



兆豐證券股份有限公司等包銷雲象科技股份有限公司

創新板初次上市普通股股票銷售辦法公告

股票代號：7803

(發行公司係依證交所規定申請股票在創新板上市之公司，並未被要求獲利之上市條件，且所營業務具有相當之風險性，請投資人特別注意)

(本案適用掛牌後首五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)

兆豐證券股份有限公司等共同辦理雲象科技股份有限公司(以下簡稱雲象科技)普通股股票創新板初次上市承銷案(以下簡稱本次承銷案)公開銷售之總股數為4,721 仟股對外辦理公開銷售，並採競價拍賣為之，業已於115年5月11日完成競價拍賣作業(開標日)，另依「中華民國證券商業同業公會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，由雲象科技協同其股東提供已發行普通股，供主辦承銷商進行過額配售，惟本案過額配售股數為0 仟股。茲將銷售辦法公告如下：

一、承銷商名稱、地址、總承銷數量、證券承銷商競價拍賣及過額配售數量：

承銷商名稱	地址	競價拍賣股數	過額配售股數	總承銷股數
(一)主辦承銷商				
兆豐證券股份有限公司	台北市忠孝東路二段95號3樓	4,711	-	4,711
(二)協辦承銷商				
台新綜合證券股份有限公司	台北市建國北路一段96號12樓	10	-	10
合計		4,721	-	4,721

二、承銷價格：每股新台幣23.12元整(每股面額新台幣壹拾元整)。

三、本案適用掛牌後首五交易日無漲跌幅限制之規定，投資人應注意交易之風險。

四、股票申請創新板初次上市案件，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佔上市(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，主辦承銷商已與雲象科技簽定「過額配售協議書」，惟實際過額配售股數為0 仟股。

(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，主辦承銷商已與雲象科技簽定「過額配售協議書」，除依規定提出強制集保外，並由雲象科技協同特定股東提出其所持有之已發行普通股股票，兩者合計57,694,338股，分別占申請創新板上市時股數總額88,858,888股之64.93%，以及創新板上市掛牌時擬發行股份總額94,412,888股之61.11%，其中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集保不得賣出，以維持承銷價格穩定。

五、創新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及事前應辦事項：本案並無過額配售。

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(仟股)，每一投標單最高投標數量不得超過472張(仟股)，每一投標人最高得標數量不得超過472張(仟股)，投標數量以1張(仟股)之整倍數為投標單位。

(二)過額配售數量：過額配售數量為0 仟股。

(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)繳交價款日期及方式：

(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115年5月13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得標價款之5%之得標手續費，並併同得標價款於銀行繳款截止日(115年5月13日)前存入往來銀行。

(3)得標人得標價款及得標手續費繳繳日：115年5月14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還作業：經商業於開標日次一營業日(115年5月12日)上午十點前，依證交所電腦資料，指示往來銀行將未得標(包括單一投標單部份未得標)及不合格件之保證金不加計利息予以退還，惟投標處理費不予退還。

(五)實際承銷價格訂定之日期為115年5月11日，請於當日上午十時後自行上網至臺灣證券交易所網站(<http://www.twse.com.tw>)免費查詢。

(六)如有辦理過額配售時，係採洽商銷售方式辦理：本案未辦理過額配售。

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」或向開戶證券經紀商查詢。

十、有價證券發放日期、方式與特別注意事項：

(一)雲象科技於股款募集完成後，通知集保結算所於115年5月20日將股票直接劃撥至認購人指定之集保帳戶，並於當日創新板上市(實際上市日期以發行公司及臺灣證券交易所公告為準)。

(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：115年5月20日。(實際上市日期以發行公司及臺灣證券交易所公告為準)

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，雲象科技及各證券承銷商均未對本普通股股票創新板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：<https://www.aetherai.com/>)

十三、公開說明書之分送、揭露及取閱地點：

(一)有關雲象科技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元大證券股份有限公司服務代理部(台北市大安區敦化南路2段67號地下一樓)及各承銷商之營業處所索取，或上網至公開資訊觀測站(<http://mops.twse.com.tw>)→單一公司→電子文件下載→公開說明書)及主、協辦承銷商網站免費查詢，網址如下：兆豐

證券股份有限公司(<http://www.emega.com.tw>)、台新綜合證券股份有限公司(<https://www.tssco.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：

簽證年度	會計師事務所	簽證會計師姓名	查核簽證意見
112年度	資誠聯合會計師事務所	林冠宏、周筱雯	無保留意見
113年度	資誠聯合會計師事務所	林冠宏、周筱雯	無保留意見
114年度	資誠聯合會計師事務所	林冠宏、周筱雯	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、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)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，有關投標截止日、開標日、投標處理費、投標保證金、得標手續費、價款之繳存、扣繳、解交、匯款等作業，其後續作業一律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理由，無法歸責證券商，投資人仍應注意相關之風險，如投標保證金及投標處理費扣款日過部分縣(市)停止上班但集中市場未休市時，投標保證金及投標處理費之扣繳日及其後續之開標日、未得標或不合格件保證金退款日、得標剩餘款項及得標手續費繳存往來銀行截止日及扣繳日、經紀商價款解交日等均順延至次一營業日辦理。

十七、該股票奉准創新板上市以後之價格，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、承銷價格決定方式(如附件一)。

十九、律師法律意見書要旨(如附件二)。

二十、證券承銷商評估報告總結意見(如附件三)。

二十一、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。

二十二、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

雲象科技股份有限公司(以下簡稱「雲象科技」或「該公司」)申請股票於創新板上市時之實收資本額為新臺幣(以下同)888,588,880元，每股面額新臺幣10元整，已發行股數為88,858,888股。該公司擬於初次申請股票於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5,554,000股作為股票公開承銷作業之用，預計股票上市掛牌時已發行股數為94,412,888股及實收資本額為944,128,880元。

(二)承銷股數來源

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36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17-1條之規定，本國發行公司初次申請普通股在創新板上市，應至少提出擬上市股份總額5%之股份，且不得低於八十萬股，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，於扣除公司法相關法令規定保留供公司員工承購之股數及應提出主辦證券承銷商認購之股數後，依證券交易法第71條第1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。

(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規定，本承銷商已與該公司簽訂「股票初次上市穩定承銷價格機制協議書」供證券承銷商辦理過額配售，並經114年11月5日董事會決議通過，由該公司協調股東提出對外公開承銷股數之15%額度內，供證券承銷商辦理過額配售。屆時證券承銷商與該公司得依市場需求決定實際過額配售數量。

(四)股權分散標準

該公司截至115年4月23日止，記名股東人數共1,339人，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為1,327人，其所持股份合計為42,243,550股，占目前已發行股份總額之47.54%，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」第二十九條有關股權分散之標準。

(五)綜上所述，該公司依擬上市股份總額之百分之五計算應提出公開承銷之股數，全數以現金增資發行新股之方式，委託本證券承銷商辦理上市前公開銷售，該現金增資案依據「證券交易法」第28-1條之規定，業經114年6月27日股東常會通過，原股東全數放棄認購以辦理上市前公開承銷。該公司辦理現金增資發行新股5,554,000股，扣除依公司法第267條規定保留15%予員工優先認購之833,000股後，其餘4,721,000股全數擬提對外公開承銷。另本證券承銷商已與該公司簽訂過額配售協議，由該公司協調其股東提出對外公開銷售股數之15%為上限，提供已發行普通股股票供本證券承銷商辦理過額配售，屆時本證券承銷商與該公司再依市場需求決定實際過額配售數量。

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

股票價值評估方法相當多元，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如本益比法(P/Earnings Ratio, P/E Ratio)、股價淨值比法(P/B Ratio, P/B Ratio)等，主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，作為評量企業價值之依據，再根據被評量公司本身異於採樣

公司之部分做折溢價之調整；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，未考慮公司的未來獲利能力與現金流量，因此由此法所計算得出之價格尚須經過調整；此外，尚有以採用未來現金流量作為公司價值評定基礎之收益法，但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。茲將各類股票價值評估方法之計算方式、優缺點及適用時機，表列如下：

方法	計算方式	優點	缺點	適用時機
市場法—本益比法	依據公司之財務資料計算每股盈餘並擇取上市櫃公司或產業性質相近之同業平均本益比估算股價，最後進行溢折價調整，以允當反應受評公司與同業公司間之差異。	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. 盈餘品質受會計方法選擇所影響。 2. 即使身處同一產業，不同公司間之本質上仍有相當差異。 3. 企業虧損時不適用。	適用於評估風險溢酬、成長率及股利政策穩定之公司。
市場法—股價淨值比法	依據公司之財務資料，計算每股淨值，並擇取上市櫃公司或產業性質相近之同業平均股價淨值比估算股價，最後再進行溢折價調整，以允當反應受評公司與同業公司間之差異。	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. 帳面價值受會計方法選擇所影響。 2. 即使身處同一產業，不同公司間之本質上仍有相當差異。	適用於評價產業成熟及穩定型之公司。
成本法—淨值法	以帳面之歷史成本資料為公司價值之評估基礎，即以資料負債表之帳上資產總額減去負債總額。最後，再考量資產及負債之市場價格進行帳面價值之調整，以允當反應受評公司之價值。	1. 資料容易取得。 2. 使用財務報表資料，較客觀公正。	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。 3. 不同種類資產須使用不同分析方法，且部分資產價值計算較困難。	適用於評估如傳統產業類股或公營事業。
收益法—現金流量折現法	根據公司預估之未來年度現金流量，並佐以風險等級相稱之折現率，進行折現加總，據以評估受評公司之公司價值。	1. 符合學理上對價值的推論，能依不同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. 反映企業之永續經營價值，並考量企業之成長性及風險。	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。	1. 當可取得公司詳細的現金流量與資金成本的預測時。 2. 企業經營穩定且無鉅額資本支出。

2. 適用國際慣用之市場法、成本法及收益法之比較

(1) 採樣同業之選擇

該公司主要從事病理科數位化解決方案及醫療影像人工智慧(AI)輔助診斷系統的研發及銷售，透過AI輔助判讀包含肺癌、胃癌、鼻咽癌、乳癌等癌症偵測及定量，橫跨病理、檢驗、放射、腸胃內科等科別。經檢視其相關產業及同業資料，以目前國內上市及上櫃公司中從事智慧醫療相關業務之廠商為選擇標準，故選取上市公司晉弘(股票代碼：6796)，為醫療影像診斷系統解決方案供應商，致力於研發醫療光機電模組與系統，並開發影像相關之微型化醫療器材，主要產品為手持式數位五官鏡，功能涵蓋眼底攝影機、耳鏡、皮膚鏡、檢查鏡、前房檢查鏡與內視鏡轉接，可共用主機切換不同鏡頭，即可應用於不同科別，為國內醫療影像系統之領導廠商；上櫃公司長佳智能(股票代碼：6841)，主要從事醫療人工智慧數據、分析技術及服務，以大數據和AI應用於醫學影像、輔助判讀、基因檢測結果分析、藥物研發等，並提供客製化醫療AI技術解決方案；上櫃公司安克(股票代碼：4188)，致力於腫瘤超音波影像電腦輔助偵測及診斷系統之研發，針對腫瘤影像視覺化及特徵化，協助醫療人員判讀腫瘤良惡性，避免不必要的侵入性檢查，降低其風險及醫療支出，提升診斷效率，旗下產品包括安克甲狀腺、安克呼吸偵、聲波散射組織成像平台、安克彩優、安克細偵等。整體而言，尚無與該公司經營完全相同產品之上市櫃同業，惟綜合考量業務內容相似性、資本額、營收規模、員工人數、主要客戶群等各項因素，選擇上述三家公司作為採樣同業，並進行以下分析：

(2) 市場法

①此法假設被評價公司之價值與同一產業類似公司間存在密切關係，因此以同一產業類似公司作為評價比較的標準，通常以已上市、櫃同業股票之本益比或股價淨值比乘上目標公司之每股稅後純益或每股淨值，計算評價目標公司之合理市價。其評價模式為：

$$\text{目標公司參考價值} = \left(\frac{V_b}{X_b} \right) \times X_a$$

X_a = 目標公司之財務變數，如盈餘、帳面價值及銷售金額等

$$\left(\frac{V_b}{X_b} \right) = \text{採樣公司之市場乘數(多以本益比或股價淨值比為主)}$$

②以市場法計算之承銷參考價格如下：

A. 本益比法

茲就採樣同業、上市生技醫療業類股及上市大盤平均最近三個月(115年2月~115年4月)之本益比區間列示如下：

項目	上市		上櫃	採樣同業		
	大盤平均	生技醫療業	大盤平均	晉弘(6796)	長佳智能(6841)	安克(4188)
115年2月	27.46	65.82	37.73	331.60	註	註
115年3月	24.18	52.62	33.48	341.11	60.75	註
115年4月	29.25	57.39	41.63	360.95	66.35	註
平均	26.96	58.61	37.61	344.55	63.55	註

註：近四季稅後純益總和為零或負數時，則不計算本益比。

本益比法係依被評價公司之盈餘水準，與市場上之同業公司盈餘進行比較，再參酌同業公司之市場價格、流動性及公司規模等進行折溢價調整。因係以同業公司已公開之市場資訊為基礎，客觀易懂又貼近市場價值，係市場上最常用也最為投資人接受之評價方法。惟本益比法係以盈餘為評價基礎，若盈餘為負值則無法計算出合理價值，由於該公司最近二年度仍為虧損，若使用本益比法未能反應該公司合理價值與企業未來成長潛力，故本證券承銷商不擬採用市價法之本益比法進行評價。

B. 股價淨值比法

茲就採樣同業、上市生技醫療業及上市大盤最近三個月(115年2月~115年4月)之股價淨值比區間列示如下：

單位：倍

項目	上市		上櫃	採樣同業		
	大盤平均	生技醫療業	大盤平均	晉弘(6796)	長佳智能(6841)	安克(4188)
115年2月	3.66	4.24	3.42	4.72	3.72	1.69
115年3月	3.14	3.14	3.18	4.05	3.41	1.57
115年4月	3.85	3.42	4.00	3.70	3.32	1.48
平均	3.55	3.60	3.53	4.16	3.48	1.58

資料來源：財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心及臺灣證券交易所網站。

依上表所示，該公司之採樣同業、上市生技醫療類及上市大盤最近三個月平均股價淨值比區間約在1.58倍~4.16倍。考量採樣同業中長佳智能與安克係屬上櫃公司，故擬依據櫃檯買賣中心115年2月~4月大盤平均股價淨值比3.53倍，及上市115年2月~4月大盤之平均股價淨值比3.55倍，調整長佳智能及安克之平均股價淨值比為3.50倍及1.58倍，故調整後之平均股價淨值比區間為1.58倍~4.16倍。以該公司114年度經會計師核閱之財務報表中歸屬於母公司業主之權益金額608,774千元，依擬上市掛牌股份總數94,413千股計算之每股淨值為6.45元為計算基礎，價格區間為10.19元~26.83元，而比較本次證券承銷商與該公司議定暫定承銷價格25元，符合前述參考價格區間內，經評估尚屬合理。

(3) 成本法

①係依照國際財務報導準則將目標公司之資產價值扣除公司之負債，以獲得目標公司之價值，實務慣用衡量資產價值之方法為帳面價值法，依此法公司之價值即資產負債表之帳面淨值。其評價模式為：

$$\text{目標公司參考價格} = \frac{A_n - D_n}{S}$$

A_n = 目標公司總資產帳面價值

D_n = 目標公司總負債帳面價值

S = 目標公司流通在外普通股總數

②以成本法計算之承銷參考價格如下：

$$P = \frac{A_n - D_n}{S}$$

$P = (703,216 \text{ 千元} - 94,442 \text{ 千元}) / 94,413 \text{ 千股}$

= 6.45 元/股

依該公司114年度經會計師核閱之財務報告歸屬於母公司業主之權益608,774千元及上市掛牌前流通在外股數94,413千股計算之，惟由於

此法未考慮公司未來獲利能力與現金流量，因此由此法所計算得出之價格尚需經過調整，較不具有參考性，故不擬採用此法。

(4)收益法-現金流量折現法

收益法係同時考慮實質現金及貨幣之時間價值來進行估算，此法主要假設目標企業之價值為未來各期創造之現金流量的折現值，以其加權平均資金成本作為折現率，將目標企業未來各期預期產生的現金流量予以折現後，即可得到目標企業之總體價值。基於未來現金流量及加權平均資金成本無法精確掌握，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，故未採用此方法列入承銷價格議定之依據。

①模型介紹

現金流量折現法(Discounted Cash Flow Method)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：

$$P_0 = VE / N = (V_0 - VD) / \text{Shares}$$

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

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

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

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

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 = 擬上市股數 94,413 千股

$FCFF_t$ = 第 t 期之自由現金流量

K_i = 加權平均資金成本 $i=1,2,3$

G = 營業收入淨額成長率

$n=5$ 第一階段之經營年限：115 年度~119 年度

$m=10$ 第二階段之經營年限：120 年度~124 年度

$EBIT_t$ = 第 t 期之息前稅前淨利

tax rate_t = 第 t 期之稅率

$Dep \& Amo_t$ = 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 期之淨營運資金變動需求 - 第 $t-1$ 期之淨營運資金

= (第 t 期之流動資產 - 不附息流動負債) - (第 $t-1$ 期之流動資產 - 不附息流動負債)

$D/D+E$ = 附息負債占附息負債及權益比

$E/D+E$ = 權益占付息負債及權益比 = $1 - D/D+E$

K_d = 附息負債資金成本率

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

②加權平均資金成本及自由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	基本假設說明
t	$t \leq n, n=5$	$n+1 \leq t \leq m, m=10$	$t \geq m+1$	依據該公司狀況分為三期間： 期間I：115~119 年 期間II：120~124 年 期間III：125 年後(永續經營期)
$D/(D+E)$	0.32%	3.76%	7.20%	期間I：依該公司最近三年度之付息負債占比(付息負

項目	期間I	期間II	期間III	基本假設說明
$E/(D+E)$	99.68%	96.24%	92.80%	債+權益)平均比率計算。 期間II：採用期間I及期間III之平均數。 期間III：進入永續經營期後，估計對資本市場與運用應與同業相近，以採樣同業最近三年度之付息負債+權益)平均比率計算之平均數。
K_d	2.22%	2.11%	2.01%	期間I：以該公司最近期財務報告平均借款利率估計。 期間II：採用期間I及期間III之平均數。 期間III：係採用最近十年本國銀行之各季借款平均利率計算之。
tax rate	20.00%	20.00%	20.00%	依財政部新制營利事業所得稅率 20% 計算。
R_f	1.343%	1.384%	1.426%	期間I取證券櫃檯買賣中心，公債殖利率曲線圖於 115/3/4，5 年及 10 年期公債殖利率報價，分別為 115 央債甲 1(剩餘年限約為 4.860 年)及 115 央債甲 3(剩餘年限約為 9.938 年)之 1.3403% 及 1.4248%，以插補法計算存續期 5 年殖利率為 1.343%，為無風險利率數值；期間III取證券櫃檯買賣中心，公債殖利率曲線圖於 115/3/4，10 年及 20 年期公債殖利率報價，分別為 115 央債甲 3(剩餘年限約為 9.938 年)及 115 央債甲 4(剩餘年限約為 19.997 年)之 1.4248% 及 1.5775%，以插補法計算存續期 10 年殖利率為 1.426%，為無風險利率數值。期間II則取期間I與期間III之平均值。
R_m	15.360%	15.360%	15.360%	係採用臺灣證券交易所近十年加權股價指數年化報酬率。
β_j	0.554	0.777	1	期間I：係採用 TEJ 資料庫計算之採樣同業最近五年股價對集中交易市場大盤指數之風險係數，並取其平均值。 期間II：採用期間I及期間III之平均數。 期間III：預期永續經營期之系統風險將逐步貼近市場之系統風險，故假設為 1。
K_e	9.102%	12.240%	15.360%	$K_e = R_f + \beta_j \times (R_m - R_f)$ 。 其中， R_f ：無風險報酬率； β_j ：類股與大盤走勢之相關係數；

項目	期間I	期間II	期間III	基本假設說明
Ki	9.078%	11.843%	14.369%	加權平均資金成本 $Ki = E/(D+E) * Ke + D/(D+E) * Kd(1 - tax\ rate)$
G (保守)	36.230%	18.115%	0.000%	期間I：係以 Grand View Research 之報告，全球精準醫療人工智慧市場年複合成長率 36.23% 估計。 期間II：採用期間I及期間III之平均數。 期間III：考量永續經營，尚無法合理預估成長率，故假設成長率為 0。
G (樂觀)	121.642%	62.110%	4.577%	期間I：係以最近三年之營收成長率 121.642% 估計。 期間II：假定該比率為期間I及III之間之平均值。 期間III：考量永續經營，係以行政院主計總處最近五年(109~113)年經濟成長率平均

A. 保守情境

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

$$= \{ 356,959 \text{ 千元} - 0 \text{ 千元} \} / 94,413 \text{ 千股}$$

$$= 3.78 \text{ 元/股}$$

B. 樂觀情境

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

$$= \{ 5,056,787 \text{ 千元} - 0 \text{ 千元} \} / 94,413 \text{ 千股}$$

$$= 53.56 \text{ 元/股}$$

依據上述假設及公式，該公司依收益法(現金流量折現法)之參考價格區間為 3.78 元~53.56 元。由於此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，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。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，故不擬採用此法評估。

(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

1. 該公司與採樣同業之財務狀況

分析項目		公司名稱	113 年度	114 年度
財務結構	負債占資產比率(%)	雲象科技	9.96	13.43
		晉弘	45.25	52.58
		長佳智能	7.12	5.24
		安克	4.48	3.51
		同業	44.00	註
長期資金占不動產、廠房及設備比率(%)	雲象科技	2,507.33	1,656.00	
	晉弘	273.80	260.38	
	長佳智能	7,156.43	6,606.20	
	安克	927.85	857.31	
	同業	202.43	註	

資料來源：公開資訊觀測站各公司年報及經會計師查核簽證之財務報告。

註：截至評估報告出具日止，該期間之「中華民國台灣地區主要行業財務比率」，尚未出具。

(1) 負債占資產比率

該公司 113 及 114 年度之負債占資產比率分別為 9.96% 及 13.43%，114 年度負債占資產比率較 113 年度上升，主係該公司因營運成長需求並持續投入研發量能，致現金及約當現金減少 51,313 千元及按攤銷後成本衡量之金融資產一流動減少 100,000 千元，故負債占資產比率較 113 年度上升，惟整體負債占資產比率仍低，財務結構尚屬良好。

與採樣公司及同業比較，該公司 113 及 114 年度之負債占資產比率均介於採樣公司及同業平均之間，經評估尚無重大異常。

(2) 長期資金占不動產、廠房及設備比率

該公司 113 及 114 年度之長期資金占不動產、廠房及設備比率分別為 2,507.33% 及 1,656.00%。114 年度長期資金占不動產、廠房及設備比率較 113 年度下降，主係該公司於 114 年間陸續添購機器設備、辦公設備及研發中心辦公室裝潢等租賃改良，使不動產、廠房及設備淨額較 113 年度增加，此外 114 年度權益總額亦因該公司持續虧損而減少，致長期資金占不動產、廠房及設備比率下滑。

與採樣公司及同業比較，該公司 113 及 114 年度長期資金占不動產、廠房及設備比率均介於採樣公司及同業平均之間。整體而言，該公司 113 及 114 年度長期資金占不動產、廠房及設備比率皆達 100% 以上，顯示該公司長期資金尚足以支應不動產、廠房及設備之支出，經評估尚無重大異常。

整體而言，該公司之財務結構良好，且長期資金支應不動產、廠房及設備能力尚屬健全，其變化情形尚無重大異常情事。

2. 該公司與採樣同業之獲利情形

分析項目		公司名稱	113 年度	114 年度
獲利能力	資產報酬率(%)	雲象科技	(22.18)	(25.25)
		晉弘	0.93	0.53
		長佳智能	1.76	5.11
		安克	(8.73)	(10.83)
	權益報酬率(%)	同業	8.10	註 2
		雲象科技	(25.71)	(28.64)
		晉弘	0.73	1.04
		長佳智能	1.87	5.45
	營業利益占實收資本額比率(%)	安克	(9.26)	(11.29)
		同業	13.80	註 2
		雲象科技	(15.32)	(24.12)
		晉弘	(1.09)	4.69
稅前純益占實收資本額比率(%)	長佳智能	3.14	3.72	
	安克	(10.14)	(13.89)	
	同業	註 1	註 2	
	雲象科技	(13.70)	(22.95)	
純益率(%)	晉弘	3.51	3.83	
	長佳智能	3.11	13.18	
	安克	(8.35)	(11.27)	
	同業	註 1	註 2	
每股盈餘(元)	雲象科技	(120.57)	(105.21)	
	晉弘	1.04	1.17	
	長佳智能	10.90	28.35	
	安克	(99.57)	(234.54)	
	同業	9.40	註 2	
	雲象科技	(1.60)	(2.29)	
	晉弘	0.16	0.20	
	長佳智能	0.31	0.89	
		安克	(0.88)	(0.88)
		同業	註 1	註 2

資料來源：公開資訊觀測站各公司年報及經會計師查核簽證之財務報告

註 1：「中華民國台灣地區主要行業財務比率」未揭露該項比率。

註 2：截至評估報告出具日止，該期間之「中華民國台灣地區主要行業財務比率」尚未出具。

(1) 資產報酬率及權益報酬率

該公司 113 及 114 年度資產報酬率分別為(22.18)%及(25.25)%，權益報酬率則分別(25.71)%及(28.64)%。114 年度資產報酬率及權益報酬率均較 113 年度下滑，主係該公司營收雖隨著持續建置海外數位病理平台而增加，惟整體尚未達規模經濟，仍呈現虧損，且稅後虧損仍較 113 年度增加，致負債報酬率增加。

與採樣公司及同業比較，由於該公司目前仍為虧損中，故其資產報酬率及權益報酬率均低於採樣公司及同業平均，經評估並無重大異常情事。

(2) 營業利益占實收資本額比率及稅前純益占實收資本額比率

該公司 113 及 114 年度營業利益占實收資本額分別為(15.32)%及(24.12)%，稅前純益占實收資本額比率則分別為(13.70)%及(22.95)%。114 年度營業利益占實收資本額比率及稅前純益占實收資本額比率均較 113 年度下滑，主係該公司 114 年度營收雖較 113 年度成長，惟推銷費用隨營收成長而增加，且該公司亦持續投入研發費用，使營業損失及稅前損失仍較 113 年度增加，致營業利益及稅前純益占實收資本額比率皆較 113

年度下滑。

與採樣公司及同業比較，該公司 113 及 114 年度之營業利益占實收資本額比率及稅前純益占實收資本額比率均低於採樣同業，經評估並無重大異常情事。

(3)純益率及每股盈餘

該公司 113 及 114 年度純益率為(120.57)%及(105.21)%，每股盈餘分別為(1.60)元及(2.29)元。前項獲利能力指標均為負數，主係該公司為新創公司，持續投入研發費用予核心產品數位病理平台 aetherSlide 及 AI 輔助診斷系統 aetherAI，該公司除深耕台灣市場外，亦透過子公司布局日本及歐洲市場，增進未來獲利成長動能，故在產品尚未達到規模經濟效益下呈現虧損。114 年度因營收淨額增加使純益率上升，惟由於持續虧損，致純益率仍呈現負值。

與採樣公司及同業比較，113 年度純益率低於採樣同業及同業平均；114 年度則介於採樣同業之間，主係該公司整體規模尚較採樣同業小，且尚未開始獲利，經評估尚無重大異常。

整體而言，該公司 113 及 114 年度獲利能力等各項指標變化尚屬合理，未發現重大異常之情事。

(4)本益比

請詳本價格計算書「二、(一)、2、(2)、A.本益比法」之評估說明。

(三)議定之承銷價格參考財務專家意見或鑑價機構之鑑價報告者，應說明專家意見或鑑價報告內容及結論

本證券承銷商與該公司共同議定之承銷價格，並未委請財務專家出具意見或鑑價機構提供鑑價報告，故不適用。

(四)該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)	累積成交量(股)
115 年 4 月 11 日~115 年 5 月 10 日	31.01	2,752,677

資料來源：財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心網站。

該公司於 113 年 11 月 26 日於興櫃市場掛牌，最近一個月(115 年 4 月 11 日至 115 年 5 月 10 日)之月平均股價為 31.01 元，總成交量為 2,752,677 股。另最近一個月每日成交均價介於 29.2 元至 35.05 元，每日最高及最低成交均價差異 20.03%，尚無價格波動過大之情事。經查詢財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心「興櫃一般板公布注意股票資訊」、「興櫃一般板處置股票資訊」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)證券承銷商與該公司共同議定承銷價格合理性之評估意見

綜上所述，本證券承銷商經參酌市場法之股價淨值比法，承銷價之參考價格區間為 10.19 元~26.83 元。另參酌該公司最近一個月興櫃市場之成交均價為 31.01 元，該公司初次上市前現金增資案之對外募資金額以競價拍賣之方式承銷，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，應以申報競價拍賣約定書前興櫃有成交之 30 個營業日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之七成為最低承銷價格之上限，故以 115 年 3 月 16 日至 115 年 4 月 28 日興櫃有成交之 30 個營業日成交均價簡單算術平均數(30.73)之七成(21.51)為上限，訂定最低承銷價格 20 元(競價拍賣底標)為承銷價參考，依投標價格高者優先得標，每一投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 23.12 元為之，惟均價未超過最低承銷價格之 1.25 倍，故每股承銷價格定以新臺幣 23.12 元溢價發行，尚屬合理。

發行公司：雲象科技股份有限公司

負責人：葉肇元

證券承銷商：兆豐證券股份有限公司

負責人：陳佩君

證券承銷商：台新綜合證券股份有限公司

負責人：陳俊宏

【附件二】律師法律意見書

雲象科技股份有限公司本次資募集與發行普通股 5,554,000 股，每股面額新臺幣壹拾元，發行總金額為新臺幣 55,540,000 元，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，雲象科技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。

此致

雲象科技股份有限公司

立勤國際法律事務所

黃沛聲律師

【附件三】證券承銷商評估報告總結意見

雲象科技股份有限公司(以下簡稱雲象公司或該公司)本次為辦理創新板初次上市前現金增資發行普通股 5,554,000 股，每股面額新臺幣壹拾元整，合計發行總金額為新臺幣 55,540,000 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，該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。

兆豐證券股份有限公司

負責人：陳佩君

承銷部門主管：郝振邦