

武漢肺炎營收雪崩， 上市櫃旅行社還能撐多久？

方順逸*

武漢肺炎出入境人數驟降衰退9成。

旅行社影響最大
2020/3 衰退7成。

評估營收歸零，旅行社能支應多久。

受到武漢肺炎疫情影響，台灣出入境人數急速驟降。入境人數由 2019/3 的 254 萬人次降至 2020/3 的 21.6 萬人次，衰退 91%；出境人數也由 2019/3 的 247 萬人次降至 2020/3 的 19.8 萬人次，衰退 92%。因此嚴重影響台灣旅行社業者，從表一來看，先與去年同期比較，台灣上市櫃（含興櫃）六家旅行社 2020/3 單月營收均較 2019/3 衰退 7 成以上，衰退幅度最大的為燦星旅，2020/3 單月營收僅 738 萬元較 2019/3 衰退 94.72%。若與上月比較，六家旅行社 2020/3 單月營收均較 2020/2 衰退 6 成以上，衰退幅度最大的為山富，2020/3 單月營收較 2020/2 衰退 85.23%。這種雪崩式下滑的營收，讓投資人與債權人對旅行社能否在武漢肺炎疫情存活，心中有一個大問號？因此本文以 2019 年財報資訊推估，假設完全沒有營收的狀況下，旅行社以現有資金能支應多久？

表一：上市櫃旅行社 2020/3 營收與去年及上月比較

單位：仟元

公司	單月營收(千元)	去年單月營收(千元)	單月營收成長率%	單月營收與上月比%
2719 燦星旅	7,380	139,901	-94.72	-81.67
2731 雄獅	383,251	2,693,361	-85.77	-76.41
2734 易飛網	14,245	72,061	-80.23	-66.84
2743 山富	44,614	436,134	-89.77	-85.23
2745 五福	48,247	506,947	-90.48	-85.01
5706 鳳凰	39,115	150,836	-74.07	-81.75

資料來源：TEJ 資料庫，TEJ 整理。

一、推估每月現金流出金額

首先推估沒有營收情況下，旅行社每月現金流出金額。本文假設所有成本均為變動成本，因此沒有出團，沒有營收也就沒有營業成本。另外假設旅行社不會進行裁員、減薪或放無薪假。依據上述前提，旅行社所須支付的僅有營業費用，但並非所有的營業費用，主要某些費用（如折舊及攤銷）不會

* 台灣經濟新報研究員。

推估每月現金流出。(營業費用 - 折舊 - 攤銷)/12。
 雄獅每月 2.27 億元。

產生現金流出。故將 2019 全年營業費用扣除其中折舊及攤銷費用後的金額除以 12 個月，即可計算出各家旅行社每月預計流出的現金。如表二所示，以龍頭旅行社雄獅為例，2019 年營業費用為 30.84 億元，營業費用—折舊及營業費用—攤銷分別為 3.64 億元及 16.2 萬元，扣除折舊及攤銷費用後的營業費用金額為 27.19 億元，故推估每月現金流出 2.27 億元。由於雄獅是產業龍頭營收最大，每月現金流出金額自然也最大，其次為五福金額為 0.46 億元，金額最小為鳳凰的 0.19 億元。

表二：上市櫃旅行社每月現金流出金額

單位：仟元

公司	營業費用 (A)	營業費用—折舊 (B)	營業費用—攤銷 (C)	扣除後營業費用 (D)=A-B-C	每月預計現金流出 (E)=D/12
2719 燦星旅	357,810	27,728	1,731	328,351	27,363
2731 雄獅	3,083,562	364,253	162	2,719,147	226,596
2734 易飛網	270,375	20,537	15,165	234,673	19,556
2743 山富	367,397	27,028	3,045	337,324	28,110
2745 五福	603,686	45,634	8,126	549,926	45,827
5706 鳳凰	242,368	11,985	0	230,383	19,199

資料來源：TEJ 資料庫，TEJ 整理。

二、計算旅行社淨現金及可支應期間

計算淨現金

=現金 + 短投 + 預付
- 借款 - 預收。

雄獅淨現金最大
21.35 億元。

燦星旅最小 0.38 億元。

接著計算旅行社淨現金。一般公司係以現金加計變現性高的短期投資（如股票、基金或債券）再扣除借款（包括銀行借款、公司債及商業本票等），即可得出淨現金。但考量旅行社的行業特殊性，還須另外評估預付費用及合約負債二個會計科目。由於旅行社出團前會向客戶收足款項，之後才提供一系列服務，因此旅行社最大的負債為合約負債（即俗稱的預收款項）。同樣的，旅行社為先預定機位與房間，也會先預付金額予航空公司及飯店。最好狀況即旅行社同時對旅客預收並預付給供應商，當然也可能發生，旅行社先預收但尚未預付，或者已預付但未預收。但為方便計算，目前假設預收及預付能完全互抵，且若產生差額，旅行社能以現金收付。綜上所述，旅行社淨現金需再加上預付費用及扣除合約負債。如表三所示，以龍頭旅行社雄獅為例，2019/12 現金為 0.85 億元加上預付費用 0.44 億元扣除借款 1.52 億元，再扣除合約負債 26.86 億元，故計算得出雄獅淨現金為 21.35 億元。同樣的，該金額也是六家業者中最大，其次為鳳凰金額為 6.36 億元，金額最小為燦星旅的 0.38 億元。

表三：計算旅行社淨現金

單位：仟元

公司	現金及約當現金 (A)	短期投資* (B)	預付費用及預付款 (C)	借款 (D)	合約負債－流動 (E)	淨現金 (F)=A+B+C-D-E
2719 燦星旅	84,745	0	44,248	0	91,132	37,861
2731 雄獅	3,323,666	0	1,649,309	151,742	2,685,920	2,135,313
2734 易飛網	33,684	98,279	63,576	80,000	56,792	58,747
2743 山富	494,573	26,000	353,240	40,000	454,639	379,174
2745 五福	581,524	9,978	477,605	0	586,892	482,215
5706 鳳凰	403,935	1,007,870	180,386	749,917	206,614	635,660

資料來源：TEJ 資料庫，TEJ 整理。

*短期投資 = 透過損益按公允價值衡量之金融資產－流動 + 透過其他綜合損益按公允價值衡量之金融資產－流動 + 按攤銷後成本衡量之金融資產－流動。

推估支應期間

=淨現金 / 每月育計
現金流出。

燦星旅最短 1.38 個
月。

之前已分別推估旅行社每月現金流出金額及淨現金，最後將淨現金除以每月預計現金流出金額，即可推估在武漢肺炎雪崩營收情況下，各家旅行社以淨現金能支應多久？從表四來看，淨現金支應期間最短的為燦星旅，僅 1.38 個月，其次為易飛網 3 個月，其餘 4 家旅行社均超過 9 個月，其中鳳凰最長高達 33.11 個月。若以目前武漢肺炎疫情發展，最樂觀預期將於 2020/6 結束，顯示旅行社至少要能撐 4 個月（2020/3~2020/6），以此標準，燦星旅及易飛網明顯不達標。

表四：旅行社淨現金可支應期間

單位：仟元

公司	淨現金(A)	每月預計現金流出(B)	淨現金可支應期間(C)=A/B
2719 燦星旅	37,861	27,363	1.38
2731 雄獅	2,135,313	226,596	9.42
2734 易飛網	58,747	19,556	3.00
2743 山富	379,174	28,110	13.49
2745 五福	482,215	45,827	10.52
5706 鳳凰	635,660	19,199	33.11

資料來源：TEJ 資料庫，TEJ 整理。

燦星旅 5 年虧 4.1 億
元，經營權易手。

易飛網 5 年虧 2.9 億
元。

其實燦星旅本身營運狀況就不佳，如表五所示，燦星旅近五年共虧 4.1 億元。2019 年雖然積極精簡人力及裁撤門市，但 2019 年仍虧 1.05 億元，而武漢肺炎為壓垮駱駝的最後一根稻草，燦坤於 2020/3/27 將燦星旅出售予台南幫第三代侯佑霖。因此雖然目前狀況不佳，未來則要看侯佑霖是否對燦星旅增資或轉型。另外，易飛網則受到旅遊電商崛起，產生客源排擠效應，近五年共虧損 2.87 億元，原本營運也不佳，此時則要看大股東是否願意繼續支持。

表五：上市櫃旅行社 2015 年~2019 年合併總損益

單位：仟元

公司	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
2719 燦星旅	-15,419	-64,378	-119,293	-106,814	-104,523
2731 雄獅	445,586	239,393	464,824	265,850	241,861
2734 易飛網	-9,401	-65,274	-79,825	-86,692	-46,066
2743 山富	111,186	-72,307	62,548	32,129	57,486
2745 五福	105,933	10,025	62,474	11,584	26,184
5706 鳳凰	200,323	166,167	162,809	163,541	200,740

資料來源：TEJ 資料庫，TEJ 整理。

三、結論

疫情 2020/6 結束，4 家可度過。

疫情超過一年，多數財務吃緊。

旅行社因應措施減薪或無薪假及政府紓困措施將延長支應期間。

武漢肺炎對台灣旅行社產生劇烈衝擊，2020/3 單月營收均呈現雪崩式的衰退，投資人及債權人應該會擔心旅行社發生倒閉潮。因此本文推估在營收歸零的情況下，旅行社能以淨現金支應多久期間？從結果來看，除了燦星旅及易飛網短於 3 個月，其餘 4 家旅行社均超過 9 個月，顯示疫情若在 2020/6 前結束，4 家旅行社應可度過危機，但若疫情超過一年以上尚未結束，多數業者恐將發生財務吃緊狀況。

然而上述推估係假設旅行社不裁員、不放無薪假及不減薪的狀況下，但旅行社可能採取節流措施（如 2020/3/20 雄獅宣布全體董事與董事長不支領 2019 年酬勞，副總經理級以上減半薪、協理級減薪三成），來延長公司可支應期間。另外，政府針對旅行社進行一系列紓困措施，包括營運或薪資補貼及停止出入團補助，甚至是融資貸款，應該能對旅行社撐下去有所助益。由於上述資訊不易取得，加上未來仍有變數，本文僅能就現狀進行推估，而讀者若取得更多、更新的資訊（如 2020/3 財務報表），建議可以依據上述公式，修正相關數字再重新評估。

參考資料：

1. 楊文琪，觀光業第二波紓困即起申請，經濟日報，2020/4/21。
2. 劉子維，【武漢肺炎】臺灣觀光業的生與死，讀+，2020/3/27。
3. 陳君毅，5 張表看觀光業紓困 2.0！導遊、遊樂園都受惠，政府補貼措施出爐，數位時代，2020/4/9。
4. 王一芝，破兆紓困史上最高，業者為何不領情、寧可放無薪假自救？，天下雜誌，2020/4/2。