

輔仁大學 106 年度教學卓越計畫
「產學成果導向課程」成果報告

105 學年度第 2 學期

企業評價與分析

報告撰寫人：翁建偉

中華民國 106 年 06 月

壹、目錄

壹、 目錄.....	1
貳、 課程執行成果摘要.....	2
參、 課程成果說明.....	3
(一) 無形資產評價概論及實務.....	3
(二) 企業評價概論及實務.....	3
(三) 企業評價與分析校外參訪.....	3
(四) 企業併購概論及實務.....	4
肆、 課程照片.....	5
(一) 無形資產評價概論及實務.....	5
(二) 企業評價概論及實務.....	5
(三) 企業評價與分析校外參訪.....	6
(四) 企業併購概論及實務.....	7
伍、 學生心得.....	8
陸、 課程成果.....	9

貳、課程執行成果摘要

此次企業評價課程與若水資本合作。若水資本為一家專業評價公司，業務內容包括企業評價、無形資產評價、財務規劃輔導以及新創團隊輔導等，在業界具有相當好的名聲。此次輔導業師為姜宏亮總經理，姜宏亮總經理也是輔仁大學校友，已於金融業界累積多年經驗。期望此次產學合作能使同學對於評價有更進一步的認識。

此系列課程共安排三次講座，分別為：無形資產評價概論及實務、企業評價概論及實務、企業併購評價概論及實務以及一次校外企業參訪。首次講座同學們皆抱著好奇的心情對於未知的實務內容有強烈的求知慾，而在經過業師精心安排的課程後，同學們都表示收穫良多，雖然已於學校上過幾次課程，但是實際至業界上課的內容完全不同，讓大家對於評價這門學問有更深的認識。在經過第一次的無形資產評價課程後，第二次課程安排延伸至企業整體的評價，除了讓同學運用上次講座所學到的知識，也在其中讓同學學習對企業所持有其他資產評價，例如：機器設備、土地、廠房…等等，讓同學對於企業整體價值的計算有個初步概念，同學們又再次接受到新觀念的衝擊，感覺收穫良多。然而，為配合最後一次的企業併購評價主題，想讓同學們在上課前能夠更有感覺，於是安排此次參訪，讓同學們與業界能夠有更深入的接觸及了解。此次參訪安排一家新創加速器以及一家成熟的上市公司讓同學們實際走訪，同學們都很把握此次機會，踴躍地將自己的疑問提出來，而參訪的業師們也很有耐心的回答所有問題，此趟參訪同學們都反應熱烈，說很難得有這樣的機會能夠如此貼近業界人士並獲得許多教科書上未提及的資訊。最後一次講座業師準備一個模擬併購實務，讓大家在上次的參訪後能夠更加靈活運用評價並且學習企業併購的考量思維，讓大家能夠更加了解我們常見的併購案背後到底是如何做決策的。

經過這四次的課程後，同學們都對於課程內容印象深刻，並且期望未來能夠有類似的課程能夠提供同學們修課，而此課程也讓同學們對於評價有更深刻的認識，總而言之，此次課程十分成功，課後回饋也十分熱烈。

參、課程成果說明

(一)無形資產評價概論及實務

此日課程主題為無形資產評價。無形資產評價主要常見標的為專利、勞動力組合、著作權、商標權…等無形資產，藉由收益法中的權利金節省法、調整淨資產法及股利折現法等方法評價其價值。本日課程之實作案例評價標的為專利，同學們使用權利金節省法對於此專利評價，過程中兩組同學皆討論熱烈，也不時針對自身疑問處請教業師尋求指引，展現積極的求知慾。待兩組皆將實作案例完成後便各組發表其結論，雖因兩組採用數據有些微差異而使兩組結果不同，但其評價過程並無錯誤，姜總經理也給予兩組相當高的評價。

(二)企業評價概論及實務

繼三月的首次課程介紹無形資產評價後，此次課程著重於介紹企業整體價值評價，評價整體企業價值時常用方法為收益法中之現金流量折現法，然而由於此類方法於校內課程中已充分介紹，為使同學們能夠獲得不同於學校所教授之內容，故此次講座介紹另外一種企業評價方法—調整淨資產法。調整淨資產法主要是使用於企業價值未按公允價值忠實呈現時需要使用此方法重新評價，同學們經過上次課程後對於此次課程皆十分期待，期望可以獲得更多新知，而此次上課方式也跟上次類似，先由姜宏亮總經理開始介紹調整淨資產法的原理及操作方法，然後提供案例讓兩組能夠嘗試實際操作看看以加深印象，兩組在實際過程中皆討論相當熱烈，並且展現出積極的求知慾，針對不了解的地方都不斷地詢問以求得到解答，而在經過一小時的實作後，兩組都做出了各自的結果，雖然兩組因採用資料不同而使結論不一致，但兩組在過程中都確實有獲得新知。

(三)企業評價與分析校外參訪

此次參訪第一站來到位於清華大學創意育成中心的新創加速器 StarFab，StarFab 全名為”豪覓管理顧問股份有限公司”，曾隸屬於工研院，之後從工研院中獨立成立公司但仍保有合作關係。StarFab 曾經輔導許多極具潛力的新創公司，並且協助新創公司與知名企業合作達到互利並且創造更多可能性，此次參訪中 StarFab 的 Bart 和 Jack 講師分享許多輔導新創團隊的經驗，也安排輔導成功的新創企業跟我們分享創業的心路歷程。另外，同學們也針對新創企業輔導提出問題，像是新創企業的輔導機制為何?如何篩選有潛力的新創團隊?...等等問題，而 Bart 和 Jack 講師也耐心地回答同學們的問題，使同學們獲益良多。

參訪第二站我們來到勝創科技集團，勝創科技集團為國內首屈一指的記憶體封裝廠，主要業務包括記憶體封裝以及車用感測器(CMOS)製造，此次特別邀請對方的財務長跟我們說明貴公司的發展以及相關產業情形，在過程中同學們都聚精會神的聆聽，並且提

出許多問題請教財務長，結束後同學們都表示獲得許多以往未曾知道的知識。

經由此次參訪後，同學們說非常珍惜有這次難得的機會實際去與產業界的人士交流，使他們所獲得的新知更貼近業界了。

(四)企業併購概論及實務

此日課程主題為企業併購評價概論與實務。近年來全球經歷金融風暴以及產業轉型浪潮，許多企業都面臨整併或歇業的命運，然而，若企業要購併時其價格該如何決定又是另一門學問。我們時常會從新聞媒體中得知某企業被併購的消息，但是那些併購的金額又是如何決定的呢？首先我們要先分析兩家企業整併後的綜效為何，若合併有綜效才會採取併購行動，若沒有則作罷；之後，採取併購行動後就要先行對被併購企業評價，提供買賣雙方公司一個參考標準，剩餘的議價部分就交給買賣雙方去協商，由他們決定最後購併價格。

模擬實作的部分，模擬情境提供同學一家買方公司以及潛在被購併公司，讓同學們去判斷其綜效決定要併購哪一家企業，決定後再用前幾次課程所學之評價方法去評價那家公司的價值，以決定要用多少價格去購併。過程中同學討論十分熱烈，而且激盪出許多火花，最後同學們也得到共同結論，而業師也認為同學們計算出來的價格十分合理。

肆、課程照片

(一)無形資產評價概論及實務



業師姜總經理授課(1)



業師姜總經理授課(2)



同學與老師聆聽課程



同學實作討論&發表

(二)企業評價概論及實務



業師姜總經理授課(1)



業師姜總經理授課(2)



同學與老師聆聽課程



同學實作討論&發表

(三)企業評價與分析校外參訪



參訪團於 StarFab 合照



StarFab 簡介



蔡副教務長、業師與勝創財務長合照



勝創財務長做集團簡介

(四)企業併購概論及實務



業師姜總經理授課(1)



業師姜總經理授課(2)



同學與老師聆聽課程



同學實作討論&發表

伍、學生心得

● 金融所碩二 404356128 蔡依穎

這學期選擇這門企業評價與分析課程是因為看到課程名稱時引起我強烈的好奇心，過往聽到的評價都是類似信用評等之類的概念，從來沒有聽過企業價值評價這類的事物，因此決定想要一探究竟。非常感謝蔡老師對於課程的精心安排，不僅有學校中的理論基礎教學，也跟業界產學合作能夠實際至業界了解究竟實務上該如何執行相關的工作，在這門課程中我感覺學習內容十分豐富而且非常的扎實，期望未來學校能夠開設更多類似的課程供我們修習，使我們所學與業界沒有脫節。

● 金融所碩二 404356257 文一丁

我是名陸生，評價產業在大陸已經是一個有些微成熟的產業，政府也已經訂定專法來管制評價業務的執行，因此看到學校有開設這樣的一門課就令我感到十分好奇，究竟在台灣，評價產業的發展情形為何?而台灣政府又是如何看待這一產業的定位?實際修課後，發現原來台灣也有許多人了解到評價對於整體產業的重要性，不單是金融業，而是整體產業，評價都佔了舉足輕重的地位。而也很感謝蔡老師對於課程的精心安排，不僅有學校中的理論基礎教學，也跟業界產學合作能夠實際至業界了解究竟實務上該如何執行相關的工作，在這門課程中我感覺學習內容十分豐富而且非常的扎實，期望台灣的評價產業為來能夠更加蓬勃發展。

● 金融所碩二 404356219 顧浩

評價產業在大陸已經是一個有些微成熟的產業，因此看到學校有開設這樣的一門課就令我感到十分好奇，非常感謝蔡老師對於課程的精心安排，不僅有學校中的理論基礎教學，也跟業界產學合作能夠實際至業界了解究竟實務上該如何執行相關的工作，在這門課程中我感覺學習內容十分豐富而且非常的扎實，期望未來學校能夠開設更多類似的課程供我們修習，使我們所學與業界沒有脫節。

陸、課程成果

永冠能源科技集團之企業價值評估

民國一〇六年六月六日

目錄

一、	產業分析	13
1.	市場概況	13
2.	風電廠成本結構	16
二、	公司介紹	18
1.	公司簡介	18
2.	主要客戶	19
3.	營運概況分析	19
三、	財務預測	22
1.	營收與獲利預估	22
2.	近期擴廠計畫	25
四、	企業價值評價	28
五、	結論與建議	30

前言

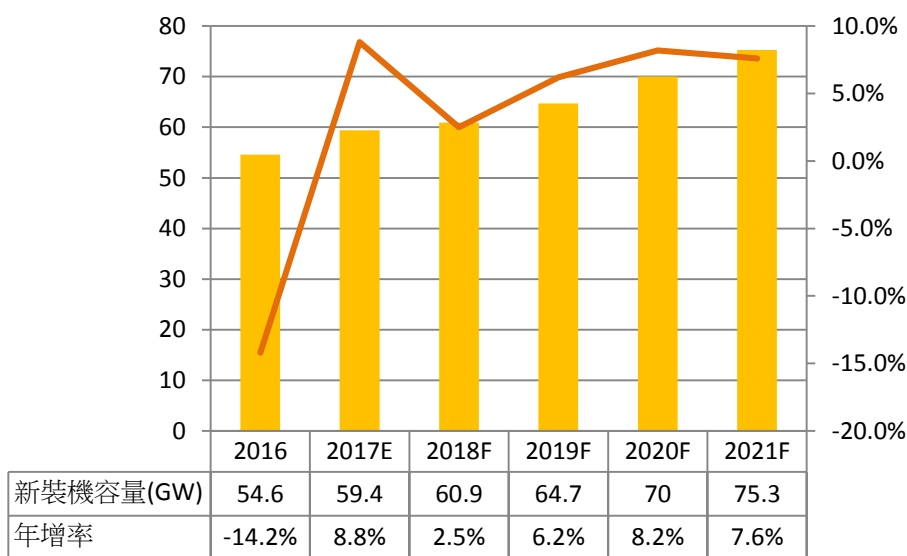
該企業價值評估報告藉由過去表現與整體環境分析，預估未來三年公司的發展性。透過股價預估顯示，由此可以給予投資人建議，判斷該公司是否值得投資；對於公司內部同樣能帶來幫助，協助高層單位進行營運與財務方面的決策。

一、 產業分析

1. 市場概況

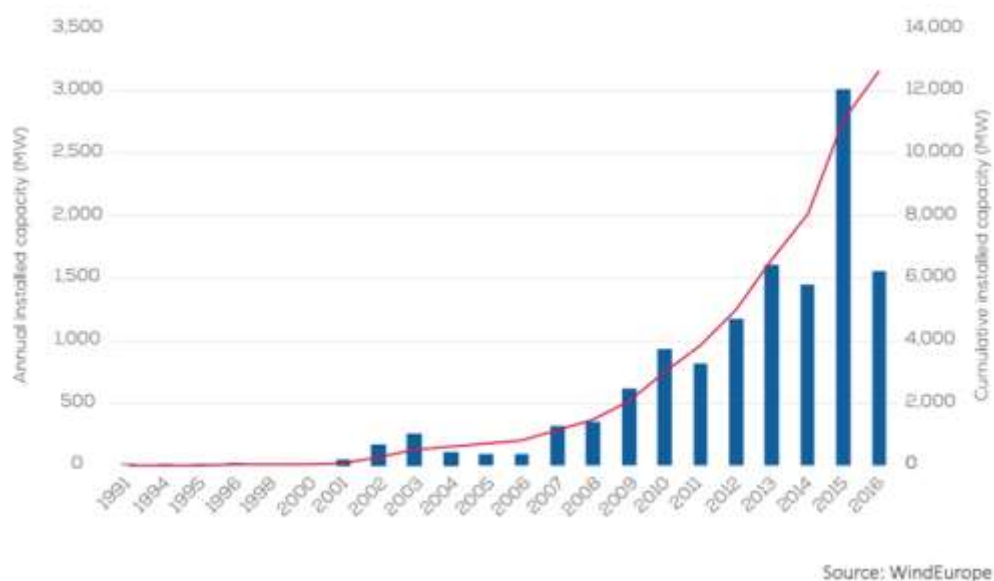
2016 風力發電安裝量共有 54642MW，較 2015 年下滑 14%，離岸風電安裝量只有 1558MW，年衰退 48%，主要由於中國大陸小幅調降陸域風電躉購費率、德國離岸風電額外補貼措施截止、英國離岸風電位於第二輪(Round 2)與第三輪(Round 3)區塊開發的交界期使得新增裝置量產生短暫空窗期等因素，使得市場規模明顯受到影響。GWEC 預期 2017 年新機安裝量為 59GW。累積裝機容量於 2017-2021 年之複合成長率為 10.6%，預期未來幾年全球風電市場呈逐步成長。

圖：風電全球新增裝機容量



資料來源：GWEC

圖：歐洲離岸風電累積與年新增安裝量(MW)



根據世界風能協會(GWEC)2017年的統計資料顯示，至2016年底全球離岸風力發電累計裝置容量共計14,384 MW(占全球風力發電的3%)，其中歐洲離岸風力發電累計裝置容量即達12,631 MW，顯示出離岸風電市場主要集中在歐洲。

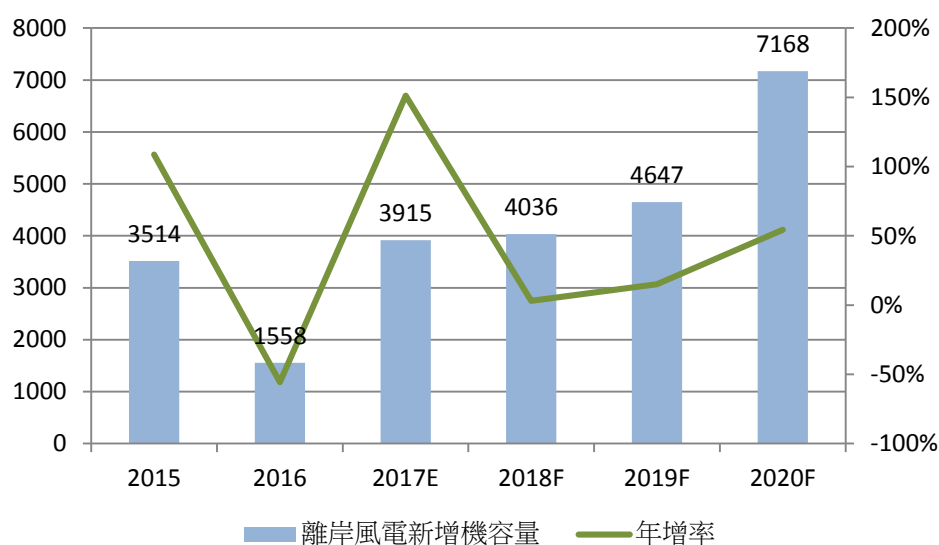
➤ 2016年全球離岸風電短暫下滑，2017年以後快速成長

2016年全球離岸風電新增裝置量為1558MW，較2015年下降56%，2016年大幅衰退主因為德國離岸風電額外補貼截止，加上英國處於第二輪(Round 2)與第三輪(Round 3)離岸風電區塊開發計畫交界點等。預估全球離岸風電市場在經歷2016年因中國、德國、英國政策變動使得市場短暫下滑之後，2017年新增裝置量將超過2015年規模，至2020年中國大規模裝置離岸風電，將帶動另一波市場成長。

➤ 離岸風電成為發展新動力

全球風力發電市場近幾年成長趨緩，由於占全球風力發電市場約九成的陸域發電平穩發展，離岸風電將會成為帶動下一波風電產業發展的主要驅動力。根據上面分析，全球風電市場未來將以年複合成長率 10.6% 成長，其中離岸風電現階段市場規模小，其年複合成長率仍高達 22%，全球離岸風電市場未來成長性可期。預期到 2020 年，離岸風電新增裝置容量將達 7.1GW，占總體風電市場之比重將近 10.5%，累計裝置容量約可達 40 GW。

圖：2015-2020 年全球離岸風電新增裝置量(MW)

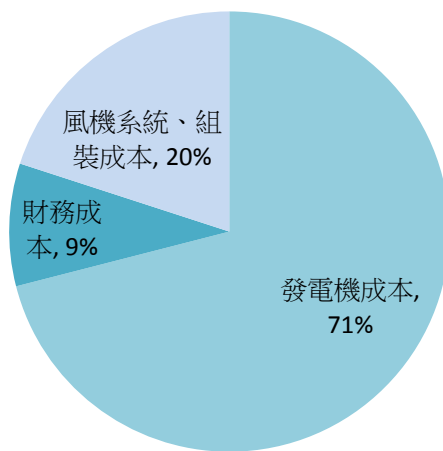


資料來源：MAKE Consulting；工研院 (2016/04)

2. 風電廠成本結構

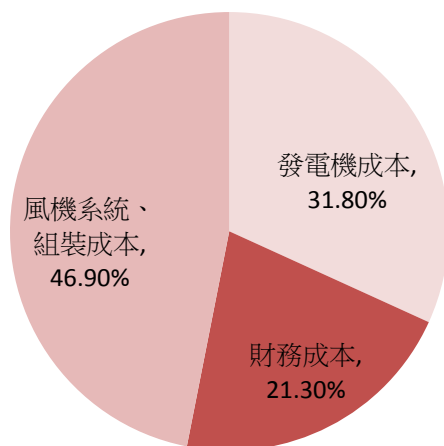
離岸風電與陸域風電相比，離岸風電因設置於海上，比陸域風廠開發技術複雜，與維護費用必然上升，離岸風電中，發電機成本占總成本僅約 31.8%，風機系統、組裝成本占了 46.9%，與陸域發電相比，此比例大幅增加，看出施工與維運成本高於陸域風電，也造成離岸風電整體的發電成本目前仍高於陸域風電，約為 1.5-2 倍左右。雖然海上風力較為強勁，離岸風力機比陸域發電量多出 50~100%，但整體發電成本(LCOE; Levelized Costs of Electricity)離岸風電比陸域風電仍高出許多，但未來離岸風電成本下降幅度快，可望帶動風機安裝加速。

圖：陸域風電廠成本分布



資料來源：NREL

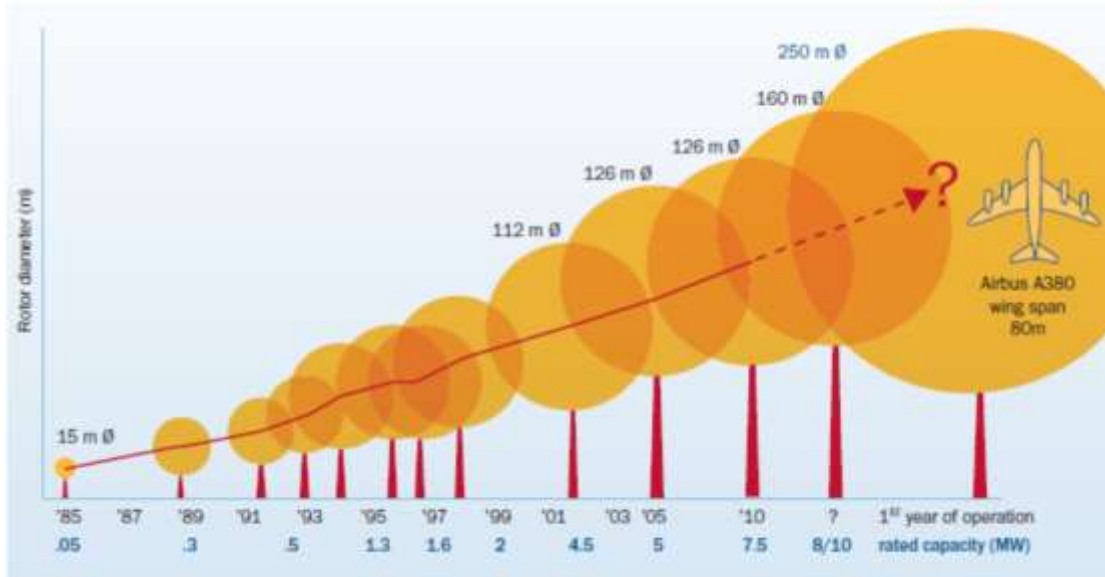
圖：離岸風電廠成本分布



資料來源：NREL

欲降低風力發電成本，除了須具備優越的風力潛能外、相對便宜的風力機價格、低廉的風場投資成本、低的棄風率及完善的電網連結等因素以達到降低成本目的。陸域發電中，改良葉片與塔架技術是最具降低成本的方式。離岸發電是以風力機與風場大型化為降低方式。

圖：風機大型化趨勢



二、 公司介紹

1. 公司簡介

永冠主要從事鑄件製造及銷售，為球墨鑄鐵專業廠商，以客製化造模的方式製造產品，鑄件產品應用於能源(風機鑄件)、注塑機、產業機械等領域，提供客戶設計、鍛造、焊接、加工到組裝一站式服務。能源類應用包括生產風力發電機材料的齒輪箱、底座、軸承座等，為風力發電元件供應商，其中能源類占營收五成以上。主要進貨產品之原料以生鐵及廢鋼為主，佔總進貨成本約四成，主要原料在中國大陸當地市場採購。

表：產品及應用

主要產品項目	應用領域
能源鑄件	大型風力發電機(輪轂、齒輪箱與基座)、火力發電氣渦輪機機殼等鑄件
注塑機鑄件	塑膠射出成型機(可應用於汽車、消費型電子、光學產品以及食品包裝等產業領域)

其他鑄件 空氣壓縮機、大型精密工具機、超大型快速彩色印刷機、
醫療設備(癌症治療儀、伽瑪刀治療儀)

2. 主要客戶

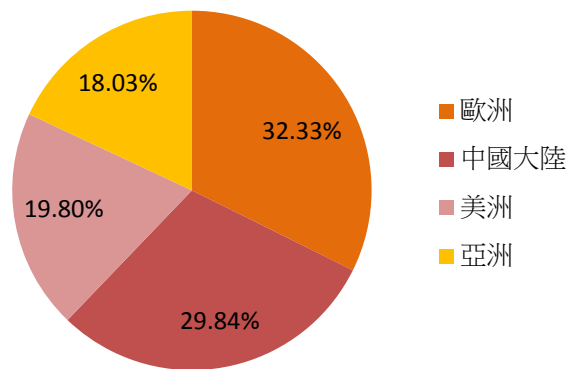
永冠的風機用底座、鑄件供應西門子、GE 等全球前十大風機製造廠。主要能源應用產品客戶包括 SIEMENS、GAMESA、NORDEX、GE Energy；注塑機重要客戶包括 ENGEL、MILACRON、Krauss Maffei；產業機械客戶則包括 Atlas Copco、BOBST 等。

3. 營運概況分析

2016 年合併營收 73.74 億元，年減 9.2%，毛利率為 32.8%，與上一年度持平。去年營收減少是受到產品組合改變及人民幣貶值影響；因陸上風電客戶進行整併調節庫存、陸上風力發電機組受中國「棄風(指風電廠風機停機)」持續、美國 PTC(The Wind Energy Production Tax Credit, 簡稱 PTC；風能生產稅抵減法案) 延長至 2020 年，與德國 FIT (Feed-in Tariff, 政府電力收購制度) 取消對陸上風電補貼，導致中國與歐美風電廠需求不如預期，風電類營收占比下降。另外，因銷貨收入來源區域主要來自中國大陸地區，以人民幣計價，2016 年人民幣貶值影響到整體獲利表現；2015 年台幣對人民幣平均匯率 5.1436，2016 年為 **4.8607**，受到匯率貶值影響約 5.5%。

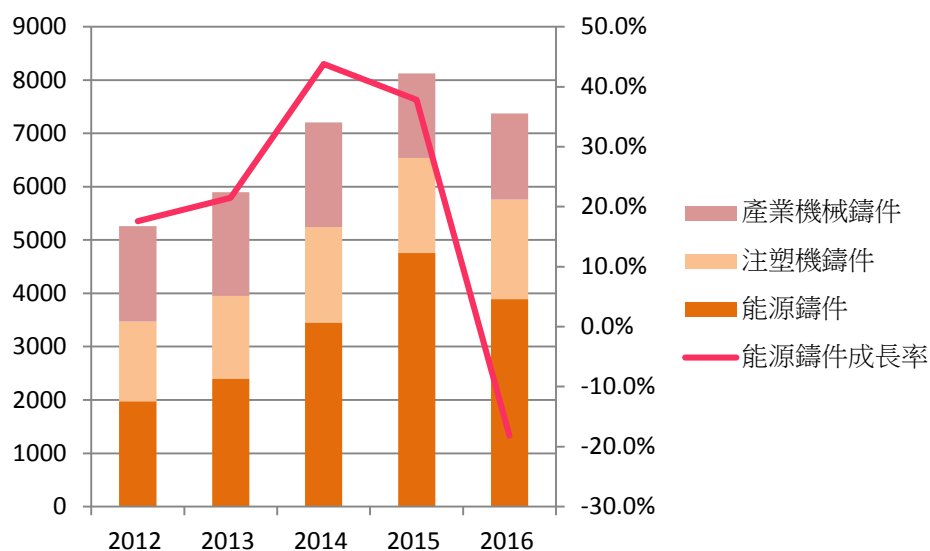
圖：銷售區域分配

銷售區域分配



2016 年出貨量約為 15.1 萬噸，其中受產業趨勢鑄件訂單大型化，大型離岸風力發電鑄件持續供不應求，卻因作業時間與廠內回轉空間要求亦隨提升、廠區空間不足，影響有效產能，導致出貨時程遞延，導致第 3 季出貨量下滑；陸上風電客戶則是由於調整庫存與歐洲部分國家取消風電建設補貼，加上，上海鑄一整改進度延後，於 2016 年底僅能小量試產，使得 2016 年總出貨量為 15.1 萬噸。各產品應用為能源類、注塑機與產業機械營收比重分別為 52.8%、25.3%與 21.9%。

圖：營收組成



總結 2016 年營收下降主要受三大因素影響，包括能源類產品占比較低、整體出貨量降低、人民幣貶值。另外去年第 4 季因受到原材料生鐵及廢鋼價格大漲影響，生鐵價格於 2016 年上漲 1400 多元人民幣，漲幅將近八成，廢鋼價格也上漲 700 元人民幣，漲幅有四成左右，原物料價格上升影響整體獲利表現。

今年 2017 年第 1 季合併營收 14.35 億元，年減 25%；毛利率為 27%，年減 7%。第一季出貨量為 3 萬 3,171 噸，年減 9.4%。Q1 出貨量年減約 1 成，不過受台幣強升與產品組合等影響；季產品應用營收比重能源類僅有 39%，季營收幣別比重人民幣多達 33%，導致第 1 季合併營收年減達 25%，除了匯率不利與產品結構因素外，也受近期大陸原材料成本持續走高、報價還不及反應影響。展望 2017 年下半年營收、獲利表現還需密切關注匯率與原料波動。

表：廠別與產能

廠別	設計年產能 (噸)
台灣永誠	8,400
東莞永冠	18,000
寧波永祥	36,000
寧波陸霖	36,000
江蘇鋼銳	60,000
上海鑄一	60,000
總計	218,400

永冠旗下目前共有五座鑄鐵廠，**95%產能都在中國大陸**，主要工廠包括東莞永冠鑄造廠、江蘇鋼銳精密機械、寧波陸霖機械、寧波永祥鑄造及台灣永誠，加入上海鑄一後，在 2017 年 5 月產量已上升至 700 多噸，目前設計年產能為 21.84 萬噸，永冠的鑄件產能全球第二大。

三、 財務預測

永冠的核心競爭力在於領先同業的生產規模、產品開發能力及技術與垂直整合的能力；目前技術已經達到 5MW，而預計 2017 年 6MW 的風電鑄件也能開始出貨。去年 3MW 以上的大型風機占營收比重可達 40%，永冠持續提升產品技術能力，對於產品單價的維持與毛利率提升，都是正向發展。

1. 營收與獲利預估

離岸風電已成為全球發展風電的主流，且伴隨全球風電機大型化的趨勢，永冠生產的能源類鑄件亦朝大型化發展。去年以 3MW 風機用底座、鑄件供應為主，今年朝向 5MW、6MW 的風機底座、鑄件出貨；離岸風電訂單以國際一級廠商為主，例如全球最大的離岸風電廠商西門子就是永冠最大單一客戶，逐漸地有客戶開出需求要求生產 6MW 以上大型離岸風電鑄件，將強化產品組合以提升毛利率，因此 2017 年獲利將成長。

預估 2017 年營收增加最多至 5%，由於上海鑄一廠在下半年才逐步提升產能，在毛利率方面，受能源類比重營收尚未回升，加上原材料成本漲價影響，永冠今年毛利率可能與去年持平或是微幅衰退，不過近期人民幣貶值也有助於降低成本。2017 年永冠預計投入研發金額約占營業收入一定比例約 1~3%，近年研發費用持續增加，導致營業費用提高，且今年上海鑄一廠投產勢必讓營業費用上升。

從產品組合來看，今年能源類和非能源類產品佔營收比重預估將維持約 55% 和 45% 比例。歐美離岸風電需求增長，而大陸棄風率持續下降等因素讓近期風電接單狀況見到改善，能源類產品出貨噸數有回升現象。另外，產業機械需求自去年 Q4 起持續增溫，產業機械鑄件占第 4 季營收比重約為 30%。預估今年接單以 3~8 % 穩定成長。

預估 2017 年出貨量為 14~16 萬噸；上海鑄一廠逐步提升產能，自第 2 季底起可量產出貨，月產能可望提高至 1.5 萬公噸左右，將是營運成長的動能。另外，西門子與 Gamesa 合併，永冠身為西門子風機鑄件類產品的供應商將跟進受益。西門子的訂單占永冠能源類比重將近四成，若加入 Gamesa 的新訂單，永冠出貨將會增加。

表：損益表預估

Growth rate	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
能源鑄件	37.8 %	-18.2 %	6.4%	6.4%	12.0 %
注塑機鑄件	-0.4 %	4.4%	-0.9 %	2.9%	2.4%
產業機械鑄件	-19.5 %	2.3%	4.0%	4.0%	4.0%
total	12.7 %	-9.2 %	4.0%	5.0%	8.0%

% of sales	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
能源鑄件	58.6 %	52.8 %	54.0 %	54.7 %	56.7 %
注塑機鑄件	22.0 %	25.3 %	24.1 %	23.6 %	22.4 %
產業機械鑄件	19.5 %	21.9 %	21.9 %	21.7 %	20.9 %

Value	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
Net sales	8,122	7,374	7,669	8,052	8,696

表：自由現金流量(FCF)預估

年度	2016	2017 E	2018E	2019E
淨資本支出	1,366	329	463	556
淨營運資金增額	-1,502	-322	479	417
營運現金流量	1529	1413	1675	1812

自由現金流量(FCF)	1665	1407	734	840
-------------	------	------	-----	-----

2. 近期擴廠計畫

表：新廠規劃年產能與規劃應用

新廠規劃	設計年產能 (噸)	規劃應用
泰國	48,000	非能源類
台中港	60,000	能源類
總計(加入目前)	326,400	

為解決當前訂單超過產能，產銷嚴重失調的問題，除上海鑄一廠擴產計畫與將於2017年上半年度進行江蘇鋼銳一廠擴廠外，以先行紓解大型化產能不足之困境，仍持續進行兩項重點擴產計畫：包括台中港廠及永冠泰國廠。

台中港廠總投資 35 億元，預計 2017 下半年開始動工興建，2018 年底前完工啟用，預計 2019 年第 2 季正式量產，年產 6 萬噸 5MW 以上大型離岸風電鑄件，作為生產大型離岸風電鑄件的基地，可望帶來新訂單，可為後年能源鑄件營收帶來成長，因此預估能源類鑄件營收成長率約 10~15%。而泰國廠則主攻非能源類當地汽車模具市場，規劃年產能 4.8 萬噸，在兩投資設廠下，持續朝向年產能 32.64 萬噸目標邁進。因此預計 2017 年仍有固定資產資本支出計畫，將因開發新訂單而有非投資性活動淨現金流出，目標為擴充營運規模，持續在大中華地區擴建廠房及購買設備。

經濟附加價值(EVA)是用來恆量一家公司對股東所創造的經濟價值的指標。由表可知，永冠的經濟附加價值未來皆為正值。市場附加價值(MVA)則是指公司市值超過其帳面價值的部分。根據預測，永冠 2017~2019 年的 MVA 為正值，因此認為未來永冠的經營投資活動所創造的價值會高於投資者投入公司的資本價值，亦即投資人的投資價值將獲得成長。

表：EVA 與 MVA 預估

年度	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
NOPLAT	404	475	613	1,057	1,393	1056	913	1,081	1,141
投資資本	329	1,996	2,505	4,660	7,083	5,582	5,259	5,738	6,154
平均 WACC						5.26%			
經濟附加價值	387	475	613	1,057	1,393	1,056	913	1,081	1,141

年度	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 E	2018 E	2019 E
流通在外股數 (千股)	80	101	101	105	118	119	119	119	119
收盤價(元)_年	-	28.74	96.32	123.38	173.45	103	104.98	120.23	125.01
公司市值		2,900	9,718	12,941	20,464	12,238	12,473	14,285	14,853
股東權益總額	5,083	5,702	6,299	8,057	10,654	10,078	9,487	9,834	10,135
市場附加價值 (MVA)		-2,802	3,418	4,884	9,809	2,160	2,987	4,451	4,718

四、 企業價值評價

年度	2011	2012	2013	2014	2015	2016
無風險利率(10年政府公債)	1.38%	1.21%	1.46%	1.60%	1.39%	0.87%
BETA	-	0.8537	0.6023	0.8301	0.9362	0.8706
市場風險溢酬	7%	7%	7%	7%	7%	7%
股權成本	-	7.19%	5.68%	7.41%	7.94%	6.96%
股東權益資金成本(ks)	-	7.19%	5.68%	7.41%	7.94%	6.96%
平均負債資金成本(kd)	3.00%	3.91%	2.23%	1.51%	0.89%	1.18%
企業價值(V)	8,627	8,368	9,506	11,679	15,590	15,052
E/V	58.92%	68.14%	66.27%	68.99%	68.34%	66.95%
D/V	41.08%	31.86%	33.73%	31.01%	31.66%	33.05%
現金稅率(tc)	19.11%	20.19%	25.83%	24.17%	24.57%	24.70%
WACC(加權平均資金成本)	-	5.89%	4.32%	5.47%	5.64%	4.96%
平均 WACC			5.26%			

2017~2019 每一年的稅率以季為單位，預估每一季皆為前三年同季平均，算出稅金後加總成為年，再計算出每一年的稅率。再將其他預測科目以前面計算的結果帶入計算出永冠的繼續經營價值，得到 23,118 百萬元，代表永冠仍然具有繼續經營的價值。

永續經營	2016	2017E	2018E	2019E
期數	0	1	2	3
EBIT	1383	1171	1388	1466
稅前淨利	1325	1114	1330	1410
(所得稅費用)	327	258	307	325
Tc	24.70%	23.13 %	23.08%	23.01%
FCF	1665	1407	734	840
營收成長率	-9.2%	4.0%	5.0%	8.0%
平均 WACC		5.26%		
公司繼續營業價值		23,118		

前面預估的未來幾年自由現金流量皆為正值，且所預測出來的公司繼續營業價值為正，因此我們根據預測得到永冠的 NPV 為 13,045 百萬元、IRR 為 632%，股價為 109.34 元。而目前股價為 91 元，代表市場上的股價被低估，表示目前永冠股票價值高於目前市場價值，預期未來股價會上漲，故投資人應適時買進。

(單位：千)	2016	2017 E	2018E	2019E
期數	0	1	2	3
	I=既有投資資本 (殘值)	FCF1	FCF2	FCF3
	-5,582	1,407	734	36,363
平均 WACC		5.26%		
NPV	13,045			
IRR	63%			
PV	18,627			
負債		5,635		
流通在外股數(千股)		119		
DCF_股價		109.34		

五、 結論與建議

離岸風電已成為全球發展風電的主流，且伴隨全球風電機大型化的趨勢，永冠生產的能源類鑄件亦朝大型化發展，預計 2017 年 6MW 的風電鑄件也能開始出貨，將強化產品組合以提升毛利率，因此 2017 年出貨噸數與獲利將同步成長。預估 2017 年營收增加最多至 5%，新產能上海鑄一廠整改後，預計 2017 年第 2 季底之後，月產能可望較明顯提升，預估 2017 年出貨量為 14~16 萬噸，能源類和非能源類產品佔營收比重預估將

維持約 55%和 45%比例。風險方面，獲利表現還需密切關注匯率及原料波動，與各國風電政策的變化。今年上海鑄一新廠加入，可望營運表現比去年更佳。而台中港區新廠將於 2019 年第 2 季量產，未來兩年成長幅度大增，因此建議投資人在適合時機買進，可看好永冠未來成長性。