

# Deal Talks

不超過三頁內容.....看檯面上別人的跨國交易，謀檯面下自己的下一步局！



## 岱宇國際收購美國索爾SOLE

岱宇國際 (Dyaco)，台灣運動健身器材的知名廠商，一如多數的台灣企業，極力突圍傳統代工營運模式 (OEM/ODM) 的桎梏。業者除了積極開發新產品及提升營運效能之外，也在能力範圍內收購國際知名品牌。美國索爾 (Sole Fitness) 原為岱宇國際的重要代工客戶。2020年1月岱宇國際公布將以約新台幣10億元收購美國索爾。這只是一個單純的交易？還是岱宇有更大所圖？

岱宇國際 (1598；以下簡稱「岱宇」) 在為籌募併購所需資金而辦理現金增資之前股本新台幣 961百萬元 (除另標示外，本文採用新台幣；百萬元以下數位無條件捨去。股本資料根據公開資訊觀測站)，且過去三年營收及營業利潤皆持續成長 (見表一)。岱宇在過去多次進行跨國併購及投資，目前在運動健身器材領域擁有 Spirit 和 Xterra (針對大型通路及電商)，現在再加上收購 Sole Fitness (以下簡稱「美國索爾」)；完整佈局北美、歐洲、及亞洲。

討論這個案子之前，先看一看運動健身器材的全球併購市場發展：2019年5月，美國私募基金 KPS 花了美金490百萬元買下Brunswick的運動器材部門 (Life Fitness)；這個部門2018全年營收達美金10億之譜；更早之先，2019年3月，中國大陸騰訊基金和安踏體育以19倍的EV/EBITDA合起來拿下 Amer Sports，交易價金近美金63億。其中與運動器材相關的是 PRECOR 這個品牌，從此易手中國廠商。市場中的領導品牌紛紛落入私募基金和中國投資人手中，岱宇作為市場中具高度企圖心的業者，不會沒有感受，甚至漸生隱憂...

本文將試圖檢視：一) 這個併購交易的內容；及 二) 分析及設想收購之後岱宇的企業規劃 (Corporate Planning) 可能方向。

謝煜中

利易財務顧問公司

jimhsieh@kpluscapital.com

超過三十年的專職企業諮詢顧問經歷，從最基層的企業分析師做起，深耕投入策略釐清及研擬、企業規劃與財務策略、跨國企業併購、以及非典投資等專業領域。在離開Arthur Andersen 以及 Deloitte 之後，先後創設「利易財顧」及「利易管顧」；並曾在中原大學、東海大學兼任授課。目前長期居住在台中。

本文作者並未參與本案交易過程中之任意一方，亦未與任意一方有任何直接/間接的利益關係或直接/間接投資任一方之上市股票。在本文的準備過程中作者並未對當事人或關係人進行訪問。本文資料來源完全倚賴公開資訊中所提供的媒體訊息及次級資料分析。

## 戰略佈局、隱藏價值、營運綜效

2020年1月2號（台灣當地時間），岱宇董事會通過以「總金額美金28百萬加上交割日帳面淨值」收購美國索爾100%股權。我們無從得知交易及財務細節，權且假設這是調整過淨負債/淨現金後付出的股權價值。不管媒體上如何報導，在外人看來這就是岱宇的代工大客戶（2018年佔營收20%）要出售，岱宇在沒有多大的決策空間下勢必得接手。對岱宇而言是垂直整合、整合資源、從代工生產發展到掌握國際知名品牌、透過線上接觸消費者；從投資人來看，則是岱宇自此從台灣代工廠正式變身為北美（國際）市場中的直接競爭者。岱宇的**戰略佈局**清楚可見。

運動健身器材是一個競爭激烈的產業，2019 全球規模約莫美金115億（根據Allied Market Research），北美是主要消費市場。台灣業者過去仗持金屬加工及機電整合優勢，形成供應鏈，享有一席之地，目前仍有約百家的相關業者；中國大陸廠商則隨後積極趕上。岱宇雖是台灣業者中的佼佼者，但並不是領導者。運動健身器材市場或可分商用、輕商用、家用：前面提到的 Life Fitness 和 PRECOR 是商用市場的領先品牌；同業喬山（Johnson）則上下縱橫不同區隔。美國索爾深耕北美市場，先從連鎖旅館健身中心切入，定位在輕商用市場，隨後進入家用市場，並積極拓展網路行銷和電子商務商機...岱宇和美國索爾的結合，有高度合理性、互補性、甚至必然性。

帳面上，岱宇收購美國知名品牌、合併營業收入及獲利。由於岱宇是美國索爾的代工廠，未來在合併報表上將會調整。2020年美國索爾獲利若能維持媒體所稱過去三年稅後平均利益（1.3億），減除收購費用後預計仍可對當期營業獲利有顯著貢獻。在資產負債表上，經過收購價格分攤（PPA），應會顯現相當金額的無形資產及商譽。除此之外，這個交易的**隱藏價值**至少還有兩個面向是與OEM轉型自有品牌的策略轉向相銜接的：一）**線上忠實客戶群**：據岱宇所稱，美國索爾高度熟悉線上交易。未來如果能再配合線下的佈局，或可有進一步突破。外界無從得知美國索爾的線上平台是否已有可觀的忠實客戶數。若採用「客戶終身價值」（Customer Lifetime Value）觀點，此一部份可有相當的價值；二）**掌握終端客戶的產品/服務經驗**：好的產品必須要獲得終端客戶青睞，以及能建立持續直接回饋的迴路。交易後，岱宇將可獲得一手的終端客戶經驗，減少產品設計上犯錯機會，面向真正的創新。

策略性買家重視交易綜效甚於財務回報，策略轉向的機會和營運效能提升是箇中重點。**營運綜效**或可顯現在：一）降低營運週轉金需求；二）北美營運資源整合後減少浪費及重疊的業務功能（部分後台工作可考慮移回台灣），透過營運流程改造及深度ERP應用（岱宇使用SAP），有效縮短產品從設計製造到市場的時間、降低成本也降低營運週轉金需求；三）接手美國索爾的其他委外代工業務，提高生產端的稼動率（2018年產能利用率約75%）。

## 財務及併購交易的紀律...

媒體稱美國索爾過去三年內（哪三年？）營運穩定，三年平均營收約新台幣23億、毛利率約23%、稅後獲利約1.3億。買價是美金28百萬加交割日帳面淨值；買方預計付出的

的價金約美金34百萬。岱宇以辦理現金增資的方式支應併購所需資金：計發行新股1,900萬股，每股39元。值得思考的是：做為賣家，最近一期的獲利數字若高於1.3億，合理的會用1.3億作基礎，而不會用「三年平均」...不排除最近一期稅後獲利有可能低於1.3億；再者「美金28百萬加交割日帳面淨值」是一個奇怪的說法...讓人不禁產生疑問「這個案子是否付出超額溢價」？

**是否付出超額溢價** 由於沒有賣方的財務資訊，外人「目前」無法論三道四。但除非賣方是廉價出售，否則岱宇付出溢價在所難免。問題是超額？還是合理？超額與否並不是與淨值相比較，而是與可實現的綜效相比較，相當主

觀。再加上賣方對客戶提供「終生保固」，買方對「或有負債」的承認是否在合約中已作充分處理及保護？也會影響對合理價值的認知...7倍左右淨值，當然不便宜（尤其是無從得知帳上資產多大、品質如何、有多少是賣不出去的存貨、負債多少...資訊不透明只會讓投資人心中持疑）；8倍左右三年平均獲利，倍數雖然可以接受，但「三年平均」並沒有意義，投資人要看最近期的獲利或EBITDA...投資人不會相信任何「太好」（Too Good To Be True）的事，不透明的資訊和有說不清楚道理的時候都是風險！

當買方遇到「策略上的不得不」、「再高的價格也得買」的時候，「價格是否合理」的檢討顯得沒有太大意義！付出超額溢價又怎麼樣？「買不到」有可能失去的更多！

**為股東創造價值還是摧毀價值** 岱宇的 WACC（加權平均資金成本）4%（Bloomberg，4月21日），若用EVA（Economic Added-Value；經濟附加價值）的公式來檢



**交易基本資訊**

產業：運動器材

買方：台灣/岱宇國際（台灣上市公司）

標的：美國/Sole Fitness

交易性質：現金交易；100%收購

交易金額：2800萬美金加上交割日帳面淨值

視：岱宇目前的EVA已是負的，亦即可能是在破壞價值。目前 NOPAT (稅後淨營業利益) 222百萬，若用增資及收購後的總投入資本 (5839百萬；Bloomberg) 為基礎計算，ROIC (資本回報率) 甚至低於WACC...除非2020年NOPAT可以明顯成長，否則機構投資人將不會認可岱宇的經營績效；或換一個最簡單的角度：2020增資稀釋後每股盈餘與併購前2019稀釋每股盈餘 (1.82；公開資訊觀測站) 相比較，如還低於這個數，一般投資人可就不開心了！

表一：岱宇部分重要財務指標

	2015	2016	2017	2018	2019
合併營收	4,415	4,724	4,457	5,557	5,850
營業利益	236	408	-23	85	327
利息費用	25	26	30	54	59
淨利	253	301	-165	127	220
現金及約當現金	530	775	613	595	826
長短期借款及公司債	1,400	1,497	2,589	2,956	3,002
股東權益	1,553	2,232	2,145	2,078	2,244
營運現金流入	220	603	-238	-44	411

註一：單位為新台幣百萬；所有數字百萬為以下無條件捨去

註二：2015-2018數據摘自為年報中會計師審核報告；2019資料來自股市觀測站

註三：2018、2019營收數字內涵因併購取得傢俱業務之營收

### 併購資金來源的安排 岱宇選

擇用現金增資方式籌募併購所需資金，股東權益因此大增約

1/3。另一個事實是岱宇2019營業利益327百萬、年底帳上現金及約當現金僅826百萬、長短期負債加公司債達30億、利息費用59百萬...大幅舉債空間有限！有些企業在這種條件下可能會決定放棄。岱宇則有不同決策！但的確

(除非另有所謀) 多數併購資金必須來自現金增資，似凸顯了財務結構上的緊絀....

### 併購後的挑戰...

新冠疫情猶在肆虐，這個收購案對買方來講也許時機不完全對...市場上即便有另一派看法：認為「運動健身器材是在疫情影響下的受益族群！」，然而中國工廠開工延滯、供應鏈斷裂、產品運輸漲價、健身房/旅館業近乎停滯，各種負面因素加總恐已侵蝕掉相當成分的利潤。

時機之外，買方將面臨以下幾個挑戰：一) **OEM轉型成為自有品牌**：這是扎扎實實的財務結構問題。OEM廠的毛利有限 (岱宇的毛利約29%)，而發展品牌是需要彈藥的。岱宇未來是否在已顯緊絀的財務結構上外加為了要維持合理利潤，仍有能力足以同時支撐Spirit和Sole兩個品牌，外加Xterra面對大型通路及電商？如果不能，則如何將原本產品價值訴求轉為品牌價值訴求？二) **是否調整美國索爾的市場定位**：美國索爾定位在中階產品區隔，23%毛利並不讓人驚艷，未來岱宇是否仍繼承這個定位？原來的經營團隊想必將繼續經營美國索爾，所以答案很可能是

「YES！」。但設想...如果認可過去的經營，則何以追求未來突破的成長？如果認為過去經營績效不夠好，則又何

以仍堅持既有的定位和經營模式？但若要改變，又需要銀兩...北美市場是否積極調整，將會是決策上的兩難；三)

### 改善營運週轉金需求、掌握現金：岱宇2019年營運現金流

入411百萬...應收帳款10億多、存貨12億多 (一半是製成品)。完成收購後，岱宇想必會盡力改善，以圖增加現金部位、降低負債。另一面，岱宇過去五年 (2015~2019) 共發放現金股利約5.5億元，佔同期間合計稅後淨利逾70%。若要維持既有股利政策，就必須確保獲利要夠精彩。然而在新冠疫情陰影下，誰也沒有把握；四) **投資後管理**：從海外轉投資績效來看，岱宇的投資後管理恐怕並不屬於前段資優

班。2019年16家全資子公司其中10家虧損，各虧損子公司合計虧損營業利益約3.2億元 (2018年虧損3.5億)。再好的策略和投資，如果沒有好的執行，盡皆枉然。

### 數據轉型將會是未來的重點嗎？...

這個案子的Deal Maker想當然爾是林董事長 (英俊)。林董曾在美國唸書及工作、具商學及會計背景、加上與賣方十八年的商務往來經驗，以及岱宇已經不是第一次從事跨國併購，又有眾達 (Jones Day) 作為律師團隊，這個案子絕對沒有因為併購團隊生嫩、不夠專業、沒有經驗而受騙或吃虧的可能。唯以林董的領導特質及風格來看，這個案子應該不僅只是買一個品牌、擴大市場、合併營收那麼單純，應該還有其他更為可期待之處...例如：

**期待方向之一：以數據轉型為核心的營運模式創新** 岱宇或將思考利用手機平台、物聯網設計、終端使用者的健身數據透過線上及雲端的匯流，讓運動健身器材變成只是載具，真正的重點將是數據...岱宇提供的核心價值轉為「終端使用者」體能及健康大數據的提供者」...

**期待方向之二：持續併購地方品牌及通路** 岱宇也或將考慮在後疫情時代進行持續的小型跨國品牌及通路投資/收購，利用持續併購 (Rolling Up) 策略，以小堆大，建立在地快速組裝能量取代發貨倉庫，逐步跨大全球市場佈局...

岱宇究竟是基於數據轉型的機會來思考收購美國索爾？還只是單純的不得不接手？...一年之內我們就會看到答案！