



2024/10/18

產業類別	IC 代工
投資建議	買進 
收盤價	目標價
NT\$ 1035.00	NT\$ 1340.00

本次報告：法說會

交易資料

潛在報酬率 (%)	29.47
52 週還原收盤價區間 (NT\$)	518.49-1075.21
市值 (NT\$百萬元)	26840450
市值 (US\$百萬元)	834,384
流通在外股數 (百萬股)	25,933.00
董監持股 (%)	6.52
外資持股 (%)	73.69
投信持股 (%)	1.76
融資使用率 (%)	0.56

財務資料

	2023
股東權益 (NT\$百萬元)	3,458,914
ROA (%)	15.98
ROE (%)	26.18
淨負債比率 (%)	37.04

公司簡介

台積電為全球最大積體電路製造服務公司，目前在台灣有 4 座 12 吋晶圓廠、4 座 8 吋晶圓廠與 1 座 6 吋晶圓廠，並持有一家 100% 持股子公司台積電(南京)有限公司的 12 吋晶圓廠，以及 2 家 100% 持有的 WaferTech 美國子公司與台積電(中國)有限公司 8 吋晶圓廠產能支援。3Q24 前段晶圓製造營收比重以製程別如表一所示，其中 N7 以下先進製程營收佔比約 69%。

主要客戶：Apple、Nvidia、AMD、Qualcomm、Mediatek、Intel
主要競爭對手：Intel、三星

王彥鈞 stanley.wang@sinopac.com

台積電 (2330 TT)

給了超過市場預期的預期

永豐觀點

技術領先及多年量產經驗為眾望所歸之本。

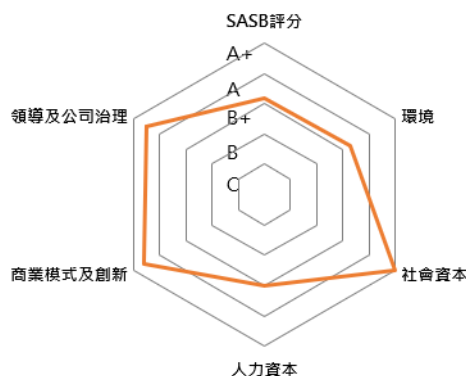
投資評價與建議

目標價升至 1340 元：(1) 短期-N3/N5 需求在 4Q24 延續，N7 需求回溫，(2) AI 需求穩健且成長速度較先前預期快，加上 IDM 外包趨勢，將成為 2025 年營運成長養分，也讓台積電在循環復甦時成長性繼續優於產業，毛利率 53%「and higher」可期。評價面，考量 N7 以下先進製程(佔台積電晶圓製造營收約 69%)需求已見復甦，我們上調目標價至 1,340 元(6.5x 2025 BVPSF)。

ESG 評析

台積電企業永續評鑑整體為 A 等，於 SASB 產業永續議題與跨產業五大永續面向平均得分分別為 A 等與 A 等。

SinoPac+ ESG 評鑑系統評等



永續構面	評等
總分	A
SASB 評分	A
跨產業 ESG 評分	A
環境	A
社會資本	A+
人力資本	A
商業模式及創新	A+
領導及公司治理	A+

資料來源：SinoPac+ ESG 評鑑系統，Oct. 2024(以 2023 年台積電企業社會責任報告書評鑑)

註 1：資誠永續發展服務股份有限公司僅於 ESG 評鑑系統方法學建置過程中，就評分指標提供專業意見，對於評分結果及評估報告內容之完整性及真實性，不負擔保責任，亦不對閱讀或使用本評估報告之第三方負任何責任。

註 2：永豐投顧已獲 SASB 授權，於研究中使用 SASB 重大性地圖之一般議題分類及揭露主題。SinoPac Securities Investment Service licenses and applies the SASB Materiality Map® General Issue Categories and Disclosure Topics in our work.

✍ 營運現況與分析

台積電為全球最大積體電路製造服務公司，目前在台灣有 4 座 12 吋晶圓廠、4 座 8 吋晶圓廠與 1 座 6 吋晶圓廠，並持有一家 100% 持股子公司台積電(南京)有限公司的 12 吋晶圓廠，以及 2 家 100% 持有的 WaferTech 美國子公司與台積電(中國)有限公司 8 吋晶圓廠產能支援。3Q24 前段晶圓製造營收比重以製程別如表一所示，其中 N7 以下先進製程營收佔比約 69%；營收平台別來看：HPC 51%(+11%QoQ)、Smartphone 34%(+16%QoQ)、IoT 7%(+35%QoQ)、Automotive 5%(+6%QoQ)、DCE 1%(-19%QoQ)、Others 2%(5%QoQ)。3Q24 單季晶圓出貨量 3,338K (12" eqv.) +6.8%QoQ/+15.0%YoY，主要客戶包含：Apple、Nvidia、AMD、Qualcomm、Mediatek、Intel 等；主要競爭對手則包含：Intel、三星。

表一：近五季度台積電晶圓營收比重

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
0.25um+	1%	1%	1%	1%	1%
0.15/0.18um	4%	4%	4%	4%	4%
0.11/0.13um	3%	3%	3%	2%	2%
90nm	1%	1%	1%	1%	1%
65nm	6%	5%	4%	3%	4%
40/45nm	6%	4%	5%	5%	4%
28nm	10%	7%	8%	8%	7%
20nm	1%	0%	0%	0%	0%
16nm	9%	8%	9%	9%	8%
7nm	16%	17%	19%	17%	17%
5nm	37%	35%	37%	35%	32%
3nm	6%	15%	9%	15%	20%

資料來源：台積電；永豐投顧研究處整理，Oct. 2024

3Q24 毛利率獲利驚喜：台積電 3Q24 美元營收 235 億美元(+12.9%QoQ，+36.0%YoY)，優於先前展望的 224-232 億美元，主要受惠智慧型手機及 AI 相關需求帶動 N3/N5 製程晶圓出貨增加，毛利率 57.8%主因產能利用率優於預期以及成本改善，稅後淨利 3,252 億(+31.2%QoQ，+54.2%YoY)，EPS 12.54 元。另外，DOI 由上季的 83 天上升至 87 天，管理層表示係因 3/5nm 晶圓 Prebuild 所致。

表二：3Q24 台積電財務概況

百萬元	3Q24A	3Q24F	差異(%)	QoQ(%)	YoY(%)
營業收入	759,692	753,514	0.8	12.8	39.0
營業毛利	439,345	417,834	5.1	22.7	48.1
營業利益	360,766	332,864	8.4	25.9	58.2
稅前淨利	384,187	334,864	14.7	25.4	58.8
稅後淨利	325,258	288,166	12.9	31.2	54.2
每股盈餘(元)	12.54	11.11			
Margin (%)					
營業毛利率	57.8	55.5	--	--	--
營業利益率	47.5	44.2	--	--	--
稅前淨利率	50.6	44.4	--	--	--
稅後淨利率	42.8	38.2	--	--	--

資料來源：台積電；永豐投顧研究處預估及整理，Oct. 2024

獲利展望超預期：4Q24 受惠於先進製程(7nm 及以下)的需求暢旺，整體產能利用率將進一步提升，抵銷掉台灣電價調漲(14%)、N5 設備轉換 N3、N3 放量帶來的獲利稀釋等負面影響，管理層在美元兌新台幣匯率 32.0 的假設下給予營收 261-268 億美元的營收展望(+13%QoQ，+35%YoY)，毛利率則上升到 57-59%、營業利益率 46.5-48.5%的展望。我們預期將持續受惠智慧型手機客戶新機和自研 modem+wifi/藍芽/GPS 等晶片、AI 相關需求、IDM 外包而帶動先進製程及先進封裝相關需求，預估營收 8,559 億(+12.7%QoQ，+36.8%YoY)，毛利率 58.5%，稅後淨利 3,587 億(+10.3%QoQ，+50.3%YoY)，EPS 13.83 元。全年來看，儘管產業變化不大，但台積電美元營收將接近 30%YoY，資本支出則略高於 300 億美元，預期 2024 年 EPS 44.63 元。

AI is true，Semi content increase is true：管理層表示目前觀察到 AI 需求(包含 GPU、加速卡、應用於訓練及推論的 CPU 產品，不含網通、edge、device AI)維持穩健，整體 AI 營收貢獻在 2024 年將成長 3x(先前預期較去年翻倍)，佔總營收 14-16%(原先預期為 11-13%)。同是基於跟客戶的討論(公司幾乎跟全球所有 AI 創新者合作)，以及將 AI、ML 應用於自家工廠、研發端等經驗，認為 AI 的確能創造更多價值及提升生產效率。在非 AI 的相關需求趨於穩定且開始看到改善。短期雖然 PC、智慧型手機的銷售量僅會成長低個位數，但是半導體含量的成長將高於終端銷售量的成長。雖然如此，管理層並未更新中長期 CAGR 的想法，維持 15-20%(2021-2026)。

全球佈局，全球價值：現階段台積電海外佈局仍聚焦在美國、日本熊本、歐洲三地，美國廠 phase1 預期 2025 年初量產 4nm 製程，後續的 Phase2/3 則會依據客戶需求生產更先進的製程，分別約在 2028/2030 年量產；日本熊本廠區(JASM)Phase1 在本季量產，Phase2 將在 4Q25 開始動工，預期 2027 年底前投入量產，支援合作夥伴的消費性電子、車用、工業、HPC 等相關需求。歐洲廠區已在 8 月開始動工，預期 2027 年底生產 16/28nm 製程，以因應客戶對車用及工業需求。儘管海外工廠生產成本較高，但管理層樂觀認為每個海外廠區都將成為該地區最具成本效益的供應商。

表三：近年台積電前段產能擴充規劃

Year	Location	Fab	規劃產能	Process
2024	日本熊本	Fab23 P1	60kwpm	28nm
	台灣台南	Fab18 P7	40kwpm	3nm
	台灣台南	Fab18 P8	40kwpm	3nm
2025	台灣新竹	Fab20 P1	30-40kwpm	2nm
	美國鳳凰城	Fab21 P1A	20-30kwpm	4nm
2026	台灣新竹	Fab12 P9	10kwpm	14A
	台灣新竹	Fab20 P2	30-40kwpm	2nm
	台灣高雄	Fab22 P1	30-40kwpm	2nm
	美國鳳凰城	Fab21 P1B	20-30kwpm	3nm
2027	德國德勒斯登	ESMC P1/P2	70-80kwpm	12~22nm
	台灣高雄	Fab22 P2	30-40kwpm	2nm
	日本熊本	Fab23 P2	40-50kwpm	7nm
	台灣台南	Fab18 P9	30-40kwpm	3nm

資料來源：永豐投顧研究處預估及整理，Oct. 2024

營運爆發尚在初期：管理層並未透露 2025 年營運展望、資本支出規劃等(但有表明 2025 資本支出將較今年成長)，但基於 2025 年會是「健康的一年」，以及上述國內外擴產、需求緩步復甦、明年產能利用率正向看待、高額資本支出將帶來更高的成長機會、2nm 有更多客戶參與並見到前所未有的需求且不受 chiplet 趨勢所影響，銷售公司價值 so far so good 等論述，加上更多 IDM 外包及 CSP/Fabless 自研晶片的趨勢，我們認為可望減緩設備轉換、先進製程稀釋、海外工廠稀釋、更先進製程(如 2nm)的前置成本、通膨、匯率、電力等負面獲利因素影響，現階段我們仍樂觀看待明年台積電成長性，中長期來看隨著海外廠區量產後規模效益浮現，貢獻獲利指日可待。

圖一：三大晶圓製造廠近年 Roadmap

		2024				2025				2026				2027			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
TSMC	製程	N3E				N2				N2P、A16							
	電晶體	FinFET				GAAFET											
	供電	正面供電				Super Power Rail(背部供電)											
Intel	製程	Intel3				Intel20A				Intel18A				Intel14A			
	電晶體	FinFET				RibbonFET(GAA)				Powervia(背部供電)							
	供電	正面供電															
Samsung	製程	SF3				SF2				SF2P、SF2X				SF2Z、SF1.4			
	電晶體					MBCFET(GAA)											
	供電	正面供電												BSPDN(背部供電)			

資料來源：公司資訊，永豐投顧研究處整理，Oct. 2024

說話的藝術：(1) 部分投資人擔憂台積電過高的市占率將有壟斷疑慮，但管理層表示隨著封裝、測試、光罩等技術重要性提升，在 Foundry 2.0 架構下公司的市占率僅 30%，並未達到壟斷地位。(2) 部分投資人擔憂台積電毛利率已高於部分客戶，未來價格調整恐有難度，但管理層認為台積電將所有客戶及供應商視為合作夥伴，並將隨客戶成長而受惠。(3) 部分投資人擔憂台灣電力供給充滿挑戰，管理層表示將持續與台灣政府緊密合作確保水、電、土地的穩定供應。

財務預估：預期 2024 年新台幣營收 2.88 兆(+33.3%YoY)，毛利率 55.9%，稅後淨利 1.1 兆(+38.0%YoY)，EPS 44.6 元，BVPS 164.5 元。2025 年則隨自研晶片需求增加、製程及先進封裝報價上漲而微幅調整，預估營收 3.56 兆(+23.6%YoY)，毛利率 55.7%，稅後淨利 1.4 兆(+23.7%YoY)，EPS 55.18 元，BVPS 205.7 元

表四：2024/2025 年台積電財務預估

百萬元	2024(N)	2024(O)	差異(%)	2025(N)	2025(O)	差異(%)
營業收入	2,881,803	2,796,139	3.1	3,560,495	3,415,220	4.3
營業毛利	1,612,348	1,523,237	5.9	1,983,629	1,883,185	5.3
營業利益	1,311,235	1,219,707	7.5	1,642,794	1,529,272	7.4
稅前淨利	1,373,936	1,260,987	9.0	1,682,794	1,569,272	7.2
稅後淨利	1,157,296	1,065,490	8.6	1,431,087	1,334,613	7.2
每股盈餘(元)	44.63	41.09		55.18	51.46	
Margin (%)						
營業毛利率	55.9	54.5	--	55.7	55.1	--
營業利益率	45.5	43.6	--	46.1	44.8	--
稅前淨利率	47.7	45.1	--	47.3	45.9	--
稅後淨利率	40.2	38.1	--	40.2	39.1	--

資料來源：永豐投顧研究處預估及整理，Oct. 2024

附表一：當年度損益表

單位：百萬元	24Q1	24Q2	24Q3F	24Q4F	2024F
營業收入	592,644	673,510	759,692	855,957	2,881,803
營業毛利	314,505	358,124	439,345	500,374	1,612,348
營業利益	249,018	286,556	360,766	414,895	1,311,235
稅前淨利	266,543	306,311	384,187	416,895	1,373,936
稅後純益	225,485	247,846	325,258	358,707	1,157,296
稅後 EPS (元)	8.69	9.56	12.54	13.83	44.63
營收 QoQ 成長率	-5.26	13.64	12.80	12.67	--
營收 YoY 成長率	16.52	40.07	38.95	36.84	33.31
毛利率	53.07	53.17	57.83	58.46	55.95
營益率	42.02	42.55	47.49	48.47	45.50
稅後純益率	38.00	36.77	42.81	41.91	40.16

資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Oct. 2024

附表二：五個年度損益表

單位：百萬元	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入	1,587,415	2,263,891	2,161,736	2,881,803	3,560,495
%變動率	18.53	42.61	-4.51	33.31	23.55
營業毛利	819,537	1,348,355	1,175,111	1,612,348	1,983,629
毛利率 (%)	51.63	59.56	54.36	55.95	55.71
營業淨利	649,981	1,121,279	921,466	1,311,235	1,642,794
稅前淨利	663,126	1,144,191	979,171	1,373,936	1,682,794
%變動率	13.40	72.54	-14.42	40.32	22.48
稅後純益	596,540	1,016,530	838,498	1,157,296	1,431,087
%變動率	15.19	70.40	-17.51	38.02	23.66
稅後 EPS * (元)	23.01	39.20	32.34	44.63	55.18
市調 EPS * (元)	22.75	38.75	31.57	42.57	--
PER (x)	44.98	26.40	32.00	23.19	18.76
PBR (x)	12.38	9.11	7.76	6.29	5.03
每股淨值 * (元)	83.62	113.60	133.38	164.51	205.7
每股股利 (元)	11.00	11.00	13.00	--	--
殖利率 (%)	1.89	2.54	2.22	--	--

* 以目前股本計算

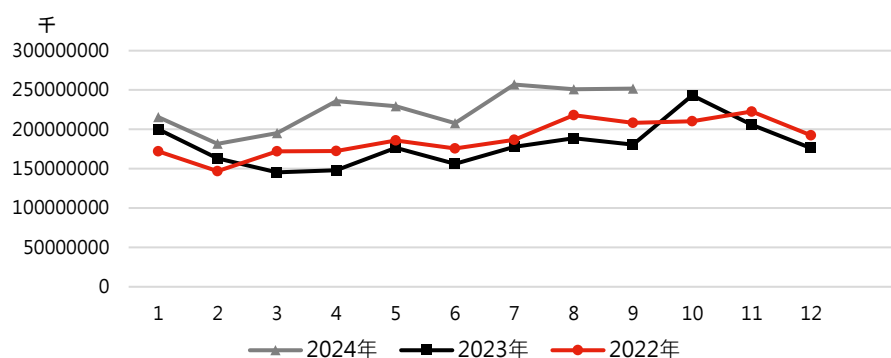
資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Oct. 2024

營運基本資料

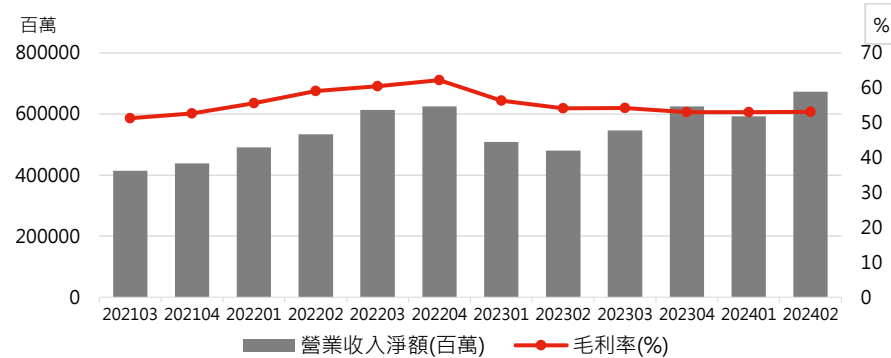
同業比較

代號	公司	投資建議	目前股價	市值(億)	稅後 EPS		PE		PB	
					2023	2024	2023	2024	2023	2024

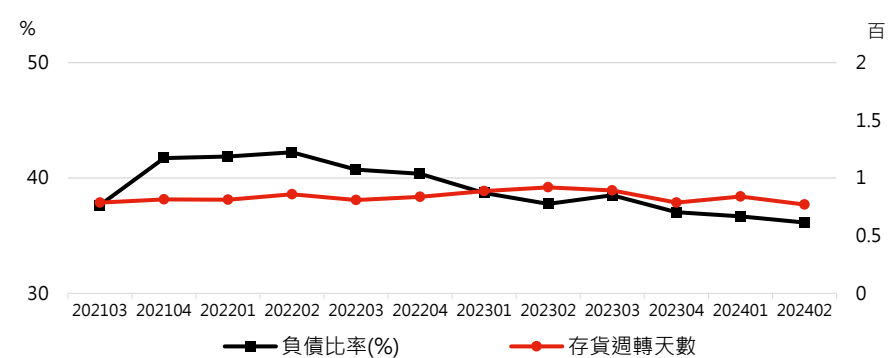
近三年單月營收狀況



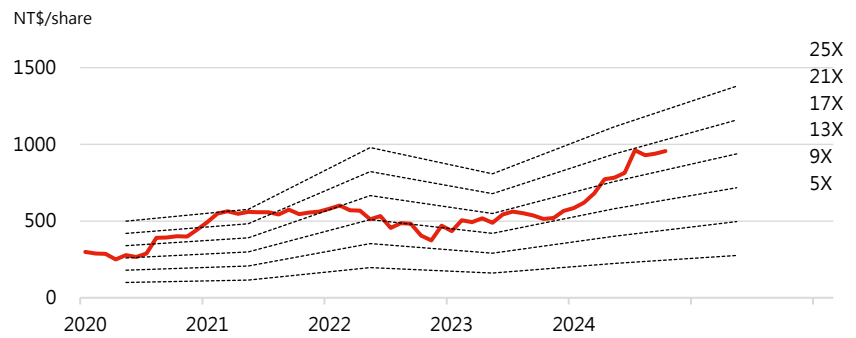
近三年單季營收 VS 毛利率趨勢圖



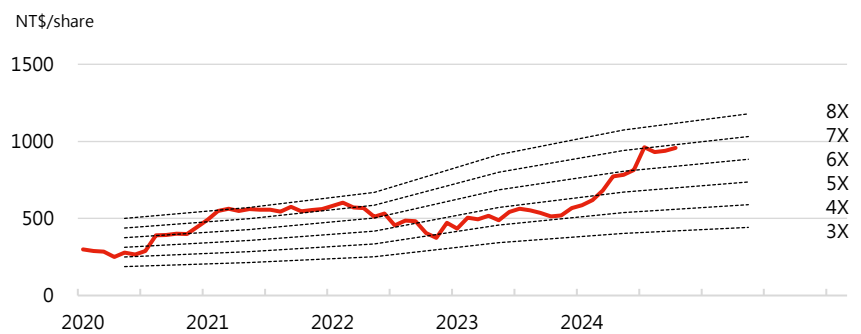
負債比率 VS 存貨周轉天數



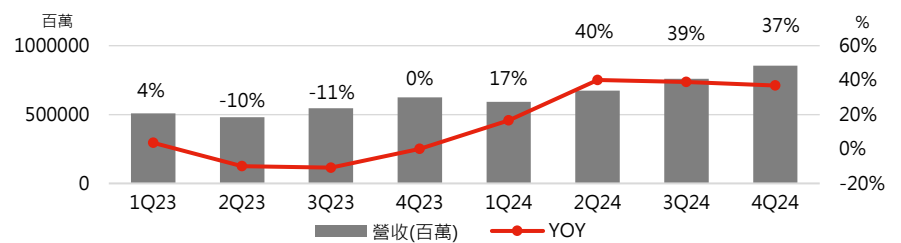
歷史 PE 圖



歷史 PB 圖

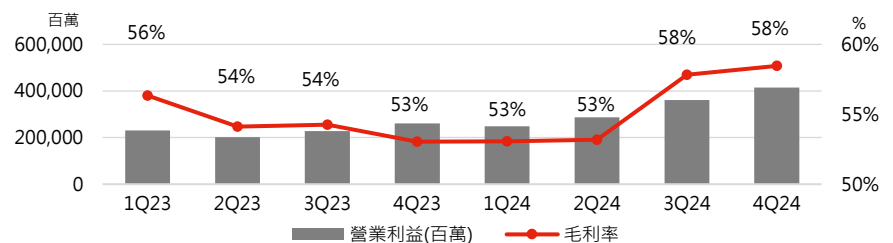


近八季營收及 YoY 趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Oct. 2024

近八季營業利益及毛利率趨勢圖



資料來源：CMoney；永豐投顧研究處整理，Oct. 2024

臺北	永豐證券投資顧問股份有限公司 臺北市忠孝西路一段 80 號 14 樓 電話：(886-2) 2361-0868	永豐金證券股份有限公司 臺北市重慶南路一段 2 號 17 樓 電話：(886-2) 2311-4345
香港	永豐金證券(亞洲)有限公司 香港銅鑼灣新寧道 1 號 7 樓 電話：(852) 2586-8288	
上海	永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處 中國上海市浦東新區世紀大道 1528 號陸家嘴基金大廈 1903A-2 室 電話：(86-21) 6228-8220	

責任聲明

本報告內容僅供參考，客戶應審慎考量本身之需求與投資風險，本公司恕不負任何法律責任，亦不作任何保證。本報告中之內容或有取材於本公司認可之來源，但並不保證其真實性或完整性；報告中所有資訊或預估，變更時本公司將不作預告，若資料內容有未盡完善之處，恕不負責。此外，非經本公司同意，不得將本報告加以複製或轉載。

SinoPac⁺ ESG 評鑑系統為全方位評估企業之永續績效與風險，結合產業指標與跨產業共同指標，其中，產業指標完全依循 SASB 產業準則建置，並參照國際永續相關準則及在地法規，跨產業指標則依循 SASB SICs® 永續產業分類系統，篩選出台灣上市櫃企業共同重視之 SASB 永續議題，並參照國際永續相關準則。主要評估依據為企業最新發布之企業社會責任報告書(或永續報告)。惟此指標不代表提及之數據及預測，不必然代表投資績效。

資誠永續發展服務股份有限公司僅於 ESG 評鑑系統方法學建置過程中，就評分指標提供專業意見，對於評分結果及評估報告內容之完整性及真實性，不負擔保責任，亦不對閱讀或使用本評估報告之第三方負任何責任。

永豐投顧已獲 SASB 授權，於研究中使用 SASB 重大性地圖之一般議題分類及揭露主題。SinoPac Securities Investment Service licenses and applies the SASB Materiality Map® General Issue Categories and Disclosure Topics in our work.

110 年金管投顧新字第 024 號

SinoPac 投資評等

B：Buy 買進：未來 12 個月該股票表現將優於大盤
N：Neutral 中立：未來 12 個月該股票表現將與大盤一致
S：Sell 賣出：未來 12 個月該股票表現將落後大盤

SinoPac⁺ ESG 評鑑系統級距說明

A+ 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在前 20%
A 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 21%-40%
B+ 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 41%-60%
B 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 61%-80%
C 企業在管理及揭露 ESG 績效的程度在 81%-100%

Analyst Certification:

For each company mentioned in this research report, the respective analyst(s) who cover the company certifies (certify) that all of the views expressed in this research report accurately reflect his (their) personal views about any and all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certifies (certify) that no part of her (their) compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

SinoPac Research Stock Rating System:

Buy: We think the stock will outperform the broader market over the next 12 months.

Neutral: We think the stock will perform in line with the broader market over the next 12 months.

Sell: We think the stock will underperform the market over the next 12 months.

Global Disclaimer:**Important Disclosures for U.S. Persons**

This research report was prepared by SinoPac Securities Corporation (SinoPac), a company authorized to engage in securities activities in Taiwan. SinoPac is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act").

Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Auerbach Grayson & Company, 20 Wall West 55th Street, New York, NY 10019, a registered broker dealer in the United States. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through SinoPac. Auerbach Grayson & Company accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and may not be an associated person of Auerbach Grayson & Company and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Ownership and Material Conflicts of Interest

Auerbach Grayson & Company or its affiliates does not 'beneficially own,' as determined in accordance with Section 13(d) of the Exchange Act, 1% or more of any of the equity securities mentioned in the report. Auerbach Grayson & Company, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities referred to herein. Auerbach Grayson & Company is not aware of any material conflict of interest as of the date of this publication.

Compensation and Investment Banking Activities

Auerbach Grayson & Company or any affiliate has not managed or co-managed a public offering of securities for the subject company in the past 12 months, nor received compensation for investment banking services from the subject company in the past 12 months, neither does it or any affiliate expect to receive, or intends to seek compensation for investment banking services from the subject company in the next 3 months.

SinoPac+ ESG Rating System ranking

SinoPac+ ESG Rating System evaluates corporate sustainability using SASB standards, which focus on financially material issues. Specially designed for listed companies in Taiwan, the rating system contains "Industry-specific" criteria, i.e., material issues within an industry, and "Cross-industry" criteria, which are material issues that cut across the 62 industries in Taiwan, categorized according to SASB's Sustainable Industry Classification System® (SICS®), with reference to other globally recognized sustainability standards.

Rating scale explanation

A+: The company falls in the top 20% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance)

A: The company falls in the 21-40% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

B+: The company falls in the 41-60% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

B: The company falls in the 61-80% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

C: The company falls in the 81-100% of all Taiwan's listed companies in managing and disclosing ESG performance.

Notes 1) PricewaterhouseCoopers (PwC) Sustainability Services Company Ltd. provides consulting services regarding designing criteria for the SinoPac+ ESG Rating System. It does not guarantee the integrity and accuracy of the score results or analysis, nor having liability to any third party who reads or uses this analysis report. 2) SASB Authorization: SinoPac Securities Investment Service licenses and applies the SASB Materiality Map® General Issue Categories and Disclosure Topics in our work.

Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither SinoPac nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report's preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

SinoPac may rely on information barriers, such as "Chinese Walls" to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of SinoPac.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by SinoPac with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of SinoPac and SinoPac accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.