

森崙能源股份有限公司

承銷價格計算書

一、承銷總股數說明

- (一)森崙能源股份有限公司(以下簡稱森崙能源或該公司)股票初次申請上市時之實收資本額為新台幣 1,300,000 仟元,每股面額新台幣 10 元整,已發行股數為 130,000 仟股。該公司於 110 年 8 月 26 日董事會通過辦理現金增資發行新股 16,500 仟股,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上市前公開承銷作業,預計股票上市掛牌時之實收資本額為新台幣 1,465,000 仟元,已發行股數為 146,500 仟股。
- (二)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」第十一條及「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,公開發行公司初次申請股票上市時,至少應提出擬上市股份總額百分之十之股份,全數以現金增資發行新股之方式,委託證券承銷商辦理上市前公開銷售,但應提出承銷之股數超過二千萬股以上者,得以不低於二千萬股之股數辦理公開銷售。該公司擬於股票初次申請上市案經主管機關審查通過後,預計辦理現金增資發行新股 16,500 仟股,並依「公司法」第二百六十七條之規定,保留發行總股數之 10%,計 1,650 仟股供員工認購,其餘 14,850 仟股則依「證券交易法」第二十八條之一規定,並業經 110 年 7 月 29 日股東會決議通過由原股東全數放棄認購,排除「公司法」第二百六十七條第三項之適用,全數委託證券承銷商辦理上市前公開承銷。
- (三)依據「中華民國證券商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 條規定,主辦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% 額度內之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。該公司業經 110 年 5 月 20 日董事會決議通過與證券承銷商簽訂過額配售協議,將協調股東提出委託證券承銷商辦理公開承銷股數 15% 之額度內,上限計 2,227 仟股供證券承銷商辦理過額配售。
- (四)該公司截至 110 年 6 月 30 日止,記名股東人數共計 8,772 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 8,765 人,且其所持股份總額合計 39,929,954 股,占目前發行股份總額 30.72%,業符合「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」第四條有關記名股東人數一千人以上且所持有股份總額合計占發行股份總額百分之二十以上或滿一千萬股之股權分散標準。

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

目前證券投資分析較常使用之股票價值評價方法主要包括市場法與成本法及收益法。各種方法皆有其優缺點,且採用方法不同,評估結果亦有所差異。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 valueratio, P/B ratio),皆係透過已公開的交易價格資訊,從整體市場選出營業性質及規模相近的同業公司與被評價公司的歷史財務資訊作比較,以衡量被評價

公司的股票參考價值，再根據評價公司本身與採樣公司間之差異部分進行折溢價調整，作成公司價值之結論；成本法主係為淨值法，並以帳面歷史成本作為公司價值之評估基礎；收益法主係以未來利益流量(如：現金流量、股利、稅後淨利等)作為公司價值之評估基礎，茲將前述四種股票評價方法之計算方式、優缺點與適用時機比較列示如下：

方法	市場法		成本法	收益法
項目	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，計算每股帳面盈餘，並以上市櫃公司或產業性質相近的同業平均本益比估算股價，最後再調整溢價和折價以反應與類似公司不同之處。	依據公司之財務資料，計算每股帳面淨值，比較上市櫃公司或產業性質相近的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類似公司不同之處。	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而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。
優點	<ol style="list-style-type: none"> 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. 所估算之價值與市場的股價較接近。 3. 市場價格資料容易取得。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 淨值係長期且穩定之指標。 2. 當盈餘為負時之替代評估法。 3. 市場價格資料容易取得。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 資料取得容易。 2. 使用財務報表之資料，較客觀公正。 	<ol style="list-style-type: none"> 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. 反應企業之永續經營價值，並考量企業之成長性及風險。
缺點	<ol style="list-style-type: none"> 1. 盈餘品質受會計方法之選擇所影響。 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. 企業盈餘為負時不適用。 4. 使用歷史性財務資訊，無法反映公司未來績效。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 帳面價值受會計方法之選擇所影響。 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. 使用歷史性財務資訊，無法反映公司未來績效。 	<ol style="list-style-type: none"> 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. 不同種類資產需使用不同分析方法，且部分資產價值計算較困難。 4. 使用歷史性財務資訊，無法反映公司未來績效。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 使用程式繁瑣，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. 基於對公司之未來現金流量無法精確掌握，且適切之評價因子難求，相關參數之參考價值相對較低。
適用時機	<ol style="list-style-type: none"> 1. 企業生命週期屬成長型公司。 2. 獲利型公司。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 有鉅額資產但股價偏低之公司。 2. 獲利波動幅度較大之公司。 	屬傳統產業類股或公營事業。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 當可取得公司詳確之現金流量與資金成本之預測資訊時。 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，復參酌該公司最近三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暫定承銷價格。

2.與適用國際慣用之市場法、成本法及收益法之比較

(1)採樣同業之選擇

該公司及其子公司主係從事與能源相關之工程服務，主要經營業務為能源開發工程服務、電廠維運及節能、儲能服務工程等全方位專業能源服務，綜觀目前國內上市公司中，並無與該公司所營事業完全相同者，故就同為能源相關工程產業之上市公司，並考量產業屬性、業務內容、營運模式等因素後，選擇中興電工機械股份有限公司(證券代號 1513，以下稱中興電公司)、中鼎工程股份有限公司(證券代號 9933，以下稱中鼎公司)及安集科技股份有限公司(證券代號 6477，以下簡稱安集公司)作為採樣同業。中興電公司主要從事供電、空調工程服務，其中包含供電系統工程、風力、水力、火力、太陽光電等發電工程；中鼎公司主要提供工程規劃、專案管理、建造及環境評估等工程技術服務工作，其業務領域涵蓋煉油石化、電力、環境、交通及一般工業；安集公司主要係太陽能電池模組廠商，亦擁有自有電廠，主要業務為太陽能電池模組製造與銷售及太陽能電廠售電收入。茲以此三家上市公司作為採樣同業公司，並就該公司之承銷價格評估與國際慣用評價方式比較說明如下。

(2)市場法

A.本益比法

茲就採樣同業、上市其他類股及上市大盤平均最近三個月(110年5月~110年7月)之本益比區間列示如下：

單位：倍

證券名稱 (代號)	中興電公司 (1513)	中鼎公司 (9933)	安集公司 (6477)	上市 其他類	上市 大盤平均
110年5月	11.74	34.05	20.22	15.99	17.83
110年6月	11.65	35.32	21.88	16.46	18.58
110年7月	11.58	34.46	19.82	16.85	18.01
平均本益比	11.66	34.61	20.64	16.43	18.14

資料來源：臺灣證券交易所網站；福邦整理

由上表得知，該公司採樣同業、上市其他類股及上市大盤最近三個月平均本益比，以及參酌該公司最近一個月(110年7月)興櫃股票市場之成交均價137.56元，該公司最近四季(109年第3季至110年第2季)之稅後盈餘為523,637仟元，因該公司於109年度第4季處份子公司股權，若以該公司最近4季之稅後盈餘扣除前述處份子公司股權利益240,927仟元之稅後淨利為282,710仟元，依擬上市掛牌股份總數146,500仟股計算之每股稅後盈餘1.93元為計算基礎，市場給予該公司之本益比為71.27倍，同時參考市場投資人給予該公司之本益比暨與所選取採樣同業本益比區間比較後，將本益比低於18倍之採樣數據中興電公司及上市其他類之平均本益比做為偏離值予以剔除，

區間約在 18.14 倍~34.61 倍，該公司之合理承銷價格區間為 35 元~67 元。惟該公司依循產業趨勢及配合發展該公司營運策略，未來該公司透過轉投資 SPV 公司持有再生能源電廠，並出售予欲投資再生能源之企業實現獲利成為公司業務常態，應考量其經濟實質將獲利情形列報於營運活動，故以該公司最近 4 季之稅後盈餘為 523,637 仟元，依擬上市掛牌股份總數 146,500 仟股計算之每股稅後盈餘 3.57 元為計算基礎，市場給予該公司之本益比為 38.53 倍，該公司之合理承銷價格區間為 65 元~124 元。

B. 股價淨值比法

單位：倍

證券名稱 (代號)	中興電公司 (1513)	中鼎公司 (9933)	安集公司 (6477)	上市 其他類	上市 大盤平均
110 年 5 月	2.12	1.78	1.96	2.32	2.30
110 年 6 月	2.11	1.84	2.12	2.34	2.40
110 年 7 月	2.09	1.80	1.92	2.40	2.34
平均股價淨值比	2.11	1.81	2.00	2.35	2.35

資料來源：臺灣證券交易所網站；福邦整理

由上表可知，該公司採樣同業、上市其他類股及上市大盤最近三個月平均股價淨值比，約在 1.81 倍~2.35 倍之間，以該公司 110 年第二季經會計師核閱財務報告之歸屬母公司業主之權益 4,102,367 仟元，依擬上市掛牌股份總數 146,500 仟股計算之每股淨值為 28.00 元為計算基礎，價格區間為 51 元~66 元。惟股價淨值比法係以歷史成本為計算依據，限制及影響因素較多，易受經營期間長短及盈餘分配政策、股東權益內容結構等非獲利性之影響，且並未考量未來成長機會，對於成長型公司較不具參考性，故本承銷券商不擬採用此方法。

(3) 成本法

成本法係為帳面價值法(Book value Method)，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，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 110 年第二季經會計師核閱之財務報告之歸屬母公司業主之權益 4,102,367 仟元，並依擬上市掛牌股份總數 146,500 仟股計算之每股淨值為 28 元，此種評價方式係以歷史成本為計算依據，無法表達資產實際經濟價值，且一公司之價值係以創造獲利之能力評定，以此評價方法將可能低估成長型公司之企業價值，較不具參考性，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真正市價，一般而言不容易取得市價資訊，故本證券承銷商不予採用此評價方式。

(4) 收益法

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折現值，基於對於公司之未來現金流量較難精確掌握，且部分評價因子亦較難取得適切之數據，故相關參數之參考價值相對較低。茲將收益法之基本假設及評估參數分述如下：

A. 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：

$$P_0 = V_E/N = (V_0 - V_D)/Shares$$

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

$$FCFF_t = EBIT_t \times (1 - tax\ rate_t) + Dep_t - Capital\ Exp_t - \Delta NWC_t$$

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

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

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	=	擬上市股數 146,500 仟股
$FCFF_t$	=	第 t 期之自由現金流量
K_i	=	加權平均資金成本 $i=1,2,3$
g	=	營業收入淨額成長率
n	=	5 第一階段之經營年限：110 年度~114 年度
m	=	10 第二階段之經營年限：115 年度~119 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
$Capital$	=	第 t 期之資本支出
Exp_t	=	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-不付息流動負債)-(第 t-1 期之流動 資產-不付息流動負債)
$D/D+E$	=	負債(付息負債)資產(權益+付息負債)比
$E/D+E$	=	權益資產(權益+付息負債)比 = $1 - D/D+E$
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

B.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：110~114 年度 期間 II：115~119 年度 期間 III：120 年度後(永續經營)
$D/D+E$	75.74%	75.74%	50.00%	由於預期該公司未來將繼續穩定發展，且為維持財務結構，該公司將會由資本市場募集資金，避免提高負債比率，預期公司營運穩定良好，隨著營業活動現金流入，營運資金尚為充裕，負債比率得以降低。
$E/D+E$	24.26%	24.26%	50.00%	
Kd	1.50%	1.77%	2.04%	配合財務結構之假設，期間 I 係以該公司 109 年度財務報告之平均借款利率；期間 III 係採最近十年本國銀行之借款平均利率算之；期間 II 之平均借款利率則取期間 I 與期間 III 之平均值。
$tax\ rate$	20.00%	20.00%	20.00%	依財政部新制營利事業所得稅率 20% 估算。
Rf	0.4290%	0.4290%	0.4290%	110 年 7 月份十年期政府公債利率估計。
Rm	12.06%	12.06%	12.06%	係採用 105~109 年度股票集中市場之平均投資報酬率。
Bj	0.7071	0.8535	1.0000	期間 I 之系統風險係以採樣同業公司中興電公司、中鼎公司、安集公司之股價報酬率對發行量加權股價報酬指數之平均風險係數估計該公司之系統風險，永續經營期之系統風險將趨近於 1，期間 II 之系統風險假設介於期間 I 及期間 III 之間。
Ke	8.6471%	10.3525%	12.0579%	$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$ 。其中， Rf ：無風險報酬率； β ：類股與大盤走勢之相關係數； Rm ：市場風險報酬率
Ki	3.0064%	3.5842%	6.8457%	加權平均資金成本
g (保守情境)	18.05%	10.46%	2.87%	期間 I：以公司 109 年度營收成長率估計。 期間 II：營收成長率假設介於期間 I 及期間 III 之間。 期間 III：永續經營期之營收成長率係以主計處公布之 105~109 年度經濟成長率平均值估計。
g (樂觀情境)	20.82%	12.56%	4.30%	期間 I：係以該公司最近二年度之營收成長率平均值。 期間 II：營收成長率假設介於期間 I 及期間 III 之間。

項目	期間 I	期間 II	期間 III	基本假設說明
				期間 III：考量係永續經營，目前尚無法合理預估成長率，故係以主計處 105~109 年度經濟成長率平均值成長 50% 估計。
$EBIT_t/Sales_t$	57.6299%	57.6299%	57.6299%	係以該公司 109 年度之息前稅前淨利率估計。
Dep_t/FA_t	7.6756%	7.6756%	7.6756%	係以該公司 109 年度之折舊費用占折舊資產比率估計。
$Capital\ Exp_t/Sales_t$	98.8862%	49.4431%	24.7215%	期間 I：係以該公司 105~109 年度之平均資本支出占該公司營業收入比率估計。 期間 II 及期間 III：預估該公司再生能源電廠等資本支出如太陽能電廠及風力發電廠等工程已有效率建置完成且趨於飽和，以及相關潔淨能源之建設布局完成，故推估期間 II 及期間 III 投資趨緩，使得資本支出占營收比率較前一期間下降 50%。
$\Delta NWC_t/Sales_t$	225.5221%	112.7610%	0.00%	期間 I：係以該公司 105~109 年度之平均淨增加營運資金占該公司營業收入比率估計。 期間 II：採用期間 I 及期間 III 之平均數。 期間 III：假設該公司重大建設及支出已於 I 及 II 階段完成，故於期間 III 應已無重大資本支出，不致產生現金大幅減少或短期借款大幅增加之情形，故推估期間 III 淨增加營運資金占該公司營業收入比率趨近於 0。

C. 計算結果

(A) 保守情境

$$\begin{aligned}
 P_0 &= (V_0 - V_D) / \text{Shares} \\
 &= 1,623,888 \text{ 仟元} / 146,500 \text{ 仟股} \\
 &= 11 \text{ 元/股}
 \end{aligned}$$

(B) 樂觀情境

$$\begin{aligned}
 P_0 &= (V_0 - V_D) / \text{Shares} \\
 &= 16,993,763 \text{ 仟元} / 146,500 \text{ 仟股} \\
 &= 116 \text{ 元/股}
 \end{aligned}$$

依據上述假設及公式，該公司依自由現金流量計算之參考價格區間為 11 元~116 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，該公司踏入之再生能源相關產業屬新興事業，更加產生諸多變數，因此未來之現金流量無法精確掌握，且評價所使用之相關參數，

如未來營收成長率、資本支出之假設多為預估性質，在永續經營假設下亦無一致標準，故本證券承銷商不擬採用此方法。

(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

1.財務狀況

分析項目		年度	107 年度	108 年度	109 年度	110 年 上半年度
		公司				
財 務 結 構	負債占資產比率(%)	森崴能源	37.64	69.30	82.18	26.70
		中興電公司	55.04	61.35	63.09	62.53
		中鼎公司	73.04	72.16	73.11	75.41
		安集公司	56.85	57.85	54.88	54.54
		同業平均	25.64	25.65	註 1	註 1
	長期資金占不動 產、廠房及設備比 率(%)	森崴能源	121.13	141.21	239.98	655.22
		中興電公司	205.07	279.97	210.01	187.37
		中鼎公司	240.39	282.56	254.76	244.48
		安集公司	722.03	1,455.17	712.15	342.38
		同業平均	662.86	708.40	註 2	註 2

資料來源：各公司經會計師查核簽證或核閱之財務報告及公開資訊觀測站最近三年度財務資料分析；財團法人金融聯合徵信中心之「中華民國台灣地區主要行業財務比率」中「建築、工程服務及技術檢測、分析服務業」之財務比率。

註 1：財團法人金融聯合徵信中心未出具 109 年度及 110 年上半年度之「中華民國台灣地區主要行業財務比率」。

註 2：「中華民國台灣地區主要行業財務比率」未提供同業平均之長期資金占不動產、廠房及設備比率。

(1)負債占資產比率

該公司及其子公司 107~109 年度及 110 年上半年度之負債占資產比率分別為 37.64%、69.30%、82.18%及 26.70%，108 年度負債占資產比率達 69.30%，較 107 年度增加 31.66%，主係該公司及其子公司營業規模逐漸擴大，108 年共十個太陽光電案場，陸續於 108 年掛表併聯並開始商業運轉發電，增加 9,334.06 峰瓦(kWp)裝置容量，由於建置發電案場之資金係透過銀行融資借款而來，使得 108 年底銀行融資金額較 107 年底增加 790,939 仟元，且因發包建置案場使得 108 年底之應付帳款較 107 年底增加 215,901 仟元，致 108 年底負債較 107 年底增加 288.04%，相較資產增加幅度僅 110.77%，使得 108 年度負債比率大幅提升；109 年度負債占資產比率達 82.18%，較 108 年度上升 12.88%，該公司雖於 109 年度辦理現金增資募集 281,432 仟元，然因該公司之子公司富崴能源取得台電離岸風場二期開發案及五年維運合約，依契約規定繳交 54 億元予台電公司作為履約保證金，而履約保證金係以借款 51.6 億元支應，致 109 年底負債較 108 年底成長 260.99%，大於資產增加幅度 204.42%所致；110 年上半年度之負債占資產比率達 26.70%，主係該公司持續獲利產生盈餘而陸續償還銀行借款，以及富崴能源償還對正崴公司之 40 億元借款，另該公司於 110 年 5 月辦理現金增資募集 2,580,000 仟元，致 110 年上半年度負債較 109 年底減少 73.91%，相較於資產減少幅度僅 19.72%，使得 110 年上半年度負債占資產比率下滑。

與採樣同業比較，該公司及其子公司 107~108 年度之負債占資產比率均介於同業之間；109 年度負債占資產比率高於採樣同業，主係該公司之子公司富崴能源

以新增借款 51.6 億元方式籌措台電離岸風場二期開發案之保證金所致。110 年上半年度負債占資產比率低於採樣同業，主係 110 年度辦理現金增資改善財務結構，以及償還借款，使得負債占資產比率改善進而提高權益占資產比率。整體而言，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

該公司及其子公司 107~109 年度及 110 年上半年度之長期資金占不動產、廠房及設備比率分別為 121.13%、141.21%、239.98%及 655.22%，108 年度該比率上升至 141.21%，主係該公司及其子公司為購置風力及太陽光電廠設備，致不動產、廠房及設備增加 593,119 仟元，增加幅度為 89.43%，另因建置案場增加銀行融資借款，使非流動負債較 107 年底增加 944,412 仟元，增加幅度達為 900.09%，致長期資金增加幅度高於不動產、廠房及設備所致；109 年度該比率較 108 年度上升 98.77%，主係該公司之子公司富歲能源於 109 年度處分子公司彰苑風力及北苑風力，致不動產、廠房及設備較 108 年底下降 531,873 仟元，下降幅度達 42.34%，且因 109 年度辦理現金增資募集 281,432 仟元及保留盈餘增加 244,852 仟元，以及處分子公司彰苑風力及北苑風力使得長期借款下降 643,706 仟元，使得長期資金增加幅度為 2.01%所致；110 年上半年度該比率較 109 年度上升 415.24%，主係該公司於 110 年 5 月辦理現金增資募集 2,580,000 仟元，以及該公司及其子公司持續獲利使得保留盈餘較 109 年底增加 264,721 仟元，而不動產、廠房及設備之金額未有重大變動所致。

與採樣同業比較，該公司及其子公司 107~108 年度之長期資金占不動產、廠房及設備比率均低於採樣同業，主係該公司及其子公司，營運規模及股本較同業小，以及持續建置太陽光電及風力發電案場，使得不動產、廠房及設備之比重較採樣同業高，其中安集公司該比率較高，主係其每年於資本市場募集資金、營運所需資金以長期借款支應、持續產生盈餘，故長期資金占資產比重甚高所致；109 年度該比率介於同業之間；110 年上半年度該比率高於採樣同業，主係該公司辦理現金增資改善財務結構以及償還借款，使得長期資金比重較同業高所致。整體而言，長期資金占不動產、廠房及設備比率皆大於 100%，顯示該公司長期資金尚足以支應營運所需之不動產、廠房及設備支出，尚無重大異常情事。

整體而言，該公司及其子公司資產負債結構逐年改善，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. 獲利情形

分析項目		年度				
		公司	107 年度	108 年度	109 年度	110 年上半年度
獲利能力	權益報酬率(%)	森歲能源	(4.62)	3.76	24.37	19.17
		中興電公司	7.42	8.28	16.57	16.53
		中鼎公司	10.32	7.00	4.79	6.82
		安集公司	14.42	11.45	12.31	4.13
		同業平均	15.60	15.00	註 1	註 1
	營業利益占實收資本額比率(%)	森歲能源	(13.75)	2.47	1.11	55.21
		中興電公司	13.84	15.60	36.14	53.96

分析項目	公司	年度	107 年度	108 年度	109 年度	110 年 上半年度
稅前純益占實收 資本額比率(%)	中鼎公司		35.58	34.30	26.95	18.95
	安集公司		28.72	32.94	30.71	13.48
	同業平均		註 2	註 2	註 2	註 2
	森崴能源		(7.71)	4.60	26.40	50.41
	中興電公司		15.42	18.79	37.84	49.82
	中鼎公司		40.16	29.22	23.11	29.91
	安集公司		27.53	24.94	28.47	10.75
	同業平均		註 2	註 2	註 2	註 2
	純益率(%)					
	森崴能源		(5.28)	6.03	46.68	25.88
	中興電公司		4.59	5.16	10.08	10.71
	中鼎公司		2.85	2.02	1.38	1.81
安集公司		12.59	13.33	12.63	10.28	
同業平均		11.30	11.00	註 1	註 1	
每股稅後盈餘(元)						
森崴能源		(0.24)	0.34	2.86	2.47	
中興電公司		1.33	1.55	3.59	1.99	
中鼎公司		2.40	1.54	1.01	0.73	
安集公司		2.42	2.21	2.65	0.46	
同業平均		註 2	註 2	註 2	註 2	

資料來源：各公司經會計師查核簽證或核閱之財務報告及公開資訊觀測站最近三年度財務資料分析；財團法人金融聯合徵信中心之「中華民國台灣地區主要行業財務比率」中「建築、工程服務及技術檢測、分析服務業」之財務比率。

註 1：財團法人金融聯合徵信中心未出具 109 年度及 110 年上半年度之「中華民國台灣地區主要行業財務比率」。

註 2：「中華民國台灣地區主要行業財務比率」未提供同業平均之營業利益占實收資本額比率、稅前純益占實收資本額比率及每股盈餘。

(1) 權益報酬率

該公司及其子公司 107~109 年度及 110 年上半年度之權益報酬率為(4.62)%、3.76%、24.37%及 19.17%。108 年度權益報酬率提升為 3.76%，主係該公司及其子公司 108 年度營業收入較 107 年度增加 84,641 仟元，成長幅度達 23.59%，該公司於 108 年度承攬之彰濱水面型太陽光電工程案及世豐電力第一期施工用電統包工程，使得工程業務收入增加，以及該公司之子公司富崴能源持續投入建置太陽光電廠，隨電廠規模及裝置容量逐漸擴大，售電收入亦有所增加，使得營業毛利亦隨之成長，稅後損益由虧轉盈達 26,741 仟元所致；109 年度權益報酬率提升為 24.37%，主係該公司及其子公司 109 年度營業收入較 108 年度增加 80,057 仟元，成長幅度達 18.05%，該公司及其子公司因承攬節能工程、風力發電之開發設計監造及離岸風電統包工程，使得營業收入有所提升，致 109 年度營業毛利亦隨之成長，營業淨利則因擴大營業規模招募人才等營業費用增加下較 108 年度下降 7,998 仟元，惟富崴能源於 109 年度處分子公司彰苑風力及北苑風力，認列處分利益 239,850 仟元，致稅後損益較 108 年度增加 217,648 仟元，增加幅度為 813.91%高於平均權益之成長幅度 40.93%所致；110 年上半年度之權益報酬率下降為 19.17%，主係該公司於 110 年 3 月取得主管機關核發之電廠施工許可函文認列對星崴電力技術服務收入 387,618 仟元及依完工進度認列工程收入 48,394 仟元，及該公司之子公司富崴能源依完工進度認列台電離岸風電二

期開發案收入 461,153 仟元，使得年化營收較 109 年度成長約 289.61%，致年化稅後損益較 109 年度增加 283,539 仟元，增加幅度為 116.02%，另該公司於 110 年 5 月辦理現金增資募集 2,580,000 仟元，使得 110 年上半年度平均股東權益淨額較 109 年度增加 1,751,824 仟元，增加幅度為 174.70% 高於稅後損益之成長幅度所致。

與採樣同業比較，該公司及其子公司 107~108 年度權益報酬率均低於採樣同業，主係 107 年度為本期虧損，108 年度則因營業規模及獲利狀況低於採樣同業所致；109 年度資產報酬率介於採樣同業間，權益報酬率高於採樣同業；110 年上半年度資產報酬率及權益報酬率皆高於採樣同業，經評估尚無重大異常情事。

(2) 營業利益占實收資本額比率、稅前純益占實收資本額比率

該公司及其子公司 107~109 年度及 110 年上半年度之營業利益占實收資本額比率分別為(13.75)%、2.47%、1.11%及 55.21%，稅前純益占實收資本額比率分別為(7.71)%、4.60%、26.40%及 50.41%。108 年度營業利益及稅前純益占實收資本額比率分別上升至 2.47%及 4.60%，主係該公司及其子公司 108 年度營業收入較 107 年度增加 84,641 仟元，成長幅度達 23.59%，該公司於 108 年度承攬之彰濱水面型太陽光電工程案及世豐電力第一期施工用電統包工程，使得工程業務收入增加，以及該公司之子公司富崴能源持續投入建置太陽光電廠，隨電廠規模及裝置容量逐漸擴大，售電收入亦有所增加，使得營業毛利亦隨之成長，致營業利益及稅前純益由虧轉盈，稅前純益及營業利益上升金額分別為 44,646 仟元及 50,189 仟元，另因該公司 108 年度辦理增資發行新股 60,000 仟股，股本增幅 326.69%所致；109 年度營業利益占實收資本額比率下降為 1.11%及稅前純益占實收資本額比率上升為 26.40%，主係該公司及其子公司 109 年度營業收入較 108 年度增加 80,057 仟元，成長幅度達 18.05%，營業收入成長主係該公司之子公司該公司及其子公司因承攬節能工程、風力發電之開發設計監造及離岸風電統包工程，使得營業收入有所提升，營業毛利亦隨之成長，營業淨利則因擴大營業規模招募人才等營業費用增加下較 108 年度下降 7,998 仟元，惟富崴能源於 109 年度處分子公司彰苑風力及北苑風力，認列處分利益 239,850 仟元，致稅前損益較 108 年度增加 227,971 仟元，且該公司因營運資金需求，現金增資發行普通股 21,634 仟股，實收資本額上升至 1,000,000 仟元所致；110 年上半年度之營業利益及稅前純益占實收資本額分別上升至 55.21%及 50.41%，主係該公司及其子公司 110 年上半年度年化營業收入較 109 年度增加 1,516,213 仟元，成長幅度達 289.61%，營業收入成長主係該公司及其子公司因承攬離岸風電統包工程及認列毛利較高之七股太陽能光電廠之技術服務收入，使得營業收入有所提升，年化營業毛利亦隨之成長 774,154 仟元，成長幅度達 529.31%，另 110 年上半年度認列員工酬勞及董監酬勞、為申請上市案增加勞務費支出及擴大營業規模增加人事成本，使得 110 年上半年度年化營業費用較 109 年度成長 50.01%，又 109 年度處分子公司認列處分利益，使得 110 年上半年度年化營業外收入較 109 年度減少 124.67%，致年化營業利益及稅前損益較 109 年度分別增加 706,562 仟元及 391,282 仟元，上升幅度分別達 6,358.55%及 148.22%，且該公司因營運資金需求，現金增資發行普通股 30,000 仟股，實收資本額上升至 1,300,000 仟元，使得 110 年上半年度之營業利益及稅前純益占實收資本額比率上升。

與採樣同業比較，該公司及其子公司 107~108 年度營業利益及稅前純益占實收資本額比率、109 年度營業利益占實收資本額比率低於採樣同業，109 年度稅前純益占實收資本額比率則介於採樣同業間，主係該公司及其子公司於 107 年度營運虧損，108 及 109 年度則因其營運規模尚小處於投資及建置階段所致，經評估尚無重大異常之情事。110 年上半年度之營業利益及稅前純益占實收資本額比率均高於採樣同業，主係該公司因所屬產業特性，工程服務收入集中於本期所致。

(3)純益率、每股稅後盈餘

該公司及其子公司 107~109 年度及 110 年上半年度之純益率分別為(5.28)%、6.03%、46.68%及 25.88%，每股稅後盈餘分別為(0.24)元、0.34 元、2.86 元及 2.47 元。108 年度純益率及每股稅後盈餘上升為 6.03%及 0.34 元，主係該公司及其子公司 108 年度營業收入較 107 年增加 84,641 仟元，成長幅度達 23.59%，該公司於 108 年度承攬之彰濱水面型太陽光電工程案及世豐電力第一期施工用電統包工程，使得工程業務收入增加，以及該公司之子公司富歲能源持續投入建置太陽光電廠，隨電廠規模及裝置容量逐漸擴大，售電收入亦有所增加，使得營業毛利亦隨之成長，稅後純益達 26,741 仟元所致；109 年度純益率及每股稅後盈餘上升為 46.68%及 2.86 元，主係該公司及其子公司 109 年度營業收入較 108 年度增加 80,057 仟元，成長幅度達 18.05%，營業收入成長主係該公司之子公司該公司及其子公司因承攬節能工程、風力發電之開發設計監造及離岸風電統包工程，使得營業收入有所提升，營業毛利亦隨之成長，營業淨利則因擴大營業規模招募人才等營業費用增加下較 108 年度下降 7,998 仟元，惟富歲能源於 109 年度處分子公司彰苑風力及北苑風力，認列處分利益 239,850 仟元，稅後損益較 108 年度增加 217,648 仟元所致；110 年上半年度之純益率及每股稅後盈餘分別為 25.88%及 2.47 元，主係該公司及其子公司 110 年上半年度年化營業收入較 109 年度增加 1,516,213 仟元，成長幅度達 289.61%，營業收入成長主係該公司及其子公司因承攬離岸風電統包工程及認列毛利較高之七股太陽能光電廠之技術服務收入，使得營業收入有所提升，年化營業毛利亦隨之成長 774,154 仟元，成長幅度達 529.31%，另 110 年上半年度認列員工酬勞及董監酬勞、為申請上市案增加勞務費支出及擴大營業規模增加人事成本，使得 110 年上半年度年化營業費用較 109 年度成長 50.01%，又 109 年度處分子公司認列處分利益，使得 110 年上半年度年化營業外收入較 109 年度減少 124.67%，致年化稅後損益較 109 年度增加 116.02%，使得 110 年上半年度之純益率較 109 年度下降至 25.88%，且該公司於 110 年度辦理現金增資發行 30,000 仟股，使得加權平均已發行股數較 109 年度上升 25.09%，致每股稅後盈餘下降至 2.47 元。

與採樣同業比較，該公司及其子公司 107 年度純益率及每股盈餘均低於採樣同業，主係當年度營運虧損所致；108 年度純益率介於採樣同業間，每股盈餘均低於採樣同業；109 年度純益率均高於採樣同業，每股盈餘僅低於中興電公司；110 年上半年度之純益率及每股盈餘均高於採樣同業，顯示該公司及其子公司之獲利能力已逐漸趕上同業水準，經評估尚無重大異常之情事。

整體而言，該公司及其子公司 107~109 年度及 110 年上半年度之獲利逐年成長，獲利能力各項指標之變化尚屬合理，經評估應無重大異常之情事。

3.本益比

請詳前述(一)2.(2)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

本次之承銷價格議定並未採用專家意見或鑑價報告，故不適用。

(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

該公司最近一個月(110年7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：

期間	成交量(股)	平均股價(元)
110年7月份	9,804,493	137.56

資料來源：財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心網站

(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

本證券承銷商與該公司議定之暫訂承銷價格，係依一般市場承銷價格訂定方式，參考同業本益比、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值主要訂定依據。再參酌該公司所處產業、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後，以及考量初次上市股票流動性風險貼水等因素後，由本證券承銷商與該公司共同議定之。

綜上考量，本證券承銷商經參酌國際慣用之市場法下之本益比法評量，承銷價之參考價格區間為65元~124元，另參酌該公司最近一個月(110年7月)興櫃股票市場之成交均價137.56元，並考量其未來產業前景、近年經營績效、獲利情形及各項經營指標表現後，與該公司共同議定承銷價格暫定為每股新台幣124元，應尚屬合理。惟未來俟該公司上市現金增資案奉主管機關核准後，辦理公開承銷時，再依實際營運情形、當時股票市場狀況及向投資人競價拍賣結果以發現市場合理價格，與該公司另行議定合理之承銷價格，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」第八條及第十七條規定，以申報競價拍賣約定書前興櫃市場有成交30個營業日其成交均價簡單算數平均數之七成為最低承銷價格(競拍底價)之上限，並不得高於最低承銷價格之1.3倍為承銷價之參考。