

## 水星生醫股份有限公司(水星生醫\*)

金管會為使國內資本市場與國際接軌，如過去幾年蘋果、特斯拉等全球知名企業，將股票多次拆股，透過股票面額變小，以利更多投資人可以參與，國內金管會同時推動採「彈性面額股票制度」，為利投資人易於辨識，對於採彈性面額之證券簡稱將加註「\*」。水星生醫股份有限公司(以下簡稱「水星生醫\*」或「本公司」)未來將以國際市場為主，同時為響應金管會政策、率先加入彈性面額行列，接軌國際資本市場，但由於股票面額非新臺幣 10 元與大部分之股票不同，故其每股盈餘、每股淨值、股數等資訊與其他公司並不具相同的計算方式，投資人需注意其評價方式，作投資決策時更應仔細閱讀及使用其相關財務資訊。關於水星生醫\*之基本資料與股票評價方式有以下說明。

### 一、公司基本資料：

項目	內容
公司簡稱	水星生醫*
股票代號	6932
每股面額	新台幣0.25元
每張股數	1,000股
每張面額	新台幣250元
實收資本額	新台幣100,865,440元
已發行股份總數	403,461,760股

水星生醫\*成立於 108 年 7 月，目前為全球第二家擁有特殊劑型藥物配方與 3D 粉末製程融合的新藥開發技術公司，該項技術已擁有台灣、日本、德國等多國發明及新型的核心專利，有別於第一家美國 A 公司的技術只能應用於大型產線及單一藥物；本公司 StackDose™ 新藥開發技術平台具有所需空間小、成本低、配方保密性高、全自動化等優勢，主要技術分為兩大部分，首先經由特有藥物配方技術，針對不同主成分進行藥物劑型配方改變，再將所研發之藥粉黏合技術(binder)配合 3D 粉末噴頭，製作出一層層特殊細微孔徑的各式藥錠，以利控制與改變藥物釋放時間，再藉由獲得多項專利的 3D 粉末製藥設備進行特殊藥錠製程，此平台也可針對服藥困難的病患調整適口性，用以增加病患服藥的順從度。另一方面，目前也著手將此平台用於複合主成分藥品以及全新專利藥之開發。

水星生醫\*商業模式為專注在"成為全球藥廠的好夥伴"，現階段除自行開發速溶藥物，包括勃起功能障礙、良性攝護腺肥大症、睡眠障礙、心絞痛、廣效型止痛藥及多主成分降血壓藥等，更為國內外藥廠的藥品提供加值合作開發服務，在完成與藥廠合作開發的新藥後，藥廠銷售的每一顆藥都需支付權利金給本公司。目前本公司積極與全球藥廠簽署共同開發藥物之合約，合作開發二類新藥(505(b)(2))、困難學名藥、孤兒藥及醫療上未滿足特殊需求藥物。本公司成立三年以來已陸續與三家藥廠簽訂共同開發藥物合約，該三家合約的總價值初估大於 10 億美元，111 年下半年度也已取得合作開發之前期金收入。待未來開發完成上市後，簽約藥廠將使用其既有通路銷售，而水星生醫\*將獲得簽約藥廠的藥品銷售權利金作為主要營業收入來源之一。未來水星生醫\*計劃每年爭取簽署最少一份全球市場總價值大於 3 億美元的新藥共同開發合約，為本公司奠定高速成長的基礎。

## 二、評價方式說明：

本公司輔導推薦證券商康和綜合證券股份有限公司對本公司之股票價格評價方式說明如下：

一般市場認購價格訂定方式，參考市價法、成本法及現金流量折現法等方式，以推算合理之承銷價格，做為該公司辦理股票興櫃登錄之參考價格訂定依據，再參酌該公司所處產業前景、經營績效、發行市場環境、同業之市場狀況及興櫃市場流通性風險等因素後，做為辦理股票登錄興櫃之參考價格訂定依據。

目前股票價值的評估方法諸多，而各種方法皆有其優缺點，評估之結果亦有所差異。如證券投資分析常用之股票評價方法主要包括：

### 1.市場基礎法：

(1)本益比法(Price/Earnings Ratio, P/E Ratio)及

(2)股價淨值比法(Price/Book Value Ratio, P/B Ratio)，

均透過已公開的資訊，與整體市場、產業性質相近的同業及被評價公司歷史軌跡比較，作為評量企業的價值，再根據被評價公司本身異於採樣公司之部分作折溢價之調整；

2.成本法，亦稱帳面價值法(Book Value Method)，係以帳面歷史成本資料作為公司價值評定之基礎；

3.收益基礎法中之自由現金流量折現法(Discounted Cash Flow Method, DCF)則重視公司未來營運所創造之現金流入價值。

其中，成本法係以歷史成本為計算之基礎，易忽略通貨膨脹因素且無法反應資產實際之經濟價值，且深受財務報表所採行之會計原則與方法之影響，將可能低估成長型公司應

有之價值；另，自由現金流量折現法下某些假設，如未來營收成長率、邊際利潤率、資本支出之假設等，因較難取得適切之數據，使未來現金流量及加權平均資金成本更無法精確掌握。

另因水星生醫\*110年度及以前年度營運尚屬拓展萌芽階段仍未獲利，無法採用本益比法來評價，因此水星生醫\*股票擬以市場基礎法-股價淨值比法進行評估。

承銷價格訂定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：

## (一)市場基礎法

### 1.本益比法

該公司為聚焦於醫療上未滿足(unmet medical need)特殊需求二類新藥及困難特殊學名藥開發，藉由自行開發並獲多國專利的藥物開發平台(StackDose)，開發出各式新穎藥物，StackDose 新藥開發技術平台能達到製成可控時溶解(速溶或緩釋)藥錠，藉此控制藥效發揮的時間。

該公司不同於其他新藥公司，主要採用自有研發技術 StackDose 新藥開發技術平台，結合特有藥物黏合配方技術與 3D 智能製藥製程，能在短時間之內賦予學名藥新劑型的新生命，將原有的無專利保護主成分，經由 StackDose 新藥開發技術平台的專利保護，建立一個其他競爭者難以跨越的門檻，本技術在全世界短時間內也難以被超越。而初期先以學名藥新劑型切入市場，將可以有效率的開發出二類新藥並以最短時間上市銷售，也減少一般新藥公司需要龐大資金需求的風險以及時間需求上的壓力。

惟該公司研發之藥品仍需持續投入研發及臨床試驗等相關研發費用而產生營業虧損，致無法以本益比法依據公司獲利表現來預估股價之評價方式計算參考價格。

### 2.股價淨值比法

經參考國內已上市櫃之同業資料，國內並無與該公司之產品完全相同之同業，故選擇與該公司所營事業較為相近者。依據產業價值鏈資訊平台所載生技醫療產業分為製藥、醫療器材、食品生技及再生醫療，該公司所處之產業屬製藥產業，故在同業的選擇上以同為製藥產業之公司，該公司採用自有研發技術 StackDose 新藥開發技術平台，結合特有藥物黏合配方技術與 3D 智能製藥製程，聚焦於醫療上未滿足(unmet medical need)特殊需求二類新藥及困難特殊學名藥開發，預計開發的項目包括男性功能障礙、良性攝護腺肥大、止痛藥物、失眠症藥物等，故在經營模式上選取同為以技術平台做老藥新用之研發案件之上櫃公司杏國新藥(4192)公司。另選擇同為創新分子新藥開發之上櫃公司逸達生技(6576)，其主要開發產品前列腺癌的新劑型新藥作為選樣同業，及從事新藥之研究、開發、生產與銷售之太景-KY(4157)。茲就上述採樣同

業最近三個月之股價淨值比列示說明如下：取得採樣同業 111 年 9 月至 111 年 11 月之平均股價淨值比，得出採樣同業之股價淨值比區間，再按該公司 111 年 11 月自結報表每股淨值推算價格區間。採樣同業 111 年 9 月至 111 年 11 月股價淨值比資訊如下：

單位：倍

證券名稱	111 年 9 月	111 年 10 月	111 年 11 月
櫃-杏國(4192)	8.86	7.70	9.20
櫃-逸達(6576)	7.84	6.96	9.18
櫃-太景-KY(4157)	9.78	9.10	10.63

資料來源：財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心

註：未揭露上市及上櫃生技醫療類平均股價淨值比資訊，係類股個別公司營運模式均有差異，其資訊未較所選取之採樣同業具有可比較性。

採樣同業 111 年 9 月至 11 月之股價淨值比如上表，採樣同業股價淨值比為 6.96 倍~10.63 倍之間，依該公司 111 年第 2 季經會計師核閱之財務報表設算每股淨值 0.42 元為基礎計算，按上述同業公司股價淨值比，以區間 6.96 倍~10.63 倍設算，計算之參考價格區間為 2.92 元至 4.46 元。

## (二)成本法

成本法主要概念係認為公司之權益價值可以公平市價重新評估資產價值，以資產淨額減除負債後的餘額估算，惟成本法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及方法影響，將可能低估成長型公司之企業價值，因此實際上以成本法評價興櫃公司並不多見，故不予以採用。

## (三)收益基礎法中之自由現金流量折現法(Discounted Cash Flow Method, DCF)

在股價評價方法選擇上，考量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。

推薦證券商與發行人共同議定承銷價格合理性之評估意見：

經參考採樣同業之股價淨值比價格區間為每股 2.92 元至 4.46 元，又參酌該公司所處市場環境、產業未來成長性及同業之市場狀況，暨該公司於 111 年 7 月辦理現金增資價格每股為 5 元及該公司後續與二家藥廠之開發合約簽訂，並依里程碑認列前期授權金收入等營運狀況因素，本推薦證券商與發行公司共同議定興櫃認購價格為每股 5~6 元，應屬合理。