

如興併購玖地之評價技術問題探討

*本文係由台大王泰昌教授審定

羅靖霖、李昌峻

如興收購玖地
收購價
US3.8 億
合理嗎？
◆技術層面：
4 個問題
◆作法迂迴程
度

校正/差異分：
1、技術問題
2、技術問題
+迂迴
校正法 2 彙總
：理論價=2.4
~2.7 億
差異原因：
◆策略性考量
◆經營層動機

如興（4414）大手筆擴增資本 3.45 倍、募集 130 億資金，併購玖地集團案，已於 2017/6/19 完成、增資股並於 7/14 掛牌上市。此併購案高達 125 億（3.8 億美元），不僅是傳統產業僅見，在近年的產業併購案中也是前幾大¹。根據其評價報告²，其評價方法，與目前 IFRS9 所使用的概念有點出入，且市場尚無人評論，故本刊逐一檢視其評價技術，就明顯不合理論與實務慣例之處作簡單的修正。主要的技術問題包括四類：

- ◆ 市場法或收益法：可類比公司之界定
- ◆ 市場法：未考量跨市場調整、僅採用 PE 乘數
- ◆ 收益法：加權平均資金成本之計算中，摻雜兩種立場
- ◆ 收益法：對未來情境假設與所提供的背景資料，缺乏清楚的相關性，甚至明顯不一致。「未來情境假設」本非技術性問題，其合理性也非外部人所能評斷。但所有假設，都應符合最起碼的邏輯性：資料間的相關性³及一致性。所以本文還是就此技術層面，提出一些我們觀察到的問題。

由於評價報告書揭露的資料相當有限，有些重要的技術細節，本文略過。如風險溢酬之估計依據，即無法判斷是否合宜。

另外，除了明顯技術性問題之外，尚有些方法的採用較為迂迴。這些做法多半是提供較大的裁決空間，顯然悖離評價報告應扮演的角色：由協力廠商中立的提供合理的價值估算，供買賣雙方參考。

為瞭解這四類技術性問題的影響程度、及迂迴作法（損及中立）的差異，本文就每一問題，提供兩種校正：

- ◆ 校正 1：僅校正技術問題
- ◆ 校正 2：校正技術問題、取消迂迴作法。

彙總這四類問題、及迂迴作法的校正後，合理的併購價僅約 2.4~2.7 億美元，遠低於實際併購價 3.8 億美元。受限於篇幅及資料之取得問題，我們無法探討本收購的策略性意義或經營層的動機，這有可能是實際收購價偏離合理性的主因。

¹ 自 2008 年起，上市櫃公司取得控股權之個案計約有 40 個（不含如興），扣除金融業，產業之收購案計有 35 個，其中僅有 5 個併購案總值高過本案（聯發科併雷凌、大聯大併友尚、日月光併環隆、日月光併研品、群創併奇美電）。

² 2017/6/3 刊印的公開說明書，附錄八。

³ 最好是有因果相關，但資料揭露不周全，尚難作此檢視。

以下先略述本收購案，再就問題點分段說明。

一、交易簡述

早於 2015/9/9，如興就宣布與玖地集團（JD United Holdings Limited 玖地集團）簽訂收購備忘錄（MOU），擬由如興以 3.8 億美元（約 125 億元，以 32.81 匯率計）收購其全資子公司 JD United（BVI）Limited（簡稱 JDU（BVI））與 Tooku Holdings Limited（簡稱 Tooku）的所有股權。

玖地集團為總部在中國蘇州的牛仔褲大代工廠，成立於 2005 年，全球 25 個廠、年產量 5,000 萬~6,000 萬件、員工約 2.5 萬人、2014 年營收 4.6 億美元（約 150 億）。當時，如興年產量近 1,500 萬件、員工約 6,000 人，營收 0.76 億美元（約 25 億）。預計併購後，年產能近 7000 萬件，牛仔褲的市占率約 5%~7%⁴。

表一所列為交易雙方的背景，規模確實懸殊。收購標的之員工人數、營收均為收購方的 5 倍多、其獲利約 4.4 億，更優於收購方的虧損 2.8 億。此收購案涉及小併大、鉅額資金、陸廠，極特殊，故相關配套的募資遭主管機關要求補件說明，收購合約也因延期之需，增補了 3 次。自啟案到第 5 次增補，前後雖隔 1.5 年，但除了交割方式之外，併購條件大致上係依照當時的 MOU⁵。

收購完成後，董事長由如興陳仕修續任，總經理則由玖地集團負責人孫場出任⁶，換言之，由玖地集團負責營運管理。

如興收購玖地
2015/9 啟動
2017/6 完成
如興 vs. 玖地
◆產能：(萬件)
1500vs.5000
◆人員：
6000vs.25000
◆營收：
28 億 vs.155 億
◆淨利：
-2.8 億 vs.4.4 億

表一、收購方與收購標的之背景資料

基本資料	收購方：如興紡織	收購標的
成立日期	1977/11/23	JDU(BVI)：2006 年、Tooku：2014 年 (JDU 集團成立於 2005 年)
負責人	陳仕修	孫場(Sun Yang)
創辦人	陳信宏	孫場(Sun Yang)
實收資本額	台幣 19 億元(2017/3)	從缺，未揭露
市值	2015/9：24 億(MOU 簽定時) 2017/3：32 億(增資前)、 2017/6：176 億(募資完成)	不適用
淨值	2015/9：15 億(MOU 簽定時) 2017/3：11 億(增資前) 2017/6：140 億(募資完成)	從缺，未揭露
員工人數	2015/9：6551 人(MOU 簽定時)	約 25,000 人

⁴ 此段敘述來自 2015/12 之公開說明書；但玖地集團 2014 年營收及收購後的市占率係來自報章雜誌。

⁵ 2016/1/28 簽約後，共有增補合約 5 次：2016/5/31、2016/9/13、2016/12/15、2017/1/6、2017/2/17 其中第 3 次及第 4 次變更付款方式。

⁶ 並將於 2017/9/26 增選二名董事，一為孫場，另一為國發基金。

基本資料	收購方：如興紡織	收購標的
	2016/12：6925 人(增資前)	
產能	1,920 萬件(產量約 1,500 萬件)	(產量 5,000 萬件~6,000 萬件)
營收	2014：25 億 2016：28 億	2014 年：4.6 億美元**(約 150 億，匯率 32.81) 2016 年：4.9 億美元*** (約 155 億，匯率 31.563)
淨利(2016)	-2.8 億元	0.14 億美元**(約 4.4 億，匯率 31.563) (2014 年 0.11 億美元、2015 年 0.13 億美元)
主要客戶	Levi's(38%)、H&M(30%)、NET(7%)、 KAYO(7%)	Levi's、Gap、Uniqlo、ZARA、LEE、C&A、Old Navy
主要生產基地	柬埔寨、尼加拉瓜、薩爾瓦多等 3 個廠	中國(7)、柬埔寨(15)、緬甸(2)、非洲(1)等 25 個廠

資料來源：如興公開說明書。

**玖地 2014 年營收資料來源為 2015/9/10 工商時報。

***以 2016 年度前三季年化。

收購條件調整：

- ◆價款支付：
多留尾款
20%，多要求業績承諾
達成承諾，才付尾款
- ◆發行對象變更

2015 年的收購計畫，與 2017 年實際的收購有兩點主要差異：

- 1、價款支付方式變更：2015 年之計畫，於交割時全額支付；2017 年則保留 20%的價金，作為「績效給付（Earn-out Payment after Closing）」，當續後 6 年的稅後淨利總額達標時，分期支付；只要當年稅後淨利達到約定的預計值，就支付。此種「業績承諾」在中國市場極普遍，常見經營層會用處分資產、迴轉損失等裁決性利益，設法達標。如總額無法達標時，就會呈現先支付後迴轉的現象。交易條件如表二所列。
- 2、發行對象調整：2015 年的收購計畫中，除了依法應提撥公開承銷及員工認募的 25%之外，餘由原股東認購。但 2017 年則特別提出原股東及員工放棄認購時，洽特定人認購之順序。設若除大股東之外的原股東及員工全數棄認時，依其規劃，則增資後的股權：控股股東（董事長陳仕修）股權會提高到 17.21%、次大股東（陳信宏家族及遠雄人壽）達 17.39%、機構投資人 30.42%、玖地集團 14.9%（至多）。

表二、如興收購玖地集團相關條件

單位：千美元

合併基準日	2017年8月1日						
收購方	如興紡織						
出售方	JD United Holdings Limited(玖地集團)						
收購標的	JD United Holdings(BVI)Limited100%股權 Tooku Holdings Limited100%股權						
收購金額	3.8 億美元						
付款條件	2017/1/6 增補約： ◆交割款項，由 3.8 億美元，降至 3.04 億美元 ◆保留 20%之價金，0.76 億美元，作為「績效給付」，於後續 6 年，視獲利狀況支付 ◆若 6 年獲利總數，未達約定的預估稅後淨利總數，則買方不需支付任何「績效給付」。						
年度	2017	2018	2019	2020	2021	2022	合計
預估稅後淨利	20,266	24,472	26,982	29,589	31,883	37,555	170,747
績效給付	12,600	12,600	12,600	12,600	12,600	13,000	76,000

資料來源：如興公開說明書 2017/6。

二、問題 A：可類比公司之挑選未考慮產業相似度

進行評價的首要工作，就是找可類比公司（comparable company peers）。市場法的乘數，得由可類比公司的各種乘數（PE、PB、EV/S 等）的統計量作推估值⁷；收益法的權益溢酬，也得由可類比公司的 Beta、借貸水準的統計量作推估。

評價技術問題 A:
未考慮產業
相似度
◆成長性
◆現金流量特性
◆風險

玖地的業務單一，就是牛仔成衣的代工。最佳的可類比公司，應該是完全同性質的如興（4414）及年興（1451）；次佳則為涉及牛仔服飾的成衣代工，如金麗-KY（3228）；再次佳則是無牛仔服飾的成衣代工，如台南企業（1473）、儒鴻（1476）、聚陽（1477）、鷹美（2368.HK）。

表三即為各可類比公司之候選名單。在第 1 類公司中，如興借款依存度高達 100%以上，財務風險與其他候選公司明顯不同，不宜納入。本案，如興很明顯偏好第 3 類的公司，道理不難明白：有較高的乘數（PER、PBR）。以第 3 類公司中之儒鴻為例，就我們的觀點，其主要營運為瑜伽機能服飾之代工，與牛仔布高度替代，故不宜列入——前幾年機能服飾當道，儒鴻業績躍升，但同時期的年興及如興則慘澹經營；很明顯，波動不僅不同，根本是相反。所以，我們認為儒鴻也不宜列入。

⁷ 統計量，可以是平均數、中位數；可以採全樣本、也可以去極端值；需作判斷。

表三、可類比公司之候選名單

單位：百萬美元、%、倍

類	公司	上市	業務 (經營模式)	營收 (規模)	營業利益率 (獲利/現金流)	成長率 (成長)	DE (風險)	PE*	PE	入選**
	JDU 集團	-		540*						
1	年興	1451	牛仔成衣/代工	405*	7.21	2.22	10.93	9.42*	10.98	✓
	如興	4414	牛仔成衣/代工	85	-5.37	18.19	100.83		負值	
2	金麗-KY	3228	成衣(含牛仔)/代工	154	26.48	-9.27	8.02		7.73	
3	台南企業	1473	成衣/代工	307*	4.65	7.17	36.53	18.12*	15.50	✓
	儒鴻	1476	成衣/代工 (瑜珈機能服飾)	785*	18.1	-3.26	11.9	24.99*	28.58	✓
	聚陽	1477	成衣/代工	723*	9.72	-3.77	3.01	15.17*	17.32	✓
	鷹美	2368.HK	成衣/代工	198*	14.4	14.41	16.83	9.18*	8.84	✓

*：數值後若標*則來自如興公開說明書，其餘則來自 TEJ 資料庫。

**：「入選」欄：為如興公開說明書股權價值合理性之獨立專家意見書採用之可類比公司。

三、問題 B：市場法未做跨市場調整

評價技術問題 B：
市場法
◆未計算
各種乘數
◆未做跨市場
調整

確定可類比公司之後，就很容易用市場法進行評價。本案有三項不符理論，說明如下：

- ◆ 僅採 PE 乘數，未提及其他乘數（PB、EV/S、EV/EBIT、EV/EBITA、EV/EBITDA）不採用之理由——無資料，本文無法進行任何校正。
- ◆ 應常規化，但評價報告未說明是否作常規化調整及說明影響

台南企業於 2016 年前三季的獲利中，包含了公允價值變動之損失。此部分來自非營運性資產，非屬營運常態性的損益，應予剔除。若剔除後，其 PE 會由 23.43 下調為 15.50。

◆ 未做跨市場調整

本案之標的公司 JDU 等營運地在中國、而可類比公司則分屬台灣及香港。很顯然，要將這一組公司拿來比較，得先調整市場間的差異。調法很簡單：可類比公司的調整後乘數=

可類比公司乘數×標的公司市場乘數÷可類比公司所在市場乘數

以本益比為例，標的公司市場乘數，分別為台 21.36 倍、港 18.65 倍，可類比公司所在地中國則 32.57 倍，故可類比公司應調整至中國狀況：

台→中：須乘上 1.52 倍；港→中：須乘上 1.75 倍

調整後，除儒鴻之外，PE 水準落在 11~27 之間。

以下就上二技術問題進行校正：

- ① 調整可類比公司：剔除儒鴻，新納入金麗-KY
- ② 進行跨市場調整

市場法
跨市場調整
PER：
◆台→中
：1.52 倍
◆港→中
：1.75 倍

如表四所列，校正後的價值在 1.9 億至 3.9 億間，較評價報告的 1.3 億至 2.8 億間，還高。

表四、市場法：PE 乘數評價之校正

單位：倍、%、千美元

評價報告書						校正（僅調整評價技術問題）					
	年興	鷹美	台南企業	聚陽	儒鴻	年興	金麗-KY	鷹美	台南企業	聚陽	儒鴻
P/E(倍)	9.42	9.18	18.12	15.17	24.99	同左	7.73*	同左（評價報告書）			
跨市場 調整後 PER						14.32	11.75	16.07	27.54	23.06	37.98
權重%	50%	50%	40%	40%	20%	34%	33%	33%	50%	50%	0%
加權後 P/E(倍)	9.3		18.31			14.05		25.30			-
稅後淨利	14,471					同左（評價報告書）					
股權價值	134,580		264,964			203,275		366,122			-
流動性折價	20%		20%			同左（評價報告書）		同左（評價報告書）			
小計	107,664		211,971			162,620		292,898			
控制權溢價	17.60% (25 分位數)		32.70% (75 分位數)			同左（評價報告書）		同左（評價報告書）			
股權價值	126,613		281,286			191,241		388,675			

*金麗-KY 之本益比資訊：依 2015/10~2016/9 連續 4 季資料計算並經常規化調整，詳列於附錄一。

問題 A 之校正 1
結果：
(校正評價技術)
◆1.9 億~3.9 億
驗證本益比：
近似，但年興怪

基於職業病，我們也對評價報告書的資料進行驗證。由於評價報告書並未說明可類比公司之本益比如何計算，故我們用以下方法去推敲，相關細部資料請詳附錄一：

- (1) 以連續 4 季資料計算合併總損益：採 2015/10~2016/9 之合併總損益（請詳附錄一）
- (2) 以最近期年度合併總損益：鷹美是截至 2016/3 之年度損益，其餘全截至 2015/12 之年度損益（請詳附錄一 A）
- (3) 採年化資料計算合併總損益：鷹美採 2016 下半年資料年化（2016/9 半年報）⁸，其餘採 2016 前 3 季資料年化（請詳附錄一 B）。

結果是，鷹美、聚陽、儒鴻的 PE 來自最近期年度財報，PE 差不到 1（採方法（2））；而台南企業則可能因 2015 年度虧損，改採連續 4 季損益（方法（1），其 PE 差距約 3；年興，不論哪種分法，差異均大（超過 1）。我們認為，之所以難推敲，主因應在於常規化之調整。

⁸ 鷹美是三月制公司。

問題 A 之校正 2
(評價技術及
中立性)
◆不分組，
改調和平均
◆統一控制權
溢價
結果：
約 2.4 億美元

值得注意的是，評價報告書採了一個區間設計：將可類比公司依本益比分成高低兩組，各採用不同的控制權溢價（取 2008 年以來台灣併購溢價之第 25 分位數及第 75 分位數），各自計算出的股權價值，作為估價區間。區間是有好處的：劃出明確的談判空間。不過，評價報告書的作法，有兩個問題：

- ◆ 未說明區間設計的依據——橫斷面切分顯然不是惟一方式，理應說明挑選依據。因為不同的切分，會有不同的區間，彈性大就容易隨意圖操作⁹。
- ◆ 未說明何以採用不同的控制權溢價——下限用低溢價、上限用高溢價，產生區間擴大效果，但不明所以。

另外，就學理上，當無法有效說明權重如何決定時，調和平均數是一種合適的計算方法¹⁰，因調和平均數具有最接近最低變異估計值（Minimum Variance Estimates）之特性（相對於簡單平均數、中位數及幾何平均數等）。

基於以上的分析，我們繼續進行校正。除表四的兩項技術性校正外，並調校迂迴作法：

- ① 不再以本益比高低分兩組，改採調和平均數作為可類比公司之權重
- ② 控制權溢價改用中位數計算

結果如表四 A 所示，合理股權價值約 2.4 億美元。

表四 A、市場法：校正技術問題及迂迴作法

單位：倍、%、千美元

	年興	金麗-KY	鷹美	台南企業	聚陽	說明
P/E(倍)	10.98	7.73	8.84	15.50	17.32	附錄一：近期連續 4 季+以常規化調整後損益
跨市場調整後 PER	16.69	11.75	15.47	23.56	26.33	
權重%	調和平均數					
加權後 P/E(倍)	17.24					
稅後淨利	14,471					
股權價值	249,416					
流動性折價	20%					
小計	199,533					
控制權溢價	22.00%(中位數)					
股權價值	243,430					

⁹ 通常，區間估計，可來自多種乘數。但本案之評價報告逕取 PE，捨棄其餘，其他估值就無從出現。

¹⁰ Malcolm Baker and Richard S.Ruback, Estimating Industry Multiples, 1999/11。

四、問題 C：收益法的加權平均資金成本摻雜兩種立場

評價技術問題 C:
收益法:
權益資金成本與
債務資金成本摻
雜兩種立場
◆權益:中國市場
◆債務:台灣市場

這是非常有趣的錯誤。收益法，折現對象如為公司的自由現金流量（Free Cash to the Firm），則須以加權平均成本折現，之後扣除負債的價值，即可得到權益的價值。而加權平均成本則有權益資金成本、與債務資金成本（定息負債）二者依比例加權合計：如下公式所示：

$$WACC = W_d \times K_d(1-T) + W_e \times K_e$$

其中：

Kd=債務資金成本率

Ke=權益資金成本率

Wd=D/（D+E），最適債務比重

We=E/（D+E），最適權益比重

D=債務資金市場價值

E=權益資金市場價值

T=稅率

而「權益資金成本係以 Hamada 模型計算 Beta 值 0.83，再以資本資產定價理論計算。以資本資產定價理論計算權益資金成本時，無風險利率採用中國十年期政府公債殖利率 2.74%，市場風險溢酬係以權益資金風險溢酬及國家風險溢酬 7.85%。」¹¹，意即 Ke 採玖地之立場；但其債務資金成本則為如興提供，由於其稅後債務資金成本僅 1.8%，常識上，這應是台灣市場的融資水準值，若以中國工商銀行揭露的平均放款利息，則應是約 4.45% 之水準。換言之，在此加權平均成本的計算式中，評價報告混用兩種立場，有違邏輯。

問題 C 之校正
結果：
(校正評價技術)
約 3.13 億

附帶一提，評價報告書所計算出來的加權平均成本本應為 8.33%，但報告上卻逕行四捨五入，採用 8% 進行價格計算，且最終結果再以敏感度分析說詞減 0.5%，依 7.5% 計算。不論結果差異大小，過程中的精準度總要維持——更何況採用較低的折現率，代表須付較高的價金，顯然買家很凱！

表五及表五 A 列出評價報告書及校正結果。依評價報告書，股權價值為 3.8 億間，校正過評價技術問題後，股權價值則約 3.13 億元。

¹¹ 節自評價報告第 8 頁，「附件二、折現率計算」之附註。

表五、收益法評價之校正：修改可類比公司後之債務及權益資金比重、無舉債之 Beta

評價報告書					校正（僅調整評價技術問題）			
可類比公司	負債%	權益資金%	Beta 值	無舉債之 Beta	負債%	權益資金%	Beta 值	無舉債之 Beta
儒鴻	2.20	97.80	1.12	1.10	剔除			
聚陽	1.20	98.80	0.72	0.71				
年興紡織	12.20	87.80	0.81	0.72				
台南企業	29.80	70.20	0.71	0.53				
鷹美	14.70	85.30	0.71	0.62				
金麗-KY	不採用				6.40	93.60	0.99	0.93
平均	12.0	88.0	-	0.74	14.0	86.0	-	0.7

表五 A、收益法評價之校正：修改可類比公司及債務資金成本

單位：%、千美元

評價報告書			修改可類比公司及校正債務資金成本後	
無風險利率	2.74%		同左	
市場風險溢酬	7.85%		同左	
Levered Beta	0.83		$0.81=0.7*(1+(1-8.4%)*14%/86\%)$	
權益資金成本(Ke)	9.2%		$9.1%=2.74%+7.85%*0.81$	
債務資金成本(Kd)	1.80%		4.45%（中國工商銀行 2016/6 平均放款利率）	
WACC(依公式計算)	8.33%		8.38% $=9.1%*86%/100%+4.45%*(1-8.4%)*14%/100%$	
WACC(依評價報告)	8.0%		不適用	
敏感度分析(0.5%)	8.5%	7.5%		
未考慮流動性折價之股權價值	381,738	476,088	391,665	
流動性折價	20%	20%	20%	
股權價值	305,390	380,870	313,332	

本表計算需用到所得稅率資訊，由於評價報告書未說明，本處採用評價報告書財務預測 2022 年時之所得稅率 8.4%（將此值帶入評價報告書，所得差異皆在 0.01% 以內）。

五、問題 D：敏感度分析方法怪異

評價技術問題 D：
敏感度分析：
對象應是現金流
估算，而非調整
資金成本

評價報告書採用的資金成本為 8%，最後結果再以正負 0.5% 的敏感度來計算評價結果的上下區間。關於這樣的設計，相當怪異，因為資金成本代表的是此投資案的資金成本，理論上是不會變動的。若要進行收益法的敏感度分析，還是得回歸本質，由現金流量的估算進行才對。

六、問題 E：計算權益資金成本所用的 Unlevered Beta 正確？

以下我們著手進行收益法的股權評價。表五 A 已就評價技術問題進行校正，不過同我們在市場法的做法，還是得從資料正確性開始著手，確定資料無誤後，再依合理的參數進行股價評估。

評價技術問題 E:
Beta 值計算：
市場報酬應改採
用報酬指數計算

一般通則是採用 2 年週報酬或 5 年月報酬計算，若市場波動性大則建議採 5 年月報酬率計算¹²。評價報告 Unlevered Beta 資料來源為 Bloomberg，係採用 CAPM 模型，採用 2 年週報酬率計算，再做調整¹³。在計算 Beta 值時，需先計算股價報酬率，而報酬率計算需考慮除權息的影響，不論個股或市場報酬都不可因漏考慮除權息的因素造成錯誤。在市場指數報酬的選擇上，應採用報酬指數，而不應採非報酬指數，理由為報酬指數視發放現金股息為再投資，不會因為發放現金股息造成指數虛減；而非報酬指數則會造成指數虛減¹⁴。

經本研究驗證，目前 Bloomberg 提供資訊採用發行量加權股價指數計算市場報酬，應改用發行量加權股價報酬指數。表六及表六 A 列出評價報告書揭露之 Beta 值及本研究之調整。表七則為校正上列債務及權益資金成本問題後之結果，股權價值約 3.48 億美元。

表六、權益資金成本資料驗證—Levered Beta 計算

	評價報告書	依加權指數計算	依加權報酬指數計算
1476 儒鴻	1.12	不採用	不採用
1477 聚陽	0.72	0.72	0.73
1451 年興	0.81	0.82	0.81
1473 台南	0.71	0.70	0.68
8429 金麗-KY	未採用	1.09	1.10
02368 鷹美	0.71	0.71	0.71

註：依加權指數計算的 Beta 僅是為了與評價報告結果核對，兩者差異皆在 0.01 內，顯示評價報告書採用的市場報酬係用非報酬指數計算（已經 Bloomberg 確認）。

表六 A、權益資金成本資料驗證—Unlevered Beta 計算

	負債百分比	權益資金百分比	評價報告書 Beta	校正後 Beta
1476 儒鴻	2.2%	97.8%	1.10	不採用
1477 聚陽	1.2%	98.8%	0.71	0.72
1451 年興	12.2%	87.8%	0.72	0.72
1473 台南	29.8%	70.2%	0.53	0.49
8429 金麗-KY	6.4%	93.6%	未採用	1.04
02368 鷹美	14.7%	85.3%	0.62	0.61
平均（不含儒鴻）	14%	86%	0.74	0.64

¹² 參照 IASB, Illustrate example to accompany IFRS13 Fair Value Measurement-Unquoted equity instruments within the scope of IFRS9 Financial Instruments, 2013/2 第 86 段。

¹³ 調整公式為 $Beta = \text{原始 Beta} \times 0.67 + 0.33$ 。

¹⁴ 舉例說明：假設其他狀況皆不變，若有一成分股發放現金股息 1 元，前日收盤價為 10 元，本日收盤價格為 9 元。則個股當日股價報酬率=0%、報酬指數報酬率=0%、不考慮再投資之非報酬指數則當日報酬率為負值（股價由 10 元降為 9 元視同股價下跌）。

表七、收益法評價之校正：權益資金成本調整

單位：%、千美元

權益資金成本調整前*		權益資金成本調整後	
無風險利率	2.74%	同左	
市場風險溢酬	7.85%	同左	
Levered Beta	0.81	$0.74=0.64*(1+(1-8.4%)*14%/86%)$	
權益資金成本(Ke)	9.1%	$8.5%=2.74%+7.85%*0.74$	
債務資金成本(Kd)	4.45%	同左	
WACC(依公式計算)	8.38	7.9% $=8.5%*(86%/100%)+4.45%*(14%/100%)*(1-8.4%)$	
未考慮流動性折價之股權價值	391,665	434,950	
流動性折價	20%	同左	
股權價值	313,332	347,960	

*權益資金成本調整前資訊：表五 A 右欄。

七、問題 F：收益法對未來前景之假設

最末，我們要看看最關鍵的未來情境假設。

採用自由現金流量計算收益法股權價值，前提是能評估被評價公司未來數年的現金流。而要預估現金流，則需對公司未來的營收成長、獲利狀況、及資本支出等狀況有所瞭解。分析評價報告書，部分財測假設未符合基本的邏輯性，也屬技術性問題：

◆ 營業收入成長之預測未與市場預測連動

通常，要估計一個企業的營業收入成長率，可用以下方式拆解出產業成長率、即市占率兩個元素：

$$(1+\text{產業成長率}) \times (1+\text{市占率擴增}) - 1$$

在前後二版的預測中¹⁵，以 Euromonitor Passport Data2017 之預測來說明牛仔褲 2016 年至 2021 年之年均複合成長率為 5.31%。至於市占率，則以 10% 為目標，目前不清楚。產業情報雖相同，但這兩版的營收預測，卻大不相同。第一版，成長率預估 10%，第二版則自 2019 年起定額增加(年增額皆為 44,000 美金千元)。

雖然第二版，就是玖地集團所述的第一階段(2017 年至 2022 年)營收年均複合成長率 7.9%。但此成長率，與 2014 年度~2016 年度之營收增長，不太一致：2014 年營收 4.6 億美元、2016 年營收 4.9 億美元，年均複合成長率僅 3.2%。

值得注意的是，如興在 2017/7 法說會上，樂觀的認為市場對於牛仔褲之關注度即再度回升¹⁶。但其兩版財測卻是下調，如表八及表八 A 所示。

評價技術問題 F:
營收預測
◆未與所述的市場預測連動
◆未與玖地近 2 年實績相關
◆未與法說會之樂觀同向

¹⁵ 如興公開說明書 2015/12、2016/9 刊印。

¹⁶ 依如興 2017/7/31 提出之法說會資料，引用 Google Trends 之搜尋點閱資料統計。

表八、第一版預測

單位：千美元、%

2015/12 估	2016	2017	2018	2019	2020
營業收入	504,900	558,872	616,574	682,444	755,322
營收增額		53,972	57,702	65,870	72,878
YOY		10.7%	10.3%	10.7%	10.7%
毛利率		15.6%	15.9%	16.0%	16.3%
稅後淨利	16,712	19,791	23,634	28,343	33,732

資料來源：如興公開說明書 2015/12。

表八 A、第二版預測

單位：千美元、%

2016/12 估	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年*
營業收入	492,556	543,250	600,000	644,000	688,000	732,000	776,000
營收增額		50,694	56,750	44,000	44,000	44,000	44,000
YOY		10.3%	10.4%	7.3%	6.8%	6.4%	6.0%
毛利率		15.7%	15.9%	15.9%	16.0%	16.0%	16.4%
稅後淨利	14,471	20,226	24,472	26,982	29,589	31,883	37,555
資本支出		6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
折舊與攤銷費用		6,519	7,500	8,050	8,600	9,150	6,000
第二版 vs. 第一版							
營收調整	-12,344	-15,622	-16,574	-38,444	-67,322		
稅後淨利調整	-2,241	435	838	-1,361	-4,143		
營收調整%	-2.4%	-2.8%	-2.7%	-5.6%	-8.9%		
稅後淨利調整%	-13.4%	2.2%	3.5%	-4.8%	-12.3%		

資料來源：如興公開說明書 2016/9、2022 年度假設來自 2017/6 的公開說明書。

評價技術問題 F:
毛利預測

- ◆未與市場競爭連動
- 資本支出
- ◆未與擴大接單連動

◆ 獲利預估與市場競爭態勢不一致：

牛仔成衣面臨休閒機能服飾之競爭，利潤率的維持理論上是困難的¹⁷。雖然整併有利於代工秩序，但品牌廠 Levi's 面臨高度競爭時，如何砍價降成本，應是其必要手段。最大供應商，可能得更配合才行。一般面對此種產業競爭態勢，利潤率持平，已屬極度樂觀。但評價報告書的毛利率卻年年走高，由 2017 年的 15.7% 提高到 2022 年 16.4%。顯與產業不同調。

◆ 資本支出與擴廠之說法不一致：

在 Levi's 縮減供應商之下，玖地集團認為其供應量可由 7,000 萬件，擴增至 8,400 萬件，而達 10% 之市占率。在此期待下，產能擴增 20%，理論上應有資本支出。但其 2017 年至 2021 年預測的資本支出每年皆為 6,000 千美元，且資本支出額低於折舊數——維持產能之汰換。

¹⁷ 製造大廠年興，近期出售越南、柬埔寨及尼加拉瓜等海外廠並認列處分損失、如興至今仍處虧損。

收益法，敏感度
分析：
成長率下調 2
個百分點→價
值再降 0.8 億

綜合這些不一致，有種可能是：目前產能閒置超過 2 成。若果，整併後，如興的閒置產能可由 Levi's 因縮減供應商所增加的下單量。所以回歸到最根本的問題：牛仔成衣市場的成長性/衰退性、及玖地的市占率。這部分評價報告書並未提供相當的邏輯說明。

根據這些假設的討論，我們可以做個簡單的敏感度分析：設若第一階段（2017 年～2022 年）的營收年複合成長率不是 7.9%、而是產業成長率 5.31%，則權益價值有何變化？當然，若第一階段降至 5.31%，則第二階段的 5.5% 也應下調，較為合理。試做結果如表九所列，僅剩 2.7 億元。

表九、收益法：敏感度分析—成長率下調

單位：%、千美元

成長率調整前*		成長率調整後	
無風險利率	2.74%	同左	
市場風險溢酬	7.85%	同左	
Levered Beta	0.74	同左	
權益資金成本(Ke)	8.5%	同左	
債務資金成本(Kd)	4.45%	同左	
WACC(依公式計算)	7.9%	同左	
第一階段營收複合成長率	7.9% (原評價報告)	5.31%	
第二階段現金流量成長率	5.5% (原評價報告)	5.31%	
現金流量其他假設	(原評價報告)	同左	
未考慮流動性折價之股權價值	434,950	334,807	
流動性折價	20%	同左	
股權價值	347,960	267,846	

*成長率調整前資訊：表七右欄。

八、結語

本文探討如興併購玖地之評價技術問題，並重新計算合理併購價。發現評價報告書在可類比公司之決定、市場法及收益法的計算上、及採用資料的精準度皆有技術上的問題。表十列出評價報告書結果及本文之校正彙整表，就市場法分析，如興併玖地的合理價格約 2.4 億美元，依收益法結果約 2.7 億美元，且收益法存在重要參數（如成長率）估計太過樂觀問題。依兩種方法評價，結果皆遠低於評價報告書的 3.8 億美元。

當然，交易已完成，此評估對本案已無用處，但盼有助於續後的資產減損、及未來交易的評價。

表十、評價報告書與校正（技術問題及迂迴作法）結果

單位：千美元

評價方法	評價報告書		本刊估算	備註
市場法	下限 126,613	上限 281,286	243,430	表四、表四 A
收益法	下限 305,390	上限 380,870	267,846	表五 A、表九
最後併購價格	380,000			

參考資料

- 1、IASB, Illustrate example to accompany IFRS13 Fair Value Measurement-Unquoted equity instruments within the scope of IFRS9 Financial Instruments, 2013/2。
- 2、Malcolm Baker and Richard S. Ruback, Estimating industry multiples, 1999/11。
- 3、如興 2016 年度現金增資公開說明書，2017/6/3。
- 4、Simon Z. Benninga and Oded H. Sarig, Corporate Finance-A Valuation Approach, 1997。
- 5、袁延壽，”小吃大！如興擬砸 126 億買玖地”，2015/9/10 工商時報。

附錄一、本益比計算驗證（2015/10~2016/09）

單位：千元 台幣/港幣

會計科目	年興	金麗-KY	台南	聚陽	儒鴻	鷹美
合併總損益	861,462	929,594	191,211	1,793,384	3,496,859	130,028
-處分不動產、廠房及設備利益	382	-	5,564	-	-	-
-處分投資利益	-	-	-	1,889	-	-
-透過損益按公允價值衡量之金融資產（負債）利益	986	6,943	(11,719)	20,123	-	-
-金融資產減損迴轉利益	-	-	-	-	-	-
-資產減損迴轉利益	-	-	-	-	-	-
+處分不動產、廠房及設備損失	7,951	2,173	833	17,757	23,056	-
+處分投資損失	-	-	4,345	-	-	-
+透過損益按公允價值衡量之金融資產（負債）損失	-	-	86,551	1,500	-	-
+資產評價損失	-	-	-	-	-	-
+金融資產減損損失	2,931	-	-	-	-	-
+資產減損損失	-	-	-	-	-	-
常續性稅後淨利	870,976	924,824	289,095	1,790,629	3,519,915	130,028
市值	9,560,000	7,151,000	4,480,000	31,007,000	100,601,000	1,149,264
TEJ P/E(合併總損益)	11.10	7.69	23.43	17.29	28.77	8.84
TEJ P/E(常續性利益)	10.98	7.73	15.50	17.32	28.58	8.84
玖地評價報告採用 P/E	9.42		18.12	15.17	24.99	9.18

附錄一 A、本益比計算驗證 (2015/1~2015/12)

單位：千元 台幣/港幣

會計科目	年興	金麗-KY	台南	聚陽	儒鴻	鷹美
合併總損益	671,924	990,151	(192,036)	2,176,954	4,173,780	125,129
-處分不動產、廠房及設備利益	1,823	-	-	-	-	-
-處分投資利益	8,043	-	-	-	-	-
-透過損益按公允價值衡量之金融資產(負債)利益	297	2,760	20,900	-	3,023	-
-金融資產減損迴轉利益	-	-	-	-	23,250	-
-資產減損迴轉利益	-	-	-	-	-	-
+處分不動產、廠房及設備損失	-	2,173	12,302	2,833	9,052	-
+處分投資損失	-	-	10,149	-	-	-
+透過損益按公允價值衡量之金融資產(負債)損失	-	-	-	6,441	-	-
+資產評價損失	-	-	-	-	-	-
+金融資產減損損失	2,004	-	-	-	-	-
+資產減損損失	-	-	-	-	-	-
常續性稅後淨利	663,765	989,564	(190,485)	2,186,228	4,156,559	125,129
市值	9,560,000	7,151,000	4,480,000	31,007,000	100,601,000	1,149,264
TEJ P/E(合併總損益)	14.23	7.22	(23.33)	14.24	24.10	9.18
TEJ P/E(常續性利益)	14.40	7.23	(23.52)	14.18	24.20	9.18
玖地評價報告採用 P/E	9.42		18.12	15.17	24.99	9.18

附錄一 B、本益比計算驗證 (2015/01~2015/09 年化)

單位：千元 台幣/港幣

會計科目	年興	金麗-KY	台南	聚陽	儒鴻	鷹美
合併總損益	607,465	662,974	242,687	1,333,328	2,300,518	120,924
-處分不動產、廠房及設備利益	-	-	5,564	-	-	-
-處分投資利益	-	-	-	1,889	-	-
-透過損益按公允價值衡量之金融資產(負債)利益	986	7,423	-	20,123	-	-
-金融資產減損迴轉利益	-	-	-	-	-	-
-資產減損迴轉利益	-	-	-	-	-	-
+處分不動產、廠房及設備損失	7,951	-	-	17,706	15,361	-
+處分投資損失	-	-	2,240	-	-	-
+透過損益按公允價值衡量之金融資產(負債)損失	-	-	86,551	-	-	-
+資產評價損失	-	-	-	-	-	-
+金融資產減損損失	2,931	-	-	-	-	-
+資產減損損失	-	-	-	-	-	-
常續性稅後淨利	617,361	655,551	325,914	1,329,022	2,315,879	120,924
市值	9,560,000	7,151,000	4,480,000	31,007,000	100,601,000	1,149,264
TEJ P/E(合併總損益)	11.80	8.09	13.84	17.44	32.80	7.13
TEJ P/E(常續性利益)	11.61	8.18	10.31	17.50	32.58	7.13
玖地評價報告採用 P/E	9.42		18.12	15.17	24.99	9.18

附錄二、第一版預測完整資訊

單位：千美元、%

2015/12 估	2016	2017	2018	2019	2020
營業收入	504,900	558,872	616,574	682,444	755,322
營收增額		53,972	57,702	65,870	72,878
YOY		10.7%	10.3%	10.7%	10.7%
營業成本	426,893	471,409	518,847	572,912	632,582
		84.4%	84.1%	84.0%	83.7%
營業毛利	78,007	87,463	97,727	109,532	122,740
		15.6%	15.9%	16.0%	16.3%
營業費用	56,815	61,482	66,406	71,968	78,055
		11.0%	10.8%	10.5%	10.3%
營業淨利	21,792	26,581	31,921	38,164	45,285
		4.8%	5.2%	5.6%	6.0%
營業外收入及支出	-4,014	-5,527	-6,161	-7,272	-8,520
稅前淨利(損)	17,778	21,054	25,760	30,892	36,765
所得稅	1,066	1,263	2,126	2,549	3,033
		6.0%	8.3%	8.3%	8.2%
稅後淨利	16,712	19,791	23,634	28,343	33,732
認列投資損益	11,141	19,791	23,634	28,343	33,732
累積認列投資收益	11,141	30,932	54,566	82,909	116,641

資料來源：如興公開說明書 2015/12。

附錄二 A、第二版預測完整資訊

單位：千美元、%

2016/12 估	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
營業收入	492,556	543,250	600,000	644,000	688,000	732,000	776,000
營收增額		50,694	56,750	44,000	44,000	44,000	44,000
YOY		10.3%	10.4%	7.3%	6.8%	6.4%	6.0%
營業成本	423,156	458,231	504,900	541,604	578,264	615,246	648,528
		84.3%	84.2%	84.1%	84.1%	84.1%	83.6%
營業毛利	69,400	85,019	95,100	102,396	109,736	116,754	127,472
		15.7%	15.9%	15.9%	16.0%	16.0%	16.4%
營業費用	53,432	59,282	63,644	67,310	70,982	74,663	78,356
		10.9%	10.6%	10.5%	10.3%	10.2%	10.1%
營業淨利	15,968	25,737	31,456	35,086	38,754	42,091	49,116
		4.7%	5.2%	5.4%	5.6%	5.8%	6.3%
營業外收入及支出	(-722)	(4,178)	(4,784)	(5,678)	(6,504)	(7,341)	(8,184)
稅前淨利	15,246	21,559	26,672	29,408	32,250	34,750	40,932
所得稅	755	1,293	2,200	2,426	2,661	2,867	3,377
		6.0%	8.2%	8.2%	8.3%	8.3%	8.3%
稅後淨利	14,471	20,226	24,472	26,982	29,589	31,883	37,555

資料來源：如興公開說明書 2016/9、2022 年度假設來自 2017/6 的公開說明書。