

計算股價組成

10173207 李嘉芸

這次報告我選擇的股票為統一(1216)，統一企業可說是台灣食品界的龍頭之一。迄今成立三十餘年，已然成為一個完整的食品王國，不僅是台灣最大食品飲料公司，同時也將事業版圖延伸至流通零售業、容器包材業、休閒業、證券業、生技業等，營收獲利場域擴展至各個消費層面。隨處可見的統一超商、台灣星巴克、康是美皆為其子公司。大統益(1232)、統一超(2912)也屬於統一集團主要投資事業。

2020年新冠肺炎(Covid-19)疫情大量爆發，打破了所有的社會、政治、經濟和金融市場預測。對全球經濟和股市造成了巨大影響，此時統一股價也下跌到61元，創下近三年新低。爾後，2021年隨著疫情得到控制及股市放寬政策，使得股市大反彈。公司的業績也逐漸恢復，股價呈現明顯反彈。最高點至76元，漲幅超過20%。2022年俄烏戰爭爆發，原物料大漲使統一股價有段時間隨著大盤持續向下修正，同時通膨率持高不下、各國升息，導致市場資金持續緊縮。食品業屬於民生股，在升息、通膨的背景下，反而會被作為防禦型標的，公司會選擇將資金投資此類事業。

我認為2023年1月到10月的整體股價波動趨勢是向上的，雖然從部門營業收入可以看食品及食糧事業部2020年第一季32.93億元收入對比2023年第一季僅有16.3億元收入，明顯可見母業之衰退，原因可能是原物料不斷上漲使成本上升，在不調漲商品的情況下，導致利潤下降，但同時也能發現近年來便利商店事業部逐漸反超母業食品及食糧事業部。對比年度財報可以看出本期淨利較去年同期增加，表示在其他部門有營業利益，且統一已經連續10年毛利率保持在30%以上，高於食品工業平均的22.2%，在長期市場中的競爭力非常強，因此不擔心本業衰退對整體有大幅影響。2023年上游原物料的物價逐漸回穩，實體零售也持續受惠解封人潮回籠，雖2023Q1、Q2的季報中營業利益項目尚未完全恢復呈現衰退，但稅前淨利卻較去年同季增加20%，從營業外收入及支出可以看到「採用權益法認列之關聯企業及合資損益之份額淨額」大幅成長，「其他利益及損失淨額」更是轉虧為盈。其原因為上半年統一配合政策賣掉不動產和改變策略轉投資事業體。第一季季報優異的表現加上接續宣布超額配息的利多讓股價向上成長，7月時開始認列去年收購之家樂福營收，注入新的收益，使7月股價來到今年新高，隨即便反彈下跌進入迴盪期。

9月28日的收盤價為70.1元，我認為是低估投資標的。全球通脹至今仍居高不下，成本問題短期可能無法解決，利潤壓力依舊存在，因此股價整體大幅上漲的可能性不大。7、8月的股價跟著大盤的走向微微下跌，但單獨看其月營收是成長的，日後或許會有小反彈。尤其第二季稅後淨利達62.04億元，登近十季以來新高，便利商店事業部蒸蒸日上，台灣7-ELEVEN持續展店統計至今市占率已經超過一半遙遙領先第二名的全家、今年正式完成交割收購家樂福補足超市與量販兩大缺口，鞏固其零售龍頭的位置。加上菲律賓7-ELEVEN的投資在今年開始獲利使得流通及物流事業部的營業收入在2023Q3較上期成長了近兩倍左右，其今年收益值得期待的。作為民生消費的食品股，具有穩定的營收增長，不論經濟增長還是衰退，皆能從中收益且其股價波動也很低，是保守投資者的好選擇。統一已連續多年發放股利，有穩定的收益分紅，並且其派發的股利逐年提高，適合長期存股投資。

情境一：

分別將折現率設定為7%和10%(附圖一)會發現用10%的超額報酬是負值，因此採用折現率7%較寬鬆的標準來計算股票組成(附圖二、附圖三)。

情境二：

假設利息費用與2022年相同，用2023年9月28日股價為70.1元計算，若市場隱含的成長機會現值為零，則計算出的EPS須達到4.75元

附圖一：

Panel A: 資本計提	
	2022
短期借款	33,263,107
長期負債	75,186,590
股東權益	192,194,954
總投入資本	300,644,651
平均投入資本	286,150,876
加權平均資金成本(WACC)	0.07
資本計提	20,030,561
Panel B: 投入資本報酬率 ROIC	
	2022
稅後淨利	26,525,917
利息費用(稅後金額)	1,665,733
稅後營業淨利	28,191,650
平均總資本	286,150,876
ROIC	9.85%
Panel C: 現值	
超額報酬=\$8,161,089/0.07=\$116,586,979	
資本計提=\$20,030,561/0.07=\$286,150,876	

Panel A: 資本計提	
	2022
短期借款	33,263,107
長期負債	75,186,590
股東權益	192,194,954
總投入資本	300,644,651
平均投入資本	286,150,876
加權平均資金成本(WACC)	0.1
資本計提	28,615,088
Panel B: 投入資本報酬率 ROIC	
	2022
稅後淨利	26,525,917
利息費用(稅後金額)	1,665,733
稅後營業淨利	28,191,650
平均總資本	286,150,876
ROIC	9.85%
Panel C: 現值	
超額報酬=-\$423,437/0.10=-\$4,234,377	
資本計提=\$28,615,088/0.10=\$286,150,876	

附圖二：

統一之股價組成計算(2023/1/31)		
Panel A: 企業價值		
股價	\$ 67.30	
發行股數	5,682,015	
市值	\$ 382,399,610	
減除現金資產	96,986,253	
加回短期借款與長期負債	108,449,697	
企業價值	\$ 393,863,054	
Panel B: 市場隱含的成長價值		
企業價值	\$ 393,863,054	100%
減除資本計提現值	286,150,876	73%
減除競爭優勢現值(假設沒有成長)	116,586,979	30%
市場隱含的成長價值	-\$ 8,874,802	-2%
Panel C: 現值		
股價	\$ 67.30	100%
減除資本計提現值	\$ 48.90	$\$67.30 \times 0.7265$
減除競爭優勢現值(假設沒有成長)	\$ 19.92	$\$67.30 \times 0.2960$
市場隱含的成長價值	-\$ 1.52	$\$67.30 \times -0.0225$
統一之股價組成計算(2023/3/31)		
Panel A: 企業價值		
股價	\$ 71.90	
發行股數	5,682,015	
市值	\$ 408,536,879	
減除現金資產	96,986,253	
加回短期借款與長期負債	108,449,697	
企業價值	\$ 420,000,323	
Panel B: 市場隱含的成長價值		
企業價值	\$ 420,000,323	100%
減除資本計提現值	286,150,876	68%
減除競爭優勢現值(假設沒有成長)	116,586,979	28%
市場隱含的成長價值	\$ 17,262,468	4%
Panel C: 現值		
股價	\$ 71.90	100%
減除資本計提現值	\$ 48.99	$\$71.90 \times 0.6813$
減除競爭優勢現值(假設沒有成長)	\$ 19.96	$\$71.90 \times 0.2776$
市場隱含的成長價值	\$ 2.96	$\$71.90 \times 0.0411$

附圖三：

統一之股價組成計算(2023/6/30)		
Panel A: 企業價值		
股價	\$ 76.30	
發行股數	5,682,015	
市值	\$ 433,537,745	
減除現金資產	96,986,253	
加回短期借款與長期負債	108,449,697	
企業價值	\$ 445,001,189	
Panel B: 市場隱含的成長價值		
企業價值	\$ 445,001,189	100%
減除資本計提現值	286,150,876	64%
減除競爭優勢現值(假設沒有成長)	116,586,979	26%
市場隱含的成長價值	\$ 42,263,334	9%
Panel C: 現值		
股價	\$ 76.30	100%
減除資本計提現值	\$ 49.06	$\$76.30 \times 0.6430$
減除競爭優勢現值(假設沒有成長)	\$ 19.99	$\$76.30 \times 0.2620$
市場隱含的成長價值	\$ 7.25	$\$76.30 \times 0.0950$
統一之股價組成計算(2023/9/30)		
Panel A: 企業價值		
股價	\$ 70.10	
發行股數	5,682,015	
市值	\$ 398,309,252	
減除現金資產	96,986,253	
加回短期借款與長期負債	108,449,697	
企業價值	\$ 409,772,696	
Panel B: 市場隱含的成長價值		
企業價值	\$ 409,772,696	100%
減除資本計提現值	286,150,876	70%
減除競爭優勢現值(假設沒有成長)	116,586,979	28%
市場隱含的成長價值	\$ 7,034,840	2%
Panel C: 現值		
股價	\$ 70.10	100%
減除資本計提現值	\$ 48.95	$\$70.10 \times 0.6983$
減除競爭優勢現值(假設沒有成長)	\$ 19.94	$\$70.10 \times 0.2845$
市場隱含的成長價值	\$ 1.20	$\$70.10 \times 0.0172$

