

勤誠(8210)

□台灣 50 □中型 100 □MSCI

元富投顧研究部  
 研究員 王琮生 Jason Wang  
 tswang888@masterlink.com.tw

**評等**

日期:	2024/11/12
目前收盤價 (NT\$):	316.5
目標價 (NT\$):	400
52 週最高最低(NT\$):	216.5-341
加權指數:	23529.64

**公司基本資料**

股本 (NT\$/mn):	1,206
市值 (NT\$/mn):	38,170
市值 (US\$/mn):	1,272
20 日平均成交量(仟股):	2,392
PER ('24):	19.74
PBR ('24):	5.74
外資持股比率:	12.84
TCRI	4

**股價表現**

	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	21.0	9.7	10.1
加權指數報酬率(%)	2.7	9.6	13.6

**2024 Key Changes**

	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	400	360
營業收入 (NT\$mn)	14,924	15,389
毛利率 (%)	26.39	25.39
營運毛利率 (%)	17.43	15.92
EPS (NT\$)	16.03	15.11
BVPS(NT\$)	54.97	54.97



3Q24 獲利優於預期，同步上修今年獲利

- **3Q24 獲利優於預期，加上明年成長率上修及費用率下修，同步上修今年獲利，PER 不高，評等維持買進：**受惠 3Q24 三率三升優於預期，加上費用率區間下修，元富上修 2024、2025 年稅後 EPS 分別為 16.03 元及 19.99 元，股價 316.5 元，PER 16X 不高，由於 11、12 月營運動能回復強勁，加上 1Q25 可望淡季不淡，故評等維持買進，目標價上修至 400 元(原 360 元)。
- **展望 4Q24，客戶專案升級過渡期，營運先下後上，單季力拼持平，稅後 EPS AI 需求增，加上 General Server 復甦，元富上修營收季增 25%，單季稅後 EPS 上修至 4.35 元，累計 2024 年稅後 EPS 上修至 16.03 元：**展望 4Q24，2023 年承接到大客戶 AI 專案，連帶帶動存儲及 Switch 產品的需求亦有增加，General Server 亦在平穩復甦，目前主要營收來源包括美國及中國地區的終端客戶共五家，10 月營收 10.46 億元、MoM -29%、YoY -7%，季營收達成率僅 24%，係因新舊產品轉換過渡空窗期，加上工作天數減少所致，訂單將推延至 11、12 月，集中 11、12 月作全力衝刺，預期 4Q24 有機會小幅衰退至持平 3Q24，元富預估 4Q24 營收 42.71 億元、QoQ 持平、YoY -10%，單季稅後 EPS 4.31 元。累計 2024 年營收 149 億元、YoY 33%，稅後 EPS 16.03 元(原 15.11 元)。
- **展望 2025，延續 2024 年專案挹注，加上新專案疊加，元富預期營收年增率>20%，優於預期，加上費用率區間下修，致 2025 年稅後 EPS 上修至 19.99 元：**展望 2025 年，整體除美、中目前為主要成長動能，明年得以延續外，歐洲與當地 CSP 合作，穩步復甦中，明年成長樂觀。整體 2025 年延續 2024 年的專案，加上新專案疊加，初步預期 2025 年營運年成長 20%以上(原 15~20%)，毛利率方面，AI 專案仍是主軸，複雜度帶動獲利增加，基本上新案都與 AI 有關，未來難以區分，公司持續優化產品組合及調配生產效率，未來皆以維持 25%以上水準為目標。費用率方面，則會有效管控在 8~9%之間(原 9~10%)。元富預估 2025 年營收 186 億元、YoY 25%，稅後 EPS 19.99 元(17.53 元)。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



勤誠為全球 Server 機構方案設計及製造廠商

勤誠係全球 Server 機構方案的設計及製造廠商

勤誠成立於 1983 年，是機架式、塔式伺服器及個人電腦機構方案的設計及製造先驅。勤誠獲一級伺服器品牌廠商肯定，與 EMS 公司協同提供 OEM、ODM 代工生產，及 JDM 服務，近年來更成功將觸角拓展到資料中心及產業解決方案等新事業，勤誠的生產據點以中國為主，台灣及中國比重為 2：8，中國設廠在東莞及昆山兩大據點，產能約略各半，勤誠月產能約 20 萬台(以 1U 的規格計算)，2019 年勤誠機殼出貨量約 120 萬台，2020 年達 154.2 萬台、2021 年 208.9 萬台，2023 年出貨約 160~170 萬台。產業歷經中美貿易戰及新冠肺炎後，公司為了進一步分散生產基地及服務多元化的客戶，2020 年 7 月在五股啟用打樣廠，對於小型樣品或一些還在打樣階段、試量產的產品都有幫助。並在嘉義建新廠，並於 2022 年 1 月正式投產，目前產能達 8~10 萬台/月，與中國兩廠各分占 1/3 的產能，2Q24 稼動率來到 5~6 成。

公司為因應地緣政治變數，落實全球製造在地化趨勢，除五股打樣廠合約將到期，擬搬遷並擴充樹林新廠外，為因應北美 CSP 客戶的需求，擴充大中華以外的生產基地，將北美實驗室擴建成前端 NCT 廠，並規劃在馬來西亞建置新廠，可望帶來 1/3 的新增產能。除了建廠擴張外，公司亦規劃持續在上下游供應鏈進行整合。

Exhibit 2：勤誠的客戶屬性大致分為三類



Source:勤誠, 11/2024

2023 年營收 112.47 億元、YoY 7%，若以營收區域別來看，美國占 51%、中國占 25%、歐洲占 7%、其他區域占 17%。若以客戶屬性來看，JDM/ODM/OEM 客戶(以 CSP 為主)占 75-80%、OTS 占 20~25%。毛利率 22.88%、YoY 2.7pts，營益率 12.88%、YoY 2.07pts，業外淨支出 0.32 億元，稅前淨利 14.3 億元、YoY 6%，稅後淨利 10.85 億元、YoY 9%，稅後 EPS 9 元。

Exhibit 3：勤誠區域別年營收比重

營收比重	2023	YoY	2022	YoY	2021	YoY
America	51%	29%	42%	5%	45%	56%
China	25%	-11%	30%	2%	33%	1%
Europe	7%	24%	6%	12%	6%	25%
ROW	17%	-18%	22%	54%	16%	18%
合計	100%	7%	100%	12%	100%	25%

Source:勤誠, 11/2024

**3Q24 三率三升，獲利達成率 133%，優於預期，單季稅後 EPS 5.18 元，累計前三季稅後 EPS 11.72 元**

**3Q24 三率三升，獲利達成率 133%，優於預期，單季稅後 EPS 5.18 元，累計前三季稅後 EPS 11.72 元**

勤誠公告 3Q24 財報，營收 42.72 億元、QoQ 18%、YoY 159%、毛利率 28.84%(原 25.5%)、QoQ 3.53pts、YoY 12.37pts，毛利率大幅優於預期，係存貨跌價損失回沖影響 3pts 所致，營業利益 8.94 億元、QoQ 53%、YoY 1910%、達成率 129%，營益率 20.92%(原 16.25%)、QoQ 4.75pts、YoY 18.22pts，毛利率雖未創新高，但營益率已創歷史新高，業外淨支出 0.15 億元，稅前淨利 8.79 億元、QoQ 45%、YoY 2974%、達成率 135%、稅後淨利 6.44 億元、QoQ 42%、YoY 2222%，獲利達成率 133%，單季稅後 EPS 5.18 元(原 3.9 元)。累計前三季營收 106 億元、YoY 63%，營業利益 19.21 億元、YoY 187%，稅前淨利 19.81 億元、YoY 170%，稅後淨利 14.62 億元、YoY 177%，稅後 EPS 11.72 元。

Exhibit 4：勤誠季報公告與預估差異

勤誠(8210)

unit:NT\$m	3Q23	2Q24	3Q24	3Q24(F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YOY
Net Sales	1,647	3,607	4,272	4,272	18%	159%	0%	63%
Margin%	16.47%	25.31%	28.84%	25.50%	3.53	12.37	3.34	
Operating Profit	44	583	894	694	53%	1910%	29%	187%
Operating Margin	2.70%	16.17%	20.92%	16.25%	4.75	18.22	4.67	
Total non-ope inc.	(16)	25	(15)	(43)				
Pre-tax profit	29	608	879	651	45%	2974%	35%	170%
Net Profit	28	453	644	484	42%	2222%	33%	177%
EPS	0.22	3.65	5.18	3.90				

Source:勤誠, 11/2024

**3Q24 營收季成長動能以美、中客戶的 AI Server 需求為主，分別季增 30%及 21%**

**3Q24 營收季成長動能以美、中客戶的 AI Server 需求為主，分別季增 30%及 21%**  
 3Q24 營收 42.72 億元、QoQ 18%、YoY 159%，營運動能強勁，係 AI 相關專案的需求持續強勁，包括美國、中國客戶的 GPU 及 ASIC Server，以及下一代 CPU 更換需求的通用 Server 的恢復，其中 PC 占 2%、Server 占 98%。營收依地區別來看，美國占 50%、中國占 23%、歐洲占 5%、其他區域占 22%，營收季成長主要來自美國及中國，分別季增 30%及 21%。營收年成長，主要來自美國、中國及其他地區，分別年增 210%、21%及 34%(含台灣)。由於公司對 CPU 和 GPU 高度投入通用 Server 及 AI 專案供應鏈，對業績的永續成長充滿信心。

Exhibit 5：勤誠區域別季營收比重

營收比重	3Q24	QoQ	YoY	累計	累計YoY
America	50%	30%	210%	47%	119%
China	23%	21%	36%	24%	24%
Europe	5%	-13%	-13%	6%	-8%
ROW	22%	3%	34%	23%	61%
合計	100%	18%	81%	100%	63%

Source:勤誠, 11/2024

**展望 4Q24，客戶專案升級過渡期，營運先下後上，單季**

**展望 4Q24，客戶專案升級過渡期，營運先下後上，單季力拚持平，稅後 EPS AI 需求增，加上 General Server 復甦，元富上修營收季增 25%，單季稅後 EPS**

力拼持平，稅後 EPS AI 需求增，加上 General Server 復甦，元富上修營收季增 25%，單季稅後 EPS 上修至 4.35 元，累計 2024 年稅後 EPS 上修至 16.03 元

上修至 4.35 元，累計 2024 年稅後 EPS 上修至 16.03 元

展望 4Q24，2023 年承接到大客戶 AI 專案，連帶帶動存儲及 Switch 產品的需求亦有增加，General Server 亦在平穩復甦，目前主要營收來源包括美國及中國地區的終端客戶共五家，10 月營收 10.46 億元、MoM -29%、YoY -7%，季營收達成率僅 24%，係因新舊產品轉換過渡空窗期，加上工作天數減少所致，訂單將推延至 11、12 月，專案轉型期需備料及驗證，非訂單取消，客戶要的急，集中 11、12 月作全力衝刺，產能面臨滿載供貨吃緊。與客戶合作開發的產品已陸續開始量產，且會延續至明年，預期 4Q24 有機會小幅衰退至持平 3Q24，元富預估 4Q24 營收 42.71 億元、QoQ 持平、YoY -10%，推估 11、12 月平均單月營收約 15~16 億元，毛利率是否同樣有存貨損失回沖效果，需視 General Server 拉貨狀況而定，公司將持續優化產品組合及調配生產效率，原則上未來皆以維持 25% 以上(致力往上)為目標，元富預估 4Q24 毛利率 25.86%、QoQ -2.98pts、YoY +1.55pts，費用率維持 8~9% 之間(原 9~10%)，視情況進行動態調整，稅後淨利 5.37 億元、QoQ -17%、YoY -4%，單季稅後 EPS 4.31 元。累計 2024 年營收 149 億元、YoY 33%，毛利率 26.39%、YoY 3.5pts，營益率 17.43%、YoY 4.43pts，稅後淨利 19.99 億元、YoY 84%，稅後 EPS 16.03 元(原 15.11 元)。

上修資本支出至 10~15 億元，樹林新廠年底啟動、美 NCT 廠 6~7 月小批量生產、馬來西亞廠 1Q26 試量產，擬規劃供應鏈上下游整合，進行策略投資與併購

上修資本支出至 10~15 億元，樹林新廠年底啟動、美 NCT 廠 6~7 月小批量生產、馬來西亞廠 1Q26 試量產，擬規劃供應鏈上下游整合，進行策略投資與併購

考量經濟、地緣政治變數，全球製造在地化已是重要課題，馬來西亞土地已經購置，為量產工廠設置，預計 1Q26 開始試量產，此工廠的建置有別於台灣，重視內部的物流 Layout、少人化、自動化設計進去，再蓋外殼，共分有三期，先進行第一期每月三萬台的初規劃，每期再進行動態調整，該廠有很多的智能製造，能更有效率的自動化，海外生產基地的建置不僅為了因應地緣政治，是能創造更大的價值。美國 NCT 廠區預計 2025 年 6、7 月就可開始小批量生產，美國 Tier 1 大廠都樂見，能為很多的生意機會走入量產，主要係服務美系 Tier 1 客戶。台灣嘉義廠繼續當製造中心，持續調適智能製造自動化，為美國 NCT 廠的量產後盾。樹林 NCT 新廠預計 2024 年底開始啟動使用(原預計年底至 1H25 搬遷及調整完畢)，未來接到更多產能將會由樹林新廠負責生產。預期 2025 年資本支出為 10~15 億元(原 5~10 億元)，是否增資將會視董事會決議跟公司進展來作決定。除了建廠擴張外，公司亦規劃持續在上下游供應鏈進行整合，會 Study 液冷技術，有陸續推出相關產品，未來會考慮相關的策略投資與併購，從機殼到整機櫃的方案，包括機櫃中很多模組及零組件都與機構件有關，把原本外包的製程納入 in house，初期會以自有資金為主，有額外需求再討論是否增資的必要性。

展望 2025，延續 2024 年專案挹注，加上新專案疊加，元富預期營收年增率 >20%，優於預期，加上費用率區間下修，致 2025 年稅

展望 2025，延續 2024 年專案挹注，加上新專案疊加，元富預期營收年增率 >20%，優於預期，加上費用率區間下修，致 2025 年稅後 EPS 上修至 19.99 元

展望 2025 年，OCP 展後，公司對整個市場更清楚，未來 3~5 年有全新的思考及佈局，承接 2024 年已經開發的客戶，加上這次 OCP 展上接觸很多新的終端及歐美客戶，展場上已接到小批量訂單，加上 NVIDIA 合作的 1U/2U 及 4U 的

**後 EPS 上修至 19.99 元**

MGX 產品，AI 專案亦帶動 General Server 專案。整體除美、中目前為主要成長動能，明年得以延續外，歐洲與當地 CSP 合作，穩步復甦中，明年成長樂觀。整體 2025 年延續 2024 年的專案，加上新專案疊加，初步預期 2025 年營運年成長 20% 以上(原 15~20%)，毛利率方面，AI 專案仍是主軸，複雜度帶動獲利增加，基本上新案都與 AI 有關，未來難以區分，公司持續優化產品組合及調配生產效率，未來皆以維持 25% 以上水準為目標。費用率方面，則會有效管控在 8~9% 之間(原 9~10%)。元富預估 2025 年營收 186 億元、YoY 25%，毛利率 26.5%、YoY 0.11pts，營益率 18.25%、YoY 0.82pts，稅後淨利 24.93 億元、YoY 25%，稅後 EPS 19.99 元(17.53 元)。

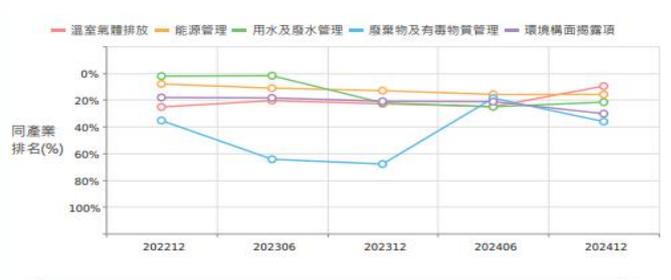
**3Q24 獲利優於預期，加上明年成長率上修及費用率下修，同步上修今年獲利，PER 不高，評等維持買進**

**3Q24 獲利優於預期，加上明年成長率上修及費用率下修，同步上修今年獲利，PER 不高，評等維持買進**

受惠 3Q24 三率三升優於預期，加上費用率區間下修，元富上修 2024、2025 年稅後 EPS 分別為 16.03 元及 19.99 元，股價 316.5 元，PER 16X 不高，由於 11、12 月營運動能回復強勁，加上 1Q25 可望淡季不淡，故評等維持買進，目標價上修至 400 元(原 360 元)。

TESG 企業永續指標(分項指標)

環境 Environmental SASB主產業排名



**環境構面分析**

- 溫室氣體排放於SASB主產業排名為領先，位居0.7%，近三期排名上升13.2%。
- 能源管理於SASB主產業排名為領先，位居15.9%。
- 用水及廢水管理於SASB主產業排名為中前，位居21.7%。
- 廢棄物及有毒物質管理於SASB主產業排名為中前，位居36.2%，近三期排名上升31.8%。
- 環境構面揭露項於SASB主產業排名為中前，位居30.3%，近三期排名下降9.3%。

社會 Social SASB主產業排名



**社會構面分析**

- 人權及社區關係於SASB主產業排名為中後，位居5.8%，近三期排名下降7.2%。
- 資安及客戶隱私於SASB主產業排名為中後，位居71.5%，近三期排名下降12.0%。
- 產品品質及安全於SASB主產業排名為中後，位居42.8%，近三期排名下降12.0%。
- 員工資訊統計於SASB主產業排名為中後，位居75.3%，近三期排名下降8.4%。
- 員工健康及安全於SASB主產業排名為領先，位居13.3%，近三期排名上升17.5%。
- 社會揭露項於SASB主產業排名為領先，位居13.8%。

治理 Governance SASB主產業排名



**治理構面分析**

- 控制權與席次於SASB主產業排名為領先，位居0.8%，近三期排名上升11.9%。
- 公平對待利害關係人於SASB主產業排名為中後，位居45.5%。
- 公司治理資訊透明度於SASB主產業排名為中前，位居25.3%。
- 管理領導於SASB主產業排名為領先，位居6.6%。
- 商業模式和創新於SASB主產業排名為中前，位居21.1%。
- 公司治理構面揭露項於SASB主產業排名為領先，位居10.8%。

資料來源：TEJ

Comprehensive income statement					Consolidated Balance Sheet				
Year-end Dec. 31	NT\$m				Year-end Dec. 31	NT\$m			
	FY22	FY23	FY24E	FY25F		FY22	FY23	FY24E	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	10,558	11,247	14,924	18,610	Cash	1,853	2,947	6,691	10,708
COGS	8,427	8,673	10,986	13,679	Marketable securities	15	32	0	0
Gross profit	2,131	2,574	3,938	4,930	A/R & N/R	2,367	3,611	3,966	4,945
Operating expense	989	1,127	1,337	1,535	Inventory	2,400	1,843	2,687	3,346
<b>Operating profit</b>	<b>1,142</b>	<b>1,447</b>	<b>2,601</b>	<b>3,395</b>	Others	321	155	155	155
Total non-operate. Inc.	201	-32	66	24	Total current asset	6,955	8,588	13,499	19,154
Pre-tax profit	1,343	1,430	2,721	3,420	Long-term invest.	72	93	93	93
Total Net profit	1,008	1,107	2,051	2,565	Total fixed assets	5,076	4,875	5,275	5,674
Minority	10	22	51	72	Total other assets	219	361	361	361
<b>Net Profit</b>	<b>999</b>	<b>1,085</b>	<b>1,999</b>	<b>2,493</b>	<b>Total assets</b>	<b>12,343</b>	<b>13,987</b>	<b>19,227</b>	<b>25,281</b>
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>8.28</b>	<b>8.99</b>	<b>16.03</b>	<b>19.99</b>	Short-term Borrow	1,545	376	2,379	4,383
<b>Y/Y %</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24E</b>	<b>FY25F</b>	A/P & N/P	1,979	3,038	3,177	3,956
Sales	12.0	6.5	32.7	24.7	Other current liab.	1,196	2,270	3,853	5,557
Gross profit	15.5	20.8	53.0	25.2	Total current liab.	4,720	5,683	9,408	13,895
Operating profit	29.4	26.7	79.8	30.5	L-T borrow s	2,652	2,701	2,741	2,780
Pre-tax profit	51.5	6.5	90.4	25.7	Other L-T liab.	34	26	26	26
Net profit	48.4	8.7	84.2	24.7	<b>Total liability.</b>	<b>7,407</b>	<b>8,409</b>	<b>12,174</b>	<b>16,701</b>
EPS	48.6	8.5	78.4	24.7	Common stocks	1,206	1,206	1,210	1,210
<b>Margins %</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24E</b>	<b>FY25F</b>	Reserves	149	149	149	149
Gross	20.2	22.9	26.4	26.5	Retain earnings	3,582	4,223	5,694	7,221
Operating	10.8	12.9	17.4	18.2	<b>Total Equity</b>	<b>4,937</b>	<b>5,578</b>	<b>7,053</b>	<b>8,580</b>
EBITDA	15.1	14.9	19.9	19.5	<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>12,343</b>	<b>13,987</b>	<b>19,227</b>	<b>25,281</b>
Pre-tax	12.7	12.7	18.2	18.4					
<b>Net</b>	<b>9.5</b>	<b>9.7</b>	<b>13.4</b>	<b>13.4</b>					

Comprehensive Quarterly Income Statement					Consolidated Statement of Cash flow				
	NT\$m				Year-end Dec. 31	NT\$m			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		FY22	FY23	FY24E	FY25F
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Net sales	2,773	3,607	4,272	4,272	Net income	999	1,085	1,999	2,493
Gross profit	689	913	1,232	1,105	Dep & Amort	377	298	267	285
Operating profit	444	583	894	735	Investment income	0	0	0	0
Total non-ope inc.	50	25	-15	6	Changes in W/C	-914	1,096	-1,060	-859
Pre-tax profit	494	608	879	741	Other adjustment	34	44	44	44
Net profit	365	453	644	537	<b>Cash flow – ope.</b>	<b>495</b>	<b>2,524</b>	<b>1,251</b>	<b>1,963</b>
EPS	2.93	3.63	5.16	4.31	Capex	-841	-214	-400	-399
<b>Y/Y %</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>3Q24</b>	<b>4Q24E</b>	Change in L-T inv.	0	0	0	0
Net sales	68.4	43.5	81.2	(9.7)	Other adjustment	-71	-20	0	0
Gross profit	154.0	54.0	119.9	(3.9)	<b>Cash flow –inve.</b>	<b>-912</b>	<b>-234</b>	<b>-400</b>	<b>-399</b>
Operating profit	898.4	69.9	216.2	(7.2)	Free cash flow	-346	2,310	851	1,564
Net profit	1,216.7	81.9	157.1	(3.7)	Inc. (Dec.) debt	1,112	-682	2,487	2,488
<b>Q/Q %</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>3Q24</b>	<b>4Q24E</b>	Cash dividend	-362	-483	-524	-966
Net sales	(41.4)	30.1	18.4	0.0	Other adjustment	-1,662	931	931	931
Gross profit	(40.1)	32.6	34.9	(10.3)	<b>Cash flow –Fin.</b>	<b>-912</b>	<b>-234</b>	<b>2,893</b>	<b>2,453</b>
Operating profit	(43.9)	31.5	53.2	(17.8)	Exchange influence	92	-21	0	0
Net profit	(34.6)	24.2	42.0	(16.5)	<b>Change in Cash</b>	<b>416</b>	<b>1,094</b>	<b>3,744</b>	<b>4,017</b>
<b>Margins %</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>3Q24</b>	<b>4Q24E</b>	<b>Ratio Analysis</b>				
Gross	24.8	25.3	28.8	25.9	Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F
Operating	16.0	16.2	20.9	17.2	ROA	8.46	8.24	12.04	11.20
Net	13.2	12.6	15.1	12.6	ROE	21.92	20.65	31.66	31.90

### Option exp. in R.O.C. GAAP & IFRS

#### MasterLink Securities – Stock Rating System

**STRONG BUY:** Total return expected to appreciate 50% or more over a 3-month period.

**BUY:** Total return expected to appreciate 15% to 50% over a 3-month period.

**HOLD:** Total return expected to be between 15% to -15% over a 3-month period.

**SELL:** Total return expected to depreciate 15% or more over a 3-month period.

Additional Information Available on Request

©2024 MasterLink Securities. All rights reserved.

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. MasterLink and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. This firm (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice. MasterLink has produced this report for private circulation to professional and institutional clients only. All information and advice is given in good faith but without any warranty.