

(一) 中裕新藥股份有限公司(以下簡稱中裕新藥或該公司)申請上櫃時之實收資本額為新台幣(以下同)2,170,505 仟元,每股面額新台幣 10 元整,已發行股數為 217,050 仟股。另該公司擬於股票初次申請上櫃案經主管機關審查通過後,辦理現金增資發行新股計 30,000 仟股,預計上櫃掛牌股數為 247,050 仟股。

(二) 公開承銷股數來源

該公司本次申請股票初次上櫃,爰依「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則」第 4 條之規定,採用現金增資發行新股辦理上櫃前公開承銷,另依「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心對公開發行公司申請股票櫃檯買賣應委託推薦證券商辦理承銷規定」第 2 條及第 6 條之規定,應至少提出擬上櫃股份總額 10%委託推薦證券商辦理承銷。因此該公司預計以現金增資發行新股 30,000 仟股,並依公司法第 267 條之規定,保留發行股份之 15%,預計為 4,500 仟股予員工認購,其餘 25,500 仟股則依證券交易法第 28-1 條之規定排除公司法第 267 條第 3 項原股東優先認購之適用,全數辦理上櫃前公開承銷。

(三) 過額配售

該公司爰依「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則」第 4 條及「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 2 點之規定,於 104 年 3 月 4 日董事會通過後,與推薦證券商簽訂「過額配售協議書」,協議提出委託推薦證券商辦理公開承銷股數之 15%內,計 400 仟股供推薦證券商辦理過額配售,惟推薦證券商得依市場需求決定過額配售數量。

(四) 股權分散

該公司截至 104 年 4 月 30 日止,公司內部人及該等內部人持股逾 50%之法人以外之記名股東人數共計 11,569 人,已達 300 人以上,且上開股東所持股份合計 148,440 仟股,占發行股份總額之 68.47%,其所持股份總額合計已占發行股份總額 20%以上或逾 1 仟萬股,已符合「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則」第 3 條有關股權分散之標準。

(五) 綜上所述,該公司依擬上櫃股份總額之 10%計算應提出公開承銷之股數,擬辦理現金增資發行新股 30,000 仟股,扣除依公司法第 267 條規定保留予員工優先認購之 4,500 仟股後,其餘 25,500 仟股依據「證券交易法」第 28-1 條規定,經 103 年 6 月 4 日股東會決議通過由原股東全數放棄認購以辦理上櫃前公開承銷作業。另本推薦證券商已與該公司簽訂過額配售協議書,由該公司協調其股東提出對外公開承銷股數 15%之額度範圍內,供本推薦證券商辦理過額配售及價格穩定作業。

二、具體說明發行人與推薦證券商共同訂定承銷價格之依據與方式

(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價法、成本法及現金流量折現法之比較

1. 承銷價格訂定所採用的方法、原則或計算方式

本推薦證券商依一般市場承銷價格訂定方式,參考市價法、成本法、現金流量折現法及該公司最近一個月之興櫃市場平均成交價等方式,以推算合理之承銷價格,做為該公司辦理股票承銷之參考價格訂定依據。另本推薦證券商之市場地位、經營績效、財務狀況、市場地位、未來成長性、發行市場環境及同業之市場狀況等因素後,由本推薦證券商與該公司共同議定股票公開承銷之承銷價格為每股 115 元。

2. 承銷價格計算方法比較

股價評估的方法有很多種,各有其優劣,評估的結果亦有所差異,目前市場上常用的股價評估方式包括市價法之本益比法、成本法之淨值法及現金流量法等。

在採樣同業的選擇上,中裕新藥及其子公司主要係從事新藥研發,環視國內上市櫃公司及公開發行公司同屬生技醫療產業之同業,並考量經營模式、產品性質、臨床試驗進度等方面之相似性,選取同屬新藥研發公司之上櫃公司:智學生技製藥股份有限公司(以下簡稱智學生技,其廠區新藥已完成第三期臨床試驗)、台灣浩鼎生技股份有限公司(以下簡稱台灣浩鼎,其乳癌新藥已進入第二/三期臨床試驗)及安成國際藥業股份有限公司(以下簡稱安成國際,安成國際雖以第四類之簡化新藥上市程序之特殊學名藥為主,仍有投入美國市場之高科技門檻特殊學名藥以及新藥研發,其中針對血液尿酸過高及痛風為適應症之新藥已進入第二期臨床試驗)作為三家採樣公司。

(1) 市價法

A. 本益比法

係參考被評價公司之盈餘水準,與市場上之同業盈餘進行比較,再參考同業之市場價格及流動性、知名度、公司規模等等進行折溢價調整,因其乃以同業已公開之市場資訊作為基礎,客觀易懂又能貼近市場價值,是目前市場上最常用亦最為投資人接受之價格評定方式。但本益比法在比較基礎上,係以盈餘做為計算基礎,若盈餘為負值,則無法計算出合理價格,由於該公司最近三年度及 104 年上半年度之稅後淨利仍為虧損,以本益比法評估似無法反應該公司真實價值,故不擬採用本益比法。

B. 股價淨值比法

本承銷商與中裕新藥所共同議定之承銷價格為每股 115 元,參酌該公司 104 年第三季經會計師核閱財務報表,以擬上櫃股數 247,050 仟股計算之每股淨值 6.13 元,計算之股價淨值比區間為 18.76 倍,由下表得知,採樣同業之股價淨值比在 3.69-9.02 倍之間,該公司之股價淨值比高於採樣同業,主要係因採樣同業均已辦理上櫃前現增而使每股淨值大幅提升,經考量之市場地位、經營績效、發行市場環境及產業未來發展前景等因素,鑒於(1)中裕新藥屬於國際級之新藥研發團隊,研發能量在抗 HIV 藥物發展領域中,均深耕已久,因此該公司適入國內資本市場甚具指標意義;(2)該公司目前以及未來預計投入研發之抗 HIV 新藥領域,由於目前 HIV 並無有效可治癒及預防之新藥(例如疫苗),且其病毒基因突變高、抗藥性及副作用較易產生,市場對於新藥物之需求相較於其他疾病甚急,且抗 HIV 藥物之發展歷史在至今 25 年以來,僅有三十多種藥物獲得美國 FDA 核准上市,因此在需求與供給之差異下,市場潛力仍存有持續生存及生長空間,因此與採樣同業之核心業務規模相較有過之而無不及;(3)中裕新藥目前研發之抗 HIV 藥物主要以蛋白質藥物為主,於臨床試驗數據上均顯示較現有市面之抗 HIV 藥物,具有較低之副作用,且為長效性注射劑型,可降低取用每日服藥方式,降低未按時服藥產生抗藥性問題,並可與傳統口服劑型形成市場區隔,對於未來 HIV 藥物開發而言應有領先之趨勢。基於以上原因,市場投資人對於中裕新藥的評價和期許尤勝於產業中其他多數同業,因此該公司與興櫃市場之成交參考價於長期居於每股 100-150 元之間,於此可見一斑。故經充分考量上述市場因素,並參酌該公司最近一個月之興櫃市場平均成交價,而與中裕新藥議定之承銷價格 115 元,經本承銷商評估尚屬合理。

項目	期間	月均價(元)	104 年 9 月底每股淨值(元)	股價淨值比(倍)
智學生技	104 年 10 月	216.38	31.40	6.89
台灣浩鼎	104 年 10 月	388.76	43.10	9.02
安成國際	104 年 10 月	183.93	49.91	3.69

資料來源:各公司 104 年前三季經會計師核閱之財務報告及櫃檯買賣中心統計資料

料

(2) 成本法(Cost Approach)

成本法主要以被評價公司帳面之價值為公司價值評價之基礎,即以資產負債表上之資產總額減去總負債金額來評定公司之價值,但公司之價值係以其所能創造之獲利來評定,因此以帳面價值來評定公司之價值並不適用於成長型之公司,且在評定資產總額及負債總額時,需考慮到資產與負債的真正市價,一般而言並不容易取得市價的資訊。其評價模式為:

目標公司參考價格=(總資產-總負債)/普通股流通在外總數

以該公司 104 年第三季經會計師核閱之財務報表計算該公司之每股淨值為 6.97 元,由於此方法具有上述缺點,且未能考慮該公司之未來業績及獲利成長能力,故較不具參考性。

(3) 現金流量折現法

現金流量折現法係以公司預估未來產生之現金流量折現總和合計數認定為股東權益價值,加上現金、長短期投資金額扣除融資負債價值為公司價值再除以流通在外股數以計算每股之價值。現金流量折現法係以未來各期所創造現金流量之折現值合計數認定為股東權益價值,由於未來之現金流量無法精確掌握,評價方法所使用之相關參數,如未來營收成長率、邊際利潤率、資本支出之假設較為樂觀,在永續經營假設下,產業快速變化之特性使對未來之預估更不具不確定性,較無法合理評估公司應有之價值,故在未來現金流量及加權平均資金成本無法精確掌握情況下,且相關參數之參考價值相對較為主觀之情形下,國內實務較少採用,故本推薦證券商不擬採用此方法。

綜上所述,經考量該公司之市場地位、未來經營績效、發行市場現況及產業未來發展後,本推薦證券商評估決定採取股價淨值比法,並參酌該公司最近一個月之興櫃市場平均成交價作為設算承銷價格基礎,而與中裕新藥議定之承銷價格 115 元,經本承銷商評估尚屬合理。

(二) 發行人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智學生技、台灣浩鼎及安成國際之財務狀況、獲利情形及本益比之比較情形說明如下:

1. 財務狀況

分析項目	年度公司名稱	101 年底	102 年底	103 年底	104 年截至 9 月 30 日
		中裕新藥	2.16	7.97	2.68
財務結構 (%)	智學生技	0.86	0.94	0.61	1.35
	台灣浩鼎	5.08	2.10	2.97	0.55
	安成國際	18.84	9.36	10.43	6.57
	同業	41.5	47.7	-	-
負債占資產比率	中裕新藥	13,322.59	20,741.88	11,288.68	9,498.27
	智學生技	211,817.90	560,452.16	831,400.00	29,654.49
	台灣浩鼎	6,625.98	5,806.65	3,191.98	13,100.97
	安成國際	315.48	510.05	328.78	533.48
長期資金占不動產、廠房及設備比率	同業	136.05	106.50	-	-

資料來源:1.中裕新藥、台灣浩鼎及安成國際各期經會計師查核簽證及核閱之合併財務報告、智學生技各期經會計師查核簽證及核閱之個別財務報告及各公司公開資訊觀測站資訊。

2. 同業係依據財團法人金融聯合徵信中心出版之「中華民國台灣地區主要行業財務比率」中之製藥業。

該公司 101 年~103 年度及 104 年 9 月底負債占資產比率分別為 2.16%、7.97%、2.68%及 8.86%;102 年度因持續研發新藥及支付臨床試驗等相關費用,使營運資金減少,致負債占資產比率提升至 7.97%,103 年度為營運所需,辦理現金增資募集資金 1,392,300 仟元,致負債占資產比率降至 2.68%;104 年 9 月底主要因尚未支付 TMB-355 三批少量產費用,致流動負債較 103 年度增加,故負債占資產比率增加至 8.86%。與採樣公司及同業相較,該公司 101 年度至 103 年度及 104 年 9 月底負債占資產比率均介於採樣公司與同業之間;整體而言,該公司財務結構尚稱穩健。

該公司 101 年~103 年度及 104 年 6 月底長期資金占不動產、廠房及設備比率分別為 13,322.59%、20,741.88%、11,288.68%及 9,498.27%;102 年度為搬遷新辦公室,處分原有辦公室相關設備,致長期資金占不動產、廠房及設備比率較 101 年度增加,103 年度因購置奈米研磨機、毛細管電泳儀及液體粒子計數器等儀器設備,致長期資金占不動產、廠房及設備比率較 102 年度下降,另 104 年截至 9 月底新藥尚未投標或取得藥證上市銷售,營運仍為虧損,造成業主權益下降,使得長期資金占不動產、廠房及設備比率較 103 年度下降。與採樣公司及同業相較,該公司 101 年度至 103 年度及 104 年 9 月底長期資金占不動產、廠房及設備比率均介於採樣公司與同業之間;整體而言,該公司 101 年~103 年度及 104 年 9 月底長期資金占不動產、廠房及設備比率皆高於 100%,尚無以短期資金支應不動產、廠房及設備購置之情事。

綜上所述,該公司截至目前負債比率甚低,且長期資金佔不動產、廠房及設備比率均高於 100%,顯示該公司財務結構尚屬良好。

2. 獲利情形

分析項目	公司別	101 年底	102 年底	103 年底	104 年截至 9 月 30 日
		中裕新藥	(27.93)	(32.65)	(22.65)
獲利能力 (%)	智學生技	4.35	(5.41)	4.38	18.58
	台灣浩鼎	(38.15)	(31.79)	(39.55)	(20.63)
	安成國際	(58.78)	(17.97)	(23.15)	(8.29)
	同業	(5.6)	3.3	-	-
權益報酬率	中裕新藥	(12.61)	(13.26)	(13.65)	(22.92)
	智學生技	5.39	(13.90)	6.90	48.86
	台灣浩鼎	(20.55)	(31.39)	(47.49)	(61.67)
	安成國際	(62.99)	(61.27)	(83.38)	(63.32)
營業利益占實收資本額比率	同業	-	-	-	-
	中裕新藥	(10.70)	(12.96)	(12.90)	(22.16)
	智學生技	5.32	(11.74)	12.16	57.51
稅前純益占實收資本額比率	台灣浩鼎	(18.46)	(29.44)	(44.47)	(53.10)

分析項目	公司別	101 年底	102 年底	103 年底	104 年截至 9 月 30 日
純益率	安成國際	(57.53)	(44.20)	(80.18)	(34.93)
	同業	-	-	-	-
	中裕新藥	註 1	註 1	註 1	註 1
	智學生技	26.62	(315.10)	53.97	84.17
	台灣浩鼎	註 1	註 1	註 1	註 1
	安成國際	(159.97)	(135.56)	(254.25)	(111.13)
每股稅後盈餘 (元)	同業	119.3	(5.9)	-	-
	中裕新藥	(1.07)	(1.30)	(1.32)	(1.66)
	智學生技	0.58	(1.26)	1.23	4.18
	台灣浩鼎	(1.95)	(3.11)	(4.46)	(4.13)
	安成國際	(6.26)	(5.03)	(8.05)	(2.45)
	同業	-	-	-	-

資料來源：1. 中裕新藥、台灣浩鼎及安成國際之各期經會計師查核簽證及核閱之合併財務報告、智學生技各期經會計師查核簽證及核閱之個別財務報告及各公司公開資訊觀測站資訊。

2. 同業係依據財團法人金融聯合徵信中心出版之「中華民國台灣地區主要行業財務比率」中之製藥業。

註 1：因未有營業收入，故未予列示。

該公司 101 年~103 年度及 104 年前三季權益報酬率分別為(27.93%)、(32.65%)、(22.65%)及(28.76%)，營業利益占實收資本額比率分別為(12.61%)、(13.26%)、(13.65%)及(22.92%)，稅前純益占實收資本額比率分別為(10.70%)、(12.96%)、(12.90%)及(22.16%)，純益率因未有營業，故不予計算，而每股稅後盈餘分別為(1.07)元、(1.30)元、(1.32)元及(1.66)元。該公司目前仍處於新藥開發階段，因持續支付研發費用且新藥尚未取得藥證上市銷售，尚未有授權金或產品銷售收入，使得營運產生虧損，致獲利能力中各項指標皆為負數。與採樣公司及同業相較，該公司與採樣公司均屬新藥研發階段，其中除智學生技因將 PEP02 授權予 Merrimack 公司，依合約收取階段授權金收入，致 101 年度、103 年度及 104 年前三季獲利能力各項指標皆為正數外，其餘採樣公司獲利能力各項指標皆為負數。整體而言，採樣公司之獲利主要來自新藥對外授權之階段授權金等收入，由於該公司尚處於新藥開發階段，藥品尚未對外授權而有虧損狀況，尚屬合理，其獲利能力各項指標與同業相較尚無重大異常之情事。

3. 本益比

公司	平均成交價(元)	每股盈餘(註 1)	本益比(倍)
智學生技	104 年 8 月	162.98	132.50
	104 年 9 月	186.53	151.49
	104 年 10 月	216.38	175.92
台灣浩鼎	104 年 8 月	284.57	(註)
	104 年 9 月	334.05	(註)
	104 年 10 月	388.76	(註)
安成國際	104 年 8 月	216.10	(註)
	104 年 9 月	219.10	(註)
	104 年 10 月	183.93	(註)

資料來源：各公司 103 年度經會計師查核簽證之財務報告、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心網站。

註：採樣同業因為虧損，故無法計算本益比。

該公司與採樣同業均屬生技新藥相關公司，主要皆著重於未來新藥的開發潛力，其中台灣浩鼎及安成國際於 103 年度尚無獲利無法計算本益比，智學生技之本益比較高，由於該公司最近三年度及 104 年前三季稅後淨利仍為虧損，故不適合以本益比法與同業比較評估其合理價格。

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。

本推薦證券商與該公司共同議定股票公開承銷價格並未委請財務專家出具意見或委託鑑定機構出具鑑價報告，故不適用。

四、取得發行人於興櫃市場掛牌之最近一個月各月平均股價及成交量資料

彙整該公司最近一個月於興櫃市場交易買賣總成交量及平均成交價格如下表所示：

單位：新台幣元；股

月份	成交數量(股)	平均成交價(元)
104 年 10 月 14 日~ 104 年 11 月 13 日	35,978,079	142.03

資料來源：財團法人櫃檯買賣中心興櫃交易資訊。

五、推薦證券商就其與發行人所共同議定承銷價格合理性之評估意見

本推薦證券商與該公司所共同議定之承銷價格為每股 115 元，主要係參酌該公司所處產業、市場環境、同業之市場交易狀況等因素，及參酌股價淨值比法及其最近一個月興櫃市場之平均成交價，並考量興櫃市場流動性不足之風險後，以所推算之合理價格作為與該公司共同議定承銷價格之依據。綜上考量，而與中裕新藥議定之承銷價格 115 元，經本承銷商評估尚屬合理。

發行公司：中裕新藥股份有限公司
 主辦證券商：元富證券股份有限公司
 協辦證券商：元大證券股份有限公司
 協辦證券商：玉山綜合證券股份有限公司
 協辦證券商：永豐金證券股份有限公司
 協辦證券商：凱基證券股份有限公司
 協辦證券商：華南永昌綜合證券股份有限公司
 協辦證券商：統一綜合證券股份有限公司
 協辦證券商：台灣工銀證券股份有限公司
 協辦證券商：群益金鼎證券股份有限公司
 協辦證券商：康和綜合證券股份有限公司
 協辦證券商：德信綜合證券股份有限公司
 協辦證券商：兆豐證券股份有限公司
 協辦證券商：國泰綜合證券股份有限公司
 協辦證券商：臺灣土地銀行股份有限公司

負責人：陳志全
 董事長：陳俊宏
 董事長：賀鳴珩
 負責人：林晉輝
 代表人：陳惟龍
 代表人：丁紹曾
 負責人：劉茂賢
 代表人：林志生
 代表人：趙凱顯
 代表人：王濤智
 代表人：葉公亮
 代表人：廖述群
 代表人：劉大貝
 代表人：莊順裕
 代表人：吳當傑

【附件二】律師法律意見書

中裕新藥股份有限公司本次為募集與發行普通股 30,000,000 股，每股面額新台幣 10 元，

發行總金額新台幣 300,000,000 元整，向財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心提出申報。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，中裕新藥股份有限公司本次向財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心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

中裕新藥股份有限公司

林聖鈞律師
 李永裕律師事務所

【附件三】證券承銷商評估報告總結意見

中裕新藥股份有限公司(以下簡稱中裕新藥或該公司)本次為辦理公開募集與發行現金增資普通股 30,000,000 股，每股面額新台幣壹拾元整，合計發行總金額為新台幣 300,000,000 元整，依法向財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心提出申報。業經本承銷商採用必要之輔導及評估程序，包括實地瞭解中裕新藥之營運狀況，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，中裕新藥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。

元富證券股份有限公司

董事長：陳俊宏
 承銷部門主管：顏榮嗣