

FCU



ePaper

逢甲大學學生報告 ePaper

上市櫃觀光旅遊業之護國神山

"Protective sacred mountain" of listed companies in the
tourism industry

作者：朱昕儀、陳佩琪、朱映慈、洪霈芯、石展維、林志勝

系級：經濟二乙

學號：D0883739、D0811702、D0837460、D0837430、D0837991、

D0883786

開課老師：王价輝 老師

課程名稱：統計學

開課系所：經濟學系

開課學年：109 學年度 第 2 學期

中文摘要

本研究主要探討台灣觀光旅遊業規模較大的六家上市櫃公司，為燦星、雄獅、易飛、五福、鳳凰、山富，從中尋找能夠擔當台灣觀光旅遊業的護國神山，護國神山的定義為能夠長久立足於台灣觀光旅遊業，且具有持續成長性。以經濟面探討這六家觀光旅遊業公司在台灣的發展概況，以及新冠疫情下的衝擊。以會計面的獲利能力、成長能力、經營能力、股價評價、財務風險衡量這六家公司的整體狀況，以近 10 年（2010 年至 2020 年）的資料為主，使用簡易 R 軟體及 Excel 做分析圖表。管理面的角度評斷他們危機處理的能力，最終結論將所有指標衡量出來的結果做加總整合，用以評斷出最適合成為護國神山的公司且中長期如何規劃會使這家公司坐穩護國神山寶位。本研究結果可知鳳凰在財務風險、成長能力、經營能力、獲利能力、本益比，皆是這六家公司中表現最為穩定且具成長性的公司，再以杜邦分析解釋鳳凰會計數據中有些偏頗的部分，從鳳凰短中長期規劃可知台灣觀光旅遊業未來走向。

關鍵字：

觀光旅遊業、財務風險、股價評價、財務比率分析、杜邦分析法



Abstract

The purpose of this research is to study six larger scale listed companies in Taiwan's tourism industry, including Star Travel, Lion Travel, Ezfly, Lifetour, Phoenix Tours, Richmond Tours, finding "Protective sacred mountain" that can take on the role of Taiwan's tourism industry. The definition of "Protective sacred mountain" is here to stay in tourism industry and sustainable growth. According to economic fundamentals, the study discusses the development of these six tourism companies in Taiwan and the coronavirus outbreak affect. The research measures the overall situation of these six companies by earnings, growth, management capacity, stock valuation, and financial risk. The data is mainly based on data from the past 10 years(2010 to 2020) and use R and Excel to analyze. Management perspective evaluates their objection handling skill. The conclusion is to sum up and integrate the results measured by all indicators. Finally, the study analyzes the company that is most suitable to become the protector of "Protective sacred mountain" and makes long-term recommendations. The results finds that Phoenix Tours is the the most stable and growing company in financial risk, growth, management capacity, earnings and P/E ratio. Then we use Du Pont analytical method to explain some biased parts of Phoenix accounting data. From Phoenix Tours' short, medium, and long-term planning, we can see the future trend of Taiwan's tourism industry.

Keyword : Tourism industry, Financial risk, Stock valuation, Financial ratio analysis, Du Pont analytical method

目次

第一章	緒論.....	7
第一節、	研究背景與動機.....	7
第二節、	研究目的.....	7
第三節、	研究方法.....	8
第二章	經濟、會計（統計）、管理.....	9
第一節、	經濟.....	9
一、	觀光業與旅遊（行）業概述.....	9
二、	從 GDP 和各家加總營收比較趨勢.....	13
三、	疫情影響-出入境與營收相關.....	14
第二節、	衡量六家公司財務性指標.....	17
一、	成長能力 - 稅後淨利成長率.....	18
二、	獲利能力 - ROE（股東權益報酬率） - 常績利益.....	23
三、	經營能力 - 自由現金流量為主，營業現金流量為輔.....	28
四、	股價分析.....	34
五、	財務風險分析.....	40
第三節、	管理—危機處理.....	48
一、	燦星.....	48
二、	雄獅.....	49
三、	易飛.....	50
四、	五福.....	51
五、	鳳凰.....	51
六、	山富.....	53
七、	危機處理總結.....	54
第三章	鳳凰近期與長期規劃與建議.....	56
第一節、	總結論.....	56
一、	會計總結論 - 杜邦分析.....	56
第二節、	對於近期與長期規劃建議.....	71
參考文獻.....		73

圖目錄

圖 1	GDP 與總營收比較.....	13
圖 2	2016–2019 年出境人數與與營收關係 (疫情前)	14
圖 3	2020 年出境人數與營收的關係 (疫情後)	15
圖 4	2020/3–2020/12 出境人數與營收關係	15
圖 5	2016–2019 年入境人數與與營收關係 (疫情前)	16
圖 6	2020 年入境人數與營收的關係 (疫情後)	16
圖 7	2020/3 月–2020/12 月入境人數與營收關係	17
圖 8	2010–2020 年稅後淨利成長率折線圖.....	18
圖 9	2010–2020 年稅後淨利成長率盒鬚圖 (含疫情)	19
圖 10	2010–2019 年稅後淨利成長率盒鬚圖 (不含疫情)	20
圖 11	2010–2020 年 ROE - 常續利益盒鬚圖 (含疫情)	24
圖 12	2010 - 2019 年 ROE - 常續利益盒鬚圖 (不含疫情)	25
圖 13	2010–2020 年自由現金流量盒鬚圖 (含疫情)	29
圖 14	2010–2020 年營業現金流量盒鬚圖 (含疫情)	29
圖 15	2010–2019 年自由現金流量盒鬚圖 (不含疫情)	30
圖 16	2010–2019 年營業現金流量盒鬚圖 (不含疫情)	31
圖 17	2010–2020 年燦星的 EPS 和股價的關係.....	34
圖 18	2010–2020 年雄獅的 EPS 和股價的關係.....	35
圖 19	2010–2020 年易飛的 EPS 和股價的關係.....	35
圖 20	2010–2020 年鳳凰的 EPS 和股價的關係.....	35
圖 21	2010–2020 年 EPS 折線圖.....	36
圖 22	2010–2020 年 EPS 盒鬚圖 (含疫情)	37
圖 23	2010–2020 年本益比盒鬚圖 (含疫情)	38
圖 24	負債比率高低代表意義.....	40
圖 25	負債比率盒鬚圖.....	41
圖 26	燦星負債比率與利息保障倍數相關性.....	42
圖 27	雄獅負債比率與利息保障倍數相關性.....	43
圖 28	雄獅利息保障倍數盒鬚圖.....	43
圖 29	五福負債比率與利息保障倍數相關性.....	44
圖 30	山富負債比率與利息保障倍數相關性.....	45
圖 31	易飛財務槓桿度.....	46
圖 32	易飛利息保障倍數盒鬚圖.....	46
圖 33	鳳凰財務槓桿度.....	47
圖 34	燦星 - ROE 與杜邦分析法相關性.....	57
圖 35	雄獅 - ROE 與杜邦分析法相關性.....	57
圖 36	易飛 - ROE 與杜邦分析法相關性.....	57
圖 37	五福 - ROE 與杜邦分析法相關性.....	58

圖 38 鳳凰 - ROE 與杜邦分析法相關性.....	58
圖 39 山富 - ROE 與杜邦分析法相關性.....	58
圖 40 杜邦分析法細分圖.....	59
圖 41 燦星 - 稅後淨利率 V.S ROE.....	59
圖 42 燦星 - 稅後淨利率 V.S ROE (疫情前)	60
圖 43 燦星 - 權益乘數 V.S ROE.....	60
圖 44 燦星 - 總資產周轉率 V.S ROE.....	60
圖 45 雄獅 - 稅後淨利率 V.S ROE.....	61
圖 46 雄獅 - 稅後淨利率 V.S ROE (疫情前)	61
圖 47 雄獅 - 權益乘數 V.S ROE.....	62
圖 48 雄獅 - 總資產周轉率 V.S ROE.....	62
圖 49 易飛 - 稅後淨利率 V.S ROE.....	63
圖 50 易飛 - 權益乘數 V.S ROE.....	63
圖 51 易飛 - 總資產周轉率 V.S ROE.....	63
圖 52 五福 - 稅後淨利率 V.S ROE.....	64
圖 53 五福 - 稅後淨利率 V.S ROE (疫情前)	64
圖 54 五福 - 權益乘數 V.S ROE.....	65
圖 55 五福 - 總資產周轉率 V.S ROE.....	65
圖 56 鳳凰 - 稅後淨利率 V.S ROE.....	66
圖 57 鳳凰 - 稅後淨利率 V.S ROE (疫情前)	66
圖 58 鳳凰 - 權益乘數 V.S ROE.....	66
圖 59 鳳凰 - 總資產周轉率 V.S ROE.....	67
圖 60 山富 - 稅後淨利率 V.S ROE.....	67
圖 61 山富 - 稅後淨利率 V.S ROE.....	68
圖 62 山富 - 權益乘數 V.S ROE.....	68
圖 63 山富 - 總資產周轉率 V.S ROE.....	68
圖 64 杜邦分析細項之平均數.....	69
圖 65 鳳凰近期與長期規劃.....	72

表目錄

表 1	成立與申請旅行社的門檻與所需預備資金.....	11
表 2	市場結構.....	12
表 3	2010–2020 年稅後淨利成長率盒鬚圖數值 (含疫情)	19
表 4	2010–2019 年稅後淨利成長率盒鬚圖數值 (不含疫情)	20
表 5	2010–2020 年稅後淨利成長率變異數分析表 (含疫情)	21
表 6	2010–2019 年稅後淨利成長率變異數分析表 (不含疫情)	21
表 7	2010–2019 年稅後淨利成長率多重比較表 (不含疫情)	22
表 8	2010–2020 年 ROE - 常續利益盒鬚圖數值 (含疫情)	24
表 9	2010–2019 年 ROE - 常續利益盒鬚圖數值 (不含疫情)	25
表 10	2010–2020 年 ROE - 常續利益變異數分析表 (含疫情)	26
表 11	2010–2020 年 ROE - 常續利益多重比較表 (含疫情)	26
表 12	2010–2019 年 ROE - 常續利益變異數分析表 (不含疫情)	27
表 13	2010–2019 年 ROE - 常續利益多重比較表 (不含疫情)	27
表 14	2010–2020 年自由現金流量盒鬚圖數值 (含疫情)	29
表 15	2010–2020 年營業現金流量盒鬚圖數值 (含疫情)	30
表 16	2010–2019 年自由現金流量盒鬚圖數值 (不含疫情)	31
表 17	2010–2019 年營業現金流量盒鬚圖數值 (不含疫情)	31
表 18	2010–2020 年自由現金流量變異數分析表 (含疫情)	32
表 19	2010–2019 年自由現金流量變異數分析表 (不含疫情)	33
表 20	2010–2019 年自由現金流量多重比較表 (不含疫情)	33
表 21	2010–2020 年 EPS 盒鬚圖數值 (含疫情)	37
表 22	2010–2020 年本益比盒鬚圖數值 (含疫情)	39
表 23	六家公司負債比率.....	41
表 24	燦星估計迴線資料.....	42
表 25	雄獅財務槓桿度.....	43
表 26	五福估計迴歸資料.....	44
表 27	五福負債資料.....	44
表 28	山富估計迴歸資料.....	45
表 29	鳳凰利息保障倍數.....	47
表 30	總結論.....	70

第一章 緒論

第一節、 研究背景與動機

近年來，旅遊自主意識抬頭、人次及數量增加，觀光旅遊型態逐漸轉變，傳統的旅遊模式已經無法滿足旅客需求，多元及深度的旅遊體驗，各國也積極投入觀光市場，爭取旅遊市場客源，活絡地方經濟及擴大商業活動。觀光旅遊業對於台灣來說一直都是不容忽視的產業，來台人數逐年上升，出國觀光的人次也同幅度上升趨勢，在全球觀光業也是日益漸長，世界觀光組織(World Tourism Organization, WTO)預估 2020 年全球觀光人數將成長至十六億二百萬人次，全球觀光收益亦將達到二兆美元。由此可知，觀光產業在全球，乃至於單一國家之經濟發展，均扮演重要之角色。近期新冠疫情肆虐，2019 年尾端開始觀光人次大幅減少，重重衝擊觀光旅遊業直至現今，2020 年台灣疫情並無大爆發又因國人無法出國旅遊，有一波報復性出遊，但即使如此仍無法補足台灣觀光業收入的虧空。

觀光旅遊業深受外在因素如疾病、國家政策…等影響營運，即便如此也無法否定觀光旅遊業對台灣的重要性及未來性，未來國與國之間的連結將會越來越緊密，人們對於休閒娛樂也越來越重視，觀光旅遊業如同是一座橋梁在此之間，我們就此探討在台灣觀光旅遊業前六大上市櫃公司的發展潛力，包含鳳凰國際旅行社股份有限公司（簡稱：鳳凰）、雄獅旅行社股份有限公司（簡稱：雄獅）、易飛網國際旅行社股份有限公司（簡稱：易飛）、五福旅行社股份有限公司（簡稱：五福）、山富國際旅行社股份有限公司（簡稱：山富）與燦星國際旅行社股份有限公司（簡稱：燦星）。

第二節、 研究目的

從各方面研究這六家公司，公司內部表現及公司面對外在困境時表現，藉此探討觀光產業發展及這六家公司是否存在護國神山及股票表現，以我們所觀察的各式指標加權總合得出，透過這個研究方法，本報告欲達到以下研究目的：

1. 分析觀光旅遊業整體發展概況。
2. 探討這六家公司財務概況與股票評價。
3. 探討這六家公司面對疫情嚴峻下做的應對。
4. 對於觀光旅遊業之龍頭公司給予發展建議。

第三節、研究方法

本研究流程是先以經濟面綜觀整個觀光旅遊業，觀光旅遊業的產業型態，對台灣經濟影響，及 Covid-19 疫情下衝擊，以概括式敘述觀光旅遊業概況，第二部分使用會計指標細部分析各家公司表現，以統計為輔，運用 R 軟體及 Excel 做分析，基礎統計含標準差、中位數、假設檢定、多重比較程序、簡單線性迴歸等，分析公司的營運狀態，包含成長能力、經營能力、獲利能力、財務風險、及股價評量。管理面的部分主要以討論危機處理，觀光業的危機又以目前遇到最大危機 Covid-19 為主深入討論，最終將所有判定指標加總做最後的結論統整，以及對未來觀光旅遊產業發展及規劃做短中長期規劃。



第二章 經濟、會計(統計)、管理

第一節、 經濟

一、 觀光業與旅遊(行)業概述

(一) 觀光業與旅遊(行)業的定義¹

- 觀光業的定義：

係指有關觀光資源之開發、建設與維護，觀光設施之興建、改善，為觀光旅客旅遊、食宿提供服務與便利及提供舉辦各類型國際會議、展覽相關之旅遊服務產業。

- 旅遊(行)業的定義：

指經中央主管機關核准，為旅客設計安排旅程、食宿、領隊人員、導遊人員、代購代售交通客票、代辦出國簽證手續等，有關服務而收取報酬之營利事業。

(二) 觀光業與旅遊(行)業的範疇

- 觀光業的範疇²

1. 旅宿業：短期住宿業與其他住宿業
2. 旅行業：「旅行及相關服務業」定義為從事旅行及相關服務之行業，如安排及販售旅遊行程(食宿、交通、參觀活動等)、提供導遊及領隊服務、提供旅遊諮詢及相關代訂等服務；藝術、運動及其他休閒娛樂活動票券亦歸入本類。
3. 觀光遊樂業：遊樂園及主題樂園

- 旅遊(行)業的範疇³

1. 接受委託代售海、陸、空運輸事業之客票或代旅客購買客票。
2. 接受旅客委託代辦出、入國境及簽證手續。

¹ 參照發展觀光條例第 2 條。

² 此依行政院主計總處 105 年第 10 次修訂「行業標準分類」。

³ 參照發展觀光條例第 27 條。

3. 招攬或接待觀光旅客，並安排旅遊、食宿及交通。
4. 設計旅程、安排導遊人員或領隊人員。
5. 提供旅遊諮詢服務。
6. 其他經中央主管機關核定與國內外觀光旅客旅遊有關之事項。

(三) 旅行社的分類⁴與成立門檻

● 綜合旅行社

1. 接受委託代售國內外海、陸、空運輸事業之客票或代旅客購買國內外客票、託運行李。
2. 接受旅客委託代辦出、入國境及簽證手續。
3. 招攬或接待國內外旅客並安排旅遊、食宿及交通。
4. 以包辦旅遊方式或自行組團，安排旅客國內外觀光旅遊、食宿、交通及提供有關服務。
5. 委託甲種旅行業代為招攬前款業務。
6. 委託乙種旅行業代為招攬第 4 款國內團體旅遊業務。
7. 代理外國旅行業辦理聯絡、推廣、報價等業務。
8. 設計國內外旅程、安排導遊人員或領隊人員。
9. 提供國內外旅遊諮詢服務。
10. 其他經中央主管機關核定與國內外旅遊有關之事項。

● 甲種旅行社

1. 接受委託代售國內外海、陸、空運輸事業之客票或代旅客購買國內外客票、託運行李。
2. 接受旅客委託代辦出、入國境及簽證手續。
3. 招攬或接待國內外旅客並安排旅遊、食宿及交通。
4. 自行組團安排旅客出國觀光旅遊、食宿、交通及提供有關服務。
5. 代理綜合旅行業招攬前項第五款之業務。
6. 代理外國旅行業辦理聯絡、推廣、報價等業務。
7. 設計國內外旅程、安排導遊人員或領隊人員。
8. 提供國內外旅遊諮詢服務。
9. 其他經中央主管機關核定與國內外旅遊有關之事項。

⁴ 參照旅行業管理規則第 3 條。

● 乙種旅行社

1. 接受委託代售國內海、陸、空運輸事業之客票或代旅客購買國內客票、託運行李。
2. 招攬或接待本國旅客或取得合法居留證件之外國人、香港、澳門居民及大陸地區人民國內旅遊、食宿、交通及提供有關服務。
3. 代理綜合旅行業招攬第 2 項第 6 款國內團體旅遊業務。
4. 設計國內旅程。
5. 提供國內旅遊諮詢服務。
6. 其他經中央主管機關核定與國內旅遊有關之事項。

上述為介紹台灣旅行社的分類，分成綜合旅行社、甲種旅行社與乙種旅行社此三種，以綜合旅行社為涵蓋項目最多，為最完整的旅行社，而我們所討論的六家公司皆為綜合旅行社。

表 1 列出三種旅行社的成立門檻，由此表格中可看出綜合旅行社成立所需花費是這三類中花費最高的，高達 1.011 億元，也正是因為它能營業的項目是最豐富的，而我們也就此推論出這六家旅行社成立門檻相當高，在業界中要能成立一家綜合旅行社門檻是非常高的。

表 1 成立與申請旅行社的門檻與所需預備資金

種類	綜合旅行社	甲種旅行社	乙種旅行社
設立資本額	新臺幣 3,000 萬元	新臺幣 600 萬元	新臺幣 300 萬元
觀光局保證金	新臺幣 1,000 萬元	新臺幣 150 萬元	新臺幣 150 萬元
品保協會基金	永久基金 10 萬元	永久基金 3 萬元	永久基金 1.2 萬元
	聯合基金 100 萬元	聯合基金 15 萬元	聯合基金 6 萬元
旅行業責任保險及履約保險單	新臺幣 6,000 萬元	新臺幣 2,000 萬元	新臺幣 2,000 萬元
成立所需花費	新臺幣 1.011 億元	新臺幣 2768 萬元	新臺幣 1257.2 萬元

(四) 觀光業與旅遊(行)業的市場結構

觀光旅遊業的市場類型為異質性寡占，其原因有以下兩因素，一各家旅行社提供同地點同區域的旅遊方案都不同，所以認定此產業為異質性；其二，由剛上述所提及表 1 可知成立旅社門檻高，也代表著觀光旅遊業進

場障礙高，同時這六家公司在整體觀光旅遊業上佔有極高的比重，因此認定為寡占。以上兩點足以說明，台灣的旅行社屬於異質性寡佔。

因為我們得知這六家公司佔整體產業比重極高，其他小型旅行社的產值佔比極低，因此完全排除其他旅行社，在之後的分析也會採用此模式，且營收⁵是最主要能夠判斷市場規模大小的衡量指標，我們在衡量這六家公司之間的相對規模使用各家營收金額除以這六家公司總營收，來衡量其公司的相對規模，公式如下：

$$\text{相對規模} = \text{公司營收} \div \text{六家公司總營收} = \text{公司相對規模}$$

得出結果如表 2 所示，雄獅相對規模示最大的，其他公司與之相差甚大，雄獅不論資本額或員工人數都是數額最大的，此結果在後面也能從資料中看出此結果，所以我們將盡量排除因規模差異而導致分析結果誤差的情況。

表 2 市場結構

廠商	燦星	雄獅	易飛	五福	鳳凰	山富
旅行社種類	綜合型旅行社					
市場類型	異質性寡占					
廠商數量	綜合型旅行社全臺共 86 家					
進場障礙	進場障礙---高					
相對規模	5%	61%	3%	14%	6%	12%
資本額	310,721,000	729,783,070	302,597,600	293,085,260	671,173,170	320,317,000
員工人數	357	2,083	153	739	310	491

⁵ 取用資料由 2016-2020 年

二、從 GDP 和各家加總營收比較趨勢

前提：由於觀光產業屬於國外旅遊類型的最主要只有這六家公司，其他公司雖然也存在，不過相對這六家微不足道，所以我們將排除其他家公司只討論這六家公司。

將 GDP 與國內生產毛額做比較的原因來自 GDP 是國內生產毛額，可以看出台灣整體經濟狀況為何，營收可看出公司營運成績且營收包含所有收入，所以比起其他資料更適合拿來做趨勢比較，最主要可從趨勢來看出台灣與觀光產業的相關性。

由圖 1 可知，GDP 在 2016-2020 年間都是逐年上升的趨勢。在 2019 年未發生 Covid-19 之前，觀光業營收還是逐年緩慢上升，在 2019 之後突然大幅跌落，可 GDP 還是在 2020 仍然是增長的趨勢，很明顯觀光業受 Covid-19 影響極大，且與整體經濟相反，所以後面我們大多會將疫情前和疫情後來分別討論，因為對於觀光業來說疫情後對他們來說就是離群值，所以如果要綜觀全面，疫情前能得出這家公司的營運狀況、型態；而疫情爆發後，則是能看出這家公司的長遠性。

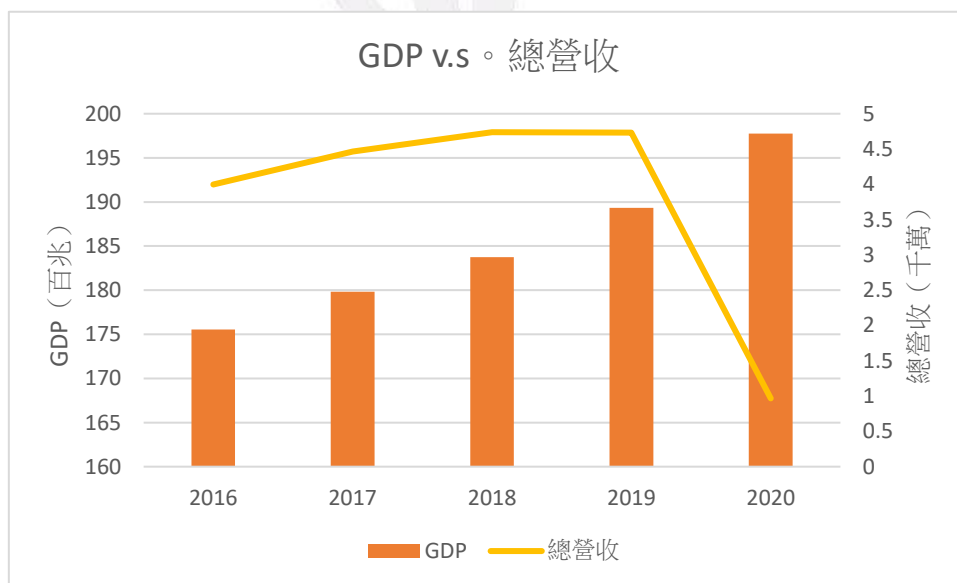


圖 1 GDP 與總營收比較

三、 疫情影響-出入境與營收相關

營收代表一家公司經濟資源流入量，也就是各種收入的加總，營收的變化會直接反映在公司做的決策與外在環境的影響，因此使用營收來做為疫情影響的標準。而大多數旅遊業又主要以國外旅遊為主；國內旅遊為輔，因此出入境人數的變化應與旅遊業營收有所關係。

(一) 疫情前出境人數

由圖 2 可知，出境人數與營收呈現正向關係，亦即疫情發生前，出國人數和總營收是同方向成長的。

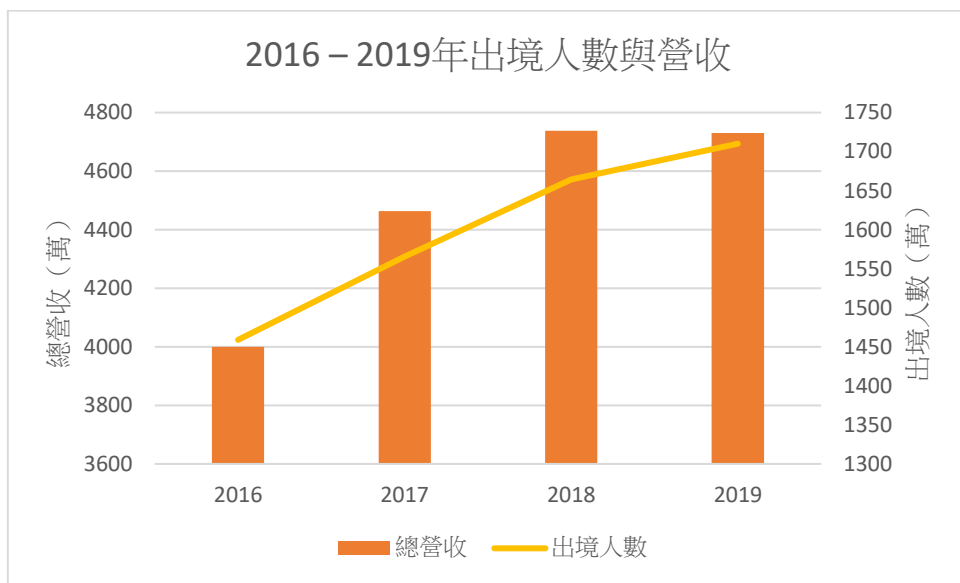


圖 2 2016 - 2019 年出境人數與與營收關係 (疫情前)

(二) 疫情後出境人數

疫情發生後，各國陸續實施封鎖政策，因此出境人數大幅下降，而旅遊業的總營收也同時大幅下降。

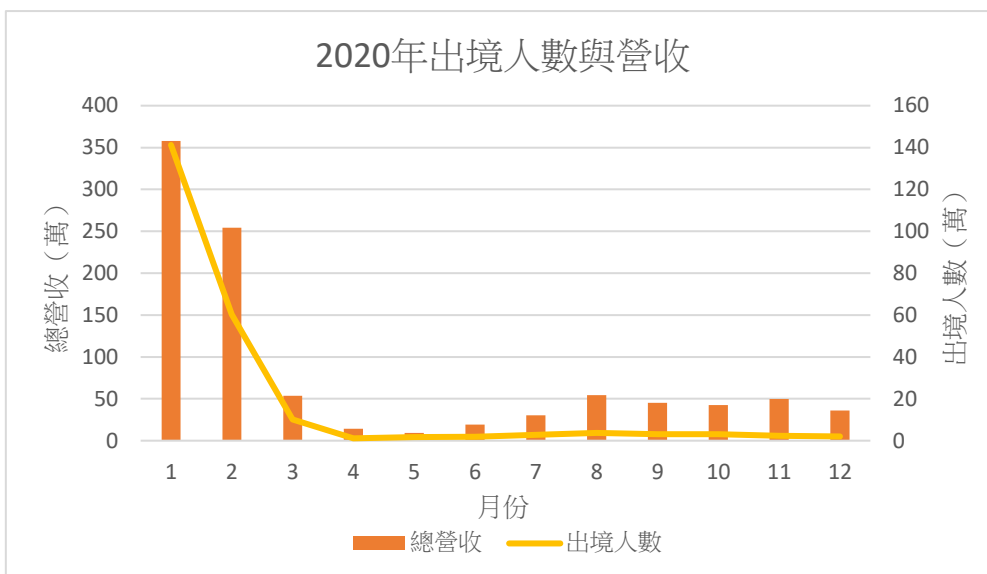


圖 3 2020 年出境人數與營收的關係 (疫情後)

為了更清楚的看出兩者的關係，我們把 1、2 月的資料移除 (如圖 4)，因為這兩個月還沒有顯著的下降，從圖 4 可以很明顯的發現疫情後出國人數還是與營收有正向關係 ($r=0.6$)，因此得到出國與營收是有關係的。

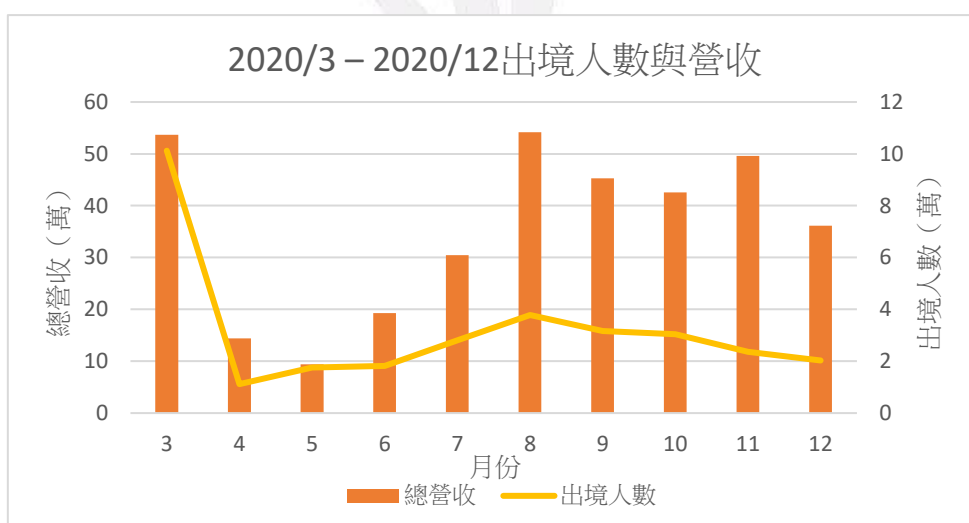


圖 4 2020/3 - 2020/12 出境人數與營收關係

而由此關係得出，疫情後因為出國人數的銳減，影響到整個旅遊業的國外旅遊營收，使旅遊業在疫情發生後受到巨大的衝擊。

(三) 疫情前入境人數

由圖 5 知，將疫情前的入境觀光人數與總營收做比較，發現兩者沒有明顯的關係。

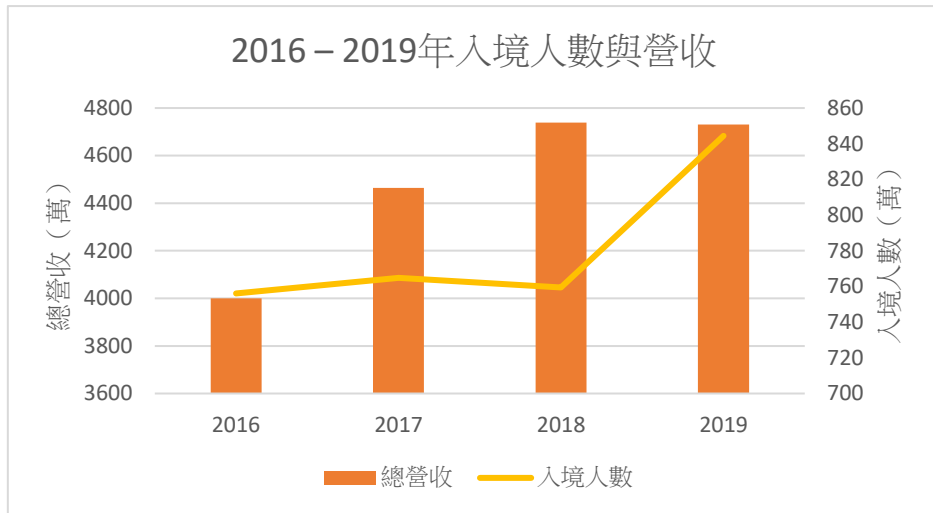


圖 5 2016 - 2019 年入境人數與與營收關係 (疫情前)

(四) 疫情後入境人數

由圖 6 比較好像兩者有正向關係，但去除 1、2 月後(圖 7)，入境人數在 4 月之後都維持在低點，與營收之間的波動基本上無關。

因旅遊業以國外旅遊為主，當出境受到限制時，出國人數減少，對營收的影響也大，而國內旅遊占極少部分，因此入境人數與營收之間無顯著關聯。

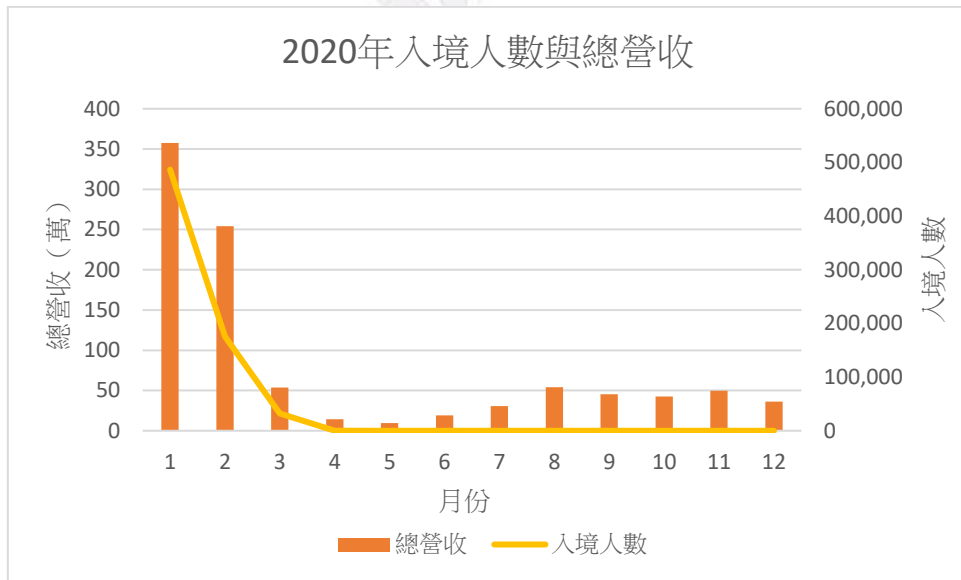


圖 6 2020 年入境人數與營收的關係 (疫情後)

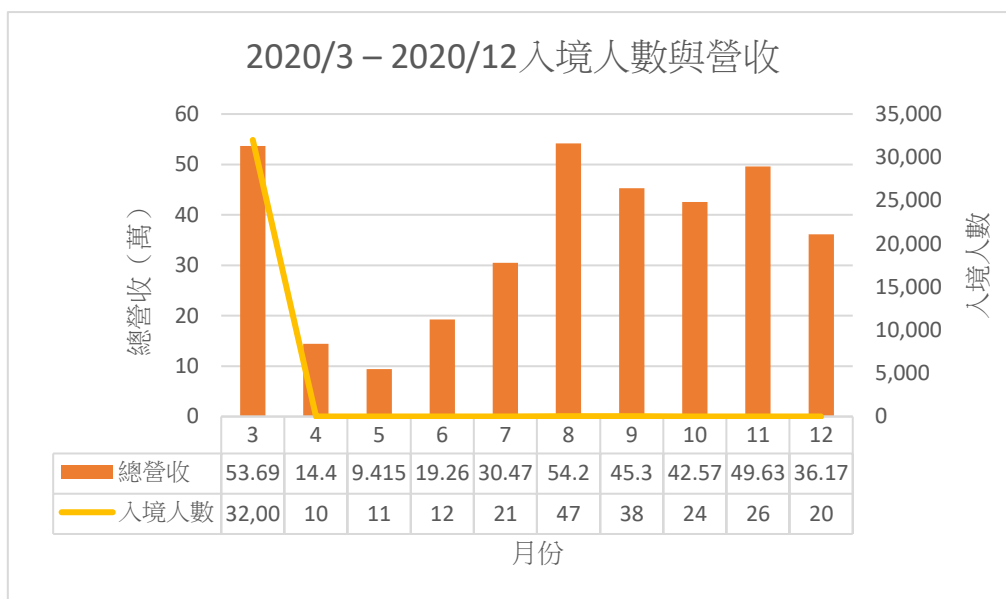


圖 7 2020/3 月 - 2020/12 月入境人數與營收關係

第二節、 衡量六家公司財務性指標

本研究方法是以統計角度衡量會計面，研究資料來源為台灣經濟新報 TEJ，採 IFRS 後合併單季報表；由於以會計角度而言，子母公司分開的個體財報比子母合併的合併財報較能精準反映個別指標之精準度；然而，第一、以統計分析時，因使用之 TEJ 非合併財報（個別+個體）只有累計年的資料；第二、五福與山富上櫃時間較晚⁶，公開財報較少⁷；由於上述兩點，統計觀察值在個別財報只有年的觀察值過少，故採用 TEJ 以季為單位之合併財務報表。

研究使用之統計分析軟體為 R、Excel。盒鬚圖的分析年度為 2010Q1 - 2020Q4 的單季合併報表⁸，呈現順序以中位數 (Median) 排序；研究方向著重在討論疫情前與疫情後的比較，其中疫情季度為 2020Q1 - 2020Q4，將每一季的數值設為一個觀察值，一家公司會有 45 個觀察值，但由於上市櫃之時間不一，在上市櫃前約兩年才較有完整四季的資料，故缺失資料以 NA 表示。後續有 ANOVA 分析，其前提假設有二項，一、六家公司的母體平均數均為常態分配；二、六家公司的變異數 (σ^2) 均相等；三、六家公司的樣本皆相互獨立，將用變異數分析表檢定六家公司的母體平均數是否相等，並用其結論檢查是否合理。

⁶ 五福 2018 年、山富 2020 年上櫃

⁷ 上櫃基本為一年申報 2 次，第二、四季

⁸ 例外：本益比以「月」為單位，財務槓桿度以「年」為單位

一、成長能力 - 稅後淨利成長率⁹

由稅後淨利成長率查看公司發展的潛力有無成長空間，評斷一間公司扣除稅後的盈餘是否為成長或是衰退的階段；選擇其原因是公司的營業成長高，但並不代表稅後淨利成長率也高，營業收入的高成長可能是公司為了搶市場，因而削價競爭，造成本身利潤不大，所以用稅後淨利成長率評估；衡量標準為其值愈高愈好。研究先以成長能力綜觀整體觀光產業的成長趨勢，再以獲利能力、經營能力分析。

稅後淨利成長率在 TEJ 的定義公式為：

$$\text{稅後淨利成長率} = (\text{合併總損益} - \text{去年同期合併總損益}) / \text{ABS}(\text{去年同期合併總損益}) \times 100 (\%)$$

(一) 折線圖分析

從圖 8 分析可得出疫情前與疫情後的趨勢。疫情前，六家公司皆有明顯波動，尤以燦星、易飛較明顯負值，幅度在±100%，得知觀光旅遊業整體波動頻繁，易受國與國的政策、淡季與旺季等外在因素影響；疫情後，六家公司波動幅度更劇烈，尤以往負值趨勢明顯，表示疫情對觀光產業衝擊巨大。

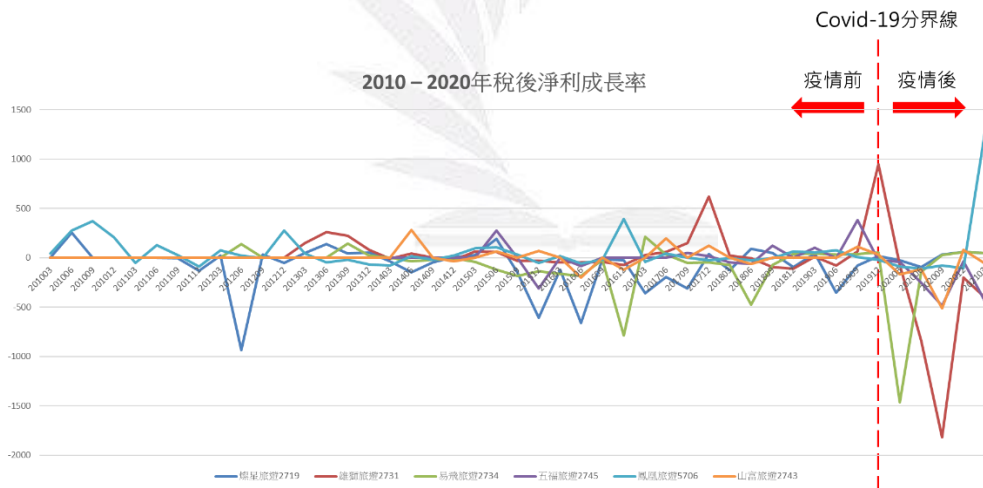


圖 8 2010-2020 年稅後淨利成長率折線圖

(二) 盒鬚圖分析

由 2010-2020 稅後淨利成長率的盒鬚圖分析 (圖 9、表 3)，鳳凰的成長率平均為 32.54 為最高，且超過 50% 的的歷年成長率皆大於 0，雖然山富

⁹ 由於五福在 2018Q4 有 -5511.54 的離群值，為便於觀察，將其刪除

亦是超過 50% 的的歷年成長率皆大於 0，但其平均為負成長，故鳳凰較山富佳；鳳凰標準差 116.3402 最小，表示資料集中地好。

依平均數高低判斷六家公司在含疫情影響下的成長能力由高至低為：鳳凰、山富、雄獅、五福、燦星、易飛。

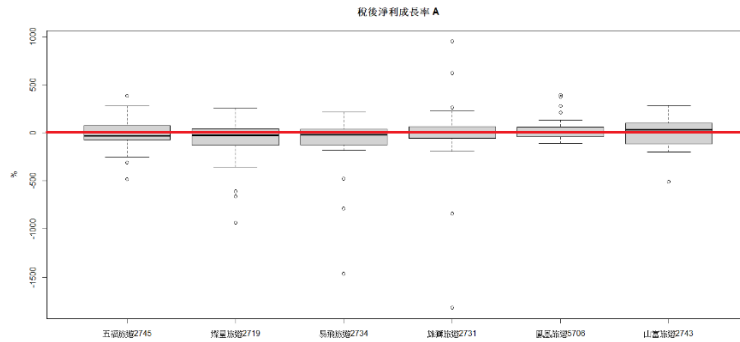


圖 9 2010-2020 年稅後淨利成長率盒鬚圖 (含疫情)

表 3 2010-2020 年稅後淨利成長率盒鬚圖數值 (含疫情)

	Min.	Q1	Median	Mean	Q3	Max.	Sd.
燦星	-934.96	-129.68	-24.60	-87.07	40.77	255.81	232.1690
雄獅	-1820.27	-51.45	-1.54	-22.35	64.23	949.08	423.7839
易飛	-1465.67	-127.38	-19.92	-102.14	36.23	213.84	312.9591
五福	-485.55	-66.50	-30.73	-24.44	61.63	382.78	208.9634
鳳凰	-109.79	-41.08	6.35	32.54	55.06	393.25	116.3402
山富	-509.15	-118.25	32.86	-15.60	97.94	283.93	192.8079

由 2010-2019 稅後淨利成長率的盒鬚圖分析 (圖 10、表 4)，在未受疫情影響前，山富、雄獅、鳳凰、五福多半為正成長季度，其中位數皆為正成長；然而，雄獅的平均數雖然大於鳳凰，但鳳凰標準差低於雄獅，代表鳳凰較雄獅穩定，故鳳凰在此期間亦為較有成長的公司；將前述四家公司以穩定度的標準差做排序，鳳凰、山富、五福¹⁰、雄獅。

¹⁰ 在前述已將其 2018Q4 的 -5511.54 離群值扣除，故不考慮

另外，燦星與易飛在此期間超過一半皆為負成長，故排在前述四家公司之後，兩者以標準差做排序，易飛、燦星。

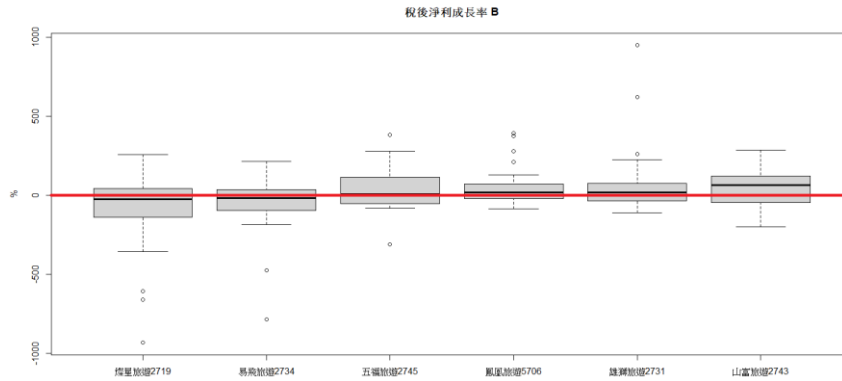


圖 10 2010 - 2019 年稅後淨利成長率盒鬚圖 (不含疫情)

表 4 2010 - 2019 年稅後淨利成長率盒鬚圖數值 (不含疫情)

	Min.	Q1	Median	Mean	Q3	Max.	Sd.
燦星	-934.96	-138.50	-26.66	-96.28	40.77	255.81	242.8697
雄獅	-111.60	-32.97	19.05	79.04	68.92	949.08	223.0561
易飛	-787.21	-95.29	-19.92	-60.85	36.23	213.84	195.0079
五福	-310.46	-50.62	6.73	35.15	108.35	382.78	177.7767
鳳凰	-87.74	-22.24	16.16	45.20	66.42	393.25	114.4532
山富	-200.19	-46.66	64.90	43.04	119.29	283.93	140.3726

綜觀上述兩點，可推論不含疫情的成長能力排序，鳳凰、山富、五福、雄獅、易飛、燦星。

(三) 變異數分析

針對 2010-2020 年 (含疫情) 檢定六家公司稅後淨利成長率的母體平均數是否相等，利用變異數的變異程度觀念，以六家公司母體平均數做研究，做出變異數分析表，在 $\alpha=0.05$ 的水準下做出結論。

H_0 ：六家公司之稅後淨利成長率母體平均數皆相等

H_1 ： H_0 不成立

表 5 中，A 為六家公司，Residuals 為所有觀察值，其中有 87 個 NA 值， $SSTR=458302$ 、 $SSE=12311412$ 分別除以各別自由度 ($6-1=5, (44 \times 6 - 87) - 6 = 171$) 得 $MSTR=91660$ 、 $MSE=71997$ ，兩者相除得 $F=1.273$ ，其 $p\text{-value}=0.278 > \alpha=0.05$ ，故不拒絕六家公司之母體平均數相等的假設，代表在假設型 I 誤差為 0.05 下，其落在 95% 做出正確判斷的機率中，六家公司之母體平均數相等的假設成立，由盒鬚圖與折線圖皆可佐證，六家觀察值集中。

表 5 2010 - 2020 年稅後淨利成長率變異數分析表 (含疫情)

	Df	Sum Sq	Mean Sq	F value	Pr(>F)
A	5	458302	91660	1.273	0.278
Residuals	171	12311412	71997		

針對 2010-2019 年 (不含疫情) 檢定六家公司稅後淨利成長率之母體平均數是否相等，利用變異數的變異程度觀念，以六家公司母體平均數做研究，做出變異數分析表，在 $\alpha=0.05$ 的水準下做出結論。

H_0 ：六家公司之稅後淨利成長率母體平均數皆相等

H_1 ： H_0 不成立

表 6 中，A 為六家公司，Residuals 為所有觀察值，其中有 87 個 NA 值， $SSTR=716164$ 、 $SSE=5393178$ 分別除以各別自由度 ($6-1=5, (40 \times 6 - 87) - 6 = 147$) 得 $MSTR=143233$ 、 $MSE=36688$ ，兩者相除得 $F=1.273$ ，其 $p\text{-value}=0.00237 < \alpha=0.05$ ，故拒絕六家公司之母體平均數相等的假設。

表 6 2010 - 2019 年稅後淨利成長率變異數分析表 (不含疫情)

	Df	Sum Sq	Mean Sq	F value	Pr(>F)
A	5	716164	143233	3.904	0.00237
Residuals	147	5393178	36688		

由於上述檢定結果為拒絕 H_0 ，故用多重比較程序找出是哪兩家公司之母體平均數不相等，當 $p\text{-value} < \alpha = 0.05$ 時，則母體平均數不相等。

表 7 中，燦星與雄獅、鳳凰，其對應之 $p\text{-value}$ 小於顯著水準 0.05，故拒絕母體平均數相等的假設。

為欲控制實驗的型 I 誤差機率為顯著水準 0.05，可透過 Bonferroni 調整法，當其 $p\text{-value} < \alpha_{EW} = 0.05/C_2^6 = 0.0033$ ，視此組的母體平均數有顯著差異：燦星與雄獅、鳳凰皆大於 0.0033，故調整後母體平均數無顯著差異。

表 7 2010 - 2019 年稅後淨利成長率多重比較表 (不含疫情)

	燦星	雄獅	易飛	五福	鳳凰
雄獅	0.0063	-	-	-	-
易飛	1	0.0986	-	-	-
五福	0.4202	1	1	-	-
鳳凰	0.0243	1	0.3331	1	-
山富	0.4076	1	1	1	1



二、 獲利能力 - ROE (股東權益報酬率) - 常續利益

在企業經營績效中，ROE 為長期投資指標，代表公司幫股東賺取的報酬率，通常以年為單位，15 - 20% 為較好的標準，再加上時間軸比較，觀望 5 - 10 年可看出企業經營者對股東負責的程度。

使用 ROE - 常續利益原因是其用稅後淨利計算¹¹，稅後淨利是扣除賣原有的地、長期投資、金融操作等與公司真正獲利的因素不符損益，故用稅後利益 - 非常續利益 = 常續利益計算 ROE；衡量標準為其值愈高，投資人獲得利潤愈高，代表公司獲利能力愈佳。

ROE - 常續利益在 TEJ 的定義公式為：

ROE(B) - 常續利益 (股東淨值報酬率) = (繼續營業單位損益 - 廉價購買收益 - 處分不動產、廠房及設備利益 + 處分不動產、廠房及設備損失 - 處分投資利益 + 處分投資損失 - 透過損益按公允價值衡量之金融價利益 + 資產評價損失 - 金融資產減損迴轉利益 + 金融資產減損損失 - 資產減損迴轉利益 + 資產減損損失 - 按攤銷後成本衡量之金融負債利益 + 按攤銷後成本衡量之金融負債損失 - 避險工具之利益 + 避險工具之損失 - 除列按攤銷後成本衡量金融資產淨損益 - 金融資產重分類淨損益) / ABS(本期股東權益總額 + 前期股東權益總額) × 2 × 100 (%)

(一) 盒鬚圖分析

由 2010 - 2020 年的 ROE - 常續利益盒鬚圖分析 (圖 11、表 8)，分布最廣的是燦星旅，標準差為 14.317985，而在負值處亦有許多季為離群值，代表公司對於獲利不穩定；且歷年來超過一半的季度皆在虧錢，無法為股東賺錢，又其 ROE 平均數為 -6.540，是六家公司中最小；其資料顯示，在 2012 年上櫃的前幾年與後幾年 (2010 - 2015) 其 ROE 為正，可帶來獲利，但在近年 (2018 - 2021) 的 ROE 是年年創新低，獲利愈來愈差，由上述三因素推斷燦星旅獲利能力最低。

鳳凰與雄獅為表現較佳，兩者比較，第一、鳳凰與雄獅相對其他公司的歷年 ROE - 常續利益較穩定且超過 75% 接近 100% 的數值大於 0，鳳凰分布最為集中，標準差 2.391077 為最小，雄獅 4.3955 為第二小，代表鳳凰歷年整體下賺錢效率較穩定，兩者皆有獲利，可以為股東賺錢；第二、鳳凰平均為 3.466，大於雄獅平均 3.313，故鳳凰在獲利能力中勝過雄獅等其他公司。

¹¹ ROE = 稅後淨利 / 股東權益

其餘三家公司易飛、五福、山富中，雖然易飛的標準差最小，但超過一半皆為負值，代表是集中負值，故排第三；然而，山富與五福皆為超過一半觀察值為正，依標準差判斷為，山富、五福。

綜觀上述三點，可推論六家公司含疫情下的獲利能力排序，鳳凰、雄獅、山富、五福、易飛、燦星。

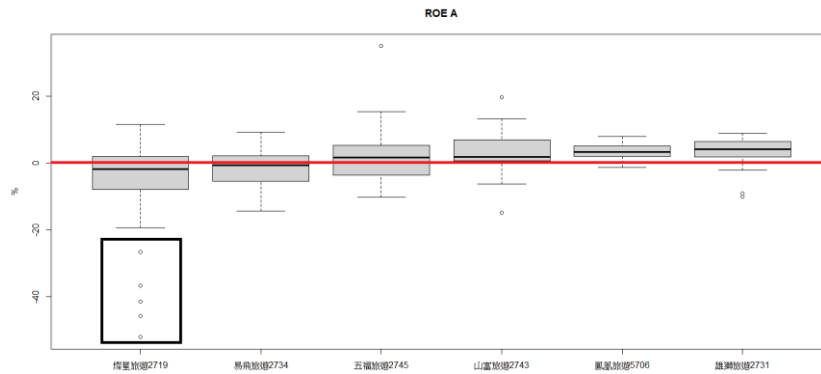


圖 11 2010 - 2020 年 ROE - 常績利益盒鬚圖 (含疫情)

表 8 2010 - 2020 年 ROE - 常績利益盒鬚圖數值 (含疫情)

	Min.	Q1	Median	Mean	Q3	Max.	Sd.
燦星	-52.070	-7.970	-1.780	-6.540	1.915	11.460	14.317985
雄獅	-10.070	1.762	4.060	3.313	6.255	8.920	4.122851
易飛	-14.460	-5.540	-0.670	-1.855	2.150	9.210	5.399434
五福	-10.210	-3.690	1.690	2.531	5.185	34.880	9.355941
鳳凰	-1.390	1.875	3.255	3.466	5.135	7.900	2.391077
山富	-14.950	-0.560	1.800	3.211	6.880	19.570	7.190642

整體而言 (含疫情) 下 (圖 11、表 8)，鳳凰獲利能力優於雄獅；但撇除疫情的影響 (圖 12、表 9)，雄獅獲利能力優於鳳凰，由 2010 - 2019 年 ROE - 常績利益盒鬚圖中，雄獅的盒鬚圖小幅高於鳳凰，且雄獅平均數 4.333 大於鳳凰 3.756 可知。

值得注意的是，將疫情影響移除掉的山富 ROE 平均為 4.126 僅次雄獅但大於鳳凰，且山富與雄獅鳳凰有一樣的共通點，為超過 75% 將近 100% 的歷年 ROE 皆大於 0，且其最大值有 19.57、Q3 為 7.01 大於雄獅 Q3=6.365 與鳳凰 Q3=5.327，並由資料顯示，其在疫情後五季中有四季 ROE 為負值，代表在未受疫情影響的山富獲利能力不容小覷。

然而，五福在疫情前逾 50%至 75%的值大於 0，其平均數 3.925 小幅勝過鳳凰平均數 3.756，在疫情前相對六家公司是第四獲利能力強的企業；燦星與易飛皆超過一半的數值為負，以標準差的穩定度中，易飛優於燦星。

綜觀上述三點，可推論六家公司不含疫情下的獲利能力排序，雄獅、山富、鳳凰、五福、易飛、燦星。

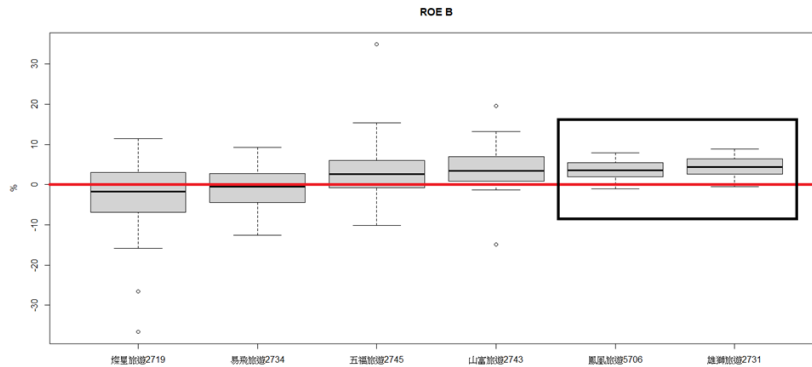


圖 12 2010 - 2019 年 ROE - 常續利益盒鬚圖 (不含疫情)

表 9 2010 - 2019 年 ROE - 常續利益盒鬚圖數值 (不含疫情)

	Min.	Q1	Median	Mean	Q3	Max.	Sd.
燦星	-36.680	-6.950	-1.690	-3.143	3.085	11.460	9.124274
雄獅	-0.440	2.638	4.370	4.333	6.365	8.920	2.570803
易飛	-12.6200	-4.3900	-0.4700	-0.8673	2.7500	9.2100	4.694623
五福	-10.210	-0.800	2.630	3.925	6.040	34.880	9.552668
鳳凰	-1.060	1.917	3.525	3.756	5.327	7.900	2.247200
山富	-14.950	0.790	3.490	4.126	7.010	19.570	7.408830

(二)變異數分析

針對 2010-2020 年 (含疫情) 檢定六家公司 ROE 之母體平均數是否相等，利用變異數的變異程度觀念，以六家公司母體平均數做研究，做出變異數分析表，在 $\alpha = 0.05$ 的水準下做出結論。

H_0 ：六家公司之 ROE 母體平均數皆相等

H_1 ： H_0 不成立

表 10 中，A 為六家公司，Residuals 為所有觀察值，其中有 58 個 NA 值， $SSTR=3262$ 、 $SSE=13494$ 分別除以各別自由度 ($6-1=5$, $(44\times 6-58)-6=200$) 得 $MSTR=652.3$ 、 $MSE=67.5$ ，兩者相除得 $F=9.668$ ，其 $p\text{-value} < 0.01$ 亦小於 $\alpha=0.05$ ，故拒絕六家公司之母體平均數相等的假設。

表 10 2010 - 2020 年 ROE - 常績利益變異數分析表 (含疫情)

	Df	Sum Sq	Mean Sq	F value	Pr(>F)
A	5	3262	652.3	9.668	2.77×10^{-8}
Residuals	200	13494	67.5		

由於上述檢定結果為拒絕 H_0 ，故用多重比較程序找出是哪兩家公司之母體平均數不相等，當 $p\text{-value} < \alpha=0.05$ 時，則母體平均數不相等。

表 11 中，燦星與雄獅、五福、鳳凰、山富及易飛與鳳凰，其對應之 $p\text{-value}$ 小於顯著水準 0.05，故拒絕母體平均數相等的假設。

為欲控制實驗的型 I 誤差機率為顯著水準 0.05，可透過 Bonferroni 調整法，當其 $p\text{-value} < \alpha_{EW}=0.05/C_2^6=0.0033$ ，視此組之母體平均數有顯著差異：燦星與五福、山富皆小於 0.0033，故調整後母體平均數有顯著差異，呼應前述的結論，燦星在含疫情的獲利能力上表現最不好。

表 11 2010 - 2020 年 ROE - 常績利益多重比較表 (含疫情)

	燦星	雄獅	易飛	五福	鳳凰
雄獅	0.00694	-	-	-	-
易飛	0.10554	0.07018	-	-	-
五福	0.00036	1	0.31991	-	-
鳳凰	0.00638	1	0.04507	1	-
山富	0.00018	1	0.20063	1	1

針對 2010-2019 年 (不含疫情) 檢定六家公司之 ROE 母體平均數是否相等，利用變異數的變異程度觀念，以六家公司母體平均數做研究，做出變異數分析表，在 $\alpha=0.05$ 的水準下做出結論。

H_0 ：六家公司之 ROE 母體平均數皆相等

H_1 ： H_0 不成立

表 12 中，A 為六家公司，Residuals 為所有觀察值，其中有 58 個 NA 值， $SSTR=1729$ 、 $SSE=6805$ 分別除以各別自由度 ($6-1=5$ ， $(40\times 6-58)-6=176$) 得 $MSTR=345.8$ 、 $MSE=38.7$ ，兩者相除得 $F=8.945$ ，其 $p\text{-value}<0.01$ 亦小於 $\alpha=0.05$ ，故拒絕六家公司之母體平均數相等的假設。

表 12 2010 - 2019 年 ROE - 常續利益變異數分析表 (不含疫情)

	Df	Sum Sq	Mean Sq	F value	Pr(>F)
A	5	1729	345.8	8.945	1.37×10^{-7}
Residuals	176	6805	38.7		

由於上述檢定結果為拒絕 H_0 ，故用多重比較程序找出是哪兩家公司之母體平均數不相等，當 $p\text{-value}<\alpha=0.05$ 時，則母體平均數不相等。

表 13 中，燦星與雄獅、五福、鳳凰、山富及易飛與雄獅、鳳凰，其對應之 $p\text{-value}$ 小於顯著水準 0.05，故拒絕母體平均數相等的假設。

為欲控制實驗的型 I 誤差機率為顯著水準 0.05，可透過 Bonferroni 調整法，當其 $p\text{-value}<\alpha_{EW}=0.05/C_2^6=0.0033$ ，視此組之母體平均數有顯著差異：燦星與雄獅、五福、鳳凰、山富皆小於 0.0033，故調整後母體平均數有顯著差異，呼應前述的結論，燦星在不含疫情的獲利能力上依然表現最不好。

表 13 2010 - 2019 年 ROE - 常續利益多重比較表 (不含疫情)

	燦星	雄獅	易飛	五福	鳳凰
雄獅	1.2×10^{-5}	-	-	-	-
易飛	0.86549	0.00849	-	-	-
五福	0.00095	1	0.07053	-	-
鳳凰	2.6×10^{-5}	1	0.01846	1	-
山富	0.00103	1	0.07053	1	1

三、 經營能力 - 自由現金流量為主，營業現金流量為輔

自由現金流量可看出公司透過營運產生的現金，扣掉資本支出，其中包含固定資產例如：購買土地、各種設備、廠房等，無形資產例如：收購品牌、智慧財產權等，剩餘能實際運用的資金，衡量公司可否有多餘的資金繼續經營的指標；剩餘資金可做為增加投資擴大營運等經營策略（市場先生，2020）。

由於營業現金流量是代表企業透過各種營運活動增加現金入，例如銷售商品、投資；然而，只看公司營業現金流量，只能確保公司有賺錢且有收到錢，但不足以判斷公司的現金是否有不足的風險，或長期現金流出狀況，故在此只做為輔助使用。

衡量標準上，會先以自由現金流量是否大於零區隔，若大於零，則觀察營業活動現金流及資本支出細節，自由現金流量短期正值，代表公司的營運資金能支付資本支出，不太需要靠借貸資金來維持營運；長期正值，代表公司一直有充足的現金，但仍需看公司的營業現金流量，若營業現金流為負值，很可能是因為公司一直在變賣土地店面等設備才有資金流入，故可能會周轉不靈；然而，自由現金流量若小於零，則觀察其是否連續5年都呈現負數，短期負值，表示公司的營業現金流不足，無法支付資本支出，但不一定代表公司陷入財務困境，可能公司正投入大量資金擴大其市場，只是暫時資金不足，在未來價值可能增長；長期負值，表示資金不足應付投資需求，必須以融資現金流來補充，此資金壓力以長期而言會越來越重，代表這間公司的體質差。由於此研究資料皆為長期，故只探討長期正值或負值。

(一) 盒鬚圖分析

由2010-2020年的自由現金流量（圖13、表14）與營業現金流量（圖14、表15）的盒鬚圖中，先看自由現金流量「長期」是否為正值，以中位數是否大於零作為判斷依據，雄獅、鳳凰、五福的自由現金流量中，超過50%的觀察值與其平均數皆為正，再比較三家公司的營業現金流量「長期」是否為正值，雄獅與鳳凰皆超過50%為正；然而，鳳凰的自由現金流量之平均數最大，且資料離散度小於雄獅，故鳳凰在經營能力下最佳，其次為雄獅，第三為五福。

另外，山富的「長期」自由現金流量的平均數為正，且營業現金流量超過50%皆為正，故排第四；然而，燦星與易飛的「長期」自由現金流量超過50%為負，代表經營能力差，其中以燦星平均數-18449小於易飛平均數-8563，且燦星資料較集中，故為集中的差。

綜觀上述兩點，可推論六家公司含疫情下的經營能力排序，鳳凰、雄獅、五福、山富、易飛、燦星。

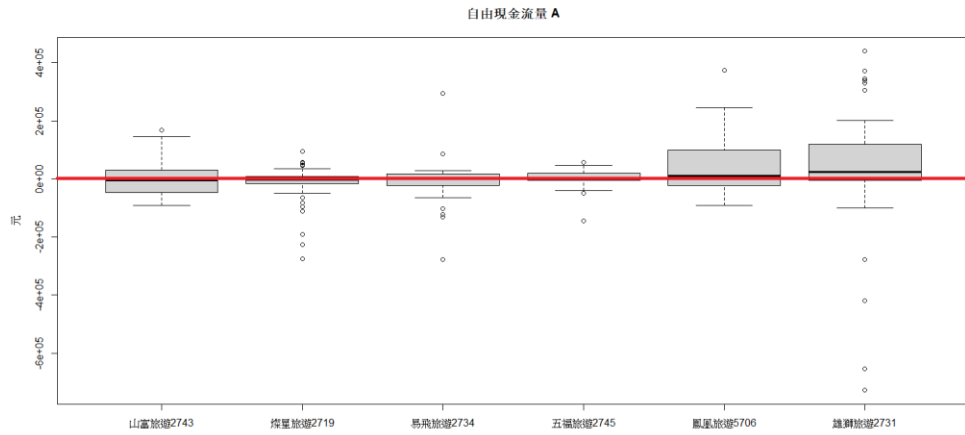


圖 13 2010 - 2020 年自由現金流量盒鬚圖 (含疫情)

表 14 2010 - 2020 年自由現金流量盒鬚圖數值 (含疫情)

自由現金流量	Min.	Q1	Median	Mean	Q3	Max.	Sd.
燦星	-275180	-15922	-2202	-18449	8278	95855	70451.46
雄獅	-727986	-4525	24106	30099	112107	439913	241081.60
易飛	-278107	-21323	-1241	-8563	17240	293280	79108.66
五福	-143887	-5172	4507	1450	19734	58140	40163.21
鳳凰	-91656	-20846	11862	43341	98333	374110	99332.15
山富	-91745	-47168	-5515	10244	31741	168405	72632.28

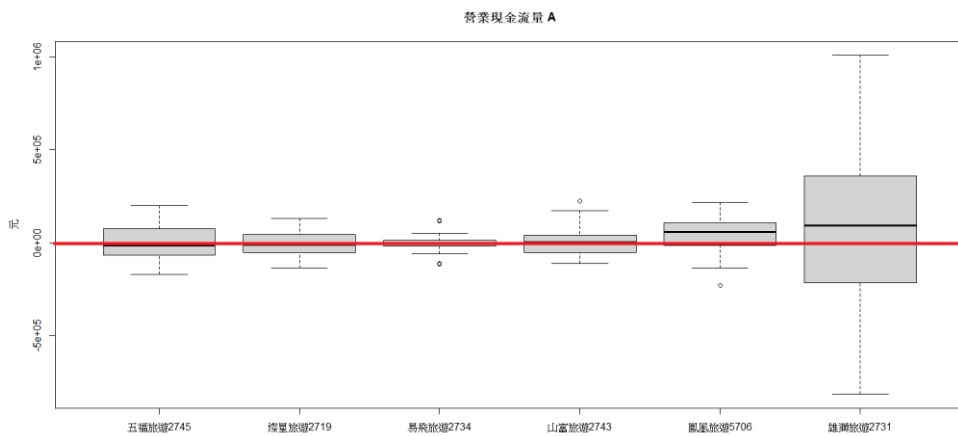


圖 14 2010 - 2020 年營業現金流量盒鬚圖 (含疫情)

表 15 2010 - 2020 年營業現金流量盒鬚圖數值 (含疫情)

營業現金流量	Min.	Q1	Median	Mean	Q3	Max.	Sd.
燦星	-135068	-54932	-10964	-5208	44584	128800	68564.26
雄獅	-817119	-209757	92273	99978	357436	1008880	386359.24
易飛	-114268	-18960	-5254	-3930	13803	120451	46480.53
五福	-171718	-65549	-15940	5829	73544	198609	103031.68
鳳凰	-228690	-13374	59162	38099	106179	216592	94430.37
山富	-113960	-53477	2710	14419	41400	224873	91493.39

在未受疫情影響的自由現金流量 (圖 15、表 16) 與營業現金流量 (圖 16、表 17) 的盒鬚圖中, 先看自由現金流量「長期」是否正值, 以中位數是否大於零作為判斷依據, 其中雄獅、五福、鳳凰、山富皆超過 50% 的觀察值與其平均數為正; 再比較營業現金流量是否「長期」正值, 以中位數是否大於零作為判斷依據, 雄獅、鳳凰、山富超過 50% 為正; 然而, 雄獅的自由現金流量、營業現金流量的平均數皆最大, 鳳凰第二, 山富第三, 五福第四。

另外, 燦星與易飛的自由現金流量、營業現金流量「長期」為負, 由平均數與超過 50% 的觀察值皆為負可知, 故比較自由現金流量的平均數, 易飛優於燦星。

綜觀上述兩點, 可推論六家公司不含疫情下的經營能力排序, 雄獅、鳳凰、山富、五福、易飛、燦星。

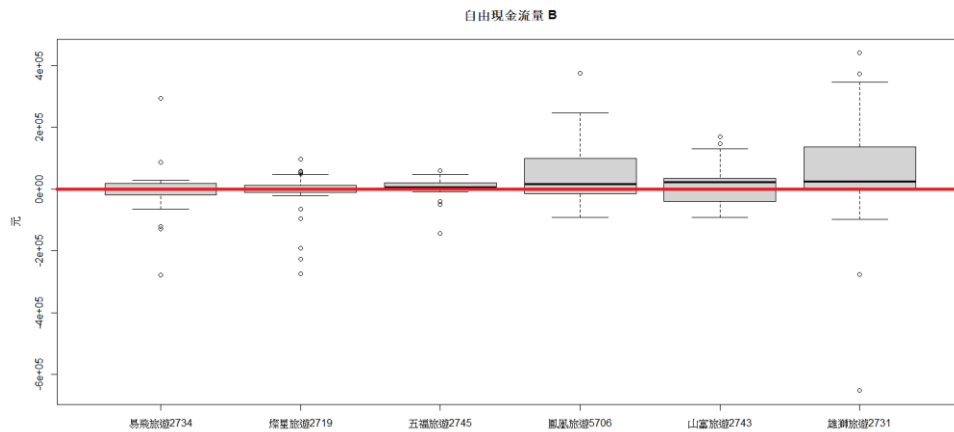


圖 15 2010 - 2019 年自由現金流量盒鬚圖 (不含疫情)

表 16 2010 - 2019 年自由現金流量盒鬚圖數值 (不含疫情)

自由現金流量	Min.	Q1	Median	Mean	Q3	Max.	Sd.
燦星	-275180	-11698	-1211	-14046	11980	95855	71502.58
雄獅	-652814	-2996	24106	64317	131907	439913	201065.75
易飛	-278107	-18977	-1241	-6509	17661	293280	81986.66
五福	-143887	-4024.5	4507.0	140.3	19204.0	58140.0	43610.44
鳳凰	-91656	-14058	15072	48082	98333	374110	100680.77
山富	-91745	-39855	21662	18280	33856	168405	77427.40

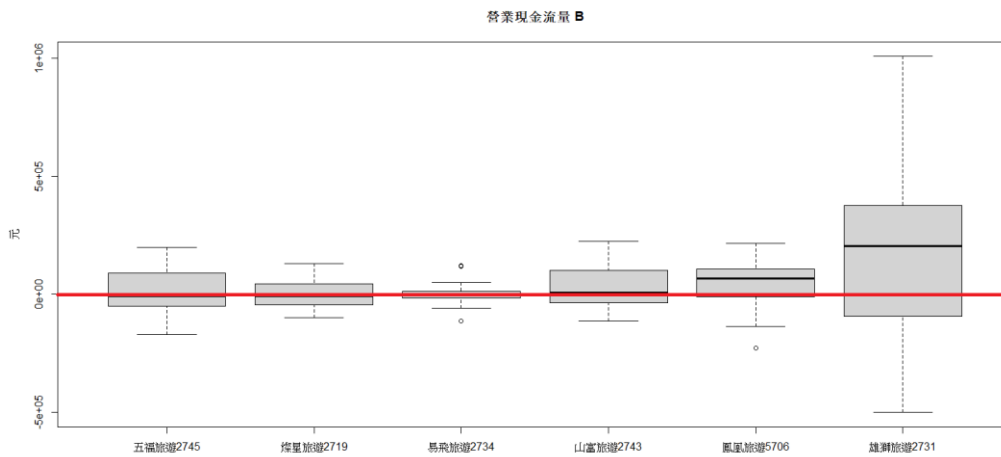


圖 16 2010 - 2019 年營業現金流量盒鬚圖 (不含疫情)

表 17 2010 - 2019 年營業現金流量盒鬚圖數值 (不含疫情)

營業現金流量	Min.	Q1.	Median	Mean	Q3	Max.	Sd.
燦星	-101091	-45172	-7337	-1446	44584	128800	65094.15
雄獅	-502586	-80689	204029	154089	372099	1008880	358573.02
易飛	-114268	-17368	-5254	-2193	11979	120451	44405.36
五福	-171718	-51474	-7960	19140	88474	198609	107394.64
鳳凰	-228690	-10245	65303	44525	106179	216592	92146.98
山富	-113960	-37436	6560	27083	101649	224873	94539.84

(二)變異數分析

針對 2010 - 2020 年 (含疫情) 檢定六家公司自由現金流量的母體平均數是否相等，利用變異數的變異程度觀念，以六家公司母體平均數做研究，做出變異數分析表，在 $\alpha = 0.05$ 的水準下做出結論。

H_0 ：六家公司之自由現金流量母體平均數皆相等

H_1 ： H_0 不成立

表 18 中，A 為六家公司，Residuals 為所有觀察值，其中有 58 個 NA 值， $SSTR = 1.134 \times 10^{11}$ 、 $SSE = 3.149 \times 10^{12}$ 分別除以各別自由度 ($6 - 1 = 5, (44 \times 6 - 58) - 6 = 200$) 得 $MSTR = 2.268 \times 10^{10}$ 、 $MSE = 1.575 \times 10^{10}$ ，兩者相除得 $F = 1.44$ ，其 $p\text{-value} = 0.211 > \alpha = 0.05$ ，故不拒絕六家公司之母體平均數相等的假設，代表在假設型 I 誤差為 0.05 下，其落在 95% 做出正確判斷的機率中，六家公司之母體平均數相等的假設成立。

表 18 2010 - 2020 年自由現金流量變異數分析表 (含疫情)

	Df	Sum Sq	Mean Sq	F value	Pr(>F)
A	5	1.134×10^{11}	2.268×10^{10}	1.44	0.211
Residuals	200	3.149×10^{12}	1.575×10^{10}		

針對 2010 - 2019 年 (不含疫情) 檢定六家公司自由現金流量的母體平均數是否相等，利用變異數的變異程度觀念，以六家公司母體平均數做研究，做出變異數分析表，在 $\alpha = 0.05$ 的水準下做出結論。

H_0 ：六家公司之自由現金流量母體平均數皆相等

H_1 ： H_0 不成立

表 19 中，A 為六家公司，Residuals 為所有觀察值，其中有 58 個 NA 值， $SSTR = 1.743 \times 10^{11}$ 、 $SSE = 2.269 \times 10^{12}$ 分別除以各別自由度 ($6 - 1 = 5, (40 \times 6 - 58) - 6 = 176$) 得 $MSTR = 345.8$ 、 $MSE = 38.7$ ，兩者相除得 $F = 8.945$ ，其 $p\text{-value} < 0.01$ 亦小於 $\alpha = 0.05$ ，故拒絕六家公司之母體平均數相等的假設。

表 19 2010 - 2019 年自由現金流量變異數分析表 (不含疫情)

	Df	Sum Sq	Mean Sq	F value	Pr(>F)
A	5	1.743×10^{11}	3.485×10^{10}	2.703	0.0222
Residuals	176	2.269×10^{12}	1.289×10^{10}		

由於上述檢定結果為拒絕 H_0 ，故用多重比較程序找出是哪兩家公司之母體平均數不相等，當 $p\text{-value} < \alpha = 0.05$ 時，則母體平均數不相等。

表 20 中，由於燦星和雄獅對應之 $p\text{-value}$ 最接近顯著水準 0.05，故拒絕母體平均數相等的假設。

為欲控制實驗的型 I 誤差機率為顯著水準 0.05，可透過 Bonferroni 調整法，當其 $p\text{-value} < \alpha_{EW} = 0.05/C_2^6 = 0.0033$ ，視此組之母體平均數有顯著差異：燦星與雄獅大於 0.0033，故調整後母體平均數無顯著差異。

表 20 2010 - 2019 年自由現金流量多重比較表 (不含疫情)

	燦星	雄獅	易飛	五福	鳳凰
雄獅	0.056	-	-	-	-
易飛	1	0.162	-	-	-
五福	1	0.550	1	-	-
鳳凰	0.208	1	0.509	1	-
山富	1	1	1	1	1

四、 股價分析

在股價分析中使用 2010-2020 年來自 TEJ 台灣經濟新報資料庫的資料，使用到兩種指標，每股盈餘和本益比來評價這六家公司的股價。

(一) 每股盈餘

每股盈餘為公司獲利能力的最後結果。每股盈餘高代表著公司每單位資本額的獲利能力高，這表示公司具有某種較佳的能力，使得公司可以用較少的資源創造出較高的獲利。

一間公司的 EPS 越高，長期來說股價也會隨著上漲，且一間公司的 EPS 成長非常快，代表公司實際的賺錢能力很快，那麼它的股價長期來說就會持續上升。

- 定義：每股盈餘 = 稅後盈餘 ÷ 流通在外股數
- 證明上述敘述的 EPS 和股價是否為正相關¹²：

由圖 17 - 圖 20 可知 EPS 和股價確實為正相關。

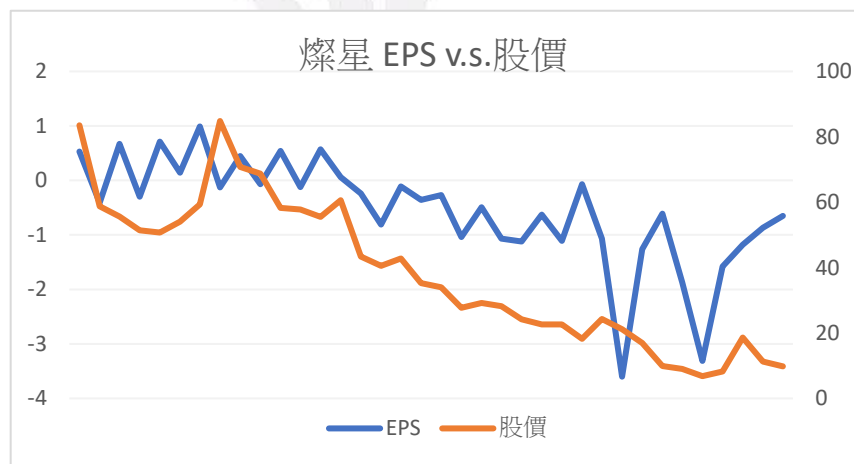


圖 17 2010 - 2020 年燦星的 EPS 和股價的關係

¹² 五福、山富較晚上櫃，資料較少，故不跑圖

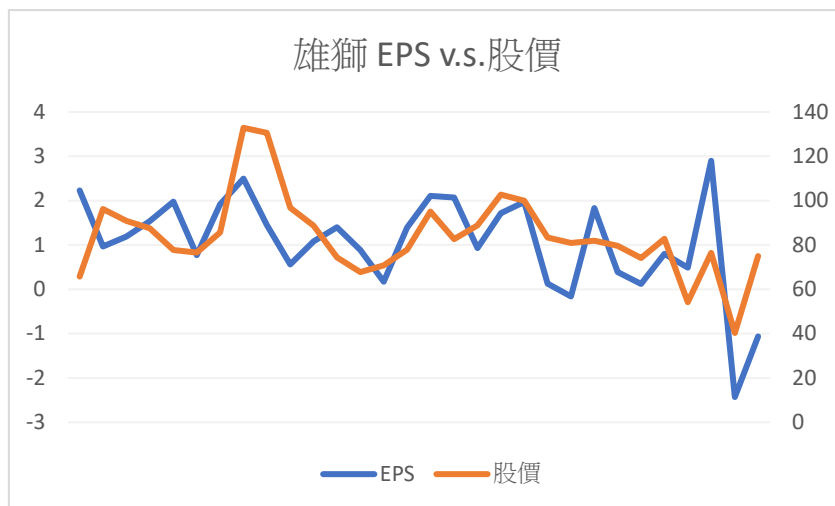


圖 18 2010 - 2020 年雄獅的 EPS 和股價的關係

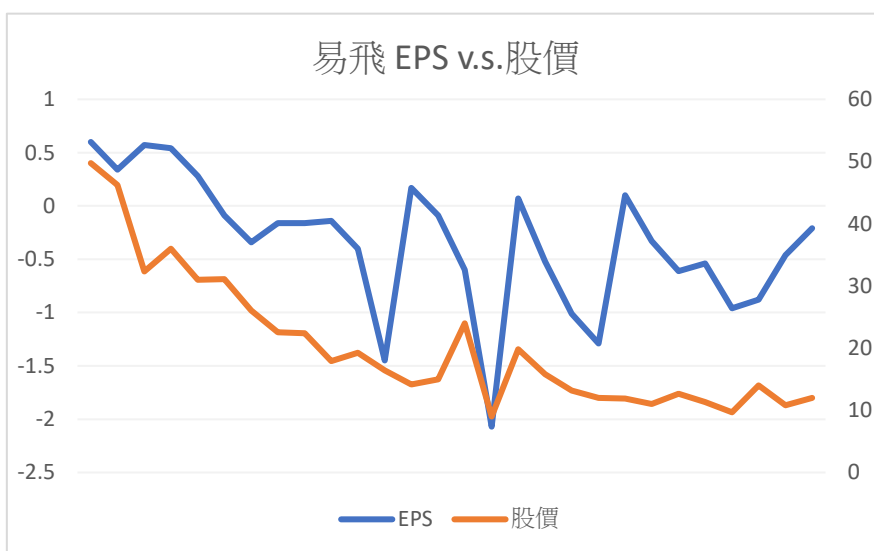


圖 19 2010 - 2020 年易飛的 EPS 和股價的關係

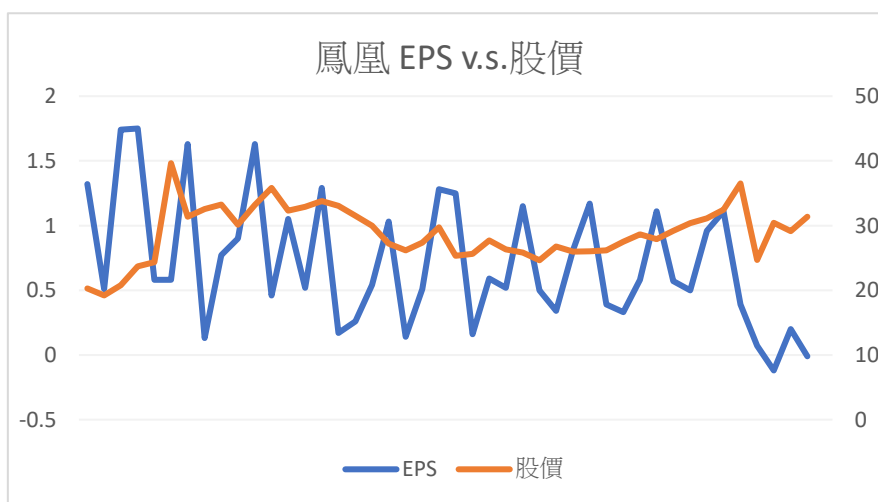


圖 20 2010 - 2020 年鳳凰的 EPS 和股價的關係

1. 折線圖分析

在 Covid-19 前，根據圖 21 可看出燦星、易飛和五福的 EPS 逐年下降甚至小於 0，代表這三家公司賺錢速度很慢，股價越來越低，而另外三家的 EPS 都沒有明顯的持續上漲或下降的趨勢，但只要 EPS 穩定就代表公司的獲利能力持續存在。

在 Covid-19 後，可看出五福、山富、鳳凰、雄獅的 EPS 有下降的趨勢，代表這四家公司受疫情的影響較多，尤其是雄獅。

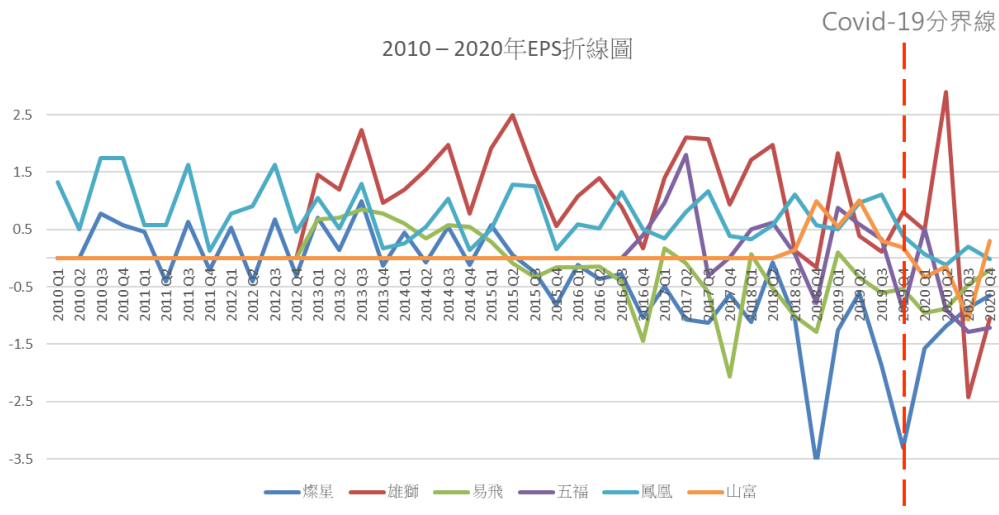


圖 21 2010 - 2020 年 EPS 折線圖

2. 盒鬚圖分析

由圖 22 與表 21 分析可知鳳凰和雄獅中有 75% 的 EPS 都大於 0，可推知這兩家公司實際的賺錢能力很快，那麼它的股價長期來說就會持續上升，且雄獅的平均 EPS 大於鳳凰，可推知雄獅獲利能力和股價的上升都大於鳳凰。

透過平均 EPS 的大小及折線圖，可推論六家公司的股價及獲利能力的排序為：

- (1) 雄獅：75% 的 EPS 都大於 0、平均 EPS 是最大
- (2) 鳳凰：75% 的 EPS 都大於 0、平均 EPS 小於雄獅
- (3) 山富：EPS 比五福、易飛、燦星還穩定
- (4) 五福：EPS 逐年下降甚至小於 0、平均 EPS 大於易飛和燦星
- (5) 易飛：EPS 逐年下降甚至小於 0、平均 EPS 大於燦星
- (6) 燦星：EPS 逐年下降甚至小於 0、平均 EPS 最小

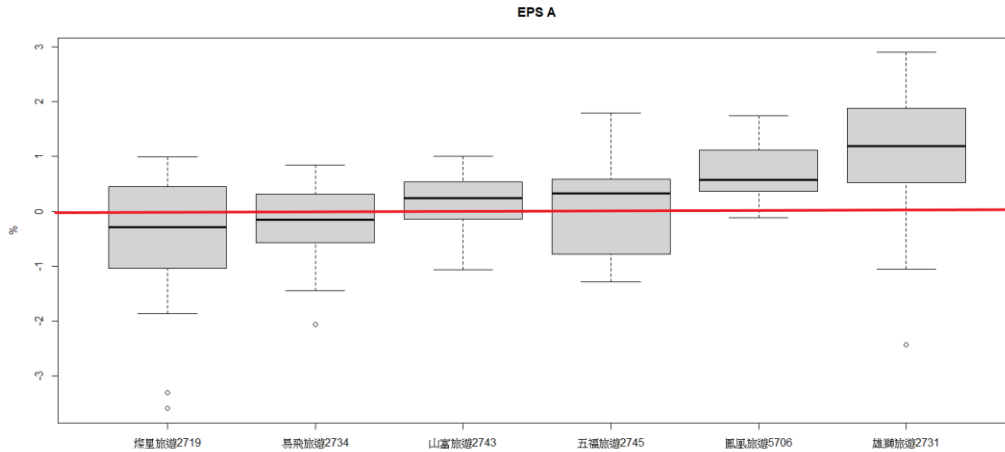


圖 22 2010 - 2020 年 EPS 盒鬚圖 (含疫情)

表 21 2010 - 2020 年 EPS 盒鬚圖數值 (含疫情)

	Min.	Q1	Median	Mean	Q3	Max.	Sd.
燦星	-3.6000	-0.9975	-0.2850	-0.4252	0.3725	0.9900	0.9799284
雄獅	-2.4300	0.5425	1.1950	1.0781	1.8525	2.9000	1.0642533
易飛	-2.0700	-0.5550	-0.1600	-0.2072	0.2950	0.8500	0.6935985
五福	-1.29000	-0.78000	0.33000	0.07529	0.59000	1.80000	0.8603641
鳳凰	-0.1200	0.3775	0.5750	0.7127	1.1100	1.7500	0.4930416
山富	-1.070	-0.070	0.245	0.193	0.480	1.010	0.6195886

(二) 本益比

本益比指投資人對每一元盈餘所願意付出的價格，也就是投資者為獲得一元的利潤，所要投資的金額，投資人以此比率衡量股票是否值得投資。

以投資的角度來看，股價則是投資 1 股所需要的成本，而每股獲利意思是投資 1 股所得到的獲利，因此本益比就是投資該股票 1 股的成本與獲利的比值，即為報酬率的倒數。在合理本益比接近的條件下，較低的本益比通常代表著投資的潛在報酬較大。

不同產業所享有的本益比不同，具有高成長潛力的公司，其合理的本益比也將較高。例如通訊產業的本益比將高於食品業。而公司未來幾年的年複合成長率可作為合理本益比的參考值。

就投資者而言，比率越小越好，因為投資者為獲得相同的報酬，所需投資的金額較小。但就公司而言，比率越高越好，表示公司未來成長潛力越來越旺。

當本益比越大時，投資報酬率越低，此種公司要具有大幅成長潛力，投資人才願意投資，但此種公司風險通常較大。

在這裡我們以是否為績優股來評價股價，績優股的本益比多介於 12 到 24 之間，因此可以初步判斷如果個股本益比超過 24，可能股價就偏高了點，相反的如果本益比低於 12，甚至低於 10，就表示該股票目前價格可能相對較低。

績優股是指業績優良且比較穩定的公司股票。具有較強的綜合競爭力與核心競爭力，在行業內有較高的市場佔有率，形成了經營規模優勢，利潤穩步增長，故主要特點為股價一般相對穩定且呈階段上升趨勢。

(一) 盒鬚圖分析¹³：

根據數據計算五家公司本益比落在績優股比率進行排序：

- (1) 鳳凰：80%的本益比落在 12-24 之間
- (2) 雄獅：76%的本益比落在 12-24 之間
- (3) 易飛：63%的本益比落在 12-24 之間
- (4) 五福：54%的本益比落在 12-24 之間
- (5) 燦星：35%的本益比落在 12-24 之間

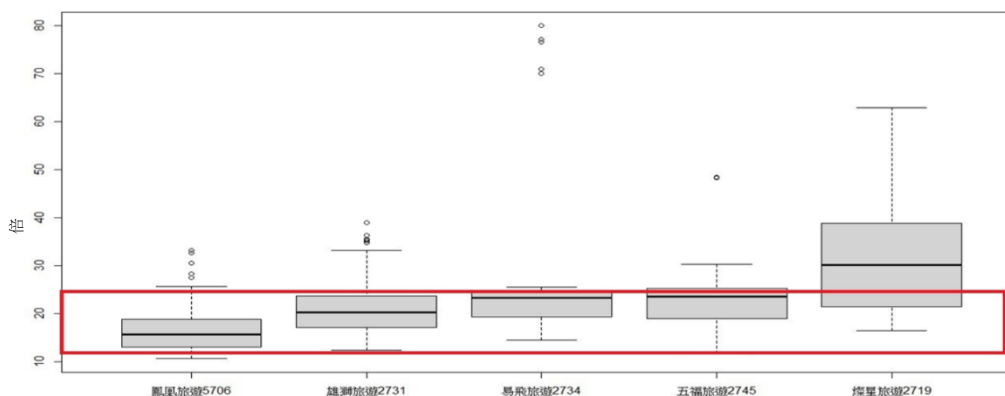


圖 23 2010 - 2020 年本益比盒鬚圖 (含疫情)

¹³ 山富資料過少，不適合一起衡量，故不分析

表 22 2010 - 2020 年本益比盒鬚圖數值 (含疫情)

	Min.	Q1	Median	Mean	Q3	Max.	Sd.
燦星	16.37	21.36	30.13	32.78	38.83	62.86	13.190168
雄獅	12.35	17.06	20.26	21.53	23.59	38.99	6.104780
易飛	14.36	19.23	23.20	30.88	24.66	80.00	21.685883
五福	11.71	18.85	23.51	23.81	25.18	48.41	9.491907
鳳凰	10.53	13.03	15.63	16.51	18.68	33.13	4.587945



五、 財務風險分析

(一) 財務風險指標

在財務風險分析採 2010 - 2020 年季資料來自 TEJ 台灣經濟新報資料庫，使用到三種指標，負債比率、財務槓桿度與利息保障倍數綜合評價這六家公司財務風險程度，分析方式將會在後面做敘述。

負債比率實質意義代表比率越高，表示公司透過舉債購買資產之比重越高，意味公司倚重外部資金比重越高，表示該公司財務結構不健全，對債權人而言，保障越小，對股東而言，負債比率越高，代表股東承受之財務風險亦越高。負債比率越低，公司之財務風險越低，然而可能反映出公司未能充分善用財務槓桿，積極創造獲利機會，如下圖 24 所示。

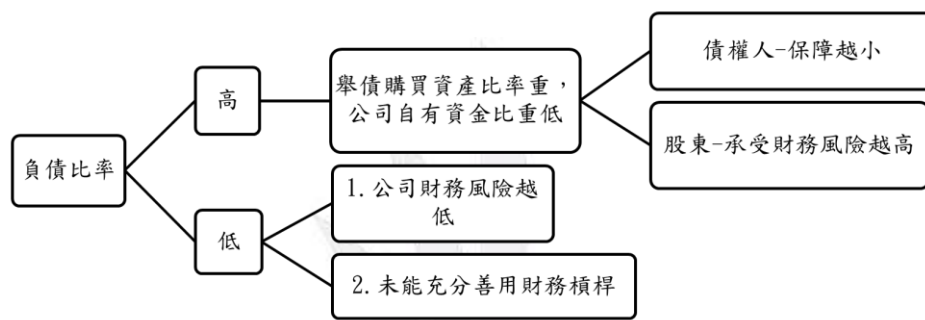


圖 24 負債比率高低代表意義

其二，利息保障倍數主要是在分析一家公司以營業活動所產生的盈餘用來支付利息費用的能力，該倍數越高，表示該公司以營業活動獲利支付借款利息的保障越高，償債能力越高。

其三，財務槓桿度(Financial Leverage) 是指在特定資本結構下，若營業利益變動會使每股盈餘變動，而每股盈餘變動百分比，為營業利益變動百分比之若干倍，是用以衡量公司財務風險。若財務槓桿度越高，即財務彈性越大，表示固定財務成本越高，故使息前稅前淨利變動對每股盈餘之變動影響效果越大，反之，其影響效果越小。且財務槓桿度與財務風險呈正向關係，即財務槓桿度愈大，財務風險越大。若財務槓桿度為正值，代表具有財務槓桿正面效益，若為負值，則表示財務槓桿為負作用，對股東不利，因為融資所需支付利息多於舉債所賺得的營業利益，反而每股盈餘不升反降，若為 1，則無槓桿效益（無舉債利息）。

(二) 衡量財務風險方式

Step1：負債比率以 50% 為基準，若高於 50% 則代表負債比率過高；若低於 50% 則認為負債比率過低。

Step2：若高於 50%，則衡量該公司利息保障倍數，來判定這家公司舉債是否有還債能力，決定財務風險。

Step3：若低於 50%，則衡量公司財務槓桿度，來判定這家公司是否有充分運用財務槓桿，創造機會製造更多獲利。

(三) 分析

Step1：

由中位數決定高於或低於 50%（因為中位數代表資料中間資料，不易受離群值影響），由圖 25、表 23 可知，燦星、雄獅、五福、山富一半以上資料高於 50%；反之，易飛、鳳凰一半以下資料小於 50%。

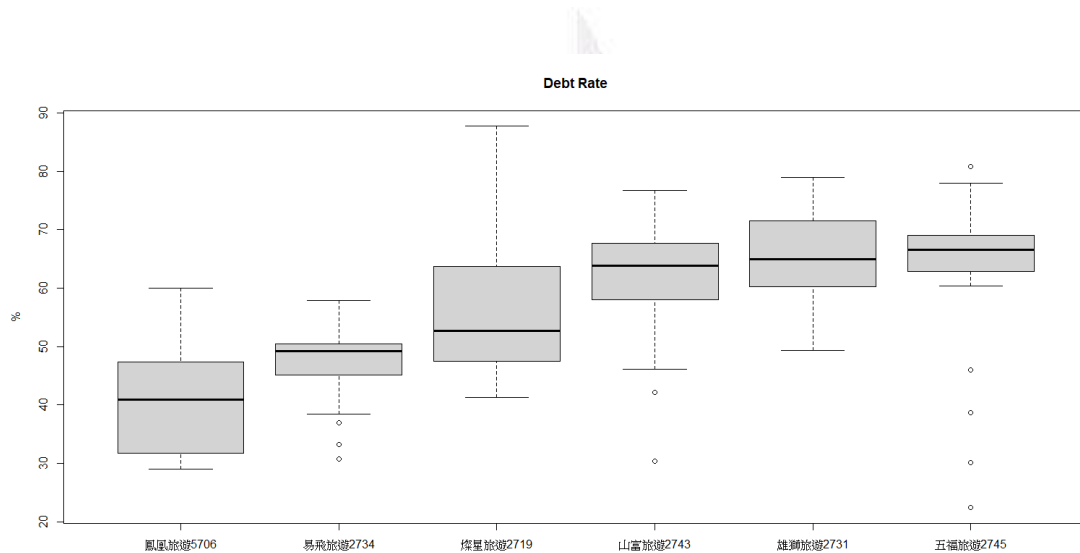


圖 25 負債比率盒鬚圖

表 23 六家公司負債比率

	鳳凰	易飛	燦星旅	山富	雄獅	五福
Median	40.95	49.18	52.72	63.81	64.90	66.60

Step2：

先看負債比高於 50% 的公司，有燦星、雄獅、五福、山富分別分析之，以利息保障倍數來衡量，來判定這家公司舉債是否有還債能力，越高代表越具有還債能力，以此決定財務風險，使用估計迴歸線判斷負債比率對利息保障倍數之關係，再以趨勢線及 R square 來判定為正相關或負相關。

1. 燦星

雖然燦星利息保障倍數資料不足，資料缺漏很多，但仍可由圖 26 趨勢線中看出負債比率和利息保障倍數呈現負相關，負債比率越高利息保障倍數越低，得之燦星的財務風險相當高，負債多且沒有還債的能力，表現相當差。

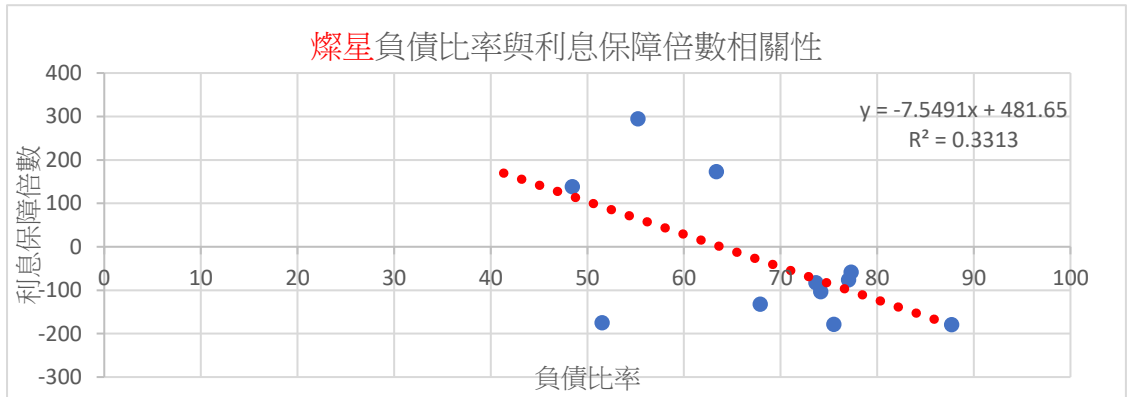


圖 26 燦星負債比率與利息保障倍數相關性

表 24 燦星估計迴線資料

趨勢線公式	$y = -7.5491x + 481.65$
R square	$R^2 = 0.3313$
R	$R = 0.5755$

2. 雄獅

可由圖 27 中看出負債比率和利息保障倍數呈現微弱正相關，負債比率越高利息保障倍數越高，大部分利息保障倍數為正值，有部分為負值是在 Covid-19 的季度為合理現象。且再看圖 28，可知雄獅利息保障倍數高相對其他五間都是最高的，表現最好的，中位數為 256.27，平均數為 1302.08。

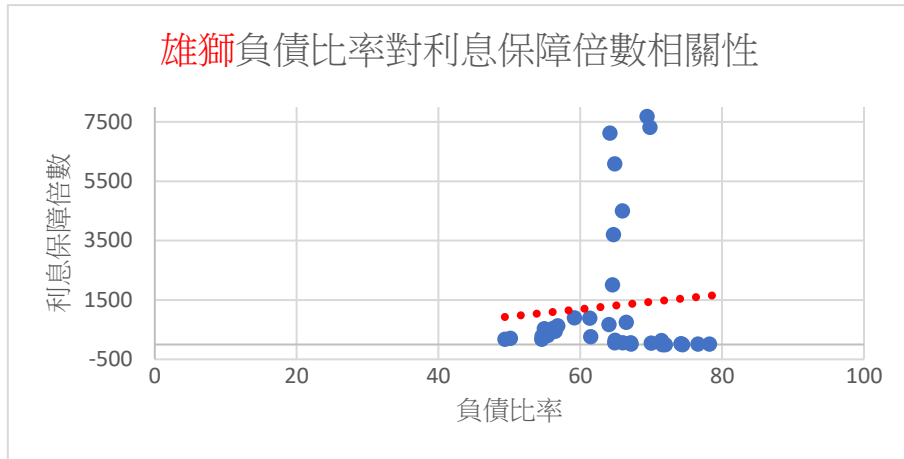


圖 27 雄獅負債比率與利息保障倍數相關性

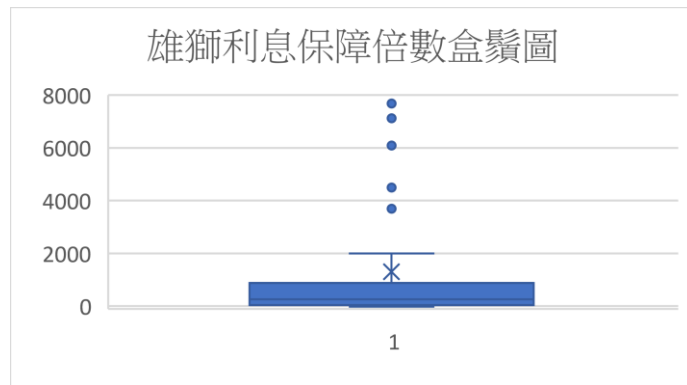


圖 28 雄獅利息保障倍數盒鬚圖

再觀雄獅的財務槓桿度資料（如表 25），可知雄獅將負債做財務槓桿運用，且有正面效益。

表 25 雄獅財務槓桿度

年分	雄獅財務槓桿度
2010	無資料
2011	1
2012	1
2013	1.01
2014	1
2015	1
2016	1
2017	1
2018	1
2019	1.36

雄獅負債比率高財務風險高，但從上述可知雄獅具有極好的還債能力，且將資金做槓桿運用，以此得出雄獅的財務風險來自投資運用，財務風險有控制妥當，此作為是為了公司更大的發展。

3. 五福

由圖 29 與表 26 可知，五福負債比率與利息保障倍數是呈現正相關與雄獅相同，相關性比起雄獅更高，可五福利息保障倍數有負值，代表償還能力仍需觀察，在利息保障倍數為負值時，是在 Covid-19 爆發之後，且當時負債比率相對下也較低，在疫情嚴峻之下，五福是以保守方式來面對，負債比率比疫情前更低了，由表 27 顯示五福的負債在 2020 年間大幅下降。

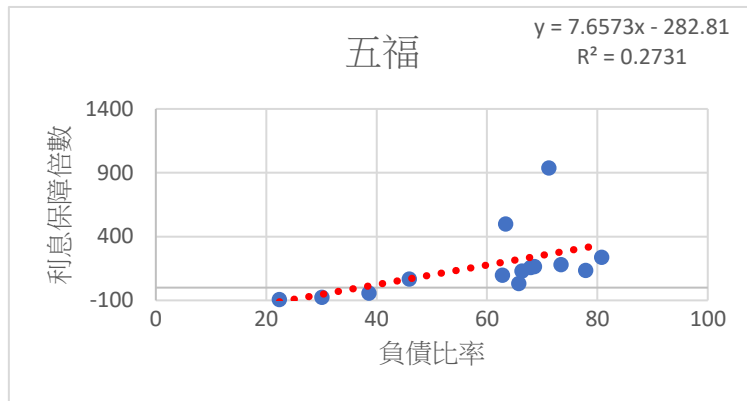


圖 29 五福負債比率與利息保障倍數相關性

表 26 五福估計迴歸資料

趨勢線公式	$y = 7.6573x - 282.81$
R square	$R^2 = 0.2731$
R	$R = 0.5196$

表 27 五福負債資料

年分	五福負債
201903	1,195,195
201906	1,131,576
201909	985,697
201912	1,068,445
202003	486,330
202006	338,188
202009	214,930
202012	133,583

4. 山富

由圖 30 可知，山富在負債比率和利息保障倍數呈現正相關，但比五福更低，利息保障倍數表現與五福比較並沒有比較好，利息保障倍數為負值的更多，值也沒有像五福那麼高。

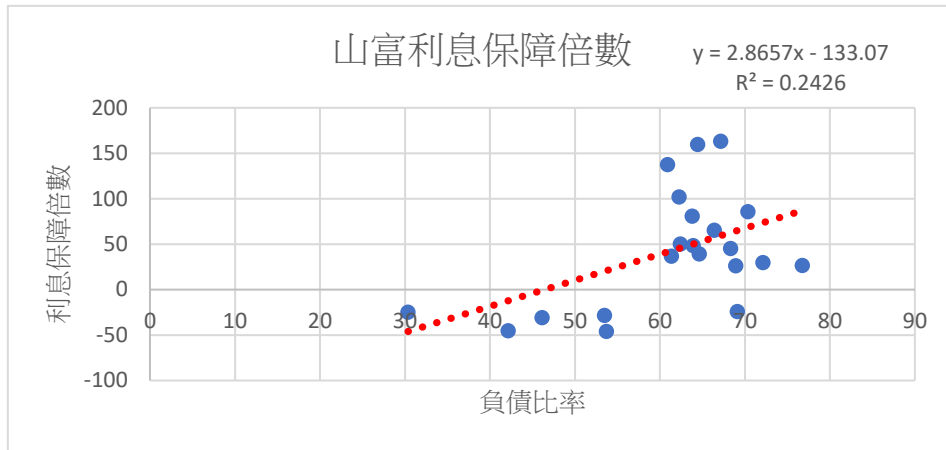


圖 30 山富負債比率與利息保障倍數相關性

表 28 山富估計迴歸資料

趨勢線公式	$y = 2.8657x - 133.07$
R square	$R^2 = 0.2426$
R	$R = 0.4925$

Step3 :

接著討論負債比率低於 50% 的公司為易飛及鳳凰兩家公司，若負債比率低於 50%，雖說財務風險會較低，但可能此公司並未利用機會創造更多公司價值，所以將會用財務槓桿度來衡量此公司是否有積極創造公司價值來評論此公司的優劣，採財務槓桿度為年資料，評比方式：正為佳（有作財務槓桿）、負為差（代表財務槓桿帶來負面效果）。

5. 易飛旅

易飛的負債比率屬於偏低值（中位數低於 50%），如圖 31 前期 2015 年之前財務槓桿表現不錯，將負債做很好的運用；但 2015 年之後，財務槓桿度變成負值，代表並未將負債妥善應用。由圖 32 可知，易飛旅的償債能力也是非常低，利息保障倍數中位數為 0.29，幾乎有一半的值為負。



圖 31 易飛財務槓桿度

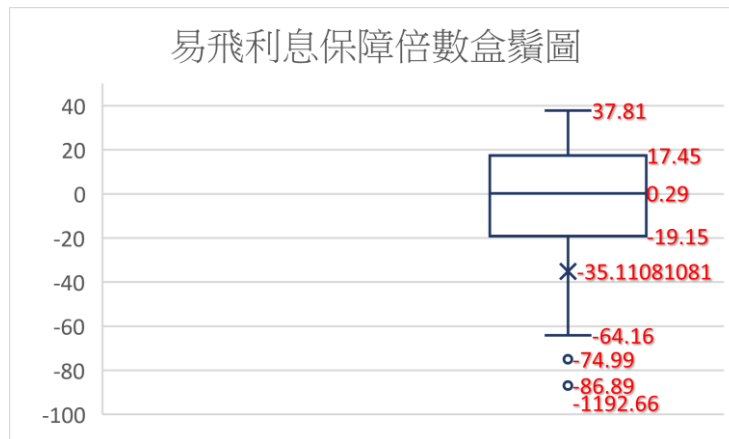


圖 32 易飛利息保障倍數盒鬚圖

6. 鳳凰

以財務槓桿度來看鳳凰表現佳，都為正值，將負債做很好的運用，再觀利息保障倍數（表 29），鳳凰利息保障倍數中位數為 67.52，且所有數值皆為正，是六家公司表現不錯的，與雄獅不相上下，雄獅雖然離群值比鳳凰還大，可是雄獅有負值。

總和上述，鳳凰負債比低，且也善利用財務槓桿度，利息保障倍數表現也佳，由此推論財務風險低。

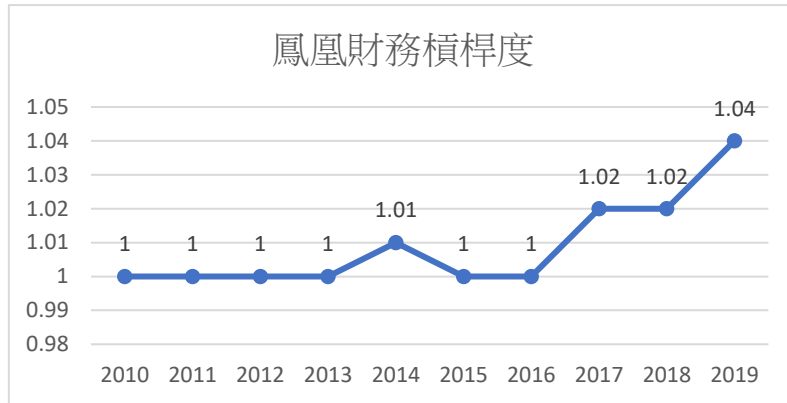


圖 33 鳳凰財務槓桿度

表 29 鳳凰利息保障倍數

	Min.	Q1	Median	Mean	Q3	Max.
鳳凰利息保障倍數	1.64	40.49	67.52	1267.41	884.35	12473.76

(四) 總結論

分別討論負債比率高與低的，負債比率高的第一為雄獅表現最佳，將負債充分運用且有能力償還。五福負債和利息保障倍數相關性最高，且無負值，又山富相關性低於五福一些，兩者差距甚小，所以將五福列為第二，山富列為第三，第四為燦星負債與利息保障倍數呈負相關，還債能力低，負債又高，財務風險極高。負債比率的組，鳳凰表現最佳，易飛為次財務槓桿表現不佳，還債能力也差。

將這六家公司合併排名，第一列為鳳凰，負債低、也有運用資金做財務槓桿，還債能力也穩定，第二為雄獅，雖利息保障倍數極高，但仍有負值，且財務槓桿表現也普通，負債又高，相對鳳凰財務風險更低。再來第三和第四為五福與山富，雖然易飛負債比率較低，可是在資金運用上表現不佳，所以落在五福山富之後，其負債比率又比燦星低，最後一名就是燦星，財務風險上的表現極差。

第三節、 管理—危機處理

觀光旅遊業目前所遇到最大的危機就是新冠肺炎的衝擊，2003 年的 SARS 也只持續了半年使觀光旅遊業蕭條，但新冠疫情至目前為止已經持續超過 1 年，完全無法出國觀光旅遊，只剩國內旅遊的商機，且這六家公司以國外旅遊營收佔比最大，大規模傳染疾病和政策都會使觀光旅遊業結構隨之更動，營收也會隨此幅動甚劇，外在因素的影響對於觀光旅遊業都具有緊密的關係，因此我們借探討這六家公司面對危機時的處理態度與方式，來評估這家公司的優劣，如何在變動劇烈的情況下，仍然能在觀光旅遊業中佔有一席之地。

一、 燦星

燦星在未發生疫情前，2015 年起連年虧損，整體營運狀態就呈現危機狀態，疫情成為壓垮燦星的最後一根稻草，最終在 2019 年 3 月份被亞果集團收購。在經營有一定基礎，是台灣第一家發展 OTA(Online travel agency)的旅行社，過去曾有推出數位轉型的方案，將實體店面關閉改成線上平台，不過營運卻未有起色，從成果上來看都無疾而終。面對疫情衝擊，並未作出甚麼應對措施，裁員也是這六家公司最多的。

(一) 對外作為

燦星在疫情開始發生後，業績慘跌，被亞果集團收購，由此，燦星希望發展成全台灣及全世界上旅遊專家，結合亞果集團，打造遊艇休閒產業鏈，兩者合作是看好互補效應，在陸上與海上的合作，藉此打造新亮點，主打海上休憩。

(二) 對內作為

「去年經過風風雨雨、又遇到疫情，員工可能多少有點人心惶惶。我們入主後首先得安定員工心情、優化網路平台，往後的營運也將以線上為主。」燦星總經理鄭寶蓮說，繼續進行「KaiS 開始旅行」，持續加快公司數位轉型，在於公司內部環境，根據亞果遊艇董事長侯佑霖所說，「受到疫情影響，他認為這時更是重新整頓時機，趁機會把系統做好，小而美化，再搭配海洋休憩，重新出發。」(陳佩君, 2020) 因此大量裁員重新整頓，成為了這六家公司中裁員人數比例最高的。

(三) 燦星旅危機處理總結

燦星在疫情期間並沒有太大的作為，公司年報也只出到 105 年度，公開資訊相當稀少，雖說有不斷進行數位轉型，可是並未看到任何成效，此點相當可惜，除此之外就是主打海上旅遊，這部分可能要等到疫情結束後才能夠見效。

二、 雄獅

這六家公司中雄獅是最快對疫情做反應措施的，從一開始最早提出董事減薪，到之後設計安心旅遊，雄獅提供許多服務，多樣化的旅遊商品，及旅遊安心的保證，不斷強化消費者的品牌信心，這些方面都是這六家公司中表現最為出色，公開資訊最為完整的，也應對了雄獅是觀光旅遊公司規模最大的。

(一) 對外作為

推出許多因應疫情的旅遊方案，像是「安心旅遊」，採取「實名制」、「配額制」與「安心制」三大政策，且提供雄獅旅遊健檢師，合作飯店必須落實消毒、配戴口罩，確保每位旅客的安全，將防疫等級提升到最高，重拾消費者信心。以及對於疫情下旅遊方案也是日益跟進，提供多元的旅遊方案，例如分散旅遊、酷碰遊與注入靈魂的旅遊，分散旅遊是因為疫情時期分眾旅遊將防疫最到最好，同時旅遊淡季也將會有客群，旅客旅遊在國內旅遊的時間將會拉長，在過去雄獅曾經主打過「大人囡仔」，主要客群為樂齡族，剛好為「分散旅遊」打好了基礎工程。酷碰遊為設計給夾在自由行與團體旅遊之間的客群，不喜歡團體旅遊又無法自行規劃行程，按表操課就是他們主要推行的方式，由寶獅專業團隊設計很「酷」的行程，未來有望走向虛擬(中間族群與年輕世代)和實體票券(樂齡族)。現在主打國內旅遊，在台灣的旅遊雄獅以更高品質型態展出，注入靈魂的旅遊，在台灣注入文化體驗，讓國旅產品注入感動的靈魂(楊詠鵝, 2020)。與農委會合作推廣休閒農業特別在疫情嚴峻下幫農業找出入，同時豎立台灣觀光價值(農委會(輔導處), 2020)，雄獅的發展很廣，在疫情嚴峻下更將此視為轉機，才有今日之成就。

(二) 對內作為

雄獅在內部作為以員工人才培育與績效發展，讓內部員工提升核心競爭力及工作技能，因應現代科技技術，讓員工跟上新技術的發展。在營業慘淡之際，讓雄獅有機會對內部做調整，檢視自家產品優缺點，將缺點改善，優點更加進化，由於在家辦公促使雄獅在 e 化系統上有更多的突破，透過線上遠距銷售介紹，大量增強員工訓練，為未來員工替顧客線上訂購的技術純熟化，將市場商機延伸至網路，發展出網路銷售能

力，這就是在 SARS 下雄獅對企業內部做的創新並儲備好內部實力，在隔年疫情終止後，由於先前封閉，解封後國人對旅遊需求大增，讓蓄勢待發的雄獅在商機爆發之際，能透過網路系統的建設比同業更能迅速處理大量交易，讓雄獅在最後將原本的虧損賺回，並為未來創造更多網路商機。

(三) 雄獅危機處理總結

雄獅相對其他六家作最好的部分就是資料公開透明化，這點是其他家都遠遠比不上的，雖然國內旅遊也不是雄獅最主要的營收來源，可是在疫情的衝擊下，雄獅能夠以最快的速度站穩商機，且推出一系列的應對措施，觀光旅遊業本身就極容易受到外界因素影響，而雄獅卻能夠這麼快速的應對，維持品牌名聲，代表雄獅具有長遠在台灣生存的能力。

三、 易飛

易飛與其他五家公司經營模式略有不同，易飛偏向於電商平台，提供旅客能在線上就完成一系列的旅遊訂購，也因為如此在疫情衝擊下，易飛是衝擊最小的公司，只要能夠旅遊就能夠搶到商機，這是易飛本身的優勢，也就此易飛並沒有提供太多面對疫情的應對，更多的是去搶商機。

(一) 對外作為

在電子商務部分，易飛是做最好的，他提供個人消費者便捷且豐富的旅遊商品、亦能提供企業、團體客製化服務及提供同業交易便利、內容豐富的整合交易平台。也顛覆了傳統旅遊業的商業模式，提供大量、透明、快速的訊息給消費者，且易飛旅有強大的中小旅行社整合能力，提供中小旅行社線上平台去販售自己的旅遊產品，同時也提高了自己網站的豐富度，多數小型的旅行社並沒有數位轉型、IT 的技術人才，而易飛旅趁著疫情帶來的空檔開發「B2B2C」的公版系統，讓小旅行自行嵌入，降低販售自由行商品的技術門檻 (陳君毅, 2020)。易飛整合了各大飯店和航空，將所有資源整合，也是因為這幾年不停在這塊耕耘，易飛才能將疫情衝擊降到最低。此外，易飛代理了「量子天使一號」速清液，配合新冠疫情發覺其他商機。

(二) 對內作為

易飛相當重視員工，認為「員工是公司最重要資產」，提供人性化工作環境，並不斷進步制定各項符合員工未來生涯發展、工作動能…之制度，期以員工與公司一起成長為目標。

四、 五福

對外作為發展國內旅。對內作為較鳳凰更精簡人事成本，裁員約 20%，是六家公司中第 2 個實施董事不支薪，高層減薪政策，提供疫情期間作為資訊較為不足。

(一) 對外作為

五福執行長謝宏明則指出，「考量疫情可望在明年中暫歇，若以半年多的時間做轉型計畫，恐不見成效，因此仍將以目前既有的業務進行強化。五福之前曾評估往旅館、車輛租賃等方向發展。」近期以國旅方面發展五福旅遊執行長謝宏明表示，「相較部分同業此時多角化轉型、經營副業，五福自成立以來就只做旅遊業，所以決定堅守本業不變。」

五福並沒有提出太多轉型或改變的策略，只是在疫情情況下與其他旅遊業者一樣轉向國內旅遊維持營收，推出一些新的國旅方案，但並沒有期望深耕，在過去國內旅遊的規模也都不大。

在五福 109 年度年報中指出在疫情期間，優化網站內容，呈現更流暢的操作及具吸引力的視覺表現，系統優化為疫情結束後有所助益。

(二) 對內作為

五福旅遊於 2020 年 3 月 24 日宣布，董事自三月開始不支薪，且副總經理以上高階主管將於疫情間自主減薪，與員工共體時艱度過此次旅遊業的大劫難。五福除了參加公協會的轉型培訓課程，也辦理內部訓練課程，希望能將核心人才留下來。五福旅遊表示，在考量各單位職能不同的情況之下，人員整體減縮幅度將會低於整體比率的 20%，並依循勞基法相關規定辦理執行，公司並承諾被調整之人員未來在業務正常後可優先回聘（採訪中心，2020）。

(三) 五福危機處理總結

五福在面對疫情嚴峻下，並未作出太多決策，大部分已減少傷害增加營收為主，對於未來長期的規劃並未做出太多的投入，已自保為優先，提供作為也相對其他旅遊業少很多。

五、 鳳凰

面對此次疫情所做的策略，鳳凰並沒有第一時間就有應對疫情衝擊的措施，他們對於新冠疫情一開始採樂觀態度，「SARS 就是半年啊，沒有想到這

次真的這麼慘。」卞傑民¹⁴所說，同時也可知鳳凰反應速度並不快，後續鳳凰以國內旅遊為主，並發展多角化轉型，訴求多方位市場，以降低企業風險，這是對外所做的因應措施。鳳凰內部管理降低人事成本，裁員約 13%，並且是六家公司中第 3 個提出實施董事不支薪，高層減薪政策，以下為鳳凰在疫情期間的作為。

(一) 對外作為

1. 主打國內旅遊

雖然國內旅遊在鳳凰旅遊占比極低，可鳳凰在台灣已經深根 64 年，在台灣有許多合作業者，不論是離島還是本島，皆有不同的方案搭配。本島部分，鳳凰是台灣高鐵假期的代理之一，搭配高鐵推出自由行、住宿租車等方案，此外，鳳凰以國外旅遊的標準來打造國內旅遊，推出「金蕃薯」系列，此系列強調吃、住、行程的質感，主打對象為鳳凰深耕多年的含金量極高的會員，至目前累積已有 10 萬人，較活耀的客群約有 7 萬名，目標客群在 45 - 50 歲屬較高年齡層，已有足夠經濟能力，願意花錢追求更高體驗品質的消費者，這也是過去鳳凰曾經推出的頂級中國行程「金鳳凰」，最高價曾賣到 10 萬元，對於其業界是難以想像的高價，買單的消費者也大有人在，可能為最具潛力的金礦（陳君毅，2020），鳳凰將過去的行程方案重新包裝，成為現今適合的方案，抓住與其他業者不同的目標客群，為含金量高的消費群，這方面的表現值得關注。

2. 投資觀光相關產業

鳳凰開設健身房菲尼克斯私人健身空間 Fitnexx 與斥資 5 億在小琉球興建休閒旅店。

因疫情的衝擊，讓鳳凰多角化經營的腳步加速，鳳凰展開全新業務，開設健身房是瞄準疫情後健康意識的提升，走重視隱私、強調私密性的路線，一小時僅能接待 4 位客人，該中心強調提供消費者獨立訓練空間，根據卞傑民說法，目前先開一間試水溫，若反應不錯將會持續投資。

鳳凰投注 5 億元在興建小琉球飯店，打造休閒旅店，預計 2022 年底完工營運，為提供旅客最佳度假體驗，已高價位飯店來進攻離島商機（陳君毅，2020）。

(二) 對內作為

¹⁴ 卞傑民現為鳳凰旅遊總經理兼發言人。

在疫情期間。鳳凰實施董事長不支薪、管理部主管減薪 3 成之外，也調整上下班時間（晚半小時上班、提早一小時下班），並重新檢視過往產品進行優化與人員的教育訓練（陳君毅，2020）。

受到新冠肺炎疫情拖累，鳳凰旅遊預計裁員 40 人，占公司總人數約 13%，實行組織人事精簡措施。鳳旅行社指出，「雖然政府有紓困方案，但無法解決長期可能面臨的困難，再加上持續邊境管制，即便近幾個月國旅大爆發，但公司國旅業務也無法支撐整個公司。」同時鳳凰承諾，未來業務正常後，被資遣的員工將可優先回聘（許家禎，2020）。

（三） 鳳凰危機處理總結

鳳凰在疫情期間所實施的方案，並不是一味的跟進搶商機，而是在此同時思考如何站穩現在緊急情況，過去已經有累積資源，結合未來所往的方向，將此二者同時考慮，為未來商業模式的轉變，觀光旅客型態改變及消費者的需求，同時做規劃新的旅遊行程方案，新的產品組合，為成為一家非典型旅遊公司。

六、 山富

面對疫情衝擊下，山富並沒有自亂陣腳，在 2019 年起山富就開始在數位轉型打地基，希望能整合線上線下平台，拉取不同年齡層的族群，互補其產業。在此場危機下山富選擇以數位轉型為主，包裝精緻國旅為輔，為未來成長鋪路；且疫情嚴峻下不裁員反而逆勢徵才。

（一） 對外作為

山富在疫情嚴峻下決定展開數位化的因應措施，面對線上旅行社（Online Travel Agent, OTA）崛起，許多傳統旅行社只有線下服務，過去的山富也是如此，可是山富注意到了電商平台的商機及未來趨勢。山富指出，許多新創的旅遊業者及 OTA 多提供單一服務。例如，Skyscanner 是機票比價平台；Agoda、Hotel.com 是飯店比價平台 KKday、Klook 提供單一體驗行程。山富希望將機票、訂房、自由行程預定、交通票券、航班延誤補償申請等服務透過 API 串連，整合起來提供一站式服務（廖君雅，2020），上述為 2020 年 6 月山富所提出數位轉型的決策，在 2021 年山富表示，2020 年新網站功能已上線，完善會員機制 2C、2B、2E 的功能之外，也將產品熱門程度的數據加以利用分析，為公司做更好的行銷規劃。（蔡穎青，2021）。

在國旅部分，山富推出客製包車遊，山富看好離島與深度旅遊，過去在國內旅遊多是一日旅遊，而目前因無法出境，出國旅遊的錢花在國內多日且深度旅遊綽綽有餘，山富提供出私房行程或特殊專案，與其他業者產生差異化，此外規劃較多日、價格較高的深度旅遊行程。

在訂票和訂房部分，山富不斷升級，提供完整機票訂購網站平台，能同時 4 大 GDS（全球分銷系統 Global Distribution System）：AMADEUS、GALILEO、SABRE、eTerm 在同一平台，呈現所有航班最佳的時間及票價，有利客戶的行程兼顧效率及效益（蔡穎青, 2021）。此外，具優勢的訂房平台，透過互聯網呈現各大訂房平台的最佳房價及房型，旅客可以直接預訂，提高效率及效益，山富和 Klook、KKday、HotelsCombind 及易遊網等旅行商業平台進行串接，達到互補效果。山富董事找陳國森說：「我們有實體通路，有人情溫度，網路旅行社則沒有自己的團體行程，大家各擅勝場，線上資訊系統最重要的部分是優化，線下則是客戶維繫。」（廖君雅, 2020）

（二） 對內作為

疫情發生時山富沒有像其他旅遊業者一樣，實施裁員減薪等政策，反而朝著數位與電商方向發展，並尋找更多資訊人才加入。山富在危機中拼數位轉型，主攻網路銷售和系統整合。除了找基層業務，還鎖定數位行銷人才，徵求 IT 技術人員。

（三） 山富危機處理總結

山富因應未來觀光旅遊業型態上的準備非常積極，且也具有成效，對於未來規劃相當有想法也是觀光旅遊業中很早就開始鋪這條漫長但有價值的一條路，山富善用自身優點，具有看準市場的眼光，且不斷朝此方向邁進，才能與其他旅遊業在裁員時徵才。

七、 危機處理總結

上述分別討論六家公司面對新冠疫情，對內與對外的作為。雄獅是這六家公司表現最佳的，原因來自於他的反應時間是最快的，也推陳出新許多方案應對，首位提出高層減薪，雄獅旗下員工極多，若不及時應對，可能導致裁員風險，員工屬於公司重要資產，若裁員意旨公司並未對長遠作規劃，且資訊公開透明最為完整。第二名為山富，山富不裁員反徵才，快速應對疫情，積極發展數位轉型。第三名為受疫情影響最小的易飛，雖然受的衝擊最小，在疫情下抓準商機，可沒有太多面對疫情的措施，列為山富之後。第四名為鳳凰，鳳凰在面對疫情反應動作較差，不過著手開始因應時做的比五福

完善許多，所以第五名為五福。第六名為燦星旅，在疫情前就已經搖搖欲墜，許多提出來的策略也都還未實施，所以將其評等為最差。



第三章 鳳凰近期與長期規劃與建議

第一節、 總結論

一、會計總結論 - 杜邦分析

針對上述成長、獲利、經營能力，股價分析及財務風險等分析中，分別分析出六家公司在過去十年各方面的財務狀況。由於當初在經營能力上探究過「總資產報酬率」；然而，分析結果與其他分析相悖，故在杜邦分析中，用獲利、經營能力與負債及股東權益的歷十年折線圖看出成長能力，進而總結上述所有分析的結論，亦解釋總資產報酬率為何有不一樣結論的原因。

(一) 分析邏輯

杜邦分析將股東權益報酬率 (ROE) 拆成三個影響因素，從稅後淨利率 (獲利能力)、總資產周轉率 (經營能力)、權益乘數 (償債能力) 分析一間公司在研究之特定期間內的經營績效，了解整體財務結構為何。用 2010 - 2020 年的資料，分析 ROE 與稅後淨利率、總資產周轉率、權益乘數，各三項的影響關聯性，透過每個相關係數與組合折線圖的呈現，找出六家公司分別受哪一因素影響最為顯著，可排序出在研究之期間內，六家公司的整體財務優劣。

稅後淨利率愈高，代表公司獲利能力愈好；總資產周轉率的次數愈高，代表企業運用資金經營績效愈高；權益乘數的倍數愈高，等於負債比率愈高，代表負債程度愈高，財務風險亦高。

(二) 分析侷限性

由於杜邦分析是透過股東權益報酬率 (ROE) 拆解，貼近稅後淨利率的趨勢，解釋由獲利能力出發較多；然而，分析只含財務面資訊，不能全面反映企業實力，且是用過去的歷史資料評估，忽略未來的長期價值，故有一定的侷限性，無法對顧客、員工、技術創新等影響企業經營業績、無形的知識資產做估值與解釋。

(三) 分析前提

1. ROE - 常績利益與杜邦分析法求得之值有高度相關

將稅後淨利率、總資產周轉率、權益乘數相乘，得出杜邦分析法求解之值，與 TEJ 資料蒐集的 ROE 有些許落差，但整體來說，皆有高度相關性，由圖 34-圖 39 可知，相關係數趨近 0.9 至 1，故可合理使用 ROE 與三個因素做以下研究探討。

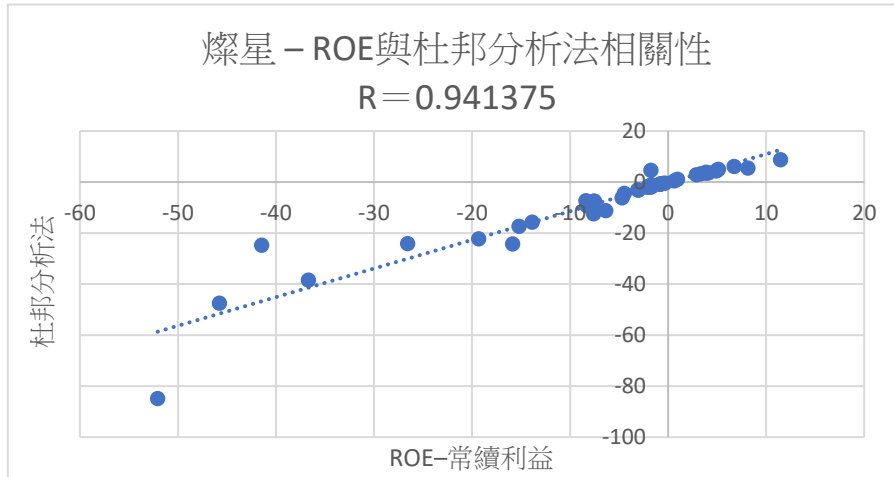


圖 34 燦星 - ROE 與杜邦分析法相關性

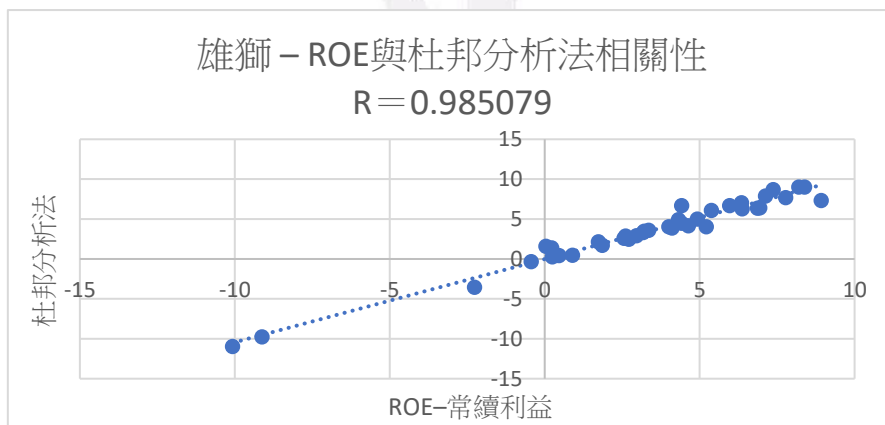


圖 35 雄獅 - ROE 與杜邦分析法相關性

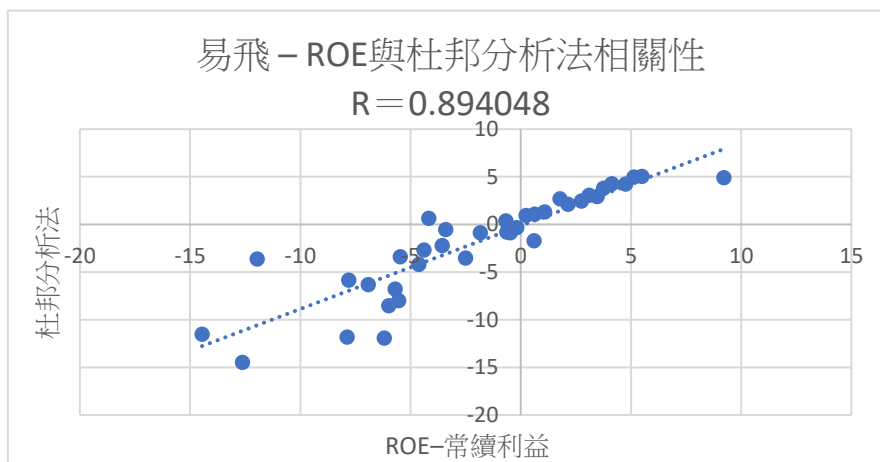


圖 36 易飛 - ROE 與杜邦分析法相關性

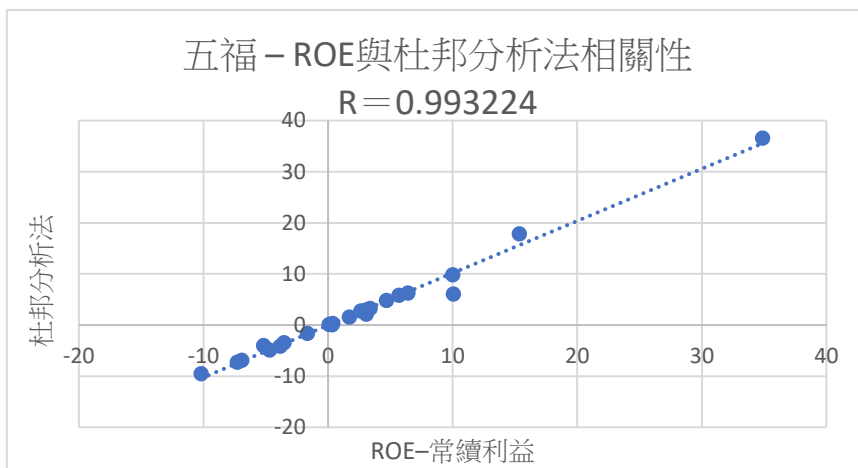


圖 37 五福 - ROE 與杜邦分析法相關性

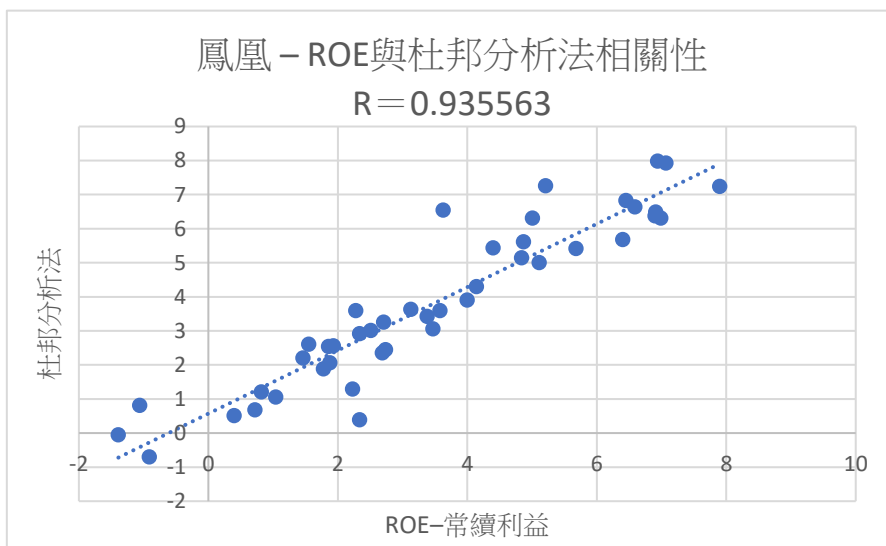


圖 38 鳳凰 - ROE 與杜邦分析法相關性

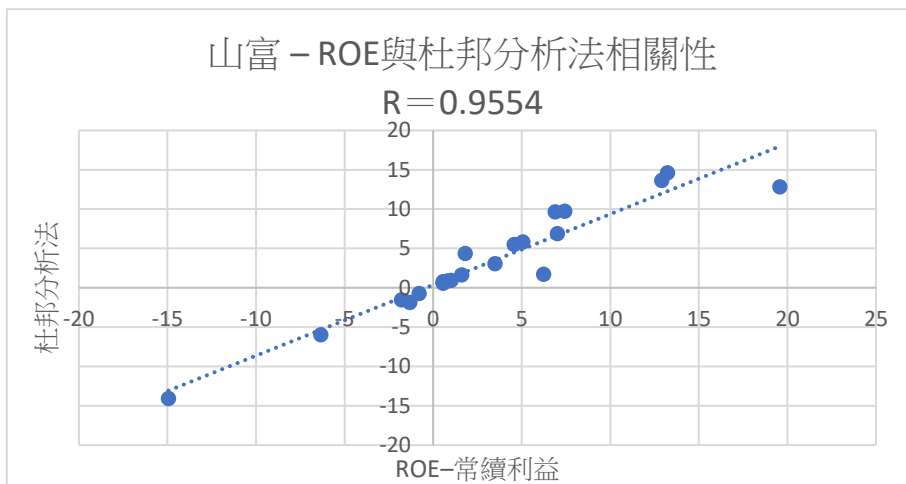


圖 39 山富 - ROE 與杜邦分析法相關性

2. 杜邦分析法細分圖

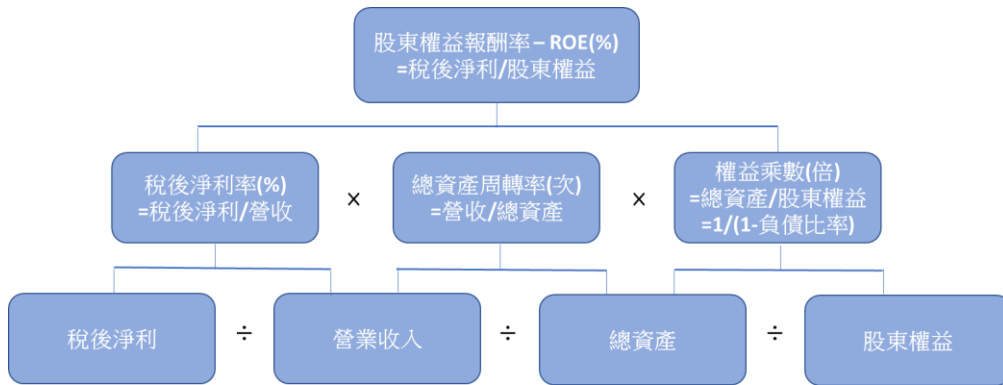


圖 40 杜邦分析法細分圖

(四) 分析內容

1. 燦星

由圖 41 - 圖 44 可知，燦星的 ROE 與稅後淨利率、總資產周轉率的走勢有同步的現象，皆在 2019Q3 就大幅往下急轉彎，2020 年的疫情使其獲利與經營能力雪上加霜，反映在 ROE 的表現上；然而，其在同時間增加其權益乘數的倍數，並在疫情爆發後更加重自身的負債壓力，提升至 8 倍之多，在亞果遊艇收購燦星後，才將其權益乘數降回過去維持的 2 倍水平。

燦星過去的整體獲利影響，稅後淨利率之相關係數為 0.72 大於總資產周轉率之相關係數 0.65，故其 ROE 的影響來源是獲利能力為主，經營能力為輔的公司；然而，其稅後淨利率 2015Q3 後皆為負值，整體下降趨勢；總資產周轉率長年介於 0.5 - 1 之間，疫情季度下降；且其權益乘數緩緩爬升，並在疫情時的提升更是急速上升，造成後期 ROE 的提升是權益乘數使然，此現象雖提升 ROE，但加重公司負擔。由圖與前述分析可知，燦星為獲利低、週轉低、負債高的公司體質，公司類型為「經營可能陷入困境」。

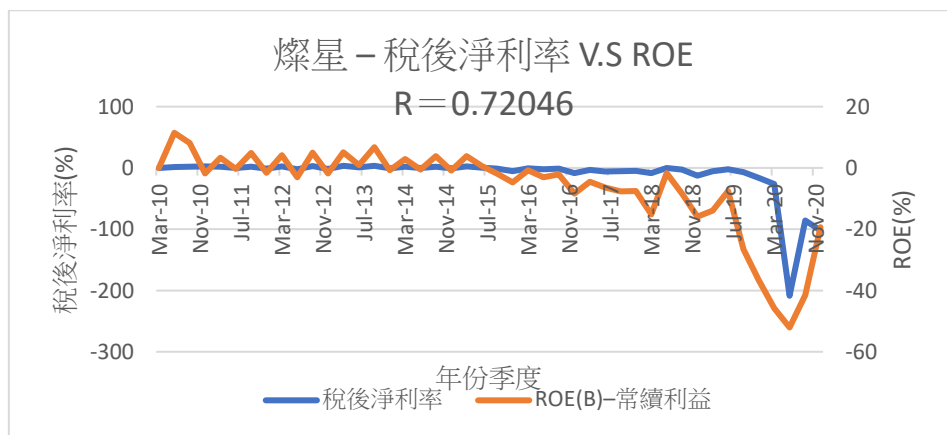


圖 41 燦星 - 稅後淨利率 V.S ROE

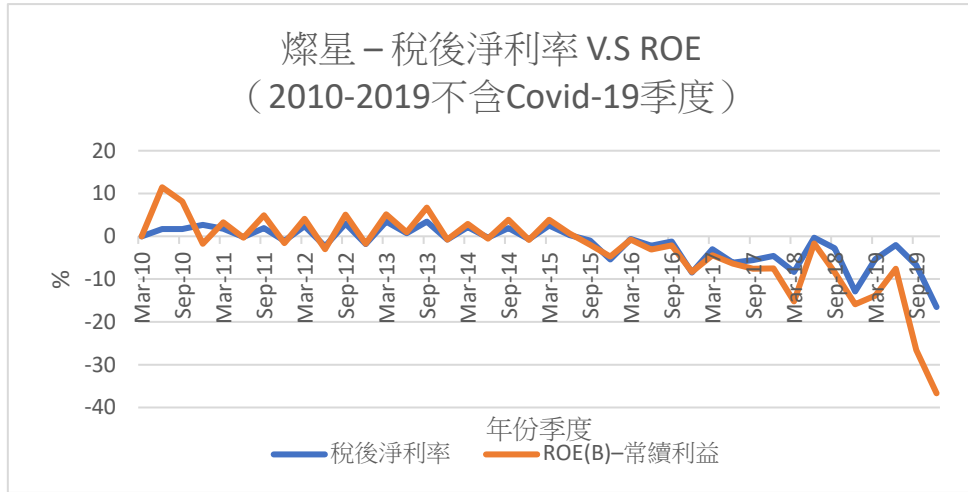


圖 42 燦星 - 稅後淨利率 V.S ROE (疫情前)

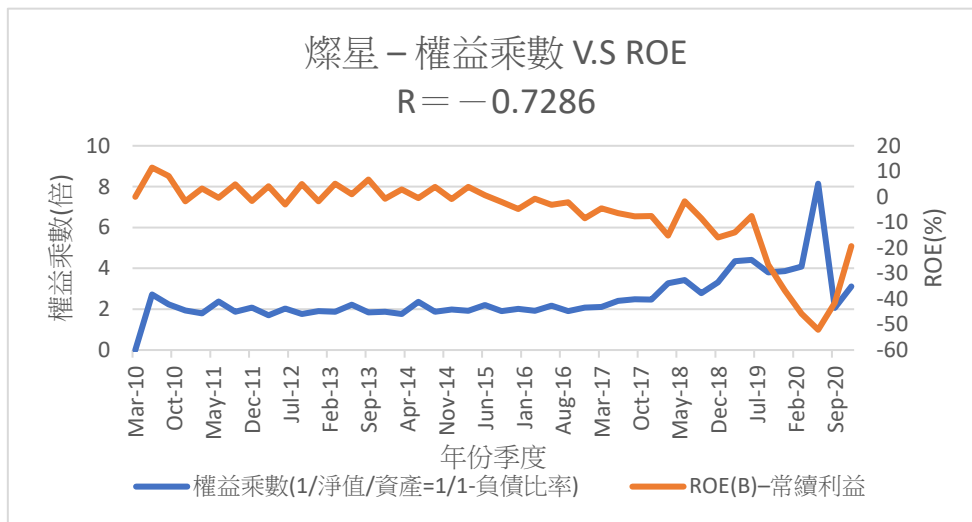


圖 43 燦星 - 權益乘數 V.S ROE

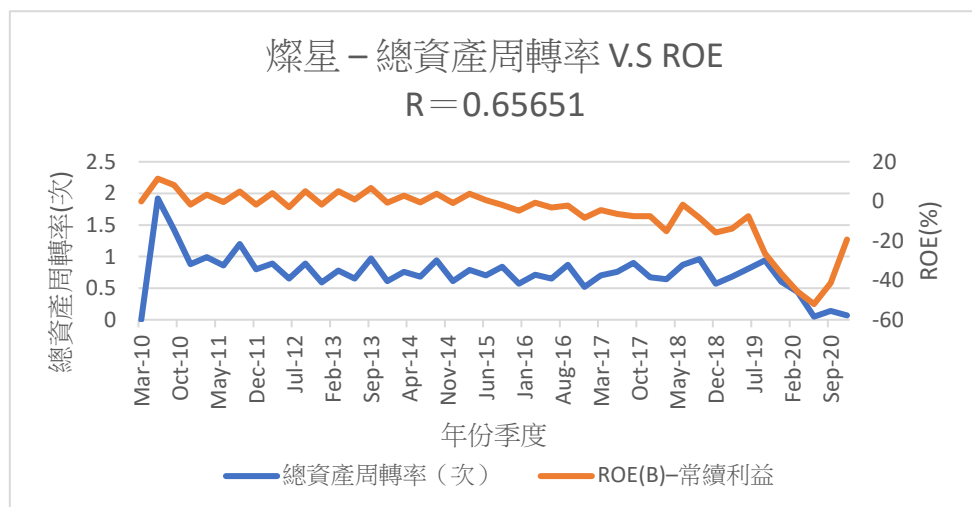


圖 44 燦星 - 總資產周轉率 V.S ROE

2. 雄獅

由圖 45 - 圖 48 可知，雄獅的 ROE 與稅後淨利率亦步亦趨，移除疫情季度後更為明顯，反映在其相關係數為 0.71 為最大；總資產周轉率亦依著 ROE 走勢起伏，其影響不比前者顯著，相關係數為 0.68 低於前者；然而，當雄獅權益乘數提高之際，與 ROE 上升相符，表示 ROE 上升時有一部份與投資人借錢提高的緣故，且歷年的倍數有走高的趨勢，代表負債壓力愈重。

以過去資料來說，整體的 ROE 獲利影響，獲利能力為主，經營能力為輔，稅後淨利率疫情前皆為正值且穩定，疫情衝擊才有負值；總資產周轉率疫情前穩定，在 1 次上下，疫情衝擊才下降；權益乘數雖高亦有微幅上升趨勢，且負債比率平均數 65.26 為最高，但由前述風險分析其利息保障倍數最高（平均數為 1302.08），故其負債高但償債能力最好。由圖與前述分析可知，雄獅為獲利高、週轉高、負債高的公司體質。

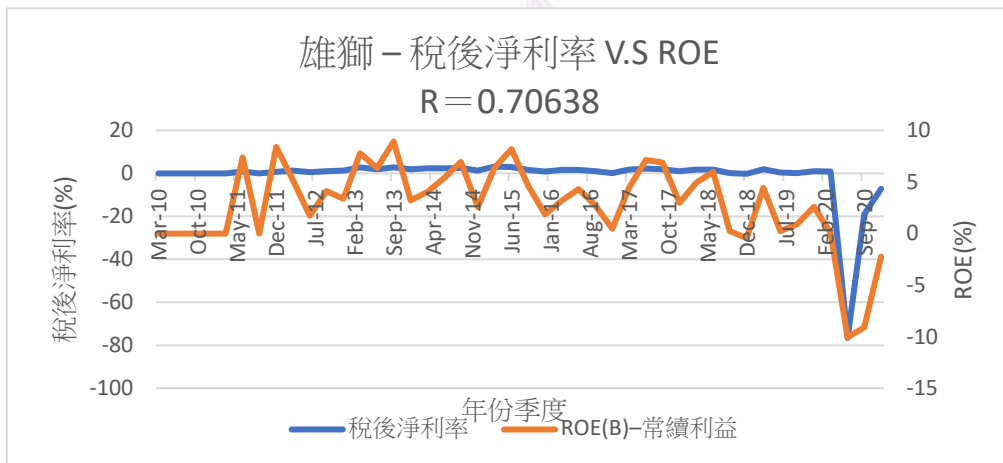


圖 45 雄獅 - 稅後淨利率 V.S ROE

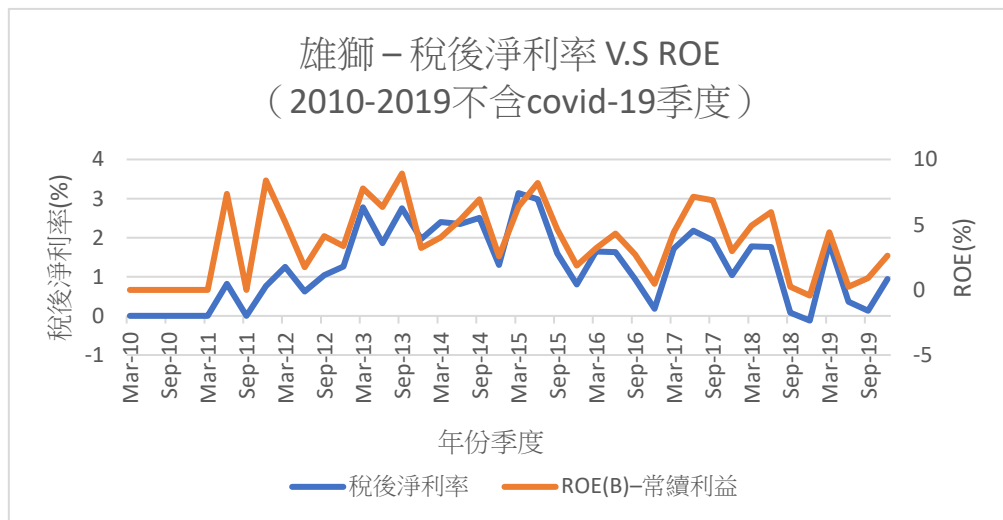


圖 46 雄獅 - 稅後淨利率 V.S ROE (疫情前)

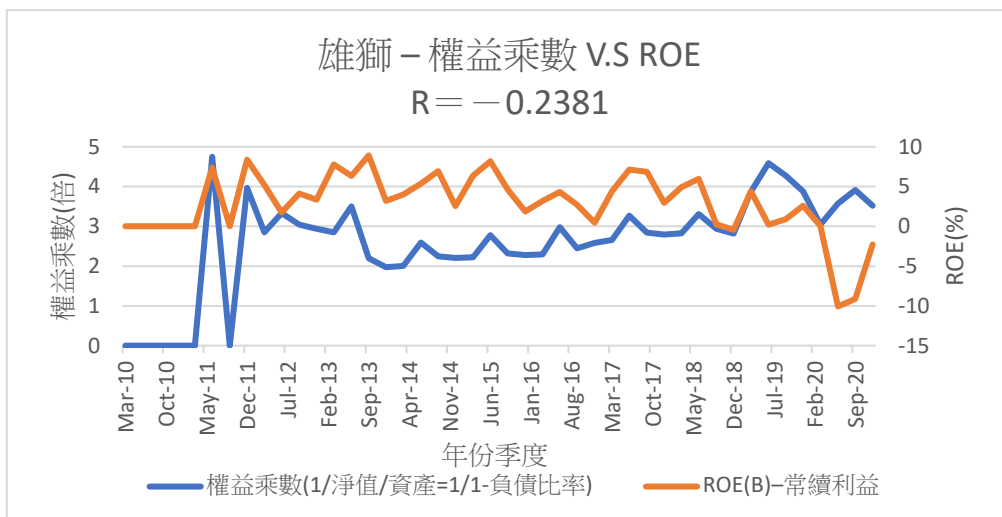


圖 47 雄獅 - 權益乘數 V.S ROE

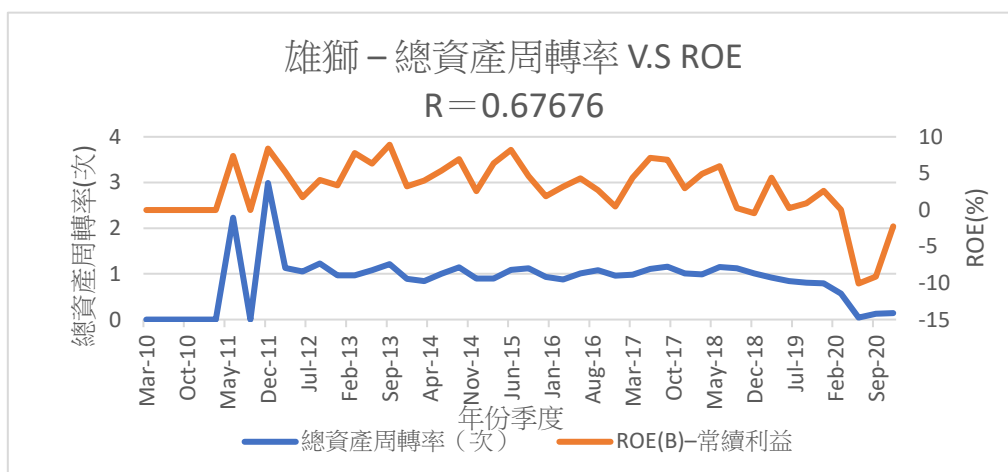


圖 48 雄獅 - 總資產周轉率 V.S ROE

3. 易飛

由圖 49 - 圖 51 可知，易飛的 ROE 與稅後淨利率、總資產周轉率趨勢雷同，由相關係數得知，前者 0.73 大於後者 0.6，稅後淨利率較為顯著同步趨勢；然而，權益乘數與 ROE 為負相關，且權益乘數愈大，ROE 的表現更糟糕，代表易飛並無將借來的資金妥善利用，負債愈多卻無法帶動獲利能力上升。

以歷史資料判斷，整體獲利影響受獲利能力為主，經營能力為輔，而在稅後淨利率 2015Q2 開始幾乎為負數，整體下降；總資產周轉率明顯下降趨勢；權益乘數由前述的風險分析中，負債比率第二低但利息保障倍數最小、未充分利用財務槓桿，呼應此處權益乘數與 ROE 趨勢漸行漸遠的結果。故由圖表與前述分析可知，易飛為獲利低、週轉低、負債低的公司體質，公司類型為「經營可能陷入困境」。

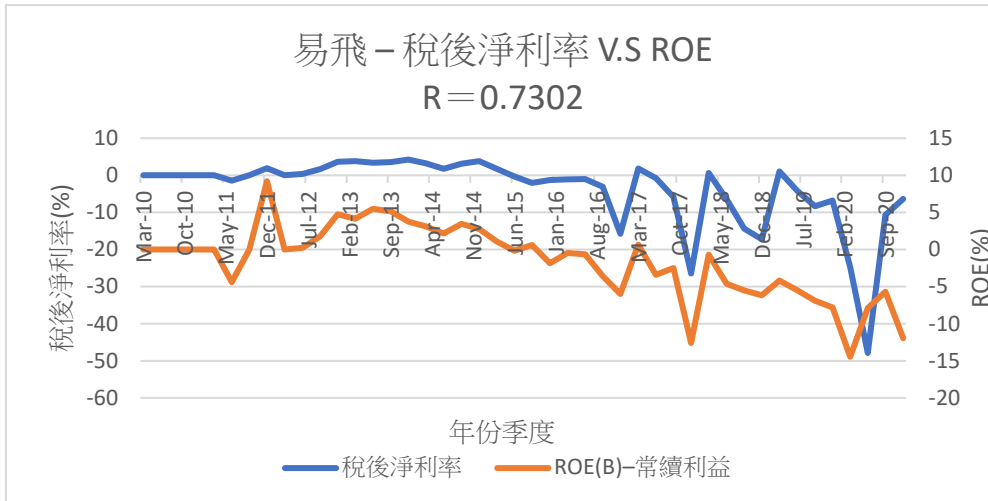


圖 49 易飛 - 稅後淨利率 V.S ROE

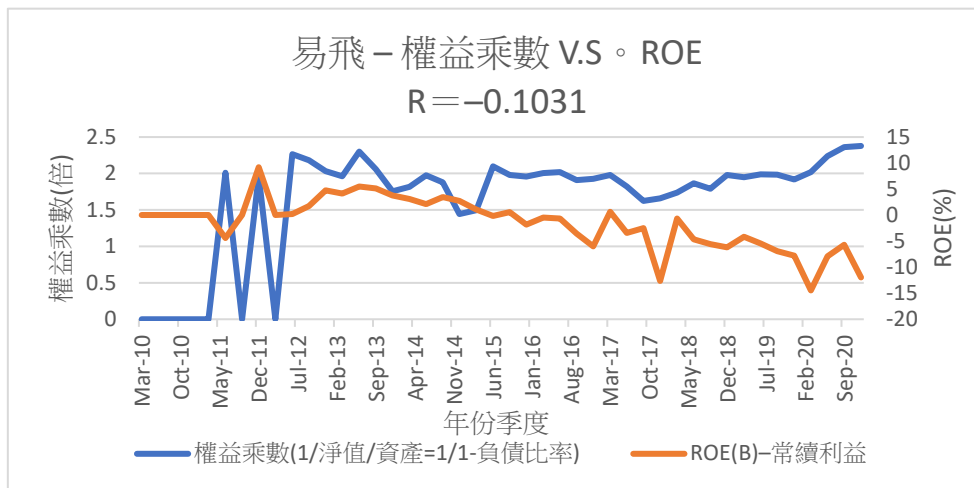


圖 50 易飛 - 權益乘數 V.S ROE

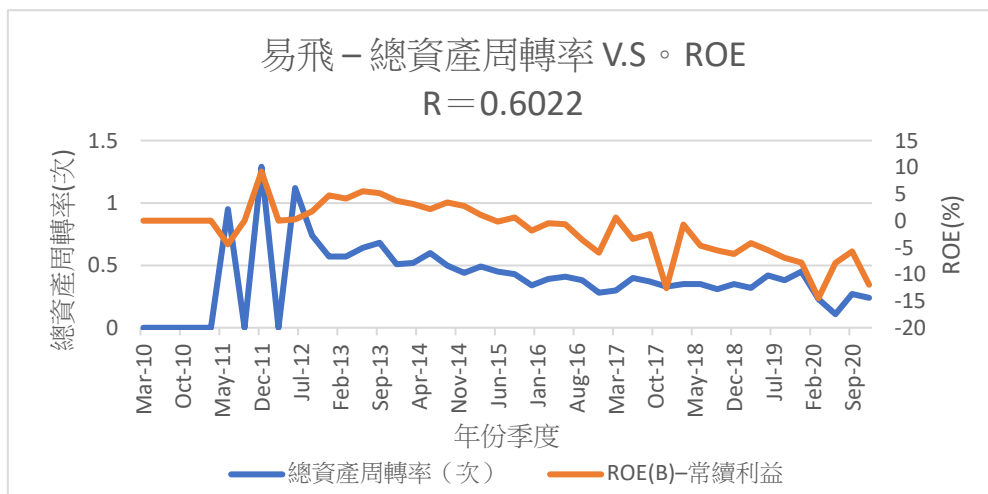


圖 51 易飛 - 總資產周轉率 V.S ROE

4. 五福

由圖 52 - 圖 55 可知，五福的 ROE 與在疫情前稅後淨利率的相關性高達 0.9，呈現亦步亦趨的趨勢，但在疫情後稅後淨利率的重挫使整體相關係數只有 0.37，故考慮整體趨勢與 ROE 相似的是權益乘數，相關係數 0.6 高於總資產週轉率 0.54，代表 ROE 的波動與負債的大小有關；然而，疫情前的 ROE 推升主要還是受稅後淨利率的影響，權益乘數與總資產週轉率為輔。

如看過去資料中，整體含疫情的獲利影響，是權益乘數的負債內容為主，經營能力為輔，稅後淨利率受淡季跟旺季的影響起起伏伏，正負值不一，疫情後的衝擊直逼最大負離群值，故整體為下降居多；總資產週轉率除去 NA 值，整體亦是下滑趨勢，從一開始 2 附近落至 1 上下，是六家平均次數 1.187 最多，而疫情後明顯其停擺；權益乘數長期維持 3 倍大於基準值 2 倍 故算高，在前述風險分析其利息保障倍數第三高，故整體還款率高。故由圖表與前述分析可知，五福為獲利低、週轉高、負債高的公司體質。

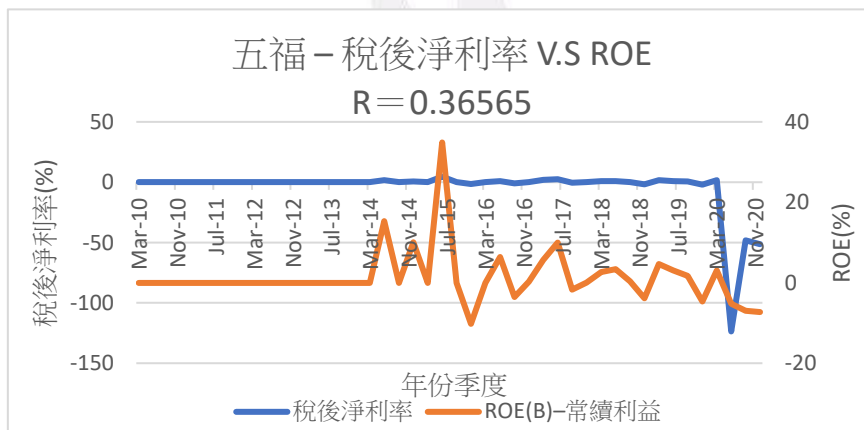


圖 52 五福 - 稅後淨利率 V.S ROE

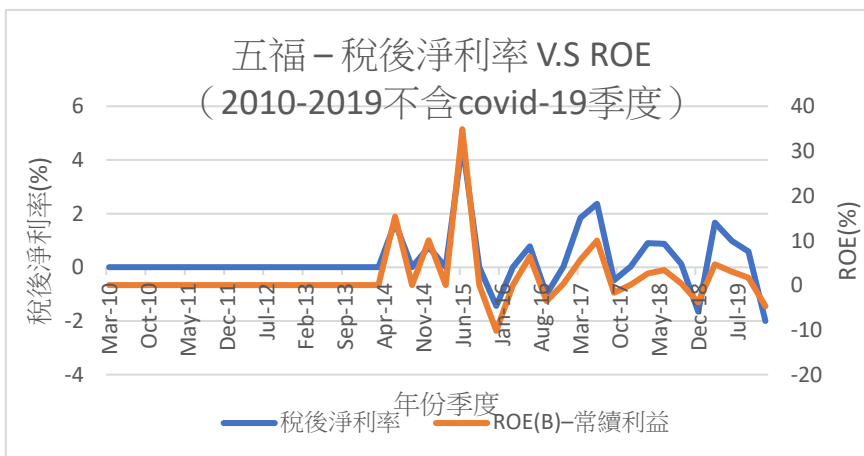


圖 53 五福 - 稅後淨利率 V.S ROE (疫情前)

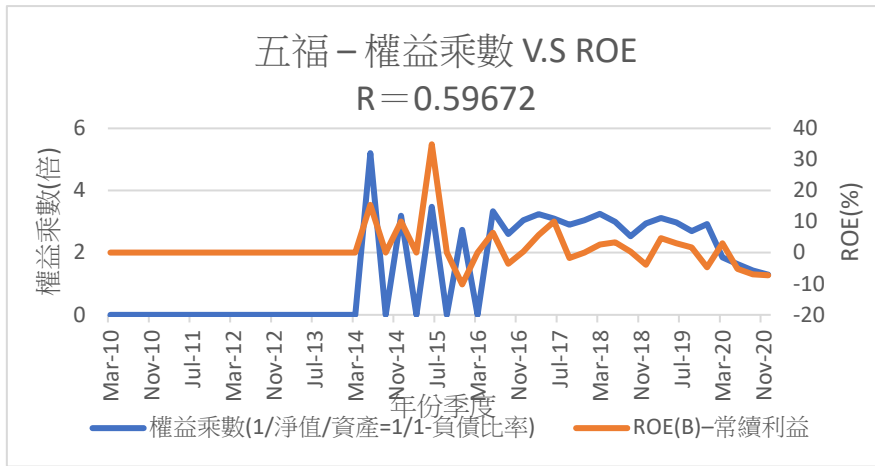


圖 54 五福 - 權益乘數 V.S ROE

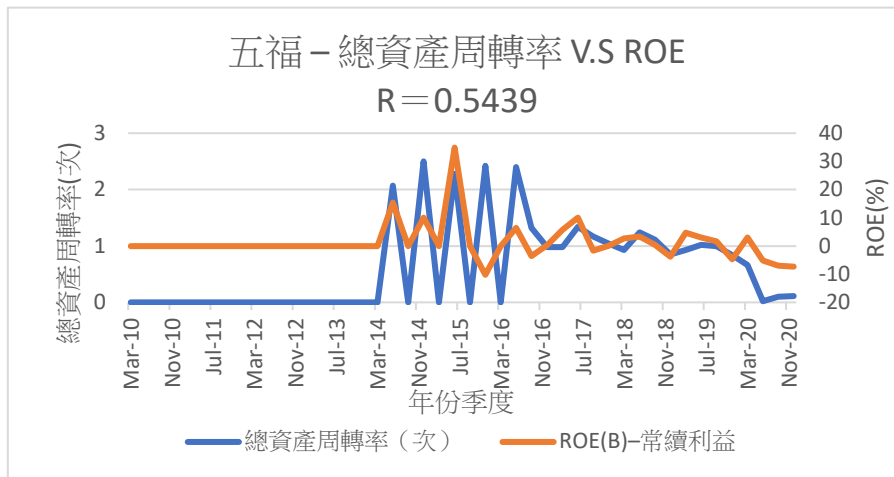


圖 55 五福 - 總資產周轉率 V.S ROE

5. 鳳凰

由圖 56 - 圖 59 可知，鳳凰的 ROE 與總資產周轉率的相關性高於稅後淨利率，即便後者去除疫情季度，相關係數僅 0.31，故與其他家公司不同，總資產周轉率的波動影響 ROE 的因素為主要；權益乘數影響 ROE 較其他兩者不明顯，2017Q2 之前維持在 1.5 - 2 次，之後維持 2 次上下不超過 2.5 次，整體維持在 2 次基準值，不因權益乘數的上身而拉高 ROE，屬財務槓桿良好的公司。

由過去資料研究整體獲利的影響，為經營能力為主，獲利能力為輔。稅後淨利率除了疫情後的離群負值，其餘皆為正值且獲利穩定，整體觀察值皆高於雄獅，呼應前述探討 ROE 的結論，鳳凰獲利優於雄獅；鳳凰的獲利因素雖然與總資產周轉率有較顯著亦步亦趨的趨勢，但其次數卻是六家公司最低的，平均只有 0.3534 次；然而，權益乘數在前述風險分析中，負債比率平均數 40.99 為最低，財務槓桿最高 1.04，有充分運用槓桿，風險面由於利

息保障倍數皆為正還債能力最好，故債務風險相較其他家公司最小。由圖表與前述分析可知，鳳凰為獲利高、周轉低、負債低的公司體質。

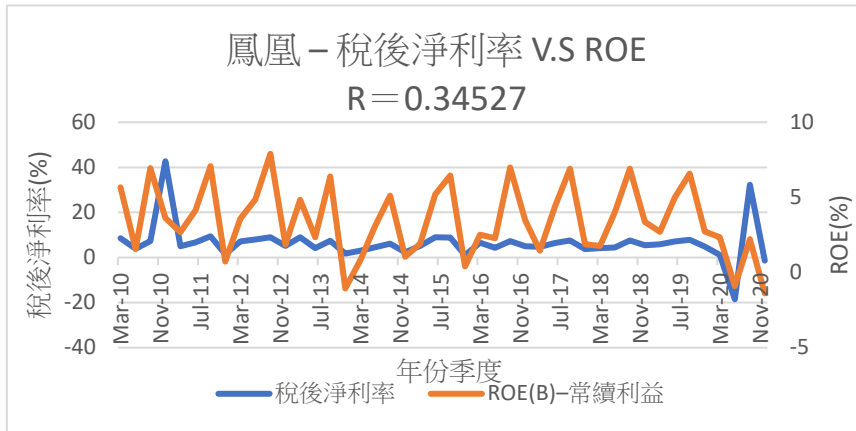


圖 56 鳳凰 - 稅後淨利率 V.S ROE

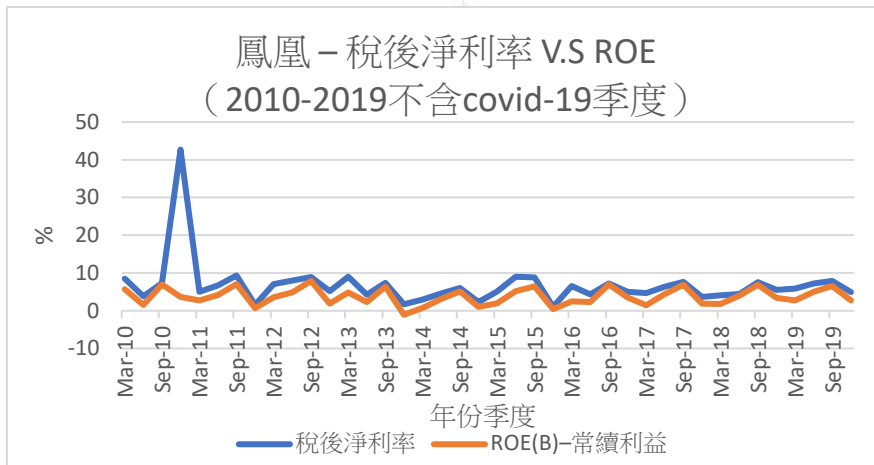


圖 57 鳳凰 - 稅後淨利率 V.S ROE (疫情前)

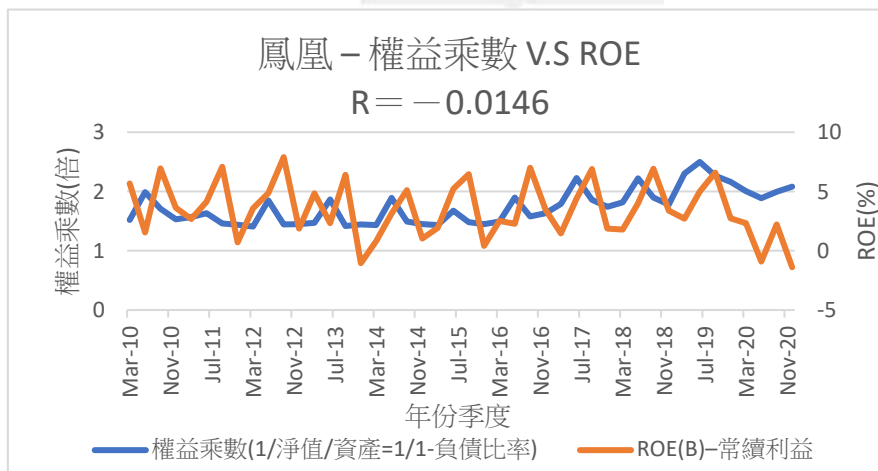


圖 58 鳳凰 - 權益乘數 V.S ROE

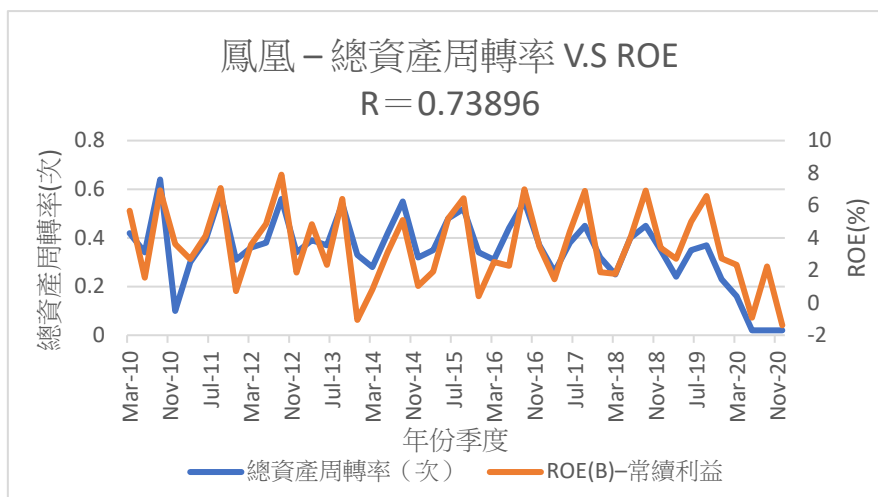


圖 59 鳳凰 - 總資產周轉率 V.S ROE

6. 山富

由圖 60 - 圖 63 可知，山富的稅後淨利率與 ROE 的相關性是較其他兩因素最高，排除疫情離群值影響，相關係數更高達 0.88；另外，總資產周轉率亦有相同趨勢，尤其在後期 2018Q3 開始下滑，帶動 ROE 的下降，而疫情季度主要為稅後淨利率的下滑帶動；權益乘數與 ROE 的相關係數趨近於 0，較無相關。

由於山富上櫃較晚，資料缺漏較多，以僅有的資料作分析，山富的整體獲利影響為獲利能力影響為主，經營能力為輔。疫情前的稅後淨利率穩定，幾乎正值，疫情後衝擊巨大故有最大負離群值；總資產周轉率在 2013 - 2018Q2 為六家公司周轉次數最多，維持在 2 次上下，疫情後才趨近於零，但整體平均為 1.44 次最高；山富在前述風險分析中，負債比率平均數 61.08 僅次於雄獅，但其利息保障倍數表現低於五福，整體風險高。由圖表與前述分析可知，山富為獲利高、週轉高、負債高的公司體質。

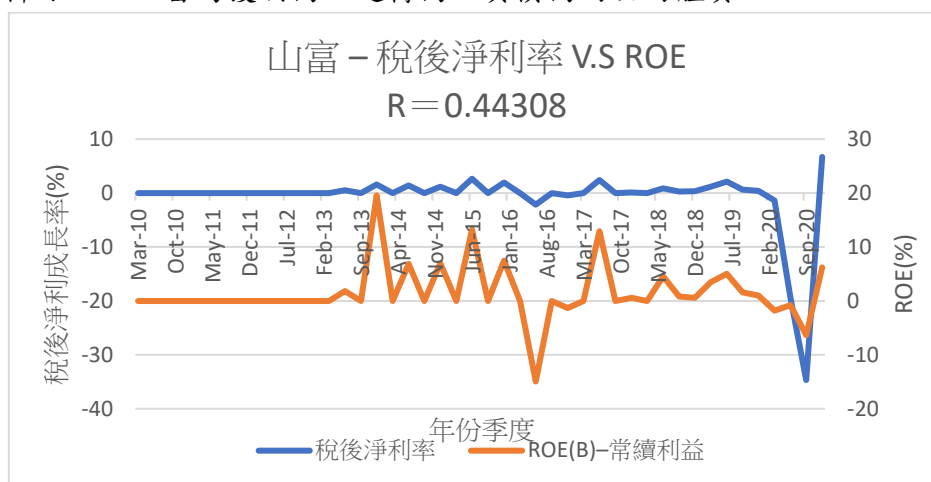


圖 60 山富 - 稅後淨利率 V.S ROE

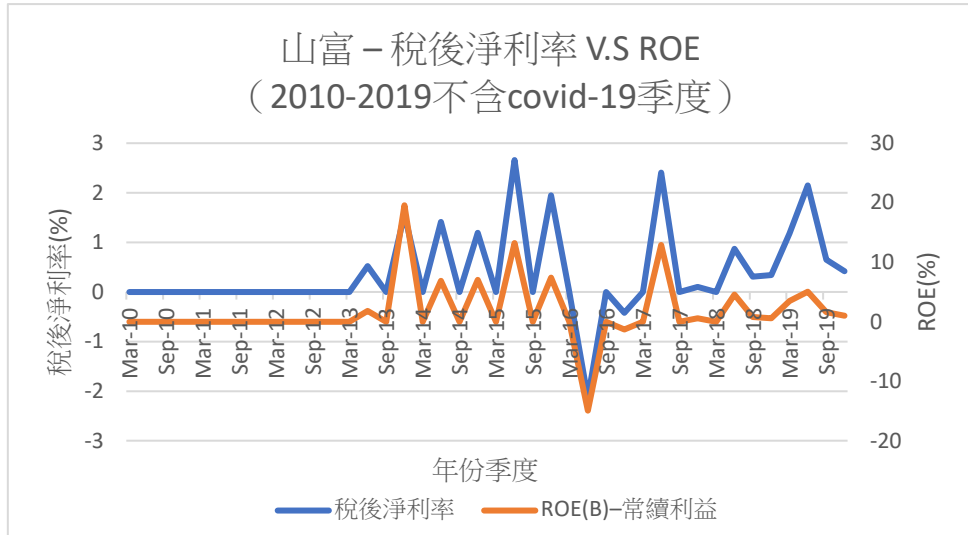


圖 61 山富 - 稅後淨利率 V.S ROE

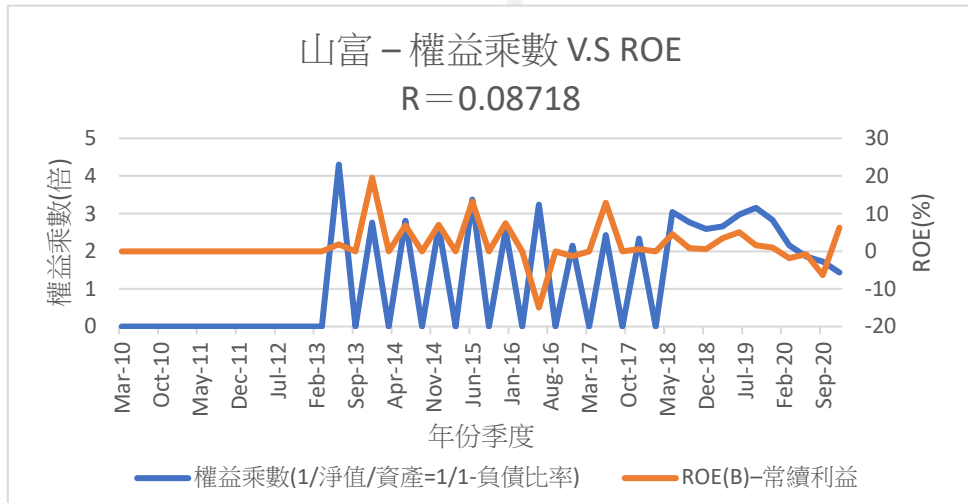


圖 62 山富 - 權益乘數 V.S ROE

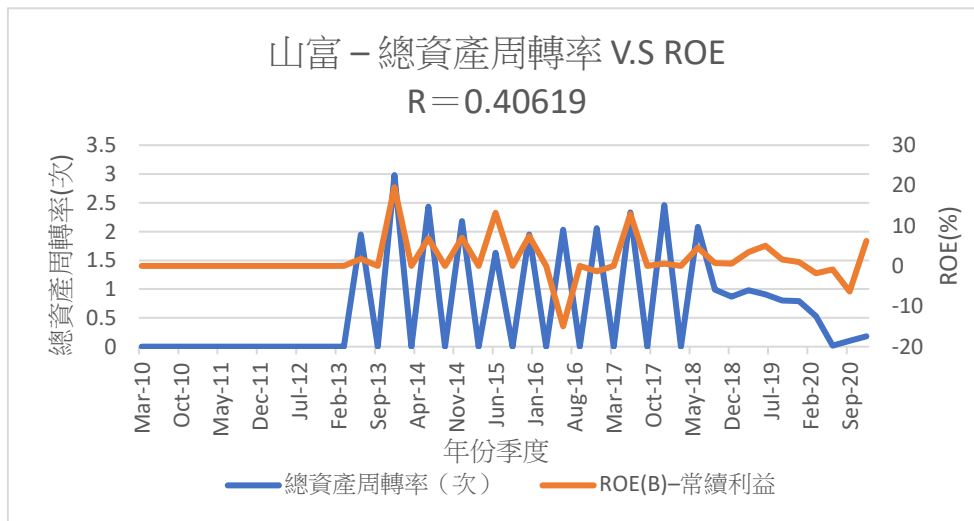


圖 63 山富 - 總資產周轉率 V.S ROE

(五) 分析結論

綜觀前述分析，燦星為「經營可能陷入困境」，獲利低、周轉低、負債高，依賴借款，卻未用此資金創造獲利能力及經營能力；雄獅為獲利高、周轉高、負債高，利用經營能力及財務槓桿創造獲利；易飛為「經營可能陷入困境」，獲利低、周轉低、負債低，經營保守，未將資金與經營策略的效能極大化，故獲利不佳；五福為獲利低、周轉高、負債高，有運用借來的資金與經營能力，但未反應良好的獲利成績；鳳凰為獲利高、周轉低、負債低，利用最少的借貸充分運用財務槓桿，其經營能力表現最低，但卻創造最高的獲利能力；山富為獲利高、周轉高、負債高，與雄獅為同樣公司財務結構，六家公司的整體體質結構比較，鳳凰、雄獅過去數據表現優良，山富亦不容小覷。

其中，由圖 64 可知，鳳凰的獲利能力中 ROE 指標最強，但其經營能力總資產周轉率的指標卻最低，接下來將探討其原因，並與雄獅做分析。

鳳凰的 ROE 高於雄獅的最主要原因是，第一、鳳凰的稅後淨利率為平均為正的一家，且高達 6.4%，遠遠超過雄獅的獲利，為最主要的原因關鍵，第二、鳳凰的權益乘數 1.7 倍最小而雄獅的 3 倍最大，代表雄獅債務高於鳳凰，整體風險高於鳳凰；然而雄獅的利息保障倍數平均 1302.08 倍高於鳳凰 1267.41 倍，整體穩定度雄獅標準差 2318.0844 小於鳳凰 3057.7547，代表雄獅高債務下也有好的償債能力且償債穩定；但在財務槓桿度上 2019 年 1.36 倍，故風險較鳳凰高，第三、雄獅的總資產周轉率並非最高，可發現 2019 年大幅且其次數不足以補足前述兩項的弱勢，故鳳凰在周轉次數最低的情形下，藉著其稅後淨利率長期正值且穩定的高獲利、低財務風險的公司體質，足以彌補總資產周轉率次數最低的缺點，所以才會呈現鳳凰獲利能力 ROE 指標最高，而經營能力上總資產周轉率的指標上最低的緣故；值得注意的是，鳳凰總資本額 671,173,170 元少於雄獅 729,783,070 元，卻可創造高於雄獅大幅度的稅後淨利率。

	稅後淨利率	權益乘數	總資產周轉率(次)	ROE(B) - 常續利益	杜邦方程式
燦星	-11.4702326	2.56842662	0.756744186	-6.539767442	-7.57736357
雄獅	-1.36263158	3.01302112	1.009736842	3.313421053	3.431649024
易飛	-4.48216216	1.95511581	0.472432432	-1.854594595	-1.75665725
五福	-9.16565217	2.84649433	1.187391304	2.530869565	2.544850942
鳳凰	6.436590909	1.74180926	0.353409091	3.466363636	3.788418952
山富	-1.60333333	2.65798967	1.44047619	3.210952381	3.258080017

圖 64 杜邦分析細項之平均數

以上將所有指標都分析完後，整合我們所分析的指標來看這六家公司表現，每家公司在每個指標都標上分數，以 6 為最高，1 為最低，將所有指標分數加總以得最終分數，如表 30 所示，由此表可以看出鳳凰分數最高，在所有的指標中鳳凰幾乎都是表現最好的，他是相對下表現穩定的公司，與第二名的雄獅表現並沒有相差太大，可是雄獅規模比鳳凰大很多，在我們的研究下雖然雄獅表現也是均優，在觀光旅遊業中是佼佼者，細細探究之下仍可發現雄獅公司沒有鳳凰穩定，起伏較劇烈，有大起大落之趨勢，所以我們認為鳳凰更適合擔當護國神山一位，護國神山的定義為可長期在台灣深耕，且能夠持續成長獲利，鳳凰有潛力勝任這個位置。

表 30 總結論

	燦星	易飛	五福	山富	雄獅	鳳凰
成長能力	1	2	4	5	3	6
獲利能力	1	2	3	4	5	6
經營能力	2	2	4	3	5	6
EPS	1	2	3	4	6	5
本益比	2	4	3		5	6
財務風險	1	2	4	3	5	6
危機處理	1	4	2	5	6	3
加總	9	18	23	24	35	38

第二節、對於近期與長期規劃建議

鳳凰為我們認為最適合成為護國神山的公司，以下為我們對於鳳凰未來的建議與規劃，以此方法可更鞏固他在台灣觀光旅遊業的位置，及面對未來疫情結束後可做的改變，成為一家在台灣屹立不搖的護國神山。

一、短期 - 2021 下半年之計劃

我們為鳳凰旅遊擬定了近期與長遠規劃，在短期（2021 下半年）最主要的是疫情所帶來的旅遊團客的減少，且還要負擔員工的薪酬。

那其他旅遊業者所做出的是裁員或是直接停滯不前，但作為潛力股的鳳凰旅遊應該留住原有的員工（減少裁員的數量），這樣不僅能增加員工的信任感，也盡到了企業業主應有的責任與義務。

二、短中期 - 1 年內之計劃

在多角化轉型的部分，雖然鳳凰有投資健身房，但是多角化後便會增加更多的風險。倘若不能及時的確立自己所處的位置，那無異於是在燒錢而已，所以既然已經投資下去，就應該要盡可能的讓投資出去的錢能夠回到手中，因此我們提出要維持健身房的收益。第三部分則是，因為前面有說到不選擇大量裁員，那現有的員工則要提供應有的價值，所以鳳凰則應該協助員工們學習新技能，幫助鳳凰進行大改造與換血。

三、中長期 - 3 年內之計劃

員工們學習新技能，方能為數位轉型與大數據分析奠基基礎，從台灣各大旅遊業業者的線上客服的完善程度來看，並沒有發展到能夠及時給顧客想要的回應或是解答，而過多的則是排隊等待客服或是答非所問，就針對這一點我們便建議鳳凰應該要在數位轉型下，成立機器學習的客服，並利用歷年的客服與顧客對答的記錄進行機器訓練，先初步訓練出機器人客服，能夠達成我們想要的目標。

四、長期 - 5 年內之計劃

其次因為疫情的持續性，我們並無法推估，且各個國家各個地區對與疫情的規章制度都不同，那為了能夠提供旅客能夠安心的旅遊，鳳凰更具 WTO 的數據統計與分析匯整出一份疫情好轉地區與國家的清單。從數位轉型中，也可以知道消費者比較常詢問哪些區域是否可以去旅遊，再加上公司

有羅列出疫情好轉地區與國家，再藉由各個網站對於不同地區的點閱與關心程度，進行大數據分析，便可以為所有顧客在中長期量身定做旅遊方案了。

只要鳳凰旅遊能在長期完成前述的幾個目標，便能夠踏上成為台灣旅遊業護國神山的第一步。



圖 65 鳳凰近期與長期規劃

參考文獻

1. 【理財專知】自由現金流量是什麼？公式如何計算？如何用它判斷企業風險。(2021年4月12日)。擷取自 傑昇通信：
<https://www.jyes.com.tw/news.php?act=view&id=1404>
2. Charlotte 夏綠蒂。(2019年9月20日)。善用「杜邦分析法」，看懂 ROE 變化：3 項指標讓你挑好股！難怪巴菲特也愛！。擷取自
<https://today.line.me/tw/v2/article/mw1gB2>
3. CMoney 官方。(無日期)。杜邦方程式。擷取自 CMoney 投資小學堂：
<https://www.cmoney.tw/learn/course/0520/topic/1115>
4. maxmilian。(2011年1月19日)。杜邦分析-財報選股。擷取自 財報狗網誌：<https://statementdog.com/blog/archives/226>
5. (2020)。五福旅行社股份有限公司 109 年度年報。
6. 市場先生。(2020年11月02日)。市場先生：給投資理財新手入門教學從 0 到 1 索引指南。擷取自 Mr.Market 市場先生：<https://rich01.com/>
7. 市場先生。(2020年3月30日)。自由現金流量是什麼？自由現金流量公式？如何用來分析評估企業風險？。擷取自 Mr.Market 市場先生：
<https://rich01.com/what-free-cash-flow/>
8. 用杜邦長方體看企業獲利能力。(2016年11月1日)。擷取自 怪老子理財：<https://www.masterhsiao.com.tw/Smart/SC219/SC219.php>
9. 用數據看觀光 STATISTICS。(無日期)。擷取自 交通部觀光局觀光統計資料庫：<https://stat.taiwan.net.tw/>
10. 杜邦分析法優缺點。(2021年3月4日)。擷取自
<https://www.docstore.cc/a/202102/141194.html>
11. 旅行業管理規則。(2019年6月19日)。擷取自 全國法規資料庫：
<https://law.moj.gov.tw/LawClass/LawAll.aspx?pcode=K0110001>
12. 旅行業管理規則。(2020年10月22日)。擷取自 全國法規資料庫：
<https://law.moj.gov.tw/LawClass/LawAll.aspx?pcode=K0110002>
13. 財務指標怎麼看。(無日期)。擷取自 iFortune: <http://www.i-fortune.com.tw/myplan/plan-lesson-college-stock.aspx?type=17>
14. 從資產周轉率判斷經營能力。(2018年6月11日)。擷取自 怪老子理財：
<https://www.masterhsiao.com.tw/Smart/SC238/SC238.php>
15. 採訪中心。(2020年7月1日)。疫情紓困金斷糧，旅遊界南霸天「五福旅遊」證實將精簡 2 成人力。擷取自 數位時代：
<https://www.bnext.com.tw/article/58313/life-tour-layoffs-->
16. 許家禎。(2020年8月1日)。疫情拖累！首家上市旅行社鳳凰旅遊精簡人事 裁員 40 人。擷取自 yahoo! 新聞：<https://tw.news.yahoo.com/疫情>

- 拖累-首家上市旅行社鳳凰旅遊精簡人事-裁員 40 人-
000357789.html?guccounter=1
17. 陳君毅。(2020 年 8 月 31 日)。疫情下守住 5 成營收，讓易飛網躍升二把手！「外行董座」周昀生如何做到狂超車？。擷取自 數位時代：
<https://www.bnext.com.tw/article/59026/ezfly-2020>
 18. 陳君毅。(2020 年 8 月 1 日)。旅行社要開健身房？鳳凰總經理：疫情後，要有多角化經營。擷取自 數位時代：
<https://www.bnext.com.tw/article/58140/phoenix-tours-investors-conference>
 19. 陳君毅。(2020 年 9 月 22 日)。國旅僅占營收 1%、錯失黃金搶救期！63 歲老鳳凰如何從疫情烈火中重生？。擷取自 數位時代：
<https://www.bnext.com.tw/article/59304/phoenix-tours-general-manager-2020>
 20. 陳佩君。(2020 年 11 月 6 日)。亞果出任務 2《危機入市跌破眾人眼鏡 侯佑霖入主燦星旅「先算賠多少」》。擷取自 Newtalk 新聞：
<https://newtalk.tw/news/view/2020-11-06/490402>
 21. 陳雅玲整理。(2020 年 11 月 14 日)。企業經營績效是否達標？從 ROE 見實力 長期投資才安心。擷取自 財訊：
<https://www.wealth.com.tw/home/articles/28378>
 22. 發展觀光條例。(2019)。全國法規資料庫。
 23. 楊詠鵝。(2020 年 4 月 28 日)。擷取自 雄獅旅遊：
<https://event.liontravel.com/zh-tw/liontime/0428-1>
 24. 農委會(輔導處)。(2020 年 4 月 27 日)。幫農業找通路，幫觀光找出路「農委會 X 雄獅旅遊」跨域合作行銷農業百大精品。擷取自 嚴重特殊傳染性肺炎農產業紓困振興專區：
https://www.coa.gov.tw/COVID_19/index.php?theme=news&id=8099
 25. 雷浩斯。(2013 年 9 月 2 日)。再談 ROE 杜邦方程式：一知半解會吃大虧。擷取自 雷浩斯價值投資網：
<https://redhouse.statementdog.com/archives/20>
 26. 廖君雅。(2020 年 6 月 10 日)。台灣解封，上櫃新兵山富如何搭上這波國旅復興潮？。擷取自 遠見 35：<https://www.gvm.com.tw/article/73145>
 27. 蔡穎青。(2021 年 2 月 9 日)。線上線下整合 山富提供消費者便利優質旅遊產品。擷取自 經濟日報：
<https://money.udn.com/money/story/5635/5244406>
 28. 蕭邦。(2020 年 6 月 21 日)。【自由現金流量】6 分鐘看懂自由現金流量！。擷取自 Chopin 投資夜曲：<https://chopinvestnocturne.com/free-cash-flow/>

29. 權益乘數。(無日期)。擷取自 MBA 智庫百科:

<https://wiki.mbalib.com/zh->

[tw/%E6%9D%83%E7%9B%8A%E4%B9%98%E6%95%B0](https://wiki.mbalib.com/zh-tw/%E6%9D%83%E7%9B%8A%E4%B9%98%E6%95%B0)

