

樺漢併購帆宣之策略佈局與價格合理性釋析

*本文係由台大王泰昌教授審定

李瑋婕

工業電腦產業為何於近期掀起併購浪潮，我們已於第 27 期信用風險評估專刊介紹。其中，又以鴻海旗下一樺漢科技股份有限公司（以下簡稱樺漢）堪稱工業電腦產業之併購王，統計其 2014 年至 2017 年短短 3 年間之併購案件，即有 10 起，總金額已逾 60 億台幣。

原估計樺漢於 2017 年甫完成 Kontron 及 S&T 大型國際併購案後，會先整頓內部資源，暫緩對外併購，不料，樺漢於 2018/3 再度宣布以每股 59 元，現金公開收購國內廠辦設備廠一帆宣系統科技股份有限公司（以下簡稱帆宣）40%~51.12%股權。

異業併購，透露著樺漢及整個鴻海集團佈局「工業物聯網」，打造智能工廠之鴻圖大計。故筆者希望透過本文，重新梳理樺漢過往併購標的，以盤點其目前所打造的「工業物聯網」團隊為何，藉此了解樺漢為何會異業收購廠辦設備廠帆宣，最後，將針對樺漢併購帆宣預期綜效及價格合理性作簡單評析。

一、樺漢之併購歷程

談起樺漢，其原為主機板廠磐英旗下工業電腦事業部門，因磐英營運狀況不佳，故於 2004 年將旗下工業電腦部門獨立成為樺漢，而 2006 年及 2007 年分別辦理現金增資 0.98 億及 1 億引進瑞傳及鴻海資金，而 2011 年瑞傳因經營理念不合而漸漸淡出經營，由鴻海正式接管樺漢，自此，樺漢不但成為鴻海集團內板卡、控制器、電控系統之供應商，亦正式展開對外併購策略，利用對外取得產品、技術、市場與客戶來延伸既有產品應用領域，拓展事業版圖。

附表一彙整鴻海入主後，樺漢 2012 年至 2017 年併購案件，除 2013 年外，幾近每年皆有併購案。初期併購策略主要係以拓展工業電腦產品領域及取得技術為主要目的，包括車載系統之南京亞士德、手持及行動式電子通訊之沅聖科技、網路通訊瑞祺電、網路安全之樺應智能。而自其併購案件來看，充分體現鴻海精神，雖標的眾多，鮮有高溢價購買的情況，截至 2016 年底，因併購產生之商譽僅 2.56 億，占資產比重僅 2%。

不過檢視樺漢最近幾起併購案件，樺漢已認知到 ODM 難為長期發展趨勢，而「工業物聯網」需要軟硬體整合才能體現，故其併購策略除持續透過水平併購拓展產品應用領域外，亦朝工業電腦品牌廠及下游軟體商邁進。

鴻海入主後，透過併購拓展版圖

併購策略：
硬體+品牌+系
統整合

以其 2017 年甫完成的 Kontron 及 S&T 大型國際併購案為例¹，即係其由代工轉型為軟體商的轉捩點。

會有如此陳述，主要係因為 Kontron 為工業電腦品牌大廠，可彌補樺漢長年代工無自有品牌的劣勢。而 S&T 主要著重於軟體研發，應用領域包含 KIOSK、智慧電網及醫療產業，可彌補樺漢軟體能力的不足，此併購策略乃在於結合樺漢的硬體製造、Kontron 的品牌與 S&T 的軟硬體整合能力，將樺漢營運模式由單純硬體代工供應商轉推進為軟硬體系統整合商，更透過併購發展自有品牌。不過，此併購產生鉅額的無形資產²，2017 年底商譽達 92 億，占資產比重高達 19%。

圖一為樺漢 2017 年底法說會之資料，從資料顯示，截至 2017 年底，樺漢已透過併購拓展工業電腦應用領域，包含工控、機器人、電網、網安、零售、娛樂、醫療及車聯網等製造技術，亦透過併購取得品牌及系統整合能力。

圖一、樺漢全球營運架構



資料來源：樺漢 2017/11/27 法說會資料。

¹ 樺漢於 2016 年初先 18.44 億取得德國工業電腦大廠 Kontron 旗下加拿大子公司 Kontron Canada (KCI) 49% 股權，而 2016/10，則宣布以 36 億，購入德國資訊系統軟硬體整合服務廠 S&T AG，而 S&T AG 同時宣布取得德國 Kontron 29% 之股權，此舉等同間接入股 Kontron。

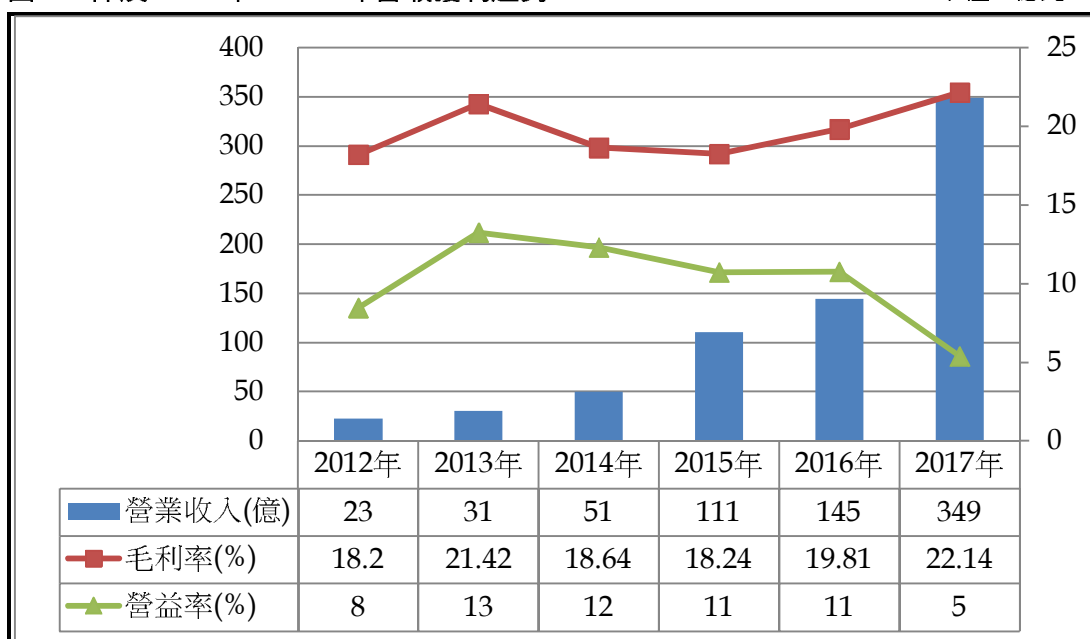
² 樺漢併購 S&T，取得可辨認資產雖有 83 億，但其中無形資產高達 65 億，包含商譽 36 億、其他（商標權及電腦軟體）29 億，再加上收購溢價的商譽 53 億，此併購案取得之商譽高達 89 億。

併購效益未顯：
營收成長，但營
益率卻下降

檢視樺漢 2012 至 2017 年之營收變化（圖二），的確因外部併購使營收逐年成長，尤以其 2017 年下半年完成與 S&T AG 之併購案後，營收自 2016 年之 145 億躍升至 349 億，但反觀其獲利狀況，雖毛利率有增加之趨勢，但卻因持續併購擴張，使營業費用增加，營益率有逐年下降之趨勢，2017 年降至歷史新低，僅 5%，顯示硬體 + 品牌 + 軟體之併購效益尚待時間發酵。

圖二、樺漢 2012 年~2017 年營收獲利趨勢

單位：億元、%



資料來源：各公司財報、TEJ 資料庫。

二、樺漢併帆宣預期效益及價格合理性分析

檢視樺漢過往的併購案，大多脫離不了工業電腦範疇，包含水平（產品應用領域與品牌）及下游（軟體研發與服務）整合，且就前所述，硬體 + 品牌 + 軟體併購效益尚未顯現，惟 2018 年初樺漢就宣布將以現金公開收購方式入主帆宣，此案乃樺漢佈局廠辦設備之第一個併購案，意義非凡。

（一）、預期效益分析

帆宣主要業務包含高科技設備材料銷售、自動化供應系統、整合系統及客製化設備研發製造，為國內半導體設備及廠務工程與面板設備之供應商，主要客戶包含美商應材及艾斯摩爾³。

併購目的：
1. 專業技術
2. 客戶
3. 智慧工廠建置

³ 美商應材主要係合作面板設備，而艾斯摩爾主要係設備模組代工。

近年受惠兩岸半導體及面板廠擴建，廠務建置需求增加，大幅挹注帆宣營運動能，但獲利能力倒是其次，帆宣於半導體、面板廠務及客製化設備之技術及經驗，應為此次併購主要誘因。就母公司鴻海角度，併購帆宣除可協助鴻海擴充面板廠所需，因帆宣客戶美商應材與鴻海旗下之設備供應商京鼎（3413）重疊⁴，兩者併購後亦可增加客戶黏著度。而站在樺漢自身之角度，因樺漢已陸續著手佈局工業物聯網，帆宣之加入更可協助樺漢打造智慧工廠，利用鴻海集團資源，進行工業 4.0 整廠輸出的最終目標。

盤點樺漢現有資源，推估未來工業 4.0 之艦隊將以樺漢事業體之產品，利用沅聖工業手持式 PDA 收集各產品數據，架構聯網儲存，並由 S&T 研發之平台進行大數據管理，而瑞祺電則負責網安，最後則透過帆宣進行廠務系統之製造及安裝，建構智慧工廠。

（二）、專家合理性意見書說明

根據公開收購說明書應行記載事項準則第 13 條第二項⁵，應委由獨立專家出具價格合理性意見書，而此次樺漢併購帆宣，係由其全資子公司樺成進行收購，而該收購價格 59 元經會計師出具價格合理性意見書（合理性意見書），經其判定尚屬合理。

而該合理性意見書，係採用市價法、本益比法及股價淨值比法評估合理區間。市價法係採用帆宣基準日（2018/3/26）前 10 天、20 天及 30 天成交價作為區間，而本益比法及股價淨值比法則係挑選同為廠辦設備之漢唐（2404）、漢科（3402）及亞翔（6139）為類比公司，取其基準日前 10 天、20 天及 30 天之乘數乘上帆宣之績效指標以計算理論價格區間，最後給予市價法 80% 的權重、本益比法及股價淨值比各 10% 的權重，並採用 Bloomberg 統計資料之併購溢價率 31.24% 調整，計算出最後收購價值區間 56.04 元～60.13 元（如表三）。

表三、收購價值區間

單位：元

	每股價格區間	權重	控制權溢價率	收購價值區間
市價法	42.62~46.23	80%	31.24%	56.04~60.13
本益比法	41.02~42.11	10%		
股價淨值比法	45.06~46.22	10%		

資料來源：樺成國際投資股份有限公司公開收購帆宣系統科技股份有限公司收購價格合理意見書。

合理性意見書採市價法及可類比上市上櫃公司法

⁴ 京鼎主要係替美商應材半導體設備及精密零組件代工，而帆宣則係替美商應材進行面板設備代工。

⁵ 公開收購人為公司者，其決議辦理本次收購之股東會或董事會議事錄及獨立專家對於本次公開收購對價現金價格計算或換股比例或其他財產之評價合理性意見書。

(三)、價格合理性釋析

收購帆宣價格 59 元包含控制權溢價 31.24%，若還原為初估價值則為 45 元，隱含本益比為 12 倍，股價淨值比 1.55 倍，與其歷史表現相當（詳表四），並無顯著差異。

表四、帆宣股價、P/E 及 P/B

單位：元、倍

	前 10 日	前 20 日	前 30 日	前 60 日	前 250 日
平均股價	46.23	44.35	42.62	41.35	39.42
本益比(P/E)	12.39	12.06	11.91	11.90	11.90
股價淨值比(P/B)	1.59	1.53	1.47	1.49	1.37

資料來源：TEJ 資料庫。

除檢視帆宣歷史本益比及股價淨值比表現外，本文亦採用「市場法：乘數迴歸法」⁶的方式，試算帆宣之理論價格。具體作法係以帆宣同業公司之股價淨值比（P/B）與股東權益報酬率進行迴歸分析，假設股東權益報酬率（ROE）愈高，股價會愈高，導致股價淨值比（P/B）愈高。而相關資料則係以評價基準日 2018/3/26 股價及基準日可取得最近期的財報（2017 年度）計算。

因帆宣營業項目除廠務工程外，亦進行設備研發製造，故本文除廠辦設備外，亦將電機設備之上市櫃公司納入初始樣本中，計 50 家，而刪除 ROE 為負值之 7 家⁷及 P/B 極端值 3 家⁸，納入最終樣本共 40 家。表五為 P/B 與 ROE 之迴歸分析結果。而迴歸所計算之理論價格為 50.44 元，高於帆宣歷史表現(表四)，亦高於會計師出具價格合理性意見書之初估價值 45 元⁹，代表帆宣股價有恐有低估的狀況，此亦可能為樺漢為何非在此時買下帆宣的原因。

為吸引帆宣股東參與應賣，公開收購價格 59 元高於市場行情¹⁰，以增加公開收購的成功機率，屬公開收購常態。不過，值得一提的是，此現金公開收購案，樺漢共買入帆宣 83,469 仟股，占帆宣已發行股份總數之 47.15%，而取得帆宣 83,468 仟股中，帆宣之主要股東吉宣投資¹¹亦出售 8,000 仟股，

採用 P/B 與 ROE 之迴歸方程式試算帆宣理論價格為 50.44 元

⁶ 請見 Pereiro, L.E., 2002. Valuation of companies in emerging markets: a practical approach (Wiley, New York)。

⁷ ROE 為負值之 7 家公司包含：3535 晶彩科、8027 鈦昇、3680 家登、3518 柏騰、8092 建曄、6125 廣運及 3490 單井。

⁸ 股價淨值比明顯高於同業為 3563 牧德 (9.44)、3018 同開 (6.61) 及 2360 致茂 (5.44)。

⁹ 以收購價格 59 元除控制權溢價 31.24%，還原為初估價值則為 45 元。

¹⁰ 若以評價基準日前 10 日均價 46.23 元來看，溢價幅度為 27.62%。

¹¹ 主要股東為帆宣董座高新明 (16.06%)、董座高明欣之子-宋秉忠 (23.42%)、宋芳珮 (22.56%)。

占比 9.6%，可合理推估樺漢於公開收購前已與帆宣之大股東已經達成合意轉讓。

圖六為帆宣 2018 年歷史股價表現，2018/5/8 樺漢公告收購帆宣已達最低收購數量 70,807 仟股，一週內股價大漲至 74 元，而 2018 年 6 月及 7 月均價分別為 75.27 元及 71 元，皆高於收購價 59 元，顯示投資人對於帆宣與樺漢合併綜效之預期。

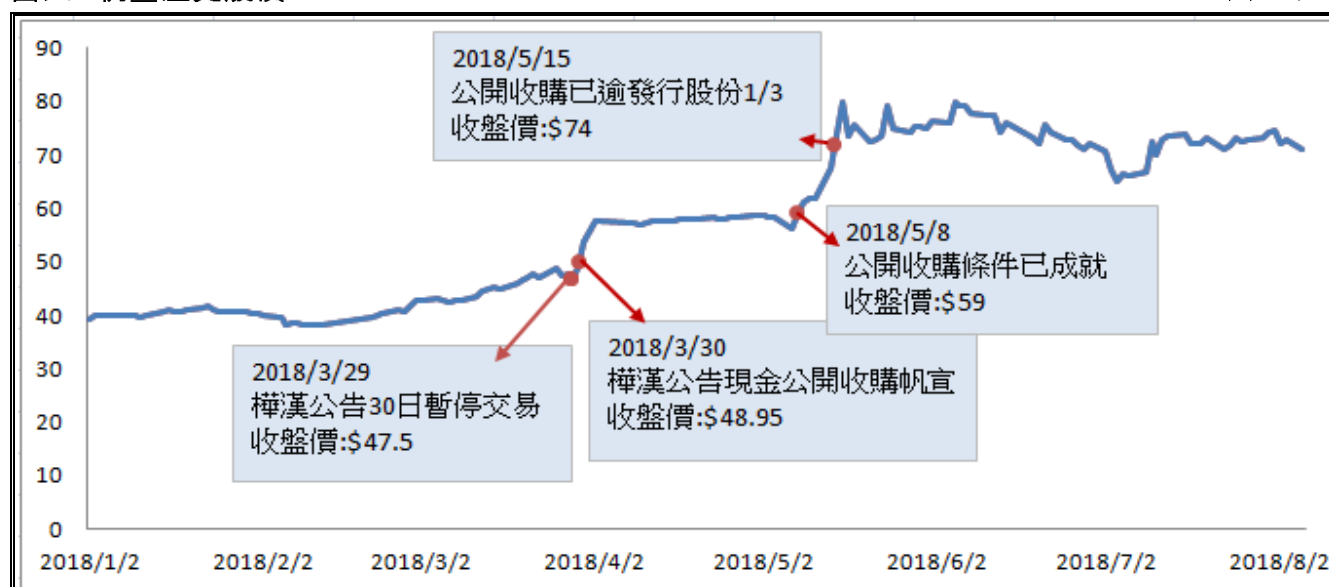
表五、帆宣理論價格計算

產業	乘數	樣本	截距 (α)	ROE 係數 (β)	調整的 R 平方	p-value	帆宣 ROE	理論乘數 (A)	帆宣衡量指標 (仟元)(B)	理論價格 (元)(C)
廠辦設備及電機設備	P/B	40	0.83	0.0796	0.6629	0.00	12.69	1.84	5,144,977	50.44
迴歸方程式： $\frac{P}{B} = \alpha + \beta \times ROE + \varepsilon$ 註 1：(A) = $\hat{\alpha} + \hat{\beta} \times ROE$ 註 2：(C) = (B)/(A)/流通在外股數 187,725 仟股										

資料來源：TEJ 整理。

圖六、帆宣歷史股價

單位：元



資料來源：TEJ 股價資料庫、樺漢及帆宣公告。

三、結論

面對「工業物聯網」趨勢，樺漢採用併購策略因應，此次樺漢異業併購帆宣，主要係實現智慧工廠整廠輸出之大計。而經試算，帆宣之理論價格高於歷史價格，顯示其股價恐有被低估之情形，並推論此亦為樺漢內部資源尚未整頓發酵，卻急於併購帆宣原因之一。

盤點樺漢目前營運範疇，已擁有製造、品牌、軟體研發及整廠輸出之資源，工業 4.0 之雛形已完成，若加以整合，應可體現智慧工廠之大計。不過樺漢習於製造，如何經營品牌及運營軟體商，整合各技術資源，皆係一大挑戰，而投資是否具效益，尚待時間驗證。

參考資料

1. 李瑋婕，工業電腦併購浪潮初步探討，信用風險評估專刊第 27 期。
2. 陳彥合，從「工業物聯網」看產業新運作模式，產業情報研究所（MIC），2016/9/14。
3. 黃亦筠，鴻海小金雞樺漢併購帆宣 搶攻智慧工廠，天下雜誌，2018/4/1。
4. 葉子菁，樺漢董座發豪語：3 年後養出 3 千金，聯合報，2018/6/10。
5. Pereiro, L.E., 2002. Valuation of companies in emerging markets: a practical approach (Wiley, New York).

附錄一、樺漢 2012 年~2017 年併購標的整理

單位：億、%

收購日	標的	主要產品	對價	股權	商譽	目的
2012/2	南京亞士德	車載系統	0.19	100%	-	開發設計與生產技術
2014/9	沅聖科技	手持及穿戴式 電子通訊產品	0.53	47.62%	0.24	開發設計與生產技術
2014/12	瑞祺電	網路通訊產品	5.24	18.99%	1.91	進入網通產品代工領域，擴張工業電腦產品之多樣性與現有資源之整合佈局
2015/8	北京瑞祺電通	網路通訊產品	0.75	82%	0.00	佈局中國市場
2015/10	樺應智能	行動支付、電子簽核及資訊安全	0.5	59.52%	-	拓展行動支付及物聯網安全產品業務，並取得相關開發設計與生產技術
2016	HighAim	模具、服務器	0.92	55%	-	開發設計與生產技術
2016	樺賦(原為宏普科技)	網路監控設備	1.02	60%	-	開發設計與生產技術
2016	樺緯(原為海峽數碼)	數位影像及智慧家電	2.06	60%	0.4	開發設計與生產技術
2016/1	KCI	Kontron 加拿大子公司	18.44	49%	-	目標為母公司德國 Kontron
2016/10	S&T&Kontron	軟體	36	28.45%	53	取得軟體研發能力，並透過其取得德國工業電腦品廠 Kontron
2017/1	AIS	人機介面(HMI)	1.53	60%	0.42	開發設計與生產技術

資料來源：樺漢財報、股東會年報、TEJ 整理。