

東海大學管理學院財務金融研究所

碩士在職專班論文

企業評價與價值創造策略之研究

-以保健食品原料產業C公司為例

A Study on the Business Valuation & Value Creation
Strategies – An Example on C Company

指導教授：詹家昌博士

研究生：黃斐微

中華民國104年6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 黃斐微 君

所提之論文(中文)： 企業評價與價值創造策略之研究-以保健食品原料產業 C 公司為例

(英文)： A Study on the Business Valuation & Value

Creation Strategies – An Example on C Company

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

考試委員

廖永昌

(指導教授)

張永和

王元章

李春安

系所主任

郭一博

中華民國 104 年 6 月 12 日

東海大學財務金融學系

碩士論文學術倫理聲明書

本人 黃斐緞 (學號: G02447003) 已完全了解學術倫理之定義。僅此聲明，本人呈交之碩士論文絕無抄襲或由他人代筆之情事。若被揭露具有違背學術倫理之事實或可能，本人願自行擔負所有之法律責任。對於碩士學位因違背學術倫理而被取消之後果，本人也願一併概括承受。

立證人： 黃斐緞 (簽名)

中華民國 104 年 6 月 26 日

謝 詞

職涯生活多年後，再重拾書本，當起學生是自己的夢想，是人生的目標，回顧 2 年的日子，感謝東海財金所碩專班的同學們互相鼓勵，互相扶持；東海財金系所提供豐富的教學資源、多元化的師資陣容，讓我們在財金學術課程中學習到專業知識及實務經驗，寬闊自己學識上的視野，工作領域上的專業更精進。

接下來要特別感謝我的指導教授詹家昌博士，在授課及論文指導期間，指引我的研究方向，啟發我對企業評價、觀念架構的形成，適時給予指導與建議，恩師詹家昌教授學識淵博，有幸受教，讓我學習到更多公司財務的專業知識，謹此致上最誠摯之謝忱。

最後感謝父母的辛勤栽培，無怨無悔的付出與支持，讓我能夠擁有機會及動力接受學習的機會。當然，更要感謝我的先生界宏與三位寶貝的支持，讓我無後顧之憂，全心向學，感謝您們，讓我完成人生夢想，順利完成學業。

黃斐微 謹致於
東海大學財務金融研究所
中華民國一〇四年六月

摘 要

本研究採取個案研究方式，以應用生技產業中專營保健食品原料銷售 C 公司為例，藉由現金流量折現法(Discounted Cash Flow Model, DCF)及經濟附加價值(Economic Value Added, EVA)之評價方法進行企業評價。另外透過敏感度分析及情境分析，歸納出企業的關鍵價值驅動因子，並據以形成創造公司價值之策略。研究結果發現個案公司的關鍵價值驅動因子主要是利潤率、加權平均資金成本及營業成本。最後透過關鍵價值驅動因子，將策略面與財務面結合，對個案公司提出建議，期許能在激烈競爭環境下，提昇其經營績效與競爭優勢，來創造公司價值。

關鍵字：企業評價；現金流量折現法；經濟附加價值

Abstract

This thesis is a case study adopting Discounted Cash Flow(DCF) model and economic value added(EVA) to assess the enterprise value of C company. First, we identify the business value drivers via sensitivity and scenario analysis in order to bring out the creation value strategy for the company. The result shows that the key value drivers are operating income ratio , weighted average cost of capital, and operating cost. Then, we combine both strategic and financial aspects with key value drivers and propose some recommendations so as to lift the company's value in today's highly competitive environment.

Keywords: Business Valuation; Discounted Cash Flow Model ; Economic Value Added

目 錄

謝 詞.....	I
摘 要.....	II
Abstract	III
目 錄.....	IV
圖目錄.....	VI
表目錄.....	VII
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	3
第三節 研究範圍與架構.....	4
第二章 文獻探討.....	5
第一節 企業評價的理論方法.....	5
第二節 企業評價步驟.....	10
第三節 企業評價實證研究.....	12
第三章 保健食品產業現況與分析.....	14
第一節 應用生技產業所屬產業定義.....	14
第二節 應用生技產業總覽.....	16
第三節 食品生技定義.....	19
第四節 保健食品產業趨勢及發展.....	21
第五節 我國發展保健食品產業所面臨的問題.....	25
第六節 我國發展保健食品未來的方向.....	26
第七節 個案公司介紹.....	28
第四章 企業評價與價值創造策略.....	33
第一節 歷史資料分析.....	33
第二節 經營績效預測.....	54
第三節 價值創造策略.....	70
第五章 結論與建議.....	74
第一節 研究結論.....	74

第二節 建議.....	76
第三節 研究限制.....	78
參考文獻.....	79

圖目錄

圖 2-01	企業評價的流程圖.....	10
圖 3-01	生技醫藥產業架構.....	15
圖 3-02	我國應用生技產業發展歷程.....	16
圖 3-03	我國次產業未來成長表現預測.....	17
圖 3-04	全球機能性食品市場趨勢.....	22
圖 3-05	全球地區市場銷售比例.....	23
圖 4-01	個案公司 2009 年~2014 年投入資本(仟元).....	35
圖 4-02	個案公司 2009 年~2014 年之稅後淨營運利潤(NOPLAT)分析	36
圖 4-03	個案公司 2009 年~2014 年投入資本報酬率(ROIC)	37
圖 4-04	個案公司 2009 年~2014 年之 WACC 的分析	39
圖 4-05	個案公司 2009 年~2014 年可支配現金流量分析	41
圖 4-06	個案公司之 ROIC、WACC 及 SPREAD 趨勢圖.....	42
圖 4-07	個案公司關鍵獲利因子消長圖.....	43
圖 4-08	個案公司之 ROIC 魚骨圖拆解.....	44
圖 4-09	個案公司之 ROIC、銷貨成本率、銷售費用率、折舊銷貨比、及銷售利潤率趨勢圖.....	45
圖 4-10	個案公司 GAP 分析圖	49
圖 4-11	個案公司現金轉換天數圖.....	50
圖 4-12	正確的財務決策流程圖.....	51
圖 4-13	個案公司權益價值之敏感性分析比較圖.....	69
圖 4-14	企業價值三因子：成長、利潤、風險圖.....	70
圖 4-15	EVA 管理三構面圖	71
圖 4-16	個案公司價值創造策略圖.....	72

表目錄

表 3-01	食品生技定義.....	19
表 3-02	全球市場數據.....	24
表 3-03	個案公司 SWOT 分析	32
表 4-01	個案公司 2009 年~2014 年投入資本表(仟元).....	34
表 4-02	個案公司 2009 年~2014 年的稅後淨營運利潤表(仟元).....	35
表 4-03	個案公司 2009 年~2014 年投入資本報酬率(仟元；%)	37
表 4-04	個案公司 2009 年~2014 年的加權平均資本成本表	39
表 4-05	個案公司 2009 年~2014 年可支配現金流量表	40
表 4-06	個案公司 2009 年~2014 年超額報酬率	42
表 4-07	個案公司 2009 年~2014 年投入資本週轉率表	45
表 4-08	個案公司 2009 年~2014 年盈餘指標	48
表 4-09	個案公司 2009 年~2014 年 GAP 表(單位：新台幣仟元).....	48
表 4-10	個案公司 2009 年~2014 年再投資率分析表	52
表 4-11	個案公司 2009 年~2014 年自由現金流量、負債比率表(單位：仟元).....	53
表 4-12	個案公司存續價值(仟元).....	60
表 4-13	個案公司每股價值計算(仟元，每股價值元).....	60
表 4-14	個案公司最可能發生情境 2009~2019 年的投資人總資金計算表(仟元).....	61
表 4-15	個案公司最可能發生情境 2009~2019 年 NOPLAT 計算表(仟元).....	62
表 4-16	個案公司最可能發生情境 2009~2019 年可支配現金流量(FCF)計算表(仟元).....	63
表 4-17	個案公司最可能發生情境下的股價預測表.....	64
表 4-18	個案公司最樂觀情境下的股價預測表.....	65
表 4-19	個案公司最悲觀情境下的股價預測表.....	66
表 4-20	個案公司價值驅動因子對權益價值敏感性分析(仟元).....	68
表 4-21	個案公司經營策略計畫表.....	72
表 4-22	個案公司績效衡量指標.....	73

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

隨著社會型態的改變，台灣已邁入高齡化社會的年代，人們對於身體保健的觀念逐漸重視，對於在保健食品、營養補充品、抗老化或機能性食品等維持健康之相關產品的需求大為提升，許多保健食品都具有預防或延緩疾病的效果。根據食品所調查即顯示近三年台灣消費者對於保健資訊的重視比例呈現上升趨勢，帶動健康食品及保健食品等相關市場的發展，進而造就生技產業的突飛猛進及產業生物科技的進步。

近年來，政府積極推動六大新興產業，「生技產業」不但充滿商機及市場潛力，也是台灣經濟未來發展的重要新契機。目前台灣製藥及生技公司林立，成績令人驚豔，因保健食品之種類趨於多樣化及著重功能性，市場潛力看漲且繼續成長，食品飲料廠及傳統產業紛紛投入食品生技行列，統一、味全、中油、台糖、台鹽、順天堂、永豐餘、美吾髮……等都在其中。仔細分析，這些投入生技發展的傳統產業，過去的背景包羅萬象，統一、味全以食品起家，中油、台糖、台鹽為國營企業，永豐餘造紙，美吾髮等，傳統產業佔有一席之地，卻在這幾年紛紛擠進生技領域，其中食品業更佔了半數比例。目前國內食品生技主要技術仍在傳統的發酵與製程，利用基因工程技術來改良菌種或生產有用之產品，仍屬研發階段，因此多數廠商希望能再投入更高階的研究，使實驗室的研究成果，放大規模可以被大量複製成具獲利性之企業模式，使產業轉型增值，帶動整體生技產業積極投入創新研發以取得專利權，唯有追求高水準的技術及專利保護，才有獲利的空間。目前台灣生技產業要能成功創造產值除了政府相關單位政策支持，廠商還需有營運績效及研發創新兩大核心，來提升高的經濟附加價值產業，創造臺灣下一波經濟新局勢的重要角色。

國內保健食品製造廠，製作保健食品的原料七成由先進國家進口或由國外研發萃取，再由我國進口，個案公司為經營保健食品原料的進口商，代理 400 多項國際知名品牌與一般常規的保健品原料，長期與世界原料生產廠、代理商、貿易商合作，提供國內外各大藥廠、保健品廠、電視廣播購物台、傳直銷、飲料廠等通路可靠與多元化的保健、健康食品

原料，個案公司投入保健食品原料產業 20 年了，業界地位雖然屹立不搖，但競爭環境的快速變遷，產品少量多樣化，產品生命週期短暫，公司必須提昇經營速度，持續競爭核心能力的擁有以及創新能力，因此希望透過企業評價模式，進行客觀的分析評估，了解公司關鍵的獲利因子，評估公司未來的獲利潛力，確保經營之方向能與產業環境的變化同步，經營團隊透過策略規劃來達成企業之願景目標，達成股東價值最大化。

第二節 研究目的

企業能持續創造淨現金的能力才是真正的價值因子，華倫·巴菲特談到公司投資的價值時，強調的是企業必須具備創造「可分配盈餘」的能力，而非僅具創造「會計盈餘」的能力。可分配盈餘的觀念，來自自由現金流量即營業活動所創造的現金流入扣除營運的資本支出後的淨現金流入，長期無法創造淨自由現金流量的公司，就無法穩定配發現金股利，欠缺長期的投資價值。

本研究採取個案研究方式，藉由現金流量折現法(Discounted Cash Flow Model，DCF)與經濟附加價值(Economic Value Added，EVA)的評價模式，分析個案公司關鍵價值驅動因子，以評價角度分析公司企業價值，深入了解個案公司現況、說明本研究發現及整體結論，期望能提出建議，提供公司經營管理作決策及進行組織運作的調整。

研究目的主要為下列四點：

- 1、透過個案公司的超額報酬率分析，盈餘品質分析及財務決策品質分析，以了解公司實際創造價值的要素有哪些？將關鍵價值驅動因子排序，然後決定資源有利的分配，助於盈餘品質持續成長並藉由產業分析，讓決策者明瞭公司理性追求未來的方向及目標。
- 2、使用現金流量折現法與經濟利潤法的評價模式，推算個案公司合理股價，提供外部投資人參考價值實際推導過程，未來有機會 IPO 提高股票市場價值。
- 3、從關鍵價值驅動因子進行敏感度分析及競爭力分析，並說明個各關鍵因子增減變化對公司價值的影響程度，檢視目前公司綜效。
- 4、試圖以個案公司關鍵價值驅動因子，找出尚未被發現的競爭領域，增加公司競爭的優勢並提出創造股東價值與公司長期發展，營運績效衡量之建議。

第三節 研究範圍與架構

本研究主題為「保健食品原料產業之企業評價以 C 公司為例」研究架構主要分為五部分，首先對保健食品產業概況作分析，再對個案公司做企業評價分析，將所獲得之結果做出結論並提出可行性價值創造及建議。本文內容共分五章，各章的內容說明如下：

第一章 緒論

本章主要敘述研究背景與動機、研究目的、研究範圍與架構。

第二章 文獻探討

本章係探討與企業價值評估相關的文獻及評價模式，歸納各種企業評價相關實證研究結果後，採用單一企業廣泛使用的現金流量折現法及經濟附加價值法，作為本研究個案公司企業評價分析方法的理論參考。

第三章 保健食品產業現況分析及個案公司介紹

本章先對生技產業，產業鏈上、中、下游關連性、現況、未來產值資料整理；再介紹個案公司發展過程，SWOT 分析及產業競爭，未來發展趨勢分析。

第四章 企業評價分析與個案公司評估

本章係以個案公司之歷史財報資料及相關財務指標，計算 ROIC、加權平均資金成本，依過去歷史績效表現推估個案公司未來成長預測及 CV 存續價值估算，最後在透過敏感性分析，瞭解個案公司的關鍵價值驅動因子並提出創造個案公司企業價值之營運策略。

第五章 結論與建議

本章依企業評價方法瞭解個案公司企業價值評估分析做出本研究總結，提出個案公司提昇企業價值之建議。

第二章 文獻探討

本章主要是針對以往關於各種企業評價模式有關之研究進行文獻整理。第一節將探討企業評價的理論方法；第二節企業評價步驟；第三節則介紹相關的實證文獻。

第一節 企業評價的理論方法

企業的真实價值，學術界與實務界發展出多種企業價值之評價理論模式，每個學者對於企業價值的分類有不同的看法。綜合國內外文獻，根據各模型對於影響公司價值關鍵因素的界定，將評價模型分為下列六類(蕭淑珠，2007)：

一、資產價值評價法(Asset Appraisal Approach)資產價值評價法(Asset Appraisal Approach)以企業之資產為依據，主要是以企業的重估資產總額扣除重估負債總額作為企業價值之衡量；資產價值評價法包含帳面價值法、清算價值法、重置價值法。

二、現金流量折現評價法(Discount Cash Flow Approach,DCF)

計算類似一般資本預算模式的觀念，它主要是假設公司價值是由未來公司存續期間內所有現金流量的加總，亦即投資的價值是來自此投資能夠創造現金流量現值之總合。此方法同時考慮公司獲利能力、成長性、風險性與流動性等等，同時預測期間內的現金流量對於公司價值評估的正確性具有相當重要的關聯性。但現金流量(CF：Cash Flow)的採用就有爭議，因為營運現金流量(CFO)通常是被高估的，所以一般採用「自由現金流量(FCF：Free Cash Flow)」較接近事實狀況。所謂的自由現金流量(Free cash flows)即公司之稅後營運收入加上非現金支出，扣除淨營運資

金、淨固定及其他資產等等，其理論基礎為公司營運所能創造的未來自由現金流量才是其價值的來源。Copleland, Koller, and Murrin (1994)提出自由現金流量係指扣除所有必要投資後，資金提供者所能利用的現金，本模式之權益資金價值係指自由現金流量折現值，加上非營運資產價值（如多餘的現金及短期投資），扣除負債的市場價值及特別股的市場價值。

現金流量折現此種價值衡量方式主要是根據以下三個步驟：

- 1.創造短期現金流量的預估。
- 2.計算企業經營的長期價值。
- 3.把現金流量和長期企業價值轉換為其相等的現值，最後就是所謂的淨現值。現金流量折現法是考量未來獲利、成長與風險的完整評價模式。雖然自由現金流量折現法容易讓人理解，較能反映公司實際收益情形，而且公司管理者較少能操縱現金流量，及考慮到公司營運資金週轉情況，容易反映出公司經營資訊。但此法之缺點為當企業剛草創，或公司主要價值並非營運價值而是轉投資價值，以及加權平均資金成本估算的困難，謝一震(1999)認為，都會使數據估算產生高度主觀性與不確定性，也造成評價結果準確性下降。

三、市場法與市場比較法(Market Comparative Appraisal Approach and Market Appraisal Approach)

1.市場法：

當被評價公司的證券為公開上市證券時，該公司的價值為流通在外證券之市價總合，其證券價值之依據為當期之市價。

2.市場比較法：

使用市場上與被評價公司類似公司之公開公司財務資料，求算一些市場乘數，乘以被評價公司的相關財務變數後所獲得的參考值，再依公司特性調整折價或溢價，即為被評價公司的價值。

四、股東附加價值法(Shareholder Value Added Approach)

股東附加價值(Shareholder Value Added,SVA)的兩種衡量方法首先由 Alfred Rapaport 所提出。Morin and Sherry(2001)指出，其方法一係利用「現金流量」及「剩餘價值」的現值計算，其中股東價值乃指公司的價值減去負債價值，而公司價值亦即等於公司現金流量折現值(DCF)加上非營運資產以及有價證券價值。計算步驟說明如下(許馨芸，2005)：

1.從價值動因預測現金流量：現金流量=現金流入－現金流出

=[銷貨×邊際利潤率×(1-所得稅率)]

=[銷貨增加額×固定資本以及營運資金投資利率]

2.將新投資計畫之前的現金流量資本化，以計算每一年年底的剩餘價值。

3.利用資金成本將現金流量以及剩餘價值折回現值：現金流量現值=現金流量÷資金成本
剩餘價值現值=稅後淨利÷資金成本=資本化稅後淨利，其中現金流量的累積現值以及當期剩餘價值之合計，代表那一段期間所創造的價值，此數字與前期之變化額即為當期的股東附加價值。其方法二之股東附加價值係為「資本化稅後淨利增加額的折現值」與「投資增加額的折現值」之差額。計算步驟說明如下：

1.計算每一年之稅後淨利的增加額。

2.將稅後淨利的增加額除以加權平均資金成本，計算出資本化稅後淨利增加額。

3.將資本化稅後淨利增加額折算為現值。

4.計算投資的增加額。

5.將投資的增加額折算為現值。當期 SVA 計算公式列示如下：(資本化稅後淨利增加額的折現值-投資增加額的折現值) $SVAt = \Delta Nt / [K(1+K)]^{t-1} + \Delta It / (1+K)^t$

$SVAt$ = 預測第 t 年之股東附加價值 ΔNt ：第 t 年稅後淨利變化額

ΔIt ：第 t 年投資變化額 K：資金成本

五、市場附加價值法(Market Value Added Approach)

股權與債權合計的總市值 (Total Market Value) 與總資本之間的差額，稱為市場附加價值 (Market Value Added, MVA)，定義如下列公式所示：市場附加價值 (MVA) = 市值 (MV) - 總資本 (EBV)

$$MVA = (\text{股東權益的市場價值} + \text{債權的市場價值}) - (\text{股東權益的經濟帳面價值} + \text{債權的經濟帳面價值})$$

$$MVA = (\text{期末流通在外股數} \times \text{每股市價} + \text{債權的市場價值}) - (\text{股東權益的帳面價值} + \text{約當權益準備} + \text{債權的帳面價值})$$

其中：

1. 市值 = 股權與債權的市場價值 (Market Value of Debt and Equity, MV)
2. 總資本 = 股權與債權的經濟帳面價值 (Economic Book Value of Debt and Equity, EBV)
3. 債權的經濟帳面價值相當於債權的帳面價值

MVA 是企業增加股東財富的累計金額，可以顯示股東權益增加或減少部份，因此 MVA 是從外部衡量經營績效的指標。MVA 也反映經營階層對企業長期規劃的成效，因市值包含了對預期長期報酬的折現值。

六、經濟附加價值法(Economic Value Added Approach, EVA)

經濟附加價值係以傳統的會計報表為基礎，再加上約當權益準備項目之調整 (Equity Equivalent Reserves)，以確實反映盈餘的現金效果。企業所產出的價值較易衡量，但投入資源的衡量卻較棘手。EVA 定義，係衡量公司在某一段期間所創造的經濟價值，是否高於其所用資產之資金成本的績效管理指標，如下列公式所示：

$$EVA = (\text{資本報酬率} - \text{資金成本率}) \times \text{期初總投入資本} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{IC}$$
 其中：

1. 資本報酬率 (Return on Invested Capital, ROIC)
2. 資金成本率 (cost of capital, COC)
= 加權平均資金成本 (Weighted Average Cost of Capital, WACC)
3. 期初總投入資本 (Beginning Total Invested Capital, IC)
= 期初股東權益 + 期初計息負債 + 期初約當權益準備
4. 稅前息前利潤 (Earnings Before Interest and Tax, EBIT)
= 營業額 - 營運成本 - 營運費用
5. 稅後營業利益 (Net Operation Profit After Tax, NOPAT)
= EBIT (1 - 稅率)
6. 約當權益準備 (Equity Equivalent Reserves)

將會計帳面價值調整為經濟帳面價值的現金基礎科目包括：遞延所得稅準備、存貨後進先出準備、商譽累計攤銷額、備抵壞帳、存貨跌價損失、非實體資產資本化 (Capitalized Intangibles)，如研發費用資本化。依據上述的公式定義，唯有企業的資本報酬率 (ROIC) 大於資金機會成本率 (WACC)，組織的經濟附加價值 (EVA) 才會為正值，才會提昇公司的實質價值。倘企業的 ROIC 小於 WACC，組織的 EVA 轉為負值，就會降低公司的實質價值。因此，EVA 不鼓勵企業為了追求成長而不斷地增加新的投資，除非 ROIC 大於 WACC 的投資計畫。反之，憑藉資金使用效率的改善，也可以幫助企業增加 EVA。

第二節 企業評價步驟

吳啟銘(2001)將評價模式分為相對評價法以及現金流量折現法兩種。並指出評價有效的前提為企業屬於優良的產業、擁有良好的管理者與可信的財務數據。而評價前應完成超額報酬、盈餘品質以及財務決策品質等分析，以確保一家企業不但適合投資且體質良好。

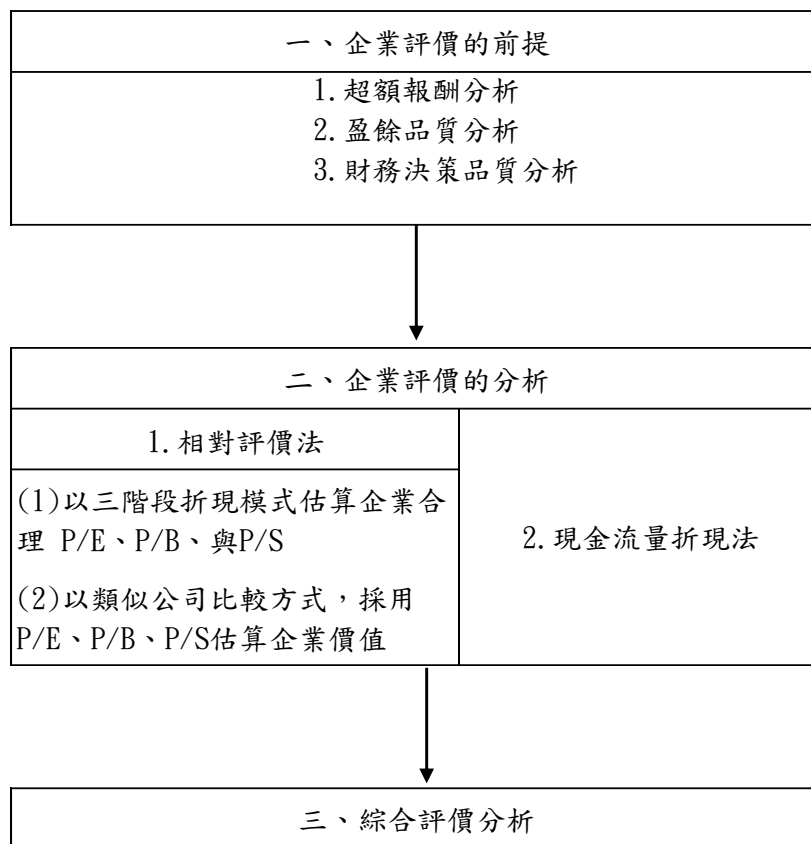


圖 2-01 企業評價的流程圖

資料來源:吳啟銘，企業評價-個案實證分析，2001年5月

(一) 相對評價法

1.以三階段折現模式估算企業合理 P/E、P/B、P/S：利用企業未來的三階段預估的成長、獲利、風險數據估算。

2.以類似公司比較方式，採用 P/E、P/B、P/S 估算企業價值：利用與類似公司比價原理 (Debt-free 評價法)，估算目標公司的合理 P/E、P/B、P/S 值。相對評價法：股票市場上常見的相對評價指標包括：本益比法。

(二) 現金流量折現法：將未來自由現金流量折現加總，以計算企業的價值。然而依據自由現金流量的不同估算方式，可再細分為銷售導向現金流量折現法與盈餘導向現金流量折現法等。

最後，任何的 analysis 一定要做彙整，企業評價結果，需針對盈餘品質、數據的可靠性、證券市場的效率性做調整；而相對評價法與折現評價結果的不一致，需合理的解釋，最終必須對企業價值有一個可信賴區間的估計，才算完成企業評價的工作。

第三節 企業評價實證研究

參考這幾年與企業評價相關之實證文獻，對各種企業評價模式均有所探討，其中以採用收益基礎法最為常見，本節將節錄採用現金流量折現與經濟利潤折現模式評價之文獻重點摘要。

賴俞今(2006)由現金流量折現法(DCF)分別以銷售導向的 DCF(Sales-Driven) 評價法，和以盈餘導向的 DCF(Earning-Driven) 評價法，來評估國聯光電公司之企業價值。結果發現在以本業為主的評價中，以銷售導向為基礎的評價法所求算出來的結果較能符合企業價值。

林敬皓(2012)以友達、廣輝併購個案進行企業評價對股價影響之研究，使用現金流量折現法來評估廣輝公司企業價值，再以友達公司當時市價換算換股比率區間，評價結果發現該次併購的換股比率落在本研究所評價出來的合理區間內。

張慧玲(2012)以現金流量折現法(DCF)及經濟利潤法(EVA)評價聚隆維股份有限公司，並藉由敏感性分析及情境分析，以瞭解企業的價值驅動因子，並據以形成創造公司價值之策略，實證結果個案公司主要價值關鍵因子為銷售額及加權平均資金成本、利潤率。

薛筱玟(2012)採取個案研究方式，將個案公司的策略面與財務面做結合，並藉由經濟利潤法及現金流量折現法計算企業存續價值，評估個案公司之企業價值。同時採用經濟附加價值(EVA)作為個案公司分析指標，找出公司的優劣勢。依據其研究結果顯示：個案公司的每股期望價值在 104.1 元，與 2011 年股價相當。另外，由敏感性分析得知對個案公司影響最顯著的因子係原物料成本及加權平均資金成

本(Weighted Average Cost of Capital ; WACC) 。

曾靜瑜(2014)採用現金流量折現法(DCF)與經濟利潤法(EVA)，針對製藥產業之永信公司進行企業評價。敏感性分析找出驅動個案公司企業價值之關鍵因子，從研究結果得知為營業成本、營業費用與加權平均資金成本，最後以評價角度對該公司經營策略提出建議。

梁永賢(2014)本研究採取個案研究方式，使用企業評價中現金流量折現法(Discounted Cash Flow Model , DCF)及經濟附加價值(Economic Value Added , EVA)，並經由情境分析(Scenario Analysis)，評估個案公司之企業價值；最後透過敏感性分析(Sensitivity Analysis)與拆解個案公司關鍵價值驅動因子，作為提供 H 公司未來營運策略參考。

由文獻回顧與企業評價相關文獻，評價者最常採用現金流量折現法進行評價，且多數認為評價結果最能反映企業價值，故本研究以現金流量折現法為主，再以經濟利潤法為輔，對個案公司進行企業評價。

第三章 保健食品產業現況與分析

第一節 應用生技產業所屬產業定義

個案公司在經濟部產業分類中是屬於「應用生技產業」，但實際上生技產業的範疇很廣泛，如果針對整各生技醫藥產業做產業分析會有失真得情況產生，個案公司產品屬性與生技醫藥產業的製造技術相差甚遠。以下就生技醫藥產業架構、範疇及定義做整理：

生技醫藥產業是以製造該產品的技術來定義，其範圍十分廣泛，從醫療產品如藥物、醫材的開發，到相關研究開發服務如生技製藥服務業，再到與民眾生活息息相關的農業、食品、環保等均屬之。我國將生技醫藥產業分為製藥產業、應用生技產業及醫療器材產業等三大主產業領域，再依其產品及服務細分為次產業領域。

生技醫藥產業

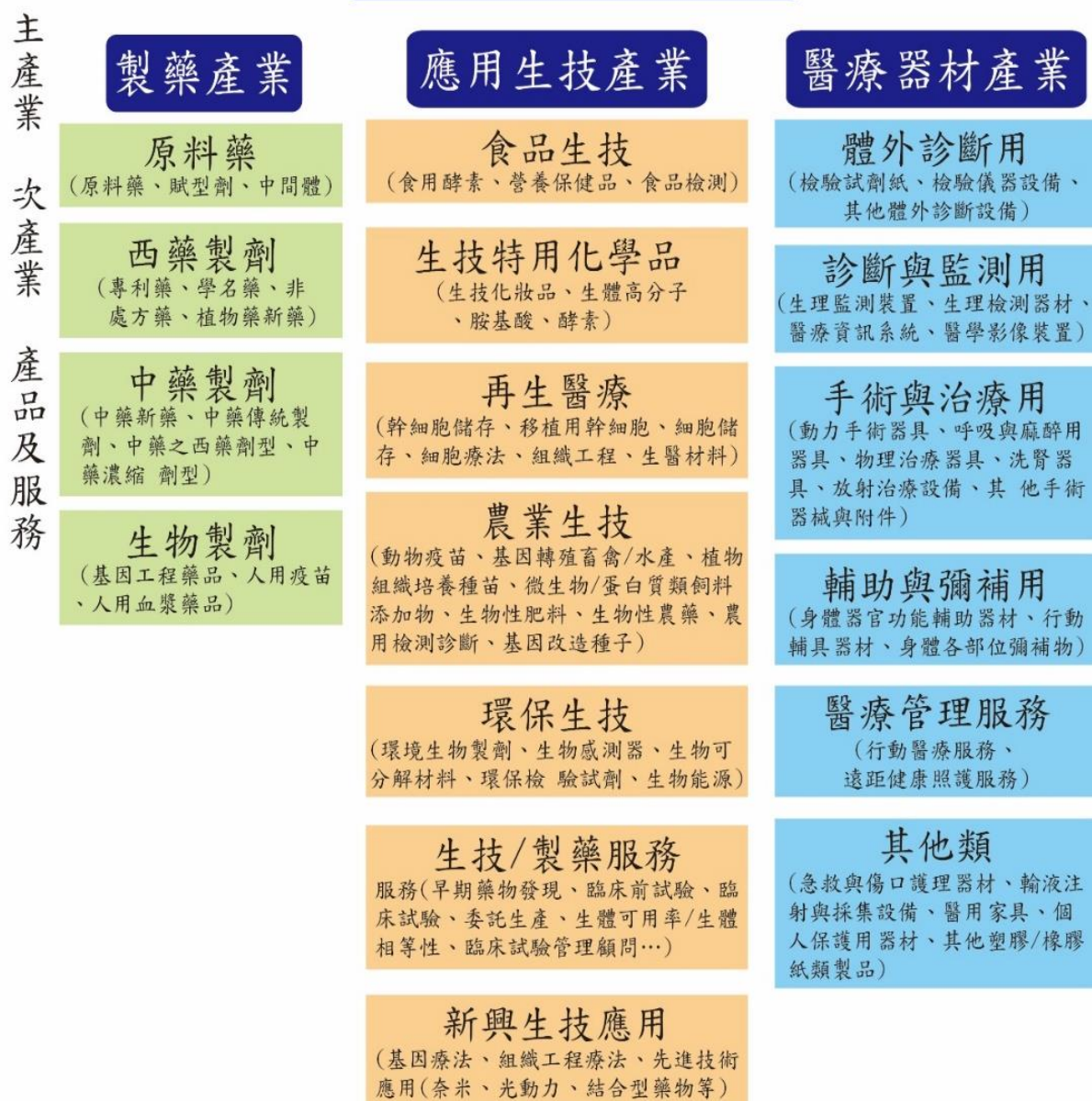


圖 3-01 生技醫藥產業架構

註：**為應用生技產業新增之次產業（產品及服務）

資料來源：DCB 產資組 ITIS 計畫整理

第二節 應用生技產業總覽

一、產業發展歷程及產值

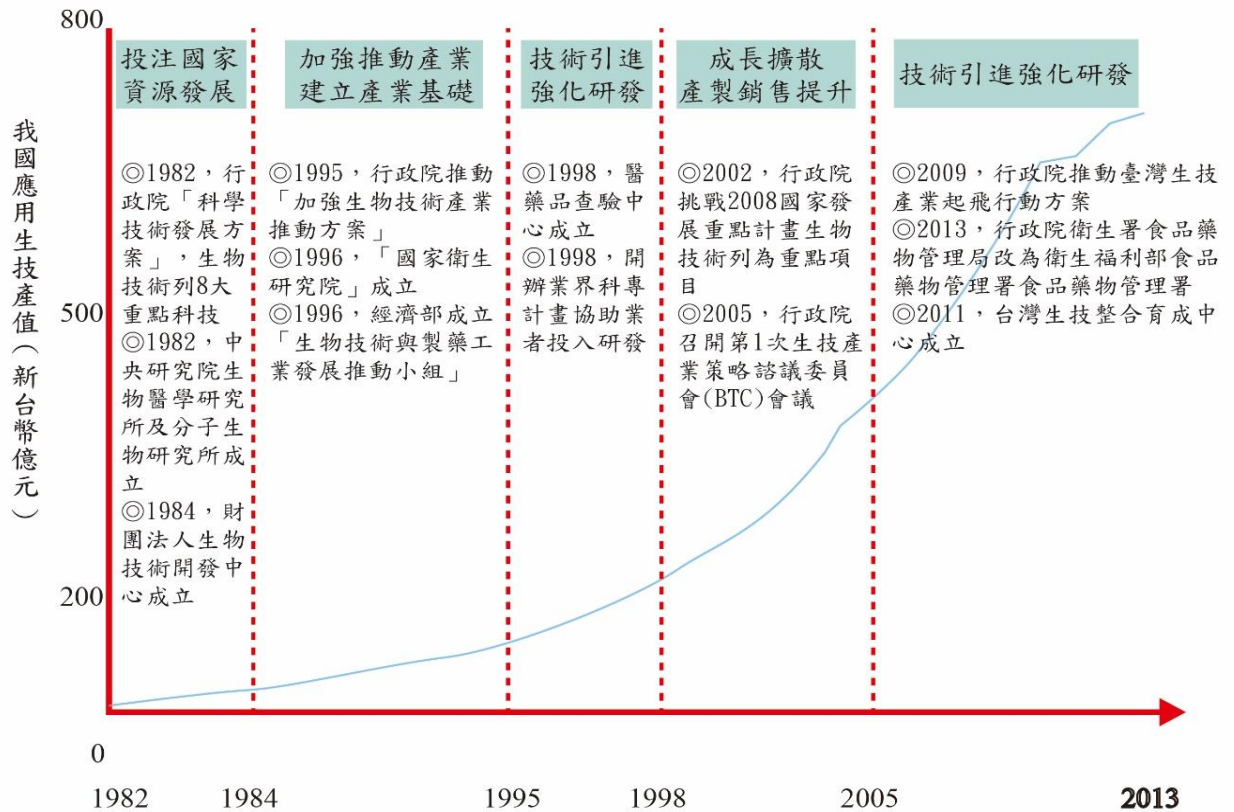


圖 3-02 我國應用生技產業發展歷程

資料來源：DCB 產資組 ITIS 計畫

（一）我國應用生技產業發展至今已超過 30 年，隨著政府持續推動產業發展、業者紮實經營，引領我國應用生技產業邁入成長期，產值迅速擴增。

（二）自 1982 年政府修訂「科技發展方案」明訂生物技術為八大重點科技之一，帶動我國應用生技產業的萌芽及奠基，此一時期所成立之生技公司主要為食品、農業、特用化學領域。1984 年之後，政府加強推動產業推動產業升級，培育高科技產業基礎。而應用生技企業更呈現迅速增加趨勢。1995 年開始，產業發展方向著

重技術引進、強化研發。經濟部開辦業界科專計畫，協助業者投入研發，業者更積極引進技術，強化研發能耐。與此同時，生技製藥服務業、環保生技廠商開始提供產品與服務，再生醫療、生醫材料企業則陸續成立。投資人看好產業發展，促使國內生技業投資持續加溫。

二、我國次產業未來成長表現預測

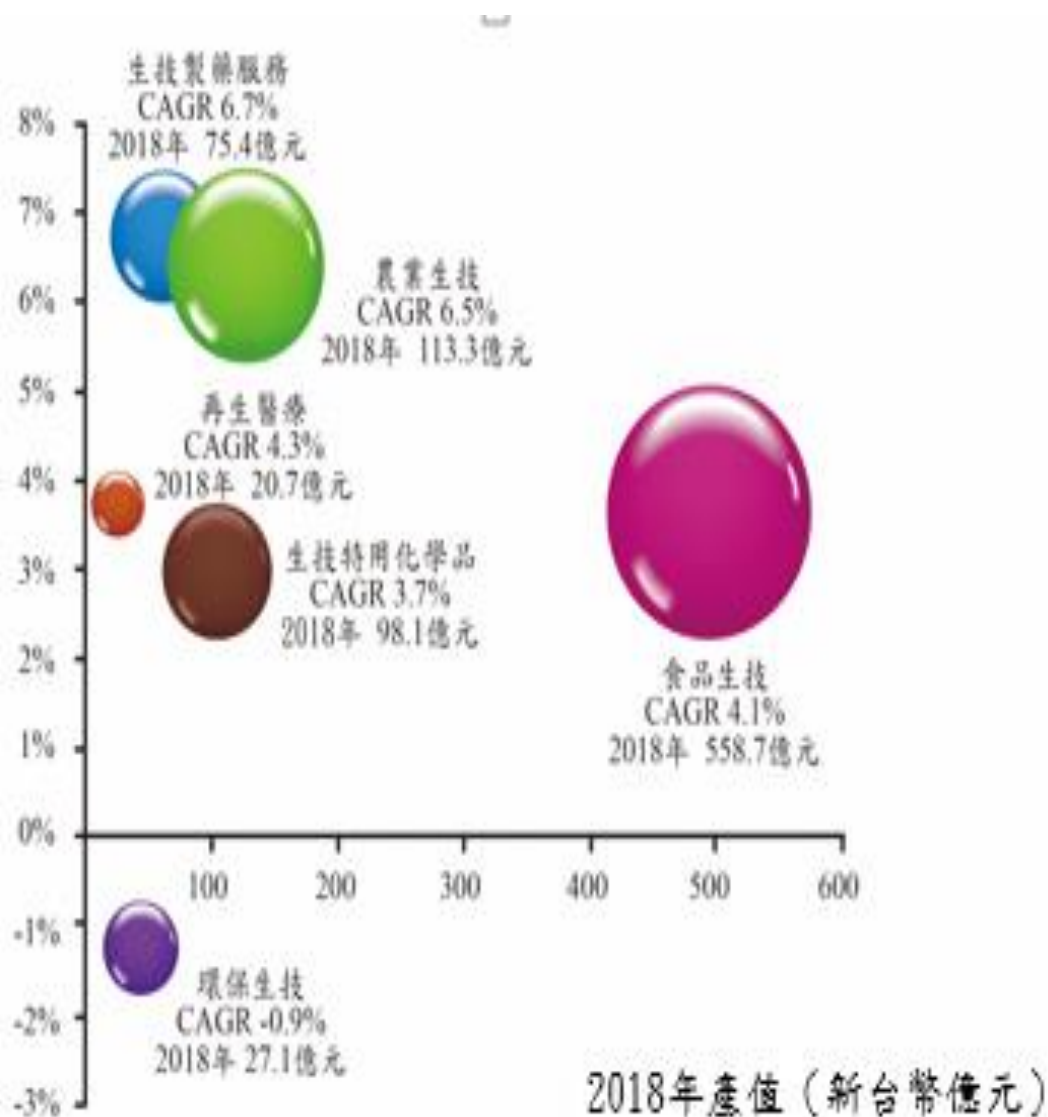


圖 3-03 我國次產業未來成長表現預測

註：泡泡大小為 2018 年產值推估；CAGR 為複合年成長率

資料來源：DCB 產資組 ITIS 計畫推估

(一) 近年我國應用生技產業蓬勃發展，隨著產業氣氛轉為審慎樂觀，加上國內生技廠商營運成果陸續展現，產值持續成長，推估 2018 年我國應用生技產值可達新台幣 752.2 億元。整體而言，我國應用生技產業在政策持續引導、廠商積極拓展市場之下，將推動 2014~2018 年我國各次產業持續呈現樂觀積極的氣氛。

(二) 未來我國應用生技產值仍將穩定成長，預估 2014~2018 年我國應用生技產值 CAGR 將達 4.4%，達到 893.2 億元。預測我國應用生技各次產業之未來表現，食品生技為國內應用生技產業產值最高之次產業，廠商家數也最多。近年兩岸交流頻繁，我國食品生技廠商與中國大陸業者在原料、通路等方面進行策略合作，加上全球景氣逐漸復甦，帶動民眾對於保健品的需求，在新市場的開發及經濟回暖刺激下，未來我國食品生技產值將維持穩定成長，預測 2014~2018 年之 CAGR 為 4.1%，2018 年產值將超過 550 億元。

第三節 食品生技定義

表 3-01 食品生技定義

資料來源：DCB 產資組 ITIS 計畫整理

食品生技定義		
我國食品生技的應用以營養保健品為主，營養保健品並不僅限於衛生署認證的「健康食品」，原料以天然物來源為主，包括動物、植物及微生物，具有調節身體機能之特定成分，均屬於營養保健品範疇，產品類型包括膠囊、錠劑狀食品，及一般食品型態但具特殊保健功能之產品		
產品類型	定義	成分
微生物營養保健品	以發酵或生物培養方式生產具保健功效之機能性微生物	紅麴、冬蟲夏草菌絲體、乳酸菌、酵母菌、藍藻、綠藻、螺旋藻等
機能性成分營養保健品	經由添加發酵、萃取等相關技術處理之特定功效成分的營養保健品，增加食物的營養或保健功效	蝦紅素、葉黃素、 ω -3、 β -葡聚糖、兒茶素、菊苣纖維、芝麻素、醣類分解酵素、蛋白質分解酵素、脂肪分解酵素等

一、我國食品生技產業定義泛指現代生物技術應用於食品領域，依產品之成分可分為微生物營養保健品、機能性成分營養保健品兩大類。

二、衛生福利部食品藥物管理署（TFDA）為有效管理營養保健品，因此公布「健康食品管理法」，希望藉此保障消費者的權益。依照該法，經由動物實驗或人體試驗驗證，具有特定保健功效之產品，給予「健康食品」認證。目前通過「健康食品」認證之產品型態可分傳統食品型態（如沖泡式飲品、發酵乳、保健油品等）及非傳統食品型態（膠囊、錠劑、口服滴劑等）。

三、個案公司所從事之食品生技產品不僅包括「健康食品」，亦包括尚未經過認證，但具有補充營養或保健功效的營養保健品。

四、近年來食安問題頻傳，消費者越來越重視產品的安全性及有效性，經由科學化的驗證並受到健康食品工廠 GMP 生產規範而取得「健康食品」認證，可強化消費者對產品的信心，為營養保健品的重要趨勢。

五、食品生技是將生物技術應用於食品領域，使其具有保健功效，進而提升食品的附加價值，現階段廠商多採用以開發健康食品或保健食品等機能性食品為主。

第四節 保健食品產業趨勢及發展

一、保健食品受關注，市場成長且變化快速

全球生活環境的改善與醫療科技的突飛猛進，人類生活品質普遍提升，平均壽命亦隨之延長。但對許多已開發或開發中國家而言，伴隨而來的是高齡化人口之結構形成，造成慢性病患者數目逐漸增加，成為國家醫療支出與社會福利負擔之一大隱憂。隨著預防醫學觀念的推廣與實施，人們選擇輔助與替代療法來預防疾病發生，其中尤以保健及機能食品具有增加營養、促進健康、延緩老化等效果，已逐漸受到具有健康意識的消費者所青睞。機能性食品這個名詞自從在 1984 年誕生後，風靡整個日本食品界，在我國有另一個名稱叫「健康食品」，在美國叫做「營養補充品」，在中國大陸則通稱為「保健食品」，日本厚生省對機能性食品的定義：「機能性食品便是將食品的生理機能，利用各種分析方法來獲得印證，而將其生理機制與特定保健作用方式的關係加以闡明。」；根據 IEK(2012)報告指出，2011 年全球機能性食品市場達 1,480 億美元，較前一年成長 10.74%。有鑑於消費者追求健康生活的意識持續發燒、替代補充醫學的接受度增加及機能性食品的科學驗證結果，預測未來全球機能性食品將穩定成長。預計至 2016 年全球市場規模約達 1,933 億美元。

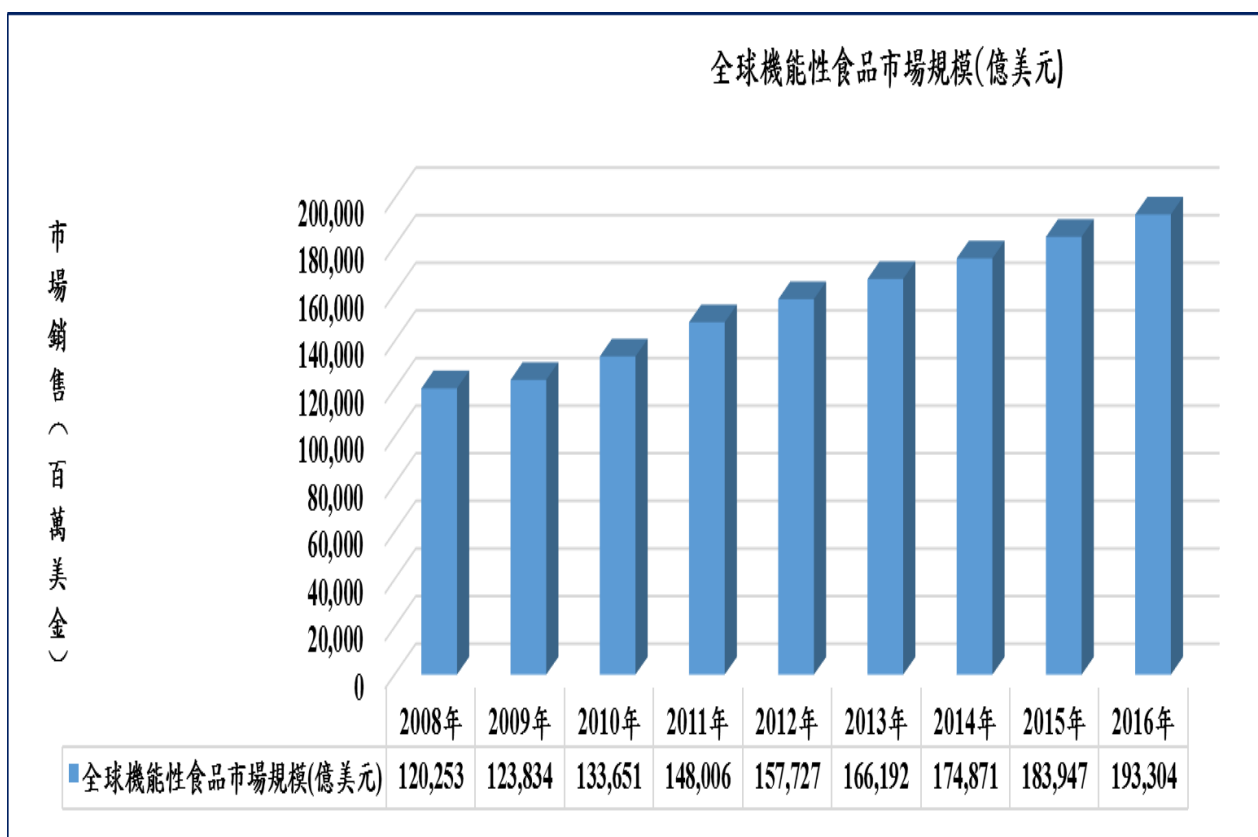


圖 3-04 全球機能性食品市場趨勢

資料來源：Euromonitor(2012)

二、亞太地區由於新興國家經濟快速成長，保健食品市場的大幅成長

就全球機能性食品市場主要市場而言，皆以已開發國家為主，其中美國市場規模最大，約佔 2011 年全球市場 26.16%，其次歐洲 19.3%、日本 17.23%，合計前三大市場約占全球的 62.69%，主要在於這些地區的人民所得收入較高加上對保健食品有較早的理解及認同，希望可從中達到預防疾病和自我照護之目的。除上述主要已開發國家外，隨著新興國家的經濟崛起，亞太地區則為近年來成長最快速的市場，2011~2016 年的年複合成長率估計為 8.1%，尤其是中國及印度保健市場，預期隨著當地經濟繁榮，人民生活品質提高等因素，快速擴張其市場規模。

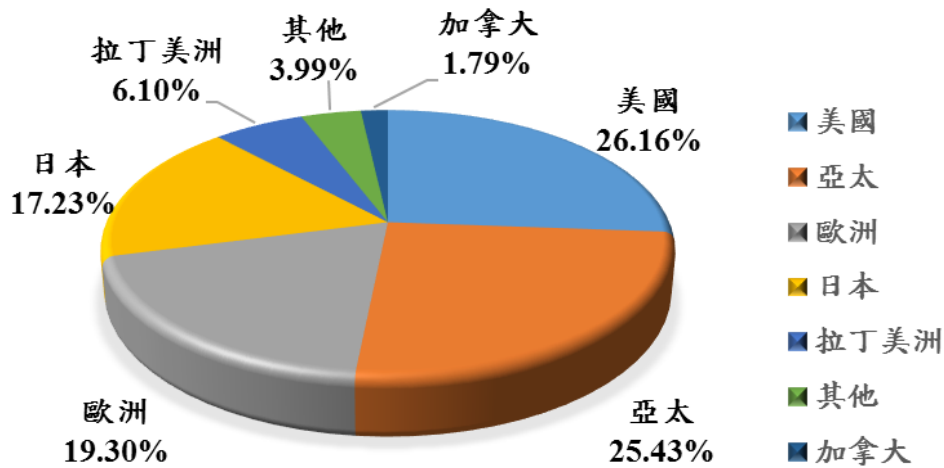


圖 3-05 全球地區市場銷售比例

資料來源：Euromonitor(2012)

三、台灣機能性食品市場

台灣機能性食品市場資源，最早應可追溯至 60 年代台糖公司推出的健素糖及酵母粉，至今已發展 40 餘年，從以往僅有膠囊、錠劑等固態營養品，至今亦推出像糖漿、飲料、果凍包等不同形式；另外，產品型態也從最早期的維他命，發展至機能性飲料、養顏美容膠原蛋白、中草藥產品等，商品可說不斷推陳出新。市場成長原因來自於國民保健觀念提升、高齡人口持續增加等，保健食品已逐漸轉變成一般大眾必需之保健品。根據IEK(2012/09)報告，2011 年台灣機能性食品市場規模約 35 億美元，預計2016 年上看57 億美元，2011~2016 年的年複合成長率估計為10.2%。

表 3-02 全球市場數據

資料來源：Euromonitor(2012)、IEK 整理(2012/09)

國家	市場規模(百萬美金)				人均支出(美金)		
	2006 年	2011 年	2016 年	2011~2016 年	2006 年	2011 年	2016 年
台灣	2,316	3,516	5,701	10.20%	102	152	244
中國	9,370	17,713	25,212	7.30%	7	13	18
日本	17,151	25,501	28,199	2.00%	134	201	225
亞太(含日本)	38,194	63,134	83,785	5.80%	10	16	21
全球	100,074	148,006	193,304	5.50%	15	22	27

四、大陸機能性食品市場

近年來中國大陸消費者逐漸重視健康，具有健康概念之機能性食品市場，有大幅之成長。中國機能性食品市場規模從2006 年的93.7 億美元成長到2011 年的177 億美元，預估2011~2016 的複合成長率達7.3%，預估市場到2016 年可達到252 億美元。預期中國在總體經濟及醫療保健用品消費的持續提升下，將可望帶動機能性食品市場的需求穩定成長。從絕對數來看，中國機能性食品市場的消費水準還很低，2011 年全國城鄉人均機能性食品市場消費支出為每年 13 美元，僅為台灣的8.55%，日本的6.47%。另中國政府在2011 年12 月發布的《食品工業「十二五」發展規劃》下，將營養與保健食品列為食品工業的發展重點之一，包括保健食品在內以及強化食品、特殊膳食用食品、功能食品及養生食品在內等產業能於 2015 年達到1 兆元人民幣，預期複合年成長率達20%。隨著中國大陸人均可支配所得逐年增加，人民自我健康管理意識提升，加上中國大陸人口高齡化將帶動需求，將使得中國大陸的保健品產業進入高速發展期。由此可見中國機能性食品市場的發展潛力無窮。

第五節 我國發展保健食品產業所面臨的問題

一、在於國產原料供應不足且價格昂貴，大部份原料仰賴進口無法掌握品質。政府除應積極協助相關原料或半成品降低關稅或開放進口之外，亦應鼓勵業者參與政府研究計畫或運用政府相關資源，發展具本土或漢方特色的保健食品或原料，以期帶動國內保健食品產業整體之發展。另外國內業界所投入之研發經費過少、學界研發能量分散、國內健康食品認證所需費用高且時程慢，將造成業者申請意願不高，恐影響產品之國際競爭力。

二、由於推動健康食品發展的科技研發體系尚未具體成形，因此造成健康食品品質長期處於水準不穩定狀態：並且許多的健康食品生產業者未能將「誠信」作為企業主要的經營理念與及消費者對健康食品的科學認知不足。另外由於我國「健康食品法」係單獨立法，立法原意未能充份表達於法律文字中，且導致法律架構更加複雜，社會大眾對法律認知有相當差距。因此自該法實施以來，不但健康食品之定義不妥，保健功效之認知與國際規範有差距，同時已核可的健康產品數目亦屬偏低，影響我國健康食品產業之發展頗巨。因此未來對於「健康食品法」之修法，實已刻不容緩。

三、我國健康食品產業目前正處於蓬勃發展階段，因此未來除應該要建立完善的健康食品管理法規，如可考慮產品採自願送審及遵循規範自主管理兩種方式的雙軌制管理，以規範健康食品的市場；同時短期內也應該加強對於健康食品產品品質的規範，以提升健康產品競爭力，進入並擴大健康食品在國際市場佔有率。

第六節 我國發展保健食品未來的方向

一、發展具有我國現有的豐富農業資源，四季盛產蔬菜水果，利用含有豐富營養成分的蔬果及現代化技術，研發天然保健食品，建立產品開發技術，整合加強開發新穎健康功能的活性成分，以降低對國外進口原料之依賴，開拓更廣大市場，提高產品附加價值，達到競爭優勢。

二、以我國國民營養之現況，作為研究東亞人(中國、東南亞、日本等地區)膳食營養的基礎，策略性開發適合東亞人膳食營養型態之保健食品，針對東亞人營養形態設計之自有品牌，期與西方市場作明顯的區隔。

三、深耕本土，藉由策略聯盟提升資源的利用效益，加強產學合作，跨產業研究，提升產業研發能力及內涵，培育產業人才，帶動產業發展。法人研發機構(如工研院、生技中心)過去與產業互動交流多，對技術移轉及產品商業化較有經驗，政府媒合將保健食品與高科技技術結合，來強化生產、研發及供給，為業者開發保健食品的素材，發展具本土或漢方特色的保健食品或原料，以期帶動國內保健食品產業整體之發展。鼓勵國內業界投入研發、學界與產業界研發能量聚焦、簡化國內健康食品認證所需費用高且時程慢，提高業者申請意願，間接提升國際競爭力。

四、發展具有有科學證據之保健食品，隨著科技的進步與發現，很多過去沒有的產品或不知有保健功效的產品；陸續被發現如茶(兒查素)及蕃茄(茄紅素)、大蒜等；政府亦需修改現行評估保健食品功效及安全性的程序，確保每項保健食品擁有合理的科學依據。

五、進行全球化佈局，積極開拓海外基地與市場，擴充企業版圖與市場佔有率，善用兩岸密切互動與優勢互補之機遇，共同拓展全球市場。

第七節 個案公司介紹

一、公司概況

個案公司成立於 1995 年，長年供應國內外各大藥廠、保健品廠、電視廣播購物台、傳直銷、飲料廠等通路。本公司所代理的 400 多項國際知名品牌與一般常規的保健品原料，其他生技食品原料、生藥製劑、草藥萃取物、保養品系列、天然洗劑系列、寵物食品原料、學術實驗用生技原料，除日常原料供應之外，並設有完整的商品設計企劃、開發、採購、客服、管理、品管、倉儲物流、分區業務、代工服務部門，提供客戶完整服務，為東南亞地區最主要的保健品原料供應商。公司團隊的專業與服務多年來受國際各大生技原料大廠與學術單位托付東南亞地區之銷售重任，所全權代理之精緻品牌原料總數超過 100 項，並以大宗進口方式經營多項業界常用物料，讓客戶們足不出戶即可與世界最新頂極原料同步接軌，也為客戶們省去了自行小量進口的品質風險與運輸報關費用等成本支出。

由於 20 年長期耕耘於生技產業，團隊成員對於國際上保健品原料、生技或醫藥產品研發、國際行銷等具有豐富之經驗，研究及販售超過數百種來自世界各國具臨床、實驗或專利的保健品或生技原料，熟稔國際保健生技趨勢，並充分掌握國際市場潮流，但礙於產品都是進口及簽立代理合約，長期仰賴原料進口，無法讓公司永續發展，且近 2 年國內市場成長有限，為了未來的發展開拓海外市場，公司願意投入大量研發費用，於是 2012 年開始投入研發、生產於商品開發上與國際同類型銷售最佳的商品作為比較對象，以專業生技博碩士團隊，結合相關領域學界權威，共同研發超越市售商品的規格、發展具功能性之保健原料產品，進一步計畫改善製程，以申請國際專利及健康食品為目標，增進產品之附加價值，並透過大量化生產壓低成本，再結合原本的行銷能力，使產品更具競爭優勢，公司目前主要產品項目是固態培養樟芝、苦瓜胜肽、蔬果酵素、冬蟲夏草菌絲體等，於 2014 年榮獲國家發明創作獎，由苦瓜發展出的「具血糖調控功能之多胜肽」，可應用於血糖照護的

保健食品、目前已完成多項技術移轉進行產業應用開發，將為人類健康產業創造極大價值，未來更朝向國際化業務拓展，擴充營運規模，達到企業永續經營的目標。

二、營運優勢: 一站式服務

(一) 原料開發：引進全球時下最流行保健原料產品，產品線完整，讓客戶在商品開發接軌國際，自行研究開發，生產具功能性之保健原料產品。

(二) 行銷企劃：營養專家依客戶屬性，為客戶量身打造製作各色行銷資料、親自前往客戶端進行簡報與教學、包裝設計等，隨時服務客戶專業問題。

(三) 採購檢驗：大宗進口降低成本，預備庫存即刻出貨。一流的檢驗設備、檢驗制度與專業檢驗人員確保產品品質。配方設計替客戶規劃及調配所需之配方商品，在產品劑型、充填上選擇多樣。

(四) 服務優勢：一對一專業客服團隊立即回覆客戶所需資訊與資料、提供安全迅速的運送服務，以及專業的法規諮詢。

三、產品優勢

個案公司目前供應全系列產品，包含保健食品原料、生藥製劑、草藥萃取物、保養品系列、天然洗劑系列、寵物食品原料、學術實驗用生技原料，且不斷開發世界知名品牌之商品，帶動國內廠商與國際資訊潮流接軌；另商品設計企劃開發，依客戶不同需求提供客製化配方，透過飲品、膠囊、錠劑、粉劑等各式型態保留特定營養成分，結合委外加工廠先進的新技術，提供客戶對於產品的安全性及有效性的訴求，以提高產品附加價值。2012 年開始投入大量的研究人力、物力等研發保健食品素材，更加積極研發保健食品，研發領域包含樟芝、紅麴、昭和草、冬蟲夏草，苦瓜胜肽、藻類萃取等，我們持續一直與學術界合作，提高產品品質與降低成本，讓每一位消費者吃到最好的東西，照顧每一個人的健康。

四、技術優勢

以專利苦瓜胜肽為例，有效成份為明確之胜肽序列；去除不必要之成分，僅需少量(250mg/次)萃取物即可使餐後血糖抑制率高達 53%，目前具九張國際專利認證，連續兩年獲得國際權威期刊-農業與食品化學 JAFIC(Journal of Agricultural and Food Chemistry)刊登認可，並榮獲 2014 年度國家創作發明獎。目前市面上商品或研究大部分皆以苦瓜萃取物為主，所訴求之成份為苦瓜皂苷，無研究直接以純化後的苦瓜苷做調節血糖實驗，因此無法確認為苦瓜皂苷單獨貢獻的效果，且苦瓜裡含有許多影響效果的升糖因子，一般萃取會使苦瓜功效大打折扣，因此市售苦瓜萃取之每日建議用量較高，達 500mg 至數克以上，與個案公司開發的僅需少量(250mg/次)萃取物即可達到效果；未來個案公司將自主性原料比重提高，積極佈局專利，增加其它競爭者不可複製之優勢。

五、銷售通路及客戶型態

個案公司在產業鏈中，係以開發保健原料產品新素材，並著重於研發、設計、開發，依客戶不同需求提供客製化服務，運用本身的專業能力，提供產品、法規及功效、營養成份等分析服務。在通路別銷售百分比當中由圖 3-07 中可看出保健食品公司佔了 41.83%，其次為生技食品廠及飲料廠佔了 14.47%，第三是 TV 通路佔了 12.35%，TV 通路產品是由個案公司設計產品，委由 TV 通路銷售，這幾年受惠保健意識及生技公司林立，下游通路業者積極推動保健食品，個案公司銷售值呈現成長趨勢。

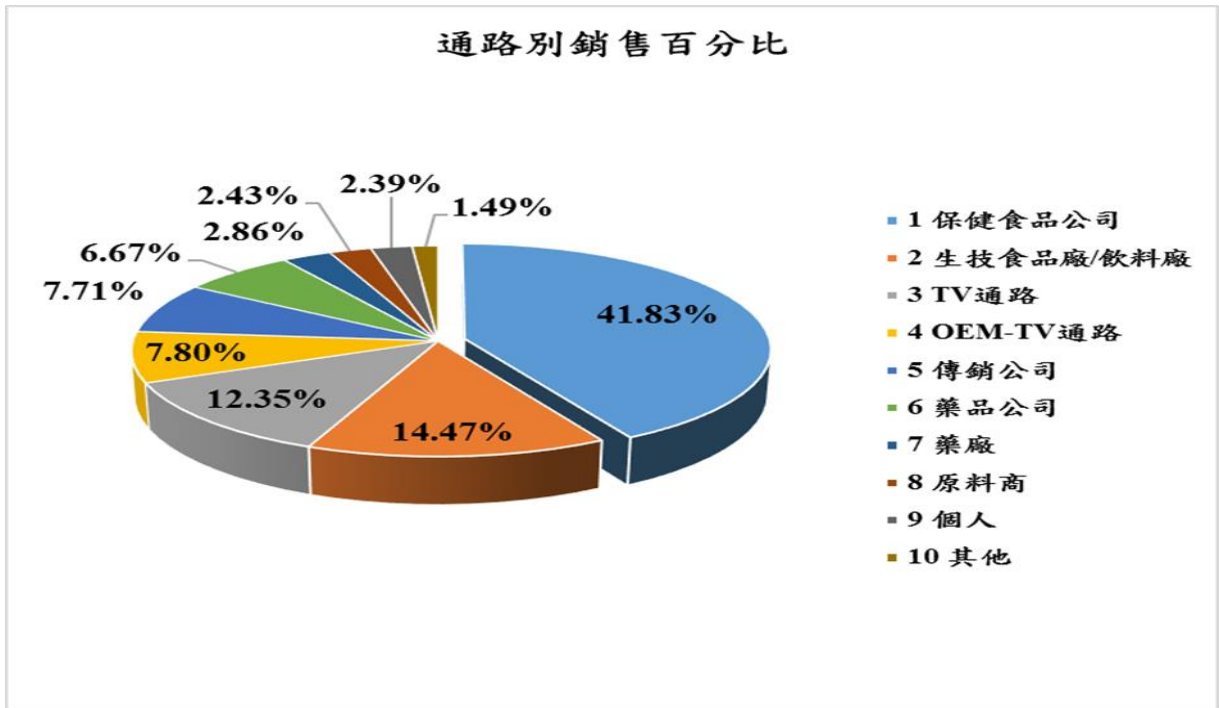


圖 3-06 2014 年度個案公司通路別銷售佔比

資料來源：本研究整理

六、SWOT 分析

利用 SWOT 分析可以清楚產業內外環境的機會與威脅，及內部的優勢及劣勢，協助公司策略的擬定。

表 3-03 個案公司 SWOT 分析

資料來源：本研究整理

優勢 (Strengths)	劣勢 (Weaknesses)
<ol style="list-style-type: none"> 1. 長年購買國外保健食品原料，已建立優勢的原料供應鏈體系 2. 精選原料產品多樣化 3. 卓越的研發能力，開發創新功能性產品 4. 與國際原料供應鏈，策略聯盟，有助開拓國際市場，將自行研發產品與世界接軌 5. 苦瓜胜肽產品具備國際專利認證 6. 建立具有研發、生產、臨床研究、市場行銷能力的完整產業價值鏈 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 保健食品原料依賴進口，受國際市場原料供需及價格波動影響 2. 國際原料品質管控不易 3. 食品安全事件頻傳，不利產業發展 4. 我國未能加入區域經濟體，多數生技產業無法享受區域經濟體會員間的互惠利益 5. 國內市場規模不夠大
機會 (Opportunities)	威脅 (Threats)
<ol style="list-style-type: none"> 1. 老年人口快速增加，平均壽命延長 2. 自我照護觀念提升 3. 貼近市場，掌握潮流趨勢，研發、設計、配方，滿足消費者需求 4. 擴大原有市場規模，朝國外市場拓銷邁進 5. 追求健康是全球消費趨勢，保健食品在國際間有很大商機 6. 跨足研發、生產有利深耕產業，進而開創新的產業價值鏈 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 市場有眾多同質性產品彼此競爭 2. 產品獨特性不足，不易申請專利保護 3. 品牌與信賴形象不及國外知名大廠

七、小結

全球保健食品市場持續成長，前三大市場依序為美國、日本及中國大陸；高齡化社會到來，消費者追求健康生活的意識持需發燒，個人健康管理逐漸落實在個人日常生活中，預測未來全球機能性食品將穩定成長。

第四章 企業評價與價值創造策略

以下資料來自個案公司 2009 年至 2014 年的歷史資料，透過超額報酬率分析、財務決策品質分析及盈餘品質分析來當作企業評價的準備工作，再利用現金流量折現之評價模式計算及經濟利潤模型來估算企業價值及股價，最後對個案公司之經營投資策略加以分析，並對價值創造策略方向提出建議以增進個案公司的未來企業價值。

第一節 歷史資料分析

企業評價的過程中，第一個步驟就是分析公司的歷史績效，合理瞭解公司的過去的經營績效，並提供未來績效發展與評估的重要觀點。歷史資料分析著重的關鍵價值驅動因子，也就是投入資本報酬率(ROIC)及公司為未來的成長，對公司來說，投入資本報酬率是單一旦重要的價值驅動因子，因為當公司能使投入資本報酬率超過加權平均資金成本(WACC)時，才能為股東創造價值。投入資本報酬率及公司為了成長所需而將利潤再投資部分，是先驅動公司的可支配現金流量，然後再驅動公司的價值。本研究首先要重新組合財務報表以估算投入資本報酬率 (ROIC)、加權平均資金成本 (WACC) 及可支配現金流量 (FCF)，並透過現金流量折現模型 (DCF)與經濟利潤模型(EVA)，對個案公司進行研究，以了解影響公司價值之驅動因子及組成要素。

一、投入資本報酬率(ROIC)

投入資本報酬率為淨營運利潤減調整稅賦(Net Operating Profit Less Adjusted Taxes, NOPLAT)除以投入資本額(Invested Capital, IC)之比率，公司的營運利潤除以投入資本額後的比率，主要係用來衡量公司經營績效的指標。

(一) 投入資本(IC)

投入資本=營運資金+淨財產、廠房和設備+其他資產淨額
營運資金=營運流動資產-不必支付利息的流動負債。將個案公司 2009-2014 年財務報表重新組合與計算，表 4-01 是個案公司計算的結果。

表 4-01 個案公司 2009 年~2014 年投入資本表(仟元)

項目	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
營業營運資金	138,723	159,311	219,148	250,218	268,309	302,840
淨資產、廠房及設備	48,423	57,451	55,442	53,457	51,742	78,146
其他淨資產及其他負債	161	161	161	161	1,299	1,956
營運投入資本(不含商譽)	187,307	216,923	274,751	303,836	321,350	382,942
商譽及無形資產	-	-	-	-	7,719	9,926
營運投入資本(含商譽)	187,307	216,923	274,751	303,836	329,069	392,868

如表 4-01 顯示個案公司，本業投入資本呈現逐年增加，主要係因個案公司於 2012 年設立了產學研究部門，2014 年在台中科學園區成立了保健原料生產中心。此部門是針對生技保健原料，目前學術界研究的產品有獨特性且可透過技術升級後，產品可以量化，提高附加價值，有經濟效益的產品，由學校教授進行前置研發的工作，之後再由個案公司產學研究部門簽訂產學合作，接手進行後續臨床實驗、量產和申請上市的工作。故投入資本逐年持續增加，期望透過產學合作案能使公司創新研發能力提升，保健原料產能逐漸擴大，提高公司的競爭優勢。

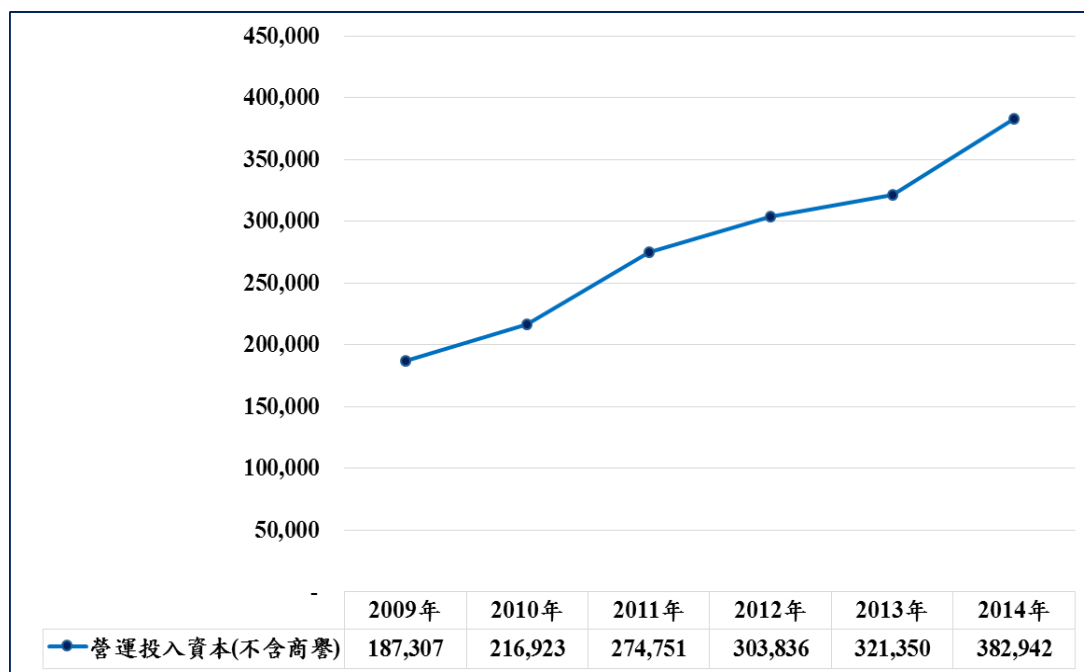


圖 4-01 個案公司 2009 年~2014 年投入資本(仟元)

(二) 稅後淨營運利潤 (NOPLAT) 稅後淨營運利潤 (NOPLAT) 之計算公式如下：

NOPLAT = 息前稅前盈餘(EBITA) - 現金稅負；NOPLAT 的計算結果如表 4-02 所示：

表 4-02 個案公司 2009 年~2014 年的稅後淨營運利潤表(仟元)

項 目	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
營業收入淨額	297,785	317,853	287,349	357,816	402,419	408,254
營業成本	150,708	157,033	136,528	179,612	195,776	202,631
營業毛利	147,077	160,820	150,821	178,204	206,643	205,623
營業費用	48,771	65,225	61,234	76,463	89,623	111,756
EBITA	98,306	95,595	89,587	101,741	117,020	93,867
EBITA所得稅	25,925	18,023	16,665	19,336	21,847	22,186
變動遞延營運稅額					1,621	
NOPLAT	72,381	77,572	72,922	82,405	93,552	71,681

個案公司 2009 年至 2013 年度 NOPLAT 呈逐年成長，2011 年因為塑化劑事件，當時因衛生署食藥局（2013 年 7 月 23 日升格為衛生福利部食品藥物管理署）

檢驗益生菌是否違法摻雜藥物成分，卻意外發現可能影響荷爾蒙的塑化劑 DEHP，進而發現昱伸、賓漢等部分原料供應商竟在常見的合法食品添加物「起雲劑」中，使用廉價的工業用塑化劑摻節成本，含塑化劑的起雲劑，被廣泛加在飲料、糕點、麵包和藥品、食品中。塑化劑事件在台灣造成恐慌，兩、三名不肖商人就造成上千種產品下架，重創食品生技產業、當然個案公司保健食品原料也受到衝擊，營收大受影響，且原本公司的檢驗流程，因事件而更加嚴謹，檢測相關費用增加，毛利率下降，相對公司 NOPLAT 也下滑；還好個案公司平時對品質要求嚴謹，提出的檢驗數據都未驗出塑化劑，故營收也很快成長上來。2014 年 NOPLAT 下滑主要為中部科學園區成立保健原料生產中心，針對投入研發生產中心，相對管銷費用及前置的研發費用增加，且生產製程培養、發酵等需經 3-6 月週期，才會有產出；故當年度的效益未產出；是影響 NOPLAT 下滑的主要原因。

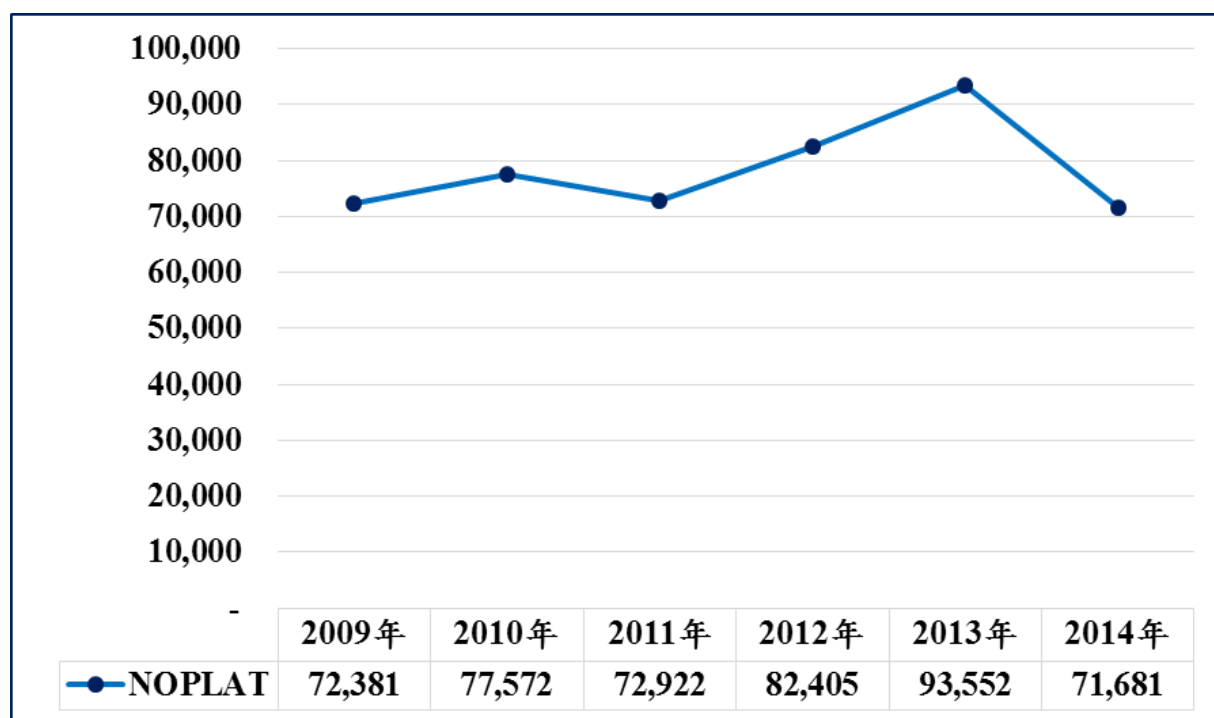


圖 4-02 個案公司 2009 年~2014 年之稅後淨營運利潤(NOPLAT)分析

(三) 投入資本報酬率(ROIC)

投入資本報酬(ROIC)=稅後淨營運利潤 (NOPLAT) ÷營運投入資本

=銷售利潤率×資本週轉率

ROIC 的計算結果如表 4-03 得知個案公司 ROIC 介於 18.72%~38.64%，2011 年下降是塑化劑事件業績下滑，2012 年開始投入研發支出，因此公司的費用增加，NOPLAT 下降，相對 ROIC 也隨之下降，原因是塑化劑事件，導致檢測費用增加，銷貨成本增加，整體獲利受影響，2012~2014 年營運投入資本逐年增加，主要是 R&D 支出及生產基地佈局，為了未來成長而做了這些投入資本對於價值鏈中研發成果，對公司長期核心競爭力，永續發展是必須的，也是 ROIC 下降的主要因素。

表 4-03 個案公司 2009 年~2014 年投入資本報酬率(仟元；%)

項 目	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
NOPLAT	72,381	77,572	72,922	82,405	93,552	71,681
營運投入資本	187,307	216,923	274,751	303,836	321,350	382,942
投入資產報酬率 (%)	38.64%	35.76%	26.54%	27.12%	29.11%	18.72%

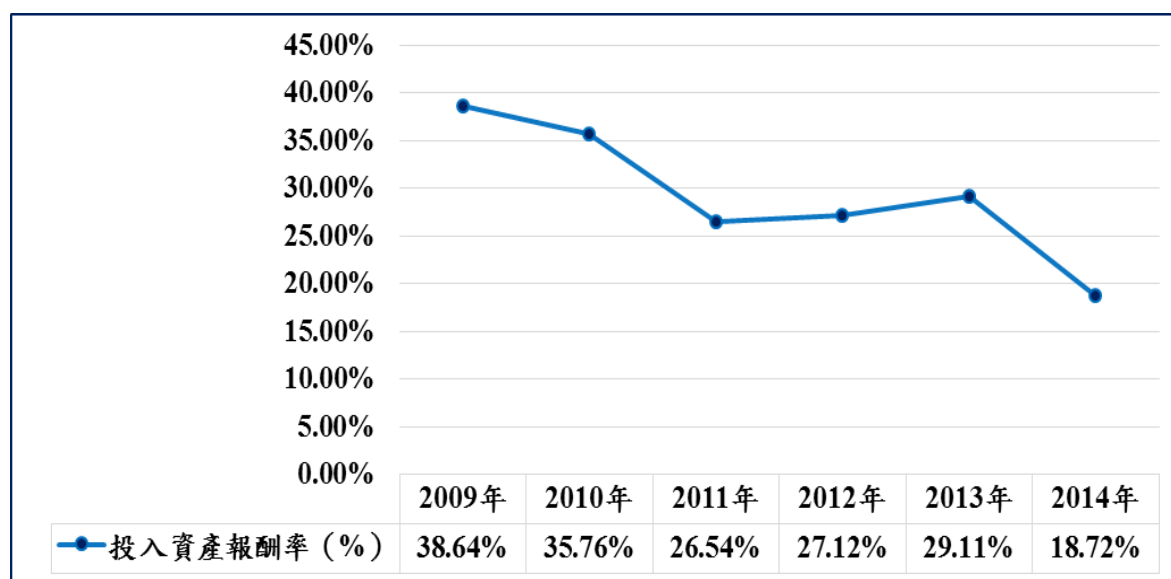


圖 4-03 個案公司 2009 年~2014 年投入資本報酬率(ROIC)

二、加權平均資金成本(Weighted Average Cost of Capital, WACC)

加權資金成本是計算公司所取得資金來源的稅後成本，將各種資本在公司全部資本中所占的比重為權數加以加權平均計算而得。

$$WACC = K_s \times (S/V) + K_d \times (D/V) \times (1-t_c)$$

其中

K_d ：公司負債資金成本，指長短期舉債之平均利率

t_c ：有效稅率

D/V ：負債佔公司價值比重

S/V ：權益佔公司價值比重

K_s ：股東權益資金成本，係採用資本資產定價模式(Capital Asset Pricing Model, CAPM)

資本資產定價模式 CAPM 公式為： $K_s = R_f + \beta (R_m - R_f)$

R_f ：以台灣 10 年期指標債利率估計

R_m ：TWII 台灣加權股價指數(2005-2014 年扣除 2008 年金融海嘯) 10 年平均報率

β ：為衡量公司風險相對於市場風險的指標

公司未上市，故借用上市的"生技類股"的 Beta 值，依據以上公式估算個案公司 K_s 股東權益資金成本在 8.94%~8.95%之間，WACC 在 8.89%~8.92%間，計算結果如表 4-04：

表 4-04 個案公司 2009 年~2014 年的加權平均資本成本表

項 目	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
負債資金成本(Kd)	2.00%	2.00%	2.00%	1.80%	1.50%	1.50%
無風險利率(Rf)	1.51%	1.38%	1.39%	1.21%	1.46%	1.61%
市場報酬率(Rm)	8.37%	8.37%	8.37%	8.37%	8.37%	8.37%
權益的系統風險 β	1.083	1.083	1.083	1.083	1.083	1.083
權益資金成本(Ks)	8.94%	8.95%	8.95%	8.97%	8.95%	8.94%
權益權重(S/V)	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99
負債權重(D/V)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
加權平均資金成本	8.89%	8.90%	8.90%	8.92%	8.90%	8.89%

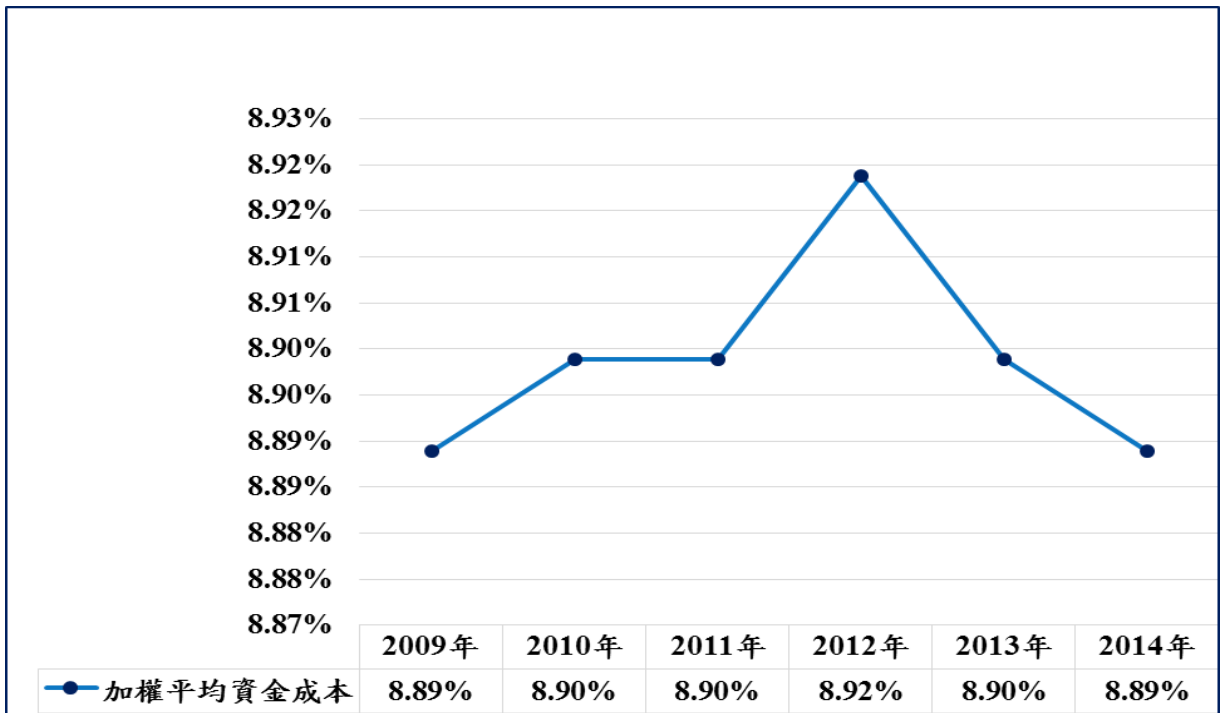


圖 4-04 個案公司 2009 年~2014 年之 WACC 的分析

三、可支配現金流量(Free cash flow, FCF)

支配現金流量是公司真正的營運現金流量，也是屬於債權人與股東等所有資金提供者所擁有的部分，並了解公司現金如何流入與流出，為稅後現金流量總金額。可支配現金流量是公司理財活動前的現金流量，不會受到公司財務結構之影響。我們可以透過可支配現金流量之拆解，瞭解影響現金流量之關鍵因子，將公司資源做有效使用。

可支配現金流量=NOPLAT－淨投資

=(NOPALT+折舊)+(淨投資+折舊)

=毛現金流量－毛投資

毛現金流量來自公司營運的總現金流量，此部分提供公司再投資，是公司維持營運或成長、公司不需要依賴其他額外資金的金額。

毛投資是公司新資金的總和，包含營運資金，資本支出及其他資產投入。

個案公司 2009 年~2014 年之毛現金流量皆為正數，2012 年業績成長，毛現金流量達 82,868 仟元，後續因中科廠的資本支出投入，可支配的現金流量遞減，但也都維持正數，可見可支配現金流量充足穩定。

表 4-05 個案公司 2009 年~2014 年可支配現金流量表

項目	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
NOPLAT	72,381	77,572	72,922	82,405	93,552	71,681
折舊費用	1,838	1,667	2,418	2,463	2,235	2,236
毛現金流量	74,219	79,239	75,340	84,868	95,787	73,917
營運資金(增加)減少	(51,061)	(20,588)	(59,837)	(31,070)	(18,091)	(34,531)
資本支出	(200)	(10,695)	(409)	(478)	(520)	(28,640)
其他資產、負債淨額(增加)減少	(84)	0	0	0	(1,138)	(657)
毛投資額	(51,345)	(31,283)	(60,246)	(31,548)	(19,749)	(63,828)
無形資產前可支配現金流量	22,874	47,956	15,094	53,320	76,038	10,089
無形資產	0	0	0	0	(7,719)	(2,207)
可支配現金流量	22,874	47,956	15,094	53,320	68,319	7,882

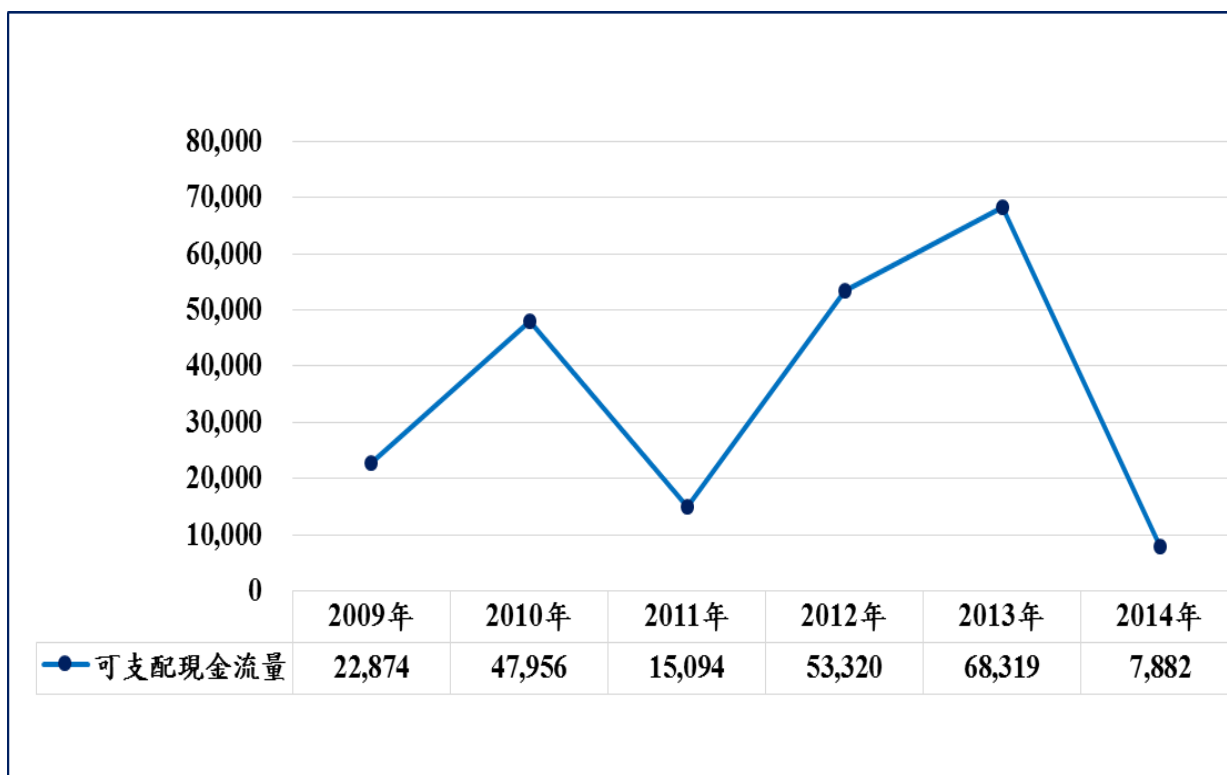


圖 4-05 個案公司 2009 年~2014 年可支配現金流量分析

四、ROIC 之拆解

(一) 超額報酬率 (SPREAD)

企業的價值來自於正數的超額報酬率 (SPREAD)，惟有持續賺取超額報酬，才會有企業繼續經營的價值。

計算公式如下：

超額報酬率 (SPREAD) = 投入資本報酬率 (ROIC) - 加權平均資金成本 (WACC)。

由表 4-6 為個案公司近 6 年的超額報酬率，歷年的超額報酬皆為正數，2012~2013 年因個案公司研發費用及資本投入持續增加，所以 ROIC 逐年遞減，SPREAD 也相對遞減，為了提高營收成長及延長賺取 SPREAD 的期間，此部分的資本投入是創造公司未來的價值。

表 4-06 個案公司 2009 年~2014 年超額報酬率

項目	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
研發費用	298	304	224	1,298	3,373	23,893
ROIC (研發前%)	52.74%	41.58%	33.72%	30.47%	31.90%	29.04%
ROIC(%)	52.53%	41.41%	33.62%	29.99%	30.79%	22.31%
WACC(%)	8.89%	8.90%	8.90%	8.92%	8.90%	8.89%
SPREAD(研發前%)	43.85%	32.68%	24.82%	21.55%	23.00%	20.15%
SPREAD(%)	43.64%	32.52%	24.72%	21.07%	21.89%	13.42%

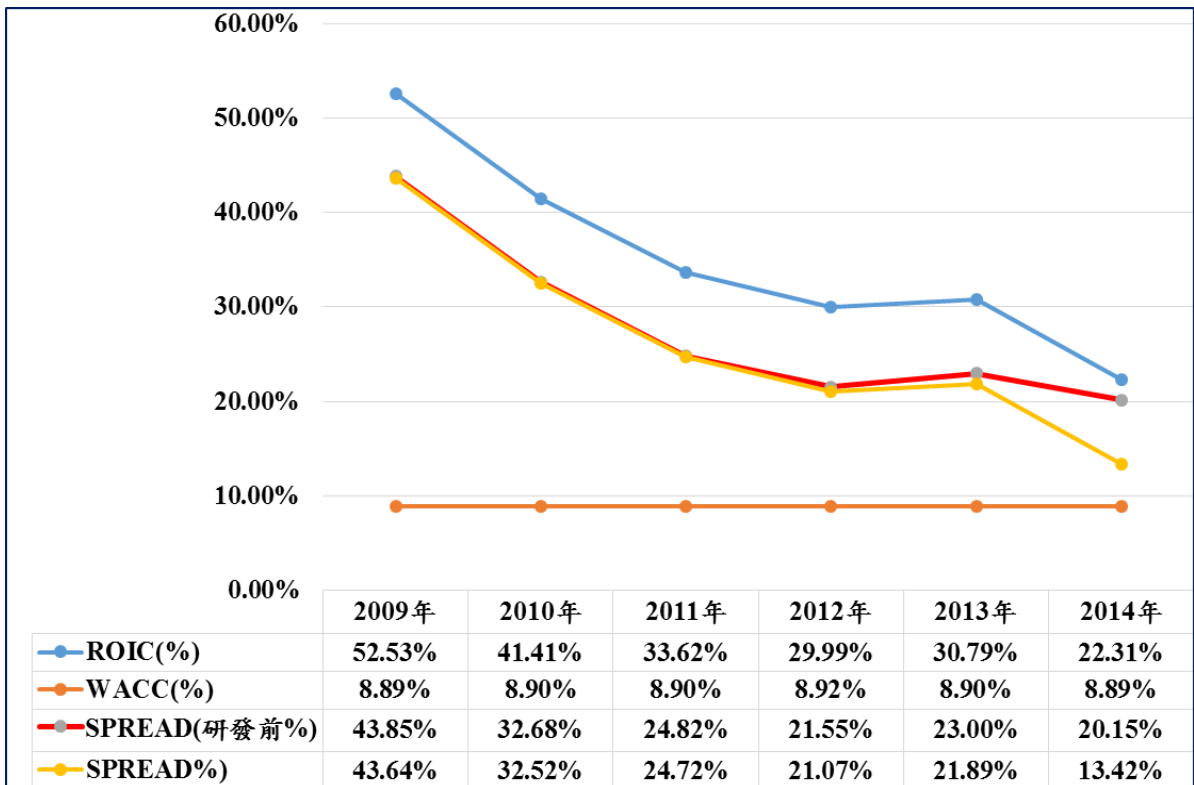


圖 4-06 個案公司之 ROIC、WACC 及 SPREAD 趨勢圖

(二) 超額報酬率(SPREAD)的來源

影響投入資本報酬率 (ROIC) 有兩項因素，分別是『銷售利潤率 (Return on Sale)』與『資本週轉率 (Capital Turnover)』。

投入資本報酬(ROIC)=稅後淨營運利潤 (NOPLAT) ÷營運投入資本

銷售利潤率 =EBITA/銷貨淨額

資本週轉率 =銷貨淨額/營運投入資本

因此，可藉由 ROIC 的分解可以看出銷售利潤率或者是資本週轉率影響 ROIC 的程度較大。圖 4-07 可得知個案公司的關鍵因子消長趨勢，2014 年資本週轉率及銷售利潤率大幅下降，銷貨利潤率及資本週轉率是近 6 年來低點。

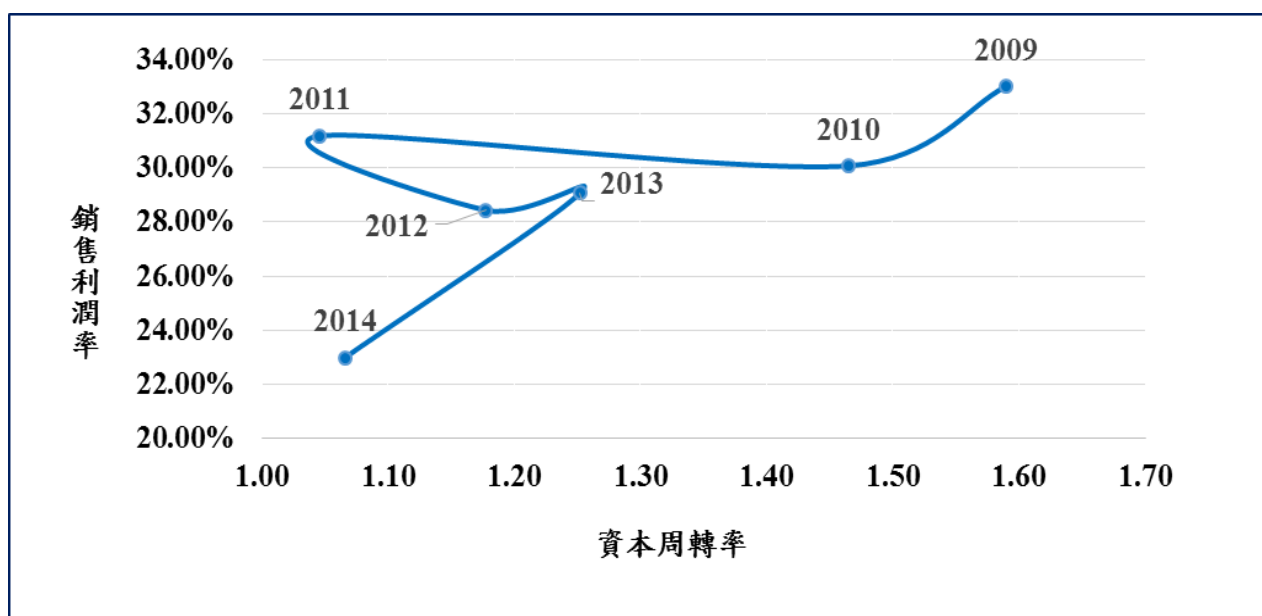


圖 4-07 個案公司關鍵獲利因子消長圖

圖 4-08 為個案公司之 ROIC 魚骨圖，透過此圖可看出影響個案公司 ROIC 的關鍵因子是銷售利潤率(Return on Sales；ROS)，還是資本週轉率(Capital Turnover)，個案公司較屬於高的邊際利潤率，賺取創新產品差異化的利潤。

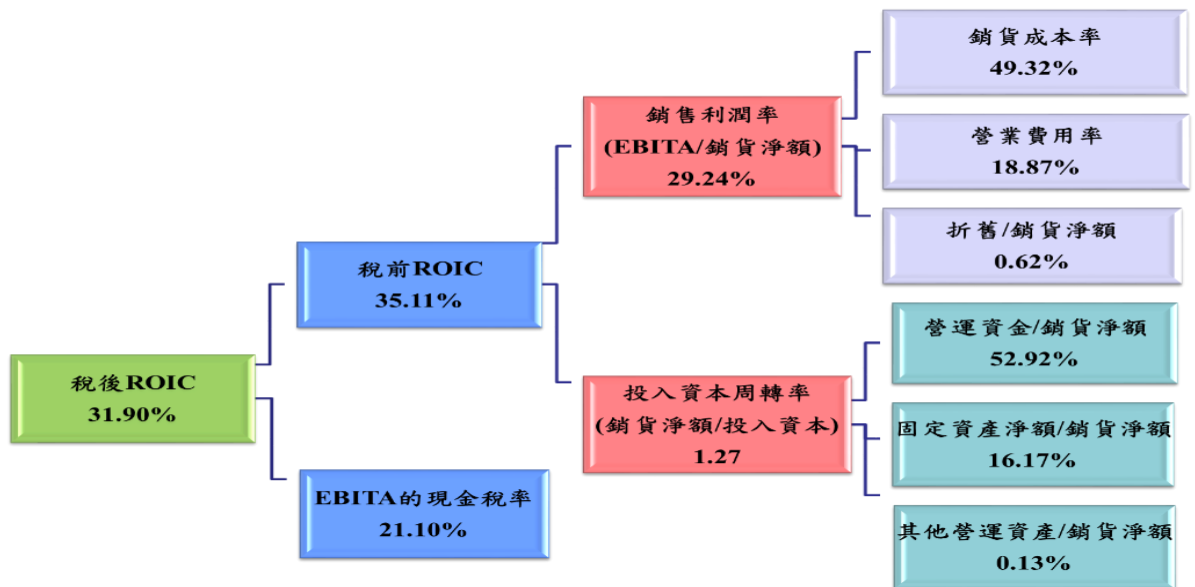


圖 4-08 個案公司之 ROIC 魚骨圖拆解

(三) 銷售利潤率分析

由圖 4-09 個案公司的銷貨成本占銷貨收入比率介於 47.51%~50.61%，算是變動比率不大，ROIC 與銷售利潤率於 2014 年下降明顯，而營業費用比率也是 2014 年走高，由此可見銷貨成本沒有因為公司增加研發費用，產品創新政策而大幅改變，ROIC 與銷售利潤率就明顯受到影響，此為短暫現象，待中科廠有營收後，整體效益就會提升。

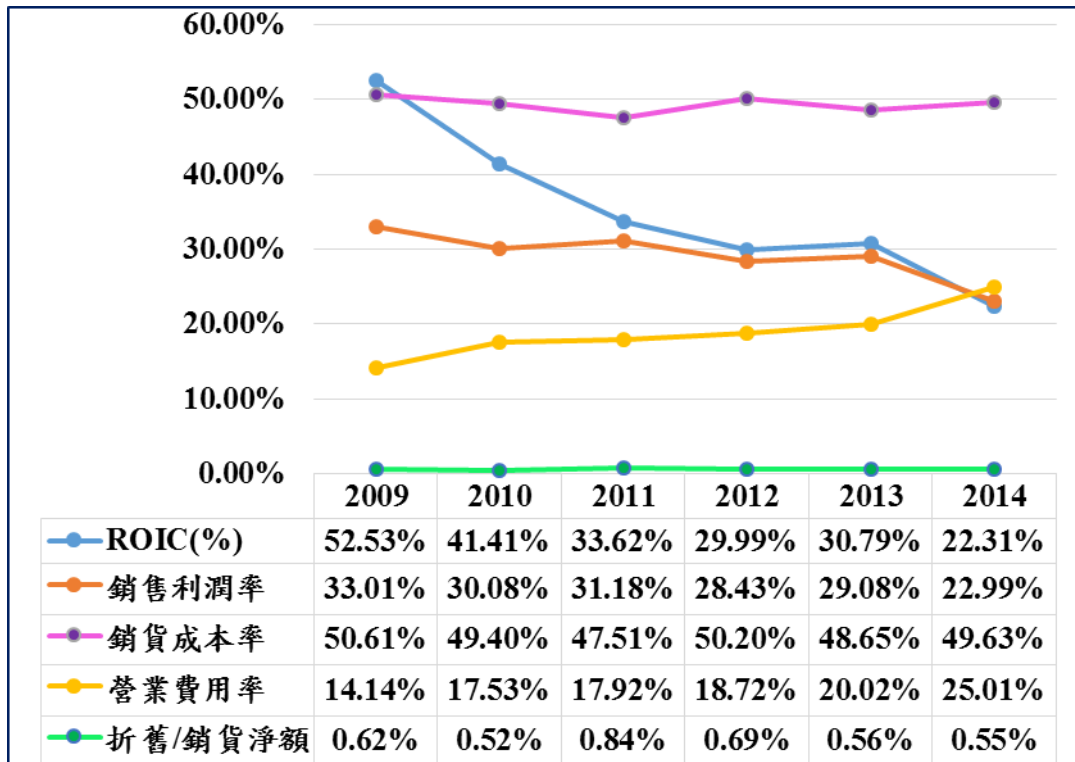


圖 4-09 個案公司之 ROIC、銷貨成本率、銷售費用率、折舊銷貨比、及銷售利潤率趨勢圖

(四) 資本週轉率分析

表 4-07 個案公司 2009 年~2014 年投入資本週轉率表

項 目	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
資本周轉率(銷貨淨額/投入資本)	1.59	1.47	1.05	1.18	1.25	1.07
營運資金/銷貨淨額	29.40%	43.60%	55.40%	61.20%	62.20%	65.70%
固定資產/銷貨淨額	16.50%	16.70%	19.60%	15.20%	13.10%	15.90%
其他營運資產/銷貨淨額	0.04%	0.05%	0.06%	0.04%	0.18%	0.40%

由表 4-07 得知個案公司六年投入資本週轉率皆大於 1，個案公司持續的投入資本性支出，導致投入資本週轉率下降至 1.07 次，但有透過資本資出投入，才有辦法讓公司持續性的成長，經營規模擴大，對未來獲利能力有所挹注。

八、盈餘品質分析

盈餘品質是採用目前的盈餘數字來預測未來盈餘的不確定性，假設目前盈餘數字的品質不佳的話，則以目前盈餘當作未來盈餘的預估基礎就會產生比較大的誤差，因此在進行企業評價之前，盈餘品質檢視是一個重要的程序。個案公司將以五大盈餘指標，稅後淨利與營運活動現金之差異分析（GAP）及現金轉換天數這四個大方向來分析個案公司的盈餘品質是否良好。

（一）盈餘指標：存貨指標、應收帳款指標、應付帳款指標、銷貨毛利指標、銷管費用指標、計算公式及說明如下：

1.存貨指標是以存貨增加率與銷貨收入增加率對照比較，如果若存貨增加率大於銷貨增加率，則表示其存貨庫存壓力大於銷貨收入需求，表示企業之存貨控管失當、或市場需求減弱，對盈餘品質而言，存貨指標 < 0 表示盈餘品質良好。

存貨增加率 = (本期存貨 - 前兩期存貨平均) / 前兩期存貨平均

銷貨收入增加率 = (本期銷貨收入 - 前兩期銷貨收入平均) / 前兩期銷貨收入平均

存貨指標 = 存貨增加率 - 銷貨收入增加率

2. 應收帳款指標是以應收帳款增加率與銷貨收入增加率對照比較，如果應收帳款增加率大於銷貨增加率，則表示其應收帳款催收轉惡，或者本身產品競爭力下降以致賒帳促銷比例提高，或者可能是下游產業市場需求減弱，對盈餘品質而言，應收帳款指標 < 0 表示盈餘品質良好。

應收帳款增加率 = (本期應收帳款 - 前兩期應收帳款平均) / 前兩期應收帳款平均

應收帳款指標 = 應收帳款增加率 - 銷貨收入增加率

3. 應付收帳款指標是以應付帳款增加率與銷貨收入增加率對照，如果應付帳款增加率大於銷貨收入增加率，則表示不正常也就是應付帳款增加或是營收開始衰退。

應付帳款增加率 = (本期應付帳款 - 前兩期應付帳款平均) / 前兩期應付帳款平均
應付帳款指標 = 應付帳款增加率 - 銷貨收入增加率

4. 銷貨毛利指標是以銷貨毛利增加率與銷貨收入增加率對照比較，如果銷貨毛利增加率大於銷貨收入增加率，則表示其本業獲利能力隨銷貨收入增加而轉佳，通常是產業景氣轉好或是公司產品競爭力提升，為正向反應；反之，若銷貨毛利增加率低於銷貨收入增加率，則為負向反應。

銷貨毛利增加率 = (本期銷貨毛利 - 前兩期銷貨毛利平均) / 前兩期銷貨毛利平均

5. 銷管費用指標是以銷管銷費用增加率與銷貨收入增加率對照比較，若銷管費用增加率大於銷貨收入增加率，則表示企業體內部銷管費用控制失當、資源浪費或人力生產效率不足，為負向反應；反之，若銷管費用增加率低於銷貨收入增加率，則為正向反應。

銷管費用增加率 = (本期銷管費用 - 前兩期銷管費用平均) / 前兩期銷管費用平均

銷管費用指標 = 銷管費用增加率 - 銷貨收入增加率

表 4-08 為個案公司 2009 年至 2014 年的存貨指標、應收帳款指標、銷管費用指標、銷貨毛利指標與銷管費用指標。在存貨指標方面，存貨增加速度小於銷貨收入增加速度，除 2011 年的塑化劑事件外；在應收帳款指標方面，2013 開始應收帳款指標有正數轉為負值，代表期應收帳款管理能力及收款能力增強；在應付帳款指標方面，應付帳款增加率小於於銷貨收入增加率並無異常；在銷貨毛利指標方面，平均數都大於零，獲利能力有隨銷貨收入增加；銷管費用指標方面，銷管費用增加速度都大於銷貨收入速度，銷管費用管控不好，人力成本及銷售費用偏高，此部分是改善的重點。整體而言，盈餘品質狀況良好。

表 4-08 個案公司 2009 年~2014 年盈餘指標

指標 \ 期別	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
※存貨指標※					
[A] 存貨增加率	0.13	0.23	0.18	(0.08)	(0.30)
[B] 銷貨收入增加率	0.19	(0.07)	0.18	0.25	0.07
[A] - [B] 存貨指標	(0.07)	0.30	(0.00)	(0.32)	(0.38)
※應收帳款指標※					
[A] 應收帳款增加率	0.24	(0.16)	0.23	0.11	0.07
[B] 銷貨收入增加率	0.19	(0.07)	0.18	0.25	0.07
[A]-[B] 應收帳款指標	0.05	(0.09)	0.05	(0.14)	(0.01)
※應付帳款指標※					
[A] 應付帳款增加率	(0.19)	0.25	0.27	0.44	0.43
[B] 銷貨收入增加率	(0.23)	(0.02)	(0.01)	(0.24)	(0.12)
[B] - [A] 應付帳款指標	(0.04)	(0.26)	(0.28)	(0.68)	(0.55)
※銷貨毛利指標※					
[A] 銷貨毛利增加率	(0.18)	(0.06)	(0.02)	(0.22)	(0.14)
[B] 銷貨收入增加率	0.19	(0.07)	0.18	0.25	0.07
[B] - [A] 銷貨毛利指標	0.37	(0.01)	0.20	0.46	0.21
※銷管費用指標※					
[A] 銷管費用增加率	0.16	0.06	0.25	0.34	0.37
[B] 銷貨收入增加率	(0.23)	(0.02)	(0.01)	(0.24)	(0.12)
[A] - [B] 銷管費用指標	0.39	0.08	0.26	0.59	0.49

(二)稅後淨利與營業活動現金之差異分析(GAP 分析)

GAP=營運現金流量－稅後淨利

若 GAP 為正數，表示盈餘品質較佳。

表 4-09 個案公司 2009 年~2014 年 GAP 表(單位：新台幣仟元)

項目	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
稅後淨利(NOPLAT)(1)	72,381	77,572	72,922	82,405	93,552	71,681
(+)折舊	1,838	1,667	2,418	2,463	2,235	2,236
(-)淨營運資金變動數	(51,061)	(20,588)	(59,837)	(31,070)	(18,091)	(34,531)
來自營運現金流量(OCF)(2)	125,280	99,827	135,177	115,938	113,878	108,448
GAP(2)-(1)	52,899	22,255	62,255	33,533	20,326	36,767

由表 4-09 可知，個案公司 GAP 皆是正數，表示個案公司盈餘品質佳。

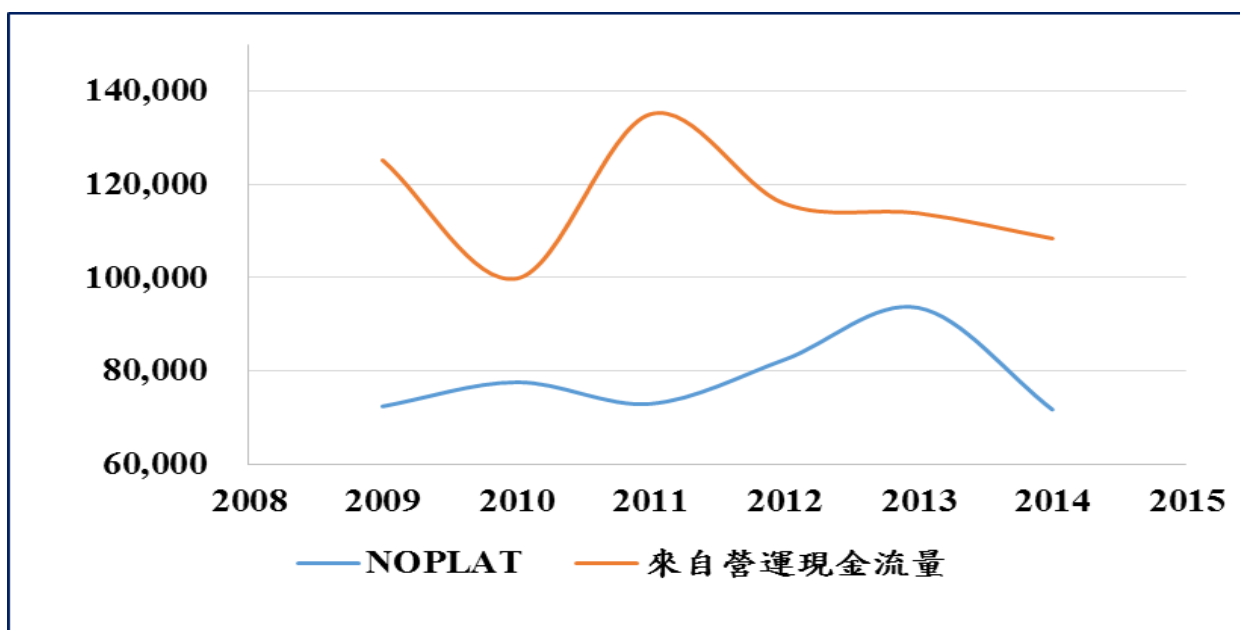


圖 4-10 個案公司 GAP 分析圖

(三)現金轉換天數分析

- 1.存貨週轉天數= 365 天/全年存貨週轉率
- 2.應收帳款週轉天數= 365 天/全年應收帳款週轉率
- 3.應付帳款週轉天數=365 天/全年應付帳款週轉率
- 4.現金轉換天數=存貨週轉天數+應收帳款週轉天數－應付帳款週轉天數

因行業特性，保健食品原料由海關報關進口後，產品需經過一連串的檢測，如塑化劑、重金屬、微生物或特定原料與物種特性分析，如有機產品需做有機審查及農殘檢測，所以要確保產品安全無虞後，才可以販售。應收帳款週轉天數也是較長，通常產品交貨後，需等待顧客對產品做完檢驗流程，合格入庫後，才算完成交易，相對國外供應商的付款條件就無法太多彈性，通常是預付訂金 50%，到貨起算 30 天就需付款，所以這些情況讓公司的現金週轉換天數較其他產業周轉天數長，但因毛利率高，所以公司經營效率，不會因為現金週轉天數長而受到影響。

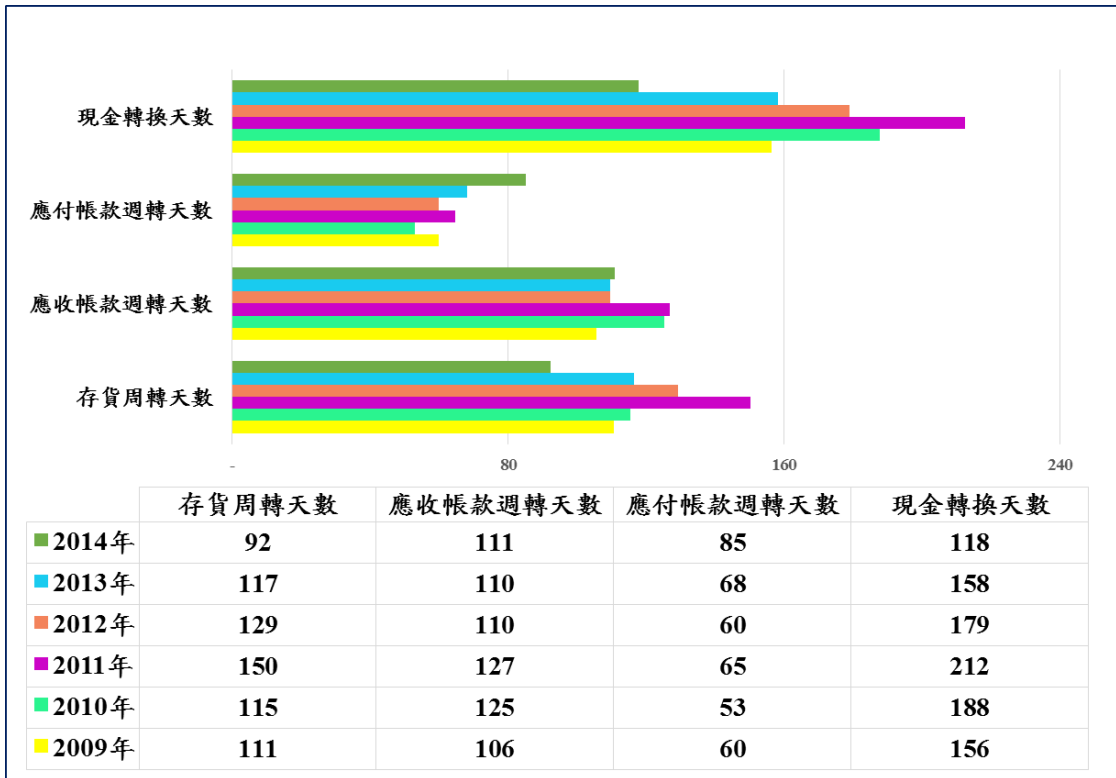


圖 4-11 個案公司現金轉換天數圖

六、投資決策品質分析

正確的財務決策必須要以公司營運情況來考量，公司是具備超額報酬率，才有繼續經營的價值。而公司的成長是需透過不斷的投资，所以當投入資本報酬大於加權平均資金成本時，價值才會產生。決策過程中最關鍵的重點是，公司資金的運用，資源該如何分配，決定資金要挹注何處，才能帶來效益創造公司價值。以下的流程圖說明正確財務決策的決定過程。

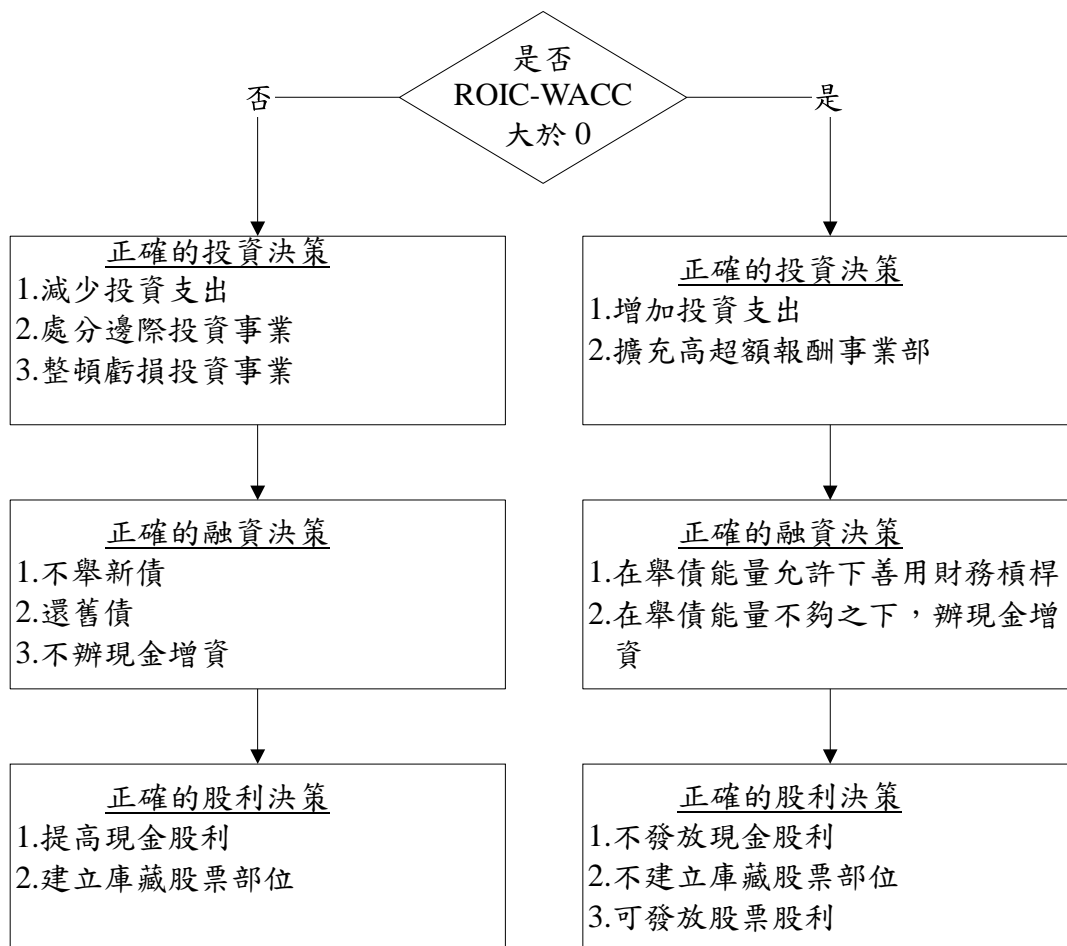


圖 4-12 正確的財務決策流程圖

資料來源:吳啟銘，企業評價-個案實證分析，2013年2月

投資決策是公司中最為關鍵且重要的決策，公司資金的運用，資源該如何分配，決定資金要挹注何處，可以使企業價值提升。

(一)再投資率 (Reinvestment Rate)

再投資率又稱內部成長性比率，是指公司每年賺取的現金流量，有百分之幾用在投資支出，如淨營運資金、固定設備、其他資產新購或研發支出等)。

再投資率的計算公式

(1)研究發展再投資率=研究發展費用/當期 NOPLAT

(2)營運資金再投資率=淨營運資金的前後期變動數/當期 NOPLAT

(3)資本支出再投資率=資本支出-折舊攤提的前後期變動數/當期 NOPLAT

(4)其他資產再投資率=其他資產的前後期變動數/當期 NOPLAT

總再投資率=(1) + (2) + (3) + (4)

表 4-10 個案公司 2009 年~2014 年再投資率分析表

項目	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
R&D費用	298	304	224	1,298	3,373	23,893
NOPLAT	72,381	77,572	72,922	82,405	93,552	71,681
1. R&D再投資率	0.41%	0.39%	0.31%	1.58%	3.61%	33.33%
淨營運資金變動數	51,061	20,588	59,837	31,070	18,091	34,531
NOPLAT	72,381	77,572	72,922	82,405	93,552	71,681
2. 營運資金再投資率	70.54%	26.54%	82.06%	37.70%	19.34%	48.17%
資本支出	200	10,695	409	478	520	28,640
折舊攤提變動數	180	(171)	751	45	(228)	876
NOPLAT	72,381	77,572	72,922	82,405	93,552	71,681
3. 資本支出再投資率	0.03%	14.01%	-0.47%	0.53%	0.80%	38.73%
其他資產變動數	1,150	(1,452)	207	70	648	8,089
NOPLAT	72,381	77,572	72,922	82,405	93,552	71,681
4. 其他資產再投資率	1.59%	-1.87%	0.28%	0.08%	0.69%	11.28%
5. 總再投資率	72.57%	39.07%	82.18%	39.89%	24.44%	131.52%

表 4-10 得知，再投資比率逐年增加率，尤其是 2014 年的研發支出及營運資金的投入，個案公司認為保健原料產業處於高成長階段，唯有再投資才能提高市場佔有率。如果一直扮演進口商角色，永遠替國外廠商推銷他人產品，賣的好還需擔心被收回代理權，賣不好就更難取得代理權，沒有擁有自己的產品，所以決定跨足自行研發生產保健原料，公司才能永續經營。

(二) 融資決策

表 4-11 個案公司 2009 年~2014 年自由現金流量、負債比率表(單位：仟元)

項目	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
來自營運活動現金流量	74,219	79,239	75,340	84,868	95,787	73,917
投資支出	(51,345)	(31,283)	(60,246)	(31,548)	(19,749)	(63,828)
自由現金流量	22,874	47,956	15,094	53,320	76,038	10,089
負債比率	21.47%	17.37%	11.93%	11.66%	14.35%	18.91%

自由現金流量公式

(1) 來自營運現金流量=NOPLAT+折舊費用

(2) 投資支出=毛投資額

(3) 自由現金流量=來自營運現金流量-投資現金流出

(4) 負債比率=負債總額÷資產總額

表 4-11 得知，個案公司，負債比例低，財務結構算穩健，來自營運現金流量扣除投資支出後，自由現金流量金額持續擴大，代表公司近年賺來的現金是充足的，公司有投資支出是必然的，只要在未來 2~3 年能帶來更多自由現金流量，就是成功的投資，個案公司的企業的體質是健康的，扣除中科廠的投資支出，還有正數的自由現金流量，不須向外舉債或現金增資，財務體質保守穩健，如未來還能有多餘自由現金流量，現金配發股息回饋股東，讓股東得到實質利益。

第二節 經營績效預測

本節將以第三章對應用生技產業的分析及個案公司過去的經營績效作為起點，將預測期間區分為三階段，預測期間 15 年，每個階段採 5 年估算，各項數據的假設主要是以個案公司過去的歷史資料、公司未來的目標策略，考量產業環境分析、總體經濟環境來做預測調整，預期可能產生的各種可能性，外在與內在變數情境，並依最樂觀、最可能發生及最悲觀三種情境分析，並計算不同情境下企業價值及估算個案公司合理的股價。

一、預期績效表現

全球對醫療、保健、食品、環境、之需求長期持續成長，且全球高齡化帶來可能的醫療支出增加，提高預防、促進健康與醫療效益比為大勢所趨。美國國家衛生研究院（NIH）研究發現，行為模式是造成健康危害的主要原因之一，透過數位科技改變病患行為模式，可提升病患健康，大幅降低醫療支出。因此各國積極推動相關健康促進政策，提升民眾預防保健意識，並透過資通訊科技應用來強化前端預防保健，以因應全球龐大醫療照護需求湧現的議題。民眾對健康促進議題的接受程度也持續增加。依據 McCann Truth Central 進行的跨國消費者研究指出，全球超過 74% 受訪者認為，健康對未來生活重要性持續增加，願意在健康上花費更多時間與金錢。以及總體經濟景氣波動而影響到個人生活作息與飲食習慣，藉由攝取具保健功效的保健食品，來增進對疾病的抵抗能力，並維持身體機能的正常運作，帶動全球保健食品市場的成長。

依生物技術產業年鑑統計資料，2013 年全球生技產業市場規模為 3,401 億美元，較 2012 年成長 10.06%；而我國 2014 年應用生技產值達 784.2 億元，成長率達 8% 以上，雖全球景氣復甦緩慢，但全球生技產業市場規模呈現持續成長趨勢，

不受到全球經濟景氣好壞影響。現今保健食品市場發展空間大，據調查報導：台灣消費者平均用於保健食品方面費用約佔總支出的 45%，可發展的潛力相當大。其次各年齡層保健食品市場需求潛力無窮，國內市場由過去的老年、兒童為主，逐漸擴大到青少年和婦女；人口老化及腦力勞動者的增多，對保健食品的發展提供了更深廣的空間。

（一）快速成長情境（最樂觀）

個案公司為東南亞與台灣地區保健食品原料供應商，代理的 400 多項國際知名廠商原料長期供應給國內外各大藥廠、保健品廠、電視廣播購物台、傳直銷、飲料廠等通路，市佔率超過 5 成，為市場領導者。在產業鏈中處中、上游之地位，因對原料營養成分，特性、學理有專業團隊的研究開發，利用專業性分析並整合發展新型態的原料，再依客戶及消費者需求提供客製化配方，發展不同劑型，如錠劑、軟膠囊、粉劑、飲品、果凍包等型態以補充特定營養成分，提供消費者安全、快速、有效保健補給品新選擇。

1. 三大明星產品為成長引擎：

- ★ 葡萄糖胺：強化關節功能和降低膝蓋疼痛。
- ★ 牛樟芝：防癌、抑制癌細胞的生長保肝抗氧化和免疫調節等。
- ★ 苦瓜胜肽：調節血糖、血脂、調節體脂肪功能。

具保健功效的食品為市場趨勢，樂觀預估年營收呈 10%-15% 以上成長。

2. 獨特競爭力：

快速商品化的核心能力：新產品推出前，情資市場調查，台灣市場需求者有哪些，先鎖定目標客戶、目標市場，召開產品會議，討論產品劑型，決議新產品銷售時程，銷售 DM 決定，確定行銷工具後，召開業務會議，做好完整教育訓練，提供客戶標準品及客製化產品，瞭解客戶需求後，檢討產品上市後業務命中比例為多少？產品資訊回饋收集，繼續新產品推廣成效的追蹤，此流程可以確保每支產品都可滿足客

戶需求，帶動業績成長，市場佔有率的提升。

3.新廠帶來的效益

2014 年 10 月設立中科研發及生產總部，2015 年彰濱工業區動啟動擴廠計劃，提高公司產品自製率，投入研發、生產，推出產品履歷，載明產品規格及各項量測項目，讓消費者吃的安心、吃的健康，是自製產品發展的重要趨勢。

4.產品商機的佈局，取得專利與食字號與健字號，人體實驗等提高競爭門檻。

5.垂直整合，自原料開發，配方設計、市場分析及行銷企劃，一站式服務。

6.國際市場佈局，將自製原料，推廣國際市場，擴充營運規模。

(二)穩定成長情境（最可能發生）

個案公司持續的資本投入，中科廠 2015 年 3 月正式投產營運，依據生產流程約 2~3 各月，預計 5 月苦瓜胜肽、牛樟芝、冬蟲夏草及蔬果酵素等新產品陸續產出，新產品市場開發或及中國市場的通路佈局等，相關的經濟規模效益顯現將於 2015 年 7 月後逐步顯現，年底的彰濱工業區動啟動擴廠計劃，擴充產品線包括植物萃取、動物萃取、超臨界萃取等液態發酵產品，搭配廠內之充填包裝廠及研發檢驗中心，從原料篩選、萃取、發酵製程、加工、半成品檢驗至後端充填及成品包裝將以一條龍方式完整呈現，產品皆經過原料溯源管理、原料進廠檢驗、風險物質檢驗、成品檢驗等關卡把關，對產品的原料與品質進行嚴格篩選與把關，確保生產製造之商品品質優良且食用安全無虞，以降低食安危機的發生。

1.營運策略方向

(1)保健食品原料與全球保健期刊研究資料尋找新產品或替代產品，代理品牌維持營收與毛利率。

(2)公司自行研發的新產品，因技術門檻高，毛利率高於代理品牌銷售，公司運用產品與技術端的專利佈局，排除市場上的競爭對手，進而保障產品專利佈局競爭對手

不容易加入競爭行列。

(3)透過營運策略方向，公司營收穩定成長，產品利差也將挹注未來獲利表現，替公司帶來長期穩定的獲利來源。

(三) 產業產品價格變化大 (最悲觀)

受天候異常影響、病蟲害、播種面積等因素影響，保健原料價格波動，新產品銷售無法達到預期、消費者需求改變、新產品上市引發削價競爭；政府的法令政策的變更等影響，公司營收及獲利受影響，成長率下滑。

二、預測個案公司之績效表現

本研究使用 15 年來作為預測期間年數，預測方式採用情境分析假設來估算，計算方式則是採用銷售百分比法來推估，計算基礎依據 2009 年~2014 年損益表各科目占銷貨收入淨額比重的平均比率，資產負債表中各科目占資產總額之平均比率估算。

(一)營業收入

營業收入依照以上所敘述之三種績效情境假設計算，情境一快速成長(最樂觀)快速成長：假設第一階段前五年平均營收成長率為 15%，第二階段五年平均營收成長率為 8%，第三階段後五年平均營收成長率為 3%；情境二(最可能發生)營收穩定成長：假設第一階段前五年平均營收成長率為 10%，第二階段五年平均營收成長率為 5%，第三階段後五年平均營收成長率為 2%；情境三(最悲觀)產業產品價格變化大：假設第一階段前五年平均營收成長率為 5%，第二階段五年平均營收成長率為 3%，第三階段後五年平均營收成長率為 2%。

(二)營業成本與費用

個案公司 2009 年~2014 年營業成本佔營業收入淨額介於 46.2%~50.60%，平

均值為 49.32%，營業費用佔營業收入淨額介於 14.1%~25%，平均值為 18.87%，因個案公司的擴廠計畫，需前置準備的管銷費用相對增加，故以 25% 固定比率估算。

(三)折舊

個案公司折舊大部分是房屋及辦公設備之折舊，2013 年開始有機器設備及廠房的折舊，2009 年~2014 年折舊佔固定資產淨額比率介於 3.4%~4.3%，平均為 4.05%；預測未來折舊費用之估計，以 5% 固定比率估算。

(四)融資成本

個案公司 2009 年~2014 年歷史資料來看，平均負債權重僅佔總財務結構之 4.37%，未來新建廠房及機器設備是計畫以中短期負債運作，故 2015~2029 年的融資成本估計，以中短期負債占資產總額約 10.48% 估算。

(五)稅率

依照目前營業所得稅率 17% 估算。

(六)營運資金

營運資金是流動資產減去不必支付利息的流動負債，2009 年~2014 年折舊佔固定資產淨額比率介於 6.2%~42.8%，平均為 26.36%；未來預計營收增加，營運資金稍高估以 2009 年~2014 年佔總資產 35% 平均數估算。

(七)股利

過去幾年皆以發放高現金股利為主，故參考過去股利發放政策情形，估計 2015 年~2019 年仍以發放現金股利為主。

三、存續價值

現金流量折現法折現法的存續價值與經濟利潤法的存續價值在概念上不同，但在預測財務績效相同情形下，此兩種方法估算出來的公司價值是相同的。

(一)現金流量折現法

採用價值驅動因子模式來估算存續價值(Continuing Value,CV)並且假設與過去的經營環境來估算個案公司之存續價值，計算公式如下：

$$C.V.=\frac{NOPLAT_{t+1}(1-\frac{g}{ROIC_i})}{WACC-g}$$

其中 $NOPLAT_{t+1}$ =在預測期間後第一年 NOPLAT 的正常水準

g =永續的 NOPLAT 預期成長率

$ROIC_i$ =淨新投資額之預期報酬率

$WACC$ =加權平均資金成本

(二)經濟利潤法

採用經濟利潤法，所算出來的存續價值不代表在預測期間後公司的價值，此種方式所得到的是公司在預測期間終止時，投資資本所能享有的增值部分。

$$C.V.=\frac{EP_{t+1}}{WACC}+\frac{NOPLAT_{t+1}(1-\frac{g}{ROIC_i})}{WACC \times (WACC-g)}$$

其中

$NOPLAT_{t+1}$ =在預測期間後第一年 NOPLAT 的正常水準

g =永續的 NOPLAT 預期成長率

$ROIC_i$ =淨新投資額之預期報酬率

$WACC$ =加權平均資金成本

EP_{t+1} =在預測期間後第一年經濟利潤的正常水準

依據個案公司假設，在快速成長情境(最樂觀)、營收穩定成長(最可能發生)及產業產品價格變化大(最悲觀)三種情境下，藉由現金流量折現法及經濟利潤法計算個案公司的存續價值，計算結果如表 4-12

表 4-12 個案公司存續價值(仟元)

情境	情境一最樂觀	情境二最可能發生	情境三最悲觀
投資報酬率	20%	15%	12%
成長率	7%	5%	2%
加權平均資金成本	10.81%	10.81%	10.81%
存續價值(DCF)	3,245,155	2,182,380	1,798,906
存續價值(EP)	2,223,788	1,161,013	777,539

利用現金流量折現法與經濟利潤法，依據情境一、情境二及情境三假設資料計算權益價值，預估公司每股價值如表 4-13。若依各情境 40%、60%、40%，將其情境價值進行加權彙總，預測個案公司每股價值為 83.16 元。

表 4-13 個案公司每股價值計算(仟元，每股價值元)

情境	現金流量折現法&經濟利潤法		
	情境一(最樂觀)	情境二(最可能發生)	情境三(最悲觀)
發生機率	20%	60%	20%
營運價值	1,273,067	1,050,130	969,689
全部企業價值	1,301,344	1,078,407	997,966
權益價值	1,271,344	1,048,407	967,666
每股權益價值	\$ 98.17	\$ 80.96	\$ 74.75
預期每股價值	\$83.16		

表 4-14 個案公司最可能發生情境 2009~2019 年的投資人總資金計算表(仟元)

項目/年度	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年 (E)	2016年 (E)	2017年 (E)	2018年 (E)	2019年 (E)
營業營運資金	138,723	159,311	219,148	250,218	268,309	302,840	291,902	321,092	353,201	388,521	427,373
淨資產、廠房及設備	48,423	57,451	55,442	53,457	51,742	78,146	179,632	197,595	217,354	239,090	262,999
其他淨資產及其他負債	161	161	161	161	1,299	1,956	2,256	2,556	2,856	3,156	3,456
營運投入資本(不含商譽)	187,307	216,923	274,751	303,836	321,350	382,942	473,789	521,243	573,411	630,767	693,828
商譽及無形資產	0	0	0	0	7,719	9,926	11,526	13,126	14,726	16,326	17,926
營運投入資本(含商譽)	187,307	216,923	274,751	303,836	329,069	392,868	484,715	533,169	586,337	644,693	708,754
超額有價證券	0	0	0	0	0	0	26,577	87,699	149,034	190,674	232,634
投資支出	12,459	13,046	9,640	9,640	16,913	17,782	18,282	18,782	19,282	19,782	20,282
非營運資產	2,933	1,481	1,688	1,758	2,406	10,495	11,745	12,995	14,245	15,495	16,745
投資人總資金	202,699	231,450	286,079	315,234	348,388	421,145	541,319	652,645	768,899	870,644	978,415
權益	189,699	216,450	279,579	308,734	343,509	392,766	483,772	575,929	673,014	775,591	884,194
需支付利息負債	13,000	15,000	6,500	6,500	4,879	28,379	57,547	76,716	95,884	95,053	94,221
投資人總資金	202,699	231,450	286,079	315,234	348,388	421,145	541,319	652,645	768,899	870,644	978,415

表 4-15 個案公司最可能發生情境 2009~2019 年 NOPLAT 計算表(仟元)

項目/年度	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年 (E)	2016年 (E)	2017年 (E)	2018年 (E)	2019年 (E)
銷貨收入淨額	297,785	317,853	287,349	357,816	402,419	408,254	449,079	493,987	543,386	597,725	657,497
銷貨成本	150,708	157,033	136,528	179,612	195,776	202,631	202,086	222,294	244,524	268,976	295,874
管銷費用 銷售、一般及管理費用	42,099	55,715	51,492	66,974	80,581	102,087	112,270	123,497	135,847	149,431	164,374
折舊費用	1,838	1,667	2,418	2,463	2,235	2,236	3,907	8,982	9,880	10,868	11,954
其他營業費用	4,834	7,843	7,324	7,026	6,807	7,433	8,982	14,174	15,592	17,151	18,866
EBITA	98,306	95,595	89,587	101,741	117,020	93,867	121,835	125,040	137,544	151,299	166,429
EBITA所得稅	25,925	18,023	16,665	19,336	23,468	22,186	27,703	28,371	31,230	34,415	37,910
NOPLAT	72,381	77,572	72,922	82,405	93,552	71,681	94,131	96,669	106,315	116,884	128,519

表 4-16 個案公司最可能發生情境 2009~2019 年可支配現金流量(FCF)計算表(仟元)

項目/年度	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年 (E)	2016年 (E)	2017年 (E)	2018年 (E)	2019年 (E)
NOPLAT	72,381	77,572	72,922	82,405	93,552	71,681	94,131	96,669	106,315	116,884	128,519
折舊費用	1,838	1,667	2,418	2,463	2,235	2,236	3,907	8,982	9,880	10,868	11,954
毛現金流量	74,219	79,239	75,340	84,868	95,787	73,917	98,039	105,651	116,194	127,752	140,473
營運資金(增加)減少	(51,061)	(20,588)	(59,837)	(31,070)	(18,091)	(34,531)	10,938	(29,190)	(32,109)	(35,320)	(38,852)
資本支出	(200)	(10,695)	(409)	(478)	(520)	(28,640)	(105,393)	(26,945)	(29,639)	(32,603)	(35,863)
其他資產、負債淨額(增加)減少	(84)	0	0	0	(1,138)	(657)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)
毛投資額	(51,345)	(31,283)	(60,246)	(31,548)	(19,749)	(63,828)	(94,755)	(56,435)	(62,048)	(68,223)	(75,016)
無形資產前可支配現金流量	22,874	47,956	15,094	53,320	76,038	10,089	3,284	49,216	54,146	59,528	65,458
無形資產	0				(7,719)	(2,207)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
可支配現金流量	22,874	47,956	15,094	53,320	83,757	12,296	4,284	50,216	55,146	60,528	66,458

表 4-17 個案公司最可能發生情境下的股價預測表

營運價值：DCF法				營運價值：經濟利潤法				權益價值	
Year	Free Cash Flow	Discount Factor	PV of FCF	Year	Economic Profit	Discount Factor	PV of EP		
2015	2,284	0.902	2,061	2015	51,667	0.902	46,628	營運價值	1,050,130
2016	48,216	0.814	39,268	2016	44,277	0.814	36,061	超額有價證券	0
2017	53,146	0.735	39,061	2017	48,686	0.735	35,783	財務投資	28,277
2018	58,528	0.663	38,821	2018	53,508	0.663	35,492	超額退休金資產	0
2019	64,458	0.599	38,584	2019	58,836	0.599	35,219	企業價值	1,078,407
2020	100,253	0.540	54,157	2020	58,337	0.540	31,514	負債	(30,000)
2021	105,266	0.488	51,318	2021	61,335	0.488	29,901	資本營運租賃	0
2022	110,529	0.440	48,628	2022	64,482	0.440	28,369	退休相關負債	0
2023	116,056	0.397	46,079	2023	67,787	0.397	26,914	優先股	0
2024	121,859	0.358	43,663	2024	71,257	0.358	25,532	少數股東權益	0
2025	127,952	0.323	41,374	2025	74,901	0.323	24,220	長期營運準備	0
2026	157,076	0.292	45,838	2026	73,560	0.292	21,466	重組準備	0
2027	160,218	0.263	42,194	2027	75,063	0.263	19,768	未來股票選擇權	0
2028	163,422	0.238	38,840	2028	76,597	0.238	18,204	Stock options 股票選擇權	0
2029	166,691	0.214	35,752	2029	78,161	0.214	16,764	Equity Value 權益價值	1,048,407
永續價值	2,182,380	0.214	468,080	永續價值	1,161,013	0.214	249,016	股數(千)	13
	營運價值		1,073,718	經濟利潤現值			680,850	每股價值	80.96
				投資資本(包含商譽)			392,868		
永續價值佔營運價值%			43.6%	營運價值			1,073,718		
期中調整因子			0.978	期中調整因子			0.978		
營運價值(調整後)			1,050,130	營運價值(調整後)			1,050,130		

表 4-18 個案公司最樂觀情境下的股價預測表

營運價值：DCF法				營運價值：經濟利潤法				權益價值	
Year	Free Cash Flow	Discount Factor	PV of FCF	Year	Economic Profit	Discount Factor	PV of EP		
2015	2,284	0.902	2,061	2015	51,667	0.902	46,628	營運價值	1,273,067
2016	48,216	0.814	39,268	2016	44,277	0.814	36,061	超額有價證券	0
2017	53,146	0.735	39,061	2017	48,686	0.735	35,783	財務投資	28,277
2018	58,528	0.663	38,821	2018	53,508	0.663	35,492	超額退休金資產	0
2019	64,458	0.599	38,584	2019	58,836	0.599	35,219	企業價值	1,301,344
2020	100,253	0.540	54,157	2020	58,337	0.540	31,514	負債	(30,000)
2021	105,266	0.488	51,318	2021	61,335	0.488	29,901	資本營運租賃	0
2022	110,529	0.440	48,628	2022	64,482	0.440	28,369	退休相關負債	0
2023	116,056	0.397	46,079	2023	67,787	0.397	26,914	優先股	0
2024	121,859	0.358	43,663	2024	71,257	0.358	25,532	少數股東權益	0
2025	127,952	0.323	41,374	2025	74,901	0.323	24,220	長期營運準備	0
2026	157,076	0.292	45,838	2026	73,560	0.292	21,466	重組準備	0
2027	160,218	0.263	42,194	2027	75,063	0.263	19,768	未來股票選擇權	0
2028	163,422	0.238	38,840	2028	76,597	0.238	18,204	Stock options 股票選擇權	0
2029	166,691	0.214	35,752	2029	78,161	0.214	16,764	Equity Value 權益價值	1,271,344
永續價值	3,245,155	0.214	696,025	永續價值	2,223,788	0.214	476,961	股數(千)	13
營運價值			1,301,664	經濟利潤現值			908,796	每股價值	98.17
投資資本(包含商譽)				營運價值			1,301,664		
永續價值佔營運價值%			53.5%	期中調整因子			0.978		
期中調整因子			0.978	營運價值(調整後)			1,273,067		
營運價值(調整後)			1,273,067	營運價值(調整後)			1,273,067		

表 4-19 個案公司最悲觀情境下的股價預測表

營運價值：DCF法			
Year	Free Cash Flow	Discount Factor	PV of FCF
2015	2,284	0.902	2,061
2016	48,216	0.814	39,268
2017	53,146	0.735	39,061
2018	58,528	0.663	38,821
2019	64,458	0.599	38,584
2020	100,253	0.540	54,157
2021	105,266	0.488	51,318
2022	110,529	0.440	48,628
2023	116,056	0.397	46,079
2024	121,859	0.358	43,663
2025	127,952	0.323	41,374
2026	157,076	0.292	45,838
2027	160,218	0.263	42,194
2028	163,422	0.238	38,840
2029	166,691	0.214	35,752
永續價值	1,798,906	0.214	385,832
營運價值			991,471
永續價值佔營運價值%			38.9%
期中調整因子			0.978
營運價值(調整後)			969,689

營運價值：經濟利潤法			
Year	Economic Profit	Discount Factor	PV of EP
2015	51,667	0.902	46,628
2016	44,277	0.814	36,061
2017	48,686	0.735	35,783
2018	53,508	0.663	35,492
2019	58,836	0.599	35,219
2020	58,337	0.540	31,514
2021	61,335	0.488	29,901
2022	64,482	0.440	28,369
2023	67,787	0.397	26,914
2024	71,257	0.358	25,532
2025	74,901	0.323	24,220
2026	73,560	0.292	21,466
2027	75,063	0.263	19,768
2028	76,597	0.238	18,204
2029	78,161	0.214	16,764
永續價值	777,539	0.214	166,768
經濟利潤現值			598,603
投資資本(包含商譽)			392,868
營運價值			991,471
期中調整因子			0.978
營運價值(調整後)			969,689

權益價值	
營運價值	969,689
超額有價證券	0
財務投資	28,277
超額退休金資產	0
企業價值	997,966
負債	(30,000)
資本營運租賃	0
退休相關負債	0
優先股	0
少數股東權益	0
長期營運準備	0
重組準備	0
未來股票選擇權	0
Stock options 股票選擇權	0
Equity Value 權益價值	967,966
股數(千)	13
每股價值	74.75

五、敏感性因子分析

企業價值最關鍵的驅動因子對經理人來說非常重要，透過價值評估，瞭解公司主要價值驅動因子後，再去強化、管理或創造這個價值驅動因子，發展公司的競爭策略。接下來分別對利潤率、WACC、營業費用、NOPLAT、資本支出、g、銷售額、ROIC 及營運資本等企業價值因子進行敏感性分析，以單變數加減 1%之變動，求出各價值因子對公司價值的影響程度與重要性並整理如下：

(一) 利潤率：若增加 1% 幅度，則使公司權益價值增加 24,781 仟元，提升 2.36%。個案公司利潤率通常維持近 30%，利潤率提升，對每股價值之提升相當顯著。

(二) WACC：減少 1% 幅度，則使公司權益價值增加 20,681 仟元，提升 1.978%。個案公司目前仍處於成長狀態，應善用財務槓桿與進行財務規劃，提高負債比率，向銀行融資籌措成本較低廉之資金，企業價值亦可提升。

(三) 營業費用：若減少 1% 幅度，則使公司權益價值增加 13,767 仟元，提升 1.31%。營業費用的管控，需更嚴謹把關。

(四) NOPLAT：若增加 1% 幅度，則使公司權益價值增加 10,111 仟元，提升 0.96%。顯示個案公司積極投入研發策略是正確的，成本的掌控及提高產品附加價值，增加 NOPLAT，進而提昇個案公司整體企業價值。

(五) 資本支出：若減少 1% 幅度，則使公司權益價值增加 177 仟元，提升 0.02%。本項關鍵因子相對他項因子敏感度不高，對公司權益價值影響不大，個案公司這幾年持續在投入資本，唯有投入資本，公司才有成長的機會。

(六) 營運資金：少 1% 幅度，則使公司權益價值增加 3,994 仟元，提升 0.38%。

對公司權益影響不大，但要考量維持正常運轉所須持有之適當營運資金為何。

(七)g(成長率)：若增加 1% 幅度，則使公司權益價值增加 1,666 仟元，提升 0.16%。

本項因子相對他項因子敏感度不高，對公司權益價值影響不大。

(八) 銷售額：若增加 1% 幅度，則使公司權益價值增加 4,704 仟元，提升 0.45%。

個案公司積極研發生產，拓展外銷，希望將未來產品能掌握到趨勢，創造產品差異化，增加產品附加價值，提高銷售額。

(九) ROIC：若增加 1% 幅度，則使公司權益價值增加 2,266，提升 0.22%。本項

因子相對他項因子敏感度不高，對公司權益價值影響不大，但仍應有效率的運用資本。

表 4-20 個案公司價值驅動因子對權益價值敏感性分析(仟元)

價值驅動因子	變動比例	原權益價值	新權益價值	權益價值變動數	變動比	重要性 (1代表最重要)
利潤率	+1%	1,048,407	1,073,188	24,781	2.36%	1
WACC	-1%		1,069,088	20,681	1.97%	2
營業費用	-1%		1,062,174	13,767	1.31%	3
NOPLAT	+1%		1,058,518	10,111	0.96%	4
銷售額	+1%		1,053,111	4,704	0.45%	5
營運資金	-1%		1,052,401	3,994	0.38%	6
ROIC	+1%		1,050,673	2,266	0.22%	7
g-成長率	+1%		1,050,073	1,666	0.16%	8
資本支出	-1%		1,048,584	177	0.02%	9

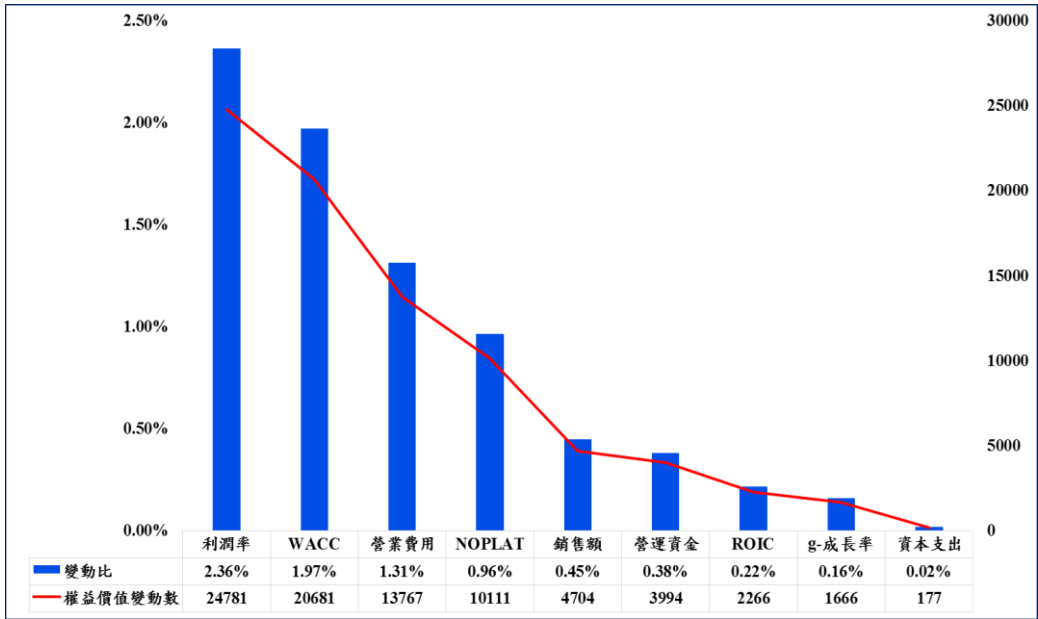


圖 4-13 個案公司權益價值之敏感性分析比較圖

第三節 價值創造策略

經過第一節對個案公司的歷史資料分析及第二節的經營績效預測，可以瞭解個案公司在產業中的角色、個案公司產品特性、獲利能力及其市場競爭能力。要如何維持競爭能力，避免失敗，適時調整內部組織，掌握產業趨勢及外部環境的改變，尤其面臨全球化的競爭環境下，創新就是企業提升競爭力的關鍵因素，對組織來說，所謂的創新不光是指技術或產品的創新，還包含了公司內部流程、策略、組織體系等，凡是企業經營活動的內容都涵蓋在內，所以創新可以發生在公司經營的任何層面，唯有人力持續的學習技能與知識，才能跟上市場潮流、維持競爭力，在不同的市場環境下，依然具備足夠的競爭力來創造商機，提升企業的價值。因此需要營運性及策略性的衡量指標制定，以下為本研究建議的價值創造策略方向，藉以提高公司價值。

企業在追求成長及繼續經營之外，要改善關鍵價值因子（Key Value Driver）和營運效率，尤其在關鍵價值因子的部份，重點是企業價值的三大關鍵因子：成長、利潤、風險三個關鍵因子，透過經濟附加價值（EVA）的策略管理制定績效指標。影響企業價值最主要三個因素是：成長、獲利、風險。

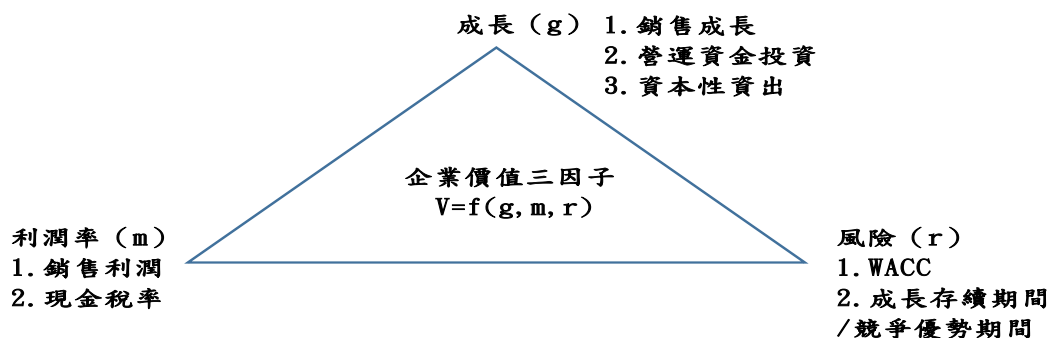


圖 4-14 企業價值三因子：成長、利潤、風險圖

資料來源:吳啟銘，企業評價-個案實證分析，2013年2月

一、透過 EVA 來提升企業價值

公司的價值直接影響或反映公司的償債能力、獲利能力、繳稅能力、以及承受外在環境所衝擊的能力，由圖可知提升 EVA 的策略有三大關鍵要素(1)營收成長率(2)營收利潤率(3)資本週轉率

EVA 管理三個構面

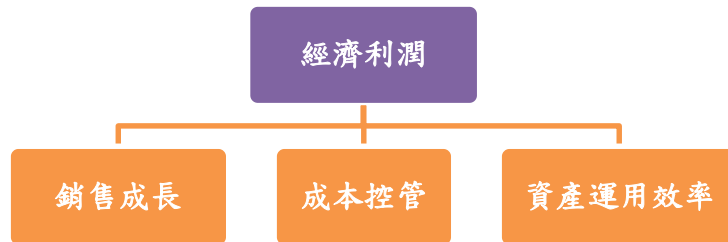


圖 4-15 EVA 管理三構面圖

資料來源:吳啟銘，企業評價-個案實證分析，2013 年 2 月

二、個案公司目標管理之價值創造策略圖

1. 目標管理

目標管理的第一步驟，由總經理佈達經營目標，營收成長率 12%，獲利能力提升 5%，投入資本報酬維持 25%的目標。目標產生後，第二步驟由經營管理決策層擬定經營策略目標，第三步驟交由各部門主管執行目標價值管理，第四步驟，設定組織各員落實各項關鍵因子的績效衡量標。透過績效衡量指標明確瞭解公司組織各層員日常生活所做的每件事都與與公司目標是一致的；透過績效管理，目標經營績效是價值實現的前提和基礎，沒有理想的績效，公司很難在價值上實現目標。績效管理則是提升企業價值的直接手段，最終將反映為股東價值的提升。績效管理轉為價值提升，一方面可以達到公司目標實踐，另一方面可以達到績效考核依據。績效衡量指標有助於明確責、權、利；也有助於績效考核與激勵，最終是推動了目標的實現。

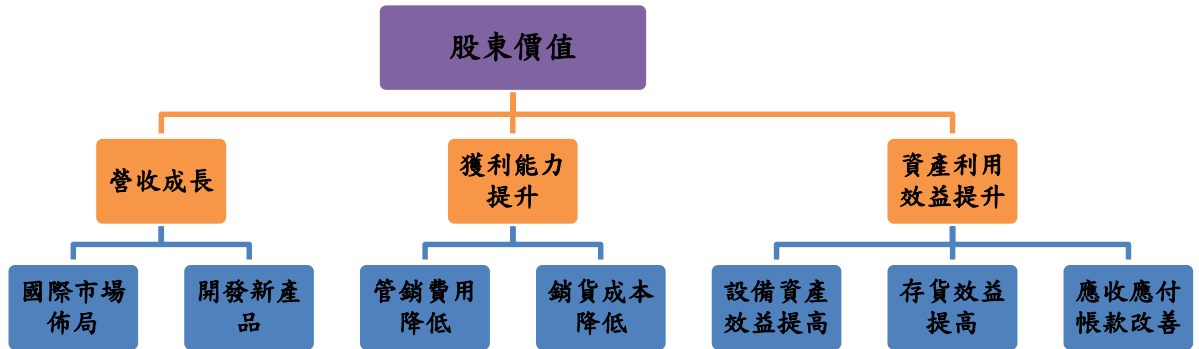


圖 4-16 個案公司價值創造策略圖

2. 經營策略目標計畫

市場佈局與計畫從策略研判而來，公司的發展需要掌握產業趨勢，分析局勢，推敲變化，制定對策。

表 4-21 個案公司經營策略計畫表

經營策略	可能之策略計畫	價值因子
市場戰略佈局	1. 積極拓展新興市場 2. 產品差異化策略，開發附加價值高，進入障礙高的新產品 3. 展會行銷 4. 加強拓展與品牌通路商合作模式	銷貨成長率
產銷與供應鏈管理策略	1. 發展關鍵技術、創造高附加價值產品、發展特色原料素材 2. 建立存貨管控的機制 3. 強化垂直整合，增強對供應商合作，整合能力 4. 客戶價值管理	利潤率 週轉率
組織發展策略	1. 提高負債比，善用舉債能量 2. 提升盈餘品質，降低企業的風險因素 3. 公司信用政策與營運資金管理 4. 導入PMP管理，嚴守行銷及研發專案費用	WACC 營業費用

3. 績效衡量指標

表 4-22 個案公司績效衡量指標

績效目標 部門	營收成長	獲利能力提升	資產利用率效益提升
商品開發部 業務部門	新增品牌原料 國外觀展 新品創造業績	新商品開發 國外特色原料引進	產品詢價資料建檔 展覽會國外廠商DM整建
採購部 商品檢測	尋找國外原料替代產品 新配方產品開發	降低國外採購成本 降低委外代工費用 新劑型開發	品質文件管控 進貨COA建立
行企部	客製化產品提案，簡報功效介紹 資料庫行銷	法規新知 優質認證背景介紹（USP、MSC、IPM） 國外雜誌（醫食保健相關的學術報導） 國外產品話題新聞報導	公司網站維護及行銷 新品牌原料製作介紹影片 商品設計（包裝標籤DM） 新品記者會/新品發表會
外貿部	大陸銷售產品藍帽及食品批文送件 客戶開發成功家數 自有品牌原料建立	展會行銷上海展/北京保健品高峰會 展會行銷馬來西亞展/泰國保健品展覽會	
產學部	新產品研發	健字號申請 研發技術提升，專利申請保護 製程改善與原料成本降低	機器設備有效的管理 部分製程委外進行
財會部	客戶與產品交易分析提報	稅務規劃 匯率掌控	應收付項目管理 公司預算與實際費用分析表 營運資金管理/資本支出管理 WACC
倉管部		商品配送管理 降低物流成本	原料及成品批號管理 改善存貨利用效益

第五章 結論與建議

本研究透過企業評價相關理論與文獻，依據個案公司過去的歷史財務資料來作分析，再由個案公司所處產業及個案公司的競爭優劣勢等，預估個案公司未來可能的經營狀況，並對個案公司繼續存續價值作估計。最後於評價過程中的研究發現加以彙整，提出研究結論。

第一節 研究結論

本研究顯示個案公司在超額報酬率方面，ROIC 扣除 R&D 近三年平均為 30.47%，ROIC 未扣除 R&D 近三年平均為 27.52%，顯示個案公司整體經營效率與成果，雖 R&D 支出降低了 ROIC，但堅實的財務結構和大量可用的現金，要進行大規模 R&D 支出，絕對有優勢；有目標有計畫的投入資本，才是公司維持長期競爭力和成長力最根本的重要元素，但有點需特別留意，較高的 ROIC 將會吸引更多競爭對手進入該市場，所以需具備核心競爭力，建立獨特營運模式。

在第四章經營績效分析，個案公司在存貨轉天數與營運現金周轉天數尚有很大改善空間，尤其是保健原料，產品都是有時效性的，加上存貨種類多，產品的批號管理、有效日期的管理非常重要，產品有效期短又容易變質之產品，增加倉儲成本；要如何做好庫存控管不是件容易的事。

因應對策，強化採購運籌與配銷運籌管理能力：

1. 採購需有強大料原調度能力。
2. 業務團隊管理在接單前的工作重點為預測與計劃擬定，預測市場需求，顧客訂單能見度升高，預期訂單追蹤反饋資訊，減少因訂單延遲或實際需求高於預期時所造成的缺貨可能性，即時掌握庫存數量，以達貨暢其流，預防呆料、過期品產生、避免商品過時或跌價損失等。

3. 公司與內外部間，運籌間必須環環相扣，緊密結合，才能降低整體成本，提高顧客服務水準，共同創造競爭優勢，公司盈餘品質相對也會提高。

在經營績效預測方面，由個案公司過去六年的經營結果預測假設，利用現金流量折現法與經濟利潤法進行每股價值計算，並透過情境一快速成長(樂觀)、情境二穩定成長(最可能發生)、情境三產業產品價格變化大(悲觀)之情境分析，得出每股盈餘價值分別 98.17 元、80.96 元、74.75 元，依各情境發生機率 20%、60%、20%，預測每股價值為 83.16 元。

隨著經濟、醫療技術與生物科技的進步，而人口老齡化，防老、抗老的意識抬頭以及消費者的重點訴求安全、快速、有效，保健功能需求逐漸轉為機能性食品，產品型態發展至機能性飲料，美顏美容膠原蛋白、中草藥產品，商品不斷推陳出新，唯有求新、求變，開發新的原料技術、配方、研發新產品，跟上時代潮流發展出公司的創新策略，未來才有發展機會，個案公司應將自主生產原料素材比重逐漸提高，積極專利權佈局，增加其他競爭者不可複製的優勢。

第二節 建議

由於保健食品商機大，門檻不如製藥業這麼高，獲利又優於傳統食品業，因此吸引大批廠商投入，包括食品廠、藥廠、生技公司都紛紛加入，以國內市場來說，已進入「紅海」階段，但侷限於國內市場，難以擴大廠商營收。跨國性的外銷保健食品，除了需要熟悉各國法規要求的專業人才外，也需要擅長於產品行銷及跨國合作的貿易業務能力及食品的要求及規定，達到外銷其他國家的要求。個案公司擁有優質業務團隊，積極拓展國際市場，公司策略佈局時應同時考慮風險規避，東南亞保健市場成長力道強勁，想要勝過競爭者同時也必須考量可能的環境變數，如經濟和政治法規等，如果透過策略聯盟的方式，迅速的進入目標市場，結合國外品牌商行銷全球，創造出更大商機。

一、未來發展策略建議

1. 全球運籌，自主原料銷售全球，尤其是大陸市場
2. 引進最新研發技術及設備，人才的培養，持續進行產學合作
3. 新產品研發、技術提升，產品附加價值提升，專利權的佈局
4. 積極進行各項健康食品認證，人體實驗及有機認證
5. 加強產品品質保證，產品功效提升
6. 財務策略上，建議採取適當融資，利用財務槓桿增加，降低資金成本，WACC 下降，提高超額報酬率，增加企業價值創造
7. 技術研發團隊不斷開發新技術與新產品，使個案公司 ROIC 下降速度趨緩，公司超額報酬率可以維持較長期間，增加企業價值創造年限

二、未來需特別留意重點

1. 受環境及氣候影響，國際原料價格漲跌波動快速
2. 國際佈局，牽涉到各國法令規範，送審案件非常耗時及費力
3. 進口原料的安全性疑慮
4. 消費者需求改變，掌握潮流能力流失
5. 食品衛生安全法規更趨嚴格，需更加留意法規異動
6. 市場相關保健品在劑型上的多樣化已趨成熟，產品生命中週期短，需再次提昇產品差異化，否則容易由替代品取代市場佔有率
7. 中科廠的新廠效益是否如預期產生

第三節 研究限制

本研究係以個案形式進行研究，研究同時面臨以下限制：

一、目前企業價值評估衍生多種企業評價模型，每種評價模式皆有其意義與目的，不同產業特性，評價方法也不同，各種評價理論背後的假設與真實的營運狀況也無法完全吻合，本研究係採用目前最被廣泛使用的現金流量折現法評價模型及經濟利潤折現法模型，其評價結果與實際狀況將有所差異，必須將所估算的理論價值作適當的調整。

二、本研究個案公司係未上市公司，係以個案公司財務歷史資料與內部資料分析為基礎，透過情境分析估算個案公司理論股價，並藉由敏感度分析，找出個案公司關鍵價驅動因子，並提出價值策略。但產業大環境景氣波動度大，情境分析條件設定因人而異，在假設參數設定上有各研究者的主觀判斷，因此評價結果與真實可能有差距及限制。

三、無法量化得無形資產，無法客觀加以衡量

企業可以營運獲利靠的不單是具有客觀交換價值生產財，還包含許多未出現資產負債表中各項因素。如管理者經營能力、研發能力、商譽，企業行銷拓展能力，員工認同及人力與生產力結合的價值，往往無法客觀的加以衡量，因而使本研究之實證結果受影響。

四、本研究侷限於無法對個案公司作深度訪談，也因涉及商業機密而對營運策略及關鍵數字有所保留，因此本研究僅作學術上之研究分析，對個案公司現有營運策略與發展無關，亦不涉及內部機密，僅提供參考。

參考文獻

一、中文部分

1. 曾靜瑜(2014)，企業評價與價值創造策略之研究-以永信藥品工業(股)公司為例，東海大學管理學院財務金融研究所碩士在職專班，碩士論文。
2. 梁永賢(2014)，探討台灣工具機產業之企業評價-以H公司為例，東海大學管理學院財務金融研究所碩士在職專班，碩士論文。
3. 張慧玲(2013)，企業價值評估以紡織產業的聚隆纖維(股)公司為例，東海大學管理學院財務金融研究所碩士在職專班，碩士論文。
4. 薛筱玟(2012)，企業價值分析-A自行車公司為例，東海大學管理學院財務金融研究所碩士在職專班，碩士論文。
5. 林敬皓(2012)，企業併購之企業評價對股價的影響-以友達、廣輝併購案為例，元智大學研究所碩士在職專班，碩士論文。
6. 李子青(2012)，以『經濟附加價值』研究台灣股王之形成過程，國立中山大學管理學院高階經營碩士學程在職專班，碩士論文。
7. 賴俞今(2006)，台灣地區國聯光電公司企業評價之綜合分析，朝陽科技大學財務金融系，碩士論文。
8. 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。

二、參考書籍

1. 梁憲政(2014)，企業評價與選股秘訣，寰宇出版股份有限公司。
2. 吳啟銘(2013)，企業評價一個案實證分析，智勝文化出版。
3. 吳啟銘(2001)，企業評價一個案實證分析，智勝文化出版。
4. 王淑芬 (2006)，「企業評價」，華泰文化。
5. 陳隆麒等譯(2002)，「事業評價：價值管理的基礎」，原著 Tom Compeland,

Tim Kooler, Jack Murrin, 「Valuation : measuring and managing the value of companies」, 華泰文化。

6. 大江生醫股份有限公司 102 年年報

7. 應用生技產業年鑑 2014

三、參考網站

1. 台灣證券交易所網站，網址 <http://www.tej.com.tw/twsite/>

2. 台灣經濟研究院網站，網址 <http://www.twse.com.tw/ch/index.php>

3. 公開資訊站網站，網址 <http://mops.twse.com.tw/mops/web/index>

4. 中華民國統計資料網站，網址 <http://www.stat.gov.tw/mp.asp?mp=4>

5. 產業價值鏈資訊平台網站，網址 <http://ic.tpex.org.tw/introduce.php?ic=C300>

6. ITIS 智網網站，網址 http://www2.itis.org.tw/pubreport/PubReport_Detail.aspx?rpno=30279882

7. 經濟部工業局保健食品服務網網站，網址 <http://www.functionalfood.org.tw/index.html>