

華擎(3515)

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:	2025/3/13
目前收盤價 (NT\$):	214.0
目標價 (NT\$):	280
52 週最高最低(NT\$):	175-271
加權指數:	22278.36

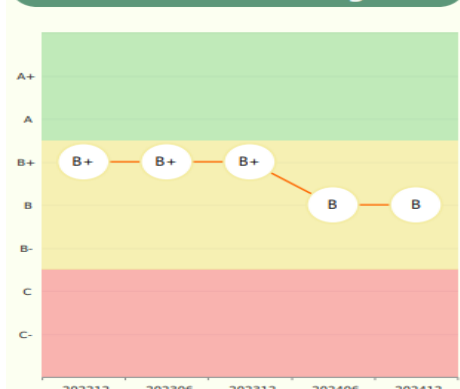
公司基本資料

股本 (NT\$/mn):	1,236
市值 (NT\$/mn):	26,450
市值 (US\$/mn):	882
20 日平均成交量(仟股):	1,110
PER ('25):	14.17
PBR ('25):	2.84
外資持股比例:	12.09
TCRI	4

股價表現	1-m	3-m	6-m
絕對報酬率(%)	-16.4	-11.6	5.2
加權指數報酬率(%)	-4.3	-3.3	2.9

2025 Key Changes	Current	Previous
評等	BUY	BUY
目標價 (NT\$)	280	280
營業收入 (NT\$mn)	41,938	37,509
毛利率 (%)	15.41	15.72
營運毛利率 (%)	6.57	7.14
EPS (NT\$)	15.10	14.40
BVPS(NT\$)	75.25	75.25

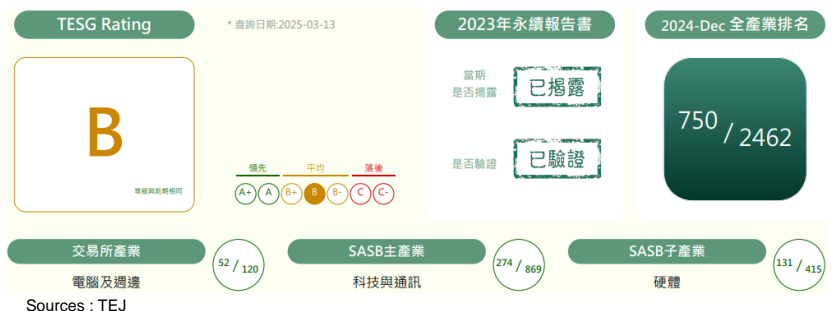
近五期TESG Rating



主要成長動能 Server 及 VGA 驅動 2025 年逐季成長

- **PER 不高，Server 及 VGA 驅動營運將逐季成長，評等維持買進：**元富預估 2025 年稅後 EPS 15.1 元，目前股價 214 元，PER 14X，股價未高估，短期股價受累於毛利率、營益率不如預期，加上 2 月營收大幅衰退，造成股價直直落，但公司亦明確表示 AI Server 月營收大幅波動不影響單季的穩定性，1H25 營收仍維穩在高峰，2H25 進入消費電子旺季及 General Purpose Server 專案出貨，將優於 1H25 營運表現。營運動能仍在，故元富評等維持買進，目標價維持 280 元。
- **展望 1Q25，AI Server 及 VGA 持續推升營收成長，毛利率與上季相當，單季稅後 EPS 3.46 元：**展望 1Q25，預期 AI Server 及 VGA 持續成長，2 月營收雖較 1 月大幅下滑，主要係因 AI Server 客戶提前拉貨所致，季度表現相對月份表現穩定。毛利率水準預期與 4Q24 相差不大，元富預估 1Q25 營收 99.41 億元(原 92.13 億元)、QoQ 8%、YoY 100%，前兩月營收季達成率 73%，毛利率 15.25%、QoQ -0.2pts、YoY -5.18pts，營益率 5.95%、QoQ 0.19pts、YoY -0.11pts，稅後淨利 4.28 億元、QoQ 4%、YoY 39%，稅後 EPS 3.46 元。
- **展望 2025 年，主要成長動能來自 AI Server 及 VGA，預估年增均有倍數水準，MB 年增個位數，IPC 雙位數成長，推估全年營收年增約 48%，稅後 EPS 15.1 元：**展望 2025 年，營運仍以 Server 及 VGA 為主要成長動能，AI Server 大致可參考 4Q24 基期穩定成長，推估年成長 263%，2H25 期待 General Purpose 新專案出貨，預估年成長約 15%，整體 Server 合併營收挑戰 YoY 108%；VGA 產品營收年成長推估應亦有 100%；MB 今年年增約個位數成長，推估 YoY 5%；IPC 於 2H24 即有開始看到改善，推估 2025 年 YoY 約 15%。元富預估 2025 年營收 419 億元(原 375 億元)、YoY 63%，毛利率 15.41%、YoY -3.58pts，營益率 6.57%、YoY 0.06pts，稅後淨利 18.65 億元、YoY 45%，稅後 EPS 15.1 元(原 14.4 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 8

華擎業務以 MB 為主，新增 VGA 業務，多角化跨足 IPC 及 Server 領域，近年又增加 MNT、PSU 強化 Gaming 產線，狀大 ASRock 的品牌效益

華擎業務以 MB 為主，新增 VGA 業務，多角化跨足 IPC 及 Server 領域，近年又增加 MNT、PSU 強化 Gaming 產線，狀大 ASRock 的品牌效益  
華擎係為和碩集團的一員，和碩透過轉投資的華瑋投資持股約 46.55%，業務以主機板銷售、研發設計，而製造則採委外代工模式為主，而後跨足迷你電腦、VGA、MNT 等業務，亦成立子公司永擎(2024/12 已登錄興櫃)、東擎(已公發)等，分別跨足 Server 及 IPC 等業務，多角化產品線。華擎擁有 MB 自有品牌「ASRock」，近年發展亦針對 Gaming 領域逐步擴增產品，如增加 Power Supply(PSU)業務，有利整合 MB、VGA、MNT 及 PSU 在 Gaming 市場行銷，強化 ASRock 的品牌效益。2023 年營收比重仍以 MB 占 47%為最，其次 Server 占約 14%、IPC 占約 7%、其他(DT、MNT 及 VGA)占約 31%。華擎 Server 則包括品牌廠及 Data Center tier 2、3 的客戶群，商業模式委由和碩及其他代工，產品出貨以主板(L3)及準系統(L4)為主(準系統毛利率比主板低)，未來逐步增加 L10 的出貨，且 AI Server 多以 L10 及 L11 為主。2023 年營收 189 億元、YoY +11%，其中主要成長來自 MB 及 VGA 產品，分別年增+18%及+36%，而 Server 衰退 15%，IPC 大幅衰退 31%，毛利率 20.16%、YoY -1.45pts，毛利率下滑，係存貨備抵跌價損失所致，營益率 6.04%、YoY -0.88pts，稅後淨利 9.19 億元、YoY -14%，稅後 EPS 7.56 元。

Exhibit 2：華擎多角化跨足 IPC 及 Server 領域，成立子公司東擎及永擎



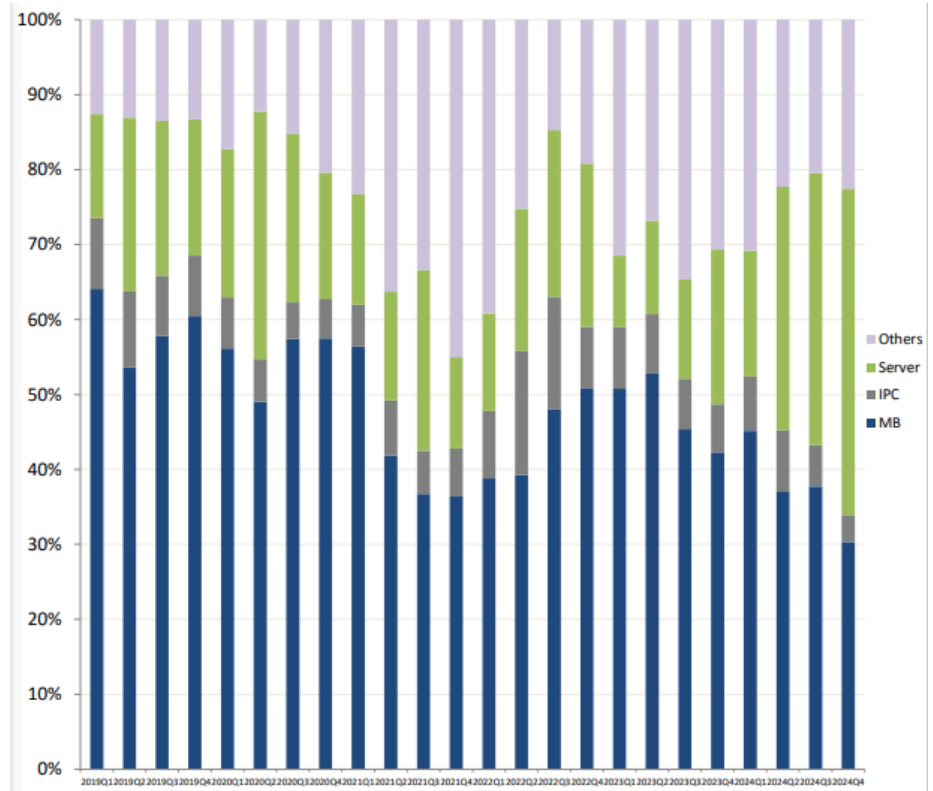
Source: 華擎, 3/2025

Exhibit 3：華擎產品大類大致分為消費性產品及非消費性產品



Source: 華擎, 3/2025

Exhibit 4：華擎歷年各季營收比重



Source: 華擎, 3/2025

華擎 4Q24 毛利率、營益率低於預期，本業達成率 83%，所得稅率偏低，致獲利達成率 90%，單季稅後 EPS 3.33 元，累計 2024 年稅後 EPS 10.43 元

華擎 4Q24 毛利率、營益率低於預期，本業達成率 83%，所得稅率偏低，致獲利達成率 90%，單季稅後 EPS 3.33 元，累計 2024 年稅後 EPS 10.43 元

華擎 4Q24 營收 92.1 億元、QoQ +47%、YoY 64%，毛利率 15.45%(原估 16.29%)、QoQ -4.64pts、YoY -7.58pts，毛利率低於預期係來自 AI Server 及 VGA 的比重提升，毛利率偏低所致，營業利益 5.3 億元、QoQ +15%、YoY -7%，達成率 83%，營益率 5.76%(原估 6.95%)、QoQ -1.63pts、YoY -4.38pts，業外淨收入 0.47 億元，其中利息收入及匯兌收益，稅前淨利 5.78 億元、QoQ 19%、YoY 22%，達成率 81%，稅後淨利 4.12 億元、QoQ +35%、YoY +26%，獲利達成率 90%，所得稅率低於預期，單季稅後 EPS 3.33 元(原 3.7 元)。累計 2024 年營收 256 億元、YoY +35%，毛利率 18.99%、YoY -1.17pts，營業利益 16.72 億元、YoY 45%，營益率 6.52%、YoY +0.44pts，稅前淨利 19.38 億元、YoY 59%，稅後淨利 12.89 億元、YoY 40%，稅後 EPS 10.43 元(原估 10.78 元)。董事會通過擬配發 5.3 元現金股利，殖利率 2.47%。

Exhibit 5：華擎季財報實際與預估差異

華擎(3515)												
unit:NT\$m	4Q23	3Q24	4Q24	4Q24(F)	QoQ	YOY	Diff%	2023	2024	2024(F)	累計YOY	
Net Sales	5,608	6,266	9,210	9,214	47%	64%	0%	18,992	25,654	25,657	35%	
Margin%	23.03%	20.09%	15.45%	16.29%	-4.64	-7.58	-0.84	20.16%	18.99%	19.29%	-1.17	
Operating Profit	569	463	530	640	15%	-7%	-17%	1,155	1,672	1,788	45%	
Operating Margin	10.14%	7.39%	5.76%	6.95%	-1.63	-4.38	-1.19	6.08%	6.52%	6.97%	0.44	
Total non-op. inc.	(97)	23	47	70				71	266	288		
Pre-tax profit	472	486	578	710	19%	22%	-19%	1,218	1,938	2,070	59%	
Net Profit	327	305	412	459	35%	26%	-10%	919	1,289	1,336	40%	
EPS	2.69	2.51	3.33	3.70				7.56	10.43	10.78		

Source: 華擎, 3/2025

4Q24 營運成長仍由 AI Server 帶動整體 Server 成長、YoY 245%，累計 2024 年除 AI Server 是主要成長力道外，General Purpose Server 亦倍數成長

4Q24 營運成長仍由 AI Server 帶動整體 Server 成長、YoY 245%，累計 2024 年除 AI Server 是主要成長力道外，General Purpose Server 亦倍數成長  
華擎 4Q24 營收比重，MB 占 30%、QoQ +5%、YoY +17%、IPC 占約 4%、QoQ 持平、YoY -8pts、Server 占約 44%、QoQ +95pts、YoY +245pts、其他占 23%(主要以 VGA 為主，餘為 DT 及 MNT 占低個位數)、QoQ +5%、YoY +21%，其中 VGA 亦有雙位數成長，只有 DT 衰退。累計 2024 年營收比重，MB 占 36%、YoY +4%、IPC 占 6%、YoY +5%、Server 占 34%、YoY 222%、Others 占 24%、YoY +3%。2024 年營收主要成長動能明顯在 Server 產品上，4Q24 AI Server 占約 7 成、General Purpose Server 占約 3 成，累計 2024 年 General Purpose Server 年增亦有倍數成長，AI Server 2Q25 小量，3Q24 開始較多，4Q24 大幅成長，目前仍以 H200 為主，2Q25 以 B200 為主，3Q24 以 B300 為主，雖有 GB200，但客戶多以 Tier 3、Tier 4 CSP 為主，單一客戶量少有超過百台以上，需求多以 HGX 解決方案為主。

Exhibit 6：華擎季營收成長及年成長

營收比重	4Q24	QoQ	YoY	2024	YoY
MB	30%	5%	17%	36%	4%
IPC	4%	0%	-8%	6%	5%
Server	44%	95%	245%	34%	222%
Other DT VGA	23%	5%	21%	24%	3%
合計	100%	47%	64%	100%	35%

Source: 華擎, 3/2025

#### 各產品營運現況及未來表現

#### 各產品營運現況及未來表現

- 1) MB，今年的營收占比會低於 40%，預期 2025 年年成長個位數，ASP 持平，毛利率略微下滑，因為同業在殺價競爭。高階市場 AMD 拿走 8-9 成的市佔，短期還看不出來 INTEL 要如何反擊。AMD 強對華擎相對有利，惟生產比較慢，目前市場仍缺貨，預期至 4 月才會紓解，預期 AMD 今年市佔率仍會再提高，至 2H25 表現都還不錯。若以地區別來看，歐洲因戰爭因素比較弱，美國及亞太區都還不錯，而大陸地區最差狀況應該已經過了，接下來可能會略微好轉，華擎亦會嘗試增加該市場的生意。
- 2) VGA，看法相對樂觀，AMD 9000 系列上市後評價不錯，加上 NVIDIA 新 GPU 缺貨，所以今年市佔率可能會提高，VGA 今年有可能營收及毛利率都會比預期好，至少 1Q25、2Q25 都比預期好，且可能延伸至 3Q25，因為整體動能不錯，加上華擎從 AMD 拿到的配額亦足夠，年成長率有機會凌駕於 Server 之上。
- 3) MNT，年成長率預期小幅成長。
- 4) DT 系統，年成長率持平，毛利率不錯。
- 5) 電源供應器，美國、亞太一些國家賣的不錯，有可能會超過去年底設定的目標，毛利率不錯，規模放大就有機會，切入電源供應器及 MNT，就是想



要在 Gaming 上有一套完整的解決方案，如 MB、VGA、MNT 至電源供應器等，預期 2026 年營收占比會超過 MNT。想在 Gaming 產業打造品牌，未來會持續推出與 Gaming 有關的產品，營業費用增加亦是想打造品牌，而增加行銷預算及增加相關人力，意圖與華碩及微星競爭，一旦品牌建立後，每新增一項產品，就能很快挹注營收，發揮品牌效益。

- 6) IPC(東擎)，預期 2025 年會有雙位數成長，毛利率穩定，持續朝系統整合發展，預期未來兩三年會有一些成果，比較大的成長預期在 2026 年。
- 7) Server(永擎)，AI Server 1Q25 維持去年 4Q24 的水準，2Q25 應該還有成長動能，預期今年穩定成長，目前主力產品是 H200，2Q25 主力產品以 B200 平台，3Q25 會往 B300 的平台。General Purpose Server 去年倍增，預期 2025 年有雙位數的成長率，尤其 3Q、4Q 有新的中大型客戶專案導入，會有比較大的成長，上半年大約與去年平均差不多。

展望 1Q25，AI Server 及 VGA 持續推升營收成長，毛利率與上季相當，單季稅後 EPS 3.46 元

展望 1Q25，AI Server 及 VGA 持續推升營收成長，毛利率與上季相當，單季稅後 EPS 3.46 元

展望 1Q25，預期 AI Server 及 VGA 持續成長，2 月營收雖較 1 月大幅下滑，主要係因 AI Server 客戶提前拉貨所致，季度表現相對月份表現穩定。毛利率水準預期與 4Q24 相差不大，元富預估 1Q25 營收 99.41 億元(原 92.13 億元)、QoQ 8%、YoY 100%，前兩月營收季達成率 73%，毛利率 15.25%、QoQ -0.2pts、YoY -5.18pts，營益率 5.95%、QoQ 0.19pts、YoY -0.11pts，稅後淨利 4.28 億元、QoQ 4%、YoY 39%，稅後 EPS 3.46 元。

展望 2025 年，主要成長動能來自 AI Server 及 VGA，預估年增均有倍數水準，MB 年增個位數，IPC 雙位數成長，推估全年營收年增約 48%，稅後 EPS 15.1 元

展望 2025 年，主要成長動能來自 AI Server 及 VGA，預估年增均有倍數水準，MB 年增個位數，IPC 雙位數成長，推估全年營收年增約 48%，稅後 EPS 15.1 元

展望 2025 年，營運仍以 Server 及 VGA 為主要成長動能，AI Server 大致可參考 4Q24 基期穩定成長，推估年成長 263%，2H25 期待 General Purpose 新專案出貨，預估年成長約 15%，整體 Server 合併營收挑戰 YoY 108%；VGA 產品營收年成長推估應亦有 100%；MB 今年年增約個位數成長，推估 YoY 5%；IPC 於 2H24 即有開始看到改善，推估 2025 年 YoY 約 15%。元富預估 2025 年營收 419 億元(原 375 億元)、YoY 63%，毛利率 15.41%、YoY -3.58pts，營益率 6.57%、YoY 0.06pts，稅後淨利 18.65 億元、YoY 45%，稅後 EPS 15.1 元(原 14.4 元)。

Exhibit 7：華擎年營收成長預估

營收比重	2022	YoY	2023	YoY	2024	YoY	2025	YoY
MB	44%	-10%	47%	18%	36%	4%	23%	5%
IPC	11%	63%	7%	-29%	6%	5%	4%	15%
Server	19%	-1%	14%	-15%	34%	222%	44%	108%
Other DT VGA	26%	-36%	31%	35%	24%	3%	29%	100%
合計	100%	-13%	100%	11%	100%	35%	100%	63%

Source:元富預估, 3/2025

**PER 不高，Server 及 VGA 驅動營運將逐季成長，評等維持買進**

**PER 不高，Server 及 VGA 驅動營運將逐季成長，評等維持買進**

元富預估 2025 年稅後 EPS 15.1 元，目前股價 214 元，PER 14X，股價未高估，短期股價受累於毛利率、營益率不如預期，加上 2 月營收大幅衰退，造成股價直直落，但公司亦明確表示 AI Server 月營收大幅波動不影響單季的穩定性，1H25 營收仍維穩在高峰，2H25 進入消費電子旺季及 General Purpose Server 專案出貨，將優於 1H25 營運表現。營運動能仍在，故元富評等維持買進，目標價維持 280 元。

ESG 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	FY24	FY25E		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25E	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	17,121	16,478	25,654	41,938		Cash	3,588	3,046	3,581	224	
COGS	13,420	13,417	20,782	35,473		Marketable securities	339	1,875	1,175	1,271	
Gross profit	3,701	3,061	4,872	6,465		A/R & N/R	1,633	1,950	2,477	3,619	
Operating expense	2,516	2,682	3,200	3,705		Inventory	8,010	6,376	9,989	13,967	
<b>Operating profit</b>	<b>1,185</b>	<b>378</b>	<b>1,672</b>	<b>2,760</b>		Others	423	305	452	452	
Total non-operate. Inc.	246	154	266	213		Total current asset	13,994	13,553	17,674	19,533	
Pre-tax profit	1,431	1,218	1,938	2,970		Long-term invest.	2	23	24	24	
Total Net profit	1,227	686	1,581	2,361		Total fixed assets	462	351	1,477	2,673	
Minority	161	109	292	495		Total other assets	303	424	432	432	
<b>Net Profit</b>	<b>1,066</b>	<b>991</b>	<b>1,289</b>	<b>1,866</b>		<b>Total assets</b>	<b>14,768</b>	<b>14,375</b>	<b>19,637</b>	<b>22,662</b>	
<b>EPS (NT\$)</b>	<b>8.74</b>	<b>4.73</b>	<b>10.43</b>	<b>15.10</b>		Short-term Borrow	625	0	361	361	
<b>Y/Y %</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24</b>	<b>FY25E</b>		A/P & N/P	2,934	3,215	6,031	7,891	
Sales	(13.4)	(3.8)	55.7	63.5		Other current liab.	2,255	2,165	2,796	3,271	
Gross profit	(33.5)	(17.3)	59.2	32.7		Total current liab.	5,814	5,380	9,188	11,523	
Operating profit	(61.2)	(68.1)	342.1	65.0		L-T borrow s	0	0	0	0	
Pre-tax profit	(53.2)	(14.9)	59.1	53.3		Other L-T liab.	60	112	88	88	
Net profit	(55.2)	(7.1)	30.1	44.8		<b>Total liability.</b>	<b>5,874</b>	<b>5,492</b>	<b>9,276</b>	<b>11,611</b>	
EPS	(55.3)	(45.9)	120.6	44.8		Common stocks	1,220	1,216	1,236	1,236	
<b>Margins %</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24</b>	<b>FY25E</b>		Reserves	3,253	3,188	3,718	3,718	
Gross	21.6	18.6	19.0	15.4		Retain earnings	4,421	4,479	5,408	6,097	
Operating	6.9	2.3	6.5	6.6		<b>Total Equity</b>	<b>8,894</b>	<b>8,883</b>	<b>10,362</b>	<b>11,051</b>	
EBITDA	8.3	7.3	7.1	5.8		<b>Total Liab. &amp; Equity</b>	<b>14,768</b>	<b>14,375</b>	<b>19,637</b>	<b>22,662</b>	
Pre-tax	8.4	7.4	7.6	7.1							
<b>Net</b>	<b>6.2</b>	<b>6.0</b>	<b>5.0</b>	<b>4.4</b>							

Comprehensive Quarterly Income Statement					NT\$m	Consolidated Statement of Cash flow					NT\$m
	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F		Year-end Dec. 31	FY22	FY23	FY24	FY25E	
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS			IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
Net sales	9,942	10,412	10,881	10,704		Net income	1,066	991	1,289	1,866	
Gross profit	1,516	1,610	1,688	1,649		Dep & Amort	134	191	195	38	
Operating profit	592	685	759	722		Investment income	0	0	0	0	
Total non-ope inc.	52	53	54	54		Changes in W/C	-9	1,678	-796	-3,259	
Pre-tax profit	644	738	813	776		Other adjustment	-51	-224	236	236	
Net profit	428	450	505	483		<b>Cash flow – ope.</b>	<b>1,141</b>	<b>2,636</b>	<b>922</b>	<b>-1,120</b>	
EPS	3.46	3.64	4.09	3.91		Capex	-88	-16	-1,196	-1,196	
<b>Y/Y %</b>	<b>1Q25E</b>	<b>2Q25F</b>	<b>3Q25F</b>	<b>4Q25F</b>		Change in L-T inv.	0	0	0	0	
Net sales	100.7	99.3	73.6	16.2		Other adjustment	957	-1,481	790	0	
Gross profit	49.8	36.7	34.1	15.9		<b>Cash flow –inve.</b>	<b>869</b>	<b>-1,497</b>	<b>-407</b>	<b>-1,196</b>	
Operating profit	97.1	80.7	64.0	36.0		Free cash flow	1,053	2,620	-274	-2,317	
Net profit	39.0	70.2	65.7	17.3		Inc. (Dec.) debt	625	-625	361	0	
<b>Q/Q %</b>	<b>1Q25E</b>	<b>2Q25F</b>	<b>3Q25F</b>	<b>4Q25F</b>		Cash dividend	-1,611	-1,081	-904	-1,176	
Net sales	7.9	4.7	4.5	(1.6)		Other adjustment	1,855	209	136	136	
Gross profit	6.5	6.2	4.8	(2.3)		<b>Cash flow-Fin.</b>	<b>869</b>	<b>-1,497</b>	<b>-407</b>	<b>-1,040</b>	
Operating profit	11.5	15.7	10.9	(5.0)		Exchange influence	393	-1	284	0	
Net profit	4.0	5.0	12.4	(4.5)		<b>Change in Cash</b>	<b>1,374</b>	<b>-542</b>	<b>535</b>	<b>-3,357</b>	
<b>Margins %</b>	<b>1Q25E</b>	<b>2Q25F</b>	<b>3Q25F</b>	<b>4Q25F</b>		<b>Ratio Analysis</b>					
Gross	15.2	15.5	15.5	15.4		<b>Year-end Dec. 31</b>	<b>FY22</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24</b>	<b>FY25E</b>	
Operating	6.0	6.6	7.0	6.7		ROA	6.95	6.80	7.58	8.82	
Net	4.3	4.3	4.6	4.5		ROE	12.06	11.15	13.39	17.43	

**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

©2025 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.