢管道：

開標日後，投標人可於「承銷有價證券競價拍賣系統」或向開戶證券商經紀商查詢。

十、有價證券發放日期、方式與特別注意事項：

- (一)向榮生技於股款募集完成後，通知臺灣集中保管結算所股份有限公司於 113 年 5 月 21 日將股票直接劃撥至認購人指定之集保帳戶，並於當日上市（實際上市日期以發行公司及臺灣證券交易所股份有限公司公告為準）。

- (二)認購人帳號有誤或其他原因致無法以劃撥方式交付時，認購人須立即與所承購之承銷商辦理後續相關事宜。

十一、有價證券預定創新板上市日期：113 年 5 月 21 日（實際上市日期以發行公司及臺灣證券交易所股份有限公司公告為準）。

十二、投資人應詳閱本銷售辦法、公開說明書及相關財務資料，並對本普通股股票之投資風險自行審慎評估，向榮生技及各證券商承銷商均未對本普通股股票上市後價格為任何聲明、保證或干涉，其相關風險及報酬均由投資人自行負擔。如欲知其他財務資料可參閱公開

資訊觀測站(<http://mops.twse.com.tw>)或發行公司網址：<http://www.elta.com.tw>)。

十三、公開說明書之分送、揭露及取閱地點：

- (一)有關該公司之財務及營運情形已詳載於公開說明書，請至辦理股票過戶機構宏遠證券股份有限公司股務代理部(臺北市大安區信義路四段 236 號 3 樓)及各承銷商之營業處所索取，或請上網至公開資訊觀測站(<http://mops.twse.com.tw>—>基本資料—>電子書)，及主協辦證券承銷商網站免費查詢，網址如下：

宏遠證券股份有限公司，網址：<https://www.honsec.com.tw>

台中銀證券股份有限公司，網址：<https://www.tcbs.com.tw>

- (二)競價拍賣開標後，承銷商應將「得標通知書」及「公開說明書」以限時掛號寄予得標投資人。

十四、會計師最近三年度財務資料之查核簽證意見：

年度	會計師事務所	會計師姓名	查核簽證(核閱)意見
110 年度	資誠聯合會計師事務所	周筱姿、賴宗義	無保留意見
111 年度	資誠聯合會計師事務所	周筱姿、賴宗義	無保留意見
112 年度	資誠聯合會計師事務所	周筱姿、賴宗義	無保留意見

- 十五、財務報告如有不實，應由發行公司及簽證會計師依法負責。

- 十六、承銷價格決定方式(如附件一)。

- 十七、律師法律意見書要旨(如附件二)。

- 十八、證券承銷商評估報告總結意見(如附件三)。

- 十九、金融監督管理委員會或中華民國證券商業同業公會規定應行揭露事項：無。

- 二十、該股票奉准創黑板上市後之價格，應由證券市場買賣雙方供需情況決定，承銷商及發行公司不予干涉。

- 二十一、其他為保護公益及投資人應補充揭露事項：詳見公開說明書。

【附件一】股票承銷價格計算書

一、承銷總股數說明

(一)已發行股份總數

向榮生醫科技股份有限公司(以下簡稱該公司)股票初次申請創新板上市時之實收資本額為新臺幣(以下同)554,595,000 元，每股面額新臺幣 10 元整，已發行股數為 55,459,500 股(含私募 13,000,000 股)，申請創新板上市後因執行員工認股權憑證分別增加 225,000 股(已完成變更登記)及 27,000 股(尚未完成變更登記)，使已發行股數增加為 55,711,500 股。該公司擬於股票初次申請創新板上市案經主管機關審查通過後，辦理現金增資發行新股 2,673,000 股，扣除依公司法相關法令規定保留供公司員工承購之股數後，全數委託證券承銷商辦理創新板上市前公開銷售，股票創新板上市掛牌時之實收資本額為 583,845,000 元(含私募 130,000,000 元)，已發行股份總數為 58,384,500 股(含私募 13,000,000 股)。

(二)承銷股數及來源

依據「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」第三十六條及「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則補充規定」第十七條之一規定，本國發行公司初次申請股票在創新板上市時，應至少提出擬上市股份總額百分之五之股份，且不得低於八十萬股，但應提出承銷之股數超過五百萬股者，得以不低於五百萬股之股數辦理公開銷售，並以募集發行之普通股股票為限，全數以現金增資發行新股之方式，於扣除依公司法相關法令規定保留供公司員工承購及應提出主辦證券承銷商認購之股數後，依證券交易法第七十一條第一項包銷有價證券規定，全數委託證券承銷商辦理上市前公開銷售。

依上述規定，該公司以現金增資發行新股 2,673,000 股，並依公司法第 267 條之規定，保留發行股份之 15%，計 400,000 股供員工認購，其餘 2,273,000 股則依證券交易法第 28-1 條之規定，經 112 年 6 月 30 日股東會決議通過，排除公司法第 267 條第 3 項原股東優先認購之適用，全數委託證券承銷商辦理上市前公開銷售。

(三)過額配售

依據「中華民國證券商業同業公會承銷商辦理初次上市(櫃)案件承銷作業應行注意事項要點」第二點之規定，主辦承銷商應要求發行公司協調其股東就當次依法令規定，應委託證券商辦理公開承銷股數之 15%之額度，提供已發行普通股股票供主辦承銷商辦理過額配售，惟主辦承銷商得依市場需求決定過額配售數量。

該公司於 112 年 11 月 3 日經董事會決議通過與主辦承銷商簽訂「過額配售、穩定價格及自願集保協議書」，由該公司協調股東就對外公開承銷股數 15%之額度以內，提供已發行普通股股票供主辦承銷商辦理過額配售，惟主辦承銷商得依市場需求決定過額配售數量。

(四)股權分散情形

該公司截至 112 年 11 月 28 日止，記名股東人數為 940 人，該公司內部人及該等內部人持股逾百分之五十之法人以外之記名股東人數為 928 人，且其所持有股份

合計為 29,406,288 股，占已發行股份總數 55,459,500 股之 53.02%，業已符合「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」第二十九條有關申請創新型上市之股權分散標準。

二、承銷價格

(一)承銷價格訂定所採用的方法、原則或計算方式及與適用國際慣用之市場法、成本法及收益法之比較

1.承銷價格訂定所採用的方法、原則或計算方式

股票價值評估的方法很多種，各種方法皆有其優缺點，評估之結果亦有所差異，目前市場上常用之股票評價方法包括市場法、成本法及收益法，其中，市場法包括本益比法(Price/Earnings Ratio, P/E Ratio)及股價淨值比法(Price/Book Value Ratio, P/B Ratio)，均係透過已公開資訊，與整個市場、產業性質相近之同業及被評價公司歷史軌跡比較，以作為評量企業之價值，再根據被評價公司本身異於採樣同業公司之部分作折溢價之調整；成本法係以帳面之歷史成本資料作為公司價值評定基礎之淨值法為主；收益法則係以未來現金流量作為公司價值之評定基礎。

茲將市場法、成本法及收益法之計算方式、優點、缺點及適用時機比較列示如下：

方法	市場法		成本法	收益法
	本益比法	股價淨值比法	淨值法	現金流量折現法
計算方式	依據公司之財務資料，計算每股盈餘並以產業性質相近上市櫃公司或同業平均本益比估算股價，最後再調整溢價和折價以反映與公司不同之處。	依據公司之財務資料，計算每股淨值，並以產業性質相近之上市櫃公司或同業平均股價淨值比估算股價，最後再調整溢價和折價以反應與公司不同之處。	以帳面之歷史成本資料為公司價值評定之基礎，即以資產負債表帳面資產總額減去帳面負債總額，並考量資產及負債之市場價格進行帳面價值之調整。	根據公司預估之獲利及現金流量，以涵蓋風險之折現率折算現金流量，同時考慮實質現金及貨幣之時間價值。
優點	1.最具經濟效益與時效性，為一般投資人投資股票最常用之參考依據，具有相當之參考價值。 2.所評價之價值與市場的股價較接近。 3.較能反映市場研判多空氣氛及投資價值認定。 4.市場價格資料容易取得。	1.淨值係長期且穩定之指標。 2.當評價公司為虧損時之替代評估方法。 3.市場價格資料容易取得。	1.資料取得容易。 2.使用財務報表之資料較客觀公正。	1.符合學理上對企業價值之推論，能依不同變數預期來評價公司。 2.較不受會計原則或會計政策變動影響，且可反應企業之永續經營價值。 3.反映企業之永續經營價值，並考量企業之成長性及風險。

方法	市場法		成本法	收益法
	本益比法	股價淨值比法	淨值法	現金流量折現法
缺點	1.盈餘品質易受會計方法之選擇而影響。 2.企業每股盈餘為負值或接近於零時不適用。 3.使用歷史性財務資訊無法反應公司未來之績效。	1.帳面價值易受會計方法之選擇不同所影響。 2.使用歷史性財務資料無法反應公司未來之績效。	1.資產帳面價值與市場價值往往差距甚大。 2.未考量公司經營成效之優劣。 3.使用歷史性財務資訊，無法反應公司未來之績效。	1.程序繁瑣，需估計大量變數，花費成本大且不確定性高。 2.投資者不易瞭解現金流量觀念。 3.基於對公司之未來現金流量無法精確掌握，且適切評價因子難求，在相關參數之參考價值相對較低下，國內實務較少採用。
適用時機	評估風險水準、股利政策及成長率穩定之公司。	評估產業特性為獲利波動幅度大之公司。	評估如公營事業或傳統產業類股。	1.可取得公司詳細現金流量與資金成本之預測資訊。 2.企業經營穩定，無鉅額資本支出。

本證券承銷商依一般市場承銷價格訂定方式，主要係參考市場法、成本法、收益法及該公司最近一個月興櫃市場之平均成交價格等方式，以作為該公司辦理股票公開承銷之參考價格訂定依據，復參酌該公司最近二年度及申請年度之經營績效、獲利情形以及所處產業未來前景、發行市場環境、同業之市場狀況及興櫃流動性較低等因素後，由本證券承銷商與該公司共同議定本次承銷價格。

2.與適用國際慣用之市場法、成本法及收益法之比較

(1)選擇採樣公司之理由

該公司為幹細胞新藥研發公司，致力於再生醫學領域脂肪幹細胞新藥之研發，目前該公司幹細胞新藥尚處於臨床試驗階段，故該公司於新藥開發過程同步發展幹細胞分泌物產品、超低溫保存生物製劑容器、細胞之委託開發暨製造服務業務(CDMO)、細胞檢測服務，並提供輔導實驗室設施使用管理之諮詢服務。

由該公司所屬產業、營業項目及各業務之營收比重等觀之，長聖國際生技股份有限公司(以下簡稱長聖，上櫃股票代號：6712)專攻細胞治療及再生醫學，致力於免疫細胞新藥治療癌症及幹細胞新藥治療急性心肌梗塞、急性缺血性腦中風及新冠病毒感染症之研發，並配合特管辦法提供細胞產品委託製造服務，與該公司同屬幹細胞新藥研發公司；基亞生物科技股份有限公司(以下簡稱基亞，上櫃股票代號：3176)主要從事新藥探索及臨床試驗開發，其營業收入主要來自新冠肺炎疫苗及學名藥，惟其業務尚有癌症新藥研發及細胞治療技術，與該公司業務內容相似；華安醫學股份有限公司(以下簡稱華安，上市股票代號：6657)係新藥研發公司，從事各類小分子新藥研發，分別治療糖尿病足部潰瘍及

防止落髮，與該公司營運型態相似，故選擇以上公司作為比較分析之採樣同業。

(2)市場法

A.本益比法

茲就全體上市(櫃)公司、上市(櫃)生技醫療類股及採樣同業最近三個月(113年2月至113年4月)之平均本益比區間列示如下：

單位：倍

期間	全體上市(櫃)公司及 上市(櫃)生技醫療類股				採樣同業(註1)		
	上市 平均	上市 生技醫療	上櫃 平均	上櫃 生技醫療	長聖 (6712)	基亞 (3176)	華安 (6657)
113年2月	22.96	41.27	31.58	(註2)	28.95	(註3)	(註3)
113年3月	23.53	43.48	30.87	461.59	30.04	(註3)	(註3)
113年4月	23.67	44.06	30.18	466.57	28.94	(註3)	(註3)
平均	23.39	42.94	30.88	464.08	29.31	-	-

資料來源：臺灣證券交易所股份有限公司及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心網站資訊。

註1：每股盈餘係依據各採樣同業最近四季財報之稅後淨利計算而得。

註2：上櫃生技醫療類股最近四季財報之合計稅後淨利為負數，故不予以計算。

註3：採樣同業最近四季財報之稅後淨利為負數，故不予以計算。

由採樣同業公司最近三個月之平均本益比區間，相較上市櫃生技醫療類股差異甚大，且該公司最近四季均為稅後虧損，因本益比係以盈餘為評價基礎，若盈餘為負值則無法計算及反映該公司合理價值，故不擬採用本益比法。

B.股價淨值比法

茲就全體上市(櫃)公司、上市(櫃)生技醫療類股及採樣同業最近三個月(113年2月至113年4月)之股價淨值比區間列示如下：

單位：倍

期間	全體上市(櫃)公司及 上市(櫃)生技醫療類股				採樣同業		
	上市 平均	上市 生技醫療	上櫃 平均	上櫃 生技醫療	長聖 (6712)	基亞 (3176)	華安 (6657)
113年2月	2.24	2.93	2.92	3.49	9.25	3.11	5.74
113年3月	2.35	2.91	2.93	3.34	8.65	3.41	5.56
113年4月	2.36	2.95	2.89	3.23	8.34	3.39	5.26
平均	2.32	2.93	2.91	3.35	8.75	3.30	5.52

資料來源：臺灣證券交易所股份有限公司及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心網站資訊

由上表得知，該公司全體上市(櫃)公司、上市(櫃)生技醫療類股及採樣同業於最近三個月之平均股價淨值比約在 2.32 倍至 8.75 倍。若以該公司 112 年度經會計師查核簽證財務報告之權益 596,442 千元，及擬掛牌股本 58,385 千股計算之每股淨值為 10.22 元基礎，並考量該公司初次創新板上市掛牌初期之成交量及流通性風險等因素，給予 20%折價作為流動性風險貼水，其價格區間約在 18.97 元~71.54 元之間，而該公司上市掛牌前議定承銷價格為 58

元，位於合理價格區間內，經本推薦證券商評估尚屬合理。

(3)成本法

成本法係為帳面價值法(Book Value Method)，帳面價值乃是投資人對公司請求權價值之總和，包括債權人、普通股投資人及特別股投資人等，其中股票價值即為股票投資者對公司之請求權價值，係公司資產總額扣除負債總額之淨資產價值。

此種評價方式係以歷史成本為計算依據，而公司價值係以創造未來獲利能力之經濟價值評定，以此評價方法將可能低估公司之企業價值，且在評定資產總額及負債總額時，尚需考慮到資產及負債之市價，而取得市價資訊不易，又未考慮資產與負債之市價，忽略市場環境因素，無法表達資產實際經濟價值，因此以成本法評價初次創板上市(櫃)公司之企業價值者並不多見。依該公司112年度經會計師查核簽證之財務報告之權益總計 596,442 千元及已發行股數 55,685 千股計算，每股淨值為 10.71 元，即為依成本法計算之參考價格，與興櫃市場交易價格差異甚大，且此法未考慮公司未來獲利能力及成長性，故本推薦證券商未採用本法為議定承銷價格之參考依據。

(4)收益法

在收益法概念下，主要假設目標企業之價值為未來各期創造之現金流量折現值；其中，公司之權益價值係來自公司未來可賺取之報酬，並扣除長期負債而得，而上述報酬可以現金流量、會計盈餘等不同形式呈現，其可反映出公司將各項資源加以組合後創造之價值；目前實務中最常見之評估方法為自由現金流量折現模型(Free Cash Flow Model)，其係認為企業價值應為未來營運可能創造淨自由現金流量之現值總和，且最能反應合理之報酬率；惟此方法受限於公司未來現金流量之預估是否精確，以及各項評價因子之選取是否適當，故其參考價值之高低係建立在各項參數是否精確之基礎上。基於對公司之未來現金流量無法精確掌握，且適切的評價因子難求，在相關參數之參考價值相對較低下，國內實務較少採用。茲採用收益法之自由現金流量折現模型進行計算，基本假設、評估參數設定及計算結果分述如下：

A.基本假設

- a. $P_0 = \frac{V_E}{N} = \frac{(V_0 - V_D)}{Shares}$
- b. $V_0 = \left(\sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+K_1)^t} \right) + \left(\sum_{t=n+1}^m \frac{FCFF_t}{(1+K_1)^n \times (1+K_2)^{t-n}} \right) + \left(\frac{FCFF_{m+1}}{(1+K_1)^n \times (1+K_2)^{m-n} \times (K_3 - g)} \right)$
- c. $FCFF_t$ = 第 t 期之自由現金流量
- d. $K_i = \frac{D}{A} \times K_d \times (1 - Tax Rate_t) + \frac{E}{A} \times K_e$
- e. $K_e = R_f + \beta_j (R_m - R_f)$
- f. P_0 = 每股價值
- g. V = 企業總體價值

		=	$V_E + V_D$
		=	股東權益價值＋負債價值
h.	N	=	擬上市股數 58,358 千股
i.	K_i	=	加權平均資金成本 $i=1,2,3$
j.	g	=	營業收入淨額成長率
k.	n	=	5，係第一階段之經營年限：113~116 年度
l.	m	=	10，係第二階段之經營年限：117~122 年度
m.	$EBIT_t$	=	第 t 期之息前稅前淨利
n.	Tax Rate _t	=	第 t 期之稅率
o.	Dep _t	=	第 t 期之折舊與攤銷費用
p.	Capital Exp _t	=	第 t 期之資本支出
		=	第 t 期之購置固定資產支出
q.	ΔNWC_t	=	第 t 期之淨營運資金變動數
		=	(第 t 期之流動資產－不付息流動負債)－(第 t-1 期之流動資產－不付息流動負債)
r.	D/A	=	負債資產比
s.	E/A	=	權益資產比＝1－D/A
t.	K_d	=	負債資金成本率
u.	K_e	=	權益資金成本率
v.	R_f	=	無風險利率
w.	R_m	=	市場平均報酬率
x.	β_j	=	系統風險；衡量公司風險相對於市場風險之指標

B. 評估參數設定

項目	期間 I	期間 II	期間 III	說明
t	$t \leq n, n=4$	$n+1 \leq t \leq m, m=6$	$t \geq m+1$	依據該公司狀況分為三期間： 期間 I：113~116 年度 期間 II：117~122 年度 期間 III：123 年度後(永續經營期)
D/A	10.69%	11.06%	11.42%	期間 I：依該公司最近期之付息負債占(付息負債+權益)比率計算。 期間 II：採用期間 I 及期間 III 之平均數。
E/A	89.31%	88.94%	88.58%	期間 III：採用採樣同業最近期付息負債占(付息負債+權益)比率及權益占(付息負債+權益)之平均數。
K_d	3.91%	3.91%	3.91%	期間 I：係以該公司 112 年度財務報告之平均借款利率。 期間 II：採用期間 I 及期間 III 之平均數。

項目	期間 I	期間 II	期間 III	說明
				期間 III：係以採樣同業 112 年度財務報告之平均借款利率。
Tax Rate	20.00%	20.00%	20.00%	依財政部新制營利事業所得稅率 20%估算。
R_f	1.44%	1.44%	1.44%	採櫃檯買賣中心 113 年 3 月指標公債 10 年期 A13104 之平均殖利率。
R_m	8.93%	8.93%	8.93%	最近 10 年度之加權股價指數報酬率平均值計算。
β_j	0.63	0.82	1.00	期間 I：以採樣同業資料 β 之平均值計算。 期間 II：採用期間 I 及期間 III 之平均數計算。 期間 III：永續經營期之系統風險將趨近於 1。
K_e	6.16%	7.58%	8.93%	$K_e = R_f + \beta_j (R_m - R_f)$
K_i	5.92%	5.91%	5.90%	加權平均資金成本。

C. 現金流量之參數設定及計算結果

項目		期間 I	期間 II	期間 III	說明
g	樂觀	65.87%	20.00%	3.01%	期間 I：以公司根據樂觀情境下之市場概況所預期之 113~116 年度營收年複合成長率做為營業收入淨額成長率之估計值。 期間 II：以公司根據樂觀情境下之市場概況所預期之 117~122 年度營收年複合成長率做為營業收入淨額成長率之估計值。 期間 III：根據 IMF 公布全球過去十年度(103~112)年之 GDP 成長率之平均數。
	保守	55.00%	16.00%	3.01%	期間 I：以公司根據保守情境下之市場概況所預期之 113~116 年度營收年複合成長率做為營業收入淨額成長率之估計值。 期間 II：以公司根據保守情境下之市場概況所預期之 117~122 年度營收年複合成長率做為營業收入淨額成長率之估計值。 期間 III：根據 IMF 公布全球過去

項目		期間 I	期間 II	期間 III	說明
					十年度(103~112)年之 GDP 成長率之平均數。

D.股價計算結果

(A)樂觀情形

$$\begin{aligned}
 P_0 &= \frac{V_E}{N} = \frac{(V_0 - V_D)}{\text{Shares}} \\
 &= 3,289,019 \text{ 千元} / 58,358 \text{ 千股} \\
 &= 56.36 \text{ 元/股}
 \end{aligned}$$

(B)保守情形

$$\begin{aligned}
 P_0 &= \frac{V_E}{N} = \frac{(V_0 - V_D)}{\text{Shares}} \\
 &= 485,257 \text{ 千元} / 58,358 \text{ 千股} \\
 &= 8.49 \text{ 元/股}
 \end{aligned}$$

依據上述假設及公式，該公司依自由現金流量折現法保守及樂觀情境假設計算之參考價格區間為 8.49 元~56.36 元，承銷價 58 元高於該價格區間。由於此法主要係以未來各期創造現金流量之折現值合計認定為股東權益價值，然因未來之現金流量無法精確掌握，且評價使用之相關參數亦無一致標準，國內實務上較少採用。

在股價評價方法選擇上，考量收益法下如現金流量折現法因需推估公司未來數年之盈餘及現金流量作為評價之基礎，然而預測期間長，推估營收資料之困難度提高，不確定性風險相對高，亦不能合理評估公司應有之價值，故不予以採用。

(二)發行公司與已上市櫃同業之財務狀況、獲利情形及本益比之比較情形

茲就該公司及採樣同業長聖、基亞及華安之財務狀況、獲利情形及本益比之比較分析列示如下：

1.財務狀況

分析項目		年度	111 年度	112 年度
		公司別		
財務結構	負債占資產比率(%)	向榮生技	19.42	13.05
		長聖	9.19	11.22
		基亞	35.17	41.40
		華安	4.49	2.97
		同業平均	29.90	(註 1)
	長期資金占不動產、廠房及設備比率(%)	向榮生技	368.10	647.11
		長聖	2,496.11	3,115.60
		基亞	465.47	324.67
		華安	832.55	1,173.11

分析項目		年度	111 年度	112 年度
		公司別		
		同業平均	239.81	(註 1)

資料來源：各公司各期經會計師查核簽證之合併或個別財務報告、各公司股東會年報，並經宏遠證券計算整理；同業資料係取自財團法人金融聯合徵信中心出版之「IFRSs 產業財務比率資訊」所列「C20 藥品及醫用化學製品製造業」之財務比率。

註 1：財團法人金融聯合徵信中心尚未出版該年度之 IFRSs 合併財報行業比率。

(1) 負債占資產比率

該公司 111~112 年度之負債占資產比率分別為 19.42%及 13.05%。112 年度負債占資產比率較 111 年度下降，主係該公司 112 年 2 月完成私募普通股以因應公司營運資金需求，使該公司 112 年度現金、銀行存款及定期存款較 111 年度增加，資產總額亦隨之增加所致。

與採樣同業及同業平均相較，該公司 111~112 年度負債占資產比率均介於採樣同業及同業平均之間，經評估尚無重大異常之情事。

(2) 長期資金占不動產、廠房及設備比率

該公司 111~112 年度之長期資金占不動產、廠房及設備比率分別為 368.10%及 647.11%。該公司 112 年度長期資金占不動產、廠房及設備比率較 111 年度上升，主係因該公司 112 年 2 月完成私募普通股以因應公司營運資金需求，使權益總額增加，長期資金亦隨之增加所致。

與採樣同業及同業平均相較，該公司 111 年度長期資金占不動產、廠房及設備比率低於所有採樣同業並高於同業平均，主要係該公司資本額較採樣同業小，故權益總額低於採樣同業，然而該公司不動產、廠房及設備淨額介於採樣同業之間所致；該公司 112 年度長期資金占不動產、廠房及設備比率則介於採樣同業及同業平均之間，經評估尚無重大異常之情事。

綜上所述，該公司最近二個會計年度之財務結構各項指標變動情形尚屬合理，與採樣同業相較亦無重大異常之情事。

2. 獲利情形

分析項目		年度	111 年度	112 年度
		公司別		
獲利能力	資產報酬率(%)	向榮生技	(25.25)	(15.03)
		長聖	10.07	26.65
		基亞	(20.90)	(15.40)
		華安	(35.00)	(35.65)
		同業平均	(0.40)	(註 2)
	權益報酬率(%)	向榮生技	(30.54)	(18.08)
		長聖	10.88	29.68
		基亞	(29.95)	(25.64)
		華安	(36.52)	(37.02)
		同業平均	0.20	(註 2)
		向榮生技	(21.74)	(17.29)

分析項目		年度	111 年度	112 年度
		公司別		
	營業利益占實收資本比率(%)	長聖	41.65	46.05
		基亞	(119.54)	(88.49)
		華安	(40.64)	(34.44)
		同業平均	(註 1)	(註 2)
	稅前純益占實收資本比率(%)	向榮生技	(21.52)	(15.10)
		長聖	38.76	84.95
		基亞	(134.29)	(91.78)
		華安	(39.74)	(34.25)
		同業平均	(註 1)	(註 2)
	純益率(%)	向榮生技	(633.15)	(342.06)
		長聖	31.99	71.12
		基亞	(182.92)	(126.98)
		華安	(3,613.98)	(3,637.64)
		同業平均	(308.70)	(註 2)
	每股盈餘(元)	向榮生技	(2.20)	(1.56)
		長聖	2.95	7.24
		基亞	(4.86)	(4.03)
		華安	(3.99)	(3.62)
		同業平均	(註 1)	(註 2)

資料來源：各公司各期經會計師查核簽證之合併或個別財務報告、各公司股東會年報，並經宏遠證券計算整理；同業資料係取自財團法人金融聯合徵信中心出版之「IFRSs 產業財務比率資訊」所列「C20 藥品及醫用化學製品製造業」之財務比率。

註 1：「財團法人金融聯合徵信中心」未提供同業平均之營業利益占實收資本額比率、稅前淨利占實收資本額比率、每股盈餘、現金流量允當比率、營運槓桿度及財務槓桿度。

註 2：財團法人金融聯合徵信中心尚未出版該年度之 IFRSs 合併財報行業比率。

該公司 111~112 年度各項獲利能力指標皆為負數，主係因該公司幹細胞新藥尚處於臨床試驗階段，該公司雖有銷售幹細胞分泌物產品、提供特管辦法細胞製劑、委託開發暨製造服務業務(CDMO)及提供實驗室設施使用管理之諮詢服務等挹注營收，惟目前營收尚不足以支應該公司投入新藥研究及臨床試驗所產生之相關研發費用，故在該公司新藥尚未產生營業收入而研發費用持續增加之情況下，該公司呈現營業淨損、稅前虧損及稅後虧損，致該公司 111~112 年度之各項獲利能力指標皆為負數。

與採樣同業及同業平均相較，除長聖因有細胞製備服務貢獻營收而呈現營業利益、稅前淨利及本期淨利以外，然因生物科技研發公司於新藥臨床試驗階段尚未完成前呈現虧損係常見樣態，因此其餘採樣同業 111~112 年度各項獲利能力指標皆為負數，故該公司 111~112 年度各項獲利能力指標與採樣同業及同業平均相較並無重大差異，經評估尚無重大異常之情事。

3.本益比

請參閱本股票承銷價格計算書「二、(一)、2、(2)、A.本益比法」之評估說明。

(三)所議定之承銷價若參考財務專家意見或鑑價機構之鑑價報告者，應說明該專家意見

或鑑價報告內容及結論

該公司本次承銷價格之訂定，並未委請財務專家出具評估意見，亦未委請鑑價機構進行鑑價，故不適用本項評估。

(四)發行公司於興櫃市場掛牌之最近一個月平均股價及成交量資料

該公司於興櫃市場掛牌最近一個月之平均股價及成交量資料彙總列示如下：

單位：元；股

月份	平均股價(元)	成交金額	成交量(股)
113.04.10~113.05.09	83.10	63,023,957	758,412

資料來源：財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心網站

註：平均股價係以當月份之成交金額除以成交量計算之

該公司於 109 年 12 月 25 日於興櫃市場掛牌，最近一個月(113 年 4 月 10 日~113 年 5 月 9 日)之月平均股價為 83.10 元，總成交量為 758,412 股。另最近一個月每日成交均價介於 77.86 元~88.25 元，經查詢財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心「興櫃達通知標準及公布注意股票資訊」、「興櫃處置股票資訊」及「興櫃交易時間內股價異常波動達暫停交易標準之股票查詢」，該公司非為「興櫃股票公布或通知注意交易資訊暨處置作業要點」第 4 條規定公告為「興櫃公布注意股票」，且無「興櫃股票買賣辦法」第 11 條之 1 規定暫停交易(啟動興櫃股票市場冷卻機制)之情事，尚無發現有重大異常之情事。

(五)證券承銷商就其與發行公司所共同議定承銷價格合理性之評估意見

本證券承銷商主要係考量該公司所處產業、市場地位、經營績效、發行市場環境及同業之市場狀況等因素，以及參酌國際慣用之各項評價方法做為承銷價格之依據，其承銷價格計算方式應以國際慣用之市場法下之股價淨值比法計算為宜，承銷價之價格區間為 18.97 元~71.54 元，另參酌該公司最近一個月興櫃股票市場之成交均價，以推算合理之承銷價，作為該公司辦理股票承銷之參考價值主要訂價依據。

該公司創新板初次上市前現金增資之對外募集金額係以競價拍賣之承銷方式，故依「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第 8 條規定，應以向中華民國證券商業同業公會申報競價拍賣約定書前興櫃有成交之 30 個營業日(113.03.15~113.04.29)其成交均價扣除無償配股除權(或減資除權)及除息後簡單算術平均數(85.02 元)之七成為其上限，爰訂定最低承銷價格(競價拍賣底標)為 50 元，依投標價格高者優先得標，每一得標人應依其得標價格認購；另依同辦法第 16 條規定，承銷價格以競價拍賣各得標單之價格及其數量加權平均所得價格新臺幣 69.68 元為之，惟該均價高於本證券承銷商與該公司議定最低承銷價格之 1.16 倍(58.00 元)，故每股承銷價格以新臺幣 58.00 元溢價發行，尚屬合理。

發行公司：向榮生醫科技股份有限公司 負責人：蔡意文

主辦證券承銷商：宏遠證券股份有限公司 負責人：姜克勤

協辦證券承銷商：台中銀證券股份有限公司 負責人：葉秀惠

【附件二】律師法律意見書

向榮生醫科技股份有限公司本次為辦理初次創新板上市前現金增資發行新股，募集與發行普通股 2,673,000 股，每股面額新臺幣 10 元，發行總金額為新臺幣 26,730,000 元整，向臺灣證券交易所股份有限公司提出申報。經本律師採取必要審核程序，包括實地瞭解，與公司董事、經理人及相關人員面談或舉行會議，蒐集、整理、查證公司議事錄、重要契約及其他相關文件、資料，並參酌相關專家之意見等。特依「發行人募集與發行有價證券處理準則」規定，出具本律師法律意見書。

依本律師意見，向榮生醫科技股份有限公司本次向臺灣證券交易所股份有限公司提出之法律事項檢查表所載事項，並未發現有違反法令致影響有價證券募集與發行之情事。

此致

向榮生醫科技股份有限公司。

翰辰法律事務所

彭義誠律師

【附件三】證券承銷商評估報告總結意見

向榮生醫科技股份有限公司本次為辦理創新板初次上市前現金增資發行普通股 2,673,000 股，每股面額新臺幣 10 元整，發行總金額為新臺幣 26,730,000 元，依法向臺灣證券交易所股份有限公司提出申報。業經本承銷商採用必要之輔導及評估程序，包括實地了解向榮生醫科技股份有限公司之營運狀況，與公司董事、經理人及其他相關人員面談或舉行會議，蒐集、整理、查證及比較分析相關資料等，予以審慎評估。特依金融監督管理委員會「發行人募集與發行有價證券處理準則」及中華民國證券商業同業公會「發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告應行記載事項要點」及「證券承銷商受託辦理發行人募集與發行有價證券承銷商評估報告之評估查核程序」規定，出具本承銷商總結意見。

依本承銷商之意見，向榮生醫科技股份有限公司本次募集與發行有價證券符合「發行人募集與發行有價證券處理準則」及相關法令之規定，暨其計畫具可行性及必要性，其資金用途、進度及預計可能產生效益亦具合理性。

宏遠證券股份有限公司

負責人：姜克勤

承銷部門主管：吳儲仰