



(本案適用公開申購倍數彈性調整公開申購數量規定，並適用掛牌後首五日無漲跌幅限制之規定)

國泰綜合證券股份有限公司等共同辦理環瑞醫投資控股股份有限公司(以下簡稱「環瑞醫」)初次上櫃承銷案，公開銷售之總股數為15,640仟股。其中以現金增資發行新股13,600仟股對外辦理公開銷售，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」第二十一條之一規定確定調整後之公開申購配售比率為25%，共計3,400仟股，其餘75%共計10,200仟股則以詢價圈購方式辦理公開銷售。另依「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，由環瑞醫協調股東提供已發行普通股股票2,040仟股供主辦承銷商進行過額配售，其實際過額配售數量視繳款情形認定之。詢價圈購作業於103年12月15日完成，承銷契約之副本業經報奉中華民國證券商業同業公會備查在案。茲將銷售辦法公告於後：

一、承銷商名稱、地址、詢價圈購股數、公開申購數量及總承銷股數：

證券承銷商名稱	詢價圈購股數	公開申購股數	過額配售股數	總承銷股數
(一)主辦承銷商				
國泰綜合證券股份有限公司 地址：台北市大安區敦化南路二段333號20樓	8,600 仟股	3,400 仟股	2,040 仟股	14,040 仟股
(二)協辦承銷商				
統一綜合證券股份有限公司 地址：台北市松山區東興路8號1樓	700 仟股	0 仟股	0 仟股	700 仟股
元大寶來證券股份有限公司 地址：台北市敦化南路一段66號11樓	300 仟股	0 仟股	0 仟股	300 仟股
日盛證券股份有限公司 地址：台北市重慶南路一段10號2樓	200 仟股	0 仟股	0 仟股	200 仟股
凱基證券股份有限公司 地址：台北市中山區明水路700號3樓	200 仟股	0 仟股	0 仟股	200 仟股
富邦綜合證券股份有限公司 地址：台北市仁愛路四段169號21樓	100 仟股	0 仟股	0 仟股	100 仟股
華南永昌綜合證券股份有限公司 地址：台北市民生東路四段54號5樓	100 仟股	0 仟股	0 仟股	100 仟股
合 計	10,200 仟股	3,400 仟股	2,040 仟股	15,640 仟股

註：已於興櫃掛牌時提撥一仟股予投資人保護中心，本次承銷不需保留。

二、承銷價格及圈購處理費：

(一)承銷價格：每股新台幣50元整(每股面額新台幣壹拾元整)。

(二)圈購處理費：獲配售圈購人應繳交獲配售股數每股1元之圈購處理費。

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、初次上櫃承銷案件，主辦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櫃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，主辦承銷商已與環瑞醫簽定「過額配售協議書」，由環瑞醫股東提出對外公開發售股數之15%，計2,040仟股已發行普通股股票供主辦承銷商進行過額配售。另主辦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，主辦承銷商已與環瑞醫簽訂「過額配售協議書」，除依規定應提出強制集保股份外，另由環瑞醫協調特定股東，就其所持有之已發行普通股股票自願送存集保，兩者合計87,538,556股，佔上櫃掛牌時擬發行股份總額151,000,000股之57.97%，另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，以維持承銷價格穩定。

五、申購(認購)數量限制：

(一)公開申購數量：每一銷售單位為1仟股，每人限購1單位(若超過1仟股，即全數取消申購資格。)

(二)詢價圈購：

- 1.證券承銷商依實際承銷價格並參酌其詢價圈購彙總情形決定受配投資人名單及數量。受配投資人就該實際承銷價格及認購數量為承諾者，即成立交易，並應於規定期限內繳款。
- 2.圈購數量以仟股為單位，惟視公開申購配售額度調整每一圈購人認購數量上限。如公開申購額度為30%(含)以下，專業投資機構(係指國內外之銀行、保險公司、基金管理公司、政府投資機構、政府基金、共同基金、單位信託、投資信託及信託業。)、大陸地區機構投資人實際認購數量，最低圈購數量為1仟股，最高認購數量不得超過於各承銷商實際認購合計1,564仟股。其他圈購人(係指除專業投資機構外、大陸地區機構投資人之其他法人及自然人)實際認購數量，最低圈購數量為1仟股，最高認購數量不得超過於各承銷商實際認購合計數782仟股。另如公開申購額度為超過30%以上，專業投資機構、大陸地區機構投資人實際認購數量，最低圈購數量為1仟股，最高認購數量不得超過於各承銷商實際認購合計數782仟股，其他圈購人實際認購數量，最低圈購數量為1仟股，最高認購數量不得超過於各承銷商實際認購合計數312仟股。
- 3.承銷商於配售股票時，應依據「中華民國證券商業同業公會證券承銷商詢價圈購配售辦法」辦理。

六、公開說明書之分送方式及取閱地點：

(一)有關環瑞醫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群中國信託商業銀行代理部(台北市重慶南路一段83號5樓)、各承銷商之營業處所索取，或上網至公開資訊觀測站(<http://newmops.twse.com.tw>)及主、協辦承銷商網站免費查詢，網址：國泰綜合證券股份有限公司(<http://www.cathaysec.com.tw>)、統一綜合證券股份有限公司(<http://www.unipsg.com>)、日盛證券股份有限公司(<http://www.jihsun.com.tw>)、富邦綜合證券股份有限公司(<http://www.fubon.com>)、凱基證券股份有限公司(<http://www.kgieworld.com.tw>)、元大寶來證券股份有限公司(<http://www.yuanta.com.tw>)及華南永昌綜合證券股份有限公司(<http://www.entrust.com.tw>)。

歡迎來函附回郵四十二元之中型信封洽該公司股務代理機構中國信託商業銀行代理部(台北市重慶南路一段83號5樓)索取。

另本案公開說明書陳列處所如下：

臺灣證券交易所	台北市信義路5段7號3樓
財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心	台北市羅斯福路2段100號15樓
中華民國證券商業同業公會	台北市復興南路2段268號6樓
中華民國證券暨期貨市場發展基金會	台北市南海路3號9樓

(二)配售及申購結束後，承銷商應將「公開說明書」、「中籤通知書」或「配售通知」以限時掛號寄發中籤人及受配人。

七、通知及(扣)繳交價款日期與方式：

(一)詢價圈購部分：

- 1.本案繳款截止日為103年12月18日，惟受配人仍應依承銷商通知之日期向國泰世華商業銀行全省各地分行辦理繳交股款手續及獲配售股數每股1元之圈購處理費手續，實際應繳款金額應依個別承銷商之認購通知指示繳款。
- 2.受配人未能於繳款期間內辦妥繳款手續者，視為自動放棄。

(二)公開申購部份：

申購人應以詢價圈購價格區間上限繳交認購價款，另申購處理費、中籤通知郵寄工本費及認購價款扣繳日為103年12月16日(扣繳時點以銀行實際作業為準)。

(三)實際承銷價格訂定之日期為103年12月16日，請於當日下午1：30後自行上網至臺灣證券交易所網站(<http://www.twse.com.tw>)免費查詢。

八、有價證券發放日期、方式與特別注意事項：

(一)環瑞醫於股款募集完成後，通知集保結算所於103年12月23日將股票直接劃撥至認購人指定之集保帳戶，並於當日上櫃。

(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。

九、公開申購期間：申購期間業已於103年12月11日起至103年12月15日完成。

十、未中籤人之退款作業：對於未中籤人之退款作業，將於公開抽籤次一營業日(103年12月18日)上午10點前，依證交所電腦資料，將中籤通知郵寄工本費及認購價款退還未中籤申購人(均不加計利息)，惟申購處理費不予退回。

十一、中籤之申購人如有退款必要者：本案採同時辦理詢價圈購與公開申購配售作業，因實際承銷價格為新台幣50元，低於詢價圈購價格(新台幣47~57元)上限，將於公開抽籤日次一營業日(103年12月18日)上午10點前，依證交所電腦資料，將中籤之申購人依詢價圈購價格上限(新台幣57元)繳交申購有價證券價款者與實際承銷價格(新台幣50元)計算之申購有價證券價款之差額，不加計利息予以退回。

十二、申購及中籤名冊之查詢管道：

(一)可參加公開抽籤之合格清冊，將併同不合格清冊，於公開抽籤日，備置於收件經紀商(限所受申購部分)，台灣證券交易所股份有限公司及主辦承銷商營業處所，以供申購人查閱。

(二)申購人可以向原投件證券經紀商查閱中籤資料，亦可以透過台灣集中保管結算所股份有限公司電話語音系統查詢是否中籤，但使用此系統前，申購人應先向證券經紀商申請查詢密碼，相關查詢事宜如后：

- 1.當地電話號碼七碼或八碼地區(含金門)，請撥412-1111或412-6666，撥通後再輸入服務代碼#111。
- 2.當地電話號碼六碼地區請撥41-1111或41-6666，撥通後再輸入服務代碼#111。
- 3.中籤通知郵寄工本費每件50元整。

十三、有價證券預定上櫃日期：103年12月23日(實際上櫃日期以發行公司及櫃買中心公告為準)。

十四、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，公司及各證券承銷商均未對本普通股股票上櫃後價格為任何聲明、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發行公司網址：[\(http://www.swissray.com/\)](http://www.swissray.com/)。

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、特別注意事項：

(一)認購人於認購後、有價證券發放前死亡者，其繼承人領取時，應憑原認購人死亡證明書、繼承人之國民身分證正本(未滿十四歲之未成年人，得以戶口名簿正本及法定代理人國民身分證正本代之)、繼承系統表、戶籍謄本(全戶及分戶)、繼承人印鑑證明(未成年人應加法定代理人印鑑證明)、遺產稅證明書，繼承人中有拋棄繼承者應另附經法院備查之有價證券繼承拋棄同意書及其他有關文件辦理。

(二)若於中籤後發現有中籤人未開立或事後註銷交易戶、款項劃撥銀行帳戶或集中保管帳戶情事，致後續作業無法執行者，應取消其其中籤資格。

(三)證券交易市場如因天然災害或其他原因致集中交易市場休市時，有關申購期間、公開抽籤日、處理費、中籤通知郵寄工本費或價款之繳存、扣繳、解交、匯款等作業及其後續作業順延至次一營業日辦理；另如係部份縣(市)停止上班，考量天災係不可抗力之事由，無法歸責證券商，投資人仍應注意相關之風險。

十七、該股票奉准上櫃以後之價格，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。

十八、會計師最近三年度財務資料之查核簽證意見：

(一)合併財務報告

年度	會計師事務所	會計師姓名	查核簽證意見
100	—	—	—
101	—	—	—
102	資誠聯合會計師事務所	曾惠瑾、梁嬋女	修正式無保留意見
103 第三季	資誠聯合會計師事務所	曾惠瑾、梁嬋女	修正式無保留意見

註：環瑞醫係於102年1月7日設立

(二)擬制性合併財務報告

年度	會計師事務所	會計師姓名	查核簽證意見
100	—	—	—
101	資誠聯合會計師事務所	曾惠瑾	修正式無保留意見
102	資誠聯合會計師事務所	曾惠瑾	修正式無保留意見

註：環瑞醫係於102年1月7日設立，102年3月發行新股取得SMTH AG100%股權，惟此交易性質係屬組織架構重組，且於102年3月底完成相關法律程序，為使比較基礎一致，101~102年度係採用經會計師查核簽證之擬制性合併財務報表

十九、承銷價格決定方式(如附件一)：

承銷價格之議定主要係由主辦承銷商考量環瑞醫之產業未來發展前景、市場環境、同業之股價淨值比以及興櫃市場之平均股價等因素，並依「中華民國證券商業同業公會證券承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第三十條規定，參考詢圈狀況及主、協辦承銷商之研究報告等與環瑞醫共同議定之。

二十、律師法律意見書(如附件二)。

二十一、證券承銷商評估報告總結意見(如附件三)。

二十二、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。

二十三、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)承銷前後流通在外股數

環瑞醫投資控股股份有限公司(以下簡稱環瑞醫或該公司)申請上櫃時之實收資本額為新台幣(以下同)1,350,000 仟元，每股面額新台幣 10 元整，已發行股數為 135,000 仟股，計算其擬辦理現金增資及提出供上櫃公開承銷之股數。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 16,000 仟股以辦理股票公開承銷作業，預計上櫃掛牌時股數為 151,000 仟股，實收資本額為 1,510,000 仟元。

(二)公開承銷股數來源

該公司本次申請股票上櫃，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」第四條規定，採用現金增資發行新股之方式辦理上櫃公開承銷，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」第二條及第六條規定，公開發行公司初次申請股票上櫃時，至少應提出擬上櫃股份總額百分之十以上股份，委託推薦證券商辦理承銷，另公開發行公司開始為興櫃股票櫃檯買賣未滿二年者，依本規定提出承銷之股數，得扣除其前已依法提出供興櫃股票推薦證券商認購之股數；但扣除之股數不得逾依本規定提出承銷之股數之百分之三十。故該公司擬於股票初次申請上櫃案經主管機關審查通過後，預計以現金增資發行新股 16,000 仟股，並依公司法第 267 條之規定，保留發行股份之 15%，預計為 2,400 仟股予員工認購，其餘 13,600 仟股則依證券交易法第 28-1 條規定排除公司法第 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

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」第二條第一項第一款之規定，主辦推薦證券商應要求發行公司協調其股東就當次依法令規定委託證券商辦理公開承銷股數百分之十五之額度上限，提供已發行普通股股票供主辦推薦證券商辦理過額配售，惟主辦推薦證券商得依市場需求決定過額配售數量。本推薦證券商已與該公司簽定「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% 額度內，上限計 2,040 仟股供主辦推薦證券商辦理過額配售，惟主辦推薦證券商得依市場需求決定過額配售數量。

(四)股權分散標準

該公司截至 103 年 8 月 6 日止，股東人數共計 1,318 人，其中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 1,301 人，且其所持股份總額合計 62,030,239 股，占發行股份總額 45.95%，故已符合「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」第三條有關股權分散之標準。

(五)綜上所述，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」第二條，應至少提出擬上櫃10%以上股份委託推薦證券商辦理上櫃前公開承銷。本次公開承銷擬辦理現金增資16,000仟股，且依公司法第267條規定保留15%即2,400仟股由員工認購外，其餘13,600仟股依據「證券交易法」第28-1條規定，業經該公司103年6月27日股東會決議通過由原股東全數放棄認購，委由推薦證券商辦理上櫃前公開承銷。本次公開承銷擬辦理現金增資16,000仟股，其中上櫃前公開承銷股數為13,600仟股，已達預計上櫃時股數151,000仟股10%扣除該公司提出供興櫃股票推薦證券商認購之股數1,500仟股，符合前述規定。

二、承銷價格說明

(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基礎法、成本法及收益基礎法之比較

1.承銷價格訂定所採用之方法、原則及計算方式

股票價值之評價方式多樣，各有其優缺點，評估結果亦有所差異。茲將目前市場上常用之股價評價方式分述如下：

(1)市場基礎法

市場基礎法主要係與上市、櫃公司中產業性質相近的同業，透過已公開資訊與被評價公司歷史軌跡比較，作為評價企業的價值。市場上運用市價計算股價之方法，主要為本益比法及股價淨值比法。本益比法及股價淨值比法係依據該公司之財務資料，計算每股盈餘及每股淨值，比較同業公司平均本益比及股價淨值比估算股價，最後再調整溢價和折價以反應與同業公司不同之處。

(2)成本法

成本法近似重置成本的理論，所謂重置成本法，本指企業如要重置或重購相似資產所需花費之數額。以重置成本來估計資產之價值，即是以企業重置或重購相同獲利能力之資產所需花費之成本數額來估計其價值，且必須有相似且合理之資產價格可供參考，另外使用成本法的限制有下列四種：

- A.無法表達目前真正及外來的經濟貢獻值。
- B.忽略了技術經濟壽年。
- C.技術廢舊及變革對於其所造成的風險無法預測。
- D.成本法中對於折舊項目及金額有量化的困難。

(3)收益基礎法

收益基礎法係根據該公司未來預估之獲利及現金流量，以涵蓋風險的折現率來折算現金流量，同時考慮實質現金及貨幣之時間價值。

茲將前述各評價方式之優缺點及適用時機彙總說明如下：

項目	本益比法	股價淨值比法	成本法	收益基礎法
優點	1.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。 2.市場價格資料容易取得。	1.淨值係長期且穩定之指標。當盈餘為負時之替代評估法。 2.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.符合學理上對價值的推論，能依不同的關鍵變數的預期來評價公司。 2.較不受會計原則或會計政策不同影響。 3.考量企業之成長性及風險。
缺點	1.盈餘品質易受會計方法之選擇所影響。 2.企業盈餘為負時不適用。 3.使用歷史資訊無法反映公司未來績效。	1.帳面價值受會計方法之選擇所影響。 2.同產業之不同公司間之本質上仍有相當差異。	1.資產帳面價值與市場價值差距甚大。 2.未考量公司經營成效之優劣。	1.使用程序繁瑣，需估計大量變數，花費成本大且不確定性高。 2.對於投資者，現金流量觀念不易瞭解。 3.預測期間較長。
適用時機	適合評估風險水準、成長率及股利政策穩定的公司。	適合評估有鉅額資產但股價偏低的公司。	適合用於評估如傳統產業類股或公營事業。	1.當可取得公司詳確的現金流量與資金成本的預測資訊時。 2.企業經營穩定，無鉅額資本支出。

資料來源：國泰綜合證券整理

由於該公司截至目前為止尚處於虧損狀態，因此在股價的評價上較不適用以每股盈餘為評價基礎之本益比法；由於上述限制，國際上採成本法評估企業價值者並不多見，因此本推薦證券商不擬採用成本法作為承銷價格訂定之參考依據；而收益基礎法對於公司未來數年的盈餘及現金流量均屬估算價格時必備之基礎，然因預測期間長，不僅困難度相對較

高，且資料未必十分準確，較無法合理評估公司應有的價值；而目前市場上投資人對於虧損的公司多採以淨值為基礎的股價淨值比法或帳面價值為基礎的成本法作為評價基礎，考量該公司行業特性，本次擬採用股價淨值比法作為承銷價格訂定所採用的方法應屬較佳之評價模式。

2.承銷價格訂定與適用國際慣用之市場基礎法、成本法及收益基礎法之比較

環瑞醫投資控股股份有限公司及其子公司(以下簡稱環瑞醫集團或該集團)主要係從事數位X光診斷影像設備及骨質密度檢測儀器之研發、生產、銷售與全球客戶之安裝、維修、升級等相關服務，與代理銷售分子影像系統，經檢視其相關產業及同業資料，台灣醫療器材業者多數生產居家器材消費型產品，目前國內上市、櫃公司及興櫃公司中，從事高階醫療設備銷售者仍以代理、經銷之通路商為主，未有從事研發、製造組裝之自有品牌商，故並無完全從事相同業務之公司。若以最終銷售對象為採樣之選擇基礎，目前國內上櫃公司中，合富醫療控股股份有限公司(以下簡稱F-合富)主要銷售腫瘤治療暨醫學檢驗儀器、曜亞國際股份有限公司(以下簡稱曜亞)主要銷售醫學美容之雷射醫療儀器、國內上市公司佳醫健康事業股份有限公司(以下簡稱佳醫)主要銷售洗腎機器等血液透析產品，以及國內興櫃公司安克生醫股份有限公司(以下簡稱安克)主要從事醫學影像高階醫療器材診斷軟體之開發與銷售，主要產品皆為高階醫療設備且最終銷售對象為醫療院所機構，與該公司相近，故作為該公司之同業。茲就上述採樣公司及上櫃生技醫療類股最近三個月(103年9月~103年11月)資料進行下列分析：

(1)市場基礎法

A.本益比法(Price/Earnings ratio, P/E ratio)

證券名稱	期間	本益比(倍)	平均本益比(倍)
F-合富(4745)	103年9月	20.91	19.37
	103年10月	19.01	
	103年11月	18.19	
曜亞(4138)	103年9月	26.07	22.67
	103年10月	23.34	
	103年11月	18.60	
佳醫(4104)	103年9月	22.11	21.06
	103年10月	20.77	
	103年11月	20.29	
安克(4188)(註)	103年9月	—	—
	103年10月	—	
	103年11月	—	
生技醫療類(上櫃)	103年9月	105.29	96.96
	103年10月	97.65	
	103年11月	87.95	

資料來源：台灣證券交易所、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心網站暨國泰綜合證券整理。

註：由於安克截至目前為止仍處於虧損狀態，每股稅後盈餘為負，故無法計算其本益比。

由上表可知，以上市櫃公司中之採樣公司、上櫃股票一生技醫療類股，最近三個月之平均本益比區間約為 19.37 ~ 96.96 倍之間，惟本益比法在比較基礎上，係以盈餘作為計算基礎，若盈餘為負值，則無法計算出合理價格，由於該公司截至目前為止仍處於虧損狀態，以本益比法無法反應該公司之真實價值，故不擬採用本益比法。

B.股價淨值比法(Price/Book value ratio，P/B ratio)

證券名稱	期間	股價淨值比(倍)	平均股價淨值比(倍)
F-合富(4745)	103 年 9 月	4.16	3.78
	103 年 10 月	3.78	
	103 年 11 月	3.41	
曜亞(4138)	103 年 9 月	2.04	1.86
	103 年 10 月	1.83	
	103 年 11 月	1.71	
佳醫(4104)	103 年 9 月	0.99	0.93
	103 年 10 月	0.93	
	103 年 11 月	0.88	
安克(4188) (註)	103 年 9 月	6.53	6.17
	103 年 10 月	6.75	
	103 年 11 月	5.24	
生技醫療類(上櫃)	103 年 9 月	4.37	3.95
	103 年 10 月	3.83	
	103 年 11 月	3.66	

資料來源：台灣證券交易所、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心網站暨國泰綜合證券整理。

註：股價淨值比=每月均價/103年前三季經會計師核閱之合併財務報告每股淨值。

該公司 103 年前三季經會計師核閱之財務報告中歸屬於母公司業主權益金額為 1,643,593 仟元，以股本 135,000 仟股計算之每股淨值為 12.17 元，依上表得知，採樣公司及上櫃生技醫療類股最近三個月(103 年 9 月~103 年 11 月)之平均股價淨值比約在 0.93~6.17 倍，考量佳醫平均股價淨值比低於同業平均不予列入比較外，採樣同業及上櫃生技醫療類股之平均股價淨值比在 1.86~6.17 倍，該公司之合理股價為 22.64~75.09 元，而該公司上櫃掛牌前議定承銷價格為 50 元，位於合理價格區間內，經本推薦證券商評估尚屬合理。

(2)成本法

成本法係帳面價值法(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之依據，將忽略通貨膨脹因素且無法表達資產實際經濟價值，並深受財務報表採行之會計原則與方法影響，將可能低估成長型公司之價值，因此國際上以成本法評價初次上市(櫃)公司之企業價值者不多見。

以該公司 103 年前三季經會計師核閱之財務報告中歸屬於母公司業主權益金額為 1,643,593 仟元，以股本 135,000 仟股計算之每股淨值為 12.17 元，即為依成本法計算之參考價格，該公司 103 年 11 月興櫃市場平均價格 61.37 元，顯然不甚合理，故本推薦證券商不予採用此種評價方法。

(3)收益基礎法

收益基礎法係認為企業價值應為未來營運可能創造淨現金流量之現值總和，其中又以自由現金流量折現模式(Free Cash Flow Model)最能反映合理之報酬率，其計算公式如下：

$$P_0 = V_E / N = (V_0 - V_D) / \text{Shares}$$

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+K_1)^t} + \sum_{t=n+1}^{t=m} \frac{FCFF_t}{(1+K_1)^n \times (1+K_2)^{t-n}} + \frac{FCFF_{m+1}}{(1+K_1)^n \times (1+K_2)^{m-n} \times (K_3 - g)}$$

$$FCFF_t = EBIT_t \times (1 - \text{tax rate}_t) + Dep_t - Capital\ Exp_t - \Delta NWC_t$$

$$K_i = \frac{D}{A} \times K_d (1 - \text{tax rate}) + \frac{E}{A} \times K_e$$

$$K_e = R_f + \beta_j (R_m - R_f)$$

P_0	=	每股價值
V_0	=	企業總體價值 = $V_E + V_D$ = 股東權益價值 + 負債價值(不含計入營業活動現金流量之負債)
N	=	擬上櫃股數 151,000 仟股
$FCFF_t$	=	第 t 期之自由現金流量
K_i	=	加權平均資金成本 $i=1,2,3,\dots$
g	=	營業收入淨額成長率
n	=	5 第一階段之經營年限：103 年度~ 107 年度
m	=	10 第二階段之經營年限：108 年度~ 112 年度
$EBIT_t$	=	第 t 期之息前稅前淨利
tax rate_t	=	第 t 期之稅率
Dep_t	=	第 t 期之折舊與折耗費用
$Capital\ Exp_t$	=	第 t 期之資本支出
	=	第 t 期之購置固定資產支出+新增長期投資支出
ΔNWC_t	=	第 t 期之淨營運資金
	=	第 t 期之流動資產－不付息流動負債
D/A	=	負債資產比
E/A	=	權益資產比 = $1 - D/A$
K_d	=	負債資金成本率
K_e	=	權益資金成本率

R_f	=	無風險利率
R_m	=	市場平均報酬率
β_j	=	系統風險；衡量公司風險相對於市場風險之指標

由於收益基礎法係依據公司預估之獲利及現金流量，以涵蓋風險的折現率來折算現金流量，同時考量實質現金及貨幣之時間價值來進行估算，惟考量收益基礎法預測期間長，評價所使用的參數亦無一致標準，不僅困難度相對較高且資料未必十分準確，較不能合理評估公司應有之價值，另外投資者不易瞭解現金流量觀念，故不擬採用本法為議定承銷價格參考之依據。

綜上所述，考量該公司未來經營績效、同業狀況及發行市場現況後，本推薦證券商經評估為能計算合理、客觀及具市場性之承銷價格，乃以市場基礎法中股價淨值比法作為該公司申請上櫃之承銷價格計算依據，尚屬合理。

(二)該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

該集團主要係從事數位 X 光診斷影像設備及骨質密度檢測儀器之研發、生產、銷售與全球客戶之安裝、維修、升級等相關服務，與代理銷售分子影像系統，經綜合考量該公司之營業型態、產品屬性及其上下游關聯性等因素後，選取 F-合富、曜亞、佳醫及安克為採樣同業。茲就該公司與前開採樣公司之財務狀況、獲利情形及本益比說明如下：

1.財務狀況

分析項目	年度 公司名稱	100 年度 (GAAP)	101 年度 (IFRSs)	102 年度 (IFRSs)	103 年前三季 (IFRSs)
負債占資產 比率(%)	環瑞醫	154.13	88.36	27.37	19.09
	F-合富	69.20	59.11	44.42	46.46
	曜亞	41.42	34.87	35.50	20.01
	佳醫	50.63	50.58	47.28	44.61
	安克	8.32	3.90	2.20	2.29
長期資金占 不動產、廠房 及設備比率(%)	環瑞醫	(232.34)	686.67	1,101.05	970.05
	F-合富	311.65	423.27	598.68	778.64
	曜亞	1,064.55	1,256.44	722.34	1,061.20
	佳醫	824.50	1,141.04	1,224.28	1,427.72
	安克	3,342.50	9,298.83	33,588.51	20,033.13

資料來源：該公司 103 年前三季經會計師核閱之合併財務報告，101~102 度經會計師查核簽證之擬制性合併財務報告，採樣公司經會計師查核簽證之合併財務報告，採樣公司 102 年度股東會年報。

註：各公司採用國際財務報導準則之財務資料尚未滿 3 年，故 100 年度採用我國財務會計準則之合併財務資料編製揭露。

該公司 100~102 年度及 103 年前三季合併負債占資產比率分別為 154.13%、88.36%、27.37%及 19.09%。該公司之合併負債比率逐年降低且 102 年度及 103 年前三季低於採樣公司 F-合富、曜亞及佳醫，主係該公司 101 年度辦理現金增資及債權人以債轉增資，102 年度辦理三次現金增資，以及 103 年前三季辦理一次現金增資，造成資產總額呈現逐年成長之趨勢，因此合併負債比例呈下降趨勢，顯示其財務結構逐漸改善，整體而言尚無重大異常。

該公司 100 年度合併長期資金占固定資產比率為(232.34)%，101~102 年度及 103 年前三季長期資金占不動產、廠房及設備比率分別為 686.67%、1,101.05%及 970.05%。101~102 年度因現金增資挹注致長期資金增加，故比率上升，103 年前三季因美國孫公司 SRI 及台灣子公司 SRA 進行新辦公室之裝潢及購置辦公設備或增添儀器，致不動產、廠房及設備增加，故比率略降；與同業相較，各年度比率位於採樣公司及同業水準之間，顯示該公司長期資金來源尚足以應付固定資產之增加，應無重大異常之情事。

整體而言，該公司財務結構尚屬穩健。

2.獲利情形

分析項目	年度 公司名稱	100 年度 (GAAP)	101 年度 (IFRSs)	102 年度 (IFRSs)	103 年前三季 (IFRSs)
權益報酬率(%)	環瑞醫	(註 4)	(註 4)	(58.37)	(27.53)
	F-合富	9.61	26.18	26.89	16.18
	曜亞	16.47	10.86	3.50	6.89
	佳醫	7.31	5.58	4.66	3.89
	安克	(38.22)	(20.18)	(10.04)	(10.68)
營業利益占實收 資本額比率(%)	環瑞醫	(85.07)	(25.09)	(28.54)	(28.98)
	F-合富	13.88	43.56	60.18	54.26
	曜亞	73.90	51.74	16.29	36.76
	佳醫	47.73	37.33	27.25	23.82
	安克	(25.58)	(9.69)	(6.11)	(8.67)
稅前純益占實收 資本額比率 (%)	環瑞醫	(80.14)	(28.12)	(30.85)	(29.55)
	F-合富	14.38	47.71	67.81	53.33
	曜亞	71.78	51.09	19.22	37.54
	佳醫	52.95	39.65	36.62	33.57
	安克	(25.31)	(9.57)	(5.40)	(8.24)
純益率(%)	環瑞醫	(50.97)	(48.34)	(85.16)	(94.14)
	F-合富	3.41	8.27	10.58	9.46
	曜亞	13.29	10.22	4.20	8.56
	佳醫	7.47	5.90	5.69	6.83
	安克	(註 3)	(4,811.54)	(註 3)	(註 3)
每股稅後盈餘 (元)(註 2)	環瑞醫	(41.72)	(4.84)	(3.97)	(3.16)
	F-合富	1.17	3.81	5.10	4.06
	曜亞	5.84	4.29	1.56	2.80
	佳醫	2.95	2.40	2.66	2.06
	安克	(2.53)	(1.61)	(1.08)	(0.82)

資料來源：該公司 103 年前三季經會計師核閱之合併財務報告，101~102 度經會計師查核簽證之擬制性合併財務報告，採樣公司經會計師查核簽證之合併財務報告，採樣公司 102 年度股東會年報。

註 1：各公司採用國際財務報導準則之財務資料尚未滿 3 年，故 100 年度採用我國財務會計準則之合併財務資料編製揭露。

註 2：每股盈餘為追溯調整後之稅後基本每股盈餘。

註 3：採樣同業安克因當年度未有營業收入，故無法計算相關比率。

註 4：該公司當年度稅後純益及股東權益平均總額為負，故不予計算相關比率。

該公司 100~102 年度及 103 年前三季之合併純益率分別為(50.97)%、(48.34)%、(85.16)%及(94.14)%；合併每股稅後盈餘分別為(41.72)元、(4.84)元、(3.97)元及(3.16)元。該公司 100~101 年間屬整併期，歷經人事財務之重整及與海外各子公司經營團隊之磨合，在銷售上則重新檢視原有產品線、淘汰不具競爭力之產品；101~102 年度則屬發展建構期，除於 102 年 3 月底完成股權重整外，在銷售面上則開始著手推出新數位 X 光機型，並積極佈局亞洲新興市場，申請各機種之證照資格，並藉由收購或代理方式積極拓展數位 X 光機以外之產品線，以奠定後續之發展基礎，惟前述之佈局建構需時間準備，故效益尚無法立即顯現，致營業活動所產生之營業毛利尚無法完全支應當期營業支出，加上該公司 102 年度及 103 年前三季為因應在台研發中心計畫，新聘各類專業人員、及持續投入新產品研發之相關研發經費、加上因應上櫃專案推行所產生之相關律師及會計師公費增加，在各項計畫專案同時進行下，致營業費用大幅增加而稅後損失隨之增加，使得 102 年度純益率降低。與採樣公司相較，該公司 100~102 年度及 103 年前三季呈營運虧損狀態，致合併純益率及合併每股稅後盈餘均次於所有採樣公司及同業水準。

在股東權益報酬率方面，該公司 100 及 101 年度稅後純益及股東權益平均總額皆為負值，故不予計算股東權益報酬率，102 年度及 103 年前三季之股東權益報酬率分別為(58.37)%及(27.53)%，主要係 102 年度辦理三次現金增資及 103 年前三季辦理一次現金增資，故股東權益總額由負轉正並大幅成長。

在合併營業利益佔實收資本額比率方面，該公司 100~102 年度及 103 年前三季分別為(85.07)%、(25.09)%、(28.54)%及(28.98)%，在合併稅前純益占實收資本額比率方面，100~102 年度及 103 年前三季分別為(80.14)%、(28.12)%、(30.85)%及(29.55)%。該公司 101 年度營業利益及稅前純益占實收資本額比率大幅上升，主係 101 年度辦理現金增資及債權人以債轉增資使得實收資本增加所致，而 100~102 年度及 103 年前三季呈營運虧損狀態致比率為負數，且 100~102 年度及 103 年前三季次於採樣公司。

該公司開始著手推出新數位 X 光機型，並積極佈局亞洲新興市場，申請各機種之證照資格，並藉由收購或代理方式積極拓展數位 X 光機以外之產品線，該公司營業收入及獲利能力應有逐步提升之可能，整體而言，該公司之獲利能力尚無重大異常情形。

3. 本益比

以上市櫃公司中之採樣公司、上櫃股票一生技醫療類股，最近三個月之平均本益比區間約為 19.37 ~ 96.96 倍之間，惟本益比法在比較基礎上，係以盈餘作為計算基礎，若盈餘為負值，則無法計算出合理價格，雖該公司截至目前為止仍處於虧損狀態，但該集團在歐美等國際市場已有一定知名度及 X 光機安裝數量，未來擬透過品牌建構亞洲市場通路，展望大中華區，前景可期，以本益比法無法反應該公司之真實價值，故不擬採用本益比法

(三)所議定之承銷價若參考財務專家意見或鑑定機構之鑑價報告者，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，故本項評估尚不適用。

(四)申請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

該公司係於 102 年 11 月 8 日於興櫃市場掛牌，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：

月份	成交數量(股)	平均成交價(元)
103 年 11 月 16 日~103 年 12 月 15 日	6,256,398	60.48

資料來源：財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心網站

(五)推薦證券商就其與申請公司所共同議定承銷價格合理性之評估意見

本推薦證券商依一般市場承銷價格訂定方式，參考同業之股價淨值比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，作為該公司辦理股票承銷之參考價格訂定依據。再參酌該公司所處產業、經營績效、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之。

該公司 103 年前三季之每股淨值為 12.17 元，考量佳醫平均股價淨值比低於同業平均不予列入比較外，參考採樣同業及上櫃生技醫療類股之平均股價淨值比在 1.86~6.17 倍，該公司之參考股價區間為 22.64~75.09 元。另參考興櫃市場價格，該公司最近一個月(103 年 11 月 16 日~103 年 12 月 15 日)於興櫃市場之平均股價為 60.48 元，並考量該公司之營運成長性及初次上櫃股票流動性風險貼水等因素，本推薦證券商與該公司共同議定之承銷價格為每股 50 元，介於上列參考依據之間，故本次承銷之價格應尚屬合理。

發 行 公 司：環瑞醫投資控股股份有限公司	負責人簽章：李祖德
主辦證券承銷商：國泰綜合證券股份有限公司	總經理簽章：莊順裕
協辦證券承銷商：統一綜合證券股份有限公司	負責人簽章：鄧阿華
協辦證券承銷商：元大寶來證券股份有限公司	負責人簽章：賀鳴珩
協辦證券承銷商：日盛證券股份有限公司	負責人簽章：唐承健
協辦證券承銷商：凱基證券股份有限公司	負責人簽章：丁紹曾
協辦證券承銷商：富邦綜合證券股份有限公司	負責人簽章：許仁壽
協辦證券承銷商：華南永昌綜合證券股份有限公司	負責人簽章：陳錦峰

【附件二】律師法律意見書

環瑞醫投資控股股份有限公司本次為募集與發行普通股16,000,000股，每股面額壹拾元整，總計普通股新台幣160,000,000元整，向金融監督管理委員會提出申報。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，環瑞醫投資控股股份有限公司本次向金融監督管理委員會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。

審查人：協合國際法律事務所

莊國偉律師

【附件三】證券承銷商評估報告總結意見

環瑞醫投資控股股份有限公司(以下簡稱環瑞醫或該公司)本次為辦理一〇三年度現金增資發行普通股16,000仟股，每股面額為新台幣10元，預計發行總金額為新台幣160,000仟元整，依法向金融監督管理委員會提出申報。業經本承銷商採用必要之輔導及評估程序，包括實地了解該公司之營運狀況，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，環瑞醫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。

審查人：國泰綜合證券股份有限公司

總 經 理：莊順裕

承銷部主管：陳帝生