

鴻海(2317)

BUY

■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

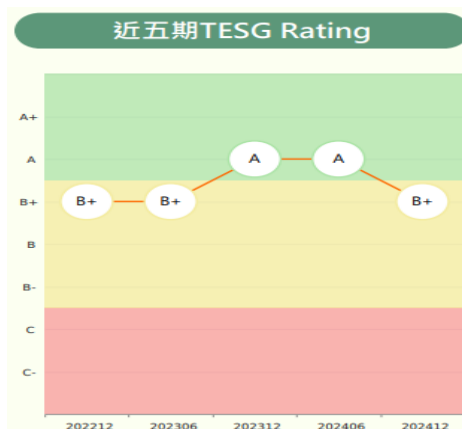
日期:	2024/11/20
目前收盤價 (NT\$):	203.5
目標價 (NT\$):	240
52 週最高最低(NT\$):	98.6-226.5
加權指數:	22848.8

公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	138,630
市值 (NT\$/mn):	2,821,120
市值 (US\$/mn):	94,037
20 日平均成交量(仟股):	69,216
PER ('24):	17.88
PBR ('24):	1.77
外資持股比例:	39.49
TCRI	2

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-1.9	8.8	19.7
加權指數報酬率(%)	-2.7	2.0	7.5

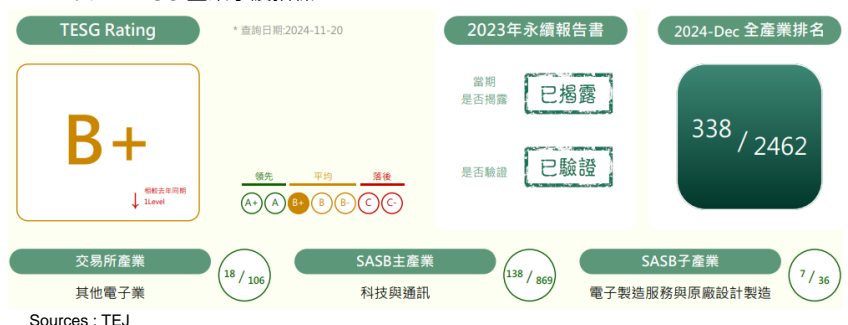
2024 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	240	240
營業收入 (NT\$mn)	6,773,403	6,813,132
毛利率 (%)	6.27	6.41
營運毛利率 (%)	2.90	3.02
EPS (NT\$)	11.38	11.54
BVPS(NT\$)	115.16	115.16



受惠 AI Server 出貨，明年營運仍將顯著成長

- **PER 未高估，AI Server 出貨持續成長，推動合併營收將逐季成長：**元富預估 2024 年、2025 年稅後 EPS 分別是 11.38 元及 14.33 元，目前股價 203.5 元、PER 14X 未偏高，年底淨值上看 117.37 元。4Q24 消費智能產品傳統旺季，加上 AI Server 需求持續強勁，故股價趨勢仍正面看待，故投資建議維持買進，目標價維持 240 元。
- **展望 4Q24，消費智能產品傳統旺季強勁成長、元件及其他產品顯著成長、雲端網路產品持平，電腦終端產品強勁衰退，推估合併季營收季增 10%，單季稅後 EPS 3.71 元：**展望 4Q24，仍屬傳統旺季，預期 QoQ 顯著成長、YoY 顯著成長，其中四大產品線，消費智能產品的傳統拉貨旺季，QoQ 強勁成長，但全球景氣不確定性升，目前能見度看起來 YoY 持平；雲端網路產品，AI Server 年增超過 2 倍，一般 Server 年增超過 2 成，3Q24 基期已高，4Q24 AI Server 持平、通用 Server 大致持平，網通顯著成長，整體季增持平、年增強勁成長；電腦終端產品 QoQ 強勁衰退，3Q24 返校需求基期高、YoY 顯著衰退；元件及其他產品，零組件出貨增加，QoQ 顯著成長，非核心業務減少，YoY 持平。元富預估 4Q24 營收 2.044 兆元、QoQ 10%、YoY 10%，稅後 EPS 3.71 元。累計 2024 年營收 6.773 兆元、YoY 10%，稅後 EPS 11.38 元。
- **展望 2025 年，受惠 AI Servr 強勁需求，帶動元件&其他產品強勁成長，整體營運維持顯著成長，預估全年成長 17%，稅後 EPS 14.33 元：**展望 2025 年，四大產品線預期均會成長，其中又以 AI Server 為最，將挑戰 Server 營收 5 成的比重。國際政經局勢、貨幣政策及 AI 產業發展是關鍵。鴻海以 Server 為主，AI Server 及機櫃解決方案，Edge AI 需求會跟上來，帶動相關 Device 市場。Server 客戶涵蓋大型 CSP、NCP 及一線品牌客戶，GB200 開發生產按照計畫進行，4Q24 小量出貨，1Q25 放量出貨 GB200 NVL 系統級機構，大型 CSP 主權 AI 建設推動，GB 系列 2025 年出貨逐季上升趨勢，預期市佔率力拼 40% 之上。元富預估 2025 年營收 7.893 兆元、YoY 17%，稅後 EPS 14.33 元。

Exhibit 1: TESG 企業永續指標



本刊登之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

元富證券投資顧問股份有限公司 台北市敦化南路二段 97 號 19 樓 (02)2325-3299 (112)金管投顧新字第 020 號

Page 1 of 7

鴻海係全球最大的 EMS 廠，廠區  
擴及全球 24 國，205 個基地

鴻海係全球最大電子代工製造服務廠，廠區分散擴及全球 24 個國家、205 個基地

鴻海係全球最大電子代工製造服務廠(EMS)，主要事業版圖橫跨 PC、TV 相關、Mobile Phone、通訊網路、Game Console、DSC 等 3C 電子產業製造，以及光學、電信與醫療等領域；主要工廠跨越四大洲共計有 24 個國家，全球據點 205 個，其中除台灣外，中國主要廠區共有 32 個廠區、其他主要廠區位於澳大利亞、印尼、菲律賓、越南、馬來西亞、日本、泰國、印度、斯洛伐克、匈牙利、捷克、巴西、墨西哥、美國等，其全球佈局完整，在地化生產的彈性空間大，依產能配置來看，中國占約 70%、非中國占約 30%；主要客戶有 HP、Dell、Apple、Nokia、Sony 及 Cisco 等；主要競爭對手有 Celestica、Elcoteq、Flextronics、Jabil、Sanmina-SCI、仁寶、佳世達、和碩、廣達及緯創等。鴻海的合併營收除涵蓋鴻海主體外，包括富智康(FIH)(持股約 64%)、工業富聯網(Fii)(持股約 84%)、鴻騰精密(FIT)(持股約 71%)及其他等。

2023 年營收 6.162 兆元、YoY -7%，其中消費暨智能產品占 54%、YoY +2%，雲端網路產品占 22%、YoY -8%，電腦終端產品 18%、YoY 持平，元件及其他產品占 6%、YoY 20%。營業利益 1,665 億元、YoY -4%，稅前淨利 1,922 億元、YoY +3%，稅後淨利 1,421 億元、YoY 持平，稅後 EPS 10.25 元。

Exhibit 2：鴻海年營收比重

營收比重	2020	YoY	2021	YoY	2022	YoY	2023	YoY	備註
消費暨智能產品	48%	-2%	54%	25%	53%	-2%	54%	2%	智慧手機、TV、Game console...
雲端網路產品	25%	5%	21%	-4%	24%	14%	22%	-8%	Server、網通...
電腦終端產品	21%	2%	19%	0%	18%	-5%	18%	0%	PC、Tablet...
元件及其他	6%	-3%	6%	15%	5%	-17%	6%	20%	連接器、機構件、服務...
合計	100%	0%	100%	12%	100%	11%	100%	-7%	

Source:公司、元富投顧整理,11/2024

3Q24 毛利率、營益率低於  
預期，本業達成率 88%，業  
外淨收入高於預期，致獲利  
達成率 96%，單季稅後 EPS  
3.55 元

3Q24 毛利率、營益率低於預期，本業達成率 88%，業外淨收入高於預期，致獲利達成率 96%，單季稅後 EPS 3.55 元，累計前三季稅後 EPS 7.67 元

鴻海公告 3Q24 財報，營收 1.854 兆元、QoQ +20%、YoY +20%，毛利率 6.19%(原估 6.7%)、QoQ -0.23pts、YoY -0.47pts，毛利率下滑不如預期係產品組合，AI Server 營收大增所致，營業利益 547 億元、QoQ +23%、YoY +19%，達成率 88%，營益率 2.95%(原 3.34%)、QoQ +0.07pts、YoY -0.04pts，營益率低於預期係因毛利率不如預期所致，業外淨收入 128 億元，優於預期，其中股利收入 17 億元、透過損益按公允價值衡量的金融資產利益 39 億元、匯兌收益 18.71 億元、權益法認列獲利 41.71 億元，稅前淨利 676 億元、QoQ +40%、YoY +18%，達成率 98%，所得稅率 18.19%偏低，稅後淨利 493 億元、QoQ +41%、YoY +14%，獲利達成率 96%，單季稅後 EPS 3.55 元(原估 3.69 元)。累計前三季營收 4.729 兆元、YoY +10%，營業利益 1,361 億元、YoY +16%，稅前淨利 1,485 億元、YoY 19%，稅後淨利 1,063 億元、YoY 20%，稅後 EPS 7.67 元。

Exhibit 3：鴻海季財報預估與實際差異數

鴻海(2317)								
unit:NT\$mn	3Q23	2Q24	3Q24	3Q24(F)	QoQ	YOY	Diff%	累計YoY
Net Sales	1,543,164	1,550,551	1,854,569	1,853,688	20%	20%	0%	10%
Margin%	6.66%	6.42%	6.19%	6.70%	(0.23)	(0.47)	(0.51)	
Operating Profit	46,141	44,656	54,771	61,913	23%	19%	-12%	16%
Operating Margin	2.99%	2.88%	2.95%	3.34%	0.07	(0.04)	(0.39)	
Total non-ope inc.	11,068	3,795	12,882	6,900				
Pre-tax profit	57,217	48,400	67,653	68,825	40%	18%	-2%	19%
Net Profit	43,128	35,045	49,325	51,160	41%	14%	-4%	20%
EPS	3.11	2.53	3.55	3.69				

Source:公司、元富投顧整理,11/2024

**3Q24 合併營收優於法說指引**，受惠雲端網路產品及電腦終端產品優於預期所致，庫存水準走高，但 DOI 季減 4 天、年減 4 天

**3Q24 合併營收優於法說指引**，受惠雲端網路產品及電腦終端產品優於預期所致，庫存水準走高，但 DOI 季減 4 天、年減 4 天

3Q24 為傳統旺季，營收表現優於前次法說指引，QoQ 及 YoY 均強勁成長，優於原預期顯著成長。四大產品營收比重，其中消費暨智能產品占 45%(QoQ +35%、YoY 持平)、雲端網路產品占 32%(QoQ +20%、YoY +75%)、電腦終端產品占 17%(QoQ -3%、YoY +14%)、元件及其他占 6%(QoQ +3%、YoY +20%)，季成長率與前次法說相較來看，雲端網路產品上修至強勁成長(原顯著成長)、電腦終端產品上修至持平(原顯著衰退)、元件及其他產品下修至顯著成長(原強勁成長)；年成長率與前次法說相較來看，電腦終端產品上修至強勁成長(原顯著成長)，餘均符合預期。3Q24 存貨金額 8,835 億元、QoQ +9%、YoY +14%，DOI 45 天與 2Q24 減少 4 天，與 2Q23 減少 4 天。

Exhibit 4：鴻海季財報預估與實際差異數



營收比重	3Q24	QoQ	YoY	累計	累計YoY
消費暨智能產品	45%	35%	0%	44%	-9%
雲端網路產品	32%	20%	75%	31%	48%
電腦終端產品	17%	-3%	14%	19%	12%
元件及其他	6%	3%	20%	6%	23%
合計	100%	20%	20%	100%	10%

Source:公司、元富投顧整理,11/2024

展望 4Q24，消費智能產品傳統旺季強勁成長、元件及其他產品顯著成長、雲端網路產品持平，電腦終端產品強勁衰退，推估合併季營收季增 10%，單季稅後 EPS 3.71 元

展望 4Q24，消費智能產品傳統旺季強勁成長、元件及其他產品顯著成長、雲端網路產品持平，電腦終端產品強勁衰退，推估合併季營收季增 10%，單季稅後 EPS 3.71 元

展望 4Q24，仍屬傳統旺季，預期 QoQ 顯著成長、YoY 顯著成長，其中四大產品線，消費智能產品的傳統拉貨旺季，QoQ 強勁成長，但全球景氣不確定性升，目前能見度看起來 YoY 持平；雲端網路產品，AI Server 年增超過 2 倍，一般 Server 年增超過 2 成，3Q24 基期已高，4Q24 AI Server 持平、通用 Server 大致持平，網通顯著成長，整體季增持平、年增強勁成長；電腦終端產品 QoQ 強勁衰退，3Q24 返校需求基期高、YoY 顯著衰退；元件及其他產品，零組件出貨增加，QoQ 顯著成長，非核心業務減少，YoY 持平。元富預估 4Q24 營收 2.044 兆元、QoQ 10%、YoY 10%，毛利率 6.2%、QoQ +0.01pts，YoY +0.08pts，營益率 2.96%、QoQ +0.01pts、YoY +0.32pts，稅後淨利 514 億元、QoQ 4%、YoY -3%，稅後 EPS 3.71 元(原 3.74 元)。

Exhibit 5：鴻海季度四大產品線營運展望



Source:鴻海、元富投顧推估,11/2024

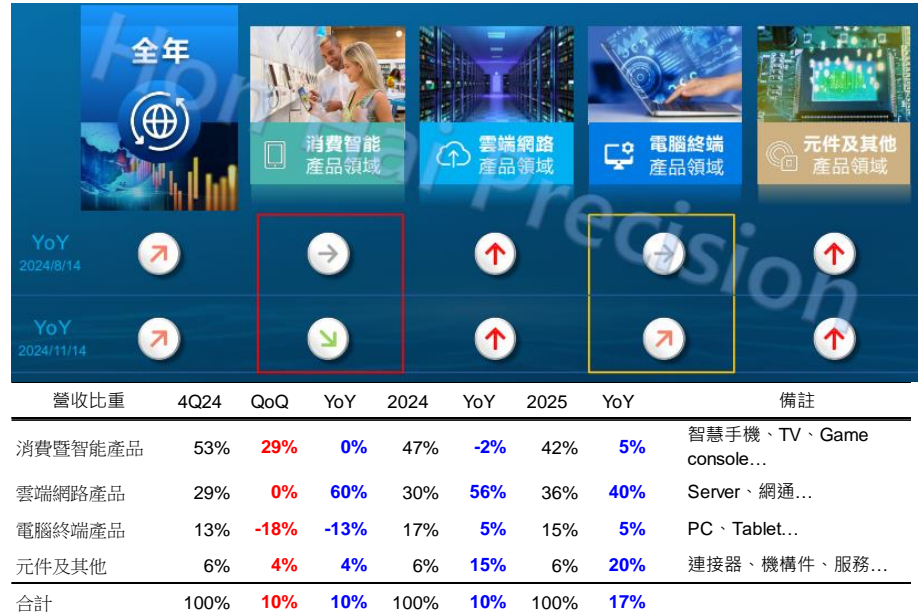
展望 2024 年，受惠 AI Servr 強勁需求，帶動雲端網路產品、元件&其他產品強勁成長，電腦終端產品新品推出上修至顯著成長，僅消費智能下修至年顯著衰退，整體營運維持顯著成長，累計全年成長 10%，稅後 EPS 11.38 元

展望 2024 年，受惠 AI Servr 強勁需求，帶動雲端網路產品、元件&其他產品強勁成長，電腦終端產品新品推出上修至顯著成長，僅消費智能下修至年顯著衰退，整體營運維持顯著成長，累計全年成長 10%，稅後 EPS 11.38 元

展望 2024 年，全年展望仍維持不變，合併營收呈顯著成長(4~15%)，能見度比 8 月法說時來的好。四大產品線的表現上，雲端網路產品受惠 AI Server 需求強勁，帶動雲端網路產品強勁成長，目前 GB200 平台仍維持 4Q24 小量出貨，1Q25 放量出貨的看法不變，維持年強勁成長；元件&其他受惠 AI、EV 相關零組件需求強勁，維持年強勁成長；電腦終端產品受惠新機效應，原預期持平上修至年顯著成長；全球景氣平穩，消費智能產品由年持平下修至年顯著衰退。累計 2024 年營收 6.773 兆元、YoY 10%，毛利率 6.27%、YoY -0.03pts，營益率 2.9%、YoY 0.2pts，業外淨收入 238 億元，稅後淨利 1578 億元、YoY 11%，稅後 EPS 11.38 元。



Exhibit 6：鴻海年四大產品線營運展望



Source:鴻海、元富投顧推估,11/2024

展望 2025 年，受惠 AI Servr 強勁需求，帶動元件 & 其他產品強勁成長，整體營運維持顯著成長，預估全年成長 17%，稅後 EPS 14.33 元

展望 2025 年，受惠 AI Servr 強勁需求，帶動元件&其他產品強勁成長，整體營運維持顯著成長，預估全年成長 17%，稅後 EPS 14.33 元

展望 2025 年，四大產品線預期均會成長，其中又以 AI Server 為最，將挑戰 Server 營收 5 成的比重。國際政經局勢、貨幣政策及 AI 產業發展是關鍵。AI 發展是 ICT 最重要成長動能，樂觀期待 AI 產業明年快速發展，主要客戶將會有 5,000 億至 1 兆美元規模，鴻海以 Server 為主，AI Server 及機櫃解決方案，Edge AI 需求會跟上來，帶動相關 Device 市場。Server 客戶涵蓋大型 CSP、NCP 及一線品牌客戶，GB200 開發生產按照計畫進行，4Q24 小量出貨，1Q25 放量出貨 GB200 NVL 系統級機構，大型 CSP 主權 AI 建設推動，GB 系列 2025 年出貨逐季上升趨勢，主要 CSP 客戶傾向 NVL72 為主，預期市佔率力拼 40% 之上。元富預估 2025 年營收 7.893 兆元、YoY 17%、毛利率 6.3%、YoY 0.03pts、營益率 3.03%、YoY 0.13pts、稅後淨利 1,986 億元、YoY26%、稅後 EPS 14.33 元(原 14.87 元)。

PER 未高估，AI Server 出貨持續成長，推動合併營收將逐季成長

PER 未高估，AI Server 出貨持續成長，推動合併營收將逐季成長

元富預估 2024 年、2025 年稅後 EPS 分別是 11.38 元及 14.33 元，目前股價 203.5 元、PER 14X 未偏高，年底淨值上看 117.37 元。4Q24 消費智能產品傳統旺季，加上 AI Server 需求持續強勁，故股價趨勢仍正面看待，故投資建議維持買進，目標價維持 240 元。

TESG 企業永續指標(分項指標)



資料來源：TEJ

本刊載之報告為元富投顧於特定日期之分析，已力求陳述內容之可靠性，純屬研究性質，僅作參考，使用者應明瞭內容之時效性，審慎考量投資風險，並就投資結果自行負責。報告著作權屬元富投顧所有，禁止任何形式之抄襲、引用或轉載。

Comprehensive income statement					NT\$m	Consolidated Balance Sheet					NT\$m
Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	6,626,997	6,162,221	6,773,403	7,893,118		Cash	1,062,326	1,197,663	1,004,495	908,003	
COGS	6,226,912	5,774,274	6,348,755	7,395,473		Marketable securities	22,405	152,415	997	997	
Gross profit	400,085	387,947	424,648	497,645		A/R & N/R	1,098,690	872,270	1,083,222	1,262,290	
Operating expense	226,297	221,419	228,123	258,589		Inventory	939,022	730,765	917,957	1,069,301	
<b>Operating profit</b>	<b>173,788</b>	<b>166,528</b>	<b>196,526</b>	<b>239,056</b>		Others	78,062	82,853	82,853	82,853	
Total non-operate. Inc.	13,724	25,696	23,835	34,400		Total current asset	3,200,506	3,035,966	3,089,523	3,323,443	
Pre-tax profit	187,511	192,224	220,361	273,456		Long-term invest.	425,387	383,423	383,423	383,423	
Total Net profit	151,072	154,789	176,602	218,422		Total fixed assets	362,405	393,967	495,076	596,185	
Minority	9,589	12,691	18,783	19,800		Total other assets	88,579	77,121	77,121	77,121	
<b>Net Profit</b>	<b>141,483</b>	<b>142,098</b>	<b>157,819</b>	<b>198,622</b>		<b>Total assets</b>	<b>4,133,974</b>	<b>3,939,789</b>	<b>4,045,144</b>	<b>4,380,172</b>	
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>10.21</b>	<b>10.25</b>	<b>11.38</b>	<b>14.33</b>		Short-term Borrow	582,610	501,773	501,773	501,773	
<b>Y/Y %</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24E</b>	<b>FY25F</b>		A/P & N/P	1,050,264	878,935	1,060,567	1,235,423	
Sales	10.6	(7.0)	9.9	16.5		Other current liab.	480,939	528,627	471,885	619,760	
Gross profit	10.5	(3.0)	9.5	17.2		Total current liab.	2,113,814	1,909,335	2,034,225	2,356,955	
Operating profit	16.7	(4.2)	18.0	21.6		L-T borrow s	301,017	271,625	175,343	79,062	
Pre-tax profit	(3.1)	2.5	14.6	24.1		Other L-T liab.	68,612	72,586	72,586	72,586	
Net profit	1.6	0.4	11.1	25.9		<b>Total liability.</b>	<b>2,483,443</b>	<b>2,253,545</b>	<b>2,282,154</b>	<b>2,508,603</b>	
EPS	1.5	0.4	11.1	25.9		Common stocks	138,630	138,630	138,630	138,630	
<b>Margins %</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24E</b>	<b>FY25F</b>		Reserves	193,794	198,653	198,653	198,653	
Gross	6.0	6.3	6.3	6.3		Retain earnings	1,318,122	1,348,976	1,425,707	1,534,286	
Operating	2.6	2.7	2.9	3.0		<b>Total Equity</b>	<b>1,650,531</b>	<b>1,686,244</b>	<b>1,762,989</b>	<b>1,871,569</b>	
EBITDA	3.8	4.0	4.1	3.8		<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>4,133,974</b>	<b>3,939,789</b>	<b>4,045,144</b>	<b>4,380,172</b>	
Pre-tax	2.8	3.1	3.3	3.5							
<b>Net</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24E	FY25F	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	1,323,992	1,550,551	1,854,569	2,044,292		Net income	141,483	142,098	157,819	198,622	
Gross profit	83,662	99,507	114,733	126,746		Dep & Amort	76,460	84,406	65,470	63,814	
Operating profit	36,751	44,604	54,771	60,399		Investment income	0	0	-5,543	0	
Total non-ope inc.	-4,242	3,795	12,882	11,400		Changes in W/C	-113,589	210,604	-216,511	-155,556	
Pre-tax profit	32,509	48,400	67,653	71,799		Other adjustment	5,355	8,444	8,444	8,444	
Net profit	22,009	35,045	49,325	51,439		<b>Cash flow – ope.</b>	<b>109,708</b>	<b>445,553</b>	<b>9,679</b>	<b>115,325</b>	
EPS	1.59	2.53	3.56	3.71		Capex	-93,963	-101,109	-101,109	-101,109	
<b>Y/Y %</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>3Q24</b>	<b>4Q24E</b>		Change in L-T inv.	-45,136	17,444	0	0	
Net sales	(9.5)	18.9	20.2	10.4		Other adjustment	93,659	-54,210	0	0	
Gross profit	(5.3)	19.1	11.7	11.9		<b>Cash flow –inve.</b>	<b>-45,440</b>	<b>-137,874</b>	<b>-101,109</b>	<b>-101,109</b>	
Operating profit	(9.3)	44.2	18.7	23.4		Free cash flow	15,746	344,444	-91,430	14,216	
Net profit	71.6	6.2	14.4	(3.2)		Inc. (Dec.) debt	42,452	-84,626	-10,389	-10,389	
<b>Q/Q %</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>3Q24</b>	<b>4Q24E</b>		Cash dividend	-79,026	-80,722	-81,073	-90,042	
Net sales	(28.5)	17.1	19.6	10.2		Other adjustment	-8,866	27,474	-10,276	-10,276	
Gross profit	(26.1)	18.9	15.3	10.5		<b>Cash flow -Fin.</b>	<b>-45,440</b>	<b>-137,874</b>	<b>-101,738</b>	<b>-110,708</b>	
Operating profit	(24.9)	21.4	22.8	10.3		Exchange influence	26,512	-11,704	0	0	
Net profit	(58.6)	59.2	40.7	4.3		<b>Change in Cash</b>	<b>2,909</b>	<b>135,336</b>	<b>-193,168</b>	<b>-96,492</b>	
<b>Margins %</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>3Q24</b>	<b>4Q24E</b>		<b>Ratio Analysis</b>					
Gross	6.3	6.4	6.2	6.2		<b>Year-end Dec. 31</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24E</b>	<b>FY25F</b>	
Operating	2.8	2.9	3.0	3.0		ROA	3.52	3.52	3.95	4.71	
<b>Net</b>	<b>1.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>		ROE	8.78	8.52	9.15	10.93	

**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.