



燦星國際旅行社股份有限公司 111 年第一次股東臨時會議事錄

時間：中華民國 111 年 4 月 13 日(星期五)上午 9 時整
 地點：新北市汐止區新台五路一段 97 號 4 樓
 出席：出席股東暨委託代理股份計 21,524,423 股 (含以電子方式行使表決權股數 135,947 股)，占本公司已發行股份總數 34,072,100 股之 63.17%。

主席：侯佑霖董事長



記錄：邱意程先生



出席：侯佑霖董事長、連仁隆獨立董事

列席：勤業眾信聯合會計師事務所廖鴻儒會計師、正思法律事務所徐正坤律師

壹、宣布開會

貳、主席致詞(略)

參、報告事項

一、本公司 110 年股東常會決議之私募有價證券辦理情形案，報請 公鑒。

【說明】

- 一、本公司於 110 年 8 月 20 日股東常會決議於一年內分一次~三次辦理私募普通股，發行總股數上限為 10,000,000 股，每股面額新台幣 10 元整。
- 二、因作業時程限制，故不繼續辦理本次私募計劃。

肆、討論事項

< 第一案 >

【案由】修正公司章程部分條文案。

【董事會提】

【說明】

- 一、因應公司未來業務發展及股本擴充狀況，調高本公司額定資本額。
- 二、公司章程修訂條文對照表：

條次	擬修正條文	原條文	修正說明
第五條	本公司資本總額定為新台幣拾億元整，分為普通股壹億股，每股金額新台幣壹拾元整，分次發行。 以下略。	本公司資本總額定為新台幣捌億元整，分為普通股捌仟萬股，每股金額新台幣壹拾元整，分次發行。 以下略。	因應公司未來業務發展及股本擴充狀況，調高本公司額定資本額
第二十五條	本章程訂立於中華民國九十二年二月十二日。 第一次修訂於中華民國九十五年二月八日。 第二次修訂至第十三次修	本章程訂立於中華民國九十二年二月十二日。 第一次修訂於中華民國九十五年二月八日。 第二次修訂至第十三次修	增訂修正日期

	訂略。 <u>第十四次修訂於中華民國</u> <u>一一一年四月十三日。</u>	訂略。	
--	--	-----	--

【決議】經投票表決結果，贊成權數：21,421,373 權，占表決總權數 99.52%，反對權數：102,494 權，棄權/未投票權數：556 權，無效權數：0 權，本案照案表決通過。

<第二案>

【案由】擬辦理減資彌補虧損案。

【董事會提】

【說明】

- 一、為健全財務結構及公司未來發展，擬辦理減資彌補虧損。
- 二、減資金額訂為新台幣(以下同) 153,300,000 元整，銷除股份 15,330,000 股，每股面額 10 元，預計每仟股減少 449.93 股(即每仟股換發 550.07 股，減資比率為 44.993%)。減資前實收資本額為 340,721,000 元，減資後實收資本額為 187,421,000 元整，分為 18,742,100 股，每股面額 10 元。
- 三、減資後不足一股之畸零股，亦按面額計算給付現金，計算至元為止(元以下無條件捨去)，並授權董事長洽特定人按面額承購之。
- 四、本減資案，俟經股東臨時會決議通過並呈奉主管機關核准後，授權董事會另訂減資換發基準日，本次減資換發基準日前，如因本公司現金增資、買回股份、轉讓或註銷、可轉換公司債及員工認股權憑證轉換發行新股，致影響流通在外發行股份數量，減資比率因此發生變動者，擬請股東臨時會授權董事長處理之。
- 五、如有未盡事宜，或因法令變更，依主管機關指示或因應客觀環境而需修正時，擬提請股東臨時會授權董事會全權處理。

主席：本公司收到財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心來函，針對本案要求補充說明，請司儀代為宣讀。

司儀：有關本次減資案，本公司補充說明如下：

- (一)減資緣由：健全財務結構及公司未來發展。
- (二)健全營運計劃書：請參閱附件三。
- (三)落實執行控管措施：本案送交主管機關審查通過後，健全營運計劃書辦理情形及執行成效將於明年股東會說明。

【決議】經投票表決結果，贊成權數：21,418,152 權，占表決總權數 99.50%，反對權數：105,731 權，棄權/未投票權數：540 權，無效權數：0 權，本案照案表決通過。

< 第三案 >

【案由】本公司擬以私募方式辦理現金增資發行普通股案。

【董事會提】

【說明】

- 一、本公司為因應未來發展、充實營運資金及提升公司競爭力，擬依證券交易法第43條之6等規定，於適當時機以私募方式辦理現金增資發行新股，預計私募普通股總額不超過50,000,000股，每股面額新台幣10元，於股東臨時會決議日起一年內分一次~三次辦理。
 - 二、私募普通股相關資訊如下：
 - A. 發行條件：
 - i. 私募對象及其與公司間關係：依證券交易法第43條之6規定之對象辦理之，對本公司長期發展及競爭力與既有股東權益，能產生效益者為優先，擬請股東臨時會授權董事會決定應募人。
 - ii. 私募股份種類：普通股。
 - iii. 私募股數：發行總股數上限為50,000,000股，擬請股東臨時會授權董事會於股東臨時會決議之日起一年內分一次~三次辦理之。
 - iv. 每股面額：每股新台幣壹拾元整。
 - v. 私募總金額：依最終私募價格及實際發行總股數計算之。
 - B. 私募價格訂定之依據及合理性：
 - i. 本次私募普通股價格之訂定，以不低於本公司定價日前下列二基準計算價格較高者之三成訂定：
 - a. 定價日前一、三、五個營業日擇一計算普通股收盤價簡單算術平均數扣除無償配股除權及配息，並加回減資反除權後之股價。
 - b. 定價日前三十個營業日普通股收盤價簡單算術平均數扣除無償配股除權及配息，並加回減資反除權後之股價。
 - c. 本次所訂私募價格低於參考價格八成訂定，依據「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」規定，已委請獨立專家秉誠聯合會計師事務所高雄分所所長張春秀評價師就定價之依據及合理性意見出具意見書，請參閱附件一。
 - 實際定價日及實際私募發行價格在前述原則下，依據證券交易法第43條之6及「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」之規定，日後洽定特定人情形及視當時市場狀況，擬請股東臨時會授權董事會決定之。
 - ii. 本次私募價格之訂定方式係依據「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」之規定，並考量公司未來展望以及私募有價證券之轉讓時點、對象及數量均有嚴格限制，且三年內不洽辦上櫃掛牌，流動性較差等因素，故本次私募價格之訂定應屬合理，對股東權益不致有重大影響。
 - iii. 本公司私募普通股價格訂定，皆依相關法令辦理，惟依價格訂定之依據核算，本次私募普通股發行價格可能涉及低於股票面額，若有低於股票面額訂定，預期股東權益的影響為實際發行價格與面額差額所產生之虧損，將視公司營運狀況而逐漸消除之。或以辦理減資、盈餘彌補虧損之方式處理。
- 由於本公司最近幾年度產生之累積虧損致使每股淨值已低於股票面額；本公司依現行法令規定訂定之私募價格低於股票面額，係屬合理。

C. 特定人之選擇方式：

- i. 依證券交易法第43條之6及金融監督管理委員會91年6月13日(91)台財證一第0910003455號令之規定擇定特定人，並以策略性投資人為限。
- ii. 應募人之選擇方式與目的、必要性及預計效益：
 - a. 應募人之選擇方式與目的:因本公司長期經營與業務發展需要，將選擇有助於本公司擴大業務、提升技術、改良品質、降低成本、增進效率或提升產品開發整合效益之策略性投資人。
 - b. 必要性:透過策略性投資人可提升本公司之長期競爭力及營運效益，為本公司長期發展之必要策略。
 - c. 預計效益:藉由策略性投資人之經驗、產品服務、知識、及市場通路等優勢，經由策略合作、共同開發產品、市場整合或業務開發合作等方式，將有助於本公司提高產品服務價值、降低成本、增進效率、擴大銷售市場等，以提高本公司未來營運績效。

D. 辦理私募之必要性：

- i. 不採用公開募集之理由：本公司最近連續二年虧損，依據公司法第270條，不得公開募集發行新股，故擬以私募方式於適當時機向特定人籌措資金，以達到挹注所需資金之目的。
- ii. 得私募額度：私募股數以不超過50,000,000股為限，每股面額新台幣10元，私募總金額將依最終私募價格及實際發行總股數計算之。
- iii. 資金用途及預計達成效益：預計分一次至三次辦理，每次辦理之資金之用途皆為充實營運資金及因應公司長期營運發展所需，將有助於改善公司之財務結構及強化資金靈活調整彈性。

資金用途及預計效益如下表：

預計辦理次數	資金用途	預計達成效益
一年內分一次至三次辦理	充實營運資金及因應公司長期營運發展所需	有助於改善公司之財務結構及強化資金靈活調整彈性

上述分次辦理之私募增資案，合計發行總股 50,000,000 股為上限。

- iv. 本次私募增資發行新股，由承銷商德信綜合證券股份有限公司出具「辦理私募普通股必要性與合理性之評估意見」請參閱附件二。

三、本次私募普通股，依證券交易法規定，於交付日起 3 年內，除依證券交易法第 43 條之 8 規定辦理轉讓外，餘不得再行賣出。本次私募之普通股將自交付日起滿 3 年後，授權董事會視當時狀況決定是否依相關規定向財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心取得核發上櫃標準之同意函後申請補辦公開發行程序，並申請上櫃交易。

四、本次私募方式發行普通股，除私募訂價成數外，包含實際發行價格、發行股數、發行條件及辦法、計劃項目、募集金額、預定進度、預計可能產生之效益及其他未盡事宜，嗣後如經主管機關修正或基於營運評估或客觀環境或法令之改變須變更或修正時，擬請股東臨時會授權董事會全權處理之。

五、除上述授權範圍外，擬請股東臨時會授權董事長或董事長指定之人代表本公司簽署、商議、變更一切有關以私募方式發行普通股之契約及文件，並為本公司辦理一切有關私募方式發行普通股所需事宜。

六、本公司私募有價證券議案，依證券交易法第 43 條之 6 規定，應說明事項請詳公開資訊觀測站（網址：<https://mops.twse.com.tw>），請點選「投資專區」項下之「私募專區」及本公司網站（網址：<https://www.startravel.com.tw>），請點選「關於燦星」項下之「投資人資訊」。

主席：本公司接到中華民國證券櫃檯買賣中心來電及收到財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心來函，針對本案要求補充說明，請司儀代為宣讀。

司儀：有關本次私募案，本公司補充說明如下：

一、中華民國證券櫃檯買賣中心要求補正「私募普通股訂價之依據及合理性專家意見書」，本公司已補正，請各位股東參閱附件四。

二、財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心要求補充說明，本公司補充說明如下：

(一)本公司最近期(110 年第 3 季)合併財務報告資產負債表「現金及約當現金」雖為新台幣(下同)53,855 仟元，然本公司 109 年度及 110 年前三季均為稅後淨損，且截至 110.9.30 尚有待彌補虧損新台幣 287,130 仟元，故不受「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」第 3 條之限制。且已請獨立專家秉誠聯合會計師事務所張春秀會計師出具私募普通股訂價之依據及合理性專家意見書及由承銷商德信綜合證券股份有限公司出具辦理私募普通股必要性與合理性之意見書並公告於私募專區。

(二)本次私募預計分一次至三次辦理，每次資金用途皆為充實營運資金及因應公司長期營運發展所需，預計達成效益皆為有助於改善公司之財務結構及強化資金靈活調整彈性。

(三)私募專區有關「董事會決議辦理私募有價證券前一年內至該私募有價證券交付日起一年內，是否發生經營權重大變動情事」乙欄勾選為「是」，此欄為誤植，應為「否」。

股東發言：股東戶號 3658 提出意見，請就投保中心 111 年 03 月 15 日函之中事項回覆說明使全體股東知悉，並請公司考量酌予提高私募成數。

主席說明：私募的金額當然有照法令規定，但是雖然前 2 年疫情影響讓旅行業確實嚴重受挫，上一次的私募基金額雖然不到八成，但有配合減資所以相對投資人影響沒那麼大，那這次看起來疫情是會慢慢變好，所以我們盡量把私募基金額提高，請股東不用擔心。

【決議】經投票表決結果，贊成權數：21,442,525 權，占表決總權數 99.61%，反對權數：

81,342 權，棄權/未投票權數：556 權，無效權數：0 權，本案照案表決通過。

伍、臨時動議：無。

陸、散會：(同日 9 時 27 分)

本次股東會紀錄僅載明會議進行要旨，且僅載明對議案之結果；會議進行內容、程序及股東發言仍以會議影音為準。

<附件一>私募普通股訂價之依據及合理性專家意見書

燦星國際旅行社股份有限公司

私募普通股訂價之依據
及合理性專家意見書

中 華 民 國 一 一 一 年 二 月 十 四 日

壹、意見書摘要

本事務所受燦星國際旅行社股份有限公司(以下簡稱燦星旅)為發行私募普通股委託，根據金融監督管理委員會公布之私募應注意事項規定，上市上櫃公司之私募有價證券存在三年閉鎖期。乃委託本會計師對於私募普通股訂價之依據及合理性，以民國(以下同)111年02月11日為基準日，表達獨立專家意見。

本會計師業依「公開發行公司取得或處分資產處理準則第10條」、「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項(下稱私募應注意事項)」及審計公報第五十三號「查核證據」規定對上述燦星旅為發行私募普通股，對於私募普通股訂價之依據及合理性執行必要之評估程序，評估意見結論如下：

(一) 自行估算受評標的價值

依據評價公報之評價技術採用市場法分析標的公司之價值，根據標的公司之歷史財務資訊進行分析。由於標的公司未能提供之未來財務預測，所以無法使用收益法作計算。經判斷後標的公司與可類比公司之可比差異程度尚於可接受之範圍內，經綜合考量後本案例以市場法作為價值結論之主要依據。

(二) 燦星旅私募普通股之每股公平市場價值區間

以市場法作為價值結論，燦星旅私募普通股之每股公平市場價值區間為新台幣3.54元至3.79元。本會計師綜合考量行業特性、總體環境與公司永續經營的基本前提下，假設所援引之財務資料均屬真實可靠且能適當合理反應評價標的之狀況，每股公平市場價值區間尚屬適當及合理。

(三) 私募普通股之參考價格之成數合理性分析

本次私募有價證券依證券交易法第43條之6法令規定：私募普通股者，應載明私募普通股每股價格不得低於參考價格之成數、訂價方式之依據及合理性。

燦星旅以111年02月11日為基準日，比較其111/02/11日前一天的普通股收盤價格、前三天的普通股平均收盤價格、前五天的普通股平均收盤價格及前一個月普通股平均收盤價格，選擇其最高者為111/02/11日前一天的普通股收盤價格即新台幣13.85元，以上述市場法計算得出，燦星旅私募普通股之每股公平市場價值區間為新台幣3.54元至3.79元，燦星旅之私募普通股其可能之參考價格成數應不低於3成尚為合理，因此符合公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」的規定。

(四) 私募普通股對燦星旅股東權益之影響

燦星旅截至110/12/31日之財務報表顯示每股淨值為新台幣1.48元，110年因

疫情的影響其營收、稅前淨損均較去年度比較大幅衰退，本次私募資金用途為充實營運資金，有利於財務結構的改善，減少利息支出，增加公司的獲利，對公司整體的營運發展呈正向預期。

本報告所引用之燦星旅財務報表及其他相關資訊係由燦星旅所提供，其編製係該公司管理當局之責任，本評估人對於上述資訊之正確與否，及因此可能衍生之問題，不負任何法律責任，特此聲明。

秉誠聯合會計師事務所高雄分所

會計師：

張春考



中華民國一一一年二月一十四日

貳、標的公司

一、本次交易概述

依據私募應注意事項規範，得辦理私募之公司，原則上須最近年度有虧損，公司若係獲利，則僅限於該公司為政府或法人股東 1 人所組織之公司。燦星國際旅行社股份有限公司自民國 106 年至今處於虧損狀態，基於公司的經營策略及財務資金所需，擬對外私募之現金增資。

一、標的公司基本資料

燦星旅（2719.TW）成立於 1993 年 02 月 24 日，為燦星網通股份有限公司轉投資，主要經營國內外旅遊業，營收大致可區分為亞洲線 74.65%、國內線 9.08% 及其他等。

二、財務狀況

燦星國際旅行社股份有限公司之財務狀況如下：

表一 簡明資產負債表（單位：新台幣仟元）

	106/12/31	107/12/31	108/12/31	109/12/31	110/12/31
流動資產	627,669	527,562	218,364	42,977	75,198
非流動資產	80,146	70,059	79,060	171,637	151,836
資產總計	707,815	597,621	297,424	214,614	227,034
流動負債	420,537	416,668	200,454	33,036	26,047
非流動負債	676	619	20,157	112,715	150,646
負債總計	421,213	417,287	220,611	145,751	176,693
股本	362,920	362,920	182,721	310,721	340,721
資本公積	47,789	0	10	22	22
保留盈餘	(119,479)	(177,919)	(105,918)	(241,880)	(290,402)
庫藏股	(4,628)	(4,667)	0	0	0
權益總計	286,602	180,334	76,813	68,863	50,340
每股淨值(元)	7.90	4.97	4.20	2.22	1.48

資料來源：公開資訊觀測站及 110/12/31 自編報表。

表二 簡明損益表 (單位：新台幣仟元)

	106	107	108	109	110/1-12 月
營業收入	2,437,341	2,246,001	1,696,772	160,292	57,824
營業成本	2,118,675	1,973,025	1,452,907	131,325	52,637
營業毛利 (毛損)	318,666	272,976	243,865	28,967	5,188
營業費用	397,742	377,176	357,810	131,672	63,840
營業利益 (損失)	(79,076)	(104,200)	(113,945)	(102,705)	(58,653)
營業外收入及支出	(40,260)	(2,552)	9,876	15,020	16,103
稅前淨利 (淨損)	(119,336)	(106,752)	(104,069)	(87,685)	(42,549)
所得稅(費用)利益	43	(62)	(454)	(277)	27
本期淨利 (淨損)	(119,293)	(106,814)	(104,523)	(87,962)	(42,522)
基本每股盈餘 (元)	(3.29)	(2.94)	(5.72)	(2.83)	(1.25)

資料來源：公開資訊觀測站及 110/12/31 自編報表。

三、本次交易概述

依據私募應注意事項規範，得辦理私募之公司，原則上須最近年度有虧損，公司若係獲利，則僅限於該公司為政府或法人股東 1 人所組織之公司。燦星國際旅行社股份有限公司自民國 106 年至今處於虧損狀態，基於公司的經營策略及財務資金所需，擬對外私募之現金增資。

參、私募普通股訂價之依據

一、私募有價證券轉售之限制

私募應注意事項規定上市上櫃公司之私募有價證券應有三年閉鎖期，有關私募有價證券轉售之限制如下，有價證券私募之應募人及購買人除有下列情形外，不得再行賣出：

- (一)證券交易法第 43 條之 6 第 1 項第 1 款之人持有私募有價證券，該私募有價證券無同種類之有價證券於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣，而轉讓予具相同資格者。
- (二)自該私募有價證券交付日起滿 1 年以上，且自交付日起第 3 年期間內，依主管機關所定持有期間及交易數量之限制，轉讓予符合證券交易法第 43 條之 6 第 1 項第 1 款及第 2 款之人。
- (三)自該私募有價證券交付日起滿 3 年。
- (四)基於法律規定所生效力之移轉。
- (五)私人間之直接讓受，其數量不超過該證券 1 個交易單位，前後 2 次之讓受行為，相隔不少於 3 個月。

(六)其他經主管機關核准者。

二、 私募普通股價格之訂定

本次燦星旅擬發行私募普通股，考量發行條件之各項權利，擬利用適當的評價模型計算其私募普通股之每股公平市場價值。

(一) 訂價方式之依據

本次乃依據財團法人會計研究發展基金會出版之 IFRS9 未上市(櫃)公司及創投之股權評價釋例中，以評價方法計算得每股公平市場價值，作為計算的基礎。

目前常見之評估分析模式其學理依據及理論基礎，大致可以分為三大類：

A、市場法：例如市場比較法係依據標的公司及上市櫃公司之財務資料，以市場乘數例如本益比、股價淨值比、市值營收比或其他財務比率分析評價。

B、收益法：例如目前常用的現金流量折現法，即以所選定之折現率，將標的公司未來營運所產生之現金流量折現成現值，以決定企業價值。

C、資產法(成本法)：例如淨值法或重置成本法等，以帳面價值為基礎並作必要之調整，以反映評價時點之企業價值。

(二)同業選取

燦星旅屬於觀光旅遊產業，經搜尋類比公司後，以五福(2745)、雄獅(2731)、易飛網(2734)及鳳凰(5706)作為可比較之類比公司。類比公司之簡介如下：

可類比公司基本資訊

公司名稱代號	主要業務內容	資本額	所屬產業
2731 雄獅	東北亞線 35.52%、長線旅遊 31.60%、大陸港澳線 20.85%、東南亞線 10.93%、其他 5.10%、國民旅遊 4.15%	7 億	觀光
2734 易飛網	國際旅遊 54.22%、國內旅遊 27.99%、其他旅遊服務 11.64%、FIT 國際票旅遊 6.15%	3.03 億	觀光
5706 鳳凰	其他 28.96%、國外旅遊團體-歐洲線 26.13%、國外旅遊團體-大陸線 12.92%、國外旅遊團體-郵輪線 12.37%、國外旅遊團體-東北亞線 6.95%、國外旅遊團體-亞洲線 5.58%、國外旅遊團體-美洲線 3.29%、國外旅遊團體-紐澳線 2.96%、國民旅遊 0.85%	6.13 億	觀光
2745 五福	東北亞線 59.53%、大陸線 15.17%、東南亞線 11.51%、長程線 9.76%、其他 2.18%、國民旅遊 1.86%	2.93 億	觀光

資料來源：公開資訊觀測站及 www.yahoo.com.tw/股市。

(三)同業之財務比率分析

比較公司	雄獅	易飛網	鳳凰	五福	燦星旅
所屬產業	觀光育樂	觀光育樂	觀光育樂	觀光育樂	觀光育樂
股票代號	2731	2734	5706	2745	2719
幣別	新台幣仟元	新台幣仟元	新台幣仟元	新台幣仟元	新台幣仟元
評價日期股價(前一天)	91.40	23.55	45.60	24.00	13.85
營收收入(註)	1,585,696	189,364	157,828	109,256	57,824
營業毛利率	15.20%	22.56%	26.05%	16.58%	18.44%
營業利益率	-68.32%	-42.19%	-43.96%	-141.86%	-101.43%
稅前淨利率	-41.87%	-30.82%	62.33%	-120.92%	-154.17%
資產報酬率	-8.52%	-12.82%	4.10%	-25.42%	-23.31%
股東權益報酬率	-28.74%	-30.76%	8.21%	-31.93%	-85.46%
每股淨值	22.57	5.94	18.66	12.43	1.48
PB	4.05	3.96	2.44	1.93	9.37

資料來源：公開資訊觀測站/各可類比公司 2021/09/30 的財務報表。註:營業收年推估全年度。

(四)評估方法

評價方法	選用/不選用	說明
資產法	X	未能充分反映標的未來營運價值
市場法	○	因資本市場對與標的公司業務及產業屬性相似之可類比公司之預期展望相似，評估可類比上市上櫃公司之市場價值乘數具有可參考性
收益法	X	燦星旅屬於觀光旅遊產業，此產業其未來的營收受到外部的總體環境因素很大，由於燦星旅認為未來三年的營收變異性很大，故收益法不適用。

1. 資產法

資產法係經由評估評價標的涵蓋之個別資產及個別負債之總價值，以反映企業或權益之整體價值，使用資產法計算燦星旅的股東權益如下：

(1) 110/12/31 調整前和調整後股東權益總額

燦星旅淨資產調整

新台幣：元

項目	帳面金額	調整數	公允價值
流動資產	75,197,814		75,197,814
採權益法之長期股權投資	4,972,597		4,972,597
固定資產淨額	122,339,789	1,210,125	123,549,914
無形資產	138,096		138,096
其他資產	24,386,263		24,386,263
資產總額	227,034,559	1,210,125	228,244,684
付息負債	150,646,021		150,646,021
非付息負債	26,047,112		26,047,112
負債總計	176,693,133		176,693,133
股東權益總額	50,341,426	1,210,125	51,551,551
不具控制權股權折價			10%
調整後股東權益總額			46,396,396
不具控制權調整後-每股股權公允價值			1.36

資料來源:固定資產其中土地及建築物係採用京瑞不動產估價報告的價值結論。

採用資產法評估說明如下:

A. 固定資產淨額：不動產帳面價值為新台幣 114,251,160 元，及動產帳面價值為新台幣 8,088,629 元，固定資產淨額合計為 122,339,789 元。其中不動產採用京瑞不動產估價報告的價值結論為新台幣 115,461,285 元，加上及動產帳面價值為新台幣 8,088,629 元，故 110/12/31 固定資產淨額公允價值合計為新台幣 123,549,914 元，調整增加數為 1,210,125 元(即 115,461,285-114,251,160)。

B. 不具控制權股權折價：係採用 IFRS9 未上市(櫃)公司及創投之股權評價釋例(資料來源:財團法人會計研究發展基金會)P24，資產法分析公允價值調整，其不具控制權股權折價建議採用 10%¹。

由於資產法的價值評估係採用燦星旅歷史數據，經調整數後而得出公允價值，即不具控制權調整後-每股股權公允價值為新台幣 1.36 元，由於資產法未能充分反映燦星旅未來的營運價值，故資產法計算的價值偏低，擬不採用。

2. 收益法

燦星旅屬於觀光旅遊產業，此產業其未來的營收受到外部的總體環境因素很

¹ 依據美國 IACVA2006 版折溢價定義：無市場可銷售性折價(LOMD)是指所有權的價值減某一金額或百分比,以反映相對之缺少市場流動性目前通用的折減區間為 10%-33%。

大，然 2020 年起遭逢新冠肺炎（COVID-19）疫情，國際觀光嚴重衰退，驗證觀光產業對安全的敏感性，而不只疫情，天災、戰爭、恐攻、罷工、政治紛爭、金融危機等均造成威脅，由於燦星旅認為未來三年的營收無法預估，故收益法不適用。

3. 市場法

考量本案背景及目的，採用市場法為主要評估方法。市場法作為主要分析方法之理由：因資本市場對與標的公司業務及產業屬性相似之可類比公司之預期展望相似，評估可類比上市上櫃公司之市場價值乘數具有可參考性，故採用可類比上市上櫃公司法計算標的公司普通股股權價值。

(五) 評估資料來源

本次評估的主要資料來源如下：

- A 燦星國際旅行社股份有限公司 110/12/31 日自編財務報表。
- B 公開資訊觀測站取得之同業公司年報、財務報告資料及其它與評價目的有關重要訊息。
- C 台灣證券交易所及 TEJ。
- D 燦星國際旅行社股份有限公司所提供之與本次評價相關之資訊。

(六) 私募普通股之每股公平市場價值。

1、市場法計算：

以 110 年 09 月 30 日財務數字作為基礎，採用股價淨值比法(P/B Ratio)進行價值估算。本案可類比公司的股價以下列四項之收盤價，及最近期的年度財務報表之資料彙總運算價值乘數計算燦星旅之普通股股權公平市場價值。

- A、評價基準日 111/02/11-前一日收盤價
- B、評價基準日 111/02/11-前三日平均收盤價
- C、評價基準日 111/02/11-前五日平均收盤價
- D、評價基準日 111/02/11-前一個月平均收盤價

表三 計算可比較公司之股價淨值比法(P/B Ratio)

乘數選擇	111/02/11- 當日前一天 收盤價	前三天平均 收盤價	前五天平均 收盤價	前一個月平 均收盤價
可類比上市櫃公司市價法	PB	PB	PB	PB
燦星國際旅行社(股)公司	9.37	9.35	9.28	8.91
雄獅旅行社(股)公司	4.05	4.04	4.01	3.79
易飛網國際旅行社(股)公司	3.96	3.95	3.88	3.74
鳳凰國際旅行社(股)公司	2.44	2.41	2.39	2.26
五福旅行社(股)公司	1.93	1.93	1.91	1.82
Average	3.10	3.08	3.04	2.90
Median	3.20	3.18	3.13	3.00
標準差	2.96	2.95	2.93	2.83

註:平均值及中位數去極端值。

表四 市場法價值表

單位：新台幣元

評價	評價運用方法	111/02/11 當日 前一天收盤價	前三天平均 收盤價	前五天平均 收盤價	前一個月平 均收盤價
財務資料	燦星旅-股東權益	\$50,341,426	\$50,341,426	\$50,341,426	\$50,341,426
價值倍數	股價淨值比法(P/B Ratio)	3.20	3.18	3.13	3.00
標的價值	燦星旅-股東權益公允價值	\$161,227,122	\$160,132,307	\$157,626,171	\$150,887,098
	流通在外股數	34,072,100	34,072,100	34,072,100	34,072,100
	調整折溢前之每股公允價值	\$4.73	\$4.70	\$4.63	\$4.43
流動性折價	私募折價之調整 (DL0M)	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
理論價格	扣除流動性調整後-私募公 平市場價值	\$3.79	\$3.76	\$3.70	\$3.54

註 1：燦星旅於 111/02/11 流通在外普通股數 34,072,100 股。2：私募之流通性折減 20%。

2、私募之流通性折減

缺乏流動性的時期有關的價值減少通常被稱為缺乏適銷性的折扣 (DL0M)。通常使用 Chaffe 和 Finnerty 模型的理論，該模型認為 DL0M 會根據持有期的持續時間和標的股票的預期波幅而波動，如下表：

Holding Period	Estimated Discounts Using the Chaffe and Finnerty Valuation Models Across Various Expected Volatilities			Perceived Impact on Value
	30% Volatility	50% Volatility	70% Volatility	
None	144.0%	145.9%	151.0%	N/A
1 Year	132.5% - 137.2% (5%-8% Discount)	126.8% - 134.7% (6%-13% Discount)	124.5% - 135.6% (7%-15% Discount)	Low
2 Years	128.5% - 134.4% (7%-11% Discount)	120.2% - 130.4% (10%-18% Discount)	115.6% - 130.3% (14%-23% Discount)	Low
3 Years	126.0% - 132.3% (8%-13% Discount)	116.0% - 127.4% (13%-20% Discount)	110.2% - 126.9% (16%-27% Discount)	Medium

Note: The estimated impact of these design decisions should not be substituted for actual valuations, as the actual impact of each of these decisions is dependent on the facts and circumstances related to each award, and the use of professional judgment. The evaluation of perceived value is based on our collective consulting experience.

資料來源: Mandatory Post-Vest Holding Requirements: A New Approach for Mitigating Your Company's Equity Compensation Expense ,<https://radford.aon.com/insights/articles/2015/a-new-approach-for-mitigating-your-company%E2%80%99s-equity-compensation-expense>

上市上櫃公司之私募有價證券存在三年閉鎖期，依照 Finnerty 模型來計算本次標的需進行流通性折價之調整。計算方式如下：

表五 燦星旅-股價波動率

	一年股價波動率	二年股價波動率	三年股價波動率
期間	110/02/11-111/02/10	109/2/11-111/02/10	108/02/11-111/02/10
以日報酬標準差	4.15%	6.31%	5.74%
年化標準差 (%)	65.60%	99.73%	90.82%
結論	Volatility>50%	Volatility>50%	Volatility>50%

2. 私募有價證券存在三年閉鎖期

因此依上表建議股價波動率大於 50%，期間為 3 年，其流動性折減 (DL0M) 為 16%至 27%，本次使用中間值為 20%。

B 價格結論

以市場法作為價值結論，燦星旅私募普通股之每股公平市場價值區間為新台幣 3.54 元至 3.79 元。

肆、私募普通股之參考價格之成數合理性分析

本次私募有價證券依公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項規定：私募普通股者，應載明私募普通股每股價格不得低於參考價格之成數、訂價方式之

依據及合理性。

一、參考價格之成數

上市或上櫃公司以下列二基準計算價格較高者定之。

(一)定價日前一、三或五個營業日擇一計算普通股收盤價簡單算數平均數扣除無償配股除權及配息，並加回減資反除權後之股價。

(二)定價日前三十個營業日普通股收盤價簡單算數平均數扣除無償配股除權及配息，並加回減資反除權後之股價。

表六 參考價格(理論價格)之成數 單位：新台幣元

評價	評價方法	111/02/11 當日 前一天收盤 價	前三天平均收 盤價	前五天平均收 盤價	前一個月平均 收盤價
評價標的	燦星旅	\$13.85	\$13.82	\$13.71	\$13.17
二基準計算價格較高者定之		13.85			
理論價格之擬定		\$3.79	\$3.76	\$3.70	\$3.54
參考價格(理論價格)之成數		27.33%	27.21%	26.99%	26.90%

註：燦星旅-股東權益於 111/02/11 每股淨值為 1.48 元。

以上述計算得出燦星旅之私募普通股於基準日(111/02/11)，其可能之參考價格成數應不低於 3 成為合理。

伍、結論

本會計師業依「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」、「公開發行公司取得或處分資產處理準則」、審計準則公報第五十三號規定及財團法人會計研究發展基金會發布之評價準則公報第四號「評價流程準則」規定，執行必要之評估程序，謹將複核結果說明如下：

(一) 燦星旅私募普通股之每股公平市場價值區間

因為上市上櫃公司之私募有價證券存在三年閉鎖期，其私募普通股之每股公平市場價值依財團法人會計研究發展基金會發布之評價準則公報第四號「評價流程準則」規定以評價方法計算得出理論價格，以市場法作為價值結論，燦星旅私募普通股之每股公平市場價值區間為新台幣 3.54 元至 3.79 元。

本會計師綜合考量行業特性、總體環境與公司永續經營的基本前提下，假設所援引之財務資料均屬真實可靠且能適當合理反應評價標的之狀況，每股公平市場價值區間尚屬適當及合理。

(二) 燦星旅私募普通股之參考價格之成數合理性分析

本次私募有價證券依證券交易法第 43 條之 6 法令規定：私募普通股者，應載明私募普通股每股價格不得低於參考價格之成數、訂價方式之依據及合理性。

燦星旅以 111 年 02 月 11 日為基準日，比較其 111/02/11 日前一天的普通股收盤價格、前三天的普通股平均收盤價格、前五天的普通股平均收盤價格及前一個月普通股平均收盤價格，選擇其最高者為 111/02/11 日前一天的普通股收盤價格即新台幣 13.85 元，以上述市場法計算得出，燦星旅私募普通股之每股公平市場價值區間為新台幣 3.54 元至 3.79 元，燦星旅之私募普通股其可能之參考價格成數應不低於 3 成尚為合理，因此符合公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」的規定。

(三) 燦星旅私募價格低於面額而使累積虧損增加，對股東權益之影響

燦星旅截至 110/12/31 日之財務報表顯示每股淨值為新台幣 1.48 元，110 年因疫情的影響其營收、稅前淨損均較去年度比較大幅衰退，本次私募資金用途為充實營運資金，有利於財務結構的改善，減少利息支出，增加公司的獲利，對公司整體的營運發展呈正向預期。

本意見書僅供貴公司作為第一段所述目的使用，不可作為其他用途或分送其他人士。

獨立專家聲明書

本會計師依據「公開發行公司取得或處分資產處理準則第 10 條」、「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項（下稱私募應注意事項）」及審計公報第五十三號「查核證據」及遵循相關法令，並參考中華民國評價準則公報或職業公會所訂相關自律規範等，出具評估意見書，茲聲明如下：

一、 本人所出具意見書及所使用於執行作業程序之資料來源、參數及資訊等為完整、正確且合理，以作為出具本意見之基礎。

二、 承接本案前，業已確認符合「公開發行公司取得或處分資產處理準則」第 5 條第 1 項之資格條件，並依據同條文第 2 項第 1 款，審慎評估本人專業能力及實務經驗。

三、 執行本案時，業已妥善規劃及執行適當作業流程，以形成結論並據以出具意見書；並將所執程序、蒐集資料及結論，詳實登載於本案工作底稿。

四、 本人與本案交易當事人及出具評估意見書之專業估價者或估價人員間，並無「公開發行公司取得或處分資產處理準則」第 5 條第 1 項第 2 款及第 3 款規定之互為關係人或實質關係人等情形，並聲明無下列情事：

(一) 本人或配偶現受本案交易當事人聘雇擔任經常工作，支領固定薪給或擔任董監事者。

(二) 本人或配偶曾任本案交易當事人之董監事、經理人或對本案有重大影響職務之職員，而解任或離職未滿二年者。

(三) 本人或配偶任職之單位與本案交易當事人互為關係人者。

(四) 與本案交易當事人之董監事、經理人或對本案有重大影響職務之職員，有配偶或二等親以內親屬關係者。

(五) 本人或配偶與本案交易當事人有重大投資或分享財務利益之關係者。

五、 評估意見書中之各項分析、意見及結論僅受限於本意見書所陳述之假設及限制條件，且皆為評價複核人員之個人、公正及不偏之分析、意見及結論。

六、 本複核案件並無或有酬金之情事。

七、 評價複核人員並未親自實地訪查評價標的。

秉誠聯合會計師事務所高雄分所

會計師：

張春壽



中華民國一一年二月十四日

專家簡歷表

姓名：張春秀

性別：女

學歷：逢甲大學會計系

國立成功大學財務金融研究所

經歷：建興聯合會計師事務所

台郡科技股份有限公司

亞洲電材股份有限公司

證書：中華民國會計師

合格證券投資分析人員(證券分析師)

經濟部產業人才能力鑑定證書-中級無形資產評價師

【國際顧問鑑價師與分析師協會】NACVA 認證合格『企業評價師』

【國際顧問鑑價師與分析師協會】NACVA 認證合格『無形資產專家』

現職：秉誠聯合會計師事務所高雄分所所長

<附件二>私募必要性與合理性意見書

燦星國際旅行社股份有限公司

私募必要性與合理性之意見書

意見書委任人：燦星國際旅行社股份有限公司

意見書收受者：燦星國際旅行社股份有限公司

意見書指定用途：僅供燦星國際旅行社股份有限公司

辦理民國一一一年度私募普通股使用

報告類型：私募必要性及合理性之證券承銷商評估意見書

評估機構：德信綜合證券股份有限公司



中 華 民 國 一 一 一 年 二 月 二 十 三 日

111 年度私募現金增資發行普通股

必要性與合理性之評估意見

一、前言

燦星國際旅行社股份有限公司（以下簡稱燦星國際或該公司）擬依「證券交易法」第 43 條之 6 規定辦理 111 年度私募現金增資發行普通股案（以下簡稱本私募案），該公司擬於 111 年 2 月 23 日召開董事會決議私募普通股計畫，本次私募案尚須經 111 年 4 月 13 日股東臨時會決議通過始得辦理。依據該次董事會決議內容，私募額度以不超過 50,000 仟股為上限，自股東臨時會決議日起一年內分一次~三次辦理，私募價格以不低於參考價格之三成為訂定私募價格之依據，特定人選擇方式則以符合「證券交易法」第 43 條之 6 所規定之特定人，並以策略性投資人為限。另本次私募額度為不超過 50,000,000 股為上限，如全數發行以該公司目前已發行普通股數 34,072,100 股計算，本次私募應募人將持有該公司私募增資後發行普通股總數之 59.47%，未來有經營權異動之可能，尚符合公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項第四條第三款：「董事會決議辦理私募前一年內至該私募有價證券交付日起一年內，經營權發生重大變動者，應洽請證券承銷商出具辦理私募必要性與合理性之評估意見」之規定。故該公司依此規定委請本證券承銷商就該公司本次私募案出具必要性及合理性之評估意見。

本意見書之內容僅作為燦星國際 111 年 2 月 23 日董事會及 111 年 4 月 13 日股東臨時會之用，不作為其它用途使用。本意見書係依據燦星國際所提供之該公司 111 年 2 月 23 日董事會提案資料，該公司之財務資料及其在公開資訊觀測站之公告資訊所出具，對未來該公司因本次私募案計畫變更或其它情事可能導致本意見書內容變動之影響，本證券承銷商均不負任何法律責任，特此聲明。

二、承銷商評估意見

（一）適法性評估

依該公司 109 年度及 110 年前三季均為稅後淨損，且截至 110.9.30 尚有待彌補虧損新台幣 287,130 仟元，故不受「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」第 3 條規定之公開發行公司最近年度為稅後純益且無累積虧損不得辦理私募有價證券之限制；經檢視該公司 111 年 2 月 23 日召開董事會之提案資料，本次私募增資普通股之每股發行價格以不低於參考價格之三成，業經秉誠聯合會計師事務所張春秀會計師出具獨立專家就本次私募普通股訂價之依據及合理性意見書，另本次私募案之應募人亦擬以符合「證券交易法」第 43 條之 6 及金管監督管理委員會 91 年 6 月 13 日(91)台證一字第 091003455 號令規定之特定人為限，尚符合「公開發行辦理私募案有價證券應注意事項」之規定。

(二) 財務狀況

該公司最近五年度之合併簡明資產負債表及損益表列示如下：

資產負債表

單位：新台幣仟元

年 度 項 目	最近五年度財務資料(註1)					當 年 度 截 至 110 年 9 月 30 日 財 務 資 料	
	105 年	106 年	107 年	108 年 (註2)	109 年 (註3)		
流 動 資 產	708,209	627,669	527,562	163,315	42,977	82,029	
不 動 產、廠 房 及 設 備	22,025	19,388	22,088	13,438	127,096	122,966	
使 用 權 資 產	-	-	-	29,877	-	-	
無 形 資 產	2,708	3,291	3,475	2,167	537	215	
其 他 資 產 (註 2)	113,643	57,467	44,496	88,627	44,004	29,241	
資 產 總 額	846,585	707,815	597,621	297,424	214,614	234,451	
流 動 負 債	分 配 前	439,935	420,537	416,668	200,454	33,036	43,378
	分 配 後	439,935	420,537	416,668	200,454	33,036	-
非 流 動 負 債	839	676	619	20,157	112,715	137,460	
負 債 總 額	分 配 前	440,774	421,213	417,287	220,611	145,751	180,838
	分 配 後	440,774	421,213	417,287	220,611	145,751	-
歸 屬 於 母 公 司 業 主 之 權 益	405,811	286,602	180,334	76,813	68,863	53,613	
股 本	362,920	362,920	362,920	182,721	310,721	340,721	
資 本 公 積	107,692	47,789	-	10	22	22	
保 留 分 配 前	(60,294)	(119,479)	(177,919)	(105,918)	(241,880)	(287,130)	
盈 餘 分 配 後	(60,294)	(119,479)	(177,919)	(105,918)	(241,880)	-	
其 他 權 益	107	(456)	(577)	-	-	-	
庫 藏 股 票	-	(4,051)	(4,051)	-	-	-	
非 控 制 權 益	-	-	-	-	-	-	
權 益 總 額	分 配 前	405,811	286,602	180,334	76,813	68,863	53,613
	分 配 後	405,811	286,602	180,334	76,813	68,863	-

註 1：各年度合併財務報告均經會計師查核簽證。

註 2：該公司於 109 年 6 月 23 日更換會計師事務所及簽證會計師，108 年度及 109 年度財務資料係依照 109 年度經會計師查核之合併財務報告編制，並配合 109 年度合併財務報告表達，致 108 年度若干項目業經重分類。

註 3：110 年 9 月 30 日財務資料業經會計師核閱。

損益表

單位：新台幣仟元

年度 項目	最近五年度財務資料(註1)					當年度截至 110年9月30日 財務資料 (註2)
	105年	106年	107年	108年	109年	
營業收入	2,502,089	2,437,341	2,246,001	1,696,772	160,292	25,477
營業成本	2,167,463	2,118,675	1,907,495	1,452,907	131,325	20,778
營業毛利	334,626	318,666	338,506	243,865	28,967	4,699
營業費用	394,317	397,742	442,706	357,810	131,672	51,862
其他收益及費損	-	-	-	(1,180)	(1,263)	23
營業損益	(59,691)	(79,076)	(104,200)	(115,165)	(103,968)	(47,140)
營業外收入及支出	(5,051)	(40,260)	(2,552)	11,096	16,283	7,861
稅前損益	(64,742)	(119,336)	(106,752)	(104,069)	(87,685)	(39,279)
繼續營業單位 本期淨利	(64,742)	(119,336)	(106,752)	(104,069)	(87,685)	(39,250)
停業單位損失	-	-	-	-	-	-
本期淨利(損)	(64,378)	(119,293)	(106,814)	(104,523)	(87,962)	(39,250)
本期其他綜合損益 (稅後淨額)	179	(307)	546	1,102	-	-
本期綜合損益總額	(64,199)	(119,600)	(106,268)	(103,421)	(87,962)	(39,250)
淨利歸屬於 母公司業主	(64,378)	(119,293)	(106,814)	(104,523)	(87,962)	(39,250)
淨利歸屬於 非控制權益	-	-	-	-	-	-
綜合損益總額歸屬於 母公司業主	(64,199)	(119,600)	(106,268)	(103,421)	(87,962)	(39,250)
綜合損益總額歸屬於 非控制權益	-	-	-	-	-	-
每股盈餘	(1.78)	(3.31)	(5.85)	(7.05)	(4.28)	(1.21)

註1：各年度合併財務報告均經會計師查核簽證。

註2：110年9月30日財務資料業經會計師核閱。

(三)本次辦理私募案之必要性及合理性評估

1.必要性之評估

燦星國際所屬旅遊服務業，108年底起因新型冠狀病毒引發全球大流行，各國政府之防疫措施為大至鎖國、小至限制國內旅遊集會，造成全球觀光旅遊業景氣下滑蕭條，因此該公司深受疫情危害經營日益艱鉅，致該公司經營狀況不佳，最近二年度連續虧損108、109年度及110年第三季稅後淨損分別為104,523千元、87,962千元及39,250千元，截至110年9月30日止帳上累計虧損287,130千元、每股淨值1.57元低於面額。該公司努力經營艱辛的渡過此人類世紀浩劫首次的疫情災難，現111年初稍曝曙光疫情流感化，

各國政府將陸續解封開放國境重啟觀光旅遊，該公司為長遠營運發展及提升競爭力所需，實有必要增加中長期穩定資金挹注，以維持穩健之財務結構及充實營運資金，若以銀行借款支應資金需求，考量該公司近幾年之營運狀況，金融機構申請融資勢必無法取得有利之借款條件，所衍生之借款利息更將增加該公司財務負擔並侵蝕獲利，不利於公司體質之改善；而若以公開募集方式辦理增資，因該公司最近二年度連續虧損且帳上尚有待彌補虧損 287,130 仟元，恐不易吸引一般投資人之認購意願，使公開募集之完成存有不確定性；故本次燦星國際董事會決議辦理私募普通股，將可取得較為穩定之長期資金並維持財務彈性，考量資金募集之時效性、發行成本、公司財務及營運狀況等因素，該公司本次擬採行私募方式發行有價證券，應有其必要性。

2. 合理性之評估

(1) 私募案發程序之合理性

該公司擬於111年2月23日召開董事會之提案資料，其議案討論內容、發行程序、私募價格訂定及特定人選擇之方式等，尚符合證券交易法及相關法令規定，並無重大異常之情事。

(2) 辦理私募有價證券種類之合理性

該公司本次辦理私募增資發行有價證券之種類為普通股，係市場普遍有價證券發行之種類，投資人接受程度高，故本次辦理私募有價證券之種類應有其合理性。

(3) 私募預計產生之效益合理性

該公司本次私募資金用途為充實營運資金，除可因應公司未來營運所需，並有助於強化財務結構，對該公司整體營運發展及健全財務結構均有正面實質效益。該公司若未辦理私募增資而改採取銀行借款方式支應，以該公司近期營運狀況及財務結構觀之，恐將不易取得有利之借款條件，且將增加該公司之財務負擔，進而提升經營風險，故該公司為維持財務調度彈性及減少因利息支出對其獲利造成侵蝕，透過辦理私募方式募集資金，用以充實營運資金，以因應產業變遷、強化公司經營體質及競爭力，以期改善財務結構並提升市場競爭力，對該公司營運應有正面助益，尚屬合理。

3. 應募人之選擇及其可行性與必要性評估

(1) 應募人之選擇

依該公司擬於111年2月23日召開董事會之提案資料，該公司本次私募之應募人將依符合「證券交易法」第43條之6及金融監督管理委員會91年6月13日(91)台財證一字第0910003455號令之規定擇定特定人，並以策略性投資人為限，目前並無已洽定之特定人，其董事會議案說明之特定人選擇方式與目的，以對公司未來營運

能產生助益者之策略性投資人為限，並符合法令規定之人中選定，故其應募人之選擇方式尚屬合理。

(2)應募人之可行性及必要性

私募有價證券有三年內不得自由轉讓之規定，本次私募規劃由策略性投資人應募，對該公司之未來營運及因應產業變遷、強化公司經營體質及競爭力，並期改善財務結構、提升整體股東權益實有助益，故本次私募案應募人之洽詢，應有其可行性及必要性。

4. 本次私募後對公司業務、財務及股東權益等之影響

(1)對公司業務之影響

受到旅遊服務業市場日益競爭影響，該公司最近五年度營運狀況不佳連續虧損，再加上面對全球災難-新型冠狀病毒對旅遊服務業嚴重衝擊，為達成企業永續經營，該公司擬透過辦理本次私募普通股募集資金，用以充實營運資金，除可因應日常營運需求外，並可引進對未來營運有助益之策略性投資人，以其協助該公司強化競爭力並提升營運效能，增加公司之營收及獲利，而本次私募普通股，擬洽定之應募對象為對該公司未來營運能產生助益之策略性投資人為特定人，故本次辦理私募案對公司之業務營運應有正面助益。

(2)對公司財務之影響

該公司本次擬辦理私募增資發行普通股總股數以不超過50,000 仟股為上限，以不低於參考價格之三成為依據，本次私募募集之資金將作為未來充實營運資金，應可有效提高公司自有資金比率並強化公司財務結構，更有機會提升公司營運成效及整體競爭力，故在本次私募資金即時有效挹注下，對財務上應有正面效益。

(3)對公司股東權益之影響

因該公司營運連續虧損，為考量企業永續經營及發展，該公司本次辦理私募增資發行普通股所募集資金用以充實營運資金，預期將可協助公司強化財務結構並提升市場競爭力，進而有效提升該公司股東權益。本次私募價格之訂定以不低於參考價格之三成，發行價格可能涉及低於股票面額，若有低於股票面額訂定，預期股東權益的影響為實際發行價格與面額差額所產生之虧損，該公司或以辦理減資、盈餘彌補虧損之方式處理，短期雖可能對公司每股盈餘造成稀釋，惟長期而言，考量企業永續經營與發展，藉由引進策略投資人的資源與資金，提升公司整體競爭力，預計可增進公司營運績效與獲利，故本次私募案對該公司之股東權益應具正面之效益。

5.總結意見

該公司擬辦理私募增資發行普通股，募集資金用以充實營運資金，該公司考量近幾年之營運狀況，若採取向金融機構融資之方式支應，恐將不易取得有利之借款條件，所衍生之借款利息更將增加公司之財務負擔並侵蝕獲利；而若以公開募集之方式進行增資，亦因該公司最近二年度以上連續虧損且帳上目前尚有累積虧損，恐將不易吸引一般投資人之認購意願，是以採私募之方式將可取得穩定之長期資金並維持財務彈性，故考量資金募集之時效性、發行成本、公司財務及營運狀況等因素，實有其必要性及合理性。另本承銷商檢視該公司所擬具之董事會議事資料，其在發行程序、應募人之選擇方式、發行計畫內容、私募價格訂定及採行私募之理由及預計之效益等，尚符合證券交易法及相關法令規定，並無重大異常之情事，另應募價格係以不低於參考價格之三成訂定之，業已取具秉誠聯合會計師事務所張春秀會計師出具之獨立專家就本次私募普通股訂價之依據及合理性意見書亦符合法令規範。綜上，本證券承銷商依「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」之規定評估後，該公司辦理本次私募案有其必要性與合理性。

獨立性聲明

本公司受託就燦星國際旅行社股份有限公司(以下簡稱燦星國際公司)111 年度辦理私募普通股之必要性與合理性，出具評估意見書。

本公司執行上開業務，特聲明並無下列情事：

1. 本公司非為燦星國際公司採權益法投資之被投資公司。
2. 本公司非為對燦星國際公司採權益法投資之投資公司。
3. 本公司董事長或總經理與燦星國際公司之董事長或總經理並非為同一人，亦無具有配偶或二親等以內之關係。
4. 本公司非為燦星國際公司之董事或監察人。
5. 燦星國際公司非為本公司之董事或監察人。
6. 本公司與燦星國際公司於上述情事外，並無證券發行人財務報告編製準則第十八條規定所訂關係人之關係。

為燦星國際公司辦理私募普通股之必要性與合理性評估意見案，本公司提出之評估意見書均維持超然獨立之精神。

評估人：德信綜合證券股份有限公司



中 華 民 國 一 一 一 年 二 月 二 十 三 日
(僅限燦星國際旅行社股份有限公司 111 年度辦理私募普通股之證券承銷商評估意見書使用)

<附件三>健全營運計劃書

燦星國際旅行社股份有限公司

健全營運計劃書

壹、公司簡介

一、本公司所營業務：

旅行業。

二、本公司目前之商品(服務)項目：

本公司主要業務為透過旅遊網站 (www.startravel.com.tw) 及實體門市之經營，提供消費者不受時間、空間限制之多樣化旅遊產品及遊艇帆船、海上遊憩資源等相關諮詢與銷售服務。

本公司所提供之旅遊產品及遊艇帆船、海上遊憩相關服務範圍涵蓋：國內外團體及個人之套裝行程與自由行產品、代訂國內(際)機票及飯店、各類旅遊票券銷售及旅遊相關手續服務及各項旅遊相關手續服務等。

三、營業比重：

單位:仟元

年度	110年度		109年度	
	銷售金額	營業比重	銷售金額	營業比重
產品項目	(仟元)	(%)	(仟元)	(%)
團費收入	31,424	94.84	141084	88.02
手續費收入	1,708	5.16	19124	11.93
其他			84	0.05
合計	33,132	100	160292	100

四、產品(服務)競爭情形：

旅遊產業主要可區分成：上游的旅遊商品供應商，如航空公司、旅館、租車公司、火車交通等；中下游的GDS(全球訂位系統)與旅行社(包括綜合旅行社、票務中心及甲、乙種旅行社)及平台代理商(如酒店或散客機票訂購服務公司)；終端則為消費者。與傳統旅遊產業的差異在於：平台代理商因旅遊市場的變動性，提供消費者較多元的選擇而切入旅遊分眾市場(尤其是自由行)的經營。故整體旅遊產業的經營策略模式不再是由中下游之旅行社單一操作團體行程及產品銷售服務為主，而是上中下游必須透過資源整合，輔以多樣性的工具(如網站、App、線上即時服務與門市整合)，並透過消費者端所使用之各類型載體進行產品或產品元件的服務與銷售一條龍模式，方能滿足現在及未來的消費者購買旅遊產品的趨勢。

旅遊產業愈發成熟，產品分眾化競爭趨勢越加顯著，面對消費者習性的改變、廉價航空興起及移動商務蓬勃發展，加上消費者對產品的要求，從早期行程報價之提供，轉換為業者服務品質、產品資訊揭露以及各種銷售通路的整合與連貫性。同時針對旅遊分眾市場的需求也日趨增加，自由行消費需求也日益擴增，如何調整旅遊產品的包裝與元件化、主題性產品及分眾行銷等在在都是未來發展重點。

對於全球旅遊市場產生巨大衝擊，不論是航空公司、飯店或各類旅遊商品無一倖免。在此刻，雖然全國旅遊市場衰退，但燦星旅遊將持續進行組織效能、數位化、費用效益提升、創新規劃、開拓新資源、新景點增加商品多樣性及推出各項旅遊商品，也針對客戶需求設計不同主題商品外，同時加強與供應商間的合作關係，以充實旅遊行程使其多元化並同時提高服務品質。另已同步進行產品上中游資源整合及開發，透過異業合作導入更多元化的產品元件及行程設計，更計劃加強新一代 IT 資訊系統的建設及改善，未來將透過提高自動化銷售的佔比提高作業效率，降低銷售及服務成本以便因應百變的市場需求，為了迎接解封後的國際旅遊市場做準備，期許未來能穩健經營，成為消費者心中的旅遊品牌選擇。

五、技術及研發概況：

燦星國際旅行社的旅遊開發團隊，結合供應商與通路優勢提供給顧客最佳的旅遊體驗；包含全網手機版的進化（1）機票從有位低價升級為自動切換手機通用版本，並提供非會員快速下單，同步與 Skyscanner 串接自動化增加新客戶轉換率（2）燦星首頁同步升級手機版，推薦顧客參考購買（3）國外團體也同步進行手機版的升級改版與優化的訂購動線。

六、最近二年度銷售量值：

單位：新台幣仟元/人

年度	109年度				110年度			
	內銷		外銷		內銷		外銷	
	量	值	量	值	量	值	量	值
國內線	14,173	55,105	-	-	5,527	30,962	-	-
亞洲線	3,560	70,047	-	-		0	-	-
長程線	165	15,693	-	-	23	954	-	-
其他(註2)	17,672	19,448	-	-	1,218	1,216	-	-
合計	35,570	160,292	-	-	6,768	33,132	-	-

註1：本公司為旅遊業且各產品線涵蓋不同天數之行程，故銷量以人數列示以供參考。

註2：不含銷售簽證商品人數

貳、減資計畫

公司為健全財務結構、提升每股淨值，擬辦理減資以彌補累積虧損，減資金額為新台幣 153,300,000 元整，銷除股份 15,330,000 股，減資比率 44.993%，減資後實收資本額為 187,421,000 元整，調整後預計淨值可回復近 2.68 元(50,248 仟元/18,742 仟股)。

參、過去年度虧損原因說明

過去二年度及今年第二季公司營運狀況

單位：仟元

會計科目	110 年度	109 年度
營業收入	33,132	160,292
營業毛利	5,183	28,967
營業損益	(59,674)	(103,968)
營業外收支	17,021	16,283
稅後損益	(42,615)	(87,962)

一、虧損原因：

1. 109 年因受新冠肺炎疫情影響，整體旅遊相關市場嚴重衰退，進而對國外團體旅遊市場嚴重下滑，使 109 年度總體營業毛利及營業利益減少。
2. 110 年本土疫情多點爆發至使 5/19 ~ 7/26 全國進入三級警戒，進而影響營收下降。雖第 4 季新冠肺炎疫情有稍微緩和，但消費者對國外旅遊依舊沒有信心，且近年受到疫情影響國人因此改變旅遊消費型態，如國內旅遊、跳島行程、遊艇帆船及海上遊憩…等，但國內旅遊相關產品毛利有限，故 110 年整體營業毛利及營業利益亦是減少。

二、環境劣勢：

1. 缺乏價格議價能力

旅行業在觀光行銷通路中，居中的結構特性，與相關產業業者（如：交通運輸、餐飲、旅館、旅遊地業者等）的關係網絡為極重要的競爭條件。掌握關鍵性資源的航空業者（或其代理商）以及新進的平台代理商皆有競合關係，也是旅行業者是否能順利經營與成功發展的重要因素之一。如果旅行業者受限於財力、經營規模等因素，未能有效發展其關係網絡或迎合消費者旅遊需求進行轉型，則必需面臨經營成本居高不下、產品無法如期完成或無法跟上市場腳步慘遭淘汰的問題，關係到企業的經營與生存。

2. 削價競爭

旅遊產品設計的創作權不易主張及認定，因此業者所開發的新產品，在為市場接受後，常見引發抄襲的現象，繼而陷入價格戰的漩渦。因此，不斷的創新消費者旅遊服務與產品元件化的開發、同時進化旅遊產品的素質與行程的特殊化及獨特性、維持市場的領導地位的產品開發能力，亦為旅行業者極為重要的核心能力。燦星針對各項旅遊主題，依據不同顧客需求，研究設計出各種分眾旅遊商品，讓商品競爭跳脫價格戰模式，發展出親密顧客需求之旅遊商品。同時提供數位化旅遊產品元件，以及更多元的分眾（如：自由行、加購旅遊零組件產品、跳島行程、遊艇帆船及海上遊憩等）市場經營，以期維持公司競爭力。

3. 新冠肺炎疫情

近年新冠肺炎疫情影響，對於全球經濟產生重大影響，尤其是旅遊相關產業甚是嚴重，不論是航空公司、飯店或各類旅遊商品無一倖免。

肆、健全營運計劃

未來將導入多元網路通路，透過模組化自由組裝銷售模式加深客戶黏著度，並強化同業銷售，開拓大型企業客戶，以提升獲利為主要目標。未來長、短期業務發展計畫如下：

一、短期計畫

旅遊市場雖因消費者喜好不同，本公司仍秉持創新與穩健經營的態度，除了繼續提升客戶滿意度外，因應國境未解封，預計短期仍以國旅為主要市場，調整方向如下：

1. 著重企業客製、員工獎旅及精緻旅遊市場公司產品設計著重於結合創新元素，例如開發海上遊憩資源，連結遊艇帆船，開創海上遊程體驗，結合陸上行程，著重深度旅遊，連結地方創生。
2. 加強自由行產品選購平台銷售模式，提高自由行產品選購平台之業績，增加公司產品之豐富性，並提供消費者對於自由行產品之選擇性。
3. 多元化經營策略
 - (1) OTA 平台：串連旅遊業供應商與同業，將預計與同業和供應商結盟，為消費者提供多元化旅遊系列產品。
 - (2) 高端旅遊：針對集團會員、頂級客戶、企業客戶等等，設計主題旅遊及深度旅遊等相關行程。期待以獨特旅遊行程、建立會員服務專線、為會員客製旅遊計畫，並提供獨特貼心服務，打造更優質的旅遊體驗。
 - (3) 飯店經營：燦星國際旅行社總經理及綦綦簽下悅榕集團項目開發在台代表暨代理集團旗下飯店在台銷售業務。未來，不僅維持悅榕集團飯店與原有簽約旅行社之間的系列團合作，更將以燦星規劃貴賓行程以區隔市場，並增加市佔率。
 - (4) 運動休閒：挾著集團的豐富資源，以及5至9月遊艇、帆船出海最佳時間點，趁勢推出體驗有錢人的出海體驗行程，盼打破「遊艇是有錢人的專利」刻板印象，也打響「要出海，找燦星」名號。
4. 持續加強財務結構
 - (1) 維持穩健之財務結構為前提，組織配置持續精簡調整，同時有效管控相關營運費用，以持續推動樽節開支政策。
 - (2) 調整產品組合、行銷策略及通路平台，擴大多元化通路及拓展業務範圍，以期達成業務提升及發展並增進營運效能。
 - (3) 透過私募普通股，所得資金將用以充實營運資金，並供本公司未來發展所需；預期可提

升本公司營運效能，對股東有正面助益。

5. 整體業務發展規劃

在通路發展方面，為提升規模經濟擴大整體市場佔有率，本公司除秉持虛實並進外，更加強對企業招待團及獎勵旅遊的承攬業務能力，持續擴充服務產能。另致力於不同通路市場發展，調整相關策略期能增加出團成行及門檻，提高出團量能。已重點開發如國泰人壽等大型企業用戶之員工旅遊補助金、員工旅遊提案等服務。並透過承攬業務延伸企業用戶年度合作及客製化產品需求報價等業務推展，以期提升本公司在企業客戶的營收與市場佔有率。

為擴大整體市場佔有率以加深規模經濟效益，燦星藉由異業結合之合作資源，深耕商圈門市，後續將繼續深化整合行銷工作，結合門市、網路、集團品牌之資源，深化通路品牌和旅遊商品品牌，觸及過去無法接觸到的客群。近期以結合門市整改計畫，合併異業結合之廣宣專案，向大陸廈門旅遊局、韓國首爾樂天世界、濟州神話世界等旅遊局或景區提出門市廣宣計畫，希望透過異業合作模式與旅遊局或供應商強化合作關係且活化門市邊際效益。

二、長期計畫

臺灣的高齡人口急速增加，銀髮族的旅遊需求亦逐年提升，本公司積極打造各項的樂活旅遊路線，讓樂齡銀髮族朋友們以最便利、貼心的方式體驗各地旅遊行程，並以「養生、樂活」為概念，讓銀髮族也能恣意享受各項幸福遊程。推出銀髮族套餐 1 日到 2 日旅遊行程，力拚銀髮商機。

臺灣地區旅遊網站則多以渡假旅遊為主力商品，特別是境外 outbound 旅遊，與各境外旅遊供應商有良好合作關係。在境外產品上，燦星已擁有境外遊產品設計能力、渡假旅遊的各種操作能力與 IT 系統、境外旅遊地面安排操作經驗，且燦星已是各主要航空公司的代理商，同時也與當地主要旅遊點之飯店、旅行社有穩固的合作經驗，且近期陸續推行各項新創服務機制與擴大市場面的利基服務，基於上述理由，燦星國旅有信心在境外 outbound 旅遊的競爭市場上掠奪更高的市佔率。

本公司為順應瞬息萬變之旅遊資訊，持續加強電子商務網站及社群網站，如 line、facebook 粉絲之經營、行動版網頁優化，企業資源規劃系統（ERP）的改版與資訊設備更新，提高自動化程度，降低操作成本，帶給消費者優質及專業之服務，以強化競爭力。

三、未來損益預測

1. 產品面改善

- (1) 疫情期間積極發展國內旅遊業務(如，跳島行程、遊艇帆船及海上遊憩…等)，增加對國內旅遊商品供應商的進貨，讓商品豐富化及推出專屬本公司的旅遊行程。
- (2) 開發線上同業合作平台，提高出團量能。
- (3) 開發零組件商品增加公司產品之豐富性供自由行消費者多元化選擇，以發展更多消費族群。

2. 組織調整、管控費用

- (1) 組織持續精實與優化配置，增加員工人均產值。
- (2) 調整行銷策略(著重企業客製、多元化經營策略)及開發通路平台，留下精英門市，以提升業務拓展，藉此進一步改善獲利能力。
- (3) 有效管控相關營運費用，以持續推動樽節開支政策。

未來二年度損益預測表

單位：新台幣仟元

年度	111年度				
	第一季	第二季	第三季	第四季	全年
營業收入	49,388	90,614	101,436	56,623	298,062
營業成本	30,428	64,065	73,369	34,242	202,103
營業毛利	18,960	26,549	28,068	22,382	95,959
營業費用	23,395	27,237	26,706	26,181	103,519
營業損益	(4,435)	(688)	1,362	(3,799)	(7,561)
營業外收入及支出	(239)	(259)	(289)	(290)	(1,077)
稅前淨利	(4,674)	(947)	1,073	(4,090)	(8,638)
本期淨利(損)	(4,674)	(947)	1,073	(4,090)	(8,638)

單位：新台幣仟元

年度	112年度				
	第一季	第二季	第三季	第四季	全年
營業收入	73,656	83,829	89,494	74,004	320,983
營業成本	50,368	56,806	62,826	48,098	218,098
營業毛利	23,288	27,023	26,668	25,906	102,885
營業費用	23,275	26,987	26,656	25,881	102,799
營業損益	13	36	11	26	86
營業外收入及支出	75	75	75	75	300
稅前淨利	88	111	86	101	386
本期淨利(損)	88	111	86	101	386

伍、結論

旅遊市場雖因消費型態而有所改變，本公司仍秉持精實求新、穩健經營的態度，除了提高顧客滿意度之外，也朝向下列方向努力：

1. 著重小資、老年之團體旅遊市場：公司產品設計著重於較為平價而高價值之產品，提供小資及老年族群，有更多、更好的選擇，以期提高營收。
2. 加強自由行產品選購平台銷售模式：提高自由行產品選購平台之業績，增加公司產品之豐富性，並提供消費者對於自由行產品之選擇性。

展望未來，由於新冠肺炎疫情影響，對於全球旅遊市場產生巨大衝擊，不論是航空公司、飯店或各類旅遊商品無一倖免。近年對旅遊業將是異常嚴峻的。在此刻，全國旅遊市場衰退，及消費者對於旅遊意願的降低下，燦星旅遊將落實健全營運計劃持續進行組織效能、數位化及費用效益提升，期許未來能穩健經營，營運預期可逐漸步入常軌，期望能減少因為新冠肺炎所造成衝擊導致的虧損。

<附件四>私募普通股訂價之依據及合理性專家意見書

燦星國際旅行社股份有限公司

私募普通股訂價之依據
及合理性專家意見書

中 華 民 國 一 一 一 年 二 月 十 四 日

壹、意見書摘要

本事務所受燦星國際旅行社股份有限公司(以下簡稱燦星旅)為發行私募普通股委託，根據金融監督管理委員會公布之私募應注意事項規定，上市上櫃公司之私募有價證券存在三年閉鎖期。乃委託本會計師對於私募普通股訂價之依據及合理性，以民國(以下同)111年02月11日為基準日，表達獨立專家意見。

本會計師業依「公開發行公司取得或處分資產處理準則第10條」、「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項(下稱私募應注意事項)」及審計公報第五十三號「查核證據」規定對上述燦星旅為發行私募普通股，對於私募普通股訂價之依據及合理性執行必要之評估程序，評估意見結論如下：

(一) 自行估算受評標的價值

依據評價公報之評價技術採用市場法分析標的公司之價值，根據標的公司之歷史財務資訊進行分析。由於標的公司未能提供之未來財務預測，所以無法使用收益法作計算。經判斷後標的公司與可類比公司之可比差異程度尚於可接受之範圍內，經綜合考量後本案例以市場法作為價值結論之主要依據。

(二) 燦星旅私募普通股之每股公平市場價值區間

以市場法作為價值結論，燦星旅私募普通股之每股公平市場價值區間為新台幣3.72元至3.98元。本會計師綜合考量行業特性、總體環境與公司永續經營的基本前提下，假設所援引之財務資料均屬真實可靠且能適當合理反應評價標的之狀況，每股公平市場價值區間尚屬適當及合理。

(三) 私募普通股之參考價格之成數合理性分析

本次私募有價證券依證券交易法第43條之6法令規定：私募普通股者，應載明私募普通股每股價格不得低於參考價格之成數、訂價方式之依據及合理性。

燦星旅以111年02月11日為基準日，比較其111/02/11日前一天的普通股收盤價格、前三天的普通股平均收盤價格、前五天的普通股平均收盤價格及前30日普通股平均收盤價格，選擇其最高者為111/02/11日前一天的普通股收盤價格即新台幣13.85元，以上述市場法計算得出，燦星旅私募普通股之每股公平市場價值區間為新台幣3.72元至3.98元，燦星旅之私募普通股其可能之參考價格成數應不低於3成尚為合理，因此符合公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」的規定。

(四) 私募普通股對燦星旅股東權益之影響

燦星旅截至110/12/31日之自結財務報表顯示每股淨值為新台幣1.48元，110

年因疫情的影響其營收、稅前淨損均較去年度比較大幅衰退，本次私募資金用途為充實營運資金，有利於財務結構的改善，減少利息支出，增加公司的獲利，對公司整體的營運發展呈正向預期。

本報告所引用之燦星旅財務報表及其他相關資訊係由燦星旅所提供，其編製係該公司管理當局之責任，本評估人對於上述資訊之正確與否，及因此可能衍生之問題，不負任何法律責任，特此聲明。

秉誠聯合會計師事務所高雄分所

會計師：

張春考



中華民國一一一年二月一十四日

貳、標的公司

一、本次交易概述

依據私募應注意事項規範，得辦理私募之公司，原則上須最近年度有虧損，公司若係獲利，則僅限於該公司為政府或法人股東 1 人所組織之公司。燦星國際旅行社股份有限公司自民國 106 年至今處於虧損狀態，基於公司的經營策略及財務資金所需，擬對外私募之現金增資。

一、標的公司基本資料

燦星旅（2719.TW）成立於 1993 年 02 月 24 日，為燦星網通股份有限公司轉投資，主要經營國內外旅遊業，營收大致可區分為亞洲線 74.65%、國內線 9.08% 及其他等。

二、財務狀況

燦星國際旅行社股份有限公司之財務狀況如下：

表一 簡明資產負債表（單位：新台幣仟元）

	106/12/31	107/12/31	108/12/31	109/12/31	110/12/31
流動資產	627,669	527,562	163,315	42,977	75,198
非流動資產	80,146	70,059	134,109	171,637	151,836
資產總計	707,815	597,621	297,424	214,614	227,034
流動負債	420,537	416,668	200,454	33,036	26,047
非流動負債	676	619	20,157	112,715	150,646
負債總計	421,213	417,287	220,611	145,751	176,693
股本	362,920	362,920	182,721	310,721	340,721
資本公積	47,789	0	10	22	22
保留盈餘	(119,479)	(177,919)	(105,918)	(241,880)	(290,402)
其他權益	(577)	(616)	0	0	0
庫藏股	(4,051)	(4,051)	0	0	0
權益總計	286,602	180,334	76,813	68,863	50,341
每股淨值(元)	7.95	5.00	4.20	2.22	1.48

資料來源：公開資訊觀測站及 110/12/31 自編報表。

由於燦星旅於 110/12/31 日普通股流通在外股數為 34,072,100 股，其每股淨值為 1.48 元即 $50,341,000/34,072,100=1.4775$ 。

表二 簡明損益表 (單位：新台幣仟元)

	106	107	108	109	110/1-12 月
營業收入	2,437,341	2,246,001	1,696,772	160,292	33,181
營業成本	2,118,675	1,973,025	1,452,907	131,325	27,993
營業毛利 (毛損)	318,666	272,976	243,865	28,967	5,188
營業費用	397,742	377,176	357,850	131,672	63,840
其他收益及費損淨額			(1,180)	(1,263)	
營業利益 (損失)	(79,076)	(104,200)	(115,165)	(103,968)	(58,653)
營業外收入及支出	(40,260)	(2,552)	11,096	16,283	16,103
稅前淨利 (淨損)	(119,336)	(106,752)	(104,069)	(87,685)	(42,549)
所得稅(費用)利益	43	(62)	(454)	(277)	27
本期淨利 (淨損)	(119,293)	(106,814)	(104,523)	(87,962)	(42,522)
基本每股盈餘 (元)	(3.31)	(2.96)	(7.05)	(4.28)	(1.25)

資料來源：公開資訊觀測站及 110/12/31 自編報表。

燦星旅於 108/Q4 損益表於 109/Q4 會計師查核報告書有作報表重編，所以營業費用及營業外收支有變動，請參考燦星旅於 109/12/31 日查核報告書 P9。

由於燦星旅於 110/12/31 日普通股流通在外股數為 34,072,100 股，其基本每股盈餘為(1.25)元即 $(42,521,770)/34,072,100 = (1.24799)$ 。

三、本次交易概述

依據私募應注意事項規範，得辦理私募之公司，原則上須最近年度有虧損，公司若係獲利，則僅限於該公司為政府或法人股東 1 人所組織之公司。燦星國際旅行社股份有限公司自民國 106 年至今處於虧損狀態，基於公司的經營策略及財務資金所需，擬對外私募之現金增資。

參、私募普通股訂價之依據

一、私募有價證券轉售之限制

私募應注意事項規定上市上櫃公司之私募有價證券應有三年閉鎖期，有關私募有價證券轉售之限制如下，有價證券私募之應募人及購買人除有下列情形外，不得再行賣出：

(一)證券交易法第 43 條之 6 第 1 項第 1 款之人持有私募有價證券，該私募有價證券無同種類之有價證券於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣，而轉讓予具相同資格者。

(二)自該私募有價證券交付日起滿 1 年以上，且自交付日起第 3 年期間內，依主管機關所定持有期間及交易數量之限制，轉讓予符合證券交易法第 43 條之 6 第 1 項第 1 款及第 2 款之人。

- (三)自該私募有價證券交付日起滿 3 年。
- (四)基於法律規定所生效力之移轉。
- (五)私人間之直接讓受，其數量不超過該證券 1 個交易單位，前後 2 次之讓受行為，相隔不少於 3 個月。
- (六)其他經主管機關核准者。

二、 私募普通股價格之訂定

本次燦星旅擬發行私募普通股，考量發行條件之各項權利，擬利用適當的評價模型計算其私募普通股之每股公平市場價值。

(一) 訂價方式之依據

本次乃依據財團法人會計研究發展基金會出版之 IFRS9 未上市(櫃)公司及創投之股權評價釋例中，以評價方法計算得每股公平市場價值，作為計算的基礎。

目前常見之評估分析模式其學理依據及理論基礎，大致可以分為三大類：

- A、市場法：例如市場比較法係依據標的公司及上市櫃公司之財務資料，以市場乘數例如本益比、股價淨值比、市值營收比或其他財務比率分析評價。
- B、收益法：例如目前常用的現金流量折現法，即以所選定之折現率，將標的公司未來營運所產生之現金流量折現成現值，以決定企業價值。
- C、資產法(成本法)：例如淨值法或重置成本法等，以帳面價值為基礎並作必要之調整，以反映評價時點之企業價值。

(二)同業選取

燦星旅屬於觀光旅遊產業，經搜尋類比公司後，以五福(2745)、雄獅(2731)、易飛網(2734)及鳳凰(5706)作為可比較之類比公司。類比公司之簡介如下：

可類比公司基本資訊

公司名稱代號	主要業務內容	資本額	所屬產業
2731 雄獅	東北亞線 35.52%、長線旅遊 31.60%、大陸港澳線 20.85%、東南亞線 10.93%、其他 5.10%、國民旅遊 4.15%	7 億	觀光
2734 易飛網	國際旅遊 54.22%、國內旅遊 27.99%、其他旅遊服務 11.64%、FIT 國際票旅遊 6.15%	3.03 億	觀光
5706 鳳凰	其他 28.96%、國外旅遊團體-歐洲線 26.13%、國外旅遊團體-大陸線 12.92%、國外旅遊團體-郵輪線 12.37%、國外旅遊團體-東北亞線 6.95%、國外旅遊團體-亞洲線 5.58%、國外旅遊團體-美洲線 3.29%、國外旅遊團體-紐澳線 2.96%、國民旅遊 0.85%	6.13 億	觀光
2745 五福	東北亞線 59.53%、大陸線 15.17%、東南亞線 11.51%、長程線 9.76%、其他 2.18%、國民旅遊 1.86%	2.93 億	觀光

資料來源：公開資訊觀測站及 www.yahoo.com.tw/股市。

(三)同業之財務比率分析

比較公司	雄獅	易飛網	鳳凰	五福	燦星旅
所屬產業	觀光育樂	觀光育樂	觀光育樂	觀光育樂	觀光育樂
股票代號	2731	2734	5706	2745	2719
幣別	新台幣仟元	新台幣仟元	新台幣仟元	新台幣仟元	新台幣仟元
營收	1,189,272	142,023	118,371	81,942	25,477
營業毛利率	15.20%	22.56%	26.05%	16.58%	18.44%
營業利益率	-68.32%	-42.19%	-38.81%	-141.86%	-185.03%
稅後淨利率	-30.61%	-30.82%	61.83%	-120.92%	-154.06%
資產報酬率	-6.39%	-9.61%	3.07%	-19.07%	-17.48%
股東權益報酬率	-21.56%	-23.07%	6.16%	-23.95%	-64.09%
每股淨值	20.12	5.54	18.32	12.43	1.57

資料來源：公開資訊觀測站/各可類比公司 2021/09/30 的財務報表及 Goodinfo。

(四)評估方法

評價方法	選用/不選用	說明
資產法	X	未能充分反映標的未來營運價值
市場法	○	因資本市場對與標的公司業務及產業屬性相似之可類比公司之預期展望相似，評估可類比上市上櫃公司之市場價值乘數具有可參考性
收益法	X	燦星旅屬於觀光旅遊產業，此產業其未來的營收受到外部的總體環境因素很大，由於燦星旅認為未來三年的營收變異性很大，故收益法不適用。

1. 資產法

資產法係經由評估評價標的涵蓋之個別資產及個別負債之總價值，以反映企業或權益之整體價值。

由於資產法的價值評估係採用燦星旅歷史數據，經調整數後而得出公允價值，由於資產法未能充分反映燦星旅未來的營運價值，故資產法擬不採用。

2. 收益法

燦星旅屬於觀光旅遊產業，此產業其未來的營收受到外部的總體環境因素很大，然 2020 年起遭逢新冠肺炎 (COVID-19) 疫情，國際觀光嚴重衰退，驗證觀光產業對安全的敏感性，而不只疫情，天災、戰爭、恐攻、罷工、政治紛爭、金融危機等均造成威脅，由於燦星旅認為未來三年的營收無法預估，故收

益法不適用。

3. 市場法

考量本案背景及目的，採用市場法為主要評估方法。市場法作為主要分析方法之理由：因資本市場對與標的公司業務及產業屬性相似之可類比公司之預期展望相似，評估可類比上市上櫃公司之市場價值乘數具有可參考性，故採用可類比上市上櫃公司法計算標的公司普通股股權價值。

(五)評估資料來源

本次評估的主要資料來源如下：

A 燦星國際旅行社股份有限公司 110/12/31 日自編財務報表。

B 公開資訊觀測站取得之可比較公司於 110/09/30 會計師核閱財務報告資料及其它與評價目的有關重要訊息。

C 台灣證券交易所、Goodinfo 及 TEJ。

D 燦星國際旅行社股份有限公司所提供之與本次評價相關之資訊。

(六) 私募普通股之每股公平市場價值。

1、市場法計算：

可比較公司使用 110 年 09 月 30 日財務數字作為基礎，採用股價淨值比法(P/B Ratio)進行價值估算。而燦星旅則是使用目前最近期自結的財務報表即 110 年 12 月 31 日自結財務數字進行價值估算，因為使用最近期自結的財務報表才能反應燦星旅實際的財務狀況及經營成果。

本案可類比公司的股價以下列四項之收盤價，及最近期的年度財務報表之資料彙總運算價值乘數計算燦星旅之普通股股權公平市場價值。

A、評價基準日 111/02/11-前一日收盤價

B、評價基準日 111/02/11-前三日平均收盤價

C、評價基準日 111/02/11-前五日平均收盤價

D、評價基準日 111/02/11-前 30 日平均收盤價

比較公司	雄獅	易飛網	鳳凰	五福	燦星旅
所屬產業	觀光育樂	觀光育樂	觀光育樂	觀光育樂	觀光育樂
股票代號	2731	2734	5706	2745	2719
股東權益(仟元)	1,495,590	167,497	1,218,211	364,214	50,341
流通在外股數	74,323,100	30,259,800	66,496,400	29,308,500	34,072,100
每股淨值(元)	20.12	5.54	18.32	12.43	1.48
基準日前一天 2/10 股價	91.40	23.55	45.60	24.00	13.85
基準日前三天	91.20	23.47	45.05	24.00	13.82
基準日前五天	90.42	23.05	44.50	23.72	13.71
基準日前 30 天	85.82	22.22	42.12	22.63	13.04
PB 一天 2/10 股價	4.54	4.25	2.49	1.93	9.36
PB-前三天	4.53	4.24	2.46	1.93	9.34
PB-前五天	4.49	4.16	2.43	1.91	9.26
PB-前 30 天	4.27	4.01	2.30	1.82	8.81

資料來源：可比較公司是 110/09/30 財務報表及燦星旅 110/12/31 自編報表。

表三 計算可比較公司之股價淨值比法(P/B Ratio)

乘數選擇	111/02/11- 當日前一天 收盤價	前三天平均 收盤價	前五天平均 收盤價	前 30 日平 均收盤價
可類比上市櫃公司市價法	PB	PB	PB	PB
燦星國際旅行社(股)公司	9.36	9.34	9.26	8.81
雄獅旅行社(股)公司	4.54	4.53	4.49	4.27
易飛網國際旅行社(股)公司	4.25	4.24	4.16	4.01
鳳凰國際旅行社(股)公司	2.49	2.46	2.43	2.30
五福旅行社(股)公司	1.93	1.93	1.91	1.82
Average	3.30	3.29	3.25	3.10
Median	3.37	3.35	3.29	3.15
標準差	2.93	2.93	2.91	2.76

註：平均值及中位數去極端值。

表四 市場法價值表

單位：新台幣元

評價	評價運用方法	111/02/11 當日 前一天收盤價	前三天平均 收盤價	前五天平均 收盤價	前 30 日平均 收盤價
財務資料	燦星旅-股東權益	\$50,341,426	\$50,341,426	\$50,341,426	\$50,341,426
價值倍數	股價淨值比法(P/B Ratio)	3.37	3.35	3.29	3.15
標的價值	燦星旅-股東權益公允價值	\$169,650,606	\$168,643,777	\$165,623,292	\$158,575,492
	流通在外股數	34,072,100	34,072,100	34,072,100	34,072,100
	調整折溢前之每股公允價值	\$4.98	\$4.95	\$4.86	\$4.65
流動性折價	私募折價之調整 (DLOM)	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
理論價格	扣除流動性調整後-私募公 平市場價值	\$3.98	\$3.96	\$3.89	\$3.72

註 1：燦星旅於 111/02/11 流通在外普通股數 34,072,100 股。2：私募之流通性折減 20%。

2、私募之流通性折減

缺乏流動性的時期有關的價值減少通常被稱為缺乏適銷性的折扣 (DLOM)。通常使用 Chaffe 和 Finnerty 模型的理論，該模型認為 DLOM 會根據持有期的持續時間和標的股票的預期波幅而波動，如下表：

Holding Period	Estimated Discounts Using the Chaffe and Finnerty Valuation Models Across Various Expected Volatilities			Perceived Impact on Value
	30% Volatility	50% Volatility	70% Volatility	
None	144.0%	145.9%	151.0%	N/A
1 Year	132.5% - 137.2% (5%-8% Discount)	126.8% - 134.7% (6%-13% Discount)	124.5% - 135.6% (7%-15% Discount)	Low
2 Years	128.5% - 134.4% (7%-11% Discount)	120.2% - 130.4% (10%-18% Discount)	115.6% - 130.3% (14%-23% Discount)	Low
3 Years	126.0% - 132.3% (8%-13% Discount)	116.0% - 127.4% (13%-20% Discount)	110.2% - 126.9% (16%-27% Discount)	Medium

Note: The estimated impact of these design decisions should not be substituted for actual valuations, as the actual impact of each of these decisions is dependent on the facts and circumstances related to each award, and the use of professional judgment. The evaluation of perceived value is based on our collective consulting experience.

資料來源: Mandatory Post-Vest Holding Requirements: A New Approach for Mitigating Your Company's Equity Compensation Expense, <https://radford.aon.com/insights/articles/2015/a-new-approach-for-mitigating-your-company%E2%80%99s-equity-compensation-expense>

上市上櫃公司之私募有價證券存在三年閉鎖期，依照 Finnerty 模型來計算本次標的需進行流通性折價之調整。計算方式如下：

表五 燦星旅-股價波動率

	一年股價波動率	二年股價波動率	三年股價波動率
期間	110/02/11-111/02/10	109/2/11-111/02/10	108/02/11-111/02/10
以日報酬標準差	4.15%	6.31%	5.74%
年化標準差 (%)	65.60%	99.73%	90.82%
結論	Volatility>50%	Volatility>50%	Volatility>50%

2. 私募有價證券存在三年閉鎖期

因此依上表建議股價波動率大於 50%，期間為 3 年，其流動性折減 (DLOM) 為 16%至 27%，本次使用中間值為 20%。

B 價格結論

以市場法作為價值結論，燦星旅私募普通股之每股公平市場價值區間為新台幣 3.72 元至 3.98 元。

肆、私募普通股之參考價格之成數合理性分析

本次私募有價證券依公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項規定：私募普通股者，應載明私募普通股每股價格不得低於參考價格之成數、訂價方式之依據及合理性。

一、參考價格之成數

上市或上櫃公司以下列二基準計算價格較高者定之。

(一)定價日前一、三或五個營業日擇一計算普通股收盤價簡單算數平均數扣除無償配股除權及配息，並加回減資反除權後之股價。

(二)定價日前三十個營業日普通股收盤價簡單算數平均數扣除無償配股除權及配息，並加回減資反除權後之股價。

表六 參考價格(理論價格)之成數

單位：新台幣元

評價	評價方法	111/02/11 當 日前一天收盤 價	前三天平均收 盤價	前五天平均收 盤價	前 30 日平均 收盤價
評價標的	燦星旅	\$13.85	\$13.82	\$13.71	\$13.04
二基準計算價格較高者定之		13.85			
理論價格之擬定		\$3.98	\$3.96	\$3.89	\$3.72
參考價格(理論價格)之成數		28.74%	28.59%	28.09%	26.86%

註：燦星旅-股東權益於 111/02/11 每股淨值為 1.48 元。

以上述計算得出燦星旅之私募普通股於基準日(111/02/11)，其可能之參考價格成數應不低於 3 成為合理。

伍、結論

本會計師業依「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」、「公開發行公司取得或處分資產處理準則」、審計準則公報第五十三號規定及財團法人會計研究發展基金會發布之評價準則公報第四號「評價流程準則」規定，執行必要之評估程序，謹將複核結果說明如下：

(一) 燦星旅私募普通股之每股公平市場價值區間

因為上市上櫃公司之私募有價證券存在三年閉鎖期，其私募普通股之每股公平市場價值依財團法人會計研究發展基金會發布之評價準則公報第四號「評價流程準則」規定以評價方法計算得出理論價格，以市場法作為價值結論，燦星旅私募普通股之每股公平市場價值區間為新台幣 3.72 元至 3.98 元。

本會計師綜合考量行業特性、總體環境與公司永續經營的基本前提下，假設所援引之財務資料均屬真實可靠且能適當合理反應評價標的之狀況，每股公平市場價值區間尚屬適當及合理。

(二) 燦星旅私募普通股之參考價格之成數合理性分析

本次私募有價證券依證券交易法第 43 條之 6 法令規定：私募普通股者，應載明私募普通股每股價格不得低於參考價格之成數、訂價方式之依據及合理性。

燦星旅以 111 年 02 月 11 日為基準日，比較其 111/02/11 日前一天的普通股收盤價格、前三天的普通股平均收盤價格、前五天的普通股平均收盤價格及前 30 日普通股平均收盤價格，選擇其最高者為 111/02/11 日前一天的普通股收盤價格即新台幣 13.85 元，以上述市場法計算得出，燦星旅私募普通股之每股公平市場價值區間為新台幣 3.72 元至 3.98 元，燦星旅之私募普通股其可能之參考價格成數應不低於 3 成尚為合理，因此符合公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」的規定。

(三) 燦星旅私募價格低於面額而使累積虧損增加，對股東權益之影響

燦星旅截至 110/12/31 日之財務報表顯示每股淨值為新台幣 1.48 元，110 年因疫情的影響其營收、稅前淨損均較去年度比較大幅衰退，本次私募資金用途為充實營運資金，有利於財務結構的改善，減少利息支出，增加公司的獲利，對公司整體的營運發展呈正向預期。

本意見書僅供貴公司作為第一段所述目的使用，不可作為其他用途或分送其他人士。

獨立專家聲明書

本會計師依據「公開發行公司取得或處分資產處理準則第 10 條」、「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項（下稱私募應注意事項）」及審計公報第五十三號「查核證據」及遵循相關法令，並參考中華民國評價準則公報或職業公會所訂相關自律規範等，出具評估意見書，茲聲明如下：

一、 本人所出具意見書及所使用於執行作業程序之資料來源、參數及資訊等為完整、正確且合理，以作為出具本意見之基礎。

二、 承接本案前，業已確認符合「公開發行公司取得或處分資產處理準則」第 5 條第 1 項之資格條件，並依據同條文第 2 項第 1 款，審慎評估本人專業能力及實務經驗。

三、 執行本案時，業已妥善規劃及執行適當作業流程，以形成結論並據以出具意見書；並將所執行程序、蒐集資料及結論，詳實登載於本案工作底稿。

四、 本人與本案交易當事人及出具評估意見書之專業估價者或估價人員間，並無「公開發行公司取得或處分資產處理準則」第 5 條第 1 項第 2 款及第 3 款規定之互為關係人或實質關係人等情形，並聲明無下列情事：

(一) 本人或配偶現受本案交易當事人聘雇擔任經常工作，支領固定薪給或擔任董監事者。

(二) 本人或配偶曾任本案交易當事人之董監事、經理人或對本案有重大影響職務之職員，而解任或離職未滿二年者。

(三) 本人或配偶任職之單位與本案交易當事人互為關係人者。

(四) 與本案交易當事人之董監事、經理人或對本案有重大影響職務之職員，有配偶或二等親以內親屬關係者。

(五) 本人或配偶與本案交易當事人有重大投資或分享財務利益之關係者。

五、 評估意見書中之各項分析、意見及結論僅受限於本意見書所陳述之假設及限制條件，且皆為評價複核人員之個人、公正及不偏之分析、意見及結論。

六、 本複核案件並無或有酬金之情事。

七、 評價複核人員並未親自實地訪查評價標的。

秉誠聯合會計師事務所高雄分所

會計師：

張春壽



中華民國一一年二月十四日

專家簡歷表

姓名：張春秀

性別：女

學歷：逢甲大學會計系

國立成功大學財務金融研究所

經歷：建興聯合會計師事務所

台郡科技股份有限公司

亞洲電材股份有限公司

證書：中華民國會計師

合格證券投資分析人員(證券分析師)

經濟部產業人才能力鑑定證書-中級無形資產評價師

【國際顧問鑑價師與分析師協會】NACVA 認證合格『企業評價師』

【國際顧問鑑價師與分析師協會】NACVA 認證合格『無形資產專家』

現職：秉誠聯合會計師事務所高雄分所所長