

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士在職專班論文

在代工及自有品牌商業模式並存的企業價值評估

個案研究：Globe Union

Enterprise Value Assessment

Company Employ both OEM and OBM Business Model

指導教授：詹家昌 博士

研究生：吳素蓮

中華民國 102 年 1 月

東海大學碩士在職專班學位論文 學位考試委員審定書

本校 財務金融研究所 碩士在職專班 吳素蓮 君

所提之論文(中文)： 在代工及自有品牌商業模式並存的企業價值

評估 個案研究：GU 企業

(英文)： Enterprise Value Assessment Company Employ

both OEM and OBM Business Model

經本委員會審查，符合碩士學位論文標準

學位考試委員會

召集人

李春安

教授

考試委員

詹永昌

教授

李春安

教授

張永和

教授

教授

指導教授

詹永昌

教授

教授

系所主任

張永和

教授

中華民國 102 年 1 月 18 日

謝辭

2009 年初金融風暴侵襲全球當時，進入職場已十餘年的我，因緣際會地來到東海大學開始在職進修。自入學以來，愚生一直抱持著「觀功念恩」與「求知若渴，虛心若愚」的初衷及意志，接受財金系及管理學院師長、同學的教導和啟發。如果說，20 歲以前所受的學校教育是我求知旅程的啟蒙階段；那麼，在屆滿 40 歲的這段東海學習時光，就是愚生不斷發掘知識的美好與力量的啟航之旅；也成為職涯中的一個轉捩點。

初入財金學術課程時，接觸投資學領域的報酬風險、個股分析、投資組合理論；觀微知著，直覺這些分析可以適切地應用在公司許多行動計劃的效益評估；爾後接觸國際金融、公司財務及企業評價等課程，於是明白在財金系二年所學習的知識，無一不可應用在社會生活中的各種活動。應用得當，還可以扭轉企業經營危機，甚至造福社會。

此篇論文內容是關於學生任職公司的企業評價分析，因此詳細地回顧了公司近十年來的年報；感恩這個詳讀年報的機會，其間許多內容提醒了自己是何其有幸能在這個工作環境中結識不少另人敬佩折服的同仁，同時見證了企業領導人以及經營團隊堅持不懈地執行專業任務，將策略和創意商品化。最終實現個人、企業與股東全體的共同利益。

老師、助教、財金系 EMFA III 十六位有情有義的同學、摯愛的家人，還有每一位在這段學習旅程中相遇的朋友，感謝感恩您們的引導與支持，成就了素蓮人生中的每一個美好時刻，原諒口拙的我未曾當面表達，然已永銘於心。特別感恩 詹家昌老師，同意擔任論文指導教授。我還記得，詹老師回答愚生時指示叮嚀：「可以，以後你要用功一點！」，鼓勵了愚生的信心和毅力完成學業。未來仍將維持著入學時活到老，學到老的念頭，時時感念和實現「Knowledge is shared for improvements, not for profits or credits.」，藉以傳遞您們在生活點滴中帶給我的正面影響和一份珍藏在心底的情誼。

吳素蓮 謹誌於

東海大學財金系 EMFA III

中華民國 101 年 12 月

摘要

Globe Union(以下稱“GU”)成立至今剛滿 33 年，早期從事貿易，主要業務是外銷雜項建材，在掌握市場通路及市場佔有率後，開始投入產品製造及研發；初期僅代工生產銷售水龍頭單一產品，在 90 年代末期自創「GOBO」及「DANZE」品牌，爾後經由一連串的購併活動，借力使力，漸進拓展產品線組合、銷售通路及銷售區域，目前經營範疇從水龍頭擴展到衛浴、廚房產品的研發、設計、製造、行銷、銷售通路經營及售後服務，市場區域遍及北美、歐洲及中國大陸。年營業額由股票上市那一年(2000 年)的新台幣 20 億元到 2011 年的 185 億元的。營運模式採取代工與自有品牌並行策略，藉由差異化的價格與通路區隔的設計，享有代工和自有品牌共榮的局面。在自有品牌部份採取多品牌策略，藉由不同自有品牌各別專攻特定的利基市場，提高市場的滲透度並增加對通路商或客戶的重要度。2011 年度營收，代工佔比 64%，自有品牌佔 36%。

本研究採取個案研究方式，以現金流量折現法(Discounted Cash Flow Model, DCF)評估 GU 之企業價值。文中並藉由分析 GU 在代工(OEM)及自有品牌(OBM)二塊事業領域的經營績效來探討公司經營策略與企業價值創造二者的相關性。再由合併財報數字計算 GU 集團整體的企業價值，將代工及自有品牌二事業的重要財務比率帶入企業價值的估計及敏感性分析，以瞭解 GU 企業分別在代工和自有品牌事業領域的關鍵價值驅動因子為何，從而擬議提升或者創造公司價值之策略。研究結果顯示，GU 企業主要的關鍵價值驅動因子為加權平均資金成本(WACC)、營業額(Sales)、資產週轉率(ROA)、毛利率及營業利潤率；透過改善關鍵因子，對 GU 未來的短期以及中長期經營策略提出建議；例如：短期內縮減營運績效不佳的事業單位；中長期可適度調整資本結構以降低資金成本；與異業結盟開拓新商機與市場；發展創新且可行的全球運籌商業模式；研發關鍵材料及關鍵生產技術，以降低生產成本或增進銷路從而發揮代工與自有品牌共存共榮營運模式的綜效及提高集團整體的企業價值。於此同時，持續保有企業創設的初衷(核心價值)，全員朝共同的企業願景「全球衛廚行業的領航者」邁進。

關鍵詞：衛浴廚房設備產業、代工、自有品牌、購併、現金流量折現法、價值驅動因子

Abstract

Globe Union (hereinafter referred to as "GU") was established in 1979 in Taiwan. Before entering into plumbing fixtures and fittings business, it's a trader of miscellaneous building materials. GU conducted its own producing facility in 1983 and became the largest plumbing fittings ODM supplier in the North American market in the early 21st century. From 1999 to 2007, GU engaged in eight M&A activities and extended its investment in China production in order to acquire and develop its strong competency in manufacturing, sales & marketing and logistic network. Now, GU is a world-wide designer, manufacturer and distributor of kitchen brassware, bathroom brassware, sanitary ware and accessories. Its turnover has decupled in 10 years till 2011, which comprised of 64% ODM and 36% OBM sales.

This thesis is a corporate case study that reviews GU from strategic and financial viewpoints and assesses its enterprise fair value by the DCF (discounted cash flow) model. To investigate the correlation between GU's business strategies and enterprise value, this study divides GU global sales into 4 individual profit & loss centers (also called subsidiary business unit, SBU) – NA Private Label, NA Branded, European, and East Asian business units. EU and Asian SBUs' primary businesses are distribution and franchise. They offer GU's own brand products and operate as sales agency for some high-end foreign kitchen cabinet and furniture brands. We analyze their historic operation performance between 2003 and 2011 in order to determine each SBU's target financial ratios and parameters applied to forecast GU corporate sales and earnings, and to further develop its future balance sheet and cash flow status. This study creates 3 scenarios – optimum, neutral and worse sales forecast according to the parameters set for the 4 SBUs in each scenario. With the macro and micro environmental analysis, the outcome of the DCF valuation and sensitivity test, this study propose the following 5 elements as the key value drivers for GU's future business – GP, OP, ROA, Sales and WACC. Each takes different weight in affecting GU's enterprise values and the 4 SBUs' earnings and serves as the key indicator to monitor and appraise the performance for various business strategies this study propose to GU's decision makers.

Keywords: Bath and Kitchen fixtures and fittings industry, Own equipment/design manufacturing, own brand manufacturing, Mergers & Acquisition, Discounted cash flow

目錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	4
第三節 研究範圍與架構.....	5
第二章 文獻回顧.....	7
第三章 企業評價模式與評價方法.....	11
第四章 產業概況及個案公司簡介.....	17
第一節 衛廚設備產業概況.....	17
第二節 個案公司簡介.....	33
第三節 個案公司內外部環境分析及 SWOT 分析.....	35
第四節 未來展望.....	53
第五章 個案企業價值評估及關鍵價值驅動因子.....	55
第一節 過去財務狀況與營運績效分析.....	55
第二節 預估財務報表.....	68
第三節 企業價值評估.....	75
第四節 敏感性分析與關鍵價值驅動因子.....	84
第六章 結論.....	85
第一節 價值管理.....	85
第二節 關鍵價值驅動因子與價值創造策略.....	86

表目錄

表 4-1 澳洲重要法規	19
表 4-2 美國重要法規	20
表 4-3 英國重要法規	21
表 4-4 水龍頭產業上中下游關聯圖	24
表 4-5 GU 公司 2002 年~2011 年集團營收概況.....	37
表 4-6 GU 公司主要高階經理人.....	38
表 4-7 GU 公司董事會成員.....	38
表 4-8 GU 公司從業員工.....	39
表 4-9 GU 公司主要市場國家之 GDP 成長率預估，資料來源：IMF	41
表 4-10 美國房屋市場預估數據，資料來源：全美住宅建築商協會	42
表 4-11 歐洲房屋市場及市場重要客戶營收成長預估數據，資料來源：英國建築 產業協會、主要客戶之企業公開資訊.....	42
表 4-12 全球前六大衛廚設備品牌廠商概況（資料來源：廠商公司網站及年報資料）.45	
表 4-13 GU 競爭優劣勢分析（資料來源：GU 公司 2009 年~2011 年年報）.....	49
表 5-1 GU 公司 2003 年~2011 年簡易財報資訊.....	56
表 5-2 GU 公司及同業 2006 年~2011 年財務比率之比較.....	59
表 5-3 GU 公司及同業 2006 年~2011 年營業利益及營收/市值比	60
表 5-4 GU 公司及同業 2003 年~2011 年之 GAP(單位:新台幣 百萬).....	61
表 5-5 GU 公司及同業 2003 年~2011 年之盈餘指標.....	61
表 5-6 GU 公司及同業 2003 年~2011 年之營運投入資本報酬率結構.....	63
表 5-7 GU 公司及同業 2003 年~2011 年資本結構及加權平均資金成本明細.....	65
表 5-8 GU 公司及同業之 ROIC/WACC/SPREAD/EP/FCF 等資訊.....	66
表 5-9 GU 公司 2004 年~2011 年可支配自由現金流量.....	67

表 5-10	台灣櫻花公司 2003 年~2011 年可支配自由現金流量	67
表 5-11	橋樑公司 2006 年~2011 年可支配自由現金流量.....	67
表 5-12	四個事業區塊 2012 年~2021 年樂觀/中立/保守情境營收相關比率假設.....	69
表 5-13	四個事業區塊及集團 2003 年~2011 年營業損益	70
表 5-14	GU 公司資產負債表項目歷史平均比率及未來十年(2012 年~2021 年) 預估比率	74
表 5-15	價值驅動因子敏感性分析結果一覽表	84
表 6-1	事業單位損益項目佔合併數字比率一覽表	87

圖目錄

圖 4-1 2008 年~2011 年銅材及鋅材價格行情(資料來源：LME CASH SELLER & SETTLEMENT PRICE).....	18
圖 4-2 2008 年~2011 年鋁材及鋁合金價格行情(資料來源：LME CASH SELLER & SETTLEMENT PRICE).....	19
圖 4-3 衛廚大廠在新興國家的佈局狀況	22
圖 4-4 衛廚大廠在中國的佈局狀況	23
圖 4-5 衛廚設備產品未來發展趨勢	26
圖 4-6 綠色環保設計實例	27
圖 4-7 養生保健風設計實例	27
圖 4-8 全方位設計實例	28
圖 4-9 銀髮族需求設計實例	29
圖 4-10 個人風格設計實例	29
圖 4-11 產品低價設計實例.....	30
圖 4-12 聲光效果設計實例	30
圖 4-13 複合功能設計實例	31
圖 4-14 數位化設計實例	31
圖 4-15 記憶模式設計實例	32
圖 4-16 感應式設計實例	32
圖 4-17 GU 公司集團控股架構.....	35
圖 4-18 GU 公司組織管理架構.....	36

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

自第二次世界大戰後，在若干國際經濟組織的協助下，全球貿易得以蓬勃發展。同時期，台灣經濟的發展歷程自光復至今仍是以代工生產(OEM 及 ODM)參與國際分工為主要的商業模式；而經濟的成長則大部份依賴出口貿易。早期出口以勞力密集產品為主，1990 年以後則以資本密集之資訊電子產業為主要出口產業。產業結構持續變遷，領導性產業不斷更替，但以代工及出口為重的經濟結構則始終如一。近年來，國內經濟發展與投資環境的改變、國際間區域經貿合作增加，以及政府於 1991 年開放對中國大陸投資，趨使國內企業前往海外投資，開拓海外營運市場，諸多企業的經營模式演變為跨國型集團企業。個案企業 GU 公司亦加入這條國際代工，國外直接投資的成長路徑；生產設備，製造技術與管理人才已逐漸累積相當優異的國際競爭力；然而，在資訊科技發達及經濟活動全球化的環境下，商業模式、製造技術的模仿和複製速度非常快，台灣企業面臨來自新興國家廠商的低製造成本競爭以及客戶議價和訂單不穩定的威脅，代工利潤迅速萎縮，代工產業成為低附加價值卻有高營運風險的產業模式。目前，代工產業的平均利潤率已經衰退到 3%-5%，部份資訊電子硬體產品代工的毛利率甚至跌到了 0.1%。雖然，台灣的代工業以出神入化的工廠管理，充分發揮「cost down(降低成本)」的優勢，但是這個用了二十年以上的生產模式，現今面臨了工資攀升、原物料價格持續飆漲，亞洲國家(主要出口國家)匯價失去優勢，致使台灣代工廠商在毛利率不斷下降的情況下，形成誰能擁有更多的訂單，誰才能獲得維持生存的局面，產業環境亟待轉型。

因此，GU 公司在其全球營運價值鏈中另闢一條成長路徑—往 OBM(自創品牌)發展，藉以創造及提升企業營運活動的附加價值並降低經營風險。前宏基集團董事長施振榮先生，於一九九二年提出「微笑曲線(Smiling curve)」時，正好是 GU 公司開始經由自創品牌、跨國購併，拓展生產及營運規模的時間起點；施振榮先生指出：「不做品牌，台灣笑不出來」來表達台灣企業轉向自創品牌的重要性及急迫性；香港首富李嘉誠曾說：「企業最寶貴的資產，是沒列入資產負債表中那部分的資產。」，因為 OEM 沒有自主權，必需聽命於客戶的要求，再努力也無法獲取超越自我的榮耀以及可彈性調整的獲益能力。

顯見品牌這項無形資產的重要性。

然而，建立品牌是條漫長而艱辛的路，往往需要一、二十年甚至更長時間的耕耘，才有機會收成。綜觀台灣過去為歐美品牌代工的廠商，又或者西進中國超過 20 年的台商企業，能夠成功經營打響知名品牌的，屈指可數；康師傅，旺旺，捷安特，達芙妮，HTC, Acer, 法蘭瓷...，從這數個品牌的建立經驗，我們可以歸納出，要做品牌，就要考量到人、錢、廣告、通路、庫存這幾項最基本要具備的長期抗戰資源，一旦途中軍餉中斷，即使是短暫的中斷，都有可能讓先前的努力化為烏有，鎩羽而歸。再者，做生意的思路有時必須和代工經營時天南地北的不同；一種生意一個腦袋，一旦混淆，商機盡失。

台灣代工企業開始思索轉向自創品牌(OBM)之路，目的在於創造及提升企業營運活動的附加價值並降低經營風險。但在投入品牌經營後，必然在某種程度及市場上成為代工客戶的競爭對手；客戶怕代工廠商做自有品牌抄襲它的設計，也怕廠商產能吃緊時只顧自有品牌產品而影響代工產品的出貨，因此廠商很有可能迅速喪失客戶訂單。此外，自創品牌及品牌行銷是一條相當費時及費錢的漫長路途，故縱然代工利潤持續縮減，許多代工廠商仍視「經營自創品牌」為畏途。

在自創品牌上，一般台灣廠商的想法是：替國際品牌大廠及客戶代工來學習，並藉此機會壯大自己製造技術及設計研發能力；然而，如此的發展過程和心態在面臨自創品牌、品牌行銷時即遭遇許多困境及障礙，甚至使其擁有自有品牌的美夢破滅或者大大挫傷其自創品牌的信心而退回到原點重拾代工角色。

事實上，代工(OEM/ODM)到自創品牌(OBM)之間是不連接的關係。自創品牌在許多實際案例中形成代工者終止與原發包者/客戶之間的關係，並取而代之，同時必須擔負商品的研發創新和品牌行銷的工作，至於原來代工的產品製造階段是否仍自行承做，反而並非關鍵因素。亦即自創品牌企業的經營模式必須脫離代工模式，不僅只於接單到交貨而已，還必須包括商品的全部功能及運行步驟-研發(創新與開發)-生產(設計與製造)-行銷(運籌品牌與通路)。然而，研發創新和品牌行銷不同於製造活動的技能和組織能力，所以並非從生產代工就能累積出這二項在建立自有品牌上的關鍵能力。這二種能力對於有野心經營自創品牌的廠商而言，應該在做代工時就開始培育建立。

此外，觀察世界各地具有規模及知名度的品牌廠商或集團企業的經歷可知：要成功推展自有品牌商業模式，有四大關鍵要素：1.經營階層及領導者的主觀意向及決心，及其代工模式心態的調整；2.持續不斷的研發創新；3.將品牌承諾烙印在終端消費者心中，並轉化為顧客的忠誠度；4.國家產業發展策略及制度的長期支持。

此文論述分析的個案 GU 公司自民國 68 年創立至今，前面一半的時期均專注在代工製造領域；近 15 年來則歷經了代工製造往自創品牌商業模式延伸的轉變歷程。目前，GU 的營運採取代工與自有品牌並行經營，由自行設計創造的「產品生命曲線模式」，來促成品牌與代工的共榮模式；主要是藉由些微的產品設計修改、差異的價格與通路區隔的設計，維持代工和自有品牌共存的局面。同時在自有品牌部份採取多品牌策略，藉由不同自有品牌各別專攻特定的利基市場，提高市場的滲透度並增加對通路商或客戶的重要度。其所在衛廚設備產業的重要品牌廠商、供應商、同業、客戶，依其所在不同的地理區域市場，隨著 GU 公司的營運策略及經營模式轉變而有相當程度的差異和影響力；亦即前文述及代工業者轉往自有品牌商業模式時會面臨的諸多課題與挑戰，在其開拓自有品牌市場的過程中，不斷的衝擊著 GU 公司組織及營運上-產/銷/人/發/財各個層面的活動。作者任職於 GU 公司已近 15 年，因此參與見證了 GU 公司此一傳統產業公司逐步邁向企業國際化以及由代工生產轉往自創品牌及自有行銷通路拓建的大部份歷程。

敝人於 2010 年進入東海大學財金系 EMFA 碩士在職專班進修，期間「企業評價」課程，對學生在公司財務上有更深更廣層面的啟發。此外，GU 公司旗下的一個自創品牌 Danze，在 08' 年底獲得國際上具公信力的品牌鑑價機構 Interbrand 為台灣外貿協會主辦之「台灣二十大國際品牌」活動評選為 2008 年年度國際品牌價值第 16 名。隔年，GU 公司董事長獲選為安永創業家大獎之「創新企業創業家大獎」得獎人，印象特別深刻的是，董事長在評審團至候選人的企業做實地審訪時，提出在「代工與品牌商業模式共存共榮」的經營心得時，小結的一段話：「有一天當我放下一切回顧過往時，我能夠跟自己說：我做了兩件性質不同的大事，而且都做得很好！」。近十五年的職業生涯中與 GU 公司董事長共事，緣此，希望藉由課程所學，連結到公司的實際經營概況，以「營運自由現金流量」及「經濟利潤」二項折現評價模式，估計 GU 公司在代工及自有品牌商業模式並存於經營體系內的企業價值評估，一方面學以致用；另一方面則期望藉由此一研究成果，對 GU 公司在創業及經營歷程中始終如一，致力實踐其三關懷的公司政策一關

懷員工、關懷客戶、關懷社會—表達誠摯的尊敬與感謝。研究過程間，已敦促自身更深入並謹慎地瞭解任職公司的內外部經營環境競爭優勢或經營限制；謹將研究成果與主管分享，為公司專業經理人在營運績效及風險控管上，提供觀念及實務上的助益。更有甚者，冀望此研究可對衛浴設備產業及台灣傳統代工製造廠商在轉型升級的策略思考及實際作為上，提供微薄的貢獻。

第二節 研究目的

此文研究個案 GU 公司在成立至今三十多年的發展過程中，由小型貿易出口商，到自行投入研發設計製造的代工廠商，爾後行銷自創品牌產品，在處於產業生命週期的成長期間，申請股票上市，於資本市場上獲得法人及個人股東認可，提升企業知名度吸引許多專業人才加入公司，同時順利籌措資金，在本世紀初開始，經由一連串的購併活動，漸進完成生產活動的垂直整合、拓展產品線、銷售通路及銷售區域，十年前已成為亞洲最大的衛浴五金配件製造廠商；在其經營邁向國際化的成長過程中，歷經了許多產業內同業廠商未曾嘗試進入的營運策略及經營模式。在產品的研發和生產技術上也有許多項業界第一或行業領頭羊的卓越實績。營運結構採取代工與自有品牌並行模式，藉由差異化價格與通路區隔策略，享有代工和自有品牌共榮的局面。同時在自有品牌部份採取多品牌策略，藉由不同自有品牌各別專攻特定的利基市場，提高市場的滲透度並增加對通路商或客戶的重要度。以 2010 年營收區分，代工佔營業額 65%，自有品牌佔營業額 35%；以地理區域市場區分，北美市場佔營業額 45%，歐洲佔營業額 41%，中國及其他地區佔比 14%；2011 年的營收，代工佔比 64%，自有品牌佔 36%；以區域別而言，北美市場營業額佔比 48.3%，歐洲佔 40.7%，中國及其他區域為 11%。這三個區域市場，也是 GU 公司今後在行銷資源的佈局上，聚焦的市場。

本研究主要目的在以現金流量折現模式 (Discounted Cash Flow Model, DCF) 評估 GU 公司之企業價值。文中藉由分析 GU 在代工(OEM)及自有品牌(OBM)二塊事業領域的經營績效來探討公司經營策略方向與企業價值創造二者的相關性；關於歷史期間的損益數字，依據 GU 公司主要銷售市場的地理區域，同時也依據代工/自有品牌二種不同商

業模式的事業單位來區別劃分各自的營業損益，以評估比較代工及自有品牌事業過去的經營績效，以及對未來預估損益報表中重要財務比率的估計基礎，再以其公告的上市公司合併財報數字，計算 GU 集團整體的企業價值，最後將代工及自有品牌二事業的重要財務指標預估值帶入企業價值的敏感性分析，以瞭解 GU 企業分別在 ODM 及 OBM 事業領域的關鍵價值驅動因子為何，從而擬議提升或者創造公司價值之策略。

研究結果顯示，GU 企業主要的關鍵價值驅動因子為營業額、毛利率、營業費用率、資產週轉率(ROA)及加權平均資金成本(WACC)；透過改善關鍵因子，對 GU 未來的短中期經營策略提出建議；例如：短期內可縮減生產製造事業單位的營運規模以消除多餘產能以及固定營業費用造成的資源資金耗損；短中期則可適度調整各個獨立事業單位的經營資源，將資金資源使用在對集團整體獲利或成長有貢獻的事業單位；中長期則漸進調整各事業單位經營體質以及集團整體資本結構以降低資金成本、與銷售通路裡的行業結盟開拓新的商機與市場，發展創新且可行的全球運籌商業模式以降低整體營運成本與費用、研發關鍵材料及關鍵生產技術，以降低生產成本或增進銷路從而發揮代工與自有品牌共存共榮營運模式的綜效，提高集團整體的資產報酬率及企業價值。於此同時，企業能夠持續保有創設時的初衷(核心價值)：「成就卓越，喜佈甘霖；成為社會一股正面向上的力量。」與「團隊合作，渴望學習，高績效」的企業文化，全員朝共同的企業願景「全球衛廚行業的領航者」邁進。

第三節 研究範圍與架構

本文研究主題為「GU 公司在代工及自有品牌商業模式並行營運的企業價值評估」。研究架構主要可分為五部份，首先對 GU 公司所在的衛廚設備產業作概況介紹，再分析 GU 公司的經營現況及未來展望，根據選定的評價模式作企業評價分析，以及提出價值創造策略，於文末提出本文之結論與建議。本研究內容共分為六章，各章內容簡述如下：

第一章 緒論

本章主要介紹研究動機與目的、研究範圍與架構。

第二章 文獻回顧

本章彙整與個案公司經營模式，營業績效，價值評估部份相關之文獻，歸納其研究結果，以作為本文個案企業評價分析之理論參考基礎。

第三章 企業評價模式與評價方法

本章內容彙整目前普遍使用的企業評價模式，同時說明其於不同情境與適用時機之定義以及評價方法。本文將引用企業資產評價中「未來收益能力評價模式」的「自由現金流量折現法」以及「經濟附加價值折現法」來評估計算個案 GU 公司之企業價值。

第四章 產業概況介紹及公司簡介

企業價值及經營績效大多來自於非財務面向及因素的影響，因此在解析個案公司之財務會計指標分析與評價分析前，於本章節先闡述產業發展歷程及現況，藉由「五力分析」對業內上、下游廠商、客戶、競爭者狀況，以及產品供應面與需求面，作簡要的說明，接著探討分析個案公司未來可能面臨的經營環境變動與發展方向，並檢視其內/外部營運面存在的優勢劣勢及可能潛在的商機和風險(SWOT)。

第五章 個案企業價值評估及其關鍵價值驅動因子

本章節內容包括個案公司之歷史財務績效分析、投入營運資本報酬率(ROIC)、資本結構(Capital Structure)及資金成本(Cost of Capital)的解析，據以研判 GU 公司之成長力、獲利能力以及營運風險，評估其企業價值，尋求影響企業價值的關鍵驅動因子，以擬議可行的價值創造策略。

第六章 結論

本研究為個案公司提出之價值管理與價值創造策略。

第二章 文獻回顧

本章內容主要參閱過去部份與企業評價、代工或自有品牌商業模式以及企業購併等與本研究個案公司經營活動相關的文獻內容，再歸納其研究結果，以作為分析本研究個案的基礎。

徐伊嫻 (2009)研究針對成功由 OEM/ODM 轉型為 OBM 的企業，探討其轉型過程中，建構行銷能力之動態歷程，讓研究成果可作為台灣產業未來欲投入自有品牌經營活動時的參考。該研究認為 1.企業從 OEM/ODM 轉型為 OBM 的動機主要在於永續經營與擺脫代工困境，背後的目的為欲提高事業附加價值，同時，企業考量轉型時機上會選在 OEM/ODM 業務還穩定發展時就先進行佈局；2.企業轉型為 OBM 的過程中，其發展新能力方式的選擇會受到過去發展路徑與經營策略的影響，並且會透過內部的教育訓練與組織管理程式的設計來提升組織能力；3.企業從 OEM/ODM 轉型為 OBM 的過程中，會重視「發展新產品之能力」的培養，並且會指派人員負責發展與未來新產品有關的關鍵技術，以持續保有產品與技術上的競爭優勢；4.企業於轉型為 OBM 過程有關國際化經營的活動中，在發展新產品時會採「區域分工、共同開發」的做法，以提高目標消費者對新產品的接受程度；5.企業從 OEM/ODM 轉型為 OBM 的方式很多，以購併方式能夠快速取得品牌與通路，此時其購併目的清楚與否，會是其購併能否成功的關鍵因素；6.企業從 OEM/ODM 轉型為 OBM 的過程中，其全球總部會扮演資源協調整合與績效評估的監督管理角色；對於購併取得的品牌或通路，會授權其在地經營團隊自主經營。

陳振祥 (1997)研究整合交易成本理論，廠商資源基礎理論，廠商合作理論，與產業網路理論等，討論廠商活動範圍與廠商間關係的理論觀點，發展解釋廠商採取 ODM 業務形態的理論架構，認為廠商受到不同的產品市場特性，與廠商資源能力結構之影響，而選擇不同的業務形態。該研究各項結論之實務運用價值，包括：1.ODM 業務形態下的交易雙方，將分別強化其(產品能力)與(行銷能力)，以促成雙方關係穩定，持續，並進而提升經營績效；2.廠商選擇不同的業務形態，須同時考慮所面對的產品市場特性，與廠商的資源能力條件；並在最適的業務形態下，持續提升廠商的資源能力結構，力求關係穩定持久，與提高經營績效；3.ODM 廠商應以持續提升(產品能力)為重要策略行動，

藉以強化 ODM 買主對其產品供應的依賴程度；ODM 買主應強化其行銷能力，以維持產品銷售績效，並提升主導 ODM 業務運作之能力。但是，維持並提升 ODM 業務運作績效的關鍵，在於維持雙方對等的資源能力與相依關係結構；4.ODM 廠商可以同時運用 OEM，或自有品牌等不同的業務形態，促成動態策略運作形態，與資源能力間之學習互動；並依據不同業務形態間的互動，而選擇最適策略行動，以提升經營績效；5.在 ODM 業務形態下，買賣雙方的競爭對象將更為明確，與易於掌握；更因為市場品牌之間，供應商之間的激烈競爭，使得產業結構因而改變，廠商競爭策略須配合調整，以維持最高競爭力；6.面對(全球運籌系統)的經營結構與廠商間關係，本研究分析架構，將可協助 ODM 廠商與買主選擇最有利的活動範圍，與維持最具競爭力的全球產品供應運籌體系之經營。

李哲璋 (2006)以資源配置的觀點，視企業價值由四種資源(控制、影響、未來、財務)之配置運作而來，目的在於探討資源配置觀點是否在解釋企業價值時優於傳統拆解方式，並進而探討個別資源對企業價值的影響方向。該研究將企業之股東權益報酬率拆解為控制資源股東權益報酬率(CROE)、股東權益報酬率(IROE)、股東權益報酬率(FuROE)、財務資源股東權益報酬率(FiROE)，利用資源配置拆解法與傳統 DuPont 股東權益報酬率拆解法進行比較。比較四模式後可知，採用資源配置觀點拆解股東權益報酬率對企業價值之解釋能力較佳，而將董監酬勞事與員工分紅費用化及非經常性項目納入調整後，對企業價值解釋能力亦有所提升。

邱健偉 (2006)主要探討經濟附加價值(EVA)、市場附加價值變動數(Δ MVA)、總資產報酬率(ROA)及股東權益報酬率(ROE)是否能有效衡量國際化企業之高階經理人之績效表現及探討有關上市公司高科技和非高科技產業高階經理人薪資報酬及員工薪酬和績效指標的關聯性。研究結果顯示 1.當企業經營績效越好，則高階經理人的薪酬及員工薪酬越高；2.企業國際化的程度越高，高階經理人的薪酬和員工薪酬也會越高；3.控制 ROA 後，經濟附加價值(EVA)仍然是決定高階經理人薪酬之較佳指標也是較重要的解釋變數；4.高階經理人的薪資和當期的和次期的市場附加價值變動數(Δ MVA)成正向且顯著，代表其薪資酬勞合約的設計可能是根據高階經理人過去及當期績效表現所給予的獎勵，並包含激勵之誘因在內，希望可激勵高階經理人能於未來有更好的表現；5.當考慮高科技和非高科技產業時，結果證實高科技產業相較於非高科技產業其績效指標的關聯

性應相對較低。

康淑君 (2006)透過日本 HIROSE 品牌鑑價模式簡化出之品牌資產價值動因-品牌溢價力、品牌忠誠度及品牌延伸力，分析與企業價值績效指標之關聯性，提供投資時之參考。該研究採用經濟附加價值 (EVA) 及現金附加價值 (CVA) 作為企業價值績效指標之標的，研究結果發現，品牌資產價值動因對經濟附加價值 (EVA) 有解釋能力，在迴歸分析中，發現品牌忠誠度(營業毛利)與 EVA 呈正相關，意謂當企業因發展品牌而提升營業毛利時，EVA 也隨之提升；品牌資產價值動因對現金附加價值 (CVA) 有解釋能力，在迴歸分析中，發現品牌延伸力 (合併營收大於母公司營收) 與 CVA 呈正相關，表示管理階層可藉由發展品牌效益從原有的市場，延伸到其他品牌及海外市場的能力，即多品牌綜效產生的未來現金收益。

陳俊廷 (2007)以外貿協會與 Interbrand 於 2003 年至 2006 年所公佈的「十大台灣國際品牌」入圍廠商及品牌價值作為研究資料，將入圍的品牌廠商分組後形成 4 個不同的投資組合，針對上述四個投資組合，利用財務上的 Fama-French 三因子模型，比較不同投資組合間股價報酬率與風險的差異，藉以驗證品牌價值與股票報酬之間的關係。其研究結果發現，台灣品牌廠商的股價報酬率與風險並未優於市場表現；其次，品牌價值較高企業，不論是在股價報酬率與風險上，都表現比品牌價值較低企業來的高；其結論：品牌價值的提升有助於降低台灣廠商的股價風險，但對股價報酬率的改善並無顯著幫助。該研究認為相對於全球性品牌，台灣品牌公司仍處於萌芽階段，品牌價值對企業經營績效的效益可能尚未發酵，因此無法顯著改善台灣品牌公司企業績效。

胡慈容 (2003)以美國 1980~1996 年間進行購併公司為樣本，以主併公司和目標公司購併前後 5 年的財務資訊探討主併公司長期是否提高公司價值和增加股東財富。利用統計檢定(產業乘數法、Tobin q 衡量法、迴歸分析)。研究結果發現購併前主併公司的績效好時，購併後會變差；原本表現不好的公司，購併後績效反而會變好。

黃柏儒 (2011)研究 1997 年至 2006 年台灣企業跨國購併案，以 45 間上市公司的 62 個購併案為樣本。該研究利用因素分析法衡量跨國購併績效，再以績效分析之結果為依變數，進行多元迴歸分析，瞭解跨國購併績效的影響因素。實證結果顯示 1.台灣上市公

司跨國購併後，於購併後第一年，財報績效表現優於購併前，且購併的影響延續到購併後第二年，一樣優於購併前；2.股權集中度與國際化程度對跨國購併後績效有正向影響；3.國際化程度可以提高跨國購併後第一年的績效；4.1998年與2001年發生的跨國購併案，在購併後表現都明顯較差，可以發現國際情勢對於跨國購併會產生重大影響。

丁金輝 (2001)以研究分析過去財務危機個案、重整准駁因素、重整再生成敗案例、相關文獻、個人工作經驗，並進行各相關人員實地訪談調查。研究發現 1.財務危機預防及偵測：企業陷入危機鴻溝，常是一種連續性可預知性的過程。經歸納分析五種外部因素及二十六種內部因素可能使企業陷入財務危機。企業能防患危機於未然，才是解決危機最好方法；2.危機阻隔與控管：危機企業能否透過重整機制獲得再生重建企業價值機會？其成敗常取決於危機發生時，企業能否迅速採取有效危機阻隔和控管程式，使危機效應受到控制和縮減；3.建構再生重建機制系統：企業獲得重整再生機會，能否迅速脫離危機鴻溝，進而達成企業價值重建目的？主要在於企業能確實運用公司重整機制，建構再生系統和程式，結合外部專家和資源，並進行內部自我改造，以取得關係人和社會之認同和支持，企業價值才有重建成功之機會。

范生平 (2002)以現金流量折現評價模式對 1987 年至 2001 年的百略公司作評價，在現金流量折現評價模式下，分成銷售導向的 DCF 評價法與盈餘導向的 DCF 評價法，分別評估其企業價值，並估算出樂觀、最可能、悲觀三種情境下的股價。研究發現百略公司過去一段時間內的股價，大部份皆落在該研究兩種評價法評估之合理股價區間內。該研究從產業分析、企業評價、企業經營策略三個構面分析，探討百略公司之經營策略，其特色與貢獻是利用 EVA 價值分析的方式，將企業價值創造因子(包括期初投入資本、WACC、ROIC 等)與百略公司的經營策略加以結合，並找出影響其企業關鍵價值創造因子，擬定可行之策略建議，其中提及對百略公司未來策略執行上可採取：1.與內容供應商的策略性水準整合 2.採取全球製造、當地組裝，與上下游廠商採取策略性水準整合 3.強化自有品牌銷售率 4.研發客制化系統產品 5.加強專利認證之申請。以專業化、低成本、高利潤、差異化。

第三章 企業評價模式與評價方法

企業價值(Enterprise Value)是指一個企業運用其所有資源所能創造出來的整體價值。企業營運所運用的資源主要依賴兩類資金的來源，一是股東出資，另一部份則是融資舉債，所以，企業運用所有資源所創造出來的價值，亦應該由企業之股東及債權人共同擁有。因此，企業價值扣除舉債之金額後之剩餘價值，歸屬於股東所有，此即為股權價值；本研究內容所提出之企業評價模式所評估之價值，即為股權價值。企業價值依不同的場合角度而有不同的定義，會計實務上稱資產負債表上的資產、負債，以及股東權益的價值為帳面價值(Book Value)，它們是依據財務會計準則，經調整後的歷史成本。而當一個企業是處於即將結束營運的階段時，其價值則歸屬於清算價值(Liquidation Value)，它是處分企業資產的淨變現價值(Net Realizable Value)扣除律師、會計師費用及其他相關費用後的餘額，其評估方式可依是否繼續經營之前提假設而區分為重置成本(Replacement Cost)或是清算價值二種概念。此外，上市公司有其股票的市場價值(Market Value)，該價值是公司股票在公開市場上因供給及需求所決定的均衡價格(Equilibrium Prices)，此均衡價格實際上受到不少與企業本身經營效益無關的因素影響，例如一個國家的政治經濟政策的走向，或是市場上不實的謠言及投機行為等。就企業經營角度而言，企業價值意指永續經營企業的價值，與前述各項定義的企業價值不同的地方，在於一個繼續經營企業之資產價值評估是著重在它未來經營活動所能創造的經濟效益來衡量，是以長期的觀點作為評價的中心思考。

目前已發展出多種評價模式，每種評價模式因理論及相對建立的假設不同，其適用性及評價結果所隱含的意義也不相同，又各評價方法有其實務應用上的限制，因此必須透過分析評估標的之現況，選用較合適之評價方法。實務上常見的企業評價模式包括：資產價值評價法、市場價值評價法及未來收益能力評價法等三類評價模式。而各類評價模式都有其相當程度的主觀成分，並非百分之百的科學解析方式，因此，吾人常言：「企業評價是一門結合科學與藝術的學問」。

一、資產價值評價法(Asset-based Approach)

以企業所擁有資產的價值，作為評估其價值的基礎。它的時間觀點是重視企業的「過

去」，將該企業從創立以來，所累積取得的各項資產的價值總合。因此企業的價值驅動因子就是該企業的資產。主要是透過分析評估標的所擁有資產及負債的公允價(Fair Value)，其合計之價值即為企業股權的價值。評估方式可依是否繼續經營之前提假設而區分為「重置成本」或是「清算價值」二種概念。

重置成本＝總資產公允價值－總負債公允價值 (公式 3.1)

清算價值＝資產總清算價值－負債總清算價值 (公式 3.2)

二、市場價值評價法(Market-based Approach)

以市場的角度評估企業價值時，它的時間觀點是重視企業的「現在」，它看重企業目前的市場行情；它的觀點是「一物一價」，意即在一個公開的市場，如果有相同的物品，其價格也應該是一樣的，因此，它是屬於「相對價值」的概念。透過在市場上尋找與所評估標的相類似之公司，以類似公司的股權在市場上的交易條件，推估評價標的可能的價值區間。以此評價模式作價值評估時，有二個重點：一是評估標的具有可比較的公司，二是可比較公司股權在市場上的交易價格與標的公司特定財務指標間的關係，亦即所謂的價值乘數評價法(Multiples)。使用此評價模式評價時，需注意溢價或折價的調整，就是應排除一次性事件對可比較公司或標的公司所造成對盈餘或相關獲利數據的影響，以調整後的獲利或財務指標分析其價值乘數，而據以推估合理的價值。在現今的商業環境中，實際上多數的資產是以此類相對市場價值評價法估價的，而實務上較常用來評估標的公司或資產價值的價值乘數有：本益比(Price/Earning Ratio)、市價淨值比(Price/Book Value Ratio)、市價/營收比(Price/Sales Ratio)等。依據適用對象及時機，使用不同的乘數；在部份情況下，也可同時使用數個價值乘數，再依其對評價標的價值變動的影響程度給予各乘數估計價值應附屬的權數，計算出一個綜合考量各價值乘數因子的加權平均價值。

三、未來收益能力評價法(Income-based Approach)

此評價模式的主要概念為企業之價值不在於其擁有多少資產；而是在於其如何動態的使用這些資產去創造營收和獲利的能力，並且反映在其未來營運活動所能創造的效益。

“企業營運的價值會因為股東權益報酬率(Return on Equity, ROE)超過股東的資金成本，而超過處分的價值；公司處分的價值或稱之為死的價值，企業活的價值要超過死的價值才有營運的價值” (吳啟銘，2010，「企業評價 個案實證分析」，p.35)，企業在永續經營(Going concerns)的假設下，自營業活動持續創造營運及成長所需要的現金流量。因此，企業的價值，是來自於未來營運所能創造的一系列現金流量之現值總合來決定。此評價模式主要包括：

(一) 收益資本化法(Capitalization of Incomes Method)：此方法的特點是，以企業未來的預估收益為價值基礎，透過資本化的方式將流量觀念的收益，轉化成存量概念的資產、負債或資本的企業價值評價方法。其評價步驟是：先完成未來收益的估計，接著以一個合適的資本化率，將這些未來收益估計值折現資本化成企業價值的估計值，公式如下：

$$V_0 = \frac{CF_0}{\text{CapRate}_0} \quad (\text{公式 3.3})$$

CF_0 ：企業在評價時點採用之評價期間的收益估計值

CapRate_0 ：評價期間的行情資本化率

V_0 ：企業在評價時點的企業價值估計值

(二) 超額盈餘資本化法(Capitalization of Excess Earnings Method)：此方法的特點，是它結合了資產基礎和收益能力兩者優點而形成的評價方法。其基本理論是：企業的價值，是由有形的資產和無形的資產所組成；有形資產的價值，是以資產公允價值為依據，而無形資產的價值，則是以企業收益超過合理收益的部份(亦稱為超額盈餘)加以資本化後而得，公式如下：

$$V_{tan} = MV(\text{Assets}) \quad (\text{公式 3.4})$$

$$V_{int} = \frac{EE}{\text{CapRate}} \quad (\text{公式 3.5})$$

$$V_{firm} = V_{tan} + V_{int} \quad (\text{公式 3.6})$$

V_{tan} ：企業有形資產的價值

$MV(\text{Assets})$ ：企業有形資產的公允市價

V_{int} ：企業無形資產的價值

EE ：企業的超額報酬

$CapRate$ ：反應超額報酬風險的資本化率

V_{firm} ：企業整體的價值

(三) 自由現金流量折現法(Discounted of Free Cash Flow)：此方法的特點，是在估計公司價值時，是以該公司未來營運所能創造的一系列的自由現金流量之現值總合來決定。因此，管理者若要提高公司價值，應著重於自由現金流量的提升而非財務報表中的會計利潤。由於自由現金流量包括所有投資者(即股東與債權人)提供的資金，故其折現率就必須同時考量所有資金來源的加權平均資金成本(Weighted Average Cost of Capital, WACC)，此資金成本等同於投資者的最低要求報酬，因此，企業募集資金購買資產，但該資產無法創造高於資金成本的報酬率時，將對企業價值產生不利的影響。綜上所述，自由現金流量是指企業在扣除所有與營運活動相關的費用、稅賦，以及資本支出，但未扣除應付給債權人之利息費用及其稅盾效果之現金流量；而 WACC 則代表企業利用各種融資方法(包括權益融資及負債融資)的加權平均資金成本，而權重即是按各融資資金於評價日之市值比重而定。由 DCF 方法估計而得的企業價值，減掉所有非普通股股東權益的融資資金(通常有特別股股權資金及負債資金)後，所得剩餘價值即為普通股股東的權益價值。評價方法公式如下：

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} \quad (\text{公式 3.7})$$

$$V = \frac{FCF_1}{WACC} \quad (\text{公式 3.8})$$

$$V = \frac{FCF_1}{WACC-g} \quad (\text{公式 3.9})$$

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC_1)^t} + \frac{\frac{FCF_{t+1}}{WACC_2-g_2}}{(1+WACC_1)^t} \quad (\text{公式 3.10})$$

$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$ ：評價期 t 期期間值每期現金流量的現值總合

FCF_t ：第 t 期的現金流量

$WACC$ ：評價期間的加權平均資金成本

FCF_1 ：評價時點下一期的現金流量

g ：自由現金流量的固定成長率

$WACC_1$ ：企業成長期間的加權平均資金成本

$WACC_2$ ：企業成熟期的加權平均資金成本

g_2 ：企業成熟期的自由現金流量成長率

以上(公式 2.7)為自由現金流量折現法之一般公式；(公式 2.8)是無限期零成長模式之公司價值，此公式所評價的企業是在產業中有相當的競爭力，但是產業本身已處於成熟階段，未來都不會有顯著的擴張或衰退現象；(公式 2.9)是無限期固定成長模式之公司價值，其假設自由現金流量為無窮期，且以固定成長率 g 成長之，亦即假設企業能夠維持長久的成長力道，而且該產業不會日漸萎縮；而(公式 2.9)為二階段 DCF 公式，其假設企業價值等於第一階段(成長階段，是指企業的競爭優勢期間 Competitive Advantage Period, CAP)折現價值加上第二階段(穩定階段)折現價值(也稱作存續價值 Continuing Value, CV)；在第一階段競爭優勢期間，企業可由其已投入的資本或新增的投入資本賺取高於市場平均報酬的超額報酬；而到了第二階段穩定階段的第 $n+1$ 年起，企業不論是已投入或新增投入資本，皆不再賺取超額報酬。以上 DCF 公式求取之公司價值再扣除公司於評價時點之債權價值即為股東權益價值。

觀察 DCF 的公式，我們可以發現，自由現金流量評價法，是同時考量了企業的成長性、獲利能力、流動性和風險程度的評價方法。

(四) 經濟附加價值法(Economic Value Added, EVA)：早在二十世紀初 Alfred Marshall 即在其經濟學書中提出經濟附加價值為一剩餘價值(Residual Income)的概念；意指將資本投入某種用途後，所創造的利潤超過將同一筆資金用在其他用途所產生利潤的部份，其考量到因無法將同一筆資金運用在其他用途所必須犧牲的報酬，也就是經濟學上的機會成本。除了考量機會成本以外，經濟附加價值與一般會計利潤不同的地方，是它也考慮了部份會計科目的調整，例如企業的研發費用、員工教育訓練費用、廣告行銷費用等，在一般會計原則下是認列為當期的費用；但 EVA 的概念是，這些費用將來可能為公司帶來利潤，應將它們調整為企業的營運資產。因此，EVA 可說是衡量公司實質獲利能力的指標，當投入資本的報酬(ROIC)大於成本(即加權平均資金成本 WACC)，

就會產生經濟附加價值，並提高公司的整體價值。評價方法公式如下：

$$EV_0 = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_0}{(1+WACC)^t} \quad (\text{公式 3.11})$$

IC_0 ：評價時點之期初投入資本

$\sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$ ：企業成長期內各期間的經濟附加價值現值總和

$\frac{TV_0}{(1+WACC)^t}$ ：企業成熟期的經濟附加價值折現值

彙整以上企業價值於不同情境及適用時機之定義，以及各類企業資產評價模式方法，本研究將使用「未來收益能力評價模式」中的「自由現金流量折現法」以及「經濟附加價值折現法」來評估計算個案 GU 公司之企業價值。在開始引用財務數據進行評價之前，本研究下一章節將闡述個案公司由代工商業模式轉型往自創品牌事業，以及經由國內與跨國購併取得之國內外通路事業、品牌、不同類型產品之行銷/研發/管理專業人才，及其生產技術與設備等歷程中，在組織架構、管理制度、經營策略、研發資源以及財務規劃上相應的演變過程。並且就個案公司目前所處總體經濟局勢、產業概況及公司內部營運現況，做簡要全面的探討。

第四章 產業概況及個案公司簡介

第一節 衛廚設備產業概況

一、總體經濟及產業概況

2008 年全球金融風暴之後至今，全球經濟除少數新興發展中國家，各國經濟發展呈現緩慢甚至幾乎停滯情形，GU 公司的營收及獲利也在這數年間受到影響；觀察全球其他衛浴廚房設備廠商，均因為全球需求的驟降而使營收獲利受到一定程度的影響。例如 GU 公司在中國配合的供應商也反應，其來自於歐美市場，尤其是歐洲市場的代工訂單，在 2010 年下半年爆發歐洲主權債務問題以來，萎縮甚多。

衛廚產業與房屋市場的榮衰循環有著緊密的連結，近幾年全球主要經濟區塊的成長走向不同調，使得產業的經營面臨各個面向的挑戰。

2011 年在歐洲債務危機綿延發酵下，失業率高漲，加上歐洲主要國家政府提出樽節方案緊縮財政支出，讓原本已經疲弱的消費市場活動更加萎縮。而美國房屋市場在金融風暴後，歷經五年的蕭條，在 2011 年下半年，房屋市場的經濟指標開始出現令人振奮的數據，11 月的新屋開工數增幅創一年半以來的新高、2012 年 1 月，成屋市場銷售出現了 2010 年 5 月後的新高，雖然房價與成交量相較金融海嘯前的盛況仍有顯著差距，且後續的經濟數據優劣不一，顯示營建產業似乎觸底回溫，但復甦之路仍充滿挑戰。另一主要經濟區塊—中國大陸，持續存在工資、原物料價格高漲，人民幣升值的壓力，墊高了當地工廠的生產成本。

展望未來，歐洲市場的政局金融穩定與否為全球的經濟成長主要幹擾變數；中國大陸地區物價持續上漲，讓原本所謂的「世界工廠」已經不再享有廉價生產製造的利益，然其廣大的內需市場成長力道的強弱主導全球經濟成長的增長速度；身為全球經濟成長火車頭的美國，其房產市場指標持續緩慢的回升，在利率及房價已近谷底的當下，房市需求的反轉回溫，將推動衛廚設備產業長期向上的營運走勢。

衛浴廚房設備產業發展的水準是衡量國家開發程度的重要指標之一。由於廚房廚櫃

及其他廚房設備非個案公司目前自製生產產品亦佔營收 2 成以下比例，故本章節產業概況將主要探討分析衛浴設備及零件產業。

不同於過往以代工為主的經營模式，國內衛浴設備產業內不少廠商正朝品牌與設計的方向發展。由於衛浴產品與個人生活息息相關，加上環保意識抬頭，產品設計已不再僅以潔淨、抗菌為基本要求，許多相關的生產原料必須符合各國的法規，所以衛浴產業發展越尖端的國家，也代表國民生活水準與消費水準較高。

衛浴配件產品多樣且形狀複雜，多數產品需應用金屬壓鑄、鑄造、鍛造等成型及加工製程，以銅、鋅及鋁等金屬材料為主，使得這些金屬材料的價格高低對於產品的競爭力影響很大。自 2005 年以來，國際金屬價格不斷向上攀升，銅的價格較過去貴了近四倍，平均而言，衛浴五金配件產品的原料成本即佔產品銷貨成本約 6 成，而銅鋅又是 GU 公司的生產主要原物料，如圖 3.1~圖 3.2 所示，在 2008 年這些材料的價格均達到歷史高點，雖然在 2009~2010 年因金融風暴因素導致全球景氣衰退，使得材料價格迅速下降，但爾後景氣逐漸復甦，原物料價格亦隨之逐漸上漲，如銅材售價 2011 年後更突破 2008 年的高點，原物料成本侵蝕產品利潤，降低了產品競爭力，因此，較低成本的代替性材料以及促使產品成本降低的創新製程，是業者未來研究開發上的主要方向。

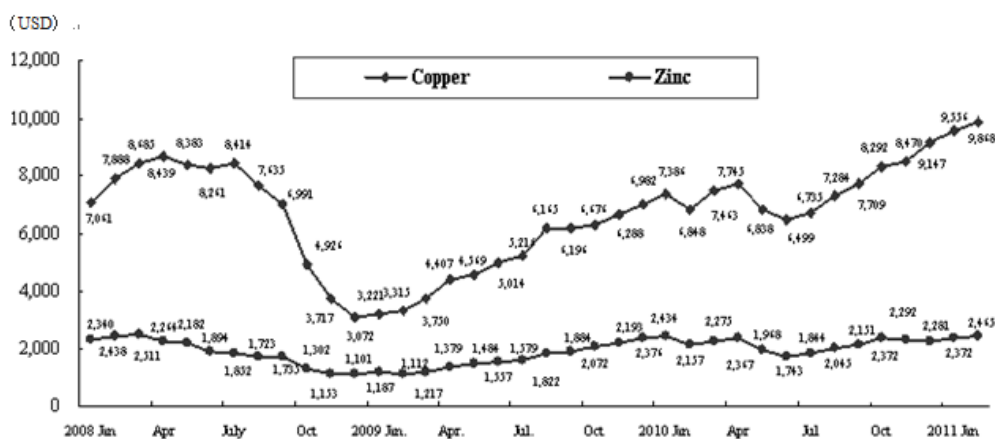


圖 4-1 2008 年~2011 年銅材及鋅材價格行情(資料來源：LME Cash Seller & Settlement price)

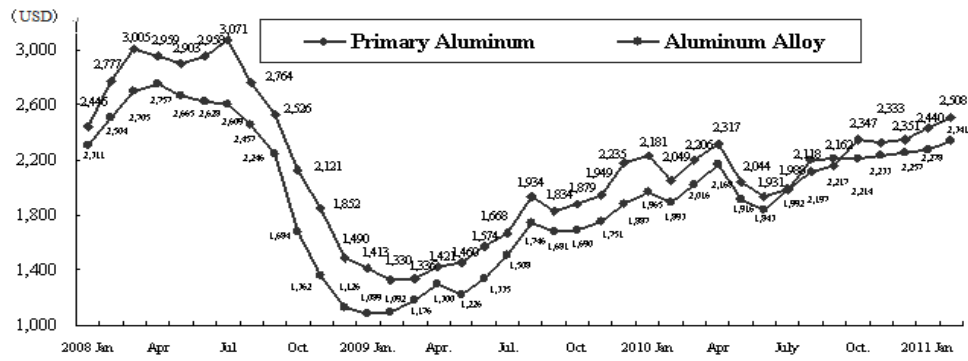


圖 4-2 2008 年~2011 年鋁材及鋁合金價格行情(資料來源：LME Cash Seller & Settlement price)

衛浴產品隨著各國的生活習慣、文化、生活水準的不同，而有不同的功能及造型，不但需迎合各地消費習性的喜好需求，同時亦需符合各國法規，如表 3.4~表 3.6 所示美、英、澳之重要法規。隨著生活水準的提升，人民對於安全衛生及環境保護概念的重視，促使各國對於相關產品的規範亦日趨嚴謹，廠商同步遵循各國環境及民情法規並對市場消費趨勢保持敏銳嗅覺隨時調整其生產技術及研發方向是相當的重要的經營環節，一旦疏漏，將產生非常巨大的財務或商譽損失。

表 4-1 澳洲重要法規

澳洲法規 Australia Code / Requirements		
實施機構 Organization	法規/要求 Code/Requirements	實施日期 Effective Date
澳洲節水標章 Water Efficiency Labeling and Standards Act (The WELS Act)	澳洲政府實行之強制節水計劃(所有在地生產及進口至澳洲之家庭用水產品自 2006/07/01 起，在銷售前都必須通過此標章)。An Act to provide for water efficiency labeling and the making of water efficiency standards (All new products, manufactured or imported into Australia on or after 1 July must be registered and labeled before they can be sold)	Jul. 1, 2006
綠色建築委員會 The Green Building Council of Australia (GBCA)	對建築實行自願性綠星(Green Star)評級的非盈利性機構，成立宗旨在發展並促成建築業界更廣泛採用綠色建築。會員包括資產管理者、開發商、專業學會及聯邦政府。A national, not-for-profit organization that is committed to developing a sustainable property industry for Australia by encouraging the adoption of green building practices. It is uniquely supported by both industry and governments across the country.	Year 2002

表 4-2 美國重要法規

美國法規 USA Code / Requirements		
實施機構 Organization	法規/要求 Code/Requirements	實施日期 Effective Date
加州 AB1953 低鉛法案	該法令要求所有飲用水或烹飪用水的設備，包括水管、閘門、水龍頭等必須達到新的無鉛化標準。 Plumbing Lead Bill (the weighted average lead content in pipes, fittings and fixtures used to convey drinking water cannot exceed 0.25% on wetted surfaces)	Jan. 1, 2010
美國環保署節水規定 EPA WaterSense	高效馬桶最大沖水量不可超過 1.28 加侖(4.8 公升)。High Efficiency Toilet (Effective flush volume shall not exceed 1.28gallons or 4.8 liters).	Jan. 24, 2007
	節水龍頭在水壓 60psi 下每分鐘出水量不可超過 1.5 加侖(5.7 公升)。High Efficiency Lavatory Faucet (The maximum flow rate shall not exceed 1.5 gpm or 5.7 L/min @ 60 psi).	Oct. 1, 2007
	蓮蓬頭產品的每分鐘的水流量最大不可超過 2.0 加侖(7.6 公升)。 EPA WaterSense Showerhead (Flow rate that equal to or less than 2.0 gpm or 7.6 liters).	Feb. 9, 2010
能源與環境先導設計 LEED	綠建築系統(包括節能照明產品、節水及集水衛浴產品)。 Green Building Rating System for Homes (including energy-efficient lighting, low-flow plumbing fixtures and collection of water, etc.)	Pilot since 2005

表 4-3 英國重要法規

英國法規 UK Code / Requirements			
實施機構 Organization	法規/要求 Code/ Regulation	條件	實施日期 Effective Date
英國水務中心 飲用水安全認證 WRAS(The Water Regulations Advisory Scheme)	1999 年英國通過之飲用水產品規定。The Water Supply (Water Fittings) Regulations 1999 replaced local water bylaws in England and Wales.	水管配件產品測試標準，這些產品包括：水龍頭和混合器，管，衛生器具，清洗設備等。測試配件以確定它們不會：損壞（包括漏水）、誤用、使用不當、污染給水。其中規定馬桶產品之最大沖水量不可大於 6 公升。	Jul. 1999
	2001 年起，規定馬桶產品之最大沖水量不可大於 6 公升。 A performance specification for WC suites was introduced, with which all newly installed suites must comply.	Set minimum standards for the water consumption of WCs, washing machines, dishwashers and washer driers. Contain requirements to ensure the durability and leak tightness of water fittings and guidance on minimizing the length of pipe runs to reduce the run-off necessary to get hot or cold water at the tap. Reduced the maximum flush volume of new WCs to 6 liters and permitted more efficient dual flush systems.	2001
英國環境、食品和農村事務部 (DEFRA) 和社區與地方政府委員會 Defra & CLG (Communities and Local Government)	可持續社區計劃 A joint consultation document for new house	2006 年 12 月起實施之新建成房屋節能節水計劃，其中建議每人每日用水量為 120 公升。Amend the Building Regulations for new homes about water consumption of 120 litres per head per day. Ensure all new homes have fittings such as taps, toilets and showers with a good standard of water efficiency.	Dec. 2006

二、市場趨勢

早期歐洲、北美洲及日本等地區生活水準較高，對於高價值之衛浴廚房設備產品需求較大，但隨著新興國家經濟情勢轉好，人民生活日漸富裕，對於衛廚產品需求日漸增強，成為不可忽視之市場(如中國、印度、越南及俄羅斯等地區)，因此世界大廠無不先行卡位，深入這些國家進行產品行銷，以期提高市場佔有率，提高收益。如圖 3.3 所示，衛廚設備大廠於新興國家的佈局狀況。其中中國人口眾多，且近幾年經濟成長率領先全球，是衛廚大廠率先佈局的重點國家，如圖 3.4 所示。

本章後半部個案公司之市場內外部分析，將針對國際前六大衛廚品牌大廠（Kohler, Masco, TOTO, Fortune Brands, Grohe, American Standard）經營現況動向與個案公司營運活動之連動影響另做較詳細之介紹及探討。

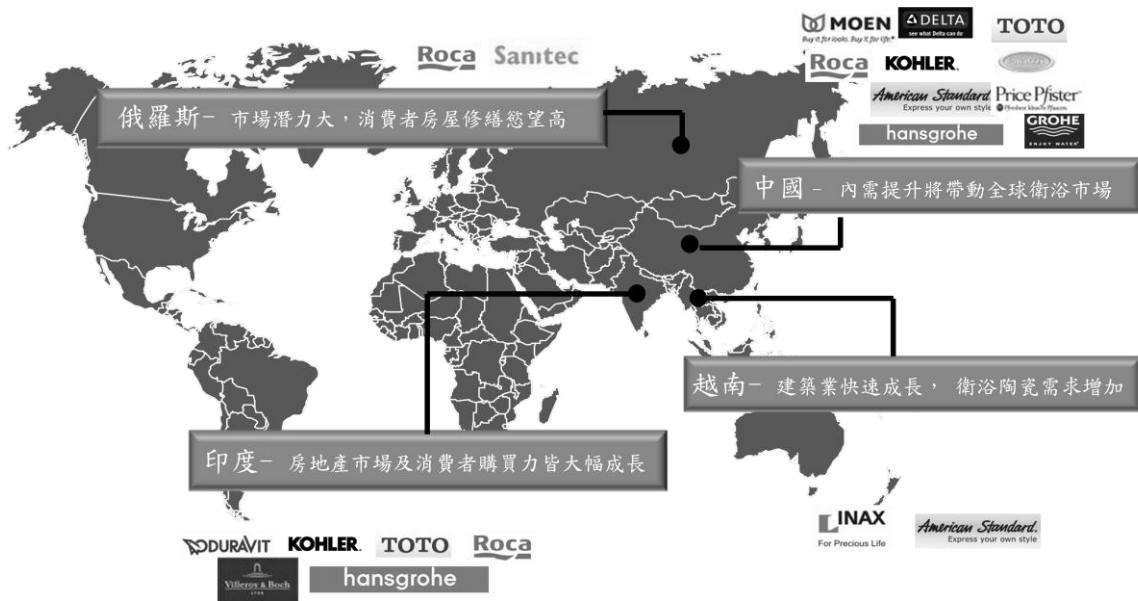


圖 4-3 衛廚大廠在新興國家的佈局狀況

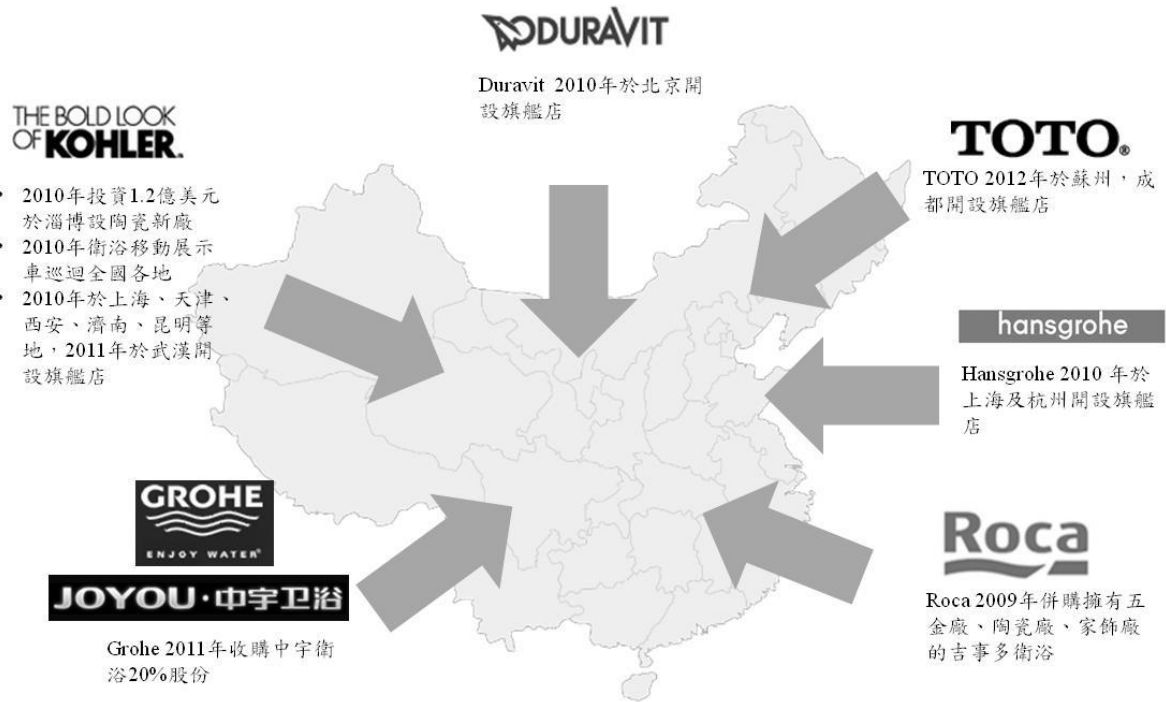


圖 4-4 衛廚大廠在中國的佈局狀況

三、產業上、中、下游之關聯性

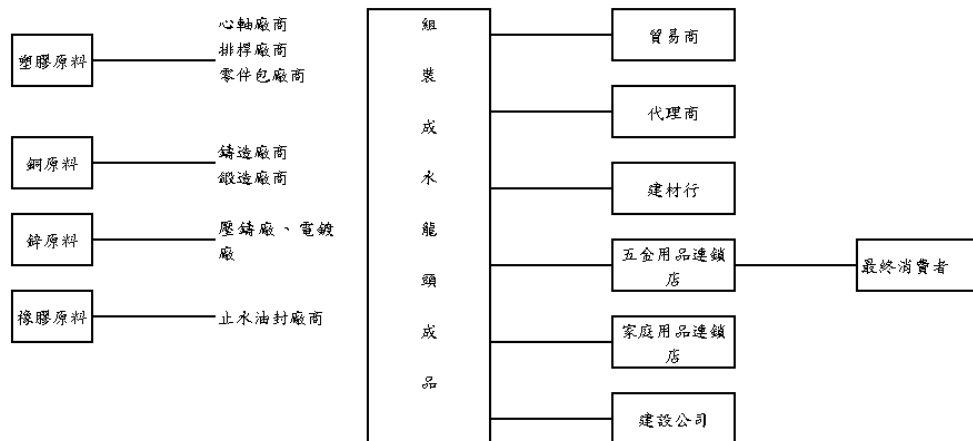
水龍頭及其零配件屬建築週邊產品，為日常生活室內設備之一。其原料來源、製造及組裝過程及成品銷售等上、中、下游關係分別說明及圖示如下：

1、上游原料：水龍頭主要原料為銅製品，輔以塑膠、橡膠製成之零件，而鋅為電鍍外觀之金屬原料。

2、中游製造：上述基本金屬及橡膠、塑膠等原料由鑄造、鍛造、電鍍等零件製造商鑄成水龍頭主體、心軸、排桿、止水油封及零件包等主件，繼而將這些主件組裝完成水龍頭成品。

3、下游銷售：藉著貿易商、代理商、經銷商、五金衛浴連鎖企業及建材行等通路銷售至終端消費者或建設公司。

表 4-4 水龍頭產業上中下游關聯圖



四、產品趨勢

衛浴產品依用途區分可分為衛浴設備(Plumbing Fixtures)與配件(Plumbing Fittings)兩大類，兩者的需求量大致相當，全球最大市場為美國市場、第二大為西歐市場，第三大為泛太平洋地區市場。

衛浴設備可分為浴缸及淋浴設備(Bathtub & Shower Fixtures)、水槽設備(Sink Fixtures)、馬桶設備(Toilet Fixtures)與其它衛浴設備(Other Plumbing Fixtures)等四大類。

衛浴配件產品主要係用於設備之間的連接，與控制水或廢物的流動。與設備相比，配件的使用年限較短，加上配件設計上可以融入較多美學成分，故較有機會激發消費者的換裝需求。衛浴配件依其用途又分為水槽配件（Sink Fittings）、水龍頭（Faucet）、浴缸和淋浴設備配件和其他的衛浴配件等四大類。

以市場類型而言，衛浴產品又可分為住宅及非住宅（如公共設施與商業建築）市場兩類，前者需求量佔設備與配件總需求的 2/3，後者則佔 1/3，住宅衛浴產品需求又分為房屋新建與房屋改裝兩大需求市場。

衛浴設備的主要材料主要包括陶瓷（Vitreous China）、金屬（Metals）和塑膠（Plastics）等三類。陶瓷是一種耐用材料，常用於馬桶、小便鬥與水槽等，具有使用年限長，易於染色等特性；金屬部份包括不銹鋼、銅、鋅、鋁及鎳等，主要應用於水槽與高階浴缸市場；塑膠則包括玻璃纖維、人工大理石與壓克力等，因其低成本與耐用的特性，普遍應用於中低價位的浴缸市場。

不論衛浴設備或配件，皆需複雜的生產流程。以水龍頭為例，其基本結構並不困難，但由於造型與各地需求之差異，使得水龍頭的製程相當繁瑣。基本上，水龍頭的生產過程，可分為設計、模具製作、水龍頭主體與零配件生產、製配、檢驗、功能測試、外觀檢查與包裝等步驟。因為製程相當繁複，所以廠商需要持續累積產品設計與生產經驗，才能正確無誤地進行水龍頭的生產過程，而這製程的複雜度，對於新進廠商形成不小的進入障礙。

除了製程的複雜外，不同場所的水龍頭往往需要具備不同的特性。例如：廚房用水龍頭 因為常常需要維修與更換，因此產品必須具備耐用與便於換裝的特性，故大部份的生產商傾向以簡化複雜的安裝程式為產品設計開發理念。

更重要的是，水龍頭及衛浴產品因各地水壓與管徑的不同，存在區域性差異。銷往不同區域的產品，必須配合當地的規格與產品檢驗標準，如美國鉛管暨機械國際組織標準(IAPMO)、美國國家衛生協會(NSF)、加拿大標準協會(CSA)、英國水務署標準(WRAS)、及日本工業標準(JIS)等。因此，廠商若想跨足新市場，就必須先完成當地的規格並取得相關的認證。廠商若能取得愈多國家的認證，其競爭條件便越佳。近二年受金融海嘯影

響，整個市場活動趨緩，產業相對受影響，綜觀 2010 年第一季各地房市似有止跌回升跡象，短期雖難有重大突破，長期看來應可回到 2007 年的水準，受房市影響頗深的衛浴產業將有向上成長空間。未來整個產業向低勞動成本靠近，成立製造基地，再銷往各市場的趨勢不變。以中國為例，各國際級知名品牌大廠除了視中國大陸為製造基地外，近年也有透過合資或策略聯盟等方式與大陸當地廠商合作，希冀擴大中國大陸市佔搶佔其內需市場。

以下分別介紹衛廚設備產業未來產品發展趨勢及相關的產品案例：

- 1、隨著世界節能環保的潮流，衛廚設備產品將朝向綠色環保的趨勢。
- 2、隨著知識水準提升，個人的美學要求，衛廚設備產品將朝向時尚與個人風格。
- 3、隨著生活水準提升，多功能、自動化衛廚設備產品將是未來的趨勢。
- 4、在追求健康與長壽之普遍需求下，養生、保健衛廚產品為未來的趨勢。
- 5、隨著少子化與醫療的進步，老年化社會是部分國家必須面對的問題，方便、安全是衛廚產品將來的基本條件。
- 6、中下層價格帶產品占絕大部分比例，物美價廉仍是業者必須努力的目標。

綜合以上列示內容，以下以要點圖示衛廚設備產品未來的發展趨勢並個別說明：



圖 4-5 衛廚設備產品未來發展趨勢

1、GREEN 綠色環保設計

- 節水衛浴設備及配件: 兩段式開關及無水裝置
- 除臭功能

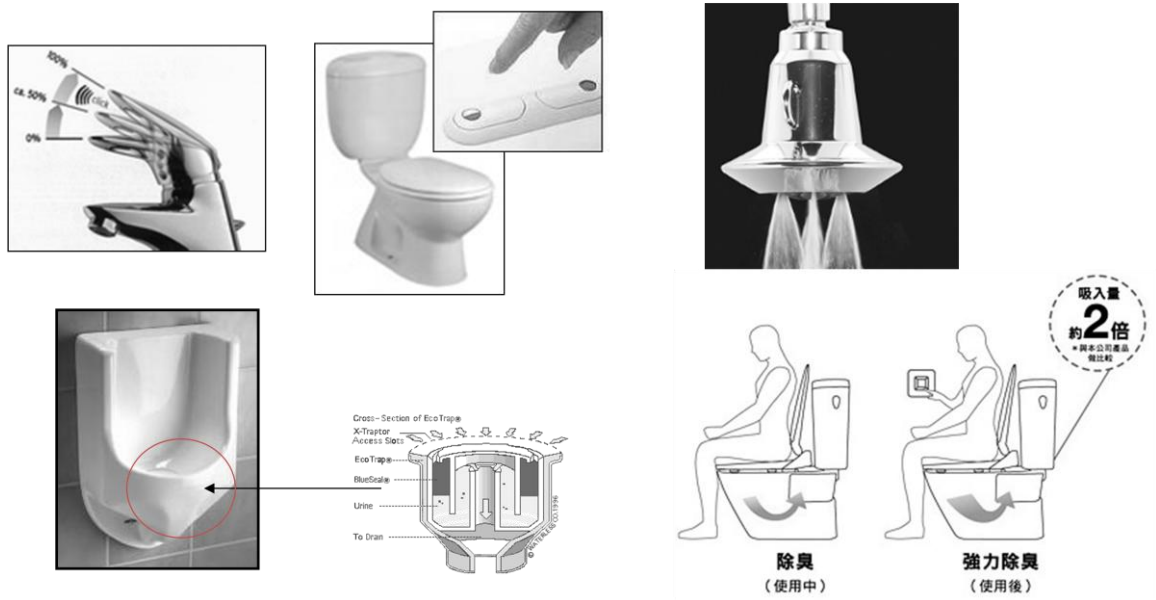


圖 4-6 綠色環保設計實例

2、Well being 養生保健風設計

抗菌易潔功能

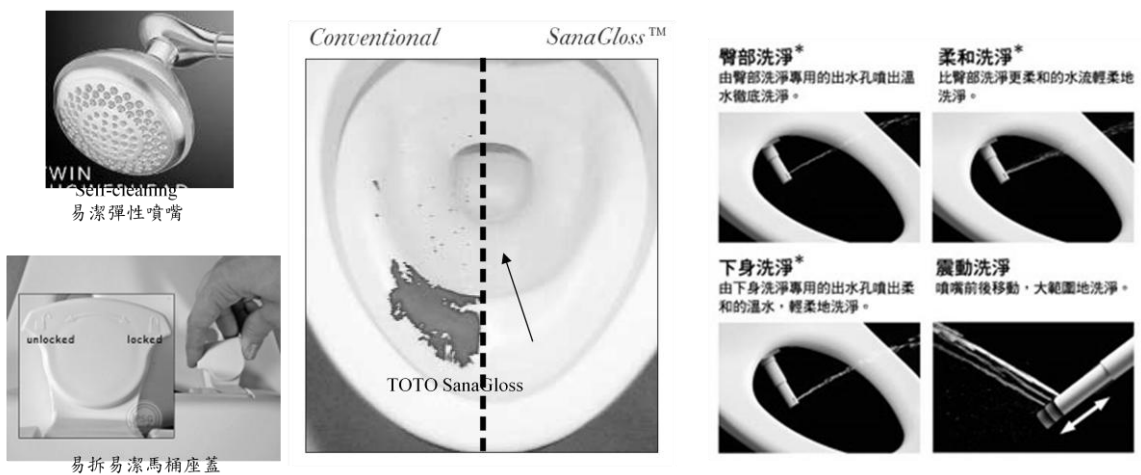


圖 4-7 養生保健風設計實例

3、Universal Design 全方位設計

- 聲光及顏色療法 Chromo-therapy
- 舒壓按摩功能
- 清潔保健



臀部洗淨*
由臀部洗淨專用的出水孔噴出溫水徹底洗淨。

柔和洗淨*
比臀部洗淨更柔和的水流輕柔地洗淨。



下身洗淨*
由下身洗淨專用的出水孔噴出柔和的溫水，輕柔地洗淨。

震動洗淨*
噴嘴前後移動，大範圍地洗淨。



- 人體工學
- 人性化設計
- 多元化功能



圖 4-8 全方位設計實例

4、銀髮族的需求

- 輔助性產品 i.e. 安全扶手
- 浴用安全設備 bath safety product

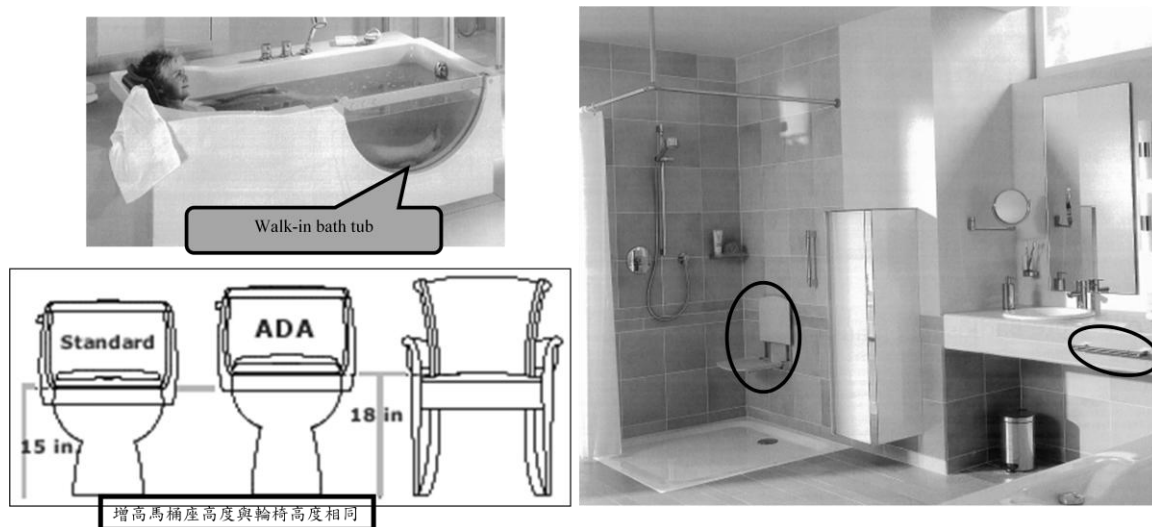


圖 4-9 銀髮族需求設計實例

5、個人風格設計

- 個性化設計
- 新奢華風
- 古典風
- 自然風
- 現代風
- 極簡風



圖 4-10 個人風格設計實例

6、產品低價設計趨勢

- 替代物料的使用
- 縮小產品尺寸
- 製程改善

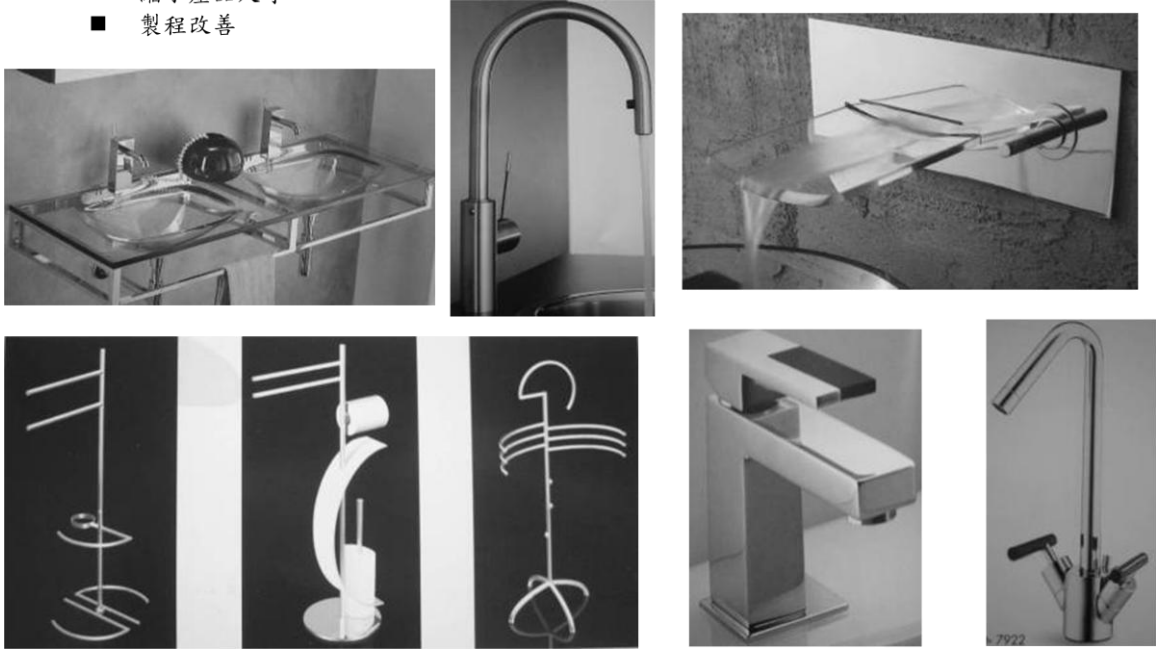


圖 4-11 產品低價設計實例

7、科技化設計趨勢

(1).聲光效果設計

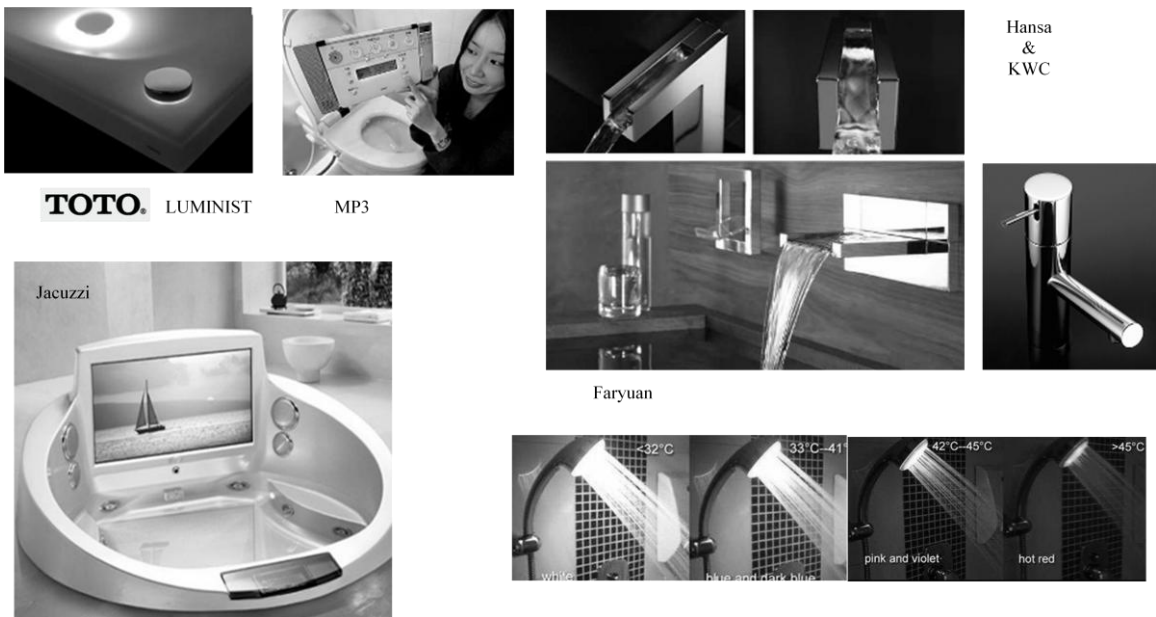


圖 4-12 聲光效果設計實例

(2).複合功能設計



圖 4-13 複合功能設計實例

(3).數位化設計



圖 4-14 數位化設計實例

(4).記憶模式設計



圖 4-15 記憶模式設計實例

(5).感應式設計

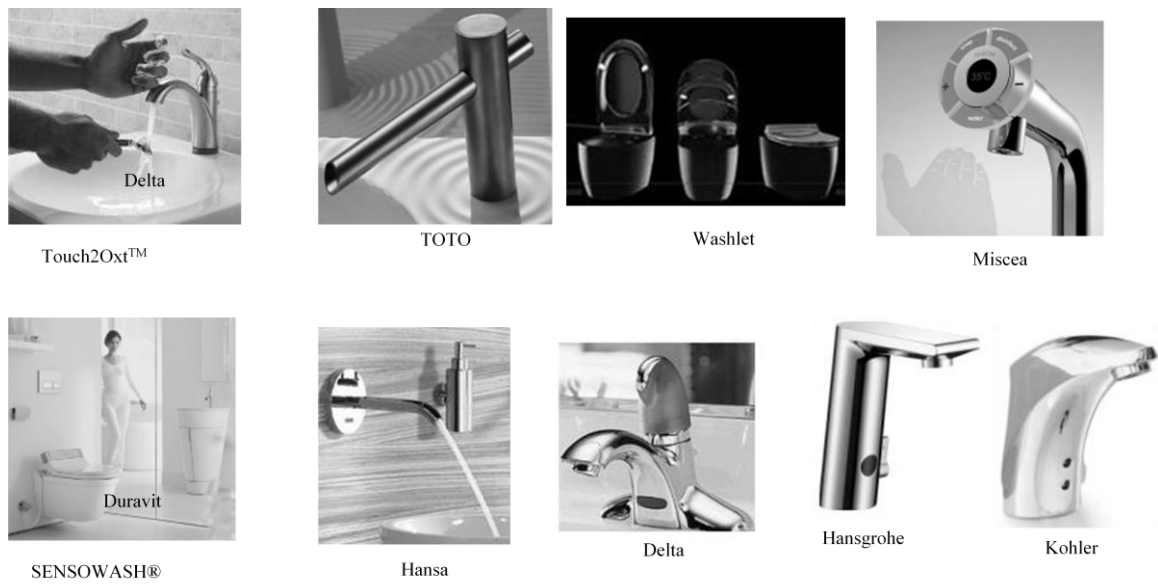


圖 4-16 感應式設計實例

第二節 個案公司簡介

本章節內容多數參考摘錄個案公司近十年之上市公司年報內容，少部份內容直接引用年報資料，多數經本研究再次整理編輯。

Globe Union(以下稱“GU”)成立至今剛滿33年，早期從事貿易，主要業務是外銷雜項建材，在掌握市場通路及市場佔有率後，開始投入產品製造及研發；初期僅代工生產銷售水龍頭單一產品，在90年代末期分別在東亞及北美洲市場自創「GOBO」及「DANZE」品牌，爾後經由一連串的購併活動，借力使力，漸進拓展產品線組合、銷售通路及銷售區域，目前是美國最大的衛浴五金及陶瓷產品進口廠商，經營範疇從水龍頭擴展到衛浴、廚房產品的研發、設計、製造、行銷、銷售通路經營及售後服務，經營市場區域遍及北美、歐洲及中國大陸。年營業額由股票上市那一年(2000年)的新台幣20億元到2011年的185億元的。營運模式採取代工與自有品牌並榮策略，藉由差異的價格與通路區隔的設計，享有代工和自有品牌共榮的局面。同時在自有品牌部份採取多品牌策略，藉由不同自有品牌各別專攻特定的利基市場，提高市場的滲透度並增加對通路商或客戶的重要度。2011年的營收，代工佔比64%，自有品牌佔36%；以區域別而言，北美市場營業額佔比48.3%，歐洲佔40.7%，中國及其他佔營業額11%。

公司沿革 (資料來源：100年度年報)

民國六十八年：於臺北成立「GU企業股份有限公司」，創立資本額為新台幣貳佰萬元整，從事一般出口貿易。

民國七十四年：轉型為衛浴五金專業貿易廠商。

民國八十二年：創立自有品牌「GOBO」。

民國八十四年：為使產銷一元化，降低營運成本，乃合併「晟霖工業股份有限公司」，合併增資後股本為新臺幣壹億參仟玖佰萬元整。

民國八十六年：為擴增海外生產據點，投資大陸「GU潔具(深圳)有限公司」，主要生產水龍頭及衛浴配件。

民國八十六年：獲准為公開發行公司。

民國八十八年：創立自有品牌「DANZE」。
股票獲准上櫃買賣。

- 民國八十八年：投資加拿大「Globe Union Canada Inc」，主要行銷水龍頭及衛浴配件。
- 民國八十九年：股票獲准轉上市買賣。
投資美國「Globe Union America Corp」，主要行銷水龍頭及衛浴配件。
購併加拿大「Aquanar Inc」，主要生產及行銷電子水龍頭。
- 民國九十一年：投資大陸「深圳 GU 實業有限公司」，主要生產衛浴配件。
投資美國「Fusion Hardware Group Inc」，主要行銷傢飾五金產品。
- 民國九十二年：購併美國「Gerber Plumbing Fixtures, LLC」，主要生產及行銷衛浴陶瓷產品。
購併大陸「山東美林衛浴有限公司」主要生產及行銷衛浴陶瓷產品。
購併墨西哥「Arte En Borne, S.A.DE C.V」，主要行銷水龍頭產品。
- 民國九十三年：購併德國「Lenz Badkultur GmbH & Co.KG」，主要行銷水龍頭產品
- 民國九十四年：「深圳 GU 潔具股份有限公司」於大陸深圳交易所 A 股掛牌上市。
- 民國九十五年：購併「麗舍生活國際股份有限公司」，主要經營高級廚房器具及衛浴配件批發零售。
購併「安德成科技股份有限公司」，主要為淨水器製造及銷售。
- 民國九十六年：投資山東「青島 GU 科技工業有限公司」主要生產水龍頭，花灑及五金掛件。
投資山東「青島霖弘精密工業有限公司」主要生產水龍頭，花灑及五金掛件。
購併英國「PJH Group Holding Company Ltd」主要為經營廚房及衛浴用品通路。
- 民國九十七年：股本增資為貳拾玖億肆仟參佰玖拾柒萬肆仟捌佰柒拾元整。
- 民國九十八年：股本增資為貳拾玖億肆仟玖佰玖拾柒萬捌仟捌佰玖拾玖元整。
美國子公司 GERBEER 榮獲「最佳節水馬桶獎」、「浴室套裝產品類創新獎」第一名及「全美企業重整和復甦成功獎」；子公司 Danze 獲得「水龍頭產品類創新獎」。
深圳 GU 潔具股份有限公司取得「高新技術企業證書」。
- 民國九十九年：股本增資為參拾億玖仟肆佰貳拾壹萬參仟參佰玖拾元整。
- 民國一〇〇年：辦理庫藏股註銷，股本為參拾億陸仟玖佰捌拾壹萬零陸佰伍拾元整。
- 民國一〇一年：總部成立衛廚產品高值化研發中心。

第三節 個案公司內外部環境分析及 SWOT 分析

本文由產/銷/人/發/財及公司治理觀點及面向，就 GU 公司之營運內容做闡述分析。

一、公司內部分析

(一) GU 公司集團控股架構：GU 公司至 2011 年底為止，在亞洲、歐洲、美洲共計有 5 座工廠、8 間旗艦店、13 個品牌、15 個配送中心、22 個行銷據點。經營範疇從水龍頭擴展到衛浴、廚房產品的研發、設計、製造、行銷、銷售通路經營及售後服務，主要經營市場區域涵蓋北美、歐洲、澳洲及中國大陸。集團控股架構如下圖所示。

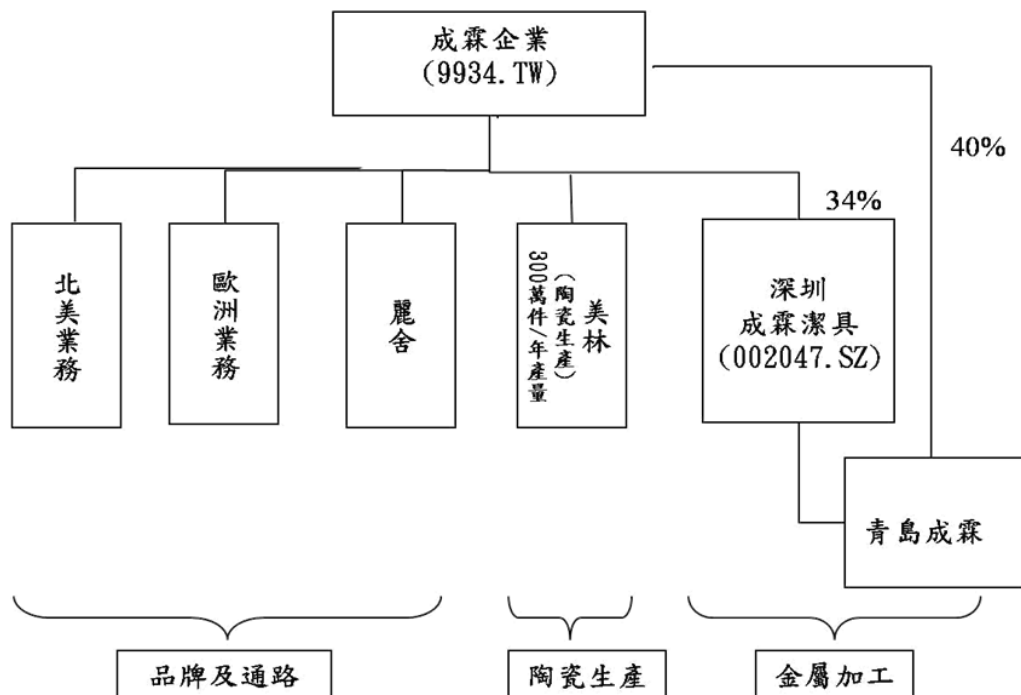


圖 4-17 GU 公司集團控股架構

(二) GU 公司集團組織管理架構：如下頁圖示，GU 公司的集團組織架構，基本上是採卓越中心 (Center of Excellence) 的模式，意即將集團內的價值鏈活動，移往具有相對優勢的地點。例如：集團總部負責策略規劃、營運管理、新產品開發與整合工作；GU 在北美市場所有的收款、付款與服務的相關業務，統一移往接近北美銷售市場但營業費用相對美國較低的加拿大；生產活動則主要集中在中國大陸。國外行銷活動完全授權當地的業務團隊，儘量不派遣台籍幹部前往。GU 總部則是透過年度策略或中長期規劃

會議，將集團的年度策略目標往下展開至全球各事業單位，因地制宜擬定在地的策略行動計劃，依月度季度審視做為集團與各事業單位共同的溝通平台及目標績效評估與管理工具。集團總部全球人資部及財務總處再透過獎酬制度使各事業單位的利益與公司策略目標結合。GU 集團總部將其內部所發展的年度方針計劃 ASP (Annual Strategy Plan) 管理流程，以標準化的方式複製到各地。此外如企業資源規劃系統 ERP(Enterprise Resource Planning) 的應用，使 GU 在跨國管理的效率上得以提升。另外，為了掌握各地行銷、台灣設計與大陸生產的分工模式，GU 制訂一套標準設計開發作業流程與開發線上設計平臺，使得生產、設計、行銷人員能在一個平臺上交流，加快產品從設計到上市的速度，並確保新產品能夠滿足市場的需求。

GU 公司台灣集團總部，為營運總部性質之控股公司，受股東大會、董事會及稽核部管理監督以符合公司治理精神及法規規範。集團總部共設置以下 6 個部門：全球人力資源處、集團財務總處、營運總處、設計中心、市場研究規劃部、企業電子化總處。

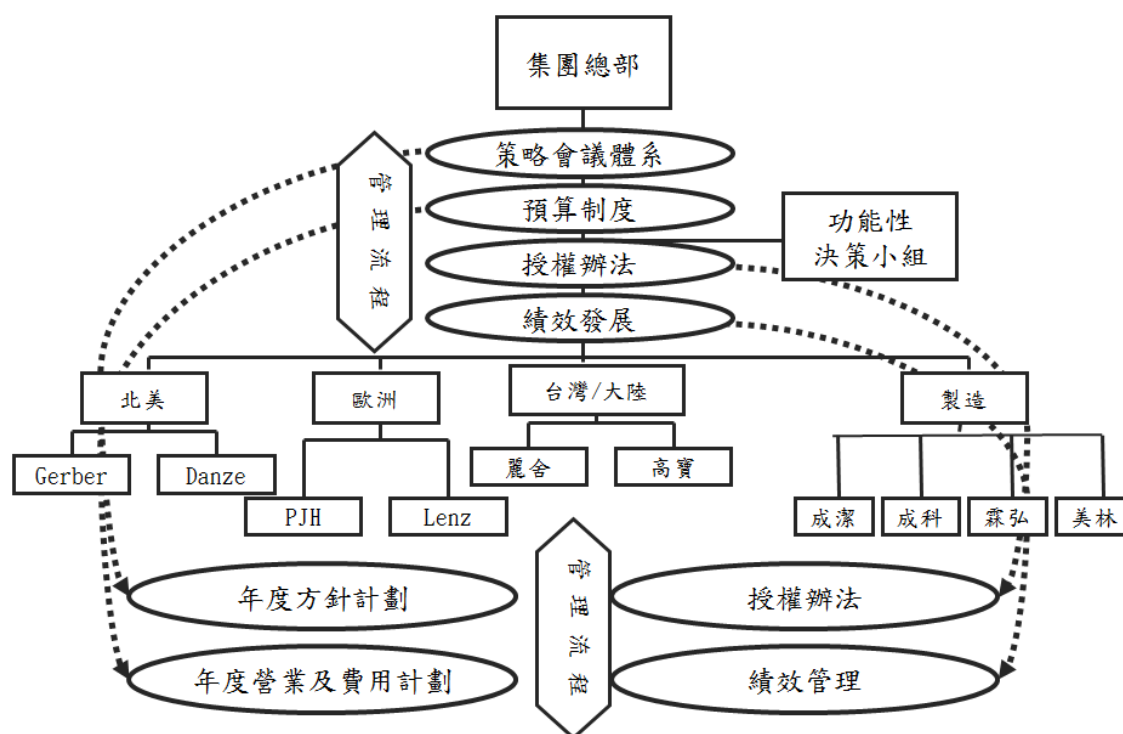


圖 4-18 GU 公司組織管理架構

(三) GU 公司集團營運狀況：以下列示 GU 公司集團過去十年營收金額，及分別依產品類別、市場區域，及自有品牌(OBM)或代工(OEM/ODM)三個型式做分配。從下表數據可得知：GU 公司在 2003 年購併美國 80 年歷史的衛浴陶瓷品牌商 Gerber 公司，以及 2007 購併英國第一大的衛浴廚具設備通路商 PJH 公司均為 GU 公司帶來了明顯增加的營業額，以及自有品牌營收。

表 4-5 GU 公司 2002 年~2011 年集團營收概況

營收比重 (產品別)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
營收金額(百萬)	4,939	7,632	10,105	9,720	12,810	23,077	22,903	21,296	21,419	18,502
衛浴配件	10%	11%	10%	9%	9%	12%	7%	0%	0%	0%
花洒	5%	5%	7%	9%	9%	6%	7%	0%	0%	0%
水龍頭	85%	67%	66%	64%	64%	58%	57%	45%	45%	46%
瓷器	0%	16%	17%	18%	18%	13%	12%	29%	29%	31%
其他 註1	0%	0%	0%	0%	0%	11%	16%	26%	26%	23%
(區域別)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
北美	96%	95%	92%	85%	73%	46%	42%	45%	41%	41%
歐洲	1%	1%	4%	6%	10%	40%	41%	44%	45%	45%
中國	1%	1%	1%	2%	7%	10%	5%	5%	5%	6%
其他	2%	3%	3%	7%	10%	4%	12%	5%	9%	8%
(品牌別)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
OBM	7%	42%	39%	44%	47%	35%	33%	37%	35%	36%
OEM/ODM	93%	58%	61%	56%	53%	65%	67%	63%	65%	64%

註1：其他項包括衛浴配件、淋浴設備、家俱櫥櫃、配銷勞務等業務收入。

(四) GU 公司經營團隊：以下列示 GU 公司年報中經理人資訊。企業高階經理人之專業能力及個人特質，領導力，對企業整體價值有非常重要的影響力，此外，經營團隊的協調合作和溝通亦是企業經營績效高低及策略計劃執行度的關鍵決定因素。由下表可看到，GU 公司大部份高階經理人均具有資深的學經歷背景，然半數以上任期較短，此點或可能在事業經營穩定度及企業文化價值觀的傳遞上無法發揮團隊管理綜效。

另表列示 GU 公司董事會成員資訊，可以看到 GU 公司董事長兼任總經理，其為企業創辦人同時擔任集團執行長並為主要持股法人股東之股份所有人，又董事會成員半數以上由公司內部高階經理人擔任，公司經營權及所有權並未作劃分。

因此，就企業評價而論，GU 在在股權經營權此一面向，就要考量到有關控制權及公司治理二個因素來評估其產生的折溢價調整了。

表 4-6 GU 公司主要高階經理人

表 4-7 GU 公司董事會成員

職 稱	姓 名	選(就)任日期	持股比率	主要經(學)歷
董事長兼 總經理	歐陽明	77.01.01	2.73%	淡水工商管理學院 Pacific Western University EMBA 崇峰實業(股)公司業務經理
副總經理	陳重芳	77.01.01	0.46%	淡江大學企管系 富祺實業有限公司 業務經理
副總經理	顏國基	78.02.01	1.51%	Pacific Western University EMBA
副總經理	周宏毅	89.10.16	0.13%	State University Of New York, Binghamton MS MBA IKEA總經理
副總經理	Charles	94.07.21	0.90%	大學
副總經理	丁文傑	97.07.28	-	交通大學/管理科學系 London Business School/MBA 日月光半導體集團財務處長 Natwest Bank Manager
副總經理	周玉珊	98.01.12	-	University of Michigan(ph. D)/Industrial and Operation University of Michigan /Industrial and Operation Engineer Chief Technology officer & Senior Vice President Saltare /Director of Solution Development Peoplesoft Inc./Manager IBM T.J.Watson 全球研發總部/Senior Scientist
副總經理	洪居萬	99.08.25	0.03%	德國漢堡工業大學機械材料碩士/材料博士 美商旭揚熱傳(股)公司材料研發協理 瑞華精密資深經理 德國西門子專案協理 德國Erlangen大學Lab主持人/Lecturer

法人股東名稱	法人股東之主要股東
明霖投資股份有限公司	歐陽明，持股比例99.93%
瑞富國際投資股份有限公司	張景卿，持股比例97.16%

職 稱	姓 名	選(就)任日期	任期	初次選任日期	主要經(學)歷
法人 股東 代表 人	代表人 歐陽明	98.6.17	三年	95.6.14	淡水工商管理學院 Pacific Western University EMBA 崇峰實業(股)公司 業務經理
	代表人 顏國基	98.6.18	三年	98.6.18	Pacific Western University EMBA
	代表人 丁文傑	98.6.18	三年	98.6.18	交通大學/管理科學系 London Business School/MBA 日月光半導體集團財務處長 Natwest Bank Manager
	代表人 周玉珊	98.6.18	三年	100.07.21	University of Michigan(ph. D)/Industrial and Operation University of Michigan /Industrial and Operation Engineer Chief Technology officer & Senior Vice President Saltare /Director of Solution Development Peoplesoft Inc./Manager IBM T.J.Watson 全球研發總部/Senior Scientist
董 事	Michael Eric Werner	98.6.19	三年	92.6.25	史丹福大學碩士
董 事	鍾自強	98.6.18	三年	92.6.24	美國俄亥俄州州立大學冶金博士 金屬工業研究發展中心副執行長 經濟部工業局第一組組長 熱浸鍍鉍防銹技術研究基金會董事長
董 事	蘇錦黔	98.6.18	三年	98.6.18	亞洲理工學院工業工程與管理碩士 中衛發展中心總經理 產業電子化運籌管理學會理事長 中華全面生產管理發展協會常務理事
監察人	瑞富國際投資股份有限	98.6.19	三年	98.6.19	東海大學會計系
	代表人: 鍾啟川	98.6.18	三年	98.6.18	台昇集團經營管理處副總經理 瀚昱能源科技(股)公司財務會計處處長
	代表人: 高美慈	98.6.18	三年	98.6.18	國立臺中技術學院 碟研科技有限公司, 總經理特助
	代表人: 魏梅葉	98.6.18	三年	98.6.18	國立臺中技術學院

(五) GU 公司從業員工：以下列示 GU 公司近 5 年從業員工之年資及學歷組成，並附上近 2 年集團公告之全球從業員工年資學歷組成資訊。我們可以看到，GU 公司不論是在台灣總部或是全球，其員工年年資年紀均屬年輕，從好的方面考量，工作環境中員工工作動力及衝勁較充份；然而，GU 公司屬傳統產業，其製造技術及產品專業知識是必須經過一段時間才可累積養成，因此，員工的年資淺或年紀輕，並非競爭優勢。本文作者任職 GU 公司近 15 年，應可歸類為 GU 公司一項具有高附加價值之無形資產。

GU 公司自 2008 年金融風暴以來，訂單獲利率持續下降，因此在近 2 年執行費用精簡計劃，其中在中國大陸生產基地，也縮減了不少直接間接員工，因此，我們可以看到其全球從業員工近 2 年有減少大約 1500 人，要處理如此多數的人力精簡方案，需耗用很高的人事處置費用，此點，我們可於下一章節的歷史財務報表分析中進一步驗證。此外，未來營運是否因人力精簡而得以促進營運績效則有待持續觀察探討。

表 4-8 GU 公司從業員工

年度		95年度	96年度	97年度	98年度	99年度	100年度	99年度	100年度
		集團總部						全球	
員工人數	直接人員	-	-	-	-	-	-	5,757	4,252
	間接人員	233	221	221	209	209	200	4,055	3,782
	合計	233	221	221	209	209	200	9,812	8,034
平均年歲		38	37	38	39	39	40	32.18	30.24
平均服務年資		6.06	5.89	6.23	7.37	7.96	8.31	5.98	5.48
學歷分佈 (%)	博 士	-	-	-	0.5%	1.0%	2.5%	0.09%	0.04%
	碩 士	15.5%	19.5%	21.3%	21.5%	22.5%	26.5%	1.04%	0.68%
	大 專	67.8%	70.1%	67.9%	67.0%	66.0%	62.0%	15.21%	15.66%
	高 中	12.9%	8.6%	8.6%	9.1%	9.6%	8.5%	40.60%	27.30%
	高中以下	3.9%	1.8%	2.3%	1.9%	1.0%	0.5%	43.06%	55.11%

(六) GU 公司研發費用：以下為 GU 公司年報公告之歷年集團研發費用資訊。依照傳統產業特性，具有自有品牌之成熟型企業，使用在研發的費用普遍佔總營收 2%~5% 之間，GU 公司於近 10 年處於策略性擴展自有品牌、通路與營業規模時期，在研發領域的相對投入比例較少，實際上，GU 公司擁有的自有品牌收入規模仍小，尚不足以支應投入其中的相關硬體設備，如店面裝修，門店租金等固定費用以及行銷推廣等變動費用。近幾年遭逢景氣衰退，人們在衛浴設備的消費選擇上，對於品質、外型風格及功能的需求仍不受景氣影響，反而是更為講究，或需求同等品質功能外型的產品，亦要求較低的

價格，經營代工的廠商或可於景氣低迷時減少研發支出，然而，處於完全競爭環境的廠商，同時希望建立自有品牌市場認知度的廠商卻必須是永久持續性地投注資源在研發設計領域，以因應景氣循環的不同階段，提高市佔率及品牌知名度，並享有和競爭對手之間因產品差異化形成時期間較高的產品毛利。

項目\年	94年	95年	96年	97年	98年	99年	100年
研發費用	45,745	38,145	46,745	51,887	50,492	311,185	341,844
佔營收 %	0.47%	0.30%	0.20%	0.23%	0.24%	1.45%	1.85%

二、公司外部分析

(一) GU 主要銷售市場概況：衛浴產品為民生必需用品，其產品結構長期以來並無重大改變，但隨新科技開發與環保意識提高，對於衛廚產品的需求不再只限於滿足生活需用，而要求更高層次的時尚外觀與造型，同時結合科技與環保節能，甚至作為居家裝飾的一部份。消費者對產品的需求態度改變，加速產品汰舊換新的循環，成為開拓衛廚市場的新動能，然仍無法與大環境景氣循環趨勢大幅脫鉤。個案公司自創立以來，主要製造出貨地點設置在中國大陸地區，因此，其營運成果除了受到全球經濟環境枯榮的牽動，也與中國國內的社會經濟與政策動向明顯相關。本研究觀察中國衛廚設備製造出口廠商在此期間營收與獲利衰退的五大因素如下：

- 1、歐債危機重創歐洲及美國的房屋市場需求。
- 2、人民幣匯率在 2011 年大幅升值 4.5%。
- 3、主要生產原物料銅/鋅/鋁金屬的價格大幅上升。
- 4、主要生產基地中國大陸大幅調高工資水準。
- 5、英國市場採取緊縮財政政策，並提高稅率，影響消費意願。

下表 3.1~3.3 列示 GU 公司主要市場國家之經濟成長率及房市指數相關預估數據推估，未來 2~3 年內除中國市場，其餘各先進國家市場的成長幅度將維持在 2%-3%；然而，較特別的是，美國房屋市場包括新屋開工，新建房屋或成屋的成長在未來 2-3 年內預估有 10%-20% 的成長幅度。另根據 HIRI 調研(Home Improvement Research Institute；美國房屋修繕研究機構)，在美國房市緩慢復甦下，預估 2012-2015 年間全美裝修市場每年約

有 5% 的成長空間。

這對 GU 公司而言，是一個非常有利的訊息，因為，北美市場 10 年前佔 GU 公司 9 成以上的營收來源，至 2011 年仍佔其集團營收額一半以上。其間，GU 公司由年營收 NTD.20 億元成長超過 NTD.200 億元。

英國衛浴設備需求情形，根據市場調查 2011 年達到 76,000 萬英鎊，比 2010 年成長 2%，預計 2011 年~2015 年年複合成長率約 3.3%，2015 年預計將達到 86,400 萬英鎊。全球 2011 年 DIY 市場達 3,767 億歐元，歐洲 DIY 市場佔全球之 1/3，達 1,259 億歐元，其中德國為歐洲最大 DIY 市場達 373 億歐元，法國次之達 231 億歐元，英國達 146 億歐元。

全球房屋裝修市場中美國市場仍具極高佔比，隨著美國房市谷底翻升，勢可為衛廚產業注入新的拉力。而歐洲市場則靜待歐債風暴趨緩，以衛廚產品為民生必備，可預見在持續一段時間的疲弱需求後，後勢的更新汰換所帶來的商機可期。

表 4-9 GU 公司主要市場國家之 GDP 成長率預估，資料來源：IMF

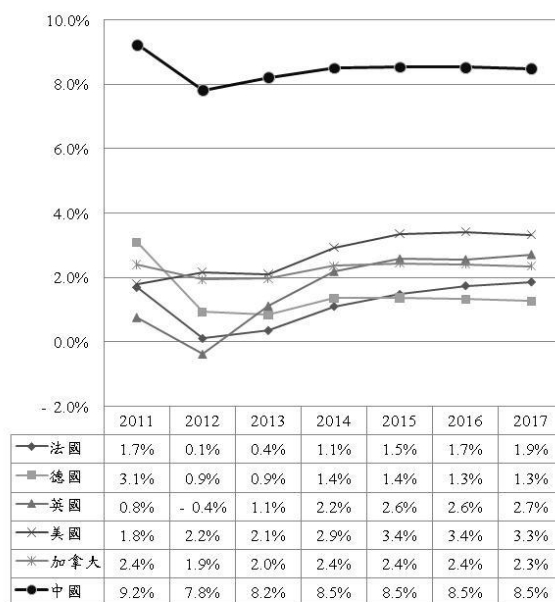


表 4-10 美國房屋市場預估數據，資料來源：全美住宅建築商協會

北美市場預測 Market Forecast (North American)	2011	2012	2013	2014
新屋開工 Total Housing Starts	23.6%	23.6%	19.3%	26.3%
新屋銷售 New Single Family Sales	21.6%	21.6%	34.2%	34.7%
成屋銷售 Existing Single-Family Home Sales	2.5%	9.0%	8.1%	6.1%
十年國庫券利率 Ten Year Maturity (TB)	2.8%	1.8%	2.2%	3.1%
房貸基準利率 Freddie Mac Commitment Rates: Fixed R	4.5%	3.7%	4.0%	4.9%

For more forecast details, visit www.HousingEconomics.com.

© 2012 NAHB/HousingEconomics. All rights reserved.

表 4-11 歐洲房屋市場及市場重要客戶營收成長預估數據，資料來源：英國建築產業協會、主要客戶之企業公開資訊

歐洲市場預測 Market Forecast (Europe)	2011	2012	2013
英國經濟成長率 UK GDP	0.8%	- 0.4%	1.1%
新屋開工成長率 Housing Starts (Growth Rate)	- 12.0%	2.0%	10.0%
新屋完工數成長率 Housing Completions(Grow Rate)	6.0%	0.9%	4.0%
KingFisher集團財務預測 KingFisher (UK) largest home improvement retailer in EU		6.5%	6.6%
B&Q集團財務預測 B&Q (UK) largest DIY and home improvement retailer in UK		- 1.8%	- 3.0%
法國衛浴產品市場成長預估 French Market growth		- 2.5%	0.0%
GU德國設定歐洲DIY通路市佔成長目標 Germany: To grow Branded (Lenz) sales into DIY market from 9% market share at			

(二) GU 市場佔有率：94 年美國衛浴產品市場需求金額為美金 100 億元，GU 公司銷售美國地區銷售金額為美金 127,056 仟元，市場佔有率約 1.27%。95 年美國衛浴產品市場需求金額為美金 100 億元，GU 公司合併銷售美國地區銷售金額為美金 3.2 億元，市場佔有率約 3.2%。96 年美國衛浴產品市場需求金額為美金 80 億元，GU 公司合併銷售美國地區銷售金額為美金 3.4 億元，市場佔有率約 4.2%。歐洲衛浴市場需求約美金 57 億元，本公司市佔率約 5%。97 年美國衛浴產品市場需求金額為美金 88 億元，GU 公司合併銷售美國地區銷售金額為美金 2.9 億元，市場佔有率約 3.3%。歐洲衛浴市場需求約美金 53 億元，GU 公司市佔率約 5.47%。98 年美國衛浴產品市場需求金額為美金 98 億元，GU 公司合併銷售美國地區銷售金額為美金 2.86 億元，市場佔有率約 2.92%。歐洲衛浴市場需求約美金 53 億元，GU 公司市佔率約 5.53%。100 年 GU 公司主要銷售地區為北美、歐洲地區，集團在這二個區域的營收金額分別為新台幣 84 億及 75 億。

全球衛浴產品市場的規模，已由 GU 公司股票上櫃那一年(1999 年)的 380 億美金，成長到 2011 年的 580 億 美金，這段期間，北美與歐洲市場的市場規模年複合成長率大約是 3%，2008 年全球金融風暴後，歐美國家的衛浴產品市場規模與經濟成長同步衰退，每年成長率下降至大約 2%，反觀近 6 年來，亞洲新興發展中國家因人口成長，城市化及工業化發展及建設的帶動，在衛廚設備市場的需求平均每年有 8% 的成長；根據北美產業分析及市調機構 Freedonia 的估計，2012 年~2016 年，全球的衛浴產品市場年複合成長率大約在 6.2%，市場規模至 2016 年將達到 796 億美金。而此期間的市場增長額，估計有一半來自於亞洲新興國家，17% 來自西歐已開發國家，16% 來自北美洲。而亞洲新興國家中，中國、印度及印尼將是主要的成長來源。

1、北美市場：北美市場通路可分為批發與零售，銷量比重約為 6:4。批發市場主要客戶為專業的水電工程公司與建商，其重視產品品質穩定、產品線完整以及售後服務，因此合作期較長久。零售通路方面，以大型連鎖家庭五金量販店為主，如 Home Depot 與 Lowe's 等，主要滿足一般民眾美化家居的換裝需求，因此，顧客較注重產品的造型與設計。規模較大的量販店，自行找尋國內外代工廠商貼牌生產或請其直接銷售供應商自有品牌產品的模式，以提高產品的價格競爭力。故零售市場的價格競爭狀況非常激烈。

2、歐洲市場：歐洲地區的消費型態與北美市場略有不同，家居改裝及裝修市場大於新建房屋市場。由於歐洲國家地理位置的區隔，及語言文化差異，市場進入成本相當高，市場較分散，且對產品設計有極高的異質性需求，使得供應商不易達成規模經濟。

歐洲的通路亦可分為批發與零售兩種，但基本上仍以批發通路為主。近年來因景氣衰退，民眾縮減消費支出，因此，DIY 與網路通路逐漸興起，以德、法與英等三國為主要市場。

3、中國市場：中國市場由於經濟成長使得國內居民所得提升，連帶也提升當地對居品質的要求，本世紀以來各項建設工程的發展，也提升了對衛浴設備相關產品的需求，每年以 6-8% 的速度成長。2002 年時，中國的衛浴水龍頭市場已超過 10 億美金，GU 公司的市佔率不及 1%。中國本地生產水龍頭的企業，已達到 2,000 家以上，但多以小規模的零配件代工廠為主要的業務型態，受限於製造技術水準，其產品品質仍遠落後於歐

美大廠。目前中國的中高檔衛廚設備產品約佔市場需求的二成，以高級住宅和星級酒店為主，並由世界大廠如 Kohler、American Standard、TOTO 以及 Grohe 的高單價產品所佔據。

中國市場亦分為批發與零售兩大通路。在零售通路方面，廠商主要透過經銷/分銷商、專賣店、超市與裝修公司等，銷售給終端消費者。批發通路則以工程開發商、建商以及大型的工程經銷商為主要客戶，針對其工程案進行投標或銷售。隨著工程案件的增加，全球諸多知名品牌衛浴廚具傢俱廠商紛紛投資進入中國市場，並將價格下沈，以搶佔其中高檔產品大部份的市場份額。中國市場可謂兵兇戰危卻又相當吸引人的市場。台灣知名衛廚設備商和成 2011 年出版的「和成 80」(公司成立滿 80 年的紀念書冊)中，其中國區董事長邱士楷先生在書中述及：「沒有任何一個品牌在中國市場缺席，它是目前為止全世界最競爭的市場。它也是變化最快的市場，產品的生命週期循環也很快，若在台灣一個系列可以銷售十年，在大陸五年就被淘汰；現在，依據中國市場特性，和成每三年就訂出一張新的銷售藍圖。」；本研究對中國市場的觀察，誠如邱董事長歸納在中國市場銷售自有品牌要貫徹執行的四件事：「1.組織扁平化以降低成本，並嚴格控制預算費用支出；2.加強控管庫存；3.加強調度，靈活運用集團相互支援的國際生產分工制；4.開發產品至上市的時間必須比市場還快，以取得市場先機。因為在中國，廠商真正的競爭者不是同業廠商，而是顧客，必須開發顧客想要的產品，激起他購買產品的欲望；只要產品夠好，夠強勢，主導權就會在廠商身上。」

(三) GU 的競爭者：衛浴產品的製程複雜度高，設計及生產上需要長期累積經驗及技術，配銷通路不易建立，因此供給者間差異性相當大。在歐美市場大型賣場型態日益普遍的情形下，生產配合度以及售後服務能力成為美國大型連鎖賣場挑選供應商之主要考量因素。歐美市場需求放緩之時，廠商轉向成長中的新興市場，也必需如同過往開拓歐美市場一般，在新市場中摸索適應，但其學習適應的速度更必須較以往開發歐美外銷市場時快上數倍，才能在這個紅海市場中獲取生存的資金和資源。可以預期未來 3~5 年間供應商數量將會減少，但其供應量愈來愈大，形成供應商大者恆大的情形。同時，在接下來的市場爭奪戰之中，將形成許多異業或同業但產品或市場區隔不同的廠商組成戰略聯盟或同業間購併的情況發生。

目前，全球前六大衛廚設備品牌(Kohler, MASC, TOTO, MOEN, GROHE, American Standard) 均已進入中國市場超過 20 年，以下簡要介紹此六大廠商概況：

表 4-12 全球前六大衛廚設備品牌廠商概況 (資料來源：廠商公司網站及年報資料)

品牌名稱	Kohler 科勒	Delta 得而達	TOTO 東陶	Moen 摩恩	Grohe 高儀	American Standard 美標
Logo						
控股股東	Kohler Company	Masco Corp.	日本TOTO	Fortune Brands	Friedrich Grohe AG	Sun Capital Partners
上市地	未上市	NYSE	TOKYO	NYSE	FSE	未上市
2011年營收	N.A.	74.67億美金	51億美金	33.29億美金	11.65億歐元	N.A.
簡介	<p>Kohler是美國知名的私人企業，有廚衛設備、家具櫥櫃、引擎與發電機與高爾夫俱樂部，衛廚設備品牌主要包含 Kohler, Sterling, Kallista, Mira, Jacob Delafon與 Karat。</p> <p>成霖集團在中國台灣的精品衛廚通路事業麗舍集團均有代理銷售Kohler的衛浴類產品，但自2011年起，Kohler收回其所有經銷商代理權，交易關係改變為廠商與批發商間的買賣關係。</p>	<p>Masco是美國的控股公司，旗下擁有衛廚設備、櫥櫃與油漆五金三個事業，旗下主要的衛廚設備品牌包含Delta, Bristan, Brizo, Peerless, 與 Hansgrohe。2010,2011年連續2年均呈負的營業利潤，多數來自廚櫃生意及安裝服務生意；衛浴五金產品對集團均呈正的營業利潤貢獻。</p>	<p>日本東陶TOTO成立至今年剛滿100年，為全球最大的衛浴設備製造廠商，集團2011年營收為51億美金。1987年進入台灣，1990年進入美國，1995年進入中國市場。2012年TOTO USA並與歐洲百年精品衛浴品牌 Villeroy & Boch美國分公司策略聯盟，獨家代理銷售V&B品牌產品。</p>	<p>Fortune Brands是美國消費品牌的控股公司，旗下擁有居家安全、高爾夫與酒類三個事業，Moen是主要的廚衛設備品牌，以北美市場為主。2011年美國以外市場貢獻集團17%營收，同年營業利潤為虧損，OP 為 -17%</p>	<p>Grohe是全球知名的德國衛廚設備公司，以Grohe品牌行銷全球，2011年2月以3.24億歐元公開收購中國中字衛浴(Joyyou, 2011年中國衛浴產品市佔率約12%) 在德國法蘭克福交易所上市主體 Joyyou Grohe Holdings AG 51%股權，集團合併於同年七月上市，上市主體公司更名為Grohe，目前仍以歐洲及德國作為主要市場，佔其營收超過八成五，2011年中國中字貢獻1.45億歐元營收。</p>	<p>2007年美標公司將衛廚設備部門出售給 Sun Capital與Bain Capital，旗下的衛廚設備品牌包括 American Standard, Crane, Fiat, Sanymetal, Showerite 與Eljer，美國為主要市場。</p>



美國科勒創立於 1873 年，是全美最有名的私人家族企業之一，1883 年跨入衛廚設備領域，1984 年開始購併，先收購美國的水龍頭公司 Sterling，1986 年收購 Baker 擴展到傢俱產品，其他收購包含美國的 Kallista、McGuire、Ann Sacks 與 Robern，以及南歐北非的 Jacob Delafon、英國的 Mira、法國的 Sanijura 與 Holdiam 以及東南亞的 Karat 等。1995 年科勒進入中國市場，2008 年收購珠海佳德衛廚與中山加楓衛浴，目前在中國有 10 個工廠、超過 500 個展廳及十多家旗艦店。過去，科勒在中國的經營模式採大型建案自行銷售開發，零售則採區域代理商，近二年已全面取消代理權，採經銷商加盟及自營旗艦店模式，原因可能有二：1.是在中國銷售普遍毛利不高，代理商層次良莠不齊，擔心其十幾年來建立的品牌形象被市場混亂的價格現象造成不利的影響；2.其過去十餘年來在中高檔次開發建案中建立了一定的客戶數目與品牌知名度，近幾年由於景氣長期停滯，為增加營收，其將在中國工廠製造的商品推往中價位帶市場，此類商品毛利不高，因此全面取消在各一二線城市的城市獨家代理權。而此舉也影響了原本在中價位帶的中國一線本土品牌商的銷售份額，致使這些一線本土品牌為求生存空間，也隨之將其產品定價下沈至中低價位帶。



Fortune Brands 是美國知名的消費品牌上市公司，經過多次分拆、重組與購併，目前旗下擁有居家安全、酒類與高爾夫三個事業部，每個事業部都握有多個在北美或全球的知名消費品牌。Fortune Brands 作為上市平臺，負責控股、管理、資金及購併，居家安全事業部集合衛廚設備、櫥櫃、門、窗、鎖等居家產品，提供消費者 Total solution，85% 營收來自美國市場，其中摩恩(Moen)是集團中營收最高的品牌。Fortune Brands 的衛廚仍以北美為大本營，在美洲有 38 工廠，在亞洲則有 4 間工廠。本研究自近二年之 MASCO 集團與 Fortune Brands 年報觀察，二家廠商近二年的營收利潤均受歐美景氣低迷影響很大，再加上原物銅鋅鋁金屬及木材，石油成本價格並未下降，集團全年的營業利潤均呈虧損，然 MOEN 因為在中國市場近幾年持續投入開發工程建案這塊市場，因此，Fortune Brands 的集團營利中，衛浴設備至今都是對集團挹注利潤的事業單位。



Masco Corp. 是美國財富五百大(Fortune 500)的家用品牌上市公司，經過多次海內外購併，目前旗下擁有衛廚設備、櫥櫃與油漆五金三個事業部，Masco 作為控股的上市公司，握有多個海內外品牌 Masco 於 1954 年推出 Delta 水龍頭，其後 根據不同定位推出 Brizo 與 Peerless 品牌，並透過購併英國的 Bristan、德國的 Hansgrohe、義大利的 Mariani，跨入海 外的衛廚設備市場，1985 年及 1999 年又分別跨入櫥櫃與油漆五金的全球市場。Masco 的國際化程度較高，其製造工廠在美洲有 25 家，其他區域則有 15 家。

此外，如日本東陶 TOTO，本研究觀察其進入新的國家市場方式，多以策略聯盟或找尋同業工廠代工，如同學習型企業，與合作夥伴合作期間，學習其文化習性及經商模式的同時，也將其製造品質控管上的經驗傳授給合作夥伴，創造雙贏。TOTO 在中國的零售市場通路和科勒 Kohler 一樣，是經銷商及自營店並行，二者多在一二線城市設立大型旗艦店，其目的小部份為零售，大部份則為供作工程建案開發商或設計師通路來店參看產品。

一、SWOT 分析

表 4-13 GU 競爭優劣勢分析 (資料來源：GU 公司 2009 年~2011 年年報)

	內容	有利因素	不利因素	因應對策
1	經營事業之未來發展情形	<p>1.GU公司水龍頭產品主要外銷北美地區，需求量因房屋銷售成長，而穩定成長。</p> <p>2.積極開發大陸及亞洲、歐洲地區的市場。推出專利無鉛本體，獲得各大通路商青睞。</p>	<p>銷售地區仍集中於歐美地區，公司業績受北美地區景氣影響大。</p>	<p>公司積極開發其他地區市場，如亞洲、澳洲地區市場。</p>
2	主要商品銷售狀況	<p>1.主要銷售客戶為美、加地區大型五金用品連鎖店。</p> <p>2.GU公司自創品牌DANZE、GOBO、Gerber、Lenz，有利於提高產品知名度及市場佔有率。</p> <p>3.產品通過北美NSF、CSA及IAPMO認證，歐洲地區WRAS、LGA認證，有助於產品銷售及上市速度。</p> <p>4.新增歐洲客戶，有助於營收獲利成長及分散業務區域集中風險。</p> <p>5美國環保無鉛、省水龍頭市場。</p> <p>6.透過英國子公司PJH，佈建全球通路將Gerber發展為全球品牌。</p>	<p>1.美國當地廠商削價競爭。</p> <p>2.大陸及東南亞國家低價品削價競爭。</p>	<p>1.加強產品品質及附加價值，與競爭對手做區隔。</p> <p>2.繼續強化大陸子公司垂直整合，強化成本結構。</p> <p>3.研發能力，保持業界領先優勢與競爭力，研發新功能恆溫水龍頭產品、ShowerHead、無鉛龍頭等以及省水及節能產品，拉大與競爭對手差距。</p>
3	主要原料供應狀況	<p>GU公司主要生產零件為本體、面板、心軸、出水口、塑膠把手等，生產原料為銅、鋅等。生產零件為大陸子公司及協力廠商提供，品質供應狀況穩定。生產原料進行國際採購，供應亦穩定。</p>	<p>面臨原物料價格上漲風險。</p>	<p>1.增加供應來源及採取大量採購爭取議價空間。</p> <p>2.增加委外代工，與供應商共同分擔原物料漲價成本。</p>
4	財務狀況	<p>GU公司近三年維持低負債比例，至2011年底負債比例為57%，財務狀況尚屬穩健。</p>	<p>公司中長期發展資金需求大，目前自有資金恐無法支應。</p>	<p>自資本市場籌措長期資金，搭配銀行借款支應。</p>

(一) 競爭利基

1、供貨能力及製程垂直整合能力：GU 公司於 1993 年即進入中國大陸設廠對 ODM 客戶交貨外，並以自創品牌行銷產品，目前自有品牌有以行銷北美地區的 Danze、行銷中國大陸地區 Gobo、2003 年再購併 Gerber 品牌，接著 2004 年再購併 Lenz，使 GU 擁有 4 個商品自有品牌，自有品牌除了可以擴大市場規模，增加利潤外，長期而言，使得訂單來源更趨穩定，分散 OEM、ODM 客戶集中的風險。

2、建立通路，整合區域性品牌成為全球性品牌：在購併麗舍生活國際及 PJH 之後，GU 的通路除現有北美之外，新加入中國及歐洲地區的通路，構成全球完整的通路網。GU 將把現有北美高價位品牌推廣為全球品牌。

3、新產品(服務)計劃開發：2007 及 2008 年美國經濟受次貸風暴影響，使得新屋開工率較 2005 年巔峰期衰退達 5 成以上，修繕活動也面臨遞延的壓力，GU 公司經營團隊創造出「產品生命曲線模式」，來促成品牌與代工共榮模式。將自有品牌的內部開發流程和重要代工客戶相連結，亦即經過實際販售證實為接受度良好的高設計商品，在退場時，稍加修改，拉低成本，有秩序的轉移給代工客戶，用以進入成熟的主流市場的中高價位帶；此作法有助於提高中高價位代工產品上市的成功率，降低客戶的財務風險。

4、創新的運籌模式：2010 年憑藉 e 化的 Business Intelligence 能力及建構在電子化系統上的需求預測及補貨管理能力，創造出包括在英國產地直接補貨到客戶店裡的 D2S 模式；2011 年再由 PJH 與 IBM 及 CSI 等跨國顧問公司合作，建置白牌(或稱貼牌)電子商務 (White-Label e-Commerce) 商業模式架構，計劃於 2012 年與 3 個貼牌客戶合作。未來計畫推廣至歐洲各地，甚至亞洲，來增加集團的營運動能。另有美國 Gerber 的大量出貨直接進口(Warehouse on Water)模式，與少量多樣當地補貨的綜合運籌模式。

5、傳產與科技結合的創新研發流程：為了企業發展的快速成長，GU 公司在 2012 年初設立了「衛廚高值化研發中心」，研發中心結合台灣優質的數位電子技術及公司內部的微機電和流體力學整合能力，發展智慧型環保節能產品。

將應用力學、材料製程、微機電、創新產品與系統，整合五個領域進行研發工作，針對奈米製程、降低噪音、模流分析及機電/軟體/IC 整合等領域研究發展，並導入產品資料管理系統、產品生命週期管理系統，使產品創新的同時也能符合市場潮流趨勢與需求。

（二）務實且領先同業的研發流程

藉由流程管理、組織改造及 IT 科技的運用，達到營運創新的效益。

1、新品開發系統的創新：自行發展出一套設計導引系統(DNS)，將新產品開發過程所需之設計基準、標準件與共用件選用方式、設計審查與驗證標準整合為全電子化的流程，並連結到一個建構在研發軟體和資料管理的 PDM 平臺上，以達到縮短開發時程、減少設計失誤、積累設計經驗並做好知識管理之目的。

2、研發控管的創新：針對未來 3~5 年的先行技術研發，需要投入很多財務及人力資源，但卻要冒著屆時難以商品化或者不符合企業經營效益的風險。因此公司建立一套 I-R-C 流程，以整合全球行銷，業務，財務，研發和工廠的意見並監控重要環節的進展，可控管先行技術研發的風險。

3、共用作業的創新：依據內部需求，在適當的地點設立不同的共用服務，用來支援集團全球事業單位的需求，比如，在北美設立收款、客服及售後服務中心來支應當地的行銷業務活動；在台灣設立產品設計中心和平面設計中心，指揮、整合集團散佈在各處的設計資源，以充份發揮各事業單位在產品發展，工業設計和包材型錄上的作業效率及流暢的溝通機制。

4、卓越中心的創新：將全球功能，依其屬性歸類集中於同一組織，使其具有一定規模，可以承受體質改造，如：技術或流程的引進，人才的培訓和軟硬體設備的購置。並藉由任務集中，反覆從事，而加速”做中學”的成效，積累經驗並激發創意。集團的卓越中心涵蓋：研發與設計中心、專利中心、資訊中心、流程效率中心。

（三）當地化的集團行銷策略

1、在地的高素質行銷服務團隊：配合具有成本優勢的亞洲生產基地，可給予通路較大

的成本優勢，產生通路對用戶推(push)的力量。

2、成本優勢：允許 GU 能對用戶(設計師、建築師和施工隊)進行大規模且長期的教育訓練等活動項目，進而對通路產生拉(pull)的力量。

3、經由具成本優勢的在地高素質行銷團隊從事行銷活動，可形成下列進入障礙：

(1)利用經營多品牌的核心能力，以不同的品牌定位，滿足不同消費群體的需求，(2)快速、穩定的供貨能力及較低成本的優勢，(3)跟通路長久且深厚的關係，(4)全球營運所產生的綜效。

(四) 靈活的購併成長策略

1、經由一系列有特定目的、有優先順序、有計劃的購併行動達到高速成長的效益，

2、延伸產品範疇：從單一水龍頭進展到整間浴室，

3、擴大市場區域：從北美橫跨到大陸、歐洲，

4、多元化經營形態：從代工製造(傳統 Globe Union)到自有品牌(Danze 和 Gerber 等)，再到配銷代理(PJH 和麗舍)。

5、創造綜效：如，通路互用，規模經濟，稅租減免，共用服務，人才相互支援等。

(五)完整的全球營運佈局

利用全球營運的資源和能力，進行全球營運佈局：

1、作為 global customer 的 global partner：例如 Costco 和希爾頓酒店集團等全球營運的客戶，須要有能力提供全球化產品和服務的供應商來配合，GU 符合這些規格並且也利用這份優勢服務客戶。

2、全球資源分配：外部資源會因時、因地而變化，因此在國與國間常有利差的出現，比如：利率、資金成本、稅務負擔以及人才招聘等等；而內部資源也可透過支援、輪調、委員會和最佳實務而得到調節、補充或學習成長，例如：專業、流程和技術的改造；存貨和商品品項的調配以及流行趨勢和法規變動的掌握等等。

（六）營運風險及外在威脅

水可載舟，亦可覆舟；凡事必有利弊二個面向，如同個人投資行為，在充滿不確定的動態因素下，追求高報酬也將面對及管理相伴而來的高風險。綜觀現今國內外之企業經營，不論其規模大小，或者經營活動範圍是否跨越國界，全球的經濟活動大部份早已整合為一體，因此，企業經營須要面對的競爭對手，是來自世界各地的大小企業；相對的，企業將自由地在全球化的經營環境中，尋找低利的資金來源，投入最佳報酬的商業活動，發掘無限的商機。GU 公司在其多國事業單位的經營管理系統下，面對各國的經濟，社會，政治，文化差異，視其為成長的國際機會，制定策略並設計一套管理制度，在本世紀開始的十年間，企業規模得以迅速成長。然而，由歷史經驗可知，企業存活的機率隨著企業的存續期間迅速降低，台灣企業的壽命平均為 12 年，國際型集團企業的平均壽命更低。企業經營不能將過去的成功或獲利視為未來可持續的經營模式；新的競爭者不斷出現的同時，新的客戶和產品也不斷出現並且提高對產品品質和價格及價值的要求。國際企業必須動態地面對全球化的各種挑戰，建立迅速應對各式威脅的彈性經營環境及管理能力，在追求利潤的同時，也為客戶與社會創造價值；而這也是 GU 公司的創業初衷—關懷員工、關懷客戶、關懷社會；成為社會上一股向上的正面力量。

第四節 未來展望

提升品牌的市佔率及實現「全球衛廚行業領航者」之企業願景

一、在綠色產業領域成為領導者

（一）善用技術實力，擴大品牌區隔：以集團目前在節水及環保產品領域的技術實力基礎，結合數位化的應用，持續開發並推出高效能省水馬桶、數位淋浴產品、無鉛產品等，滿足現代生活對衛浴產品既舒適又省水的環保要求，以擴大品牌區隔。

（二）Gerber 持續推廣 GWCS (Gerber Water Conservation Service) 專案，強化領導地位：目前 GWCS 專案已受到特定區域別客戶的肯定，未來將此成功專案服務模式擴大接觸各區域的目標客戶群，強化 Gerber 的市場領導地位。

(三) 推出副品牌填補市場缺口：Danze 推出副品牌 H+C 產品，鎖定中價位產品市場，以五金連鎖零售通路為主，以補填 Danze 往高價位市場延伸而在成屋裝修市場區塊的空缺。

二、積極拓展中國通路市場的佈建

(一) 高階市場由麗舍以專業、時尚之品牌形象經營：

1、麗舍透過在上海、北京及杭州等一級城市開設直營旗艦店(涵蓋廚、衛兩業，各業別有數個高端品牌)方式展現麗舍專業及整體解決方案的提供能力，塑造麗舍在市場無可取代的時尚及高端生活代表的品牌形象。

2、在直營店品牌形象的加持下，吸引經銷商加盟，以單業、單一品牌擴展經銷網點方式加大市場覆蓋率。

3、依據各地經銷商的能力，從單一品牌經銷商中挑選具能力的經銷商，發展成為多品牌經營的“小麗舍”，加大麗舍在中國市場的經營能力。

(二) 中階產品市場由(Gobo)以融合健康、環保、現代生活之品牌形象經營。

三、開創新穎電子商務模式，拓展業務層面

GU 公司以集團深耕實體店面客戶所建立的基礎與資源，自 2012 年從英國市場首先導入「白牌電子商務模式」，白牌電子商務是由 GU 為客戶建立推出網站，並由 GU 經營並完成後續的訂單配銷、商品管理及付款等客戶服務。GU 在歐洲，尤其在英國地區，擁有三個發貨中心及配送貨運卡車車隊，並已建立完整的產品線，期能藉由國際知名大廠的品牌力，替客戶進行貼牌經營，搶攻虛擬通路市場，之後並將此商業模式推展至歐陸及北美市場，擴大集團的營收動能。

第五章 個案企業價值評估及關鍵價值驅動因子

本章節陳列闡述 GU 與同業 2003 年~2011 年之財務績效，藉此探究 GU 2003 年~2007 年密集進行投資購併活動的營運期間，企業產出的營業成果及效益。研究方法引用「未來收益能力評價模式」中的「自由現金流量折現法」以及「經濟附加價值折現法」來評估計算個案公司之企業價值。在評價的過程中，闡述個案公司由國外廠牌代工供應商轉型往自創品牌以及自有通路事業的擴張歷程中，財務上顯現的營業效益與風險，以解析公司財務績效與經營策略的關聯性。進一步預估其未來財務表現，評估其企業價值之可能區間，文末依據本研究解析之公司歷史財務實績值與未來價值預估值，研議公司在價值管理的可行策略。

第一節 過去財務狀況與營運績效分析

一、 盈餘品質分析

下表簡列 GU 公司 2003 年~2011 年財務報表內容，由年報資料顯示 GU 公司在此期間進行八次國外合資、投資設備廠房及購併國外衛浴設備品牌商及通路商等活動，營業金額由 2002 年的新台幣 49.4 億元增加為 2011 年的 200 億元。其中，特別明顯因購併而提升其營業額的二年分別是 2003 年購併美國老字號衛浴品牌 Gerber 公司(2000 年 GU 公司年營收 20 億元)，以及 2007 年初正式購併英國當時市佔最高的衛廚設備通路商 PJH Group。然而，這二件購併為融資購併，尤其是 PJH 這個案子，GU 公司是以新台幣 23.95 億元(相當於當時公司的資本額)完成這項購併，買下了幾乎沒有任何長期固定資產的通路商，為的就是要突破進入歐洲市場的進入障礙，以及取得當地經營團隊在通路經營上的專業經驗。二樁購併案生效之後，美國及英國均面臨國家整體的景氣衰退，而 GU 公司仍舊必須在合併後的數年中，償還承接的 Gerber 公司債務及關閉美國當地五座工廠中三座的關廠費用，另是支付給 PJH 經營團隊的高額留任津貼。2008 年底，金融市場上有此傳聞；數家私募基金業者表示：依私募基金評估，GU 這二項購併標的都算“買貴了”，也真的“運氣不好”；在合併之後就遭逢大環境不佳而無法利用初期合併後的機會與動能激勵雙方經營團隊創造合併的管理及營運綜效；至今外部機構仍持續觀察這購併案例的後續發展狀況。

吳啟銘（「企業評價－個案實證分析」，2010，p. 224）也曾就 GU 公司購併 Gerber 為案例提出以下評析：「基於有助於品牌能見度的提高，可使市占率增加的觀點，卻可能付出跨國購併整合不易，周轉率偏低的風險，以及增加營收卻可能犧牲了利潤率。」。

由 GU 公司 2003 年~2011 年財務報表實際數字獲得以下資訊：此期間營收倍增，但毛利率、營業利潤率、稅後純益率、每股盈餘、股東權益投資報酬率並未成長。在這段期間為投資活動頻率較高時期，若以 2006 年~2011 年六年計算，其「簡化自由現金流量」（投資活動之現金流出量扣除營業活動現金流入量）之現金流出量共計新台幣 29.08 億元，相當於這六年間 GU 公司的平均資本額。

表 5-1 GU 公司 2003 年~2011 年簡易財報資訊

年度	2,003	2,004	2,005	2,006	2,007	2,008	2,009	2,010	2,011	平均
營業收入淨額(千)	7,632,367	10,105,446	9,720,078	12,810,444	23,077,332	22,903,087	21,296,146	21,419,384	18,502,249	20,001,440
營業毛利(千)	2,434,788	3,325,371	3,265,126	4,023,299	6,358,096	6,956,609	6,589,520	6,299,961	5,101,469	5,888,159
營業費用(千)	1,990,962	2,375,311	2,818,329	3,179,794	5,336,582	5,982,088	5,478,742	5,447,997	5,250,885	5,112,681
營業利益(千)	440,594	952,210	446,797	843,505	1,021,514	974,521	1,110,778	851,964	- 149,416	775,478
營業外收入(千)	117,610	98,191	111,417	111,718	746,580	450,414	331,910	405,927	471,153	419,617
利息收入(千)	5,965	4,506	31,764	48,019	54,117	73,143	50,773	36,742	52,509	52,551
營業外支出(千)	310,661	173,044	195,334	160,180	482,750	950,240	334,222	230,353	367,125	420,812
利息費用(千)	41,901	60,205	79,581	123,598	281,457	369,288	268,915	121,396	111,469	212,687
稅前純益(千)	247,543	877,357	362,880	795,043	1,285,344	474,695	1,108,466	1,027,538	- 45,388	774,283
所得稅(千)	13,660	257,291	102,955	217,693	310,433	81,133	518,911	201,988	- 30,034	216,687
稅後純益(千)	232,809	469,962	217,862	500,162	708,558	301,095	406,367	801,687	307,555	504,237
每股稅後盈餘(元)	1.38	2.40	1.01	2.11	2.53	1.02	1.38	2.59	1.00	1.77
毛利率	31.9%	32.9%	33.6%	31.4%	27.6%	30.4%	30.9%	29.4%	27.6%	29.5%
營業費用率	26.1%	23.5%	29.0%	24.8%	23.1%	26.1%	25.7%	25.4%	28.4%	25.6%
營業利益率	5.8%	9.4%	4.6%	6.6%	4.4%	4.3%	5.2%	4.0%	(0.8%)	3.9%
所得稅(千)	(0.2%)	2.5%	1.1%	1.7%	1.3%	0.4%	2.4%	0.9%	(0.2%)	1.1%
稅後純益率	3.1%	4.7%	2.2%	3.9%	3.1%	1.3%	1.9%	3.7%	1.7%	2.6%
現金及約當現金(千)	1,215,055	1,473,952	3,029,242	3,211,270	3,563,882	3,749,635	2,957,188	3,477,609	3,774,763	3,455,725
短期投資(千)	297,173	474,789	0	146,177	52,462	50,289	22,205	22,393	26,435	53,327
應收帳款與票據合計(千)	1,349,433	1,577,019	2,197,922	2,326,313	4,368,976	3,504,013	3,638,405	3,358,217	3,225,952	3,403,646
存貨(千)	1,672,954	1,703,561	1,963,590	2,917,775	4,666,272	4,655,107	3,950,354	4,070,122	4,020,957	4,046,765
長期投資(千)	65,661	120,046	477,778	15,000	15,000	15,000	69,115	51,291	79,830	40,873
固定資產(千)	1,519,967	1,304,527	1,404,851	1,557,075	1,908,786	2,526,762	2,496,592	2,288,797	2,404,785	2,197,133
累積折舊 - 固定資產(千)	(555,840)	(630,980)	(865,831)	(1,160,027)	(1,490,402)	(1,621,551)	(1,741,880)	(1,592,967)	(1,918,160)	(1,587,498)
商譽(千)	37,828	29,629	47,856	174,835	2,237,945	1,659,335	1,939,777	1,711,303	1,778,702	1,583,650
短期借款(千)	868,235	1,096,880	1,094,348	1,912,055	839,260	2,316,525	614,776	1,139,738	1,090,219	1,318,762
應付帳款(千)	1,109,807	901,626	1,379,112	1,518,738	3,917,026	3,590,377	3,168,034	3,068,563	2,606,091	2,978,138
應付費用(千)	247,421	339,075	360,374	529,682	853,010	791,257	932,861	931,858	1,006,240	840,818
應付公司債(千)	0	0	919,800	454,140	1,468,619	1,273,119	1,209,957	885,529	1,504,846	1,132,702
長期借款(千)	104,246	87,780	0	457,900	2,619,810	1,086,981	2,182,797	2,151,613	2,069,522	1,761,437
股本(千)	1,686,684	1,956,553	2,152,208	2,374,889	2,797,928	2,943,974	2,949,979	3,094,213	3,069,811	2,871,799
少數股權(千)	746,513	864,659	1,766,663	1,976,194	2,574,527	2,794,516	2,456,933	2,448,327	2,399,060	2,441,593
股東權益(千)	3,720,796	4,151,734	5,366,471	5,923,251	7,483,226	7,230,783	6,951,129	7,082,662	7,504,524	7,029,263
每股淨值(元)	18	17	17	17	18	15	15	15	17	16
季底收盤價	37	38	29	40	37	13	13	31	19	25
稅後純益率	305.00%	465.00%	224.00%	390.00%	307.00%	131.00%	191.00%	374.00%	166.00%	259.83%
稅後股東權益報酬率	626.00%	1132.00%	406.00%	1700.00%	947.00%	424.00%	573.00%	1080.00%	406.00%	8.55%
支付現金股利(千)	(32,469)	(67,467)	(378,043)	(215,221)	(356,233)	(419,689)	(228,277)	(289,967)	(208,226)	(243,955)
稅後純益(千)	232,809	469,962	217,862	500,162	708,558	301,095	406,367	801,687	307,555	438,451
2002-2011現金股利發放率	(14%)	(14%)	(174%)	(43%)	(50%)	(139%)	(56%)	(36%)	(68%)	(66%)
自由現金流量 (OCF-ICF)	(1,256,365)	76,023	(200,865)	41,371	(3,395,393)	611,685	1,136,380	700,841	(621,631)	(2,907,954)

二、財務狀況分析

以下為 2006 年~2011 年間 GU 公司與同業之財務比率比較表。目前衛浴陶瓷及廚具

設備廠商在營業項目、商業模式及企業規模與 GU 公司類似並已上市櫃的企業非常稀少。即使有相關之產品類別但商業模式及客戶通路型態亦有部份差異，故同業可比較資訊取得並不容易，本文主要以台灣櫻花(衛廚)股份有限公司(上市代號：9911)以及橋樁(金屬)股份有限公司(上市代號：2062)兩家公司之公開財務資料之平均數代表同業資料。茲簡要說明選取這二間公司為同業代表原因：1.公司成立時間相近（GU-1979；櫻花-1978；橋樁-1984）、2.公司在成立之初均從事衛浴五金之加工及代工製造、3.爾後 GU 及台灣櫻花致力於自有品牌及通路的佈進及推廣；橋樁則專注於為國外知名衛浴廚具設備商及品牌大廠做代工及配送之服務。

（一）財務結構

GU 公司之負債比率及借款依存度均比同業為高，尤其 2007 購併 PJH Group 以來，馬上面臨美國次貸風暴，及之後漫延全球的金融海嘯及長達至今仍在世界各地餘波未平的各區域國家的經濟與財政危機與景氣低迷，而 GU 公司主要的銷售市場—英、美正好在這場金融災難的重災區。致使其在營收成長力道不足的同時，仍需支付購併時同意支付給標的公司專業經理團隊的高額留任津貼及承接其舊時之公司負債，這是主要造成近年在負債比率及借款依存度較高的原因。

（二）償債能力

以流動比率及速動比率分析其短期償債能力，GU 公司與同業在過去 5 年之比率均超過合理值 100%，各自都維持良好的短期償債能力，因此在短期內，各公司在營運上均有能力應付突發之意外損失。其中僅在 2011 年，GU 公司之利息保障倍數小於 1，主要因為本年 GU 公司在中國大陸之生產製造工廠，因訂單減少，產能利用率不足，所產生之固定費用及營業費用造成虧損，致使集團獲利下降之故。

（三）經營能力

GU 公司之應收帳款收回天數相較於同業較不利，主因為其對關係人\國外銷售及通路分公司之授信期間較長為 120 天，然而回收狀況均維持穩定良好。此外，因為 GU 公司 70% 以上之衛浴陶瓷訂單均為自製，衛浴陶瓷產品的生產特性為開發期間較衛浴五金產品長二倍的時間，在量產時因換模注漿及進窯燒成均為耗費較長工時之程式，又良品率因產品是否為經常性生產品項，以及每次工單生產數量的多少而有差異，故通常採計劃性生

產，因此必須在工廠端及銷售端均備有大約 2~3 個月的預測訂單庫存量；再者，GU 公司目前大約一半以上之營收來自其自有之品牌銷售或通路事業單位，這類商業模式必須在因應對未來之經濟景氣走向及消費者客戶的研究瞭解，來預測銷貨產品的種類及數量；也需配合分銷商，經銷商之業務關係聯繫而在庫存的備貨上維持一定水位，一旦本身或來自客竹端的預測過於樂觀，或突發之經濟趨勢變動，均會造成庫存數量過多或呆滯的後續狀況。顯見 GU 公司在拓展歐美市場自有通路及品牌的銷售業務的同時，須在訂單預測及庫存管理上付出更多資源做周嚴的科學分析和管理的。

（四）獲利能力

GU 公司在獲利能力的數項財務比率，與同業間均互有領先及消長，因 GU 公司在 2006 年~2011 年間之獲利有部份來自營業外收入，故在此不對稅後純益率、股東權益報酬率及每股盈餘作說明分析。然而，須留意的是，GU 公司的銷貨毛利率在稍早數年，可能因來自自有品牌產品之毛利較高，因此有高於同業的水準；然在近二年，同業的毛利率已漸進成長，再觀察 GU 公司的總資產報酬率逐年下降的同時，同業仍呈現進步狀況，估計這和 GU 公司在近 2/3 年於大陸擴展生產廠房設備但同時營收獲利並未同步成長的原因，以致資產報酬率下降。

（五）成長能力

GU 公司以及同業公司台灣櫻花和橋樁金屬在本世紀以來，均投入許多人力和資金在設備、廠房及品牌和通路的佈建，其企業知名度也因此股東投資人或法人投資公司間快速提昇；公司的經營內容及治理狀況依照主管機關規定對外公告。本文參閱其公司對外公開的資訊可知，三間公司的經營均朝本業正向發展；GU 公司致力於成為衛廚事業的領航者，台灣櫻花公司秉持著「啟動家的熱情」呼籲消費者把家熱起來，橋樁公司則希望成為全球衛廚設備商的全方位服務提供者及合作夥伴的首選。企業均抱持永續經營的精神及信念，持續投入人才，資金在各自領域中執行企業的發展策略，以不斷為員工、股東、客戶以及社會上利益相關人創造正面的貢獻，投資報酬利益與附加價值。

表 5-2 GU 公司及同業 2006 年~2011 年財務比率之比較

項目 \ 年度	2006		2007		2008		2009		2010		2011	
	GU	同業	GU	同業	GU	同業	GU	同業	GU	同業	GU	同業
財務結構												
負債比率	47%	44%	62%	43%	60%	42%	59%	39%	58%	39%	57%	34%
長期資金佔固定資產比率	381%	223%	630%	257%	391%	271%	423%	256%	442%	288%	461%	264%
借款依存度	0%	17%	61%	25%	37%	20%	52%	14%	43%	14%	48%	5%
償債能力												
流動比率	175%	122%	191%	134%	154%	151%	187%	138%	186%	152%	201%	143%
利息保障倍數	7.43	2.47	5.57	0.10	2.29	9.78	5.12	6.66	9.46	19.25	0.59	50.72
經營能力												
應收帳款平均收現天數	64	45	59	58	70	55	63	52	62	53	68	57
存貨平均售貨天數	100	52	82	56	105	55	105	53	95	52	109	55
獲利能力												
稅後資產報酬率	4.47%	1.82%	3.64%	(2.17%)	1.65%	4.28%	2.41%	2.10%	4.81%	5.22%	1.78%	7.82%
股東權益報酬率	8.44%	3.24%	9.47%	(3.84%)	4.24%	7.33%	5.73%	3.42%	10.80%	8.69%	4.06%	11.96%
毛利率	31.41%	33.49%	27.55%	20.43%	30.37%	22.46%	30.94%	22.02%	29.41%	27.76%	27.57%	30.30%
純益率	3.90%	1.65%	3.07%	(3.09%)	1.31%	5.69%	1.91%	2.67%	3.74%	7.41%	1.66%	11.71%
EPS	2.11	0.37	2.53	- 0.42	1.02	0.87	1.38	0.41	2.59	1.04	1.00	1.51
現金流量												
現金流量比 (營業活動現金流量/流動負債)	2%	24%	3%	19%	8%	18%	24%	18%	13%	37%	(4%)	23%
營業現金流量/營業利益	13%	(421%)	25%	353%	68%	689%	133%	393%	96%	157%	145%	208%
成長能力												
營業利益成長率	89%	(48%)	21%	0%	(5%)	0%	14%	(50%)	(23%)	292%	0%	54%
稅後淨利成長率	(130%)	214%	42%	0%	(58%)	0%	35%	(50%)	97%	163%	(62%)	48%
企業價值(市場基礎法)												
股價淨值比	2.34	0.66	2.09	1.03	0.82	0.93	1.98	0.63	2.04	1.38	1.11	1.88
每股淨值	16.73	11.18	17.00	10.61	17.54	11.55	15.23	11.55	15.65	12.20	15.36	12.90

(六) 營收/市值指標

以下列示 2006 年~2011 年間 GU 公司與同業的營收，利潤概況，平均而言，GU 的營收市值比大於同業。過高或過低的營收市值比都並非是好公司；通常過高的營收市值比，反映了市場投資人不願意花太多的市價去追求其營收，這其中的內涵即是由於此公司的營收品質堪虞，尤其當淨利率呈現負數的時候，高營收經常代表著高虧損。

市值 = 股價/面額 × 股本(市值即股票真正的重量)

營收/市值 = 市場願意花多少錢買下這公司的營收

通常過高的營收市值比，反映了市場投資人不願意花太多的市價去追求其營收，這其中的內涵即是由於此公司的營收品質堪虞，尤其當淨利率呈現負數的時候，高營收經常代表著高虧損。

表 5-3 GU 公司及同業 2006 年~2011 年營業利益及營收/市值比

年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	平均
GU營業收入淨額(百萬)	12,810	23,077	22,903	21,296	21,419	18,502	20,001
市值	8,897	9,414	3,565	9,112	9,499	5,838	7,721
毛利率	31.41%	27.55%	30.37%	30.94%	29.41%	27.57%	29.54%
營業利益率	6.58%	4.43%	4.25%	5.22%	3.98%	(0.81%)	3.94%
營收/市值比	1.4	2.5	6.4	2.3	2.3	3.2	3.0
年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	平均
橋樑營業收入淨額(百萬)	4,108	6,066	6,173	4,633	5,040	5,350	5,228
市值	8,240	7,219	3,221	5,742	6,276	4,740	5,906
毛利率	35.49%	21.75%	17.24%	21.61%	25.59%	19.15%	23.47%
營業利益率	29.68%	23.19%	11.36%	6.23%	10.92%	15.66%	16.17%
營收/市值比	0.5	0.8	1.9	0.8	0.8	1.1	1.0
年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	平均
櫻花營業收入淨額(百萬)	3,208	3,655	3,928	3,722	3,486	3,775	3,629
市值	2,579	2,566	1,778	4,392	6,486	4,228	3,671
毛利率	20.43%	22.46%	22.02%	27.76%	30.30%	29.92%	25.48%
營業利益率	(1.70%)	1.84%	0.86%	3.56%	5.85%	6.61%	2.84%
營收/市值比	1.2	1.4	2.2	0.8	0.5	0.9	1.2

(七) GAP 分析

由以下 GAP 分析僅可確立三間公司中，以橋樑公司之盈餘品質最佳

表 5-4 GU 公司及同業 2003 年~2011 年之 GAP (單位:新台幣 百萬)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
GU NIAT	233	470	218	500	709	301	406	802	308
GU OCF	(600)	575	96	114	253	667	1,475	820	(217)
GU GAP	833	(105)	122	387	455	(366)	(1,069)	(18)	525
櫻花 NIAT	(76)	207	87	(99)	208	105	276	408	319
櫻花 OCF	15	156	359	229	237	233	521	321	518
櫻花 GAP	(91)	51	(272)	(328)	(29)	(128)	(245)	87	(200)
橋樑 NIAT			892	955	681	406	507	769	505
橋樑 OCF			706	262	878	696	1,535	841	505
橋樑 GAP			186	693	(197)	(290)	(1,029)	(73)	(1)

(八) 盈餘指標分析

由各項盈餘指標可知，三間公司之各指標在此期間互有消長優劣，企業在營運過程中，若非營運狀況已陷入困境，將自動態的經驗學習及調適行為來改善體質，創造永續經營的經營條件；即所謂「內部價值管理」。

表 5-5 GU 公司及同業 2003 年~2011 年之盈餘指標

年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
GU CCC 天數	37	51	60	64	52	54	48	49	63
櫻花 CCC 天數	2	(2)	5	17	33	36	(2)	(36)	(33)
橋樑 CCC 天數				105	95	99	99	64	68
GU 存貨指標	0.32	(0.09)	0.03	0.15	(0.07)	(0.02)	(0.04)	(0.01)	0.07
GU 應收帳款指標	(31.97)	(31.01)	(27.30)	(30.25)	(30.47)	(29.39)	(27.61)	(0.03)	(0.04)
GU 銷貨毛利指標	33.80	31.34	27.55	30.68	31.00	28.75	27.78	0.50	0.50
GU 銷管費用指標	(33.00)	(31.14)	(27.40)	(30.26)	(30.52)	(29.19)	(27.59)	(0.03)	(0.02)
GU 研發指標	(0.11)	0.04	(0.13)	(0.22)	0.28	0.60	(0.06)	(0.06)	(0.10)
櫻花 存貨指標	(0.16)	(0.14)	(0.11)	0.06	0.21	(0.11)	(0.08)	0.02	(0.02)
櫻花 應收帳款指標	(0.16)	0.18	0.03	(0.10)	0.05	(0.03)	0.00	(0.02)	0.09
櫻花 銷貨毛利指標	0.10	0.20	0.03	(0.21)	(0.07)	0.07	(0.01)	(0.04)	0.02
櫻花 銷管費用指標	(0.13)	(0.15)	(0.01)	(0.08)	(0.11)	0.01	0.08	0.04	(0.02)
櫻花 研發指標	0.11	(0.04)	0.13	0.22	0.38	0.72	(0.03)	0.09	(0.02)
橋樑 存貨指標				0.73	0.27	0.05	(0.11)	0.08	0.00
橋樑 應收帳款指標				0.73	0.27	0.05	(0.11)	0.08	0.00
橋樑 銷貨毛利指標				(0.38)	(0.22)	0.04	0.16	(0.11)	0.00
橋樑 銷管費用指標				(0.19)	(0.06)	(0.01)	(0.05)	0.10	0.00
橋樑 研發指標				(0.66)	(1.32)	0.09	(0.03)	0.12	0.00

三、GU 公司及同業之營運投入資本報酬率、資本結構及資金成本分析

(一) 營運投入資本報酬率(ROIC)分析

以下列示 GU 公司及同業 2003 年至 2011 年期間之營運投入資本報酬率。本研究由拆分的各項 ROIC 組成因子的比率，所獲致的結論如下：

1、GU 公司自 2006 年起 ROIC 呈下降趨勢，如同本文前段章節中內容提及，在 2006 年及 2007 年融資購併了麗舍及 PJH Group 後，隨即面臨了全球次貸危機及金融風暴，營收整體下降的情況下，仍需支付承接購併標的公司先前的公司債務支付高額的利息費用，以及給國外高階管理團隊的留任獎金，以致營業利潤相對於投入資本來說極低因而使 ROIC 逐年下降。期間，尚有在中國大陸進行購地及擴廠等資本支出活動，更加壓低其營運投入資本報酬率(ROIC)。

2、由 ROIC 之二個主要組成因子中的銷售利潤率觀察得知，在此迅速擴展營運規模期間，GU 公司仍維持著穩定但相對較低的銷售利潤率，若非熟悉其於本期間在購併及資本支出的擴張程度之人士，或將認定公司已長期處於成熟週期，本研究認為，公司在此期間之資金投入活動，為企業的一段變革過程，目的是為了增進企業未來面對環境變動的競爭力及經營效率，以及帶動企業的轉型與成長力道。然而，同時需要謹慎面對的是管理方式及制度是否能跟上變革的腳步？基於此點，本研究認為 GU 公司將有很大的進步空間，這可以從它較高的營業費用率看出來，是一項可以改善的關鍵比率因子。

3、本文探討的另一要點是代工商業模式的企業價值，因此，作為比較的同業公司，選取了專做代工製造服務的橋樑公司，組成銷售利潤率的營業相關費用結構，我們可以看出，衛廚設備行業的銷貨成本結構差異不大，可在此項目提升獲利創造價值的項目除了營業費用以外，就是折舊費用佔資產的比率。然而，以作者之從業經驗，衛廚產品繁複專業的加工程式及不易全面生產自動化的特性，設備等固定資本支出也需佔用積壓許多資本金額。因此，可以橋樑公司之折舊佔資產比率較高作為驗證。同時，代工經營模式常要迎合重要客戶在訂單交期及授信條件優惠的諸多要求，因此，要與重大客戶形成牢固共生關係的代工廠商及供應商，將可能積壓資金在材料及存貨的庫存備料上，以及客戶的應收帳款政策影響廠商的營運資金的運用效率，以換取客戶的下單忠誠度。

股市無情，營運投入資本(Invested Capital)是來自於付息負債和股東的權益資金，企業若未能為債權人及股東投注在公司的資金帶來報酬和利潤，一旦失去債權人及股東的信任，抽回資金，縱然擁有優質的策略方向和經營計劃，沒有可投入的資金，如同無槍械軍餉即上戰場的勇士，即便未遭遇出師未捷身先死的境地，也必定逃不過繳羽而歸的命運。

表 5-6 GU 公司及同業 2003 年~2011 年之營運投入資本報酬率結構

	銷售利潤率 (EBITA/Sales)			投入資本周轉率 (Sales/Invested Capital)		
	GU	櫻花	橋樑	GU	櫻花	橋樑
2003	6.3%	6.7%		1.69	1.06	
2004	9.8%	2.0%		2.06	1.43	
2005	1.6%	2.5%		1.36	1.64	
2006	4.7%	(16.3%)	11.9%	1.55	1.17	0.87
2007	3.0%	(1.5%)	4.3%	1.73	1.39	1.25
2008	3.4%	(0.9%)	(1.1%)	1.76	1.33	1.27
2009	1.5%	1.5%	1.4%	1.81	1.37	1.10
2010	2.2%	2.6%	8.1%	1.79	1.17	1.18
2011	(4.6%)	4.3%	1.0%	1.45	1.24	0.97

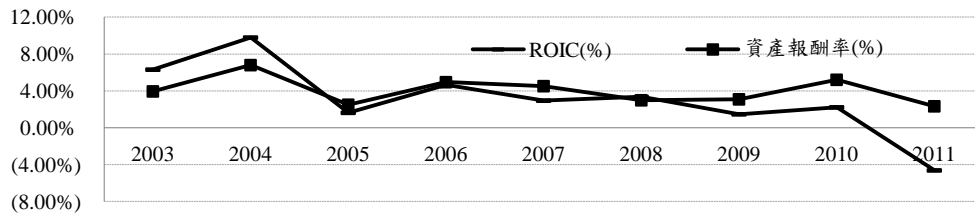
	GU			櫻花			橋樑					
	銷貨成本率	營業費用率	折舊/銷貨淨額	總計	銷貨成本率	營業費用率	折舊/銷貨淨額	總計	銷貨成本率	營業費用率	折舊/銷貨淨額	總計
2003	68.1%	26.1%	2.4%	96.6%	64.8%	32.2%	4.2%	101.3%				
2004	67.1%	23.5%	1.9%	92.5%	64.4%	29.0%	2.9%	96.3%				
2005	66.4%	29.0%	2.1%	97.5%	66.5%	29.8%	1.9%	98.2%				
2006	68.6%	24.8%	1.8%	95.2%	79.6%	22.1%	3.2%	104.9%	64.5%	12.3%	5.4%	82.2%
2007	72.4%	23.1%	1.6%	97.2%	77.5%	20.6%	2.6%	100.7%	78.2%	10.4%	5.8%	94.5%
2008	69.6%	26.1%	1.6%	97.4%	78.0%	21.2%	2.3%	101.5%	82.8%	11.0%	5.4%	99.2%
2009	69.1%	25.7%	2.0%	96.7%	72.2%	24.3%	2.4%	98.9%	78.4%	10.7%	7.7%	96.8%
2010	70.6%	25.4%	2.0%	98.0%	69.7%	24.4%	2.4%	96.5%	74.4%	9.9%	6.3%	90.7%
2011	72.4%	28.4%	2.2%	103.0%	70.1%	23.3%	2.3%	95.7%	80.8%	11.5%	5.4%	97.8%

	GU			櫻花			橋樑					
	淨營運資金比率	淨固定資產比率	淨其他資產比率	總計	淨營運資金比率	淨固定資產比率	淨其他資產比率	總計	淨營運資金比率	淨固定資產比率	淨其他資產比率	總計
2003	36.5%	19.9%	2.8%	59.2%	28.4%	47.2%	18.5%	94.0%				
2004	30.8%	12.9%	4.9%	48.6%	22.7%	35.7%	11.4%	69.8%				
2005	54.7%	14.5%	4.2%	73.3%	19.4%	26.8%	14.6%	60.9%				
2006	48.0%	12.2%	4.2%	64.4%	22.8%	39.0%	23.4%	85.2%	48.0%	62.5%	4.1%	114.6%
2007	34.5%	8.3%	15.2%	58.0%	23.6%	34.5%	14.0%	72.0%	32.7%	44.1%	3.1%	79.9%
2008	33.1%	11.0%	12.6%	56.7%	25.5%	34.7%	14.8%	75.0%	30.9%	43.9%	4.1%	78.9%
2009	30.6%	11.7%	12.9%	55.3%	23.6%	34.2%	15.3%	73.1%	35.3%	51.2%	4.5%	91.0%
2010	34.2%	10.7%	11.0%	55.8%	30.6%	39.4%	15.6%	85.5%	41.9%	38.6%	4.4%	85.0%
2011	42.1%	13.0%	13.9%	69.0%	25.8%	41.2%	13.4%	80.4%	51.0%	47.6%	4.3%	102.8%

4、GU 公司 2003 年~2011 年之營運投入資本明細表

(單位：新台幣千元)

年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
淨營運資金	2,784,783	3,108,248	5,312,531	6,154,445	7,957,415	7,585,895	6,522,851	7,323,062	7,793,184
固定資產淨額	1,519,967	1,304,527	1,404,851	1,557,075	1,908,786	2,526,762	2,496,592	2,288,797	2,404,785
其他營運資產(不含商譽)	173,166	464,446	359,289	359,679	1,269,929	1,216,719	811,737	635,773	792,274
其他營運資產	210,994	494,075	407,145	534,514	3,507,874	2,876,054	2,751,514	2,347,076	2,570,976
營運投入資本(不含商譽)	4,477,916	4,877,221	7,076,671	8,071,199	11,136,130	11,329,376	9,831,180	10,247,632	10,990,243
營運投入資本	4,515,744	4,906,850	7,124,527	8,246,034	13,374,075	12,988,711	11,770,957	11,958,935	12,768,945
股東權益總額	3,720,796	4,151,734	5,366,471	5,923,251	7,483,226	7,230,783	6,951,129	7,082,662	7,504,524
長期負債	218,939	184,029	1,102,062	5,444	4,545,487	2,639,953	3,618,275	3,038,969	3,574,374
遞延所得稅	0	0	0	0	0	0	0	0	0
短期借款	868,235	1,096,880	1,094,348	1,912,055	839,260	2,316,525	614,776	1,139,738	1,090,219
應付短期票券	0	0	0	0	0	22,894	0	0	0
一年內到期長期負債	33,980	26,600	516	457,900	235,222	374,092	242,774	274,224	329,918
其他流動負債	36,628	42,442	38,908	108,561	338,342	469,753	435,323	497,026	376,175
短期投資	297,173	474,789	0	146,177	52,462	50,289	22,205	22,393	26,435
長期投資	65,661	120,046	477,778	15,000	15,000	15,000	69,115	51,291	79,830
營運投入資本	4,515,744	4,906,850	7,124,527	8,246,034	13,374,075	12,988,711	11,770,957	11,958,935	12,768,945
營業收入淨額	7,632,367	10,105,446	9,720,078	12,810,444	23,077,332	22,903,087	21,296,146	21,419,384	18,502,249
營業成本	5,197,579	6,780,075	6,454,952	8,787,145	16,719,236	15,946,478	14,706,626	15,119,423	13,400,780
營業費用	1,990,962	2,375,311	2,818,329	3,179,794	5,336,582	5,982,088	5,478,742	5,447,997	5,250,885
折舊費用	182,899	190,225	203,408	228,937	379,654	371,768	417,232	418,272	400,225
EBITA	260,927	759,835	243,389	614,568	641,860	602,753	693,546	433,692	(549,641)
EBITA所得稅	(24,313)	279,242	126,764	230,963	246,713	166,561	519,993	167,475	38,803
遞延所得稅變動量	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NOPLAT	285,240	480,593	116,625	383,605	395,147	436,192	173,553	266,217	(588,444)
營運投入資本(不含商譽)	4,477,916	4,877,221	7,076,671	8,071,199	11,136,130	11,329,376	9,831,180	10,247,632	10,990,243
營運投入資本	4,515,744	4,906,850	7,124,527	8,246,034	13,374,075	12,988,711	11,770,957	11,958,935	12,768,945
NOPLAT	285,240	480,593	116,625	383,605	395,147	436,192	173,553	266,217	(588,444)
ROIC(%)	6.32%	9.79%	1.64%	4.65%	2.95%	3.36%	1.47%	2.23%	(4.61%)
ROIC(%) (不含商譽)	6.37%	9.85%	1.65%	4.75%	3.55%	3.85%	1.77%	2.60%	(5.35%)
資產報酬率(%)	3.96%	6.81%	2.51%	4.96%	4.53%	3.00%	3.10%	5.22%	2.34%



$ROIC = NOPLAT \div 營運投入資本$

$ROA = (稅後損益 + 利息費用 \times (1 - 稅率)) \div 平均資產總額$

觀察 GU 公司 2008 年起，營運投入資本報酬率(ROIC)呈下降趨勢，並在後續三年低於總資產報酬率，以及最近一年雙雙下降，原因有二：(1).GU 公司此期間的稅後純益成長幅度小，但因此段期間頻繁的進行擴大營運規模的購併案及擴廠活動，營運投入資本金額(Invested Capital)必定大幅增加，而且主要的增加來自於購併案件產生之各國外子公司庫存備貨、應收帳款、擴展倉儲設備以及因購併溢價認列之商譽等無形資產。

(二) 資本結構(Capital Structure)與資金成本(Cost of Capital)分析

承上，企業投入營運的資本來自於負債及權益融資，因此，企業在面對其融資策略時，必須評估其資本組成結構是否可為企業帶來最適切的資金利率以及最合理且可為企業承擔的融資水位和風險程度，而這個最適資金利率及風險程度通常是以企業有加權平均資金成本(WACC)表示。以下表格列示 GU 公司及同業 2003 年至 2011 年期間之資本結構及其加權平均資金成本明細。

$$WACC = \text{負債權重} \times \text{負債資金成本} \times (1 - \text{稅率}) + \text{權益權重} \times \text{權益資金成本}$$

GU 負債資金成本組成之長期借款利率及短期借款利率資料來源：GU 公司年報

同業公司負債資金成本之長/短期借款利率：

長期：台灣放款基準利率--五行庫平均利率

短期：台灣擔保放款融通利率

GU 及同業權益資金成本組成之市場無風險利率：

貨幣市場利率/國庫券-次級市場-92-182 天

GU 及同業權益資金成本組成之市場報平均報酬率：

台股 TWII 當年度之十年移動平均報酬率

表 5-7 GU 公司及同業 2003 年~2011 年資本結構及加權平均資金成本明細

年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	平均
GU 負債權重	12.3%	12.3%	19.2%	16.1%	28.5%	42.2%	27.2%	26.5%	34.4%	24.3%
GU 負債資金成本	3.8%	3.9%	5.9%	5.1%	6.5%	5.8%	2.3%	2.4%	2.5%	4.3%
GU 稅率	(5.5%)	29.3%	28.4%	27.4%	24.2%	17.1%	46.8%	19.7%	(66.2%)	13.5%
GU 權益權重	87.7%	87.7%	80.8%	83.9%	71.5%	57.8%	72.8%	73.5%	65.6%	75.7%
GU 權益資金成本	4.8%	2.2%	1.7%	2.5%	3.9%	3.0%	1.1%	5.8%	9.4%	3.8%
GU 加權平均資金成本	4.7%	2.3%	2.2%	2.7%	4.2%	3.8%	1.1%	4.8%	7.6%	3.7%
櫻花 負債權重	48.7%	42.9%	40.5%	28.9%	25.1%	33.0%	13.7%	8.6%	9.4%	27.9%
櫻花 負債資金成本	2.5%	3.0%	3.1%	3.5%	3.9%	4.2%	2.0%	2.6%	2.8%	3.1%
櫻花 稅率	(251.5%)	35.3%	11.7%	(184.2%)	24.3%	29.4%	16.9%	7.3%	14.7%	(32.9%)
櫻花 權益權重	51.3%	57.1%	59.5%	71.1%	74.9%	67.0%	86.3%	91.4%	90.6%	72.1%
櫻花 權益資金成本	10.1%	3.9%	2.4%	5.5%	4.2%	3.6%	1.0%	6.6%	13.3%	5.6%
櫻花 加權平均資金成本	9.4%	3.0%	2.5%	6.8%	3.9%	3.4%	1.1%	6.2%	12.2%	5.4%
橋樑 負債權重				16.4%	7.2%	20.5%	0.2%	0.3%	19.8%	10.7%
橋樑 負債資金成本				3.3%	2.3%	2.4%	4.3%	4.8%	4.8%	3.7%
橋樑 稅率				22.6%	6.2%	26.4%	17.1%	15.4%	18.5%	17.7%
橋樑 權益權重				83.6%	92.8%	79.5%	99.8%	99.7%	80.2%	89.3%
橋樑 權益資金成本				11.2%	4.4%	(98.8%)	32.1%	5.5%	(10.5%)	(9.4%)
橋樑 加權平均資金成本				9.7%	4.3%	(78.2%)	32.0%	5.5%	(7.6%)	(5.7%)

1、GU 公司自金融風暴後，提高了負債比率，利用市場之低利融資環境，將公司之加權平均資金成本維持在穩定的比率，然而，負債資金成本固然較低，在面對獲利不佳

的情況時，例如 2011 年 GU 公司營業產生虧損年度，公司完全無法享受負債的利息稅盾的好處，同時也增加了債務人降低其信用評級的風險，事實證明，GU 公司於 2012 年在 TCRI 的信用評級被下調一個級距；此點正可驗證資本結構理論中的「抵換理論」。

2、在分析 WACC 的同時，實際上是為了將企業的 ROIC 與 WACC 作比較，以確立企業經營是否可賺取超額報酬(即 $\text{Spread} = \text{ROIC} - \text{WACC}$)，使其投入資本產生經濟利潤(EP, Economical Profit)，以作為企業是否具有繼續經營價值的重要參考因素。以下表格列示 GU 公司及同業之 ROIC/WACC/Spread/EP/FCF 等資訊。

表 5-8 GU 公司及同業之 ROIC/WACC/Spread/EP/FCF 等資訊

(單位：新台幣千元)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
IC 營運投入資本(GU)	4,906,850	7,124,527	8,246,034	13,374,075	12,988,711	11,770,957	11,958,935	12,768,945
營運投入資本(櫻)	3,954,248	3,215,842	2,734,993	2,632,533	2,943,982	2,720,102	2,981,592	3,036,014
營運投入資本(橋)			4,706,106	4,848,636	4,869,541	4,216,066	4,283,064	5,501,969
ROIC 投入資本報酬率(GU)	9.8%	1.6%	4.7%	3.0%	3.4%	1.5%	2.2%	(3.5%)
ROIC 投入資本報酬率(櫻)	2.0%	2.5%	(16.3%)	(1.5%)	(0.9%)	1.5%	2.6%	4.3%
ROIC 投入資本報酬率(橋)			11.9%	4.3%	(1.1%)	1.4%	8.1%	1.0%
FCF 可支配自由現金流量(GU)	89,487	(2,101,052)	(737,902)	(4,732,894)	821,556	1,391,307	78,239	(1,260,780)
可支配自由現金流量(櫻)	180,613	820,399	34,632	63,184	(337,897)	263,577	(182,503)	75,629
可支配自由現金流量(橋)			(1,311,666)	65,932	(73,990)	714,360	280,896	(1,164,106)
WACC 加權平均資金成本(GU)	2.3%	2.2%	2.7%	4.2%	3.8%	1.1%	4.8%	7.6%
加權平均資金成本(櫻)	3.0%	2.5%	6.8%	3.9%	3.4%	1.1%	6.2%	12.2%
加權平均資金成本(橋)			9.7%	4.3%	(78.2%)	32.0%	5.5%	(7.6%)
Spread 超額報酬(GU)	7.5%	(0.6%)	2.0%	(1.3%)	(0.4%)	0.3%	(2.6%)	(11.1%)
超額報酬(櫻)	(1.1%)	0.0%	(23.1%)	(5.4%)	(4.3%)	0.4%	(3.6%)	(8.0%)
超額報酬(橋)			2.1%	0.0%	77.1%	(30.6%)	2.7%	8.6%
EP 經濟利潤(GU)	368,893	(39,206)	164,527	(168,372)	(52,687)	39,938	(308,484)	(1,415,078)
經濟利潤(櫻)	(41,777)	527	(631,369)	(141,571)	(126,889)	10,575	(107,299)	(241,855)
經濟利潤(橋)			99,755	2,155	3,754,610	(1,288,261)	114,456	475,109

表 5-9 GU 公司 2004 年~2011 年可支配自由現金流量

(單位：新台幣千元)

年度	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
NOPLAT	480,593	116,625	383,605	395,147	436,192	173,553	266,217	(588,444)
折舊費用	190,225	203,408	228,937	379,654	371,768	417,232	418,272	400,225
毛現金流量	670,818	320,033	612,542	774,801	807,960	590,785	684,489	(188,219)
營運資金變動量	323,465	2,204,283	841,914	1,802,970	(371,520)	(1,063,044)	800,211	470,122
資本支出	(25,215)	303,732	381,161	731,365	989,744	387,062	210,477	516,213
其他營運資產變動量	283,081	(86,930)	127,369	2,973,360	(631,820)	(124,540)	(404,438)	223,900
毛投資	581,331	2,421,085	1,350,444	5,507,695	(13,596)	(800,522)	606,250	1,210,235
自由現金流量	89,487	(2,101,052)	(737,902)	(4,732,894)	821,556	1,391,307	78,239	(1,398,454)

表 5-10 台灣櫻花公司 2003 年~2011 年可支配自由現金流量

年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
NOPLAT	271,458	78,146	81,993	(446,217)	(39,276)	(26,448)	39,697	78,987	130,051
折舊費用	181,899	162,680	99,770	102,251	93,970	91,692	88,408	82,477	87,204
毛現金流量	453,357	240,826	181,763	(343,966)	54,694	65,244	128,105	161,464	217,255
營運資金變動量	(369,054)	62,273	(261,753)	(293,281)	129,313	137,639	(123,240)	188,259	(91,395)
資本支出	83,864	151,639	(506,105)	(62,771)	101,031	193,268	1,132	180,675	272,245
其他營運資產變動量	(9,629)	(153,699)	129,222	(22,546)	(238,834)	72,234	(13,364)	(24,967)	(39,224)
毛投資	(294,819)	60,213	(638,636)	(378,598)	(8,490)	403,141	(135,472)	343,967	141,626
自由現金流量	748,176	180,613	820,399	34,632	63,184	(337,897)	263,577	(182,503)	75,629

表 5-11 橋樑公司 2006 年~2011 年可支配自由現金流量

年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011
NOPLAT	558,376	208,462	(53,085)	60,885	347,894	54,799
折舊費用	221,187	352,621	336,170	358,589	319,670	286,983
毛現金流量	779,563	561,083	283,085	419,474	667,564	341,782
營運資金變動量	946,583	13,211	(75,679)	(270,298)	475,756	612,771
資本支出	1,091,659	459,121	370,345	20,307	(104,658)	885,576
其他營運資產變動量	52,987	22,819	62,409	(44,895)	15,570	7,541
毛投資	2,091,229	495,151	357,075	(294,886)	386,668	1,505,888
自由現金流量	(1,311,666)	65,932	(73,990)	714,360	280,896	(1,164,106)

第二節 預估財務報表

一、未來營業損益及相關的資產負債項目之預估假設

以下將 GU 在代工(OEM/ODM)及自有品牌(OBM)以及通路的事業單位，拆分成四區塊的營業損益：1.北美代工貼牌事業(NA Private Label)；2.北美自有品牌事業(NA Branded)；3.歐洲區事業；4.東亞區事業。以上區分方式並非十分嚴謹的將代工，自有品牌或地理區域做詳細的拆分，因各區域事業單位的銷售對象或有相同客戶為跨國性集團企業，此外，在共用資源服務(Shared Service)的內部組織單位，如營運總部的卓越中心——專利中心、資訊中心、設計中心及流程效率中心等單位元的資源或費用分攤，實際上未能達到完全合理分攤到以上各區事業單位之故。因此，亦無法就此四個區塊做相關獨立的資產負債表及現金流量表。本文僅就各自的營業損益，作為輔助分析的參考。

以下與四區營業損益同時列示了 GU 公司上市公告之集團合併營業損益。本研究在開始進行損益預估的參數假設前，已分別就四區塊事業單位之營收年增率、毛利年增率、營業費用年增率以及營業利益年增率此四項自變數因子和應變數—GU 集團營收年增率；以及四個事業區塊的銷貨毛利率、營業費用率及營業利潤率這三個自變數因子與應變數—GU 集團營收毛利率做相關顯著性檢定，結果顯示：歐洲事業單位的營收及營業費用與集團營收和獲利相關性最高；此外，北美自有品牌事業之銷貨毛利率也是對集團營業損益有重要影響的因素。雖然，相關性檢定中未發現東亞事業區塊的營業損益對集團有重要的關聯度，主要是因為東亞區塊過去的營收及獲利均佔集團很小的比例。然而，在近幾年歐美經濟受創景氣低迷，民眾消費及需求下降，以及中國和亞洲新興市場的經濟成長與國民所得提高，消費習性改變等環境背景下，中國大陸國內對衛浴廚房設備的需求，預估仍將維持相對於歐美國家較高數倍的成長。GU 公司在 2006 年購併的麗舍精品衛廚傢俱通路商，其目前在台灣，中國大陸有設置直營旗艦店及加盟的經銷商網絡，主要代理國外高價位元精品衛浴廚房設備及傢俱。此外，2007 年歐美地區金融風暴後，GU 公司面對其創業以來最主要的銷售市場—歐美地區的銷售額驟減，市場需求停滯，於是將部份集團資源投入到中國市場的開發佈建，主要是加強推廣其自創品牌 Gobo 的衛浴產品，經過一系列的市場調研及門店改造和行銷推廣活動，與當地經銷商合作，將 Gobo 定位在中價位產品帶，以高於同價位帶產品之品質拓展銷售，並鎖定工程開發商

或建築商通路為主要銷售目標客戶。同時，正企劃引進集團在國外具知名度及口碑的自有品牌衛浴產品到台灣及中國大陸地區，經由麗舍集團的通路行銷，以為同一集團在同一市場，但產品形象，價格定位不同的產品在合作經銷商及消費者認知下，有清楚的區隔，希冀在東亞市場中，以自有品牌及自有通路來拓展營銷規模及分散獲利來源，同時也達到分散營銷活動集中於同一市場的營運風險。

根據以上的說明解析，本文對於預估財務報表的假設條件如下：

(一) 預估損益表

對四個事業區塊未來樂觀/中立/保守情境營業收入相關財務比率假設如下表：

表 5-12 四個事業區塊 2012 年~2021 年樂觀/中立/保守情境營收相關比率假設

北美代工 (OEM) 事業單位及北美自有品牌 (OBM) 事業單位預估未來財務報表之假設財務比率：

	北美 OEM (歷史)	北美 OEM (中立)	北美 OEM (樂觀/保守)	北美 OBM (歷史)	北美 OBM (中立)	北美 OBM (樂觀/保守)
營收成長率	8.0%	10.0%	+ 5% / - 5%	4.0%	6.0%	+ 4% / - 3%
毛利率	25.8%	26.0%		32.6%	32.0%	
營業費用率	6.8%	11.0%		37.0%	26.0%	
營業利潤率	17.1%	15.0%		5.4%	6.0%	

歐洲事業單位預估未來財務報表之假設財務比率：

	歐洲(歷史)	歐洲(中立)	歐洲(樂觀/保守)
收成長率	125%(03'~11') -45%(08'購併隔年)	10% (2012~2014) 5% (2015~2021)	+ 5%/- 4% (2012~2014) + 1%/- 2% (2015~2020)
毛利率		23.5%	23.0%
營業費用率		17.4%	18.0%
營業利潤率		4.0%	5.0%

東亞事業單位預估未來財務報表之假設財務比率：

	東亞(歷史)	東亞(中立)	東亞(樂觀/保守)	GU(歷史)
營收成長率	29%(03'~11') -51%(08'購併隔年)	15% (2012~2014) 8% (2015~2017) 5% (2019~2021)	+5%/- 5% (2012~2014) +2%/-3% (2015~2021)	15%(03'~11') -5%(08'~11',年平均)
毛利率		38.5%	38.0%	30.6%
營業費用率		50.7%	35.0%	25.8%
營業利潤率		(12.7%)	3.0%	4.4%

表 5-13 四個事業區塊及集團 2003 年~2011 年營業損益

幣別: 新台幣千元

1.北美 代工貼牌	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
營業收入淨額	3,101,973	5,560,533	5,704,644	5,187,157	5,447,298	5,464,952	4,898,548	5,260,071	4,850,404
營業毛利	939,201	1,518,116	1,817,820	1,254,618	959,350	1,305,309	1,611,285	1,546,945	903,169
營業費用		317,588	665,289	311,550	294,023	306,140	350,876	324,058	309,946
邊際貢獻	939,201	1,200,529	1,152,532	943,068	666,694	785,923	1,084,906	1,037,615	399,449
2.北美 自有品牌	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
營業收入淨額	3,390,304	3,806,816	4,567,684	5,233,728	5,571,704	4,474,354	4,693,057	4,955,837	4,181,022
營業毛利	405,460	800,259	1,386,559	1,729,779	1,790,404	1,678,395	1,697,739	1,695,699	1,519,590
營業費用	493,583	5,207,269	874,816	1,377,479	1,546,260	1,024,180	991,549	959,903	934,617
邊際貢獻	(179,975)	(31,511)	434,488	403,583	291,959	205,491	222,716	329,114	241,104
3.歐洲區	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
營業收入淨額	280,359	467,372	849,489	1,381,817	12,826,717	7,103,811	9,458,329	8,316,138	7,146,205
營業毛利	86,734	100,841	191,815	267,259	2,959,180	1,755,588	2,262,561	2,051,977	1,986,823
營業費用		48,744	100,744	203,159	2,195,679	1,491,953	1,851,084	1,750,953	1,659,897
邊際貢獻	86,734	52,097	91,070	64,100	763,502	(66,421)	35,374	18,053	(27,226)
4.東亞區	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
營業收入淨額	292,480	387,216	615,227	969,879	2,345,174	1,142,635	1,141,605	1,119,159	1,103,282
營業毛利	85,892	84,191	149,882	642,715	1,383,059	395,269	372,453	377,832	397,290
營業費用	121,138	104,120	140,193	1,200,885	1,836,538	403,767	414,695	399,744	509,990
邊際貢獻	(42,982)	(11,426)	(5,302)	(558,170)	(453,488)	2,870	(79,962)	(38,418)	(120,440)
年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
營業收入淨額	7,632,367	10,105,446	9,720,078	12,810,444	23,077,332	22,903,087	21,296,146	21,419,384	18,502,249
營業毛利	2,434,788	3,325,371	3,265,126	4,023,299	6,358,096	6,956,609	6,589,520	6,299,961	5,101,469
營業費用	1,990,962	2,375,311	2,818,329	3,179,794	5,336,582	5,982,088	5,478,742	5,447,997	5,250,885
稅後純益	232,809	469,962	217,862	500,162	708,558	301,095	406,367	801,687	307,555
使用匯率: USD/NTD	34.05	32.22	32.19	32.54	32.84	31.52	33.05	31.64	30.30

以下說明損益項目預估假設的立論基礎：

1、計算四區 2003 年~2011 年個別實際營收成長率/毛利率/營業費用率的年度算術平均值，以其歷史平均比率為基礎並考量近期產業環境及各區景氣趨勢，預估未來十年 2012 年~2021 年四區個別之中立/樂觀/保守情境下的預估營收成長率/預估毛利率/預估營業費用率，帶入計算而得出四區各自的十年預估損益。

2、本研究對歐洲及東亞事業單位於 2012 年~2014 年預估較高之營收成長率原因有二：(1).是以此作為二事業單位未來 3 年之營收挑戰值，並將以期末實績作為這二區事業單位主要的績效考核評估標準，以使營業績效與數字掛勾，成為鼓勵銷售業務團隊達成目標營收及利潤之誘因。(2).同樣在這二個事業單位，分別預估較歷史平均值為高的營業利潤率是因為歐洲事業單位在過去一年中，已進行了營運費用精減計劃，以及關閉一個英國當地的物流配送倉儲中心；而東亞事業單位近幾年的銷貨毛利率不低，但因過去二年，是本區域自有品牌 Gobo 及自有通路麗舍重新定位品牌形象及展店活動頻繁時期，發生較高額的廣告行銷費用所致。然而自新年度 2012 年起，此類行銷推廣費用及門店裝修補助費用等非常態性營業費用將大幅下降。

3、北美自有品牌事業單位(OBM)之營業費用率可自 37%大幅下降至 26%的原因是假設其端點對端點效益(end to end profit, 為集團性企業單項產品或單業別或單領域事業單位在集團全球營運流程與活動中，與此單業或單領域事業單位有相關者所獲取之營運效益總合)提升之故，而提升的緣由是因為專門生產北美自有品牌水龍頭，花灑的工廠，過去二年因產能利用率不足、不具地便之緣的供應鏈及生產廢損較高。本研究假設 2012 年起將此工廠之大部份自有品牌訂單轉往 GU 公司另一產能仍有餘裕且生產效率較高的工廠生產，以及將部份工廠自製費用率較高的北美區自有品牌產品品項發包給外部代工協力廠商，估算在未來三年中，每年節省大約 2500 萬人民幣的費用，並將此費用攤入北美自有品牌事業的營業利潤中。

4、合併四區事業單位的每期預估營業損益後，根據合併預估之營收成長率、毛利率、營業費用率，以母公司(即全集團)過去的合併營收規模為基礎，以預估未來十年的合併營業損益。

5、此外，在 GU 公司的全球集團架構下，每年仍有大約佔集團營收總額 2% 的不可分攤費用(來自於共用服務單位產生的費用)，本文將此費用分別在預估期間之 3/3/2/2 年期間以 2%/2.3%/2.5%/3% 的比率附加在合併損益表的營業費用率中，以反應集團整體實際合理的未來預估損益。

6、再者，參考過去年度損益表中各科目佔營收淨額的比率平均值；以及考量自 2013 年起，台灣上市公司財報編制須符合國際會計準則，將匯兌損益此項 GU 公司以及大部份國際企業產生營業外收支的金額納入營業費用科目中，故本研究對 GU 公司未來營業外收支合計數估計佔營收比 0%。

(二) 預估資產負債表

1、本研究假設年度流動資產金額的變動與營收淨額高度相關，依此假設將 2003 年~2011 年之營收淨額與同年流動資產之相關性為自變數因子，2012 年~2021 年之預估營收淨額與同年度預估流動資產之相關性為應變數，用最小平方法之陣列線性函數迴歸分析，得出預估 2012 年~2021 年年底的流動資產金額。

2、參考 2003 年~2011 年資產負債表中各科目佔資產總額比率的 9 年平均比率，再依近 3 年(2009 年~2011 年)之比率變化趨勢，做不同程度的微調，預估未來十年(2012 年~2021 年)的資產負債表各科目佔資產總額之平均比率，假設此一長期平均比率結構將持續維持十年期間不變。接著以前文預估 2012 年~2021 年各年底之流動資產金額分別帶入此資產負債表比率結構中，以求取其他資產負債表科目逐年的預估金額。

3、依據以上對未來財務報表所做假設的說明與解析，以下列示資產負債表各科目的歷史平均比率結構以及預估年間的預估比率結構，帶入下一章節由樂觀/中立/保守三種情境個別之預估營收迴歸分析而得之流動資產，即可產出各自情境下的預估資產負債表內各項貝的金額：

4、分別就預估損益表及預估資產負債表金額計算評價預估期間各期之營運投入資本報酬率 ROIC / 自由現金流量 FCF / 加權平均資金成本 WACC / 超額報酬率 Spread / 經濟利潤 EP。

5、預估期間各期之 WACC 計算，使用之資本結構來自於預估資產負債表之負債權重，權益權重則使用 2003 年~2011 年之平均每股市價與預估期間每年之股本相乘而得之股東權益市價計算其於各期估資本結構比重。

6、企業永續成長期間之營運投入資本報酬率 ROIC 及加權平均資金成本 WACC 是採用預估期間 2012 年~2021 年十年各期 ROIC 及 WACC 之算術平均數。

7、企業永續成長期間之自由現金流量成長率是採用預估期最後 3 年 2019 年~2021 年成長率之算術平均數。

表 5-14 GU 公司資產負債表項目歷史平均比率及未來十年(2012 年~2021 年)預估比率

預估年度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
現金及約當現金(千)	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
短期投資(千)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
應收帳款與票據合計(千)	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%
存貨(千)	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%
其他流動資產(千)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
流動資產(千)	71.5%	71.5%	71.5%	71.5%	71.5%	71.5%	71.5%	71.5%	71.5%	71.5%
長期投資(千)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
固定資產(千)	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
無形資產(千)	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
其他資產(千)	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
資產總計(千)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
短期借款(千)	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%
應付短期票券(千)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
應付帳款(千)	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%
一年內到期長期負債(千)	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
其他流動負債(千)	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
流動負債(千)	38.6%	38.6%	38.6%	38.6%	38.6%	38.6%	38.6%	38.6%	38.6%	38.6%
長期負債(千)	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
其他負債(千)	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
負債總計(千)	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%
股東權益(千)	46.8%	46.8%	46.8%	46.8%	46.8%	46.8%	46.8%	46.8%	46.8%	46.8%
股本(千)	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%

第三節 企業價值評估

依據以上對未來財務報表所做假設的說明與解析，以下列示 2012 年~2021 年樂觀/中立/保守三種假設情境之預估損益表、歷史及預估期的經濟利潤與可支配現金流量的長期變動趨勢表，以及企業股權價值預估表。

各情境求得 GU 公司股權預估價值分別為：NTD. 67.07 元(樂觀) / 41.84 元(中立) / 27.24 元(保守)。

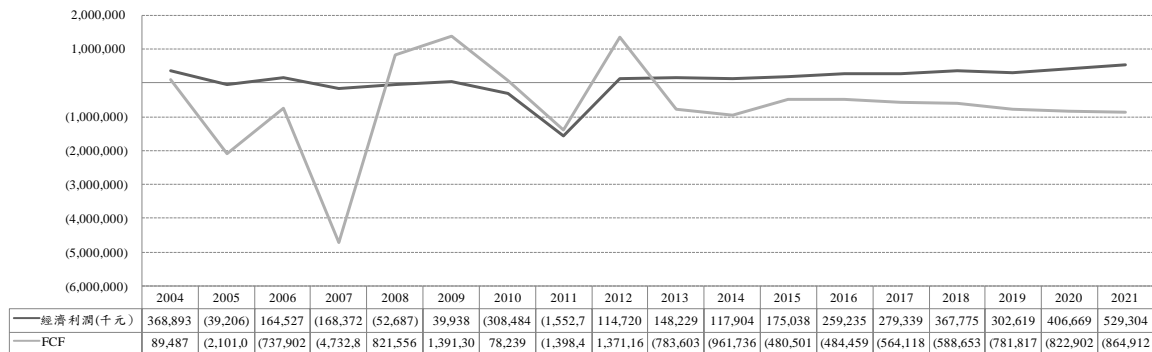
一、樂觀情境

(一) 未來預估損益表－樂觀

(單位：新台幣千元)

預測年度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
營業收入淨額	21,112,823	24,104,414	27,534,297	30,217,173	33,199,645	36,518,884	40,217,006	44,341,770	48,947,357	54,095,276
營業成本	15,421,907	17,611,714	20,122,038	22,068,068	24,231,032	26,637,908	29,319,281	32,309,847	35,648,988	39,381,434
營業毛利	5,690,917	6,492,700	7,412,259	8,149,105	8,968,613	9,880,975	10,897,725	12,031,923	13,298,369	14,713,842
營業費用	4,439,421	5,062,620	5,860,252	6,404,311	7,004,986	7,741,816	8,483,432	9,526,263	10,459,284	11,494,439
營業費用—推銷費用	2,216,846	2,651,486	3,028,773	3,323,889	3,651,961	4,017,077	4,423,871	4,877,595	5,384,209	5,950,480
營業費用—管理費用	1,905,883	2,049,568	2,280,794	2,476,079	2,689,032	2,921,323	3,174,788	3,540,124	3,851,391	4,191,577
營業費用—研發費用	316,692	361,566	550,686	604,343	663,993	803,415	884,774	1,108,544	1,223,684	1,352,382
營業利益	1,251,495	1,430,080	1,552,006	1,744,793	1,963,628	2,139,160	2,414,293	2,505,660	2,839,085	3,219,402
利息收入	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
營業外收入	211,128	241,044	275,343	302,172	331,996	365,189	402,170	443,418	489,474	540,953
營業外收入合計	211,128	241,044	275,343	302,172	331,996	365,189	402,170	443,418	489,474	540,953
利息費用	211,128	241,044	275,343	302,172	332,398	365,632	402,170	443,418	489,474	540,953
營業外支出	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
營業外支出合計	211,128	241,044	275,343	302,172	332,398	365,632	402,170	443,418	489,474	540,953
稅前淨利	1,251,495	1,430,080	1,552,006	1,744,793	2,063,227	2,248,717	2,534,944	2,727,369	3,083,822	3,489,879
所得稅費用	212,754	243,114	263,841	296,615	350,749	382,282	430,940	463,653	524,250	593,279
本期稅後淨利	1,038,741	1,186,966	1,288,165	1,448,178	1,712,478	1,866,435	2,104,003	2,263,716	2,559,572	2,896,599
預測營業收入淨額成長率	114.11%	114.17%	114.23%	109.74%	109.87%	110.00%	110.13%	110.26%	110.39%	110.52%
營業成本	73.05%	73.06%	73.08%	73.03%	72.99%	72.94%	72.90%	72.87%	72.83%	72.80%
營業費用—推銷費用	10.50%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
營業費用—管理費用	9.03%	8.50%	8.28%	8.19%	8.10%	8.00%	7.89%	7.98%	7.87%	7.75%
營業費用—研發費用	1.50%	1.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.20%	2.20%	2.50%	2.50%	2.50%
營業費用	21.03%	21.00%	21.28%	21.19%	21.10%	21.20%	21.09%	21.48%	21.37%	21.25%
利息收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
營業外收入	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
利息費用	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	0.70%	0.70%	0.70%	0.50%	0.50%	0.50%
營業外支出	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得稅率	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
淨利率	4.92%	4.92%	4.68%	4.79%	5.16%	5.11%	5.23%	5.11%	5.23%	5.35%

(二) 經濟利潤與可支配現金流量趨勢－樂觀



(三) 未來預估資產負債表－樂觀

預測年度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
現金及約當現金	3,744,858	4,207,126	4,737,120	5,151,685	5,612,544	6,125,441	6,696,884	7,334,252	8,045,919	8,841,388
短期投資	170,221	191,233	215,324	234,167	255,116	278,429	304,404	333,375	365,724	401,881
應收帳款及票據	3,512,084	3,945,618	4,442,668	4,831,464	5,263,677	5,744,693	6,280,616	6,878,367	7,545,798	8,291,822
存貨	4,036,252	4,534,489	5,105,723	5,552,545	6,049,265	6,602,071	7,217,979	7,904,942	8,671,985	9,529,350
其他流動資產	514,013	577,463	650,209	707,111	770,368	840,767	919,203	1,006,687	1,104,369	1,213,554
流動資產	12,178,926	13,682,301	15,405,933	16,754,169	18,252,962	19,920,991	21,779,422	23,852,255	26,166,718	28,753,721
長期投資	166,389	186,929	210,477	228,897	249,373	272,162	297,552	325,871	357,492	392,836
固定資產	2,527,563	2,839,567	3,197,282	3,477,090	3,788,143	4,134,318	4,520,009	4,950,197	5,430,530	5,967,426
無形資產	1,603,482	1,801,417	2,028,351	2,205,860	2,403,192	2,622,805	2,867,487	3,140,397	3,445,120	3,785,725
其他資產	545,723	613,087	690,321	750,734	817,893	892,635	975,909	1,068,790	1,172,499	1,288,419
資產總額	17,022,083	19,123,301	21,532,364	23,416,749	25,511,562	27,842,911	30,440,380	33,337,510	36,572,359	40,188,127
短期借款	1,685,711	1,893,797	2,132,368	2,318,980	2,526,431	2,757,307	3,014,536	3,301,442	3,621,791	3,979,864
應付短期票券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
應付帳款及票據	2,808,644	3,155,345	3,552,840	3,863,764	4,209,408	4,594,080	5,022,663	5,500,689	6,034,439	6,631,041
一年內到期之長期負債	255,331	286,850	322,985	351,251	382,673	417,644	456,606	500,063	548,585	602,822
其他流動負債	255,331	286,850	322,985	351,251	382,673	417,644	456,606	500,063	548,585	602,822
流動負債	6,575,874	7,387,604	8,318,260	9,046,224	9,855,481	10,756,114	11,759,553	12,878,756	14,128,424	15,525,247
長期負債	2,172,051	2,440,170	2,747,571	2,988,022	3,255,324	3,552,809	3,884,251	4,253,930	4,666,703	5,128,082
其他負債	304,188	341,738	384,788	418,463	455,897	497,559	543,976	595,749	653,556	718,171
負債總額	9,052,113	10,169,512	11,450,619	12,452,709	13,566,703	14,806,482	16,187,781	17,728,435	19,448,684	21,371,500
股東權益總額	7,969,970	8,953,789	10,081,745	10,964,040	11,944,860	13,036,429	14,252,599	15,609,075	17,123,675	18,816,626
負債及股東權益總額	17,022,083	19,123,301	21,532,364	23,416,749	25,511,562	27,842,911	30,440,380	33,337,510	36,572,359	40,188,127
預測營業收入淨額	21,112,823	24,104,414	27,534,297	30,217,173	33,199,645	36,518,884	40,217,006	44,341,770	48,947,357	54,095,276
預測年度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
資產總額每年增減率	(1.71%)	12.34%	12.60%	8.75%	8.95%	9.14%	9.33%	9.52%	9.70%	9.89%
現金及約當現金	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
短期投資	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
應收帳款及票據	20.63%	20.63%	20.63%	20.63%	20.63%	20.63%	20.63%	20.63%	20.63%	20.63%
存貨	23.71%	23.71%	23.71%	23.71%	23.71%	23.71%	23.71%	23.71%	23.71%	23.71%
其他流動資產	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%
流動資產	71.55%	71.55%	71.55%	71.55%	71.55%	71.55%	71.55%	71.55%	71.55%	71.55%
長期投資	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%
固定資產	14.85%	14.85%	14.85%	14.85%	14.85%	14.85%	14.85%	14.85%	14.85%	14.85%
無形資產	9.42%	9.42%	9.42%	9.42%	9.42%	9.42%	9.42%	9.42%	9.42%	9.42%
其他資產	3.21%	3.21%	3.21%	3.21%	3.21%	3.21%	3.21%	3.21%	3.21%	3.21%
資產總額	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
短期借款	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%
應付短期票券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
應付帳款及票據	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%
一年內到期之長期負債	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
其他流動負債	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
流動負債	38.63%	38.63%	38.63%	38.63%	38.63%	38.63%	38.63%	38.63%	38.63%	38.63%
長期負債	12.76%	12.76%	12.76%	12.76%	12.76%	12.76%	12.76%	12.76%	12.76%	12.76%
其他負債及準備	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%
負債總額	53.18%	53.18%	53.18%	53.18%	53.18%	53.18%	53.18%	53.18%	53.18%	53.18%
股東權益總額	46.82%	46.82%	46.82%	46.82%	46.82%	46.82%	46.82%	46.82%	46.82%	46.82%
負債及股東權益總額	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

(四) 預估企業股權價值 — 樂觀

可支配現金流量評價			
預測年度	可支配現金流量	折現因子	可支配現金流量的現值 (單位:新台幣千元)
		4.08%	
2012E	1,371,161	0.9608	1,317,452
2013E	(783,603)	0.9232	(723,418)
2014E	(961,736)	0.8870	(853,091)
2015E	(480,501)	0.8523	(409,525)
2016E	(484,459)	0.8189	(396,724)
2017E	(564,118)	0.7868	(443,862)
2018E	(588,653)	0.7560	(445,025)
2019E	(781,817)	0.7264	(567,906)
2020E	(822,902)	0.6979	(574,335)
2021E	(864,912)	0.6706	(580,010)
存續價值	44,036,022	0.6706	29,530,583
營運價值			25,854,139
非營運投資的價值			106,265
全部企業價值			25,960,404
減:負債價值			5,370,686
權益價值			20,589,718
每股權益價值	306,981		67.07

經濟利潤評價			
預測年度	經濟利潤	折現因子	可支配現金流量的現值 (單位:新台幣千元)
		4.08%	
2012E	114,720	0.9608	110,227
2013E	148,229	0.9232	136,844
2014E	117,904	0.8870	104,584
2015E	175,038	0.8523	149,182
2016E	259,235	0.8189	212,288
2017E	279,339	0.7868	219,791
2018E	367,775	0.7560	278,040
2019E	302,619	0.7264	219,820
2020E	406,669	0.6979	283,830
2021E	529,304	0.6706	354,951
存續價值	12,986,516	0.6706	8,708,765
經濟利潤的現值			10,778,324
投入資本(年初)			12,768,945
			23,547,269
年中調整因子			1.0204
營運價值			24,027,247
非營運投資的價值			106,265
全部企業價值			24,133,512
減:負債價值			5,370,686
權益價值			18,762,826
每股權益價值	306,981		61.12

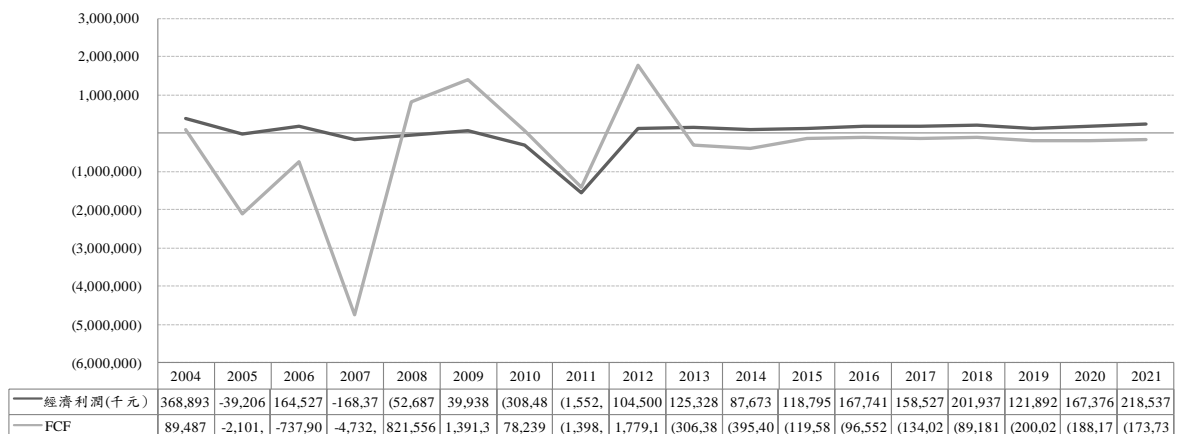
二、中立情境

(一) 未來預估損益表 — 中立

(單位：新台幣千元)

預測年度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
營業收入淨額	20,232,476	22,133,842	24,224,144	25,888,171	27,677,472	29,602,302	31,605,921	33,759,532	36,075,463	38,567,132
營業成本	14,776,804	16,167,529	17,695,900	18,906,115	20,207,265	21,606,798	23,070,721	24,644,472	26,337,101	28,158,461
營業毛利	5,455,672	5,966,312	6,528,244	6,982,056	7,470,206	7,995,503	8,535,200	9,115,060	9,738,362	10,408,671
營業費用	4,257,163	4,654,865	5,165,591	5,505,028	5,868,547	6,317,200	6,713,258	7,305,212	7,769,089	8,265,193
營業費用—推銷費用	2,124,410	2,434,723	2,664,656	2,847,699	3,044,522	3,256,253	3,476,651	3,713,549	3,968,301	4,242,384
營業費用—管理費用	1,829,265	1,888,135	2,016,452	2,139,566	2,270,476	2,409,696	2,541,276	2,747,676	2,898,901	3,058,630
營業費用—研發費用	303,487	332,008	484,483	517,763	553,549	651,251	695,330	843,988	901,887	964,178
營業利益	1,198,509	1,311,447	1,362,653	1,477,028	1,601,659	1,678,304	1,821,942	1,809,848	1,969,273	2,143,478
利息收入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
營業外收入	202,325	221,338	242,241	258,882	276,775	296,023	316,059	337,595	360,755	385,671
營業外收入合計	202,325	221,338	242,241	258,882	276,775	296,023	316,059	337,595	360,755	385,671
利息費用	202,325	221,338	242,241	258,882	193,742	207,216	221,241	168,798	180,377	192,836
營業外支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
營業外支出合計	202,325	221,338	242,241	258,882	193,742	207,216	221,241	168,798	180,377	192,836
稅前淨利	1,198,509	1,311,447	1,362,653	1,477,028	1,684,692	1,767,111	1,916,760	1,978,646	2,149,651	2,336,314
所得稅費用	203,747	222,946	231,651	251,095	286,398	300,409	325,849	336,370	365,441	397,173
本期稅後淨利	994,763	1,088,501	1,131,002	1,225,933	1,398,294	1,466,702	1,590,911	1,642,276	1,784,210	1,939,140
預估B/S	16,403,749	17,739,220	19,207,396	20,376,167	21,632,927	22,984,879	24,392,171	25,904,813	27,531,464	29,281,549
資產/營收比	81.08%	80.15%	79.29%	78.71%	78.16%	77.65%	77.18%	76.73%	76.32%	75.92%
預測營業收入淨額成長率	109.35%	109.40%	109.44%	106.87%	106.91%	106.95%	106.77%	106.81%	106.86%	106.91%
營業成本	73.04%	73.04%	73.05%	73.03%	73.01%	72.99%	72.99%	73.00%	73.01%	73.01%
營業費用—推銷費用	10.50%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
營業費用—管理費用	9.04%	8.53%	8.32%	8.26%	8.20%	8.14%	8.04%	8.14%	8.04%	7.93%
營業費用—研發費用	1.50%	1.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.20%	2.20%	2.50%	2.50%	2.50%
營業費用	21.04%	21.03%	21.32%	21.26%	21.20%	21.34%	21.24%	21.64%	21.54%	21.43%
利息收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
營業外收入	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
利息費用	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	0.70%	0.70%	0.70%	0.50%	0.50%	0.50%
營業外支出	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得稅率	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
淨利率	4.92%	4.92%	4.67%	4.74%	5.05%	4.95%	5.03%	4.86%	4.95%	5.03%

(二) 經濟利潤與可支配現金流量趨勢 — 中立



(三) 未來預估資產負債表 — 中立

預測年度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
現金及約當現金	3,608,825	3,902,628	4,225,627	4,482,757	4,759,244	5,056,673	5,366,278	5,699,059	6,056,922	6,441,941	
短期投資	164,037	177,392	192,074	203,762	216,329	229,849	243,922	259,048	275,315	292,815	
應收帳款及票據	3,384,506	3,660,047	3,962,969	4,204,116	4,463,417	4,742,359	5,032,718	5,344,815	5,680,434	6,041,520	
存貨	3,889,633	4,206,298	4,554,430	4,831,567	5,129,568	5,450,141	5,783,836	6,142,512	6,528,221	6,943,198	
其他流動資產	495,341	535,668	580,002	615,295	653,246	694,070	736,566	782,243	831,363	884,210	
流動資產	11,736,522	12,692,022	13,742,469	14,578,699	15,477,883	16,445,175	17,452,061	18,534,324	19,698,157	20,950,305	
長期投資	160,345	173,399	187,751	199,175	211,460	224,675	238,431	253,217	269,118	286,225	
固定資產	2,435,748	2,634,049	2,852,054	3,025,602	3,212,215	3,412,962	3,621,927	3,846,535	4,088,072	4,347,938	
無形資產	1,545,235	1,671,036	1,809,339	1,919,437	2,037,824	2,165,178	2,297,745	2,440,236	2,593,467	2,758,325	
其他資產	525,899	568,714	615,783	653,254	693,545	736,888	782,005	830,500	882,650	938,757	
資產總額	16,403,749	17,739,220	19,207,396	20,376,167	21,632,927	22,984,879	24,392,171	25,904,813	27,531,464	29,281,549	
短期借款	1,624,477	1,756,730	1,902,125	2,017,869	2,142,327	2,276,212	2,415,577	2,565,375	2,726,464	2,899,776	
應付短期票券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
應付帳款及票據	2,706,619	2,926,971	3,169,220	3,362,068	3,569,433	3,792,505	4,024,708	4,274,294	4,542,692	4,831,456	
一年內到期之長期負債	246,056	266,088	288,111	305,643	324,494	344,773	365,883	388,572	412,972	439,223	
其他流動負債	246,056	266,088	288,111	305,643	324,494	344,773	365,883	388,572	412,972	439,223	
流動負債	6,337,003	6,852,914	7,420,091	7,871,604	8,357,108	8,879,387	9,423,044	10,007,399	10,635,798	11,311,881	
長期負債	2,093,150	2,263,559	2,450,901	2,600,038	2,760,403	2,932,915	3,112,488	3,305,504	3,513,068	3,736,382	
其他負債	293,139	317,004	343,240	364,127	386,585	410,745	435,894	462,925	491,993	523,268	
負債總額	8,723,291	9,433,477	10,214,232	10,835,769	11,504,097	12,223,046	12,971,425	13,775,828	14,640,859	15,571,531	
股東權益總額	7,680,458	8,305,744	8,993,163	9,540,398	10,128,830	10,761,832	11,420,745	12,128,985	12,890,605	13,710,019	
負債及股東權益總額	16,403,749	17,739,220	19,207,396	20,376,167	21,632,927	22,984,879	24,392,171	25,904,813	27,531,464	29,281,549	
預測營業收入淨額	20,232,476	22,133,842	24,224,144	25,888,171	27,677,472	29,602,302	31,605,921	33,759,532	36,075,463	38,567,132	
預測年度	前十年平均	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
資產總額每年增減率	17,317,615	(5.28%)	8.14%	8.28%	6.09%	6.17%	6.25%	6.12%	6.20%	6.28%	6.36%
現金及約當現金	21.31%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
短期投資	0.88%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
應收帳款及票據	20.61%	20.63%	20.63%	20.63%	20.63%	20.63%	20.63%	20.63%	20.63%	20.63%	20.63%
存貨	23.87%	23.71%	23.71%	23.71%	23.71%	23.71%	23.71%	23.71%	23.71%	23.71%	23.71%
其他流動資產	3.25%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%	3.02%
流動資產	71.09%	71.55%	71.55%	71.55%	71.55%	71.55%	71.55%	71.55%	71.55%	71.55%	71.55%
長期投資	0.73%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%
固定資產	14.03%	14.85%	14.85%	14.85%	14.85%	14.85%	14.85%	14.85%	14.85%	14.85%	14.85%
無形資產	11.59%	9.42%	9.42%	9.42%	9.42%	9.42%	9.42%	9.42%	9.42%	9.42%	9.42%
其他資產	2.56%	3.21%	3.21%	3.21%	3.21%	3.21%	3.21%	3.21%	3.21%	3.21%	3.21%
資產總額	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
短期借款	8.84%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%
應付短期票券	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
應付帳款及票據	25.67%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%
一年內到期之長期負債	1.59%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
其他流動負債	1.89%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
流動負債	38.60%	38.63%	38.63%	38.63%	38.63%	38.63%	38.63%	38.63%	38.63%	38.63%	38.63%
長期負債	15.25%	12.76%	12.76%	12.76%	12.76%	12.76%	12.76%	12.76%	12.76%	12.76%	12.76%
其他負債及準備	1.50%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%
負債總額	55.35%	53.18%	53.18%	53.18%	53.18%	53.18%	53.18%	53.18%	53.18%	53.18%	53.18%
股東權益總額	44.65%	46.82%	46.82%	46.82%	46.82%	46.82%	46.82%	46.82%	46.82%	46.82%	46.82%
負債及股東權益總額	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

(四) 預估企業股權價值 — 中立

可支配現金流量評價(中立)			
預測年度	可支配現金流量	折現因子 4.08%	可支配現金流量的現值 (單位:新台幣千元)
2012E	1,779,137	0.9608	1,709,447
2013E	(306,382)	0.9232	(282,850)
2014E	(395,402)	0.8870	(350,734)
2015E	(119,584)	0.8523	(101,920)
2016E	(96,552)	0.8189	(79,066)
2017E	(134,023)	0.7868	(105,453)
2018E	(89,181)	0.7560	(67,421)
2019E	(200,026)	0.7264	(145,297)
2020E	(188,170)	0.6979	(131,332)
2021E	(173,735)	0.6706	(116,507)
存續價值	26,513,305	0.6706	17,779,838
營運價值			18,108,707
非營運投資的價值			106,265
全部企業價值			18,214,972
減:負債價值			5,370,686
權益價值			12,844,286
每股權益價值	306,981		41.84
經濟利潤評價(中立)			
預測年度	經濟利潤	折現因子 4.08%	可支配現金流量的現值 (單位:新台幣千元)
2012E	104,500	0.9608	100,407
2013E	125,328	0.9232	115,702
2014E	87,673	0.8870	77,769
2015E	118,795	0.8523	101,247
2016E	167,741	0.8189	137,363
2017E	158,527	0.7868	124,733
2018E	201,937	0.7560	152,665
2019E	121,892	0.7264	88,541
2020E	167,376	0.6979	116,818
2021E	218,537	0.6706	146,551
存續價值	5,361,284	0.6706	3,595,281
經濟利潤的現值			4,757,079
投入資本(年初)			12,768,945
			17,526,024
年中調整因子			1.02
營運價值			17,883,267
非營運投資的價值			106,265
全部企業價值			17,989,532
減:負債價值			5,370,686
權益價值			12,618,846
每股權益價值	306,981		41.11

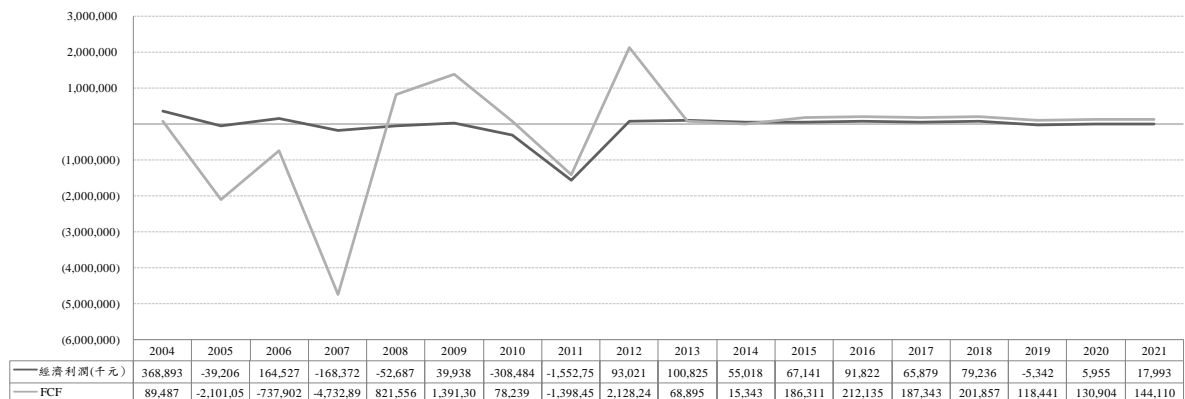
三、保守情境

(一) 未來預估損益表－保守

(單位：新台幣千元)

預測年度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
營業收入淨額	19,473,407	20,500,933	21,588,433	22,387,767	23,218,664	24,082,453	24,980,516	25,914,300	26,885,316	27,895,143
營業成本	14,221,056	14,972,133	15,766,657	16,348,127	16,952,464	17,580,627	18,233,614	18,912,469	19,618,282	20,352,191
營業毛利	5,252,350	5,528,800	5,821,776	6,039,640	6,266,200	6,501,825	6,746,902	7,001,831	7,267,035	7,542,952
營業費用	4,102,741	4,322,316	4,620,239	4,786,566	4,959,269	5,186,774	5,374,818	5,699,697	5,907,422	6,123,216
營業費用—推銷費用	2,044,708	2,255,103	2,374,728	2,462,654	2,554,053	2,649,070	2,747,857	2,850,573	2,957,385	3,068,466
營業費用—管理費用	1,765,932	1,759,700	1,813,742	1,876,156	1,940,843	2,007,890	2,077,390	2,201,267	2,277,905	2,357,372
營業費用—研發費用	292,101	307,514	431,769	447,755	464,373	529,814	549,571	647,858	672,133	697,379
營業利益	1,149,610	1,206,484	1,201,538	1,253,074	1,306,930	1,315,051	1,372,083	1,302,134	1,359,612	1,419,736
利息收入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
營業外收入	194,734	205,009	215,884	223,878	232,187	240,825	249,805	259,143	268,853	278,951
營業外收入合計	194,734	205,009	215,884	223,878	232,187	240,825	249,805	259,143	268,853	278,951
利息費用	194,734	205,009	215,884	223,878	232,187	240,825	249,805	259,143	268,853	278,951
營業外支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
營業外支出合計	194,734	205,009	215,884	223,878	232,187	240,825	249,805	259,143	268,853	278,951
稅前淨利	1,149,610	1,206,484	1,201,538	1,253,074	1,376,586	1,387,299	1,447,025	1,431,705	1,494,039	1,559,212
所得稅費用	195,434	205,102	204,261	213,023	234,020	235,841	245,994	243,390	253,987	265,066
本期稅後淨利	954,176	1,001,382	997,276	1,040,051	1,142,567	1,151,458	1,201,031	1,188,315	1,240,052	1,294,146
預估BS	15,870,598	16,592,307	17,356,139	17,917,571	18,501,173	19,107,876	19,738,652	20,394,519	21,076,537	21,785,813
資產/營收比	81.50%	80.93%	80.40%	80.03%	79.68%	79.34%	79.02%	78.70%	78.39%	78.10%
預測營業收入淨額成長率	105.25%	105.28%	105.30%	103.70%	103.71%	103.72%	103.73%	103.74%	103.75%	103.76%
營業成本	73.03%	73.03%	73.03%	73.02%	73.01%	73.00%	72.99%	72.98%	72.97%	72.96%
營業費用—推銷費用	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
營業費用—管理費用	9.07%	8.58%	8.40%	8.38%	8.36%	8.34%	8.32%	8.49%	8.47%	8.45%
營業費用—研發費用	1.50%	1.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.20%	2.20%	2.50%	2.50%	2.50%
營業費用	21.07%	21.08%	21.40%	21.38%	21.36%	21.54%	21.52%	21.99%	21.97%	21.95%
利息收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
營業外收入	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
利息費用	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	0.70%	0.70%	0.70%	0.50%	0.50%	0.50%
營業外支出	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得稅率	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
淨利率	4.90%	4.88%	4.62%	4.65%	4.92%	4.78%	4.81%	4.59%	4.61%	4.64%

(二) 經濟利潤與可支配現金流量趨勢－保守



(三) 未來預估資產負債表 — 保守

預測年度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
現金及約當現金	3,491,532	3,650,307	3,818,351	3,941,866	4,070,258	4,203,733	4,342,504	4,486,794	4,636,838	4,792,879
短期投資	158,706	165,923	173,561	179,176	185,012	191,079	197,387	203,945	210,765	217,858
應收帳款及票據	3,274,504	3,423,410	3,581,008	3,696,846	3,817,257	3,942,435	4,072,581	4,207,902	4,348,620	4,494,961
存貨	3,763,213	3,934,344	4,115,462	4,248,588	4,386,971	4,530,832	4,680,401	4,835,919	4,997,638	5,165,820
其他流動資產	479,242	501,035	524,100	541,054	558,677	576,997	596,044	615,850	636,444	657,862
流動資產	11,355,064	11,871,430	12,417,936	12,819,628	13,237,182	13,671,265	14,122,572	14,591,830	15,079,798	15,587,270
長期投資	155,134	162,188	169,655	175,143	180,847	186,778	192,944	199,355	206,021	212,955
固定資產	2,356,582	2,463,747	2,577,166	2,660,532	2,747,189	2,837,277	2,930,939	3,028,327	3,129,598	3,234,916
無形資產	1,495,012	1,562,997	1,634,950	1,687,837	1,742,812	1,799,964	1,859,383	1,921,166	1,985,512	2,052,226
其他資產	508,806	531,944	556,432	574,432	593,142	612,593	632,815	653,842	675,707	698,446
資產總額	15,870,598	16,592,307	17,356,139	17,917,571	18,501,173	19,107,876	19,738,652	20,394,519	21,076,537	21,785,813
短期借款	1,571,679	1,643,150	1,718,793	1,774,392	1,832,187	1,892,269	1,954,735	2,019,686	2,087,227	2,157,467
應付短期票券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
應付帳款及票據	2,618,649	2,737,731	2,863,763	2,956,399	3,052,693	3,152,799	3,256,878	3,365,096	3,477,629	3,594,659
一年內到期之長期負債	238,059	248,885	260,342	268,764	277,518	286,618	296,080	305,918	316,148	326,787
其他流動負債	238,059	248,885	260,342	268,764	277,518	286,618	296,080	305,918	316,148	326,787
流動負債	6,131,039	6,409,845	6,704,924	6,921,814	7,147,267	7,381,645	7,625,323	7,878,694	8,142,167	8,416,171
長期負債	2,025,119	2,117,210	2,214,677	2,286,317	2,360,785	2,438,202	2,518,690	2,602,380	2,689,407	2,779,912
其他負債	283,611	296,508	310,158	320,191	330,620	341,462	352,734	364,455	376,642	389,317
負債總額	8,439,769	8,823,563	9,229,759	9,528,321	9,838,673	10,161,309	10,496,747	10,845,528	11,208,216	11,585,400
股東權益總額	7,430,829	7,768,743	8,126,380	8,389,250	8,662,500	8,946,567	9,241,905	9,548,991	9,868,321	10,200,413
負債及股東權益總額	15,870,598	16,592,307	17,356,139	17,917,571	18,501,173	19,107,876	19,738,652	20,394,519	21,076,537	21,785,813
預測營業收入淨額	19,473,407	20,500,933	21,588,433	22,387,767	23,218,664	24,082,453	24,980,516	25,914,300	26,885,316	27,895,143
預測年度	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
資產總額每年增減率	-8.36 %	4.55 %	4.60 %	3.23 %	3.26 %	3.28 %	3.30 %	3.32 %	3.34 %	3.37 %
現金及約當現金	22.00 %	22.00 %	22.00 %	22.00 %	22.00 %	22.00 %	22.00 %	22.00 %	22.00 %	22.00 %
短期投資	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %
應收帳款及票據	20.63 %	20.63 %	20.63 %	20.63 %	20.63 %	20.63 %	20.63 %	20.63 %	20.63 %	20.63 %
存貨	23.71 %	23.71 %	23.71 %	23.71 %	23.71 %	23.71 %	23.71 %	23.71 %	23.71 %	23.71 %
其他流動資產	3.02 %	3.02 %	3.02 %	3.02 %	3.02 %	3.02 %	3.02 %	3.02 %	3.02 %	3.02 %
流動資產	71.55 %	71.55 %	71.55 %	71.55 %	71.55 %	71.55 %	71.55 %	71.55 %	71.55 %	71.55 %
長期投資	0.98 %	0.98 %	0.98 %	0.98 %	0.98 %	0.98 %	0.98 %	0.98 %	0.98 %	0.98 %
固定資產	14.85 %	14.85 %	14.85 %	14.85 %	14.85 %	14.85 %	14.85 %	14.85 %	14.85 %	14.85 %
無形資產	9.42 %	9.42 %	9.42 %	9.42 %	9.42 %	9.42 %	9.42 %	9.42 %	9.42 %	9.42 %
其他資產	3.21 %	3.21 %	3.21 %	3.21 %	3.21 %	3.21 %	3.21 %	3.21 %	3.21 %	3.21 %
資產總額	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %
短期借款	9.90 %	9.90 %	9.90 %	9.90 %	9.90 %	9.90 %	9.90 %	9.90 %	9.90 %	9.90 %
應付短期票券	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %
應付帳款及票據	16.50 %	16.50 %	16.50 %	16.50 %	16.50 %	16.50 %	16.50 %	16.50 %	16.50 %	16.50 %
一年內到期之長期負債	1.50 %	1.50 %	1.50 %	1.50 %	1.50 %	1.50 %	1.50 %	1.50 %	1.50 %	1.50 %
其他流動負債	1.50 %	1.50 %	1.50 %	1.50 %	1.50 %	1.50 %	1.50 %	1.50 %	1.50 %	1.50 %
流動負債	38.63 %	38.63 %	38.63 %	38.63 %	38.63 %	38.63 %	38.63 %	38.63 %	38.63 %	38.63 %
長期負債	12.76 %	12.76 %	12.76 %	12.76 %	12.76 %	12.76 %	12.76 %	12.76 %	12.76 %	12.76 %
其他負債及準備	1.79 %	1.79 %	1.79 %	1.79 %	1.79 %	1.79 %	1.79 %	1.79 %	1.79 %	1.79 %
負債總額	53.18 %	53.18 %	53.18 %	53.18 %	53.18 %	53.18 %	53.18 %	53.18 %	53.18 %	53.18 %
股東權益總額	46.82 %	46.82 %	46.82 %	46.82 %	46.82 %	46.82 %	46.82 %	46.82 %	46.82 %	46.82 %
負債及股東權益總額	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %	100.00 %

(四) 預估企業股權價值 — 保守

可支配現金流量評價			
預測年度	可支配現金流量	折現因子	可支配現金流量的現值 (單位:新台幣千元)
		4.08%	
2012E	2,128,243	0.9608	2,044,879
2013E	68,895	0.9232	63,603
2014E	15,343	0.8870	13,609
2015E	186,311	0.8523	158,790
2016E	212,135	0.8189	173,718
2017E	187,343	0.7868	147,406
2018E	201,857	0.7560	152,605
2019E	118,441	0.7264	86,035
2020E	130,904	0.6979	91,363
2021E	144,110	0.6706	96,640
存續價值	15,802,327	0.6706	10,597,050
營運價值			13,625,699
非營運投資的價值			106,265
全部企業價值			13,731,964
減:負債價值			5,370,686
權益價值			8,361,278
每股權益價值			306,981

經濟利潤評價			
預測年度	經濟利潤	折現因子	可支配現金流量的現值 (單位:新台幣千元)
		4.08%	
2012E	93,021	0.9608	89,377
2013E	100,825	0.9232	93,081
2014E	55,018	0.8870	48,802
2015E	67,141	0.8523	57,223
2016E	91,822	0.8189	75,193
2017E	65,879	0.7868	51,835
2018E	79,236	0.7560	59,903
2019E	(5,342)	0.7264	-3,880
2020E	5,955	0.6979	4,157
2021E	17,993	0.6706	12,066
存續價值	441,364	0.6706	295,979
經濟利潤的現值			783,737
投入資本(年初)			12,768,945
			13,552,682
年中調整因子			1.0204
營運價值			13,828,935
非營運投資的價值			106,265
全部企業價值			13,935,200
減:負債價值			5,370,686
權益價值			8,564,514
每股權益價值			306,981

第四節 敏感性分析與關鍵價值驅動因子

敏感性分析：本文以中立情境之財務預估報表為基礎，分別帶入以下價值因子的變動比率，其餘報表項目的數字固定，以計算企業股權價值隨價值因子數字變動而增減的程度。以下表格列示各個價值因子的變動比率以及相關的股權價值變動比率。根據本文對個案公司的內、外部環境以及歷史財務狀況分析，本研究設定個案公司的關鍵價值驅動因子如下：營收、銷貨成本率、營業利潤率、資產報酬率及加權平均資金成本。以下敏感性分析的結果，亦驗證呼應前面章節的內容；GU公司在歷經一連串的策略購併活動(即外部價值管理)後，在接續的價值預估期間，營運內容將著重在獲利提升以及資產的使用效率。

表 5-15 價值驅動因子敏感性分析結果一覽表

價值因子		變動	DCF CV增加	EP CV增加	DCF CV±比例	EP CV±比例
原預估CV			41.84	41.11		
銷貨成本率	✓	+ 1%	16.56	17.29	(60.42%)	(57.94%)
		- 1%	67.27	64.92	60.78%	57.92%
營業費用率	✓	+ 1%	16.56	17.29	(60.42%)	(57.94%)
		- 1%	67.27	64.92	60.78%	57.92%
銷售額	✓	+ 1%	44.55	43.23	6.48%	5.16%
		- 1%	39.39	39.14	(5.86%)	(4.79%)
營運資金/銷貨淨額	✓	+ 1%	43.21	69.13		68.16%
		- 1%	43.34	72.77		77.01%
固定資產淨額/銷貨淨額	✓	+ 1%	43.21	69.13		68.16%
		- 1%	43.36	73.17		77.99%
其他營運資產/銷貨淨額	✓	+ 1%	43.21	69.13		68.16%
		- 1%	43.36	73.17		77.99%
WACC	✓	+ 1%	23.70	22.59	(43.36%)	(45.05%)
		- 1%	45.35	41.96	8.39%	2.07%
ROIC	✓	+ 1%		56.58		37.63%
		- 1%		25.63		(37.66%)
g	✓	+ 1%	45.98	41.11	9.89%	
		- 1%	39.48	41.11	(5.64%)	
折舊費用率		+ 1%	41.87	42.42	0.07%	
		- 1%	44.10	99.81	5.40%	
EBITA金額		+ 1%	44.16	43.30	5.54%	5.33%
		- 1%	40.69	40.02	(2.75%)	(2.65%)
目標負債權重		+20%	45.71	44.65	9.25%	8.61%
		- 20%	38.34	37.87	(8.37%)	(7.88%)
目標負債權重		+ 10%	43.73	42.84	4.52%	4.21%
		- 10%	40.05	39.45	(4.28%)	(4.04%)
現金稅率		+ 1%	41.69	38.93	(0.36%)	(5.30%)
		- 1%	41.91	42.20	0.17%	2.65%
營運投入資本		+ 1%	41.79	40.48	(0.12%)	(1.53%)
		- 1%	41.94	42.53	0.24%	3.45%

第六章 結論

第一節 價值管理

GU 公司目前的生命週期在經歷了一連串密集的購併、合資、擴廠，以及建置服務客戶的 BtoB 及 BtoC 電子商務網站及其創新運籌模式，已投注了許多資金及沈沒成本，期間因總體環境景氣滯緩，營收及獲利都受到影響。當前企業將面對的是生命週期中的衰退期還是成長期？這應屬選擇權評價分析的研究；此外，變革的腳步也不必然在此停下。當企業在擬定年度預算以及業務目標以及中長期策略規劃時，實際上也是審視現狀是否有可改善的空間或需調整到不同策略方向的時機。文末本研究就前文解析之關鍵價值驅動因子，研議如何將各個價值驅動因子與企業策略方案及行動計劃連結，以期創造及提升 GU 公司未來的成長價值。

本文提供 GU 公司的另項策略建議—資產重組；持續上市經營型態之資產重組或者規劃下市之資產重組。關於持續上市經營型態之資產重組，初步的構想簡要陳述如下，或可作為個案公司以及類似商業模式的集團企業未來延伸的研究題目—GU China(深圳 A 股上市)收購 GU Taiwan (parent company)的全部衛廚設備業務(包括銷售,研發,專利,品牌及商標),將其衛廚設備事業之研發、製造、品牌與通路活動集中於 GU China 上市公司,並將其定位為「全球知名衛廚設備品牌廠商」;GU Taiwan 轉型為「居家用品品牌的控股公司」(類似 IKEA 母公司;然 IKEA 母公司仍擁有其全集團旗下的品牌所有權),並利用台灣較便宜的資金平臺,繼續進行投資及購併活動。除了控股之外, GU Taiwan 也可考慮保留部分業務(例如廚櫃/傢俱/通路)。如此,可解決競業禁止與關聯交易的問題。如此, GU China 之股權或可由此資產重組達到較高的本益比及市場價值(Market Value);此重組方式亦符合目前中國大陸的十二五經濟計劃的內容(企業轉型高值化產業),容易取得大陸上市公司監管單位的認可。此外,中國大陸的上市公司,在拓展品牌知名度與銷售網絡,以及吸引優秀人才等方面較未上市公司有其相對優勢。GU Taiwan 控股公司作為管理與資金平臺,可持續進行對集團有利的投資與購併活動,達到兩地上市的優勢,同時提高集團整體的企業價值(Enterprise Value)。

第二節 關鍵價值驅動因子與價值創造策略

本研究由價值驅動因子敏感性分析結果(表5-15)尋找GU公司企業價值的關鍵驅動因子為：營收、銷貨成本率、營業利潤率、資產報酬率及加權平均資金成本。依據此敏感性分析之結果，本文進一步將GU公司四個主要事業單位於三個不同情境下的營收、銷貨成本、營業費用以及營業利潤，以集團合併數字為對比基數，找尋各事業單位在各自的營收規模下，何者銷貨成本、營業費用、營業利潤(邊際貢獻)呈現差異化的比率，即為各個事業單位需要管理和觀測追蹤的價值驅動因子(參見表6.1)。

承上，本研究提出以下提升企業價值的營運策略：

一、就營收而言，集團若要維持基本的可繼續經營價值，則至少需達成保守情境的預估營收水準。

二、由以下表6-1數據可知，GU公司的北美自有品牌事業及東亞自有品牌及通路事業單位的銷貨成本相較於其營收水準大約高出15%及30%，因此，可進一步審視二區自有品牌通路事業的銷貨成本組成結構及營業流程中可增進效率及減少浪費之處，例如檢視其訂貨的生產工廠，其銷貨給這二個事業單位的產品成本結構，以及生產工廠和二事業單位在其相關訂貨與銷貨作業流程中可提升利潤的方法，例如原料成本，下單型態，出貨效率及出貨準確率，以及運送方式等等，均有可能在以上任一作業步驟中找出可增進效率或增加利潤的方法，以降低其銷貨成本。

同時，這二個事業單位的營業費用比例亦較高，故前段述及的作業流程改進及消除浪費的全面審視計劃，也能夠協助二事業單降低營業費用。

三、歐洲事業單位相較於北美自有品牌事業，其營業費用似乎大多屬固定費用性質，因此在保守到樂觀情境，其營收預估漸增的同時，費用率能夠跟著下降一些；北美自有品牌在預估營收規模放大的同時，其營業費用比例不降反升，可能其費用結構中固定費用及變動費用比例都不低，而且有許多項目是變動費用之故，因此，建議檢視二事業單位的營業費用結構，並詳細區分其固定費用及變動費用項目，以進行損益兩平分析，如此，可瞭解二事業單位的損益兩平營收的可能區間，再就此損益兩平的可達成性及已達

成程度，以規劃其未來的銷售策略，使這二個事業單位的行銷資源，聚焦利用在能夠創造營收同時也產生獲利的產品組合及業務活動。此外，可考量調整業績獎勵制度，鼓勵業務團隊達成以上提議的銷售策略。

四、檢視表6-1數據，推論GU公司在自有品牌的經營，可能因品牌或通路的市佔率並未進步，營收金額也沒有成長的同時，尚未享有品牌帶來的超額利潤。未來，可藉由行銷推廣活動來提升品牌知名度，全面提升銷收金額；但需要管控行銷費用的支出效益，檢視其是否回饋更高的品牌知名度、親和力，以及獲益能力。

表 6-1 事業單位損益項目佔合併數字比率一覽表

	歷史值		樂觀值		中立值		保守值	
合併平均營收	16,385,170		33,650,592		27,063,891		22,128,734	
NA PL	5,052,842	30.8%	11,325,342	33.7%	8,503,324	31.4%	6,405,825	28.9%
NA BRAND	4,541,612	27.7%	7,329,819	21.8%	5,841,574	21.6%	4,936,865	22.3%
EU	5,314,471	32.4%	12,523,946	37.2%	10,733,502	39.7%	9,128,930	41.3%
ASIA	1,012,962	6.2%	2,471,485	7.3%	1,985,491	7.3%	1,657,114	7.5%
合併銷貨成本	4,928,249		9,109,803		7,303,360		5,974,669	
NA PL	1,317,313	26.7%	2,944,589	32.3%	2,210,864	30.3%	1,665,515	27.9%
NA BRAND	1,411,543	28.6%	2,345,542	25.7%	1,869,304	25.6%	1,579,797	26.4%
EU	1,295,864	26.3%	2,880,508	31.6%	2,468,706	33.8%	2,099,654	35.1%
ASIA	432,065	8.8%	939,164	10.3%	754,487	10.3%	629,703	10.5%
合併營業費用	4,206,743.33		6,270,871		5,081,127		4,211,423	
NA PL	319,941	7.6%	1,245,788	19.9%	935,366	18.4%	704,641	16.7%
NA BRAND	1,489,962	35.4%	1,905,753	30.4%	1,518,809	29.9%	1,283,585	30.5%
EU	1,033,579	24.6%	2,254,310	35.9%	1,932,030	38.0%	1,643,207	39.0%
ASIA	570,119	13.6%	865,020	13.8%	694,922	13.7%	579,990	13.8%
合併營業利潤	438,451		2,838,932		2,222,233		1,763,246	
NA PL	912,213	208.1%	1,698,801	59.8%	1,275,499	57.4%	960,874	54.5%
NA BRAND	212,997	48.6%	439,789	15.5%	350,494	15.8%	296,212	16.8%
EU	113,031	25.8%	626,197	22.1%	536,675	24.2%	456,446	25.9%
ASIA	(145,258)	-33.1%	74,145	2.6%	59,565	2.7%	49,713	2.8%

五、降低資金成本：公司之債務資金成本及股權資金成本，過去因債信評等良好及股本規模控制合宜，較相同經營性質的同業廠商為低。而由敏感性分析可知，GU 公司仍有舉債能量，可提高債務資金的水位，利用較低的資金成本進行有利的投資計劃。

六、提高資產報酬率：本文第五章第一節提及GU公司2008年起，營運投入資本報酬率(ROIC)呈下降趨勢，並在後續三年低於總資產報酬率，以及最近一年雙雙下降，是因為GU公司此期間頻繁的進行擴大營運規模的購併案及擴廠活動，營運投入資本增加來自於各國外子公司的庫存備貨、應收帳款、擴展倉儲設備以及因購併溢價認列之商譽等無形資產。

因此，在訂定及執行各子公司營收及獲利提升計劃的同時，GU公司需嚴密觀察這些積壓資金的國外子公司，在存貨及應收帳款回收的狀況、工廠生產產能利用率及設備稼動率以及實際工單生產效率的定期報告與數據，以達策略規劃P-D-C-A之實效，並且將策略計劃與財務績效作緊密的連結，協助集團各事業單位及利潤中心，以長期的觀點來調整經營體質，並且在各營業期間執行其年度策略方案內訂定的行動計劃，以達成創造獲利亦同時控管營業風險。此外，利用定期審視策略目標達成狀況之機制，及時察覺事業單位的實際營運狀況和初始計劃有顯著差異(包括正向差異及負向差異)的活動項目，以作為集團營運總部及事業單位共同為後續制定改善計劃、危機處理或者策略方向調整有效的管理機制。

參考文獻

- 丁金輝 (2001)，以公司重整再生機制重建企業價值之研究，國立交通大學高階主管管理學程碩士論文。
- 李哲瑋 (2006)，資源配置觀點之企業價值分析，輔仁大學金融研究所碩士論文。
- 邱健偉 (2006)，以經濟附加價值及市場附加價值決定企業高階經理人薪酬和員工薪酬之實證研究，國立成功大學會計學碩士論文。
- 胡慈容 (1993)，企業購併之長期績效評估，東海大學管理研究所碩士論文。
- 范生平 (2002)，企業價值評估與創造策略之研究-以百略公司為例，國立政治大學經營管理研究所碩士論文。
- 徐伊嫻 (2009)，從 OEM/ODM 到 OBM 的轉型之研究-動態能力的觀點，國立政治大學科技管理研究所碩士論文。
- 康淑君 (2006)，產業品牌資產與企業價值績效指標之關聯性研究，國立臺北大學會計系碩士論文。
- 陳俊廷 (2007)，台灣企業品牌價值與股價報酬關係之實證研究，國立交通大學管理科學研究所碩士論文。
- 陳振祥 (1997)，ODM 策略之理論架構與實證，國立台灣大學商學研究所博士論文。
- 黃柏儒 (2011)，跨國購併績效實證研究：以台灣上市公司為例，國立臺灣大學管理學院國際企業學研究所碩士論文。
- 楊淑娟(2007)，台灣衛浴產業核心競爭策略之探討-以 GU 企業股份有限公司為例，東海大學管理碩士在職專班碩士論文。

何志峰、楊慎淇 (2011),「國際企業 管理與策略」,新加坡商聖智學習亞洲私人有限公司台灣分公司。

吳啟銘 (2010),「企業評價 個案實證分析」,智勝文化事業有限公司。

林炯焜 (1999),「企業評價 投資銀行實務」,禾豐文教基金會。

邱立堅 (2011),「和成 80 淬鍊點土成金的創新與智慧」,和成欣業股份有限公司。

阿斯沃思·達莫達蘭 著,許瑞宋 譯 (2012),「如何評價一支股票」,財信出版有限公司。

洪志洋 (2010),「企業評價 原理與實務」,新陸書局股份有限公司。

徐中琦 (2012),「財務管理 策略與應用」,雙葉書廊有限公司。

國立中央大學財務金融所教授群 (2002),「企業金融的 12 堂課」,天下遠見出版股份有限公司。

黃國華 (2012),「財務自由的講堂」、「財務自由的世界」,先覺出版股份有限公司。

萬哲鈺、高崇璋 (2007),「財務報表分析」,華泰文化。

戴國良 (2012),「圖解財務管理」,五南圖書出版有限公司。

薛明玲、遊明德等資誠作者群 (2011),「企業購併策略與最佳實務」,資誠教育基金會。