

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΔΥΤΙΚΗΣ ΑΤΤΙΚΗΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΣΧΕΔΙΑΣΗΣ & ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ**  
**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**



**ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ**  
**ΥΦΙΣΤΑΜΕΝΩΝ Ή ΝΕΩΝ**  
**ΜΕΓΑΛΩΝ ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**για την απόκτηση Πτυχίου Μηχανικού Κλωστοϋφαντουργού**

**ΒΑΣΙΛΕΙΟΥ ΙΩΑΝΝΗΣ**

**ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΚΟΚΛΑΣ**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2018**

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΔΥΤΙΚΗΣ ΑΤΤΙΚΗΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΣΧΕΔΙΑΣΗΣ & ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ**  
**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**



**FORMS OF FINANCING**  
**EXISTING OR NEWLY ESTABLISHED**  
**GREAT-SIZED TEXTILE ENTERPRISES**

**για την απόκτηση Πτυχίου Μηχανικού Κλωστοϋφαντουργού**

**ΒΑΣΙΛΕΙΟΥ ΙΩΑΝΝΗΣ**

**ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΚΟΚΛΑΣ**

**ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2018**

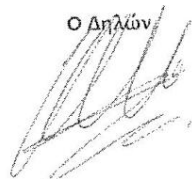
## ΔΗΛΩΣΗ ΣΥΓΓΡΑΦΕΑ ΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Ο κάτωθι υπογεγραμμένος ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ του ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ, φοιτητής του Τμήματος ΚΛΩΣΤΟΪΦΑΝΤΟΥΡΓΩΝ ΜΗΧΑΝΙΚΩΝ του Πανεπιστημίου Δυτικής Αττικής, πριν αναλάβω την εκπόνηση της Πτυχιακής Εργασίας μου, δηλώνω ότι ενημερώθηκα για τα παρακάτω:

«Η Πτυχιακή Εργασία (Π.Ε) αποτελεί προϊόν πνευματικής ιδιοκτησίας τόσο του συγγραφέα, όσο και του Ιδρύματος και θα πρέπει να έχει μοναδικό χαρακτήρα και πρωτότυπο περιεχόμενο.

Απαγορεύεται αυστηρά οποιοδήποτε κομμάτι κειμένου της να εμφανίζεται αυτούσιο ή μεταφρασμένο από κάποια άλλη δημοσιευμένη πηγή. Κάθε τέτοια πράξη αποτελεί προϊόν λογοκλοπής και εγείρει θέμα Ηθικής Τάξης για τα πνευματικά δικαιώματα του άλλου συγγραφέα. Αποκλειστικός υπεύθυνος είναι ο συγγραφέας της Π.Ε, ο οποίος φέρει και την ευθύνη των συνεπειών, ποινικών και άλλων, αυτής της πράξης.

Πέραν των όποιων ποινικών ευθυνών του συγγραφέα, σε περίπτωση που το Ίδρυμα του έχει απονείμει Πτυχίο, αυτό ανακαλείται με απόφαση της Συνέλευσης του Τμήματος. Η Συνέλευση του Τμήματος με νέα απόφασή της, μετά από αίτηση του ενδιαφερόμενου, του αναθέτει εκ νέου την εκπόνηση Π.Ε με άλλο θέμα και διαφορετικό επιβλέποντα καθηγητή. Η εκπόνηση της εν λόγω Π.Ε πρέπει να ολοκληρωθεί εντός τουλάχιστον ενός ημερολογιακού δμήνου από την ημερομηνία ανάθεσής της».

Ο Δηλών  
  
Γ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥ

**Ημερομηνία**

09-10-18

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Κόκλα Νικόλαο για την καθοδήγησή του καθ' όλη τη διάρκεια της εργασίας μου.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για τη στήριξή της και την υπομονή της.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΣΥΝΟΨΗ.....	vii
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	xi
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΚΛΑΣΣΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ.....	3
1.1. Δανεισμός Κεφαλαίου Κίνησης.....	3
1.2. Μακροπρόθεσμος δανεισμός και project finance.....	4
1.3. Κοινοπρακτικά δάνεια.....	6
1.4. Ομολογιακά δάνεια και αυτό-χρηματοδότηση.....	7
1.5. Επενδυτική τραπεζική.....	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ – ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ.....	11
2.1 Χρηματοδοτική μίσθωση.....	11
2.2 Factoring.....	15
2.3 Forfaiting.....	19
2.4 Venture capital.....	21
2.5 Χρηματιστηριακή άντληση κεφαλαίων.....	24
2.6 Εργαλεία συγχρηματοδότησης Ελλάδας – Ε.Ε. και επιδοτήσεις.....	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ΕΙΔΗ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΙ Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΗΣ ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑΣ.....	31
3.1 Ορισμός μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων.....	31
3.2 Ορισμός μεγάλων επιχειρήσεων.....	33
3.3 Επιχειρήσεις στον κλάδο της κλωστοϋφαντουργίας.....	33
3.4 Βασικά μεγέθη κλάδου και η κλωστοϋφαντουργία στο χρηματιστήριο.....	37

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 Η ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΣΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ**

<b>ΣΥΣΤΗΜΑ.....</b>	<b>44</b>
<b>4.1 Βασικά οικονομικά μεγέθη.....</b>	<b>44</b>
<b>4.2 Υφιστάμενος τραπεζικός δανεισμός.....</b>	<b>46</b>
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ – ΤΡΟΠΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΜΕΓΑΛΗΣ</b>	
<b>ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ.....</b>	<b>49</b>
<b>5.1 Παράθεση ισολογισμών.....</b>	<b>49</b>
<b>5.2 Σχόλια επί των ισολογισμών.....</b>	<b>51</b>
<b>5.3 Οικονομικοί δείκτες.....</b>	<b>52</b>
<b>5.4 Υφιστάμενος δανεισμός και επιχορηγήσεις.....</b>	<b>56</b>
<b>5.5 Χρηματοδοτική μίσθωση εταιρείας.....</b>	<b>57</b>
<b>5.6 Χρηματοδότηση μέσω Venture Capital.....</b>	<b>60</b>
<b>5.7 Χρηματοδότηση μέσω χρηματιστηρίου.....</b>	<b>63</b>
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....</b>	<b>65</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ.....</b>	<b>67</b>

## ΣΥΝΟΨΗ

Στη παρούσα πτυχιακή, θα γίνει προσπάθεια ανάλυσης των υφιστάμενων μορφών χρηματοδοτήσεων. Οι χρηματοδοτήσεις χωρίζονται σε κλασικές μορφές δανειών και σε εναλλακτικές μορφές. Οι χορηγήσεις προέρχονται είτε μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος, είτε μέσω άλλων πηγών.

Στη συνέχεια η πτυχιακή θα επικεντρωθεί στον κλάδο της κλωστοϋφαντουργίας, για τον οποίο θα παρουσιαστούν κάποια βασικά στοιχεία. Ο κλάδος της κλωστοϋφαντουργίας αποτελεί μία από τις βασικότερες και σημαντικότερες μορφές βιομηχανίας της χώρας, μετά τον τουρισμό και την αγροτική παραγωγική. Τα τελευταία έτη γίνεται μία προσπάθεια αναδιοργάνωσης και ανάπτυξης του κλάδου.

Οι πιο γνωστές εταιρείες του κλάδου, είναι εργοστάσια παραγωγής προϊόντων από βαμβάκι, όπως κλωστές και υφάσματα. Ως εκ τούτου θα δοθεί έμφαση στα οικονομικά μεγέθη μεγάλων εταιρειών.

Μολονότι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις είναι πολύ περισσότερες σε αριθμό και αποτελούν τη κινητήριο δύναμη της οικονομίας, οι μεγάλες επιχειρήσεις είναι εκείνες οι οποίες μπορούν να αποτελέσουν brand name ενός κλάδου και παράλληλα να διαφημίσουν ή και να δυσφημίσουν μία χώρα. Εάν στις μέρες μας μία μικρομεσαία εταιρεία δεν είναι καινοτόμος ή δεν δραστηριοποιείται στον κλάδο της τεχνολογίας, δύσκολα θα προσελκύσει θεσμικούς επενδυτές.

Αναφορικά με τις μεγάλες κλωστοϋφαντουργικές εταιρείες, θα εξεταστούν τα βασικά οικονομικά στοιχεία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Από αυτές θα επιλεγεί μία εταιρεία της οποίας τα στοιχεία του ισολογισμού θα αποτυπωθούν πιο ενδελεχώς και κατ' επέκταση με βάση αυτά, θα πραγματοποιηθεί προσομοίωση χρηματοδότησής της.

Τέλος, θα διεξαχθούν συμπεράσματα βασισμένα τόσο τις κατηγορίες χορηγήσεων, όσο και στο κατά πόσο αυτές αποτελούν εργαλεία για μία μεγάλη εταιρεία.

## **ABSTRACT**

On the following dissertation, there will be an effort for analysis of the existing funding methods. Those methods may be split in the classic and alternative forms of loans or capital raise. They may be derived either by the banking system or by other tools.

Furthermore, the dissertation will focus on the textile sector, for which some basic feature will be presented. The textile sector is one of the basic and most important industries for Greece, right after tourism and agriculture. Lately, there is an effort of the sector's reconstruction and development.

The most recognized textile companies are the factories using cotton materials and producing fabrics, fibers and threads. Therefore, the financial characteristics of those companies will be emphasized.

Despite the fact that Small and Medium Enterprises are by far more in numbers and they can be the driving force of the economy, the Large Enterprises can transform to a sector's brand name. They can advertise or even denigrate a country. Nowadays, if a SME is not innovative or is active in the technology industry, it is very difficult to attract institutional investors.

Regarding to the large textile companies, the financial data of those who participate in the stock market will be examined. For one of those, the balance sheets will be examined in more detail and according to this analysis; there will be a funding simulation.

Finally, the dissertation's conclusions shall be derived by the funding categories and by the way these funding can be useful tools for a large company.

.



## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Αριθμός πολύ μικρών, μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων στην Ε.Ε. το 2015.....	32
Πίνακας 2: Αριθμός μεγάλων επιχειρήσεων στην Ε.Ε. το 2015.....	33
Πίνακας 3: Κλάδος βιομηχανίας ενδυμάτων στην Ε.Ε. – στοιχεία έως και το 2015.....	36
Πίνακας 4: Κλάδος βιομηχανίας προϊόντων δέρματος και δερμάτινων ειδών στην Ε.Ε. – στοιχεία έως και το 2015 (περιλαμβάνονται και τα είδη υπόδησης).....	37
Πίνακας 5: Στοιχεία παραγωγής και εξαγωγών βαμβακιού Ελλάδος, με στοιχεία 2013.....	38
Πίνακας 6: Κλάδος της κλωστοϋφαντουργίας στην Ε.Ε. – στοιχεία έως και το 2015.....	39
Πίνακας 7: Κύκλος εργασιών κλάδου κλωστοϋφαντουργίας.....	40
Πίνακας 8: Προστιθέμενη αξία σε κόστος συντελεστών παραγωγής.....	40
Πίνακας 9: Αριθμός απασχολούμενων στον κλάδο.....	40
Πίνακας 10: Εισηγμένες εταιρείες κλωστοϋφαντουργίας και χρηματιστηριακή εικόνα.....	42
Πίνακας 11: Εισηγμένες εταιρείες κλωστοϋφαντουργίας με βασικά οικονομικά μεγέθη.....	44
Πίνακας 12: Εισηγμένες εταιρείες κλωστοϋφαντουργίας και δανεισμός.....	46
Πίνακας 13: ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ: Στοιχεία ενεργητικού τελευταίων τεσσάρων ετών.....	49
Πίνακας 14: ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ: Στοιχεία παθητικού τελευταίων τεσσάρων ετών.....	50
Πίνακας 15: ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ: Στοιχεία αποτελεσματικών λογαριασμών τελευταίων τεσσάρων ετών.....	51
Πίνακας 16: Δείκτες ρευστότητας.....	52
Πίνακας 17: Δείκτες δραστηριότητας.....	53
Πίνακας 18: Δείκτες λειτουργικού κόστους.....	53
Πίνακας 19: Δείκτες αποτελεσματικότητας.....	54
Πίνακας 20: Δείκτες αποδοτικότητας.....	54
Πίνακας 21: Δείκτες χρηματοοικονομικής διάρθρωσης και δανειακής εξυπηρέτησης.....	55
Πίνακας 22: Αναμορφωμένα στοιχεία ενεργητικού με χρήση χρηματοδοτικής μίσθωσης.....	57
Πίνακας 23: Αναμορφωμένα στοιχεία παθητικού με χρήση χρηματοδοτικής μίσθωσης.....	58
Πίνακας 24: Σύγκριση δεικτών μετά τη χρήση της χρηματοδοτικής μίσθωσης.....	59
Πίνακας 25: Σενάρια με τη χρήση Venture Capital.....	61
Πίνακας 26: Κερδοφορία θεσμικού επενδυτή βάση μετοχής.....	63

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Εδώ και μία δεκαετία, η χώρα ταλανίζεται από την οικονομική κρίση. Οι επιπτώσεις αυτής, αρχικά έπληξαν τις επιχειρήσεις και κατ' επέκταση τα νοικοκυριά. Αρκετά μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων έκαναν διακοπή των δραστηριοτήτων τους, ενώ υπήρξαν και εταιρείες -κυρίως μεγάλες-, οι οποίες μετέφεραν την έδρα τους στο εξωτερικό, προκειμένου να τύχουν ελαφρύτερων φορολογικών επιβαρύνσεων.

Καθώς μετά την είσοδο της Ελλάδας στο Ευρώ το 2001, δεν υφίσταται η νομισματική πολιτική, καθώς δεν υφίσταται εθνικό νόμισμα. Σε επίπεδο δημοσιονομικής πολιτικής, επιβλήθηκαν αυξημένοι φόροι και εισφορές, οι οποίοι θεωρήθηκαν τόσο η αιτία, όσο και η αφορμή διακοπής δραστηριότητας κάποιων εταιρειών. Για να υπάρξει ασφαλές συμπέρασμα της ανωτέρω θεωρίας, θα πρέπει να εξεταστούν τα πλήρη οικονομικά στοιχεία μίας επιχείρησης, όπως το περιθώριο κέρδους και το κατά πόσο θα μπορούσε να μειώσει τις τιμές πώλησης.

Από εκεί και μετά, ξεκίνησε ένα φαύλος κύκλος, που σε επίπεδο συναλλαγών οδήγησε σε σφράγιση επιταγών, σε στάση πληρωμών προς ασφαλιστικούς φορείς και λοιπές υπηρεσίες και φυσικά σε απολύσεις προσωπικού και μείωση μισθών και ωραρίων απασχόλησης.

Παρ' όλα αυτά, υπήρξαν τόσο εταιρείες που αντιστάθηκαν στη κρίση, όσο και άλλες που ιδρύθηκαν και βρήκαν ευκαιρίες μέσα σε αυτήν. Ενώ βρίσκεται υπό ανάπτυξη και στην Ελλάδα ο τεχνολογικός τομέας και η πληροφορική, αιχμή του δόρατος αποτελούν παραδοσιακοί για τη χώρα κλάδοι της οικονομίας. Ο τουρισμός παρουσίασε άνοδο ποσοτικά κατά τα τελευταία χρόνια, ενώ γίνονται προσπάθειες και στον αγροτικό τομέα. Δεν είναι τυχαίο το γεγονός πως ο Νομός Βοιωτίας, μαζί με την Αττική και οκτώ νησιά του Νοτίου Αιγαίου, είχαν μέχρι και το 2014 το υψηλότερο κατά κεφαλήν ΑΕΠ.

Συνδεδεμένος με τον αγροτικό τομέα, είναι και ο κλάδος της κλωστοϋφαντουργίας, ο οποίος υφίσταται στην Ελλάδα από αρχαιοτάτων χρόνων. Στη σύγχρονη εποχή και κατόπιν πολλών εμποδίων και δυσκολιών, έχουν σταθεί αρκετά εργοστάσια κλωστοϋφαντουργίας. Η σύνδεσή τους με τον αγροτικό κλάδο, σχετίζεται με τις πρώτες ύλες που δεν είναι άλλες από το βαμβάκι και τα παράγωγά του. Μάλιστα υπάρχουν εργοστάσια κλωστοϋφαντουργίας που βρίσκονται υπό τη διοίκηση μετόχων, οι οποίοι κατέχουν και εργοστάσια εκκόκκισης. Επομένως πρόκειται για καθετοποιημένη παραγωγή. Με τη σειρά της η κλωστοϋφαντουργία, είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τον κλάδο του ρουχισμού. Στο Χρηματιστήριο Αξιών

Αθηνών, ο σχετικός υπερκλάδος περιλαμβάνει τόσο εταιρείες κλωστοϋφαντουργίας, όσο και ένδυσης.

Οι μεγάλες εταιρείες του κλάδου και από προηγούμενα έτη, αλλά και για να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στις σύγχρονες απαιτήσεις, αναζήτησαν χρηματοδοτήσεις, είτε για να θωρακίσουν τα κεφάλαιά τους, είτε για να καλύψουν τρέχουσες ανάγκες, είτε για να αναβαθμίσουν τη δραστηριότητά τους. Κάποιες εξ αυτών, δημιούργησαν θυγατρικές με εντελώς διαφορετικό αντικείμενο δραστηριότητας, ώστε να βελτιώσουν την οικονομική τους θέση σε επίπεδο Ομίλου.

Η προσφιλέστερη μέθοδος χρηματοδότησης, ήταν και είναι ο τραπεζικός δανεισμός, σε βραχυπρόθεσμο, μακροπρόθεσμο και κοινοπρακτικό επίπεδο. Όμως, η σύγχρονη χρηματοοικονομική και οι νέες τάσεις, έχουν οδηγήσει σε εναλλακτικές μορφές αναζήτησης χρηματοδότησης, τόσο μέσα από υπηρεσίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος, όσο και από εναλλακτικές πηγές. Δύο από τις πιο πρόσφατες τάσεις, είναι το crowd funding το οποίο έχει να κάνει περισσότερο με χορηγίες σε άτομα και λιγότερο σε νεοφυείς επιχειρήσεις, ενώ παράλληλα μέρος της καθημερινότητάς μας τίνουν να γίνουν τα κρυπτονομίσματα. Ήδη συζητείται στη Σουηδία, η ψήφιση σχετικού Νόμου για την δημιουργία της ηλεκτρονικής Κορώνας, η οποία θα αντικαταστήσει πλήρως το χειροπιαστό, εθνικό της νόμισμα.

Παρακάτω, θα γίνει προσπάθεια απεικόνισης των μορφών χρηματοδότησης και η σύνδεση κάποιων εξ αυτών, με τον κλάδο της κλωστοϋφαντουργίας.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΚΛΑΣΣΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ

### 1.1 Δανεισμός Κεφαλαίου Κίνησης

Πρόκειται ίσως για το πιο διαδεδομένο μοντέλο χρηματοδότησης. Ο δανεισμός κεφαλαίου κίνησης παρέχεται από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα προς τις επιχειρήσεις οι οποίες έχουν ανάγκες ρευστότητας. Η εν λόγω μορφή χρηματοδότησης έχει βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα, όταν το δάνειο που δίνεται καλύπτει εφάπαξ ανάγκες ρευστότητας. Ως βραχυπρόθεσμη διάρκεια ενός δανεισμού, ορίζεται η περίοδος αποπληρωμής του έως και 5 έτη από τη χορήγηση, ανεξάρτητα της όποιας περιόδου χάριτος.

Εναλλακτικά, η χορηγούμενη επιχείρηση δύναται να επιλέξει δανεισμό αορίστου διάρκειας. Σε αυτή τη περίπτωση, ο δανεισμός κεφαλαίου κίνησης συνδεέται με Ανοικτό Τρεχούμενο Λογαριασμό, όπου υφίσταται ετήσια επαναχρησιμοποίηση του κεφαλαίου.

Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, χρηματοδοτούν κεφάλαιο κίνησης, λαμβάνοντας υπόψη τόσο το συναλλακτικό κύκλωμα, όσο και το κύκλο εργασιών μίας επιχείρησης. Επί παραδείγματι, μία επιχείρηση μπορεί να έχει ανάγκες ύψους € 100.000,00 σε ρευστότητα έχοντας τζίρο € 70.000,00. Η τράπεζα δεν θα της χορηγήσει ποσό που ανταποκρίνεται στις πραγματικές τις ανάγκες (ήτοι € 100.000,00), αλλά ούτε και ποσό ίσο με το ύψος του τζίρου. Ως εκ τούτου, η επιχείρηση θα πρέπει είτε να καλύψει τμηματικά τις ανάγκες τις, ή να αναζητήσει συνδυασμό χρηματοδότησης.

Ως κεφάλαιο κίνησης στον ισολογισμό μιας επιχείρησης, ορίζεται η διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού (αποθέματα, απαιτήσεις, χρεόγραφα, διαθέσιμα) και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της. Στην περίπτωση όπου το κυκλοφορούν ενεργητικό είναι μεγαλύτερο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, τότε η εταιρεία μπορεί να καλύψει από μόνη της τις όποιες υποχρεώσεις της. Όταν το κυκλοφορούν ενεργητικό είναι μικρότερο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, τότε η προκύπτουσα διαφορά είναι και η ανάγκη της εταιρείας σε κεφάλαιο κίνησης.

Το χορηγηθέν δάνειο θα απεικονίζεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης, έχει όμως σα σκοπό να τις μειώσει σε σχέση με το λογαριασμό του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Οι μεγάλες κυρίως επιχειρήσεις, έχουν τη δυνατότητα να παραχωρήσουν τις απαιτήσεις τους στην τράπεζα και να χορηγηθούν ισόποσο δάνειο έναντι των απαιτήσεων

αυτών οι οποίες και θα το αποπληρώσουν όταν εξοφληθούν (σε εύλογο χρονικό διάστημα). Επί της ουσίας πρόκειται για μία εναλλακτική μορφή factoring.

Επιπλέον, εάν η επιχείρηση είναι εξαγωγική και απευθύνεται σε αγορές εκτός Ευρωζώνης, δύναται να χρηματοδοτηθεί για κεφάλαιο κίνησης σε ξένο νόμισμα, μειώνοντας το συναλλαγματικό κίνδυνο της χορήγησης με προαγορά συναλλάγματος (option, forward).

Τρόποι αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων δανείων, είναι είτε με τοκοχρεωλυτικές, είτε με χρεωλυτικές δόσεις, μπορεί να δοθεί περίοδος χάριτος με ή χωρίς κεφαλαιοποίηση τόκων, ακόμη και balloon payment όπου το σύνολο του δανείου εξοφλείται στη λήξη του, με ή χωρίς δυνατότητα ανανέωσής του.

## **1.2 Μακροπρόθεσμος Δανεισμός και Project Finance**

Εκτός της προαναφερθείσας μορφής δανεισμού που έχει βραχυπρόθεσμη διάρκεια, υφίσταται δανεισμός με διάρκεια αποπληρωμής από 5 έτη και πάνω, φτάνοντας έως και την 25ετία ανά περιπτώσεις. Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός χορηγείται ως επί τω πλείστον για ανάγκες αγοράς, αποπεράτωσης ή ανακαίνισης επαγγελματικής στέγης ή αγοράς εξοπλισμού.

Στη κατηγορία των μεγάλων επιχειρήσεων, μακροπρόθεσμο δανεισμό ακινήτου μπορούν να χρησιμοποιήσουν εταιρείες οι οποίες ιδρύουν υποκαταστήματα ή αναζητούν χώρο μετεγκατάστασης της δραστηριότητάς τους. Αναφορικά με τη χρηματοδότηση λοιπών παγίων, ο μακροπρόθεσμος δανεισμός εξοπλισμού, αφορά κυρίως μεγάλα μηχανήματα ή γραμμές παραγωγής προϊόντων. Στις ανωτέρω κατηγορίες μέχρι πρότινος υπερίσχυε ο δανεισμός μέσω χρηματοδοτικής μίσθωσης (leasing), καθώς όλο το μίσθωμα εξέπιπτε φορολογικά ως δαπάνη. Καθώς όμως τα τελευταία έτη και στις χρηματοδοτικές μισθώσεις πλέον μόνο ο τόκος του μισθώματος εκπίπτει ως δαπάνη, ο δανεισμός παγίων δεν έχει πλέον μεγάλες διαφορές από το leasing. Το αν συμφέρει περισσότερο η χρηματοδοτική μίσθωση έναντι της χρηματοδότησης παγίων, έγγυται πλέον στο ύψος του επιτοκίου και τις αποσβέσεις που επιθυμεί να πραγματοποιήσει μια επιχείρηση. Η μεγάλη διαφορά των ειδών χρηματοδότησης, είναι πως στον μεν μακροπρόθεσμο δανεισμό το πάγιο αγοράζεται και ανήκει στην επιχείρηση, ενώ στο leasing το πάγιο αγοράζεται από την εταιρεία χρηματοδοτικών μισθώσεων και ανήκει σε αυτήν, δίνοντας στην επιχείρηση τη χρήση του παγίου.

Επίσης, στη κατηγορία του μακροπρόθεσμου δανεισμού μπορούν να ενταχθούν και οι ανάγκες αγοράς άυλων δαπανών, όπως software το οποίο πωλείται ξεχωριστά από το ίδιο το

πάγιο. Συνήθως δεν χορηγείται ξεχωριστό δάνειο για τα άυλα πάγια, αλλά οι εν λόγω δαπάνες εντάσσονται στο συνολικό κόστος αγοράς εξοπλισμού και παρελκόμενων.

Στα επίπεδα του μακροπρόθεσμου δανεισμού, εντάσσεται το project finance, ήτοι η χρηματοδότηση έργων. Αυτό το μοντέλο υλοποιείται, κυρίως με τις μεθόδους συγχρηματοδότησης ή αυτοχρηματοδότησης ή παραχώρησης, ενώ χρηματοδοτούνται εταιρείες ειδικού σκοπού και η αποπληρωμή των δανειακών υποχρεώσεων πραγματοποιείται με βάση της μελλοντικές ταμειακές ροές της επένδυσης. Στα πλαίσια του project finance, εμπίπτουν από κατασκευαστικά έργα οδοποιίας (με εκχώρηση σύμβασης έργου δημοσίου για παράδειγμα), μέχρι και έργα ΣΔΙΤ. Χαρακτηριστικό παράδειγμα project finance - όπου δύναται να χρησιμοποιηθεί και η μέθοδος της χρηματοδοτικής μίσθωσης -, είναι η κατασκευή Αιολικού πάρκου. Συνήθως ιδρύεται μία εταιρεία ειδικού σκοπού (SPV) η οποία θα διαχειρίζεται το πάρκο και χρηματοδοτείται μερικώς για τη διάνοιξη δρόμου προς το έργο, για την ανέγερση των Αιολικών στύλων και τη τοποθέτηση ανεμογεννητριών, καθώς και όλα τα ηλεκτρολογικά που απαιτούνται. Το πάρκο φυσικά δεν παράγει έργο, ήτοι ρεύμα προς πώληση, προτού συνδεθεί με το δίκτυο κι έτσι η χρηματοδότηση αποπληρώνεται με βάση τις μελλοντικές ταμειακές ροές που θα έχει. Προκειμένου ο χρηματοδότης αλλά και ο επενδυτής, να διαπιστώσουν την ευχαίρεια αποπληρωμής του δανείου, οφείλουν εκτός του επιχειρηματικού σχεδίου και με τα stress test των τραπεζών), ώστε να διαπιστωθεί ποιό είναι το σημείο μηδέν των μελλοντικών χρηματοροών που θα μπορεί να αποπληρώσει όλες τις υποχρεώσεις της εταιρείας ειδικού σκοπού χωρίς να κερδίζει η ίδια (το λεγόμενο break-even point). Εφόσον κριθεί πως θα πρέπει να συμβεί κάποιο μεγάλο χρηματοοικονομικό γεγονός (παράδειγμα το δίκτυο να αγοράζει ρεύμα από το πάρκο στη χαμηλότερη δυνατή τιμή ή να μην πληρώνει για την αγορά του), προκειμένου να μην αποπληρωθεί ο δανεισμός, τότε ο δανειστής προχωρά στη χρηματοδότηση του project finance. Συνήθως σε τέτοιου είδους χρηματοδοτήσεις, εκχωρείται η σύμβαση αγοραπωλησίας ρεύματος και η λογιστή εκκαθάριση γίνεται από τον χρηματοδότη. Αφού επομένως ελαχιστοποιήσει τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο, ο δανειστής επιφορτώνεται με τους λοιπούς κινδύνους μη αποπληρωμής, όπως το να καταστραφούν για οποιοδήποτε λόγο οι μηχανισμοί του έργου ώστε να μην παράγεται ενέργεια, ή την «προσβολή» της σύμβασης αγοραπωλησίας από μία από τις δύο πλευρές για οποιοδήποτε λόγο, ή την αφερεγγυότητα του επενδυτή σε περίπτωση που ζητηθεί να αποπληρώσει ο ίδιος τις οφειλές και όποιο άλλο κίνδυνο συνήθως διέπει μία χρηματοδοτική συμφωνία, ανεξάρτητα από το μέγεθος των εξασφαλίσεων που έχει.

Παρεμφερή τρόπο χρηματοδότησης έργου, αποτελούν τα λεγόμενα project bonds, τα οποία είναι ομόλογα έργου που σκοπό έχουν την προσέλκιση θεσμικών εγχώριων και αλλοδαπών

επενδυτών και αναζήτηση χρηματοδότησης από τις διεθνείς αγορές. Συνήθως χρησιμοποιούνται στους κλάδους των κατασκευών και της ενέργειας, για μεγάλα έργα και μακροπρόθεσμα επενδυτικά σχέδια.

### **1.3 Κοινοπρακτικά Δάνεια**

Τα κοινοπρακτικά δάνεια χορηγούνται από το χρηματοπιστωτικό σύστημα και αφορούν συνήθως μακροχρόνια διάρκεια αποπληρωμής και μεγάλο ύψος δανείου. Συνήθως εξυπηρετούν τις τράπεζες στην αποφυγή των υπερ-δανειοδοτήσεων, την αναδιάρθρωση του ενεργητικού τους, αλλά συμβάλλουν και στη συμμόρφωση προς νομοθετημένους ή προαιρετικούς συντελεστές φερεγγυότητας. Τόσο οι τράπεζες όσο και ο δανειολήπτης, εξυπηρετούνται από τη διασπορά κινδύνου, οι μεν τράπεζες λόγω μικρότερου «ανοίγματος» σε σχέση με το σύνολο της χορήγησης, ο δε δανειολήπτης λόγω διασποράς της οφειλής του. Στη περίπτωση όπου ο δανειολήπτης ζητήσει επαναδιαπραγμάτευση όρων του δανείου, είναι πιθανότερο να επιτύχει όταν το ίδιο δάνειο έχει χορηγηθεί τμηματικά από περισσότερες από μία τράπεζες, παρά να διαπραγματευόταν μόνο με μία.

Η μέθοδος χορήγησης τμημάτων του ενιαίου δανείου από διαφορετικές τράπεζες, είναι η πιο σύνηθης στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Η κάθε τράπεζα χορηγεί ένα τμήμα επί του συνόλου του δανείου, αναλαμβάνοντας κατ' επέκταση αυτοτελή συμβατική υποχρέωση έναντι του οφειλέτη ως το ύψος του εν λόγω τμήματος. Μεταξύ των τραπεζών δεν δημιουργείται ενοχή εις ολόκληρον ή άλλη εγγυητική ευθύνη. Παρ' όλα αυτά, δημιουργούνται έννομες σχέσεις μεταξύ των δανειστών στα πλαίσια της βασικής σύμβασης δανείου, ώστε να μην πρόκειται για πλείονα αυτοτελή δάνεια, αλλά για ένα ενιαίο δάνειο. Δυνάμει του ενιαίου δανείου, οι τράπεζες αναλαμβάνουν την υποχρέωση να χορηγήσουν αυτοτελώς η κάθε μία, ορισμένο τμήμα του δανείου κάτω από κοινούς και ενιαίους όρους. Έτσι όλες οι τράπεζες της κοινοπραξίας συμμετέχουν στο δάνειο τη στιγμή κατάρτισής του<sup>1</sup>.

Η δεύτερη μέθοδος χορήγησης κοινοπρακτικού δανείου, δεν αφορά άμεσα τον δανειολήπτη, αλλά τον δανειστή. Σε αυτή τη περίπτωση η τράπεζα η οποία χορηγεί το δάνειο μεταβιβάζει τμήματα αυτού σε άλλες τράπεζες. Η ανάληψη κινδύνου αλλά και οι υποχρεώσεις στις οποίες επέρχονται οι υπόλοιπες τράπεζες, προέρχονται από το χρόνο κατά τον οποίο γίνεται η μεταβίβαση των τμημάτων του δανείου. Εάν η τράπεζα που συμβάλλεται με το δανειολήπτη μεταβιβάζει σε τρίτες τράπεζες τμήματα του δανείου πριν τη συνολική του εκταμίευση, τότε οι τρίτες τράπεζες αναλαμβάνουν μερικώς ή ολικώς, τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που

---

<sup>1</sup> Πηγή: [www.lawnet.gr/news/h-ennoia-kai-oi-diakriseis-ton-koinopraktikon-daneion-asyndicated-loansa--23316.html](http://www.lawnet.gr/news/h-ennoia-kai-oi-diakriseis-ton-koinopraktikon-daneion-asyndicated-loansa--23316.html) 08/12/2017

απορρέουν από τη κύρια δανειακή σύμβαση, καθώς και τον πιστωτικό κίνδυνο αλλά και τον κίνδυνο αφερεγγυότητας του πελάτη. Στην περίπτωση όμως που έχει προηγηθεί η εκταμίευση του δανείου και έπεται η μεταβίβαση τμημάτων αυτού, τότε οι τρίτες τράπεζες αναλαμβάνουν συμβατική υποχρέωση έναντι της κύριας τράπεζας, καταβάλλοντας της -η κάθε μία- τμήμα του ως άνω δανείσματος.

Η δεύτερη μέθοδος κοινοπρακτικού δανεισμού, ομοιάζει με την αντασφάλιση που αφορά μεταβίβαση υποχρεώσεων των ασφαλιστικών εταιρειών προς τους ασφαλισμένους τους, σε εταιρείες αντασφάλισης κινδύνου.

#### **1.4 Ομολογιακά Δάνεια και Αυτο-χρηματοδότηση**

Ως επί τω πλείστον, οι Ανώνυμες Εταιρείες οι οποίες αναζητούν ρευστότητα, δύναται να χρηματοδοτηθούν είτε με ξένα, είτε με ίδια κεφάλαια. Από τις πλέον διαδεδομένες μεθόδους χρηματοδότησης, είναι η έκδοση ομολογιακού δανείου – κατά βάση από εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο -. Ως όρισμος της ως άνω μεθόδου, είναι η έκδοση δανείου διαιρούμενου σε ομολογίες, οι οποίες αντιπροσωπεύουν δικαιώματα των ομολογιούχων έναντι της εκδότριας, σύμφωνα με τους όρους του δανείου. Όπως και οι μετοχές, έτσι και οι ομολογίες είναι χρεόγραφα με ονομαστική αξία, τα οποία ενσωματώνουν έντοκη απαίτηση κατά της εκδότριας εταιρείας, αποτελώντας τμήματα του δανειζόμενου ποσού καθένα από τα οποία αντιστοιχεί στην προαναφερθείσα ονομαστική αξία. Άλλη ομοιότητα μεταξύ των δύο χρεογράφων, είναι πως συνήθως μεταβιβάζονται ελεύθερα, εκτός αν προβλέπεται κάτι διαφορετικό από το καταστατικό της εταιρείας που έχει εκδόσει τη μετοχή ή/και την ομολογία. Η αντίθεση μεταξύ μετοχών και ομολογιών, είναι πως από την κατοχή μετοχών απορρέουν δικαιώματα διοικήσεως, ενώ η κατοχή ομολογιών περικλείει μία απαίτηση που αντιστοιχεί σε μέρος του χρέους της εκδότριας εταιρείας. Οι ομολογίες δύναται να είναι σταθερής ή κυμαινόμενης απόδοσης, ενώ οι μετοχές (στην περίπτωση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο), είναι μόνο κυμαινόμενες. Επίσης, οι ομολογίες δύναται να μετατραπούν σε μετοχές.

Βάσει του Νόμου 3156/2003 περί ομολογιακών δανείων, τιλοποίησης απαιτήσεων και απαιτήσεων από ακίνητα και άλλων διατάξεων, τα ομολογιακά δάνεια διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες.

- **Κοινό ομολογιακό δάνειο:**

Το κοινό ομολογιακό δάνειο παρέχει στους ομολογιούχους δικαίωμα προς απόληψη τόκου. Η έκδοσή του δεν υπόκειται σε κανέναν περιορισμό ποσού, εκτός αν στο καταστατικό της εκδότριας ορίζεται διαφορετικά.



- **Ομολογιακό δάνειο με ανταλλάξιμες ομολογίες:**

Σε αυτήν τη κατηγορία, δίδεται το δικαίωμα στους ομολογιούχους να ζητήσουν με δήλωσή τους, την εξόφληση των ομολογιών τους εις όλων ή εν μέρει, με μεταβίβαση σε αυτούς άλλων ομολόγων ή μετοχών ή άλλων κινητών αξιών της εκδότριας ή άλλων εκδοτών, σύμφωνα πάντα με τους όρους του δανείου. Από τη μεριά της η εκδότρια ή ο τρίτος κύριος ομολογιών ή μετοχών ή άλλων κινητών αξιών που παρέχει το δικαίωμα ανταλλαγής, δεσμεύεται το αργότερο μέχρι το χρόνο κάλυψης του δανείου ότι θα έχει ήδη στην κυριότητά του τις υποκείμενες ομολογίες, ή μετοχές ή άλλες κινητές αξίες -ελεύθερα βαρών- και διασφαλίζει τη διατήρηση αυτών καθ' όλη τη διάρκεια του ομολογιακού δανείου και μέχρι την εκπλήρωση των υποχρεώσεων που απορρέουν από αυτό.

- **Ομολογιακό δάνειο με μετατρέψιμες ομολογίες:**

Προαναφέρθηκαν οι ομοιότητες και οι διαφορές μεταξύ μετοχών και ομολογιών. Και οι δύο μορφές χρεωγράφων όμως έχουν τα πλεονεκτήματά τους. Η ομολογία δημιουργεί δικαίωμα απόληψης τόκου ακόμη και εάν η εταιρεία δεν υπήρξε κερδοφόρα κατά μία εταιρική χρήση, ενώ η μετοχή μπορεί να επιφέρει υψηλό μέριμα και υψηλή χρηματιστηριακή αξία. Το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο, είναι το δικαίωμα που δίνει η εκδότρια στον ομολογιούχο, για μετατροπή της ομολογίας σε μετοχή, σε προκαθορισμένο χρόνο. Κατ' αυτόν τον τρόπο, ο μεν κάτοχος της ομολογίας μετατρέπεται από ομολογιούχος σε μέτοχος, η δε εκδότρια μειώνει τον δανεισμό της και μετατρέπει το χρέος της σε μετοχικό κεφάλαιο (μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου υπό την αίρεση της μετατροπής των ομολόγων σε μετοχές). Παρέχεται δικαίωμα προτίμησης στην απόκτηση μετατρέψιμων ομολογιών της εκδότριας υπέρ των παλαιών μετόχων, ή εφόσον συντρέχουν συγκεκριμένοι λόγοι, το ομολογιακό δάνειο εκδίδεται με κατάργηση των δικαιωμάτων τους, συνήθως υπέρ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ή θεσμικών επενδυτών. Το ευνοϊκό στοιχείο υπέρ των ομολογιούχων, είναι πως η μετατροπή σε μετοχές γίνεται με premium, ήτοι σε τιμή πάνω από τη χρηματιστηριακή αξία της, σε αντίθεση με την κλασική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου που γίνεται με έκπτωση σε σχέση με τη χρηματιστηριακή τιμή.

- **Ομολογιακό δάνειο με δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη:**

Σε αυτήν τη κατηγορία, παρέχεται στους ομολογιούχους το δικαίωμα απόληψης εκτός από τον τόκο και ορισμένου ποσοστού από τα κέρδη που απομένουν μετά την απόληψη του πρώτου μερίσματος ή άλλης πρόσθετης παροχής που εξαρτάται από το

ύψος της παραγωγής ή από το εν γένει επίπεδο της δραστηριότητας της εκδότριας εταιρείας<sup>2</sup>.

Λιγότερο διαδεδομένο είναι το ομολογιακό δάνειο με ενυπόθηκες ομολογίες, όπου παραχωρείται υπέρ του ομολογιούχου εμπράγματα ασφάλεια, συνήθως με εγγραφή υποθήκης σε ακίνητο ή ακίνητα της εκδότριας.

Η αυτο-χρηματοδότηση των εταιρειών μέσω του ομολογιακού δανείου, επιτυγχάνεται καθώς η ίδια η εκδότρια έχει το δικαίωμα να αγοράσει τις ομολογίες που εκδίδει και να τις διαθέσει εκ νέου. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτο-χρηματοδότησης Ανώνυμης Εταιρείας μέσω ομολογιακού δανείου, αποτελεί η περίπτωση της KPI-KPI, η οποία προέβει στην εν λόγω κίνηση μετά την καταστροφή του εργοστασίου στις Σέρρες το 2013. Εναλλακτικά, η αυτο-χρηματοδότηση, δημιουργείται μέσω καταβολής νέων εισοφρών ή κεφαλαιοποίησης κερδών.

### **1.5 Επενδυτική Τραπεζική**

Η επενδυτική τραπεζική, δεν αποτελεί αμιγώς τρόπο χρηματοδότησης μίας εταιρείας, εντούτοις τα τελευταία χρόνια αρκετές τράπεζες διεύρυναν τις παρεχόμενες υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής, με συμμετοχή στις ίδιες τις εταιρείες-πελάτες τους.

Οι παρεχόμενες υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής, αφορούν κατά κύριο λόγο τη βοήθεια που δίδεται σε δημόσιες ή ιδιωτικές εταιρείες στη συλλογή κεφαλαίων στις χρηματαγορές, αλλά και στις συμβουλές περί συγχωνεύσεων, εξαγορών και λοιπών τύπων οικονομικών συναλλαγών. Η επενδυτική τραπεζική διαχωρίστηκε από την εμπορική τραπεζική, καθώς οι εμπορικές τράπεζες με τα χρήματα των καταθετών τους, επένδυναν σε χρηματιστηριακές εργασίες, οι οποίες και υπάγονταν στο πεδίο εργασιών υψηλού ρίσκου της επενδυτικής τραπεζικής. Θεωρείται, ότι αυτός ήταν και ο βασικός λόγος του χρηματιστηριακού κραχ το 1929.

Σήμερα, οι περισσότεροι οργανισμοί φαίνεται να έχουν περιοριστεί σε συμβουλευτικό και υποστηρικτικό ρόλο. Παρ' όλα αυτά, υπάρχουν περιπτώσεις όπου χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο μίας εταιρείας. Επί παραδείγματι, μπορεί μία τράπεζα να κατέχει πακέτο μετοχών μίας εταιρείας συμμετοχών (ήτοι άμεση συμμετοχή της τράπεζας στην εταιρεία), η οποία με τη σειρά της ιδρύει εταιρείες ή επενδύει μέσω αγορών μετοχικού κεφαλαίου σε τρίτες εταιρείες (έμμεση συμμετοχή της τράπεζας στις τρίτες εταιρείες). Στην Ελλάδα, χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της τράπεζας Πειραιώς, η οποία συμμετέχει με ποσοστό 31,2% στο μετοχικό κεφάλαιο της Marfin Investment Group. Η

---

<sup>2</sup> Πηγή: Εθνικό Τυπογραφείο – ΦΕΚ. 3156/2003

MIG είναι εταιρεία συμμετοχών η οποία επενδύει είτε απευθείας, είτε μέσω θυγατρικών της σε άλλες εταιρείες. Επομένως, η τράπεζα έχει έμμεση συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο των τρίτων εταιρειών και άμεση συμμετοχή στα από αυτές απορρέοντα κέρδη για την MIG.

Εναλλακτικός τρόπος συμμετοχής μίας τράπεζας (ακόμη και αμιγώς εμπορικής, αλλά μέσω θυγατρικής της εταιρείας), στο μετοχικό κεφάλαιο μίας εταιρείας, έχει να κάνει με τις συμφωνηθείσες παρεχόμενες εγγυήσεις σε περίπτωση κλασσικού δανεισμού. Έστω ότι σε μία εταιρεία χορηγείται μακροπρόθεσμο δάνειο για την αγορά πρώτων υλών. Εάν τα πάγια της εταιρείας είναι ήδη βεβαρυμένα με αρκετές προσημειώσεις, τότε δύναται να συμφωνηθεί μεταξύ της δανείστριας τράπεζας και της δανειολήπτριας εταιρείας, η εγγραφή πλασματικού ή πραγματικού ενέχυρου επί των μετοχών της τελευταίας. Το ενέχυρο χωρίς παράδοση του πράγματος (πλασματικό ενέχυρο) προβλέπεται με τον ν. 2844/2000 και αφορά επιχειρήσεις ή επαγγελματίες, της ασφάλειας παρεχομένης για τις ανάγκες της επιχείρησης, ή του επαγγέλματος, του οφειλέτη. Το πλασματικό ενέχυρο είναι μέθοδος απόκτησης ρευστότητας με ενεχύραση επιχειρηματικών απαιτήσεων. Παρέχει την δυνατότητα ενεχύρασης κινητών πραγμάτων χωρίς παράδοση της κατοχής τους, κατ' απόκλιση από τις διατάξεις των άρθρων 1211-1213 ΑΚ, περί ενεχύρου<sup>3</sup>. Κατά την εγγραφή πλασματικού ενέχυρου, οι δύο πλευρές συμφωνούν στο ποσοστό πώλησης επί του μετοχικού κεφαλαίου (συνήθως γύρω στο 2,5%) και στο συμβολικό τίμημα αγοράς του ποσοστού αυτού. Επιπλέον, η δανείστρια περιορίζεται στο να συμμετέχει όταν είναι απαραίτητο, στις γενικές συνελεύσεις μετόχων της δανειολήπτριας.

Με την εγγραφή πραγματικού ενέχυρου, οι μετοχές μεταβιβάζονται στον ενεχυρούχο δανειστή, ο οποίος έχει πλέον τη διαχείριση (οιονεί νομή) και την υποχρέωση φύλαξής τους. Κατά την εγγραφή πραγματικού ενεχύρου, οι δύο πλευρές συμφωνούν στο ποσοστό πώλησης επί του μετοχικού κεφαλαίου (ακόμη και πάνω από το 2,5%), η αξία αγοράς ανέρχεται στην ονομαστική αξία της έκαστης μετοχής της δανειολήπτριας (για μη εισηγμένες εταιρείες), ή στην αποτίμηση της αξίας της μετοχής (κυρίως για εισηγμένες), ενώ το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, δύναται πέραν της συμμετοχής του στις γενικές συνελεύσεις, να καρπώνεται και τα όποια κέρδη τους αντιστοιχούν (μερίσματα), να αιτηθεί πληρωμής των εξόδων φύλαξης και να ρευστοποιήσει εφόσον κατά τη λήξη της δανειακής σύμβασης δεν έχει εξοφληθεί με τα συμφωνηθέντα. Αντίστοιχα, λαμβάνει την υποχρέωση να διαφυλάξει και να μην μεταβιβάσει σε τρίτους τις μετοχές, εκτός και αν συναινέσει ο οφειλέτης. Ο οφειλέτης από τη μεριά του διατηρεί τη κυριότητα και νομή των μετοχών με όλα τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που συνεπάγονται.

<sup>3</sup> Πηγή: [https://xkarampagias.gr/index.php?option=com\\_content&view=article&id=2239:2017-08-08-18-35-23&catid=55:2013-01-23-11-48-22&Itemid=199](https://xkarampagias.gr/index.php?option=com_content&view=article&id=2239:2017-08-08-18-35-23&catid=55:2013-01-23-11-48-22&Itemid=199) 09/12/2017

Επομένως, ως μέθοδος χρηματοδότησης είναι και η επενδυτική τραπεζική με έμμεσα ή άμεσο τρόπο. Οι σημαντικότεροι εκπρόσωποι επενδυτικής τραπεζικής, είναι η JP Morgan Chase, η UBS, η CITIGROUP και η Goldman Sachs.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2**

### **ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ**

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ - ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ**

##### **2.1 Χρηματοδοτική Μίσθωση**

Η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing), αφορά την απόκτηση πάγιων στοιχείων από μία επιχείρηση (ακίνητα, μηχανήματα, μεταφορικά μέσα και λοιπός εξοπλισμός), χωρίς να απεμπολίζει χρήματα από το ταμείο ή τις καταθέσεις της, καθώς το πάγιο αγοράζεται από την εταιρεία χρηματοδοτικών μισθώσεων και εν συνεχεία μισθώνεται στην επιχείρηση η οποία θα κάνει χρήση του παγίου. Το πάγιο είναι της επιλογής και αρεσκείας του μισθωτή, ενώ η εταιρεία χρηματοδοτικών μισθώσεων εξετάζει την πιστοληπτική του αιτούντος, με τον ίδιο τρόπο που θα το εξέταζε μία εμπορική τράπεζα. Η διάρκεια της σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορεί να είναι βραχυπρόθεσμη, από 3 έως 5 έτη και αφορά τις περιπτώσεις χρηματοδότησης μηχανημάτων έργου, μεταφορικών μέσων και λοιπού εξοπλισμού. Μπορεί επίσης να είναι μεσο-μακροπρόθεσμη από 7 έτη έως και 25 έτη και αφορά χρηματοδοτήσεις μεγάλων γραμμών παραγωγής ή μηχανημάτων και ακινήτων. Στη λήξη της σύμβασης, το πάγιο μεταβιβάζεται στον μισθωτή έναντι συμβολικού τιμήματος εξαγοράς, εκτός των συμβάσεων λειτουργικής μίσθωσης όπου δύναται να επιστραφεί το πάγιο από τον μισθωτή στον εκμισθωτή χωρίς να εξαγοραστεί από τον πρώτο.

Κύριες διαφορές της χρηματοδοτικής μίσθωσης με το κλασικό δάνειο παγίων είναι οι εξής:

- 1) Το πάγιο αγοράζεται απευθείας από την εταιρεία χρηματοδοτικών μισθώσεων και κατ' επέκταση ο προμηθευτής τιμολογεί την εταιρεία leasing, ενώ στην περίπτωση δανείου, το ποσό εκταμιεύεται υπέρ του δανειστή ο οποίος και αγοράζει το πάγιο ή δίνει εντολή να γίνει απευθείας η πληρωμή στον προμηθευτή από την τράπεζα, με το τιμολόγιο όμως του προμηθευτή να έχει εκδοθεί στο όνομα του δανειστή.
- 2) Σε συνέχεια της ανωτέρω διαφοράς, στην περίπτωση του δανείου εκταμιεύεται ποσό ίσο με το σύνολο της αξίας του τιμολογίου του προμηθευτή, ήτοι καθαρή αξία πλέον ΦΠΑ και η αποπληρωμή των δόσεων γίνεται επί του συνολικού χορηγηθέντος ποσού. Στην περίπτωση της χρηματοδοτικής μίσθωσης, το πάγιο αγοράζεται μεν στην συνολική αξία του τιμολογίου από την εταιρεία leasing, όμως η σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης φέρει την καθαρή αξία του παγίου και καθώς η εταιρεία leasing εκδίδει προς τον μισθωτή τιμολόγια παροχής υπηρεσιών, το κάθε μίσθωμα

βαρύνεται με ΦΠΑ το οποίο και συμψηφίζει ο μιν μισθωτής με το ΦΠΑ που εισπράττει από τη δραστηριότητά του, ο μιν εκμισθωτής με το ΦΠΑ αγοράς του παγίου. Δεν υφίσταται ΦΠΑ στις περιπτώσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης ακινήτου, εκτός εάν πρόκειται για βιομηχανοστάσιο.

- 3) Βασική διαφορά μεταξύ δανείου και leasing, αποτελεί η νομή και κυριότητα του παγίου. Στη περίπτωση του δανείου το πάγιο είναι περιουσιακό στοιχείο του δανειστή και η τράπεζα φέρει δικαιώματα επί αυτού μόνο σε περίπτωση προσημείωσης ή υποθήκης. Στη χρηματοδοτική μίσθωση, το πάγιο είναι περιουσιακό στοιχείο της εταιρείας χρηματοδοτικών μισθώσεων η οποία έχει τη νομή και κυριότητα του παγίου, ενώ ο μισθωτής φέρει την ευθύνη της χρήσης αυτού. Οι αποσβέσεις του παγίου γίνονται από την εταιρεία leasing.
- 4) Σημαντικότερη διαφορά αποτελεί το γεγονός πως στην περίπτωση του δανείου, εκπίπτει ως δαπάνη μόνο ο τόκος, ενώ στη περίπτωση της χρηματοδοτικής μίσθωσης, το σύνολο του μισθώματος νοείται ως δαπάνη.

Η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί τα τελευταία έτη ισχυρό εργαλείο χορηγήσεων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, είτε παρέχοντάς την ως υπηρεσία της τράπεζας, είτε ιδρύοντας θυγατρικές εταιρείες χρηματοδοτικών μισθώσεων. Το leasing, έχει διάφορες μορφές, κάνοντάς το πιο ελκυστικό αφού μπορεί να καλύψει τις ανάγκες ρευστότητας του μισθωτή με εναλλακτικούς τρόπους.

**i. Άμεση χρηματοδοτική μίσθωση (Direct ή financial leasing).**

Αποτελεί τη πιο σύνθητη μορφή χρηματοδοτικής μίσθωσης. Ο υποψήφιος μισθωτής επιλέγει το πάγιο που ταιριάζει στις ανάγκες του και η εταιρεία leasing το αγοράζει αντ' αυτού, παραχωρώντας του τη χρήση. Για τη καλή λειτουργία και τη συντήρηση του παγίου ευθύνεται αποκλειστικά ο μισθωτής. Συνάπτεται σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης μεταξύ των δύο μερών, για συγκεκριμένη διάρκεια και ύψος μισθώματος (κυμαινόμενο καθώς έχει βάση επιτοκίου πλέον περιθωρίου κέρδους), ενώ στη λήξη της σύμβασης το πάγιο μεταβιβάζεται στο μισθωτή έναντι προσυμφωνημένου τιμήματος.

**ii. Πώληση και επαναμίσθωση (sale and leaseback).**

Πρόκειται για μία από τις καλύτερες εναλλακτικές εξεύρεσης ρευστότητας για μία επιχείρηση, χωρίς να χρειαστεί να καταφύγει σε κλασικό δανεισμό. Συνήθως αφορά ακίνητα που αποτελούν περιουσιακό στοιχείο του υποψήφιου μισθωτή, ενώ υπάρχουν και περιπτώσεις πώλησης και επαναμίσθωσης μεγάλων γραμμών παραγωγής

εργοστασίων. Σε αυτή τη μορφή του leasing, ο μισθωτής πωλεί το πάγιο (κατόπιν εκτίμησης της αξίας του από ανεξάρτητους εκτιμητές) στην εταιρεία leasing, η οποία εκταμιεύει το συμφωνηθέν ποσό στον μισθωτή (όπου σε αυτή τη περίπτωση λειτουργεί και ως προμηθευτής) και στη συνέχεια του το παραχωρεί για τη χρήση, έναντι μισθωμάτων. Η σύμβαση κατά βάση είναι συμβολαιογραφική, αλλά διέπεται εξίσου από τα βασικά στοιχεία της σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης, όπως η διάκριση, το ύψος του μισθώματος, το τίμημα εξαγοράς, οι περιπτώσεις καταγγελίας και λοιπά. Ο μισθωτής με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνει να χορηγηθεί ένα ποσό το οποίο μπορεί να διαθέσει όπως επιθυμεί αναφορικά πάντα με την επαγγελματική του δραστηριότητα, όπως για παράδειγμα για αγορά πρώτων υλών ή αναβάθμιση του τμήματος έρευνας και ανάπτυξης, προώθησης ή να επεκτείνει τις δραστηριότητές του. Προϋπόθεση για τη σύναψη σύμβασης πώλησης και επαναμίσθωσης, είναι το πάγιο να μη φέρει προσημείωση έναντι τρίτου ή να μην εγείρει απαιτήσεις από τρίτους και να μην είναι τεχνολογικά απαξιωμένο.

**iii. Λειτουργική μίσθωση (operating leasing).**

Αυτή η μορφή χρηματοδοτικής μίσθωσης, αφορά κατά βάση την αγορά επιβατικών οχημάτων που θα χρησιμοποιήσει ο μισθωτής (ήτοι εταίροι ή εργαζόμενοι της επιχείρησης ή η ίδια η επιχείρηση εάν πρόκειται για ελεύθερο επαγγελματία). Αποτελεί την περίπτωση όπου προσυμφωνείται η εξαγορά ή μη του εξοπλισμού στη λήξη της σύμβασης. Επίσης, τα έξοδα συντήρησης του παγίου βαρύνουν τον εκμισθωτή, τα οποία όμως με τη σειρά τους βαρύνουν τα μισθώματα, καθώς τη χρήση και το καλώς έχειν του παγίου την έχει ο μισθωτής. Η λειτουργική μίσθωση μπορεί να αποτελέσει και τρόπο αγοράς άυλων στοιχείων, όπως λογισμικά προγράμματα, κινηματογραφικές ταινίες, ακόμη και πνευματικά δικαιώματα. Για τα τελευταία δεν υφίσταται φυσικά υποχρέωση συντήρησής τους.

**iv. Χρηματοδοτική μίσθωση – πώληση (vendor leasing).**

Αποτελεί μία τριγωνική συναλλαγή σε επίπεδο προώθησης και εκταμίευσης, μεταξύ προμηθευτή, εταιρείας leasing και πελάτη. Ο προμηθευτής σε αυτή τη περίπτωση αποτελεί τον σύμβουλο χρηματοδότησης του πελάτη του. Προωθεί το leasing ως υπηρεσία σε συνεργασία με την ή τις εταιρείες χρηματοδοτικών μισθώσεων που συνεργάζεται και επιτυγχάνει να πωλήσει το προϊόν του τοις μετρητοίς, αντί να συμφωνήσει σε αποπληρωμή μέσω δόσεων ή γραμματίων. Επομένως, ο προμηθευτής μεταβιβάζει τον όποιο κίνδυνο στην εταιρεία leasing ενώ δύναται να πωλήσει και με πιο ανταγωνιστικές τιμές τοις μετρητοίς, η εταιρεία leasing αυξάνει τις εργασίες της

και καρπώνεται το κέρδος της, ενώ ο πελάτης δεν χρειάζεται να πληρώσει κατευθείαν όλη την αξία του παγίου.

**v. Μοχλευμένη χρηματοδοτική μίσθωση (leveraged leasing).**

Χωρίζεται ουσιαστικά σε δύο υπο-περιπτώσεις. Κατά την πρώτη, η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης δανείζεται μέρος ή το σύνολο του ποσού αγοράς του παγίου, από άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, το οποίο με τη σειρά του λαμβάνει τη συμφωνημένη δόση από το μίσθωμα που εισπράττει ο μισθωτής από τον εκμισθωτή. Το πάγιο ιδιοκτησίας της εταιρείας leasing, δύναται να προσημειωθεί

Η δεύτερη υπο-περίπτωση που αφορά άμεσα τον δανειολήπτη, ομοιάζει τόσο με το vendor leasing όσο και με τον κοινοπρακτικό δανεισμό. Υπάρχουν τρία μέρη, η εταιρεία χρηματοδοτικών μισθώσεων, ο εκμισθωτής και το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, ή τέσσερα και άνω εφόσον συμμετέχει και ο προμηθευτής και τρίτη τράπεζα. Ο προμηθευτής δύναται να έχει σύμφωνο συνεργασίας με την εταιρεία leasing και να προωθεί τις υπηρεσίες της. Επιπλέον, δύναται για λόγους ανταγωνιστικότητας, να χρηματοδοτήσει μέρος του εξοπλισμού, κυρίως μέρη τα οποία δύσκολα αποτελούν τμήμα της σύμβασης leasing (καλώδια, αναλώσιμα, εργασίες συναρμολόγησης κλπ), μόνο αν ο πελάτης του επιλέξει να χρηματοδοτηθεί τον εξοπλισμό μέσω της εταιρείας leasing. Ο προμηθευτής επομένως έχει ένα πλαφόν σε μία τράπεζα, η οποία δεν είναι απαραίτητο να είναι η μητρική της εταιρείας leasing (για παράδειγμα, εάν πωλεί εμπορεύματα που τα εισάγει από μεγάλο εργοστάσιο της Κίνας, το πλαφόν μπορεί να το έχει δώσει κινέζικη τράπεζα με τριτεγγυητή το κινέζικο εργοστάσιο, αφού θα έχει με τον έλληνα προμηθευτή αποκλειστική συνεργασία), ώστε να χρηματοδοτεί το κάθε έργο. Η εταιρεία leasing αναλαμβάνει ένα μέρος της χρηματοδότησης, που αφορά τα πάγια στοιχεία και η τράπεζα (μητρική της εταιρείας leasing συνήθως), αναλαμβάνει το υπόλοιπο μέρος. Αυτή η μέθοδος μπορεί να ακολουθηθεί για μεγάλης αξίας πάγια, για χρηματοδοτήσεις στα πλαίσια του project finance και για λόγους ορίων χρηματοδότησης ανά ΑΦΜ από την εταιρεία leasing (εφόσον υφίσταται περιορισμός που να απαγορεύει τη χορήγηση συνολικού ποσού σε έναν πελάτη, μεγαλύτερου από ένα ποσοστό επί των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας). Από τη μεριά του δανειολήπτη, συμφέρει η εν λόγω χρηματοδότηση στις περιπτώσεις ύπαρξης εντάσεως κεφαλαίου, ενώ γίνεται και διασπορά της χορήγησης σε δύο ή τρία μέρη.

**vi. Χρηματοδότηση εμπορευμάτων (stock finance).**

Πρόκειται για εξειδικευμένο εργαλείο χορήγησης. Επί της ουσίας χρηματοδοτείται το παραγόμενο προϊόν του δανειολήπτη. Επί παραδείγματι, μία επιχείρηση παράγει



κρασί και επιθυμεί την αγορά δεξαμενών με ξένα κεφάλαια, χωρίς κλασσικό δανεισμό, θέλοντας παράλληλα να είναι ο εξοπλισμός στην κυριότητά της. Από το παραγόμενο κρασί, έστω ότι φυλάσσονται ως εμπόρευμα στις αποθήκες (stock), 1.000 φυάλες με αξία πώλησης € 100 η μία. Ο δανειστής χρηματοδοτεί τις 1.000 φυάλες με € 100.000,00 αγοράζοντάς τες μεν, αλλά παραμένοντας στο stock του δανειολήπτη. Κάθε μήνα ο δανειολήπτης θα πρέπει να αποστέλλει στον δανειστή κατάσταση με το stock που να αφορά 1.000 φυάλες και τους σειριακούς αριθμούς ή τους κωδικούς αυτών. Οι φυάλες κάθε φορά μπορεί να μεταβάλλονται ως προς τον κωδικό τους, αλλά θα πρέπει να είναι πάντοτε είτε 1.000 είτε τόσες όσο το υπόλοιπο της χορήγησης. Μολονότι ο δανειστής φαίνεται να μην καλύπτεται πλήρως σε περίπτωση παρέκκλισης του δανειολήπτη από τους όρους αποπληρωμής (ήτοι να πάψει η φερεγγυότητά του και η σύμβαση χορήγησης να καταγγελθεί), εντούτοις σε περιπτώσει default, συνήθως η πρώτη κίνηση του δανειολήπτη είναι να πουλήσει το εμπόρευμά του και τελευταία να ρευστοποιήσει τα πάγια.

Με αυτόν τον τρόπο, η επιχείρηση αποκτά ρευστότητα χωρίς να χρειαστεί να παραχωρήσει την κυριότητα των παγίων της.

## **2.2 Factoring**

Στα πλαίσια της χρηματοδοτικής μίσθωσης, υφίσταται η πώληση και επαναμίσθωση παγίου εξοπλισμού, όπου η επιχείρηση πωλεί το πάγιο της στην εταιρεία leasing για να αποκτήσει ρευστότητα και εν συνεχεία το μισθώνει από αυτήν.

Ένα άλλο όμως στοιχείο του ενεργητικού μίας εταιρείας μπορεί να εκχωρηθεί με σκοπό την αναζήτηση χρηματοδότησης και αυτό είναι οι απαιτήσεις της από πελάτες. Πρόκειται για μία εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης, η οποία προσφέρεται από το factoring, για βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις, διάρκειας 3 έως 6 μηνών. Το factoring ορίζεται ως υπηρεσία πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων. Οι απαιτήσεις μίας επιχείρησης από τους πελάτες της, αφορούν γραμμάτια, επιταγές, τιμολόγια και συναλλαγματικές προς είσπραξη και εκχωρούνται υπό τη προϋπόθεση της μη ύπαρξης παρακαταθήκης. Επίσης, εξαιρούνται οι όποιες απαιτήσεις πωλήσεων μίας εταιρείας προς προμηθευτές της, προς το προσωπικό της και προς συνεργάτες ή συνεταιίρους της. Ειδικότερα, η επιχείρηση μεταβιβάζει ορισμένα δικαιώματά της στον πράκτορα επί αμοιβή, και ο πράκτορας αναλαμβάνει να εξοφλήσει τα δικαιώματα αυτά κατά την κανονική λήξη ή να την προεξοφλήσει, οπότε διενεργεί μία πιστωτική πράξη. Πρωτού όμως μία επιχείρηση αναζητήσει τις υπηρεσίες μίας εταιρείας

factoring, θα πρέπει να διαπιστώσει εάν και σε ποιές περιπτώσεις θα πρέπει να εκχωρεί τις απαιτήσεις της.

Οι παράγοντες που θα πρέπει να καθορίζουν την αναζήτηση χρηματοδότησης μέσω εκχώρησης απαιτήσεων, είναι οι εξής:

- **Κεφάλαιο κίνησης.** Όπως και στις ανωτέρω περιπτώσεις, έτσι και στην κατηγορία του factoring, πρώτα και κύρια πρέπει να διαπιστωθούν οι ανάγκες της εταιρείας σε καθαρό κεφάλαιο κίνησης (ήτοι η διαφορά μεταξύ κυκλοφορούντος ενεργητικού και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων) και κατά πόσο οι ανάγκες αυτές καλύπτονται μέσω της εκχώρησης απαιτήσεων και όχι άλλου είδους χρηματοδότησης. Για παράδειγμα, μία επιχείρηση με αρνητικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης € 500.000 με απαιτήσεις από πελάτες € 300.000 και με ακίνητο ιδιοκτησίας της αξίας € 700.000 είναι προτιμότερο να ακολουθήσει τη μέθοδο sale and leaseback, καθώς θα υπερκαλυφθούν οι ανάγκες της. Εναλλακτικά μπορεί να χρησιμοποιήσει το factoring σε συνδυασμό με άλλου είδους χρηματοδότηση.
- **Η σχέση των δεικτών «ημέρες είσπραξης απαιτήσεων» και «ημέρες πληρωμής υποχρεώσεων».** Οι δύο αυτοί δείκτες οι οποίοι ανήκουν στην ομάδα δεικτών δραστηριότητας, σε συνδυασμό με το δείκτη «ημέρες αποθεμάτων», διαμορφώνουν τη διάρκεια του λειτουργικού κύκλου μίας επιχείρησης σε ένα οικονομικό έτος. Θέτοντας τις «ημέρες αποθεμάτων» ίσες με το μηδέν, διαπιστώνουμε πως η σχέση των ανωτέρω δύο δεικτών, έχει θετικό αντίκτυπο για την επιχείρηση όταν φέρει αρνητικό πρόσημο. Το αρνητικό πρόσημο σημαίνει πως η επιχείρηση εισπράττει νωρίτερα τις απαιτήσεις, σε σχέση με το χρόνο αποπληρωμής των υποχρεώσεών της, δημιουργώντας έτσι ρευστότητα για το μεσοδιάστημα. Αντιθέτως, διαφορά των δύο δεικτών με θετικό πρόσημο, σημαίνει πως η επιχείρηση εισπράττει αργότερα από ότι εξοφλεί, δημιουργώντας την ανάγκη ρευστότητας ωσότου εισπράξει. Στην περίπτωση επομένως που δεν μπορεί να λάβει πίστωση από τους προμηθευτές της, δύναται να καταφύγει στη μέθοδο του factoring, ώστε να προεξοφληθούν οι απαιτήσεις της.
- **Αδυναμία ή ανυπαρξία εισπρακτικού μηχανισμού.** Όταν η επιχείρηση δεν δύναται να δημιουργήσει εντός του λογιστηρίου της, τμήμα εισπράξεων, με την έννοια της πρόληψης μη πληρωτέων απαιτήσεων, τότε μπορεί να χρησιμοποιήσει το factoring χωρίς αναγωγή, καθώς με αυτή τη μέθοδο δεν ζητείται από την εταιρεία factoring πληρωμή ή αντικατάσταση μη εξοφληθέντων απαιτήσεων, από τον πωλητή των απαιτήσεων. Δεδομένου όμως πως η εταιρεία factoring παρέχει υπηρεσίες που εντάσσονται στα πλαίσια υπηρεσιών των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, δεν θα

δεχθεί να αγοράσει απαιτήσεις που αφορούν αποδεδειγμένα αφερέγγυους χρεώστες. Παρ' όλα αυτά, σε περίπτωση αδυναμίας του χρεώστη να αποπληρώσει την υποχρέωσή του, τη νομική διαδικασία κινεί η εταιρεία factoring και όχι η επιχείρηση, οπότε και απαλλάσσεται από τη χρονοβόρα και δαπανηρή διαδικασία όλων των απαραίτητων ενεργειών.

Βάσει των ανωτέρω στοιχείων, οι σκοποί του factoring μπορούν να διακριθούν σε τρεις κατηγορίες.

- **Διαχειριστικός σκοπός:** Η εταιρεία factoring αναλαμβάνει κατόπιν ανάθεσης μέσω σχετικής σύμβασης, τη λογιστική παρακολούθηση και είσπραξη των απαιτήσεων για λογαριασμό του πελάτη της, ενώ αναλαμβάνει τις όποιες νομικές ενέργειες απαιτηθούν.
- **Ασφαλιστικός σκοπός:** Συνήθως στη σύμβαση factoring, προβλέπεται ότι η εταιρεία factoring θα πιστώσει το λογαριασμό του πελάτη της, με το ποσό της εκχωρημένης σε αυτήν απαίτησης, ακόμη κι αν δεν καταφέρει να εισπράξει από τον οφειλέτη. Με αυτό το τρόπο γίνεται μετατόπιση κινδύνου από την επιχείρηση στην εταιρεία factoring.
- **Χρηματοδοτικός σκοπός:** Αφορά γενικότερα τη μεταβίβαση απαιτήσεων - τόσο γεννημένων όσο και μελλοντικών -, από την επιχείρηση στην εταιρεία factoring, η οποία καταβάλλει αμέσως το σύνολο ή μέρος του αντίστοιχου ποσού στον πελάτη της, αφού παρακρατήσει τη προμήθειά της. Έτσι δημιουργείται ρευστότητα για τον εκχωρητή.

Όπως και η χρηματοδοτική μίσθωση, έτσι και το factoring χωρίζεται σε διάφορες κατηγορίες.

**i. Factoring χωρίς δικαίωμα αναγωγής.**

Περιλαμβάνει όλους τους ανωτέρω σκοπούς/λειτουργίες της υπηρεσίας. Οι εκχωρημένες απαιτήσεις προέρχονται από πελάτες ελεγχμένης εμπορικότητας, φερεγγυότητας και ευρείας διασποράς, με τους οποίους συναλλάσσεται ο εκχωρητής. Στην κατηγορία αυτή, στην περίπτωση που ο οφειλέτης πτωχεύσει ή αποδεδειγμένα αδυνατεί να καλύψει την οφειλή του, η εταιρεία factoring δεν έχει δικαίωμα να στραφεί κατά του εκχωρητή, για επανεκχώρηση της απαίτησης, επιστροφή της χρηματοδότησης και ανταλλαγή με ισόποσες απαιτήσεις, αλλά ούτε και νομικά. Η όποια νομική διεκδίκηση πραγματοποιείται από τον πράκτορα.

**ii. Factoring με δικαίωμα αναγωγής.**

Αποτελεί το πιο σύνηθες είδος πρακτόρευσης απαιτήσεων και διαφοροποιείται συγκριτικά με το «factoring χωρίς δικαίωμα αναγωγής», ως προς τον ασφαλιστικό σκοπό της πρακτόρευσης. Επομένως σε αυτή τη κατηγορία, η αφερεγγυότητα και το ενδεχόμενο μη εξόφλησης από τον οφειλέτη, βαρύνει τον εκχωρητή της απαίτησης.

**iii. Factoring με δικαίωμα μερικής αναγωγής.**

Αφορά συνδυασμό των ανωτέρω δύο κατηγοριών και συμβαίνει όταν ο κίνδυνος αφερεγγυότητας του τελικού οφειλέτη, μοιράζεται ανάμεσα στον εκχωρητή και τον πράκτορα. Ο εκχωρητής βαρύνεται με την ευθύνη αποπληρωμής των εκχωρημένων απαιτήσεων στην περίπτωση που δεν εξοφληθούν, μέχρι ένα προκαθορισμένο ποσό.

**iv. Factoring με προεξόφληση τιμολογίων.**

Στην εν λόγω κατηγορία, ο πράκτορας χρηματοδοτεί τον εκχωρητή μέσω προεξόφλησης τιμολογίων, ίσης με το 80% της αξίας τους, πρωτού καταστούν ληξιπρόθεσμα. Την ευθύνη για την εξόφληση των τιμολογίων φέρει ο εκχωρητής, ο οποίος και θα πρέπει να προβεί στην απόδοση του εισπραγμένου ποσού προς τον πράκτορα, τηρώντας τα συμφωνηθέντα της σύμβασης. Η παρακολούθηση και ο έλεγχος των τιμολογίων γίνεται από τον πράκτορα, ο οποίος σε περίπτωση παρέκκλισης από τα συμφωνηθέντα, διατηρεί το δικαίωμα άμεσης αναγωγής.

**v. Factoring χωρίς προεξόφληση τιμολογίων.**

Ο πράκτορας αναλαμβάνει τις απαιτήσεις του εκχωρητή, την αξία των οποίων καταβάλλει μόνο όταν καταστούν ληξιπρόθεσμες. Σε αυτή τη κατηγορία πρακτόρευσης απαιτήσεων, η εταιρεία factoring αναλαμβάνει είτε μόνο το διαχειριστικό μέρος των απαιτήσεων - ήτοι τη λογιστική και νομική παρακολούθησή τους -, είτε το ασφαλιστικό μέρος - ήτοι την ανάληψη πιστωτικού κινδύνου -, όχι όμως και τη χρηματοδότηση του εκχωρητή.

**vi. Εγχώριο ή εισαγωγικό factoring.**

Επί της ουσίας πρόκειται για τη γενικότερη κατηγορία πρακτόρευσης, της οποίας οι υπηρεσίες παρέχονται σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην εγχώρια αγορά. Το εισαγωγικό factoring αφορά επιχειρήσεις οι οποίες εισάγουν τις πρώτες ύλες τους ή τα προϊόντα τους από το εξωτερικό. Ο εγχώριος πράκτορας συνεργάζεται με την ανταποκρίτεια τράπεζα ή τον πράκτορα στο εξωτερικό - ο

οποίος διαχειρίζεται τις απαιτήσεις του πελάτη του που εξάγει στην Ελλάδα - και πληρώνει στο 100%, αναλαμβάνοντας όλες τις απορρέουσες υπηρεσίες (εισαγωγικό factoring χωρίς δικαίωμα αναγωγής). Αντίστοιχα, μπορεί να περιοριστεί στην είσπραξη εγχώριων απαιτήσεων του πελάτη του και να αποδόσει τα αντίστοιχα ποσά στον πράκτορα του εξωτερικού (εισαγωγικό factoring με δικαίωμα αναγωγής).

**vii. Διεθνές ή εξαγωγικό factoring.**

Στην εν λόγω κατηγορία πρακτόρευσης, οι απαιτήσεις του εκχωρητή προέρχονται από πελάτες του εξωτερικού. Υφίσταται και εδώ ο διαχωρισμός σε πρακτόρευση με και χωρίς δικαίωμα αναγωγής. Στο διεθνές factoring με δικαίωμα αναγωγής, η χρηματοδότηση του εκχωρητή ανέρχεται σε ποσοστό 90%, ενώ ο ίδιος αναλαμβάνει την ευθύνη εξόφλησης των απαιτήσεων, σε περίπτωση μη αποπληρωμής των απαιτήσεων από τους πελάτες του. Στο διεθνές factoring χωρίς δικαίωμα αναγωγής, στη περίπτωση που ο χρεώστης καταστεί αδύναμος προς εξόφληση της απαίτησης, ο εγχώριος πράκτορας αποζημιώνεται από τον αλλοδαπό ανταποκριτή στο 100% της αξίας της απαίτησης. Η χρηματοδότηση του εκχωρητή ανέρχεται επίσης στο 90%.

### **2.3 Forfaiting**

Πρόκειται επίσης για εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης, η οποία χρησιμοποιείται κυρίως στο διεθνές εμπόριο. Σύμφωνα με την Investopedia, πρόκειται για ένα μέσο χρηματοδότησης που χρησιμοποιούν οι εξαγωγείς έναντι των μεσοπρόθεσμων απαιτήσεών τους από πελάτες τους, τις οποίες εκχωρούν και λαμβάνουν ένα ποσοστό επί της συνολικής αξίας της απαίτησης (πολλές φορές και το 100%), ενώ εκμηδενίζουν τον κίνδυνο του να μην πληρωθούν από τον πελάτη τους, μίας και ο κίνδυνος αυτός μεταβιβάζεται μαζί με τις απαιτήσεις, στον πράκτορα<sup>4</sup>.

Κατά κύριο λόγο, εκχωρούνται απαιτήσεις οι οποίες αφορούν αγορές για εξαγωγές εξοπλισμών, πρώτων υλών και ημικατεργασμένων προϊόντων.

Με τη μέθοδο του forfaiting συναλλάσσονται τέσσερα μέρη. Το πρώτο είναι ο εξαγωγέας ο οποίος επιθυμεί να εκχωρήσει τις απαιτήσεις του. Το δεύτερο μέρος είναι η τράπεζα ή η εταιρεία στην οποία θα εκχωρηθεί η απαίτηση του εξαγωγέα. Το τρίτο μέρος είναι η τράπεζα του εισαγωγέα-οφειλέτη, η οποία εκδίδει εγγυητική επιστολή υπέρ του πελάτη της, προς την

---

<sup>4</sup> Πηγή: <https://www.investopedia.com/terms/f/forfaiting.asp> 18/12/2017

τράπεζα ή την εταιρεία πρακτόρευσης του εξαγωγέα. Τέλος, το τέταρτο μέρος της συναλλαγής είναι ο εισαγωγέας-οφειλέτης, ο οποίος πρέπει να εξοφλήσει την οφειλή του. Λόγω της μεσοπρόθεσμης διάρκειας των απαιτήσεων – από 6 μήνες έως και 6 έτη -, η χρηματοδότηση μέσω forfaiting εξυπηρετεί στην προεξόφληση συναλλαγματικών ή τιμολογίων, βάσει των οποίων έχουν συμφωνηθεί μεταξύ εξαγωγέα και εισαγωγέα δόσεις αποπληρωμής, αντί εφάπαξ καταβολής.

Το όποιο συναλλαγματικό ρίσκο, ο κίνδυνος μη εξόφλησης και ο κίνδυνος χώρας, μεταβιβάζονται από τον εξαγωγέα στην τράπεζα ή την εταιρεία πρακτόρευσης με την οποία συνεργάζεται. Μολονότι ο εν λόγω τρόπος χρηματοδότησης δεν θεωρείται από τους πλέον διαδεδομένους στην Ελλάδα, εντούτοις αποτελεί εξαιρετικό εργαλείο στα χρόνια της οικονομικής κρίσης. Οι ελληνικές εταιρείες/εισαγωγείς που δεν είχαν οικονομικές δυσκολίες, αλλά χρησιμοποιούσαν το χρηματοπιστωτικό σύστημα, ως οι έχοντες την ευθύνη εξόφλησης του τιμολογίου στον εξαγωγέα, εγγυόταν την εξόφληση αυτή μέσω της συνεργαζόμενης τράπεζας. Ο εξαγωγέας χρησιμοποιώντας το forfaiting, μεταβίβαζε τον κίνδυνο του country risk στην τράπεζά του, η οποία με τη σειρά της είχε «υπόλογο» την ανταποκρίτεια τράπεζα από την Ελλάδα, καθώς εκείνη εγγυήθηκε για τον εισαγωγέα. Βεβαίως, δεν παύουν να υπάρχουν μειονεκτήματα, καθώς η τράπεζα του εξωτερικού, θα μπορούσε να μην κάνει δεκτή την εγγυητική εγχώριας τράπεζας, λόγω κίνδυνου χώρας και μη εμπιστοσύνης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Είναι γεγονός πως οι τράπεζες του εξωτερικού ήταν πολύ επιφυλακτικές ως προς τη συνεργασία τους με τις ελληνικές τράπεζες. Επομένως, όταν αναλάμβαναν το ρίσκο του forfaiting, ζητούσαν από τον πελάτη τους μεγαλύτερη προμήθεια σε σχέση με άλλου είδους χρηματοδοτήσεις.

Τα πλεονεκτήματα για τον εξαγωγέα είναι ότι οι διαδικασίες του forfaiting είναι γρήγορες, πλώνεται μετρητοίς με την παράδοση των εμπορευμάτων του, αποφεύγει το συναλλαγματικό ρίσκο και τον κίνδυνο χώρας, ενώ το επιτόκιο της χρηματοδότησης είναι σταθερό και τα επιτόκια προεξόφλησης είναι προσυμφωνημένα ώστε να έχει τη δυνατότητα της επιλογής μεταξύ τραπεζών ή πρακτόρων.

Οι μέθοδοι του forfaiting με εκείνη του factoring ομοιάζουν αρκετά, όμως έχουν αρκετές διαφορές, οι οποίες είναι οι ακόλουθες:

- i. Το factoring αναλαμβάνει τη διαχείριση βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων (3 με 6 μήνες), ενώ το forfaiting αναλαμβάνει μεσοπρόθεσμες απαιτήσεις (από 6 μήνες έως και 5 ή 6 έτη).

- ii. Η μέθοδος του factoring κατά κύριο λόγο διαχειρίζεται απαιτήσεις μεταξύ εταιρειών της ίδιας χώρας, ενώ το forfaiting χρησιμοποιείται κυρίως για το διεθνές εμπόριο.
- iii. Το factoring έχει προκαθορισμένη προμήθεια ενώ στο forfaiting γίνεται διαπραγμάτευση ενός ποσού ως fee, πέραν του επιτοκίου.
- iv. Το forfaiting αφορά την προεξόφληση απαιτήσεων χωρίς να προσφέρει άλλου είδους υπηρεσίες, ενώ το factoring προσφέρει διαχειριστικές και ασφαλιστικές υπηρεσίες, ενώ δύναται να ελέγξει τη φερεγγυότητα των πελατών του εκχωρητή.
- v. Με τη μέθοδο του factoring, ο προμηθευτής οφείλει να κάνει ασφάλεια για τη πίστωση των αγαθών τα οποία πουλάει, ενώ με τη μέθοδο του forfaiting την ανάληψη του κινδύνου οφειλών στον αγοραστή, αναλαμβάνει ο forfaiter.

## 2.4 Venture Capital

Τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital) ή καινοτόμα κεφάλαια ή κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου είναι ένας τρόπος επένδυσης σε μικρές επιχειρήσεις που ιδρύθηκαν σχετικά πρόσφατα (start-up companies) ή, μεγαλύτερες, που είναι σε ένα ώριμο στάδιο.

Venture capitalist (VC) είναι το νομικό ή φυσικό πρόσωπο, που κάνει τέτοιες επενδύσεις. Venture capital fund είναι το συνολικό επενδυτικό κεφάλαιο, συνήθως από μία ομάδα επενδυτών (partnership), των οποίων, οι αποφάσεις, ενέχουν μεγάλο κίνδυνο - λόγω του υψηλού ρίσκου -. Οι ετερόρρυθμοι εταίροι (limited partners) είναι τα άτομα ή οι οργανισμοί που χρηματοδοτούν VC funds. Οι ομόρρυθμοι εταίροι (general partners) είναι οι venture capitalists που διαχειρίζονται αυτά τα funds και κάνουν τις επενδύσεις<sup>5</sup>.

Επί της ουσίας, οι εταιρείες αυτού του είδους συμμετέχουν στα μετοχικά κεφάλαια άλλων εταιρειών, με αντάλλαγμα τη χρηματοδότησή τους. Η πολιτική εξόδου (exit ή buy-out policy) του επενδυτικού σχήματος από την κάθε εταιρεία που συμμετέχει, εξαρτάται κυρίως από τον κλάδο δραστηριότητας, την καινοτομία, τα επίπεδα του ανταγωνισμού, τους ισολογισμούς (και με τα σχόλια των ορκωτών λογιστών) και φυσικά το ανώτερο κέρδος βάσει του εσωτερικού βαθμού απόδοσης (IRR). Αναφορικά με το κλάδο δραστηριότητας, συνήθως τα venture capitals επένδυναν σε επιχειρήσεις τεχνολογικού ενδιαφέροντος, με πιο γνωστά παραδείγματα τις Apple, Microsoft, Google, Cisco, Intel, E-bay και Netscape. Η καινοτομία αφορά υλοποιήσιμες ιδέες που θα δώσουν στην εταιρεία συγκριτικά πλεονεκτήματα σε σχέση με τον ανταγωνισμό. Τα πλεονεκτήματα αυτά, θα την κάνουν να ξεχωρίσει ακόμη και σε

<sup>5</sup> Πηγή: [https://el.wikipedia.org/wiki/Κεφάλαια\\_επιχειρηματικών\\_συμμετοχών](https://el.wikipedia.org/wiki/Κεφάλαια_επιχειρηματικών_συμμετοχών) 22/12/2017

καθεστώς τέλειου ανταγωνισμού, πόσο μάλλον αν δραστηριοποιείται σε ολιγοπώλειο. Οι ισολογισμοί συνήθως μαρτυρούν την αλήθεια για την πορεία μία εταιρείας και λαμβάνονται σοβαρά υπόψη από τους μελλοντικούς επενδυτές, καθώς δίνουν δείγματα βιωσιμότητας της εταιρείας στην οποία εξετάζουν να επενδύσουν. Τέλος, αλλά σημαντικότερο όλων, είναι ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης. Είναι το επίπεδο εκείνο του προεξοφλητικού επιτοκίου που εξισώνει τη παρούσα αξία των μελλοντικών εισροών με την αρχική δαπάνη, το επίπεδο δηλαδή του επιτοκίου που μηδενίζει τη Καθαρή Παρούσα Αξία. Η σύγκριση του IRR με το σταθμικό κόστος των κεφαλαίων της εξεταζόμενης επένδυσης, ή με το IRR εναλλακτικών επεδύσεων, αποτελεί το κριτήριο πραγματοποίησης ή επιλογής επένδυσης αντίστοιχα<sup>6</sup>.

Καθώς οι επενδύσεις από τα Venture Capitals με τον καιρό αναπτύχθηκαν πέραν του τεχνολογικού κλάδου (όπως με την επένδυση στη γνωστή αλυσίδα ροφημάτων Starbucks), το συγκριτικό IRR μεταξύ ενδεχόμενων επενδύσεων αποτέλεσε εξαιρετικά σημαντικό εργαλείο. Ειδικότερα στον κλάδο της ενέργειας τα τελευταία έτη, οι εταιρείες συμμετοχών είχαν για παράδειγμα να συγκρίνουν μεταξύ της επένδυσης σε φωτοβολταϊκά πάρκα στη Γερμανία και σε αντίστοιχα στη βόρεια Αφρική. Φυσικά επένδυσαν στη βόρεια Αφρική, καθώς μπορεί η Γερμανία να πλήρωνε καλύτερα το κάθε παραγόμενο kw ενέργειας, αλλά οι χώρες της βορείου Αφρικής λόγω της γεωγραφικής τους θέσης είχαν μεγαλύτερη παραγωγή ενέργειας.

Ενώ στις χώρες του δυτικού κόσμου το venture capital μετεξελίχθηκε ακόμη και στα επενδυτικά σχήματα διαχείρισης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων (pension funds), στην Ελλάδα οι αντίστοιχες εταιρείες υπήρξαν θυγατρικές τραπεζών. Λειτουργήσαν δε, όπως προαναφέρθηκε στο κεφάλαιο της επενδυτικής τραπεζικής. Γνωστότερο παράδειγμα είναι της Marfin Bank η οποία δημιούργησε την Marfin Investment Group. Η MIG είναι μεγαλομέτοχος της Vivartia, θυγατρικές της οποίας είναι εταιρείες τροφίμων και εστίασης. Σήμερα στην ένωση ελληνικών εταιρειών επιχειρηματικών συμμετοχών, είναι μέλη 21 εταιρείες.

Η έννοια της επένδυσης από εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών, έχει διευρυνθεί και στις περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων μεταξύ εταιρειών ή και ομίλων εταιρειών.

Κι ενώ αρχικά τα επενδυτικά σχήματα συμμετείχαν σε νεοφυείς εταιρείες (start-ups), πλέον επενδύουν ακόμη και σε εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες. Η συμμετοχή στα κεφάλαια όπως αναφέρθηκε, αφορά τη χρηματοδότηση εταιρειών οι οποίες δεν έχουν πλέον ή δεν είχαν πρόσβαση στις κλασικές μορφές δανεισμού.

Όπως κάθε μορφή χρηματοδότησης ή επένδυσης, το Venture Capital έχει και αυτό μια σειρά από πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, σε σχέση με την προσφορά του σε μία εταιρεία.

---

<sup>6</sup> Πηγή: LEXICON of Money, Banking and Finance, σελ. 293, εκδόσεις Σταφυλίδη.



- i. Ο κλασικός τρόπος δανεισμού από το χρηματοπιστωτικό σύστημα, ζητεί σχεδόν πάντα τουλάχιστον ισόποσες εξασφαλίσεις αποπληρωμής, όπως υποθήκες ακινήτων, ενεχυράσεις συμβάσεων έργου, εκχωρήσεις μισθωμάτων και ότι άλλο μπορεί να διασφαλίσει τη πλήρη εξόφληση του δανείου. Ο επενδυτής (venture capitalist), χρηματοδοτεί την εταιρεία στην οποία συμμετέχει χωρίς να ζητάει εξασφαλίσεις.
- ii. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα κερδίζει βάσει των επιτοκίων δανεισμού. Ο venture capitalist δεν ζητάει επιτόκιο για τη χρηματοδότηση καθώς αυτή μπορεί να επιτευχθεί μέσω μετοχικής αύξησης κεφαλαίου, αλλά αναμένει κερδοφορία της επιχείρησης, η οποία θα φέρει κέρδη και στον ίδιο.
- iii. Οι εταιρείες venture capital συμμετέχουν στα Διοικητικά Συμβούλια των εταιρειών που χρηματοδοτούν, προσφέροντας συμβουλές για στρατηγικές αποφάσεις, καθώς και για οργανωτικά και χρηματοοικονομικά θέματα, λόγω της εξειδίκευσής τους αλλά και της εμπειρίας τους από επενδύσεις σε ομοειδής εταιρείες. Αντίθετα, στην Ελλάδα κυρίως, το τραπεζικό σύστημα δεν μπορεί να προσφέρει παρόμοιες υπηρεσίες καθώς δεν υπάρχει η τεχνογνωσία να το πράξει, αλλά περιορίζεται σε χρηματοδοτικές λύσεις.
- iv. Η τεχνογνωσία των Venture Capitals, μπορεί να φανεί χρήσιμη αναφορικά με την προετοιμασία μίας εταιρείας για εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, καθώς επίσης και για περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών.
- v. Τα Venture Capitals, κυρίως εκείνα που δραστηριοποιούνται διεθνώς, έχουν μεγάλο δίκτυο επαφών το οποίο μπορεί να προσελκύσει άλλους επενδυτές ή πελάτες. Μπορεί επομένως μία ελληνική εταιρεία να αποκτήσει πρόσβαση σε αγορές όπου προηγουμένως δεν μπορούσε να εισχωρήσει.
- vi. Η συμμετοχή ενός διεθνούς Venture Capital, προσδίδει στην εταιρεία στην οποία συμμετέχει, κύρος και μεγαλύτερη αναγνωρισιμότητα.

Στα μειονεκτήματα μίας τέτοιας αναζήτησης χρηματοδότησης, συγκαταλέγονται τα ακόλουθα:

- i. Στα σχήματα Venture Capitals, έχουν εισχωρήσει τα επονομαζόμενα «αρπακτικά», τα οποία αποσκοπούν στην εισροή κεφαλαίων σε μεγάλες εταιρείες με σοβαρά χρηματοοικονομικά ζητήματα. Ζητούν επομένως με αντάλλαγμα την αποπληρωμή δανείων που δεν μπορούν να εξυπηρετηθούν, την εξαγορά μετοχών σε χαμηλή τιμή και κατ' επέκταση τη γρήγορη επιστροφή των κεφαλαίων τους από την αναδιάρθρωση

μίας ήδη μεγάλης εταιρείας. Είναι το αντίθετο των business angels ως προς τη προσέγγιση της επένδυσης και γενικότερα στη φιλοσοφία τους. Οι business angels μέχρι πρότινος συμμετείχαν με λίγα κεφάλαια σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

- ii. Το κύρος και η εμπιστοσύνη της αγοράς που αποκτά μία εταιρεία από τη συμμετοχή στο μετοχικό της κεφάλαιο ενός Venture Capital, μπορεί πολύ εύκολα να χαθεί, όταν το συμμετοχικό κεφάλαιο αποφασίσει να αποσυρθεί από την εταιρεία έχοντας πετύχει το στόχο κερδοφορίας του. Συνήθως τα Venture Capitals επενδύουν για δέκα έτη και ποσά πάνω από € 10 εκατ. σε μία εταιρεία, με σκοπό να κερδίσουν περισσότερα από όσα επένδυσαν και στη συνέχεια να μεταπωλήσουν τις μετοχές τους.
- iii. Η περίπτωση re-buy των μετοχών της εταιρείας από τους παλιούς μετόχους (όταν εκείνοι διατηρούν το μειοψηφικό πακέτο μετά την επένδυση), όταν το Venture Capital κατέχει τον ολοκληρωτικό διοικητικό έλεγχο και οι παλιοί μέτοχοι απλώς συμμετέχουν στην εταιρεία, μπορεί να αποβεί μοιραία, εάν δεν έχει γίνει μεταλαμπαδευτεί ο τρόπος διοίκησης και διαχείρισης που ανέπτυξε την εταιρεία. Εάν οι παλαιοί μέτοχοι περιορίστηκαν στη συμμετοχή τους στα κέρδη, ή οι ίδιοι οι επενδυτές δεν άφηναν τους παλιούς μετόχους να συμμετέχουν στα διοικητικά, τότε η επανάκτηση των μετοχών μπορεί να συνοδευθεί από κακοδιαχείριση, η οποία σε βάθος χρόνου θα αποφέρει την εκ νέου αναζήτηση κεφαλαίων.

## 2.5 Χρηματιστηριακή Άντληση Κεφαλαίων

Ως χρηματιστήριο νοείται η οργανωμένη αγορά, όπου συναντώνται οι ενδιαφερόμενοι για τη διενέργεια αγοραπωλησιών κινητών αξιών (μετοχές, ομόλογα), ή/και εμπορευμάτων. Αποτελούν ιδόμορφες αγορές, καθώς συναντώνται ταυτόχρονα η επιθυμία προσφοράς και η επιθυμία ζήτησης. Διακρίνονται σε χρηματιστήρια αξιών (διαπραγμάτευση τιμών μετοχών), εμπορευμάτων (διαπραγμάτευση τιμών αγαθών) και ναύλων (διαπραγμάτευση τιμών ναύλων βάσει της προσφοράς και ζήτησης χωρητικότητας πλοίων για τη μεταφορά αγαθών)<sup>7</sup>.

Οι εταιρείες εισέρχονται στο χρηματιστήριο με σκοπό την άντληση κεφαλαίων για περαιτέρω επενδύσεις και ανάπτυξη των εργασιών τους. Στην αγορά του χρηματιστηρίου υπάρχουν πάντοτε επενδυτές οι οποίοι θεωρούν ότι η τιμή μίας μετοχής θα υποχωρήσει και επενδυτές οι οποίοι θεωρούν για διαφορετικούς λόγους, ότι η τιμή της ίδιας μετοχής θα ανέθλει.

Κάποιος θα περίμενε πως ο επενδυτής που θέλει να πουλήσει (ήτοι εκείνος που πιστεύει πως η τιμή της μετοχής θα υποχωρήσει), προσπαθεί να πιέσει τη τιμή ανοδικά ώστε να πουλήσει

<sup>7</sup> Πηγή: <https://el.wikipedia.org/wiki/Χρηματιστήριο> 08/01/2018

σε πιο συμφέρουσα τιμή, ενώ ο επενδυτής που θέλει να αγοράσει, προσπαθεί να πιέσει τη τιμή πτωτικά για να αναγκάσει τον πωλητή να πουλήσει.

Στη πραγματικότητα όμως συμβαίνει το αντίθετο. Ο επενδυτής που θέλει να πουλήσει πιέζει τη τιμή προς τα κάτω, ώστε να δελεάσει τον επενδυτή που θέλει να αγοράσει και το αντίστροφο. Η τιμή της μετοχής διαμορφώνεται κατά τη διάρκεια των διαπραγματεύσεων στο σημείο που ισορροπούν οι τιμές προσφοράς και ζήτησης<sup>8</sup>.

Η πεποίθηση της ανόδου ή της πτώσης μίας τιμής, επηρεάζεται από παράγοντες όπως τα οικονομικά αποτελέσματα μίας εταιρείας, το παραγωγικό και συναλλακτικό της κύκλωμα, τις επενδύσεις ή αποεπενδύσεις της, τις αλλαγές στη μετοχική σύνθεση εκτός των διαπραγματεύσιμων μετοχών, την εικόνα του κλάδου και τη θέση της εταιρείας σε αυτόν, το γενικότερο χρηματοοικονομικό και κοινωνικοπολιτικό περιβάλλον.

Καθώς η πληροφόρηση σήμερα είναι αμεσότερη, σε σχέση με παλαιότερα έτη, είναι εξαιρετικά σύνηθες η άνοδος ή η πτώση της τιμής μίας μετοχής, ενός δείκτη κλάδου ή του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου, να προεξοφλείται από τους επενδυτές πριν τη πραγματοποίηση ενός γεγονότος.

Στο χρηματιστήριο μπορούν να εισέλθουν τόσο οι εταιρείες μεγάλου και μεσαίου μεγέθους, όσο και ανεπτυγσόμενες και νεοφυείς υπό προϋποθέσεις. Τα οφέλη της εισαγωγής μίας εταιρείας στο χρηματιστήριο είναι πολλαπλά. Συνοπτικά, παραθέτονται τα ακόλουθα:

- i.** Εναλλακτική μέθοδος χρηματοδότησης. Το χρηματιστήριο, μέσω της έκδοσης μετοχών ή ομολόγων ή και συνδυασμός των δύο αποτελεί πηγή άντλησης κεφαλαίων, η οποία μπορεί να λειτουργήσει συνδυαστικά και με άλλες μορφές χρηματοδότησης. Δεν υφίσταται επιτόκιο δανεισμού όπως με τις κλασσικές μορφές χρηματοδότησης.
- ii.** Η διαδικασία, τα δικαιολογητικά και το χρονοδιάγραμμα για τον τρόπο άντλησης κεφαλαίων είναι συγκεκριμένα, ενώ το κόστος προκαθορισμένο.
- iii.** Αναγνωρισιμότητα. Η εισηγμένη εταιρεία αποκτά φήμη, η οποία λειτουργεί καταλυτικά για την επίτευξη επιχειρηματικών συμφωνιών, συμπράξεων και στρατηγικών συνεργασιών, στις σχέσεις με προμηθευτές και πελάτες, στην προσέλκυση αξιόλογων στελεχών και στην εσωτερική οργανωτική πειθαρχία.
- iv.** Διαμόρφωση διαρκούς και επικαιροποιημένης αποτίμησης, με σκοπό τη λήψη στρατηγικών αποφάσεων.

---

<sup>8</sup> Πηγή: <https://www.euretirio.com/xrimatistirio-stock-exchange/> 08/01/2018

- v. Εταιρική διακυβέρνηση. Βελτιώνεται καθώς υιοθετούνται σύγχρονες διοικητικές δομές και αρχές διαφάνειας και εσωτερικού ελέγχου.
- vi. Ενίσχυση εξωστρέφειας. Η εισηγμένη μπορεί να συμμετάσχει σε roadshows ώστε να προσελκύσει θεσμικούς επενδυτές ή να συμμετάσχει σε χρηματιστηριακούς δείκτες - όπως FTSE του Χρηματιστηρίου Αθηνών -.

Η πρωτογενής αγορά του χρηματιστηρίου, αφορά τις εταιρείες οι οποίες εκδίδουν μετοχές σε επενδυτές, με σκοπό τη συγκέντρωση μακροπρόθεσμων κεφαλαίων. Στη δευτερογενή αγορά, οι μετοχές αυτές μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο αγοραπωλησίας, με τις τιμές να διαμορφώνονται αναλόγως. Επί της ουσίας, η προς εισαγωγή στο χρηματιστήριο εταιρεία, διατίθεται να μεταμβάση έναντι τιμήματος, μέρος του μετοχικού της κεφαλαίου. Προκειμένου να βρεθούν οι επενδυτές οι οποίοι θα τοποθετήσουν τα χρήματά τους στο μετοχικό της κεφάλαιο, η εταιρεία επιστρατεύει ως σύμβουλο, είτε κάποια τράπεζα, είτε κάποιο venture capital. Σε δεύτερο επίπεδο, η εταιρεία προχωράει σε δημόσια εγγραφή μέσω του χρηματιστηρίου, ώστε να βρεθούν επενδυτές, στους οποίους και θα δώσει το δικαίωμα ελεύθερης διαπραγμάτευσης.

Η εταιρεία με την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, έχει κερδίσει αρχικά από την πώληση των μετοχών της και κατ' επέκταση από όλα τα ανωτέρω πλεονεκτήματα. Η εισηγμένη μπορεί να εκδόσει προνομιακές ή/και κοινές μετοχές, όπου οι κάτοχοι των πρώτων έχουν περισσότερα δικαιώματα έναντι των κατόχων των δεύτερων. Επίσης, οι μετοχές μπορεί να είναι ονομαστικές, ήτοι να αναγράφεται επάνω στον τίτλο το όνομα του κατόχου και της εταιρείας, ή ανώνυμες όπου αναγράφονται μόνο τα στοιχεία της εταιρείας.

Υφίστανται επίσης τρία είδη τιμών μετοχών:

- **Ονομαστική τιμή ή αξία:** Προκύπτει κατά την πρώτη έκδοση των μετοχών και υπολογίζεται διαιρώντας το μετοχικό κεφάλαιο με τον αριθμό των μετοχών που εκδόθηκαν αρχικά.
- **Λογιστική τιμή ή αξία:** Πρόκειται για την πραγματική αξία μίας μετοχής, η οποία υπολογίζεται από την διαίρεση των ιδίων κεφαλαίων με τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία.
- **Χρηματιστηριακή τιμή ή αξία:** Πρόκειται για τιμή της μετοχής όπως αυτή διαμορφώθηκε μετά το πέρας της ημερίσιας διαπραγμάτευσης.

Στην τελευταία περίπτωση, δίνεται η δυνατότητα να γίνει αντίστροφος υπολογισμός. Ήτοι, από τον πολλαπλασιασμό της τιμής κλεισίματος της μετοχής, με τον αριθμό των μετοχών που διαπραγματεύονται, προκύπτει η κεφαλαιοποίηση της εταιρείας. Στη μετοχική σύνθεση της εταιρείας, υφίστανται οι μετοχές που είναι ελεύθερες προς διαπραγμάτευση (free float) και οι μετοχές που ανήκουν σε λοιπά φυσικά ή νομικά πρόσωπα. Μέσα σε αυτά τα πρόσωπα, μπορεί να είναι και η ίδια η εταιρεία, καθώς της δίνεται το δικαίωμα να προβεί στην αγορά ιδίων μετοχών. Όλες οι μετοχές επηρεάζονται από τη χρηματιστηριακή τιμή. Η εταιρεία επομένως μπορεί να αναζητήσει χρηματοδότηση μέσω ρευστοποίησης των μετοχών της.

Οι νέοι μεσο-μακροπρόθεσμοι επενδυτές που θα προσελκυσθούν από την εταιρεία, το βασικό στοιχείο που προσμετρούν, είναι η εμπορευσιμότητα μίας μετοχής. Η εμπορευσιμότητα εκφράζεται σε ποσοστό και προκύπτει από τη διαίρεση του αριθμού των μετοχών που αποτέλεσαν αντικείμενο αγοραπωλησίας σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (μία ημέρα, ένα μήνα κλπ), με τον συνολικό αριθμό των μετοχών που διατίθενται προς διαπραγμάτευση. Όσο υψηλότερος ο δείκτης, τόσο πιο ελκυστική είναι η μετοχή, καθώς δεν είναι χαμηλής διασποράς και επομένως μπορεί ο επενδυτής να κερδίσει από την εναλλαγή της τιμής.

Μία εισηγμένη εταιρεία με ακριβή τιμή μετοχής, είναι σχεδόν βέβαιο ότι θα έχει χαμηλή εμπορευσιμότητα. Προκειμένου να καταστεί η τιμή της μετοχής της προσιτή από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό, η εταιρεία μπορεί να χρησιμοποιήσει το εργαλείο της διάσπαση μετοχών (stock split). Η πιο σύνηθης διάσπαση μετοχών είναι το 1:2, ήτοι για κάθε μία εισηγμένη μετοχή, δημιουργούνται δύο καινούριες στην ακριβώς μισή τιμή της παλιάς. Ακολουθεί το εξής παράδειγμα: Έστω ότι ο αριθμός των μετοχών μίας εταιρείας, οι οποίες διατίθενται προς διαπραγμάτευση μέσω του χρηματιστηρίου, ανέρχεται σε 1.000.000 και η τιμή της κάθε μίας που έχει «κλειδώσει» μία ημέρα πριν το split, είναι € 100,00. Επομένως η εταιρεία έχει αυτή τη στιγμή κεφαλαιοποίηση της τάξης των € 100 εκατ. Η τιμή των € 100 δεν είναι ελκυστική για το μέσο επενδυτή, που αντί να επενδύσει το ποσό αυτό σε μία μετοχή, προτιμά να επενδύσει από € 50 σε δύο μετοχές, ώστε να έχει διασπορά χαρτοφυλακίου. Η εταιρεία προχωράει σε διάσπαση 1:2 και έτσι πλέον ο αριθμός των διαπραγματεύσιμων μετοχών ανέρχεται σε 2.000.000 τεμάχια, ενώ η τιμή της κάθε μετοχής ανέρχεται σε € 50,00, ώστε η κεφαλαιοποίηση να διατηρηθεί στα € 100 εκατ. Ο υφιστάμενος μέτοχος δεν έχει χάσει από την επένδυσή του, καθώς έχει την ίδια αξία με άλλη ποσότητα και άλλη τιμή, ο νέος επενδυτής βρίσκει πιο ελκυστική την τιμή της μετοχής, ενώ και οι δύο αναμένουν επαναφορά της σε προ της διάσπασης επίπεδα, ώστε να κερδίσουν αμφότεροι. Από τη μεριά της εταιρεία καταφέρνει να ανεβάσει τον δείκτη εμπορευσιμότητας και να προσελκύσει νέους επενδυτές. Στον χρόνο μηδέν, η εισηγμένη έχει τιμή μετοχής τα € 50,00 για 2 εκατ. τεμάχια και € 100

εκατ. κεφαλαιοποίηση. Λόγω της προσέλευσης νέων μετόχων και κατόπιν των ανάλογων τιμών προσφοράς και ζήτησης, μετά από έναν μήνα η κάθε μετοχή έστω αξίζει € 52,00. Πλέον η νέα κεφαλαιοποίηση της εταιρείας ανέρχεται σε 2 εκατ. τεμάχια επί των € 52,00 ήτοι σε € 104 εκατ.

Η αντίστροφη τακτική ακολουθείται, όταν η τιμή της μετοχής μίας εταιρείας είναι σε χαμηλά επίπεδα και λόγω αυτού του γεγονότος οι διακυμάνσεις επί της τιμής είναι μεγάλες, αλλά και υπό το φόβο πως η χαμηλή τιμή της μετοχής θα απομακρύνει θεσμικούς επενδυτές. Έτσι, η εταιρεία προχωράει σε συγχώνευση μετοχών (reverse stock split), με σκοπό να επαναφέρει την τιμή της μετοχής σε πιο σεβαστά επίπεδα και να μειώσει τις διακυμάνσεις (έχει παρατηρηθεί πως μετά από ένα reverse stock split, η διακύμανση μειώνεται κατά 50%).

Ακολουθώντας το ανωτέρω παράδειγμα, η ίδια εταιρεία έχει 2 εκατ. τεμάχια με τιμή € 5,00 και € 10 εκατ. κεφαλαιοποίηση. Προχωρώντας σε συγχώνευση μετοχών σε επίπεδα 2:1, τα 2 εκατ. τεμάχια γίνονται 1 εκατ. και η τιμή από € 5,00 διπλασιάζεται στα € 10,00 με τη κεφαλαιοποίηση να παραμένει στα € 10 εκατ. Πλέον η μετοχή δεν χαρακτηρίζεται ως «penny stock» και οι διακυμάνσεις επανήλθαν σε φυσιολογικά επίπεδα. Η μέσοι επενδυτές προσελκύονται από τη μετοχή και στο καλό σενάριο, έναν μήνα αργότερα η μετοχή αξίζει € 12,00 Πλέον η κεφαλαιοποίηση της εταιρείας ανέρχεται σε € 12 εκατ.

Προβαίνοντας σε τέτοιες ενέργειες, η εταιρεία ενισχύει τη φήμη της και ισχυροποιείται από πλευράς κεφαλαιοποίησης. Επομένως κερδίζει από την εισροή κεφαλαίων. Σε επίπεδο ρευστότητας, δεν απαγορεύεται μία εταιρεία να προβεί σε αγορά ή πώληση ιδίων μετοχών. Η αξία της αγοραπωλησίας, συνήθως είναι λίγο διαφορετική (αυξημένη), σε σχέση με την τρέχουσα χρηματιστηριακή και σκοπό έχει να δείξει η εταιρεία στο κοινό ότι εμπιστεύεται τις δυνάμεις της (αγοράζοντας). Εάν πωλήσει μετοχές της σε αξία μεγαλύτερη από αυτήν που τις αγόρασε, τότε κερδίζει σε ρευστότητα, χάνει όμως σε φήμη.

## **2.6 Εργαλεία Συγχρηματοδότησης Ελλάδας – Ε.Ε. και Επιδότησεις**

Με την είσοδό της στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η Ελλάδα - όπως και οι υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες -, απολάμβανε χρηματοδοτήσεων στα πλαίσια της γενικότερης προσπάθειας ανάπτυξης της Ε.Ε. Ο γνωστότερος τρόπος χρηματοδότησης τόσο σε επίπεδο φορέων, όσο και επιχειρήσεων, ήταν τα πακέτα Ντελόρ.

Σήμερα, η πιο κοντινή παραλλαγή της ανωτέρω χρηματοδότησης, είναι το πακέτο Γιούνκερ. Σύμφωνα με αυτό, πραγματοποιούνται επενδύσεις για μικρές και μεσαίου μεγέθους

επιχειρήσεις. Αναφορικά με τα εργαλεία χρηματοδότησης, εκτός του χρηματοπιστωτικού συστήματος, που απευθύνονται σε μεγάλες επιχειρήσεις, είναι τα εξής:

- i. **Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων.** Έχει θεσπιστεί και ανήκει σε όλα τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η ΕΤΕ, δανείζεται χρήματα από τις κεφαλαιαγορές και στη συνέχεια τα διαθέτει με τη μορφή δανείων υπό ευνοϊκούς όρους, σε σχέδια που συμβάλλουν στην επίτευξη των στόχων της Ε.Ε.<sup>9</sup>

Παρέχει τριών ειδών προϊόντα και υπηρεσίες, με πρώτη τη χορήγηση δανείων σε πελάτες όλων των μεγεθών, στοχεύοντας τόσο στην ανάπτυξη, όσο και στη δημιουργία θέσεων εργασίας. Άλλη προσφερόμενη υπηρεσία είναι η συνδυαστική πόρων, βάσει της οποίας επιτρέπει στους πελάτες της να συνδυάσουν την εν λόγω χορήγηση με άλλες επενδυτικές πηγές. Τέλος, προσφέρει συμβουλευτικές και υποστηρικτικές υπηρεσίες, με σκοπό τη μεγιστοποίηση της αποδοτικότητας των πόρων. Η απευθείας χορήγηση από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, πραγματοποιείται σε δάνεια άνω των € 25 εκατ. Σε περίπτωση που ο πελάτης επιθυμεί χαμηλότερο δανεισμό, η ΕΤΕ ανοίγει πιστωτικές γραμμές στις περιφερειακές τράπεζες, οι οποίες με τη σειρά τους χορηγούν δάνεια στους πελάτες τους.

- ii. **Αναπτυξιακοί Νόμοι.** Κατά περιόδους, έχουν ψηφισθεί και δημοσιευθεί διάφοροι αναπτυξιακοί/επενδυτικοί Νόμοι, δυνάμει των οποίων μία επιχείρηση μπορεί να επιδοτηθεί, μέρος των απαιτούμενων κεφαλαίων της επένδυσης που επιθυμεί να πραγματοποιήσει. Καθώς η πλειονότητα των επιδοτήσεων λειτουργεί ετεροχρονισμένα, ο επενδυτής θα πρέπει να πληρώσει τους κατασκευαστές ή/και προμηθευτές του έργου και εν συνεχεία να επιδοτηθεί στο ποσοστό που του αναλογεί. Αυτό το γεγονός, δημιουργεί την αναγκαιότητα συνδυασμού της επιχορήγησης, είτε με ίδια κεφάλαια, είτε με δανεισμό ο οποίος θα είναι καλυμμένος από την εκχώρηση της επιχορήγησης.

Ο δανεισμός δεν αποτελεί υποχρέωση της εταιρείας, καθώς μπορεί να καλύψει τη συμμετοχή της στην επένδυση, με ίδια κεφάλαια. Το μεγαλύτερο ίσως κίνητρο που έχει μία εταιρεία ώστε να ενταχθεί στις διατάξεις του Αναπτυξιακού Νόμου, είναι η φορολογική απαλλαγή που συνίσταται στην απαλλαγή από την καταβολή φόρου εισοδήματος επί των πραγματοποιούμενων προ φόρου κερδών, τα οποία προκύπτουν με βάση τη φορολογική νομοθεσία, από το σύνολο των δραστηριοτήτων της επιχείρησης, αφαιρουμένου του φόρου του νομικού προσώπου ή νομικής οντότητας

---

<sup>9</sup> Πηγή: [https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-investment-bank\\_el](https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-investment-bank_el) 09/01/2018

που αναλογεί στα κέρδη που διανέμονται ή αναλαμβάνονται από τους εταίρους<sup>10</sup>. Επίσης, κίνητρο αποτελεί και η επιδότηση των νέων θέσεων εργασίας, που θα συνδέονται με τη συγκεκριμένη επένδυση.

Σύμφωνα με τον τρέχον Νόμο (4399/2016)<sup>11</sup>, οι μεγάλες επιχειρήσεις δύνανται να επιδοτηθούν σε έναν από τους τρεις άξονες, οι οποίοι είναι: «Γενική Επιχειρηματικότητα», «Ενισχύσεις μηχανολογικού εξοπλισμού» και «Επενδύσεις μείζονος μεγέθους». Το ελάχιστο ύψος επενδύσεων για τις μεγάλες επιχειρήσεις, για τους δύο πρώτους άξονες, θα πρέπει να κοστολογείται στα € 500.000,00 ενώ για τον τρίτο άξονα, το ελάχιστο ύψος της επένδυσης, θα πρέπει να ανέρχεται σε € 20 εκατ.

- iii. Λοιπές επιδοτήσεις/χρηματοδοτήσεις.** Η μεγάλη μεγέθους εταιρεία, μπορεί να αναζητήσει χρηματοδότηση απευθείας από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων και από άλλους χρηματοδοτικούς φορείς και προγράμματα της Ε.Ε. Επίσης, κατά καιρούς δημοσιεύονται προγράμματα μέσω του ΕΣΠΑ ή του ΕΤΕΑΝ τα οποία μπορεί να αφορούν και μεγάλου μεγέθους εταιρείες.

---

<sup>10</sup> Πηγή: ΦΕΚ 3378/2016

<sup>11</sup> Πηγή: ΦΕΚ 4399/2016



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3**

### **ΕΙΔΗ ΜΕΓΕΘΟΥΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΙ Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΗΣ ΚΛΩΣΤΟΥΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑΣ**

#### **3.1 Ορισμός Μικρών και Μεσαίων Επιχειρήσεων**

Στην κατηγορία υπάγονται τρία είδη εταιρειών. Οι πολύ μικρές, οι μικρές και οι μεσαίες. Η κατηγοριοποίηση των επιχειρήσεων, δεν γίνεται βάσει της νομικής τους μορφής - μολονότι οι μεγάλες επιχειρήσεις είναι συνήθως Ανώνυμες Εταιρείες -, αλλά βάσει συνδυασμού του αριθμού των εργαζομένων της και του κύκλου εργασιών της. Πιο συγκεκριμένα:

Ως πολύ μικρή επιχείρηση, ορίζεται η επιχείρηση που απασχολεί λιγότερους από 10 εργαζομένους και ο κύκλος εργασιών της ή το σύνολο του ετήσιου ισολογισμού της, δεν υπερβαίνει τα € 2 εκατ.

Ως μικρή επιχείρηση, ορίζεται η επιχείρηση που απασχολεί λιγότερους από 50 εργαζομένους (από 10 έως 49) και ο κύκλος εργασιών της ή το σύνολο του ετήσιου ισολογισμού της, δεν υπερβαίνει τα € 10 εκατ.

Τέλος, ως μεσαία επιχείρηση, ορίζεται η επιχείρηση που απασχολεί λιγότερους από 250 εργαζομένους (από 50 έως και 249) και ο κύκλος εργασιών της δεν υπερβαίνει τα € 50 εκατ. ή το σύνολο του ετήσιου ισολογισμού της δεν υπερβαίνει τα € 43 εκατ.<sup>12</sup>

Η Ελληνική Στατιστική Αρχή δεν δίνει ακριβή στοιχεία για τον αριθμό των εν λόγω επιχειρήσεων (αλλά ούτε και των μεγάλων) και κατ' επέκταση δεν είναι εύκολο να αντληθούν στοιχεία και από την Ευρωπαϊκή Στατιστική Αρχή, λόγω εμπιστευτικότητας. Η γενική εικόνα των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων ανάμεσα στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης για το 2015, είναι η ακόλουθη:

---

<sup>12</sup> Πηγή: [http://www.capitalinvest.gr/info.php?category\\_id=42&product\\_id=320](http://www.capitalinvest.gr/info.php?category_id=42&product_id=320) 17/01/2018

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1** Αριθμός πολύ μικρών, μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων στην Ε.Ε. το 2015

A/A	ΧΩΡΑ	ΠΟΛΥ ΜΙΚΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΜΙΚΡΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΣΥΝΟΛΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
1	Ιταλία	3.497.783	163.482	18.700	3.679.965
2	Γαλλία	2.765.282	119.863	19.472	2.904.617
3	Ισπανία	2.337.621	110.170	14.830	2.462.621
4	Γερμανία	1.985.471	353.609	57.918	2.396.998
5	Ην. Βασίλειο	1.734.989	171.361	28.167	1.934.517
6	Πολωνία	1.534.086	54.369	14.913	1.603.368
7	Ολλανδία	1.042.588	39.887	8.228	1.090.703
8	Τσεχία	961.287	31.574	6.629	999.490
9	Πορτογαλία	769.043	32.420	4.933	806.396
10	<b>Ελλάδα</b>	<b>764.471</b>	<b>15.368</b>	:	<b>779.839</b>
11	Σουηδία	649.412	30.770	5.277	685.459
12	Βέλγιο	569.950	27.235	4.067	601.252
13	Ουγγαρία	504.904	26.529	4.323	535.756
14	Ρουμανία	405.493	42.909	8.078	456.480
15	Σλοβακία	414.630	12.044	2.319	428.993
16	Βουλγαρία	298.559	22.751	4.240	325.550
17	Αυστρία	280.850	35.165	5.228	321.243
18	Ιρλανδία	224.742	5.514	:	230.256
19	Φινλανδία	209.328	16.452	2.735	228.515
20	Δανία	187.367	19.065	3.616	210.048
21	Λιθουανία	172.527	11.405	2.199	186.131
22	Κροατία	134.007	10.450	1.799	146.256
23	Σλοβενία	127.603	5.800	1.112	134.515
24	Λετονία	100.216	7.792	1.434	109.442
25	Εσθονία	61.513	5.377	1.062	67.952
26	Λουξεμβούργο	27.841	3.307	632	31.780
27	Μάλτα	24.123	1.575	310	26.008
28	Κύπρος	:	2.864	:	2.864
	<b>Σύνολο Ε/Ε 28</b>	<b>21.785.686</b>	<b>1.379.107</b>	<b>220.787</b>	<b>23.387.014</b>

Όπου «:», δεν υφίστανται στοιχεία.

Για την Ελλάδα δεν έχει γνωστοποιηθεί ο αριθμός των μεσαίων επιχειρήσεων. Σύμφωνα με στοιχεία του ΣΕΒ<sup>13</sup>, ο αριθμός των επιχειρήσεων που απασχολούν μέχρι και 9 εργαζομένους, αποτελούν το 96,9% επί του συνόλου των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων της χώρας, ενώ από 10 έως και 249 εργαζομένους, απασχολούν οι επιχειρήσεις που αποτελούν το 3,1% του συνόλου. Με βάση αυτό το δεδομένο, κάποιος θα μπορούσε να υπολογίσει το σύνολο των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων. Εφόσον ο αριθμός των 779.839 αποτελεί 96,9% του συνόλου, τότε το σύνολο θα πρέπει να είναι 804.787 (στρογγυλοποιημένα). Ως εκ τούτου, το 3,1% που αποτελεί τις μεσαίες επιχειρήσεις, θα πρέπει να ανέρχεται σε 24.948 κατά προσέγγιση. Οι επιχειρήσεις που αναγράφονται στον πίνακα και δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, απασχολούσαν το 2015 λίγο περισσότερους από 2.150.000 εργαζομένους.

<sup>13</sup> Πηγή: SMEs\_partA από τον ΣΕΒ και την εταιρεία EY

### 3.2 Ορισμός Μεγάλων Επιχειρήσεων

Σύμφωνα με την ανωτέρω παράγραφο, ως μεσαία, ορίζεται η επιχείρηση η οποία απασχολεί μέχρι 249 εργαζομένους και ο κύκλος εργασιών της δεν υπερβαίνει τα € 50 εκατ. ή το σύνολο του ετήσιου ισολογισμού της δεν υπερβαίνει τα € 43 εκατ. Η μεγάλη επιχείρηση, αφορά ακριβώς το επόμενο επίπεδο. Ως μεγάλη ορίζεται η επιχείρηση η οποία απασχολεί πάνω από 250 εργαζομένους ή / και της οποίας ο κύκλος εργασιών υπερβαίνει τα € 50 εκατ. ή του σύνολο του ετήσιου ισολογισμού υπερβαίνει τα € 43 εκατ.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2** Αριθμός μεγάλων επιχειρήσεων στην Ε.Ε. το 2015

A/A	ΧΩΡΑ	ΜΕΓΑΛΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	A/A	ΧΩΡΑ	ΜΕΓΑΛΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ
1	Γερμανία	11.354	15	Δανία	678
2	Ην. Βασίλειο	6.430	16	Βουλγαρία	669
3	Γαλλία	4.196	17	Φινλανδία	581
4	Πολωνία	3.191	18	Σλοβακία	531
5	Ιταλία	3.162	19	Κροατία	381
6	Ισπανία	2.919	20	Λιθουανία	337
7	Ρουμανία	1.642	21	Σλοβενία	212
8	Τσεχία	1.558	22	Λετονία	200
9	Ολλανδία	1.540	23	Εσθονία	172
10	Αυστρία	1.082	24	Λουξεμβούργο	146
11	Σουηδία	974	25	Κύπρος	64
12	Βέλγιο	901	26	Μάλτα	51
13	Ουγγαρία	854	27	Ιρλανδία	:
14	Πορτογαλία	787	28	Ελλάδα	:
				<b>Σύνολο Ε/Ε 28</b>	<b>44.612</b>

Όπου «:», δεν υφίστανται στοιχεία.

Τόσο για την Ελλάδα, όσο και για την Ιρλανδία, δεν έχουν δοθεί στοιχεία αναφορικά με τον αριθμό των μεγάλων επιχειρήσεων.

Η Γερμανία παρουσιάζεται ως η μόνη χώρα για το 2015, η οποία απαριθμεί περισσότερες από 10.000 μεγάλες επιχειρήσεις. Πάνω από 1.000 μεγάλες επιχειρήσεις έχουν εννέα χώρες. Εντυπωσιακός ο αριθμός για την Τσεχία, καθώς υπερβαίνει τις γειτονικές Αυστρία, Ουγγαρία, Σλοβακία.

### 3.3 Επιχειρήσεις στον Κλάδο της Κλωστοϋφαντουργίας

Στον ευρύτερο κλάδο της κλωστοϋφαντουργίας, βάσει και του γεγονότος της ανάπτυξης του κλάδου από αρχαιοτάτων χρόνων των ιστορικών στοιχείων, αναπτύχθηκαν επιχειρήσεις

άμεσα και έμμεσα συνδεδεμένες με αυτόν. Οι άμεσα συνδεδεμένες επιχειρήσεις, εντάσσονται στις εξής υποκατηγορίες:

- Προπαρασκευή και νηματοποίηση υφαντικών ινών.
- Ύφανση κλωστοϋφαντουργικών υλών.
- Τελειοποίηση (φινίρισμα) υφαντουργικών προϊόντων (ενίοτε και βάλνιμο).
- Παραγωγή/κατασκευή λοιπών υφασμάτων (πλεκτά υφάσματα και υφάσματα πλέξης κροσέ, έτοιμα κλωστοϋφαντουργικά είδη εκτός ενδυμάτων, χαλιά και κιλίμια, χοντρά και λεπτά σχοινιά, σπάγγοι και δίχτυα, μη υφασμένα είδη και προϊόντα από μη υφασμένα είδη εκτός ενδυμάτων, άλλα τεχνικά και βιομηχανικά κλωστοϋφαντουργικά είδη, άλλα υφαντουργικά προϊόντα).

Επιχειρήσεις οι οποίες μπορούν να χαρακτηριστούν ως έμμεσα συνδεδεμένες, είναι εκείνες των οποίων η πρώτη ύλη είναι οι κλωστές και τα υφάσματα και επί της ουσίας πρόκειται για μεταποιητικές. Αποτελούν ξεχωριστούς κλάδους σε επίπεδο κατηγοριοποίησης και όχι υποκλάδους της κλωστοϋφαντουργίας, ως ακολούθως:

- Βιομηχανία ενδυμάτων.
  - Κατασκευή ειδών ένδυσης, εκτός από γούνινα ενδύματα.
  - Κατασκευή γούνινων ειδών.
  - Κατασκευή εξωτερικών ενδυμάτων - πλεκτών ειδών και ειδών πλέξης κροσέ.
- Βιομηχανία προϊόντων δέρματος και δερμάτινων ειδών.
  - Κατεργασία και δέψη δέρματος: κατασκευή αποσκευών, τσαντών, σελών και σαγματοποιίας: κατεργασία και βαφή γουναρικών.
  - Κατασκευή υποδημάτων.

Όλα τα ανωτέρω στοιχεία, προέρχονται από τη βάση δεδομένων της Eurostat και από τους Κωδικούς Αριθμούς Δραστηριότητας της εφορίας. Σημειώνεται ότι η εκκόκκιση του βαμβακιού, μολονότι πραγματοποιείται σε εργοστασιακές μονάδες και ως επί το πλείστον αποτελεί βασική πρώτη ύλη της κλωστοϋφαντουργίας, ανήκει στον τομέα κλάδου NACE με περιγραφή «Γεωργία, δασοκομία και αλιεία».

Ένας από τους βασικούς λόγους που επλήγη ο κλάδος της κλωστοϋφαντουργίας, είναι η οικονομική κρίση, η οποία επί της ουσίας ξεκίνησε από το 2008. Ως φυσικό επακόλουθο, ήταν και σε αυτή τη περίπτωση να επέλθει το φαινόμενο του ντόμινο. Ήτοι, η πτώση ενός

κλάδου παρασύρει και λοιπούς κλάδους. Στην προκειμένη περίπτωση, συνέβη το αντίθετο από ότι στον κλάδο των τροφίμων και του λιανεμπορίου. Μεγάλος αριθμός προμηθευτών μη κάνοντας καλή χρήση της διασποράς πελατολογίου είτε λόγω έλλειψης στρατηγικής, είτε λόγω περιορισμών από τον πελάτη για λόγους ανταγωνισμού, είχε έναν κύριο πελάτη (supermarket που κάλυπτε πάνω από το 60% του τζίρου του προμηθευτή). Όταν ο πελάτης αυτός διέκοψε τις δραστηριότητές του, οι προμηθευτές βρέθηκαν εκτεθημένοι από πλευράς πιστώσεων που είχαν κάνει, ενώ ταυτόχρονα ο τζίρος τους συρρικνώθηκε.

Στην περίπτωση πτώσης ενός βασικού κλάδου πρώτων υλών, μειώνεται ο αριθμός των προμηθευτών, με αποτέλεσμα ο ανταγωνισμός να γίνεται μικρότερος σε εγχώριο επίπεδο και να επηρεάζεται το πελατολόγιο (για παράδειγμα, αυξάνεται η τιμή της πρώτης ύλης). Ως εκ τούτου, οι εταιρείες-πελάτες προσανατολίζονται σε εισαγωγές φθηνότερων πρώτων υλών (όσες έχουν τη δυνατότητα) και με τη σειρά τους επηρεάζουν τους προμηθευτές οι οποίοι εκ των πραγμάτων κρατάνε μεγαλύτερο stock και μεταβάλλουν τους δείκτες δραστηριότητάς τους.

Παρατηρείται λοιπόν ένας φαύλος κύκλος αλληλεπίδρασης, ο οποίος συνδυάστηκε με την κρίση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος αλλά και με την εμπλοκή της δημοσιονομικής πολιτικής στη φορολογία των επιχειρήσεων.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα έγινε πιο φειδωλό στις χορηγήσεις δανείων, τα capital controls επηρέασαν τις εισαγωγές και φυσικά το επονομαζόμενο country risk ενίσχυσε τις επιφυλάξεις των αλλοδαπών προμηθευτών, οι οποίοι ζητούσαν 100% προκαταβολή αγοράς από τις ελληνικές επιχειρήσεις. Επομένως, όσες επιχειρήσεις είτε στο πρωτογενή τομέα, είτε στον τομέα διάθεσης του τελικού προϊόντος, δεν είχαν τα αποθέματα ή τις εναλλακτικές λύσεις ώστε να ανταποκριθούν στα νέα δεδομένα, δυσκολεύτηκαν αρκετά, ενώ αρκετές διέκοψαν τις εργασίες τους.

Την όποια αύξηση στη φορολογία, οι επιχειρήσεις προσπάθησαν είτε να την εντάξουν στις τιμές πώλησης των προϊόντων τους (ώστε να επιτύχουν σχετικά την ίδια κερδοφορία), είτε να μειώσουν τα κόστη παραγωγής τους. Ομοίως, η αύξηση του ΦΠΑ, εφόσον δεν μπορούσε να απορροφηθεί από το τελικό προϊόν, μετακυλίθηκε στον τελικό αποδέκτη τον καταναλωτή. Οι άμεσα συνδεδεμένες με τον κλάδο επιχειρήσεις, εφόσον είχαν αυξήσει τις τιμές του τελικού προϊόντος τους, θα ανέμεναν βελτίωση των οικονομικών τους αποτελεσμάτων. Οι έμμεσα συνδεδεμένες επιχειρήσεις (λιανικό εμπόριο ενδυμάτων επί παραδείγματι), αφού μετέφεραν τις όποιες αυξήσεις στον καταναλωτή, παρατήρησαν μειωμένες πωλήσεις σε σχέση με προηγούμενα έτη.

Βάσει των ανωτέρω, ακολουθεί αποτυπωμένη η διαχρονική εξέλιξη των λοιπών κλάδων της οικονομίας που σχετίζονται έμμεσα με την κλωστοϋφαντουργία, σε επίπεδο αριθμού εταιρειών, στα χρόνια της οικονομικής κρίσης και η θέση της χώρας στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3** Κλάδος βιομηχανίας ενδυμάτων στην Ε.Ε. – στοιχεία έως και το 2015<sup>14</sup>

A/A	ΧΩΡΑ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	Ιταλία	37.449	34.657	32.322	32.972	32.376	30.662	29.442	28.865
2	Πολωνία	17.951	15.194	13.813	13.652	12.481	11.494	12.092	11.944
3	Τσεχία	7.918	8.375	9.559	10.326	10.784	10.789	11.280	11.739
4	Γαλλία	:	6.805	8.895	8.256	9.499	11.296	10.996	9.767
5	Ισπανία	11.752	10.483	9.778	9.420	8.966	9.027	8.796	8.632
6	Πορτογαλία	11.248	10.266	9.284	8.940	8.510	8.481	8.492	8.594
7	<b>Ελλάδα</b>	<b>11.349</b>	<b>10.883</b>	<b>9.929</b>	<b>7.784</b>	<b>7.727</b>	<b>6.282</b>	<b>7.168</b>	<b>4.879</b>
8	Ρουμανία	5.867	5.313	4.480	4.111	4.231	4.378	4.584	4.759
9	Βουλγαρία	4.791	4.888	4.480	4.379	4.324	4.405	4.381	4.373
10	Ην. Βασίλειο	3.826	3.572	3.396	3.381	3.385	3.392	3.415	3.618
11	Σλοβακία	307	368	4.565	4.467	4.114	3.912	3.495	3.408
12	Γερμανία	2.612	2.932	2.922	2.943	2.614	2.764	2.910	3.015
13	Ουγγαρία	4.086	3.575	3.464	3.326	3.065	2.771	2.733	2.912
14	Λιθουανία	2.333	1.876	1.737	1.982	2.194	2.431	2.673	2.752
15	Ολλανδία	1.341	1.383	1.644	1.627	1.676	2.296	2.310	2.368
16	Σουηδία	1.883	1.908	1.960	2.037	2.022	1.978	2.000	2.016
17	Λετονία	881	953	944	916	1.027	1.078	1.105	1.254
18	Κροατία	1.561	1.652	1.510	1.311	1.184	1.102	940	930
19	Φινλανδία	1.169	1.132	1.087	1.075	1.031	1.023	963	916
20	Βέλγιο	1.010	1.167	1.039	:	801	770	830	764
21	Σλοβενία	927	890	862	790	773	744	731	736
22	Αυστρία	752	725	729	718	721	724	712	688
23	Εσθονία	408	362	364	387	407	462	499	529
24	Ιρλανδία	289	301	293	299	325	326	333	335
25	Δανία	409	376	358	346	351	348	318	311
26	Κύπρος	404	393	239	215	185	187	178	172
27	Μάλτα	47	72	74	62	54	36	39	43
28	Λουξεμβούργο	17	16	15	14	13	15	12	15
	<b>Σύνολο Ε.Ε. 28</b>	<b>132.587</b>	<b>130.517</b>	<b>129.742</b>	<b>125.736</b>	<b>124.840</b>	<b>123.173</b>	<b>123.427</b>	<b>120.334</b>

Όπου «:», δεν υφίστανται στοιχεία.

Παρατηρείται πως η Ελλάδα για το 2015 βρίσκεται στην έβδομη θέση μεταξύ των 28 χωρών της Ε.Ε., αναφορικά με τον αριθμό επιχειρήσεων στον κλάδο βιομηχανίας ενδυμάτων. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός πως η Ελλάδα βρισκόταν για το 2008 (κατά την έναρξη της κρίσης), στην τέταρτη θέση, ενώ το 2009 και το 2010 βρισκόταν στην τρίτη θέση. Η μείωση που υπέστη ο αριθμός των εταιρειών στην Ελλάδα από το 2008 στο 2015, ανήλθε σε 57%. Εξαιρετική η πορεία της Σλοβακίας, η οποία διαχρονικά πολλαπλασίασε πάνω από δέκα

<sup>14</sup> Πηγή: <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do> 22/11/2017

φορές τον αριθμό των επιχειρήσεών της. Στο σύνολο των 28 της Ευρωπαϊκής Ένωσης ο αριθμός των επιχειρήσεων ξεπερνά σταθερά τις 120.000

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4** Κλάδος βιομηχανίας προϊόντων δέρματος και δερμάτινων ειδών στην Ε.Ε. – στοιχεία έως και το 2015 (περιλαμβάνονται και τα είδη υπόδησης).

A/A	ΧΩΡΑ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	Ιταλία	17.193	16.105	15.339	15.693	15.692	15.633	15.436	15.235
2	Ισπανία	5.448	4.592	4.549	4.476	4.496	4.210	4.256	4.826
3	Πορτογαλία	3.039	2.858	2.696	2.919	2.957	3.041	3.129	3.182
4	Πολωνία	3.864	2.993	3.074	2.939	2.672	2.582	3.068	2.756
5	Γαλλία	:	1.756	2.015	2.050	2.201	2.294	2.284	2.318
6	Ρουμανία	1.938	1.759	1.572	1.483	1.508	1.531	1.567	1.563
7	Γερμανία	999	1.016	1.074	1.152	1.073	1.022	1.291	1.293
<b>8</b>	<b>Ελλάδα</b>	<b>1.408</b>	<b>1.380</b>	<b>1.280</b>	<b>1.038</b>	<b>825</b>	<b>1.049</b>	<b>1.144</b>	<b>828</b>
9	Τσεχία	926	959	970	899	840	790	760	719
10	Ην. Βασίλειο	532	579	525	540	560	552	575	580
11	Ολλανδία	299	310	353	361	380	461	491	540
12	Βουλγαρία	527	534	500	494	483	485	485	501
13	Ουγγαρία	666	595	576	544	529	500	491	501
14	Σουηδία	418	419	430	453	467	478	:	497
15	Σλοβακία	115	131	374	428	367	370	339	310
16	Κροατία	321	332	259	234	214	205	191	189
17	Φινλανδία	253	237	229	218	206	186	182	183
18	Αυστρία	186	179	169	169	168	176	177	175
19	Λιθουανία	163	129	121	160	162	178	176	172
20	Βέλγιο	:	:	:	:	155	116	134	168
21	Σλοβενία	171	159	157	152	148	147	152	151
22	Λετονία	65	57	57	57	66	63	67	83
23	Εσθονία	65	60	53	51	63	69	70	70
24	Ιρλανδία	51	54	48	51	54	55	60	65
25	Δανία	66	61	62	61	65	62	59	61
26	Κύπρος	59	49	38	30	31	29	29	26
27	Λουξεμβούργο	0	0	0	0	0	0	0	0
28	Μάλτα	7	:	:	:	:	:	:	:
	<b>Σύνολο Ε.Ε. 28</b>	<b>38.779</b>	<b>37.303</b>	<b>36.520</b>	<b>36.652</b>	<b>36.382</b>	<b>36.284</b>	<b>36.613</b>	<b>36.992</b>

Όπου «:», δεν υφίστανται στοιχεία.

Παρατηρείται πως η Ελλάδα βρίσκεται στην όγδοη θέση του σχετικού πίνακα για το 2015. Η αρνητική μεταβολή για την Ελλάδα από το 2008 στο 2015 ανήλθε σε 41,19%. Χαρακτηριστική είναι η διαχρονική πρώτη θέση της Ιταλίας, με αριθμό επιχειρήσεων που ξεπερνά τις 10.000 σε αριθμό.

### 3.4 Βασικά Μεγέθη Κλάδου και η Κλωστοϋφαντουργία στο Χρηματιστήριο

Ο ευρύτερος κλάδος της κλωστοϋφαντουργίας, αποτελούσε διαχρονικά μία από τις πιο βαριές βιομηχανίες της χώρας, μαζί με τον τουρισμό. Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός της παγκόσμιας κατάταξης της Ελλάδας, σε επίπεδο παραγωγής και εξαγωγής προϊόντων βάμβακος, που αποτελεί την πρώτη ύλη για τη κλωστοϋφαντουργική βιομηχανία<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> Πηγή: [http://www.fao.org/faostat/en/#rankings/countries\\_by\\_commodity\\_exports](http://www.fao.org/faostat/en/#rankings/countries_by_commodity_exports) 22/11/2017



**ΠΙΝΑΚΑΣ 5** Στοιχεία παραγωγής και εξαγωγών βαμβακιού Ελλάδος, με στοιχεία 2013.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ 2013	ΧΝΟΥΔΙ ΒΑΜΒΑΚΙΟΥ	ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΧΩΡΑΣ	ΣΠΟΡΟΣ ΒΑΜΒΑΚΙΟΥ	ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΧΩΡΑΣ
ΠΑΡΑΓΩΓΗ	296.000	9η	507.000	9η
ΕΞΑΓΩΓΕΣ	257.680	7η	188.416	3η
ΔΙΑΘΕΣΙΜΟ	38.320		318.584	

Οι τιμές αναγράφονται σε τόνους.

Βάσει στοιχείων του Οργανισμού Τροφίμων και Γεωργίας των Ηνωμένων Εθνών, για το 2013 η Ελλάδα βρέθηκε στην 9<sup>η</sup> θέση της παγκόσμιας κατάταξης, πίσω από τις Κίνα, Ινδία, Πακιστάν, Η.Π.Α., Βραζιλία, Ουζμπεκιστάν, Αυστραλία και Τουρκία, ήτοι πίσω από χώρες και με μεγαλύτερη γεωγραφική έκταση και με περισσότερο πληθυσμό. Επομένως, η πρώτη ύλη είναι άμεσα διαθέσιμη προς τον κλάδο, μολονότι υπήρξε και εισαγωγή περίπου 3.500 τόνων βαμβακόσπορου κατά το ίδιο έτος.

Σε επίπεδο παραγωγής και διάθεσης αμιγώς κλωστοϋφαντουργικών προϊόντων, ο Σύνδεσμος Επιχειρήσεων Πλεκτικής – Έτοιμου Ενδύματος Ελλάδος (ΣΕΠΕΕ), δίδεσε τα ακόλουθα στοιχεία για το 2016<sup>16</sup>:

- Παραγωγή κλωστοϋφαντουργικών προϊόντων: Αύξηση 5,2%
- Κύκλος εργασιών κλάδου: Αύξηση 7,7%
- Εξαγωγές κλωστοϋφαντουργικών προϊόντων: Αύξηση 15,4%
- Εισαγωγές κλωστοϋφαντουργικών προϊόντων: Αύξηση 13,2%

Οι εξαγωγές των κλωστοϋφαντουργικών προϊόντων, ανήλθαν σε € 295 εκατ. από € 260 εκατ. το 2015.

Σύμφωνα με τους πίνακες της προηγούμενης παραγράφου, η Ελλάδα σε αριθμό έμμεσα συνδεδεμένων επιχειρήσεων με τον κλάδο της κλωστοϋφαντουργίας, μετρά συνολικά 5.707 επιχειρήσεις. Στον ακόλουθο πίνακα, αποτυπώνεται η θέση της χώρας μας ανάμεσα στις 28 της Ε.Ε, αναφορικά με τον αριθμό των επιχειρήσεων του κλάδου της κλωστοϋφαντουργίας.

<sup>16</sup> Πηγή: <http://www.yraithros.gr/anevazei-strofes-i-klwstoyfantourgia-se-ellada-kai-europei/29/11/2017>

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6** Κλάδος της κλωστοϋφαντουργίας στην Ε.Ε. – στοιχεία έως και το 2015.

A/A	ΧΩΡΑ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	Ιταλία	18.351	17.256	16.504	15.799	15.291	14.767	14.359	13.866
2	Ισπανία	7.346	6.556	6.344	6.138	6.064	5.787	5.583	6.012
3	Γαλλία	:	4.126	4.975	4.612	5.042	5.324	6.939	5.722
4	Πολωνία	3.982	3.872	4.524	4.609	4.211	4.491	4.899	5.040
5	Ην. Βασίλειο	4.255	4.068	3.936	3.872	3.780	3.847	3.880	4.078
6	Γερμανία	3.723	3.859	3.809	4.008	3.809	3.750	4.049	4.055
7	Πορτογαλία	4.165	3.946	3.661	3.556	3.394	3.436	3.383	3.480
8	Τσεχία	2.296	2.328	2.738	2.822	3.151	2.715	2.520	2.424
9	Σουηδία	2.299	2.277	2.338	2.321	2.244	2.145	2.155	2.130
10	Ολλανδία	1.341	1.421	1.642	1.693	1.823	2.012	2.067	2.126
<b>11</b>	<b>Ελλάδα</b>	<b>2.712</b>	<b>2.206</b>	<b>2.065</b>	<b>1.954</b>	<b>1.811</b>	<b>1.630</b>	<b>1.721</b>	<b>1.711</b>
12	Ρουμανία	1.770	1.631	1.499	1.317	1.295	1.279	1.313	1.325
13	Σλοβακία	182	147	1.184	1.229	1.177	1.186	1.185	1.273
14	Βέλγιο	1.589	1.465	1.193	1.218	1.086	1.016	1.023	1.159
15	Ουγγαρία	1.270	1.156	1.146	1.113	1.091	1.065	1.036	1.145
16	Λιθουανία	683	477	500	567	649	751	900	914
17	Φινλανδία	892	853	825	811	799	773	735	714
18	Βουλγαρία	649	673	604	591	583	589	589	602
19	Αυστρία	655	623	612	600	591	610	611	594
20	Λετονία	240	278	333	377	426	469	482	507
21	Κροατία	719	776	603	539	496	487	478	467
22	Ιρλανδία	448	454	429	417	412	403	403	421
23	Σλοβενία	389	380	357	363	349	362	338	334
24	Δανία	420	396	372	365	357	323	317	300
25	Εσθονία	170	191	182	192	209	238	234	267
26	Κύπρος	113	114	111	105	107	103	93	103
27	Λουξεμβούργο	19	20	20	20	20	20	20	19
28	Μάλτα	:	:	:	:	:	:	:	:
	<b>Σύνολα Ε.Ε. 28</b>	<b>60.678</b>	<b>61.549</b>	<b>62.506</b>	<b>61.208</b>	<b>60.267</b>	<b>59.578</b>	<b>61.312</b>	<b>60.788</b>

Όπου «:», δεν υφίστανται στοιχεία.

Στον ανωτέρω πίνακα, η Ελλάδα κατέχει την 11<sup>η</sup> θέση μεταξύ των 28 χωρών της Ε.Ε. ενώ μέχρι και το 2011 κατατασσόταν εντός των πρώτων δέκα χωρών. Στα χαρακτηριστικά του πίνακα (όπως και στον πίνακα 4), η άνοδος της Σλοβακίας η οποία το 2009 αριθμούσε λιγότερες από 150 επιχειρήσεις, ενώ το 2015 ξεπέρασε τις 1.270

Στα υπάρχοντα στοιχεία, το 2008 και το 2009, μόλις 6 εκ των αναγραφόμενων επιχειρήσεων απασχολούσαν περισσότερα από 250 άτομα, ενώ το 2010 και το 2011, ο αριθμός των επιχειρήσεων μειώθηκε σε 5 και 4 αντίστοιχα. Από το 2011 μέχρι και το 2015 δεν υπάρχουν πλήρη στοιχεία αναφορικά με τον αριθμό απασχολούμενων ατόμων στις εν λόγω επιχειρήσεις, όμως για το 2015 προσμετρήθηκε πως 1.682 εκ των 1.711 απασχολούσαν από 1 έως 249 εργαζομένους.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 7** Κύκλος εργασιών κλάδου κλωστοϋφαντουργίας. Ποσά σε € εκ.

Κ.Ε. / έτος	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>E.E. 28</b>	84.475,9	69.879,9	76.021,1	80.020,6	74.788,5	74.666,7	76.516,1	78.584,1
<b>Ελλάδα</b>	1.283,6	1.060,3	930,1	893,3	736,0	652,8	613,8	673,9
<b>Ελλάδα % μεταβολής</b>	-	-17,40%	-12,28%	-3,96%	-17,61%	-11,30%	-5,97%	9,79%

Η διαχρονική μεταβολή στον κύκλο εργασιών του κλάδου, καταδεικνύει την επιρροή της κρίσης στη χώρα μας. Κατά το 2015 σχέση με την έναρξη της κρίσης, ο τζίρος μειώθηκε κατά 47,5% περίπου, ενώ το σύνολο των χωρών της E.E. δείχνει σημάδια ανάκαμψης από το 2009 κι έπειτα. Ανά διαστήματα, η πορεία της Ελλάδας αναφορικά με τον κύκλο εργασιών, δείχνει αντιστρόφως ανάλογη από αυτή της E.E. Για το διάστημα μεταξύ 2009 και 2010 όπου η χώρα μας κατέγραψε την τρίτη σε μέγεθος μεγαλύτερη πτώση του τζίρου, η E.E. γνώριζε αύξηση κοντά στο 9%.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 8** Προστιθέμενη αξία σε κόστος συντελεστών παραγωγής. Ποσά σε € εκ.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>E.E. 28</b>	23.604,5	19.676,1	21.793,2	22.160,8	21.153,2	21.245,7	21.897,3	23.014,8
<b>Ελλάδα</b>	412,5	399,2	322,7	265,3	241,7	147	178,3	161,3
<b>Ελλάδα % μεταβολής</b>	-	-3,22%	-19,16%	-17,79%	-8,90%	-39,18%	21,29%	-9,53%

Ο ανωτέρω πίνακας αφορά στα ακαθάριστα έσοδα από λειτουργικές δραστηριότητες, αφαιρουμένων επιχορηγήσεων και έμμεσων φόρων. Το σύνολο της E.E. έχει χαμηλή μεταβλητότητα, ενώ αντιθέτως οι ελληνικές επιχειρήσεις βίωσαν πτώση του εν λόγω δείκτη κατά περίπου 61% μεταξύ των τιμών του 2008 και του 2015.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 9** Αριθμός απασχολούμενων στον κλάδο. Απόλυτοι αριθμοί.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>E.E. 28</b>	728.693	634.747	602.266	638.361	612.320	603.244	607.907	601.932
<b>Ελλάδα</b>	15.739	13.627	10.815	9.501	8.632	7.767	7.573	7.452
<b>Ελλάδα % μεταβολής</b>	-	-13,42%	-20,64%	-12,15%	-9,15%	-10,02%	-2,50%	-1,60%

Στον αριθμό απασχολούμενων στον κλάδο για την E.E. παρατηρείται αυξομείωση, ενώ για την Ελλάδα, ο αριθμός μειώνεται σταθερά, με αποτέλεσμα να υποστεί για το 2015 μείωση μεγαλύτερη του 50% σε σχέση με το 2008.

Σε κάποια γενικά στοιχεία του κλάδου για το 2016 σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης, ο αριθμός των επιχειρήσεων σημείωσε άνοδο κατά 2,2%, ενώ ο αριθμός των εργαζομένων ανήλθε σε 669.000 Το ύψος των εξαγωγών ανήλθε σε € 21,8 δις, ενώ η διασπορά τους

αφορούσε 23% σε τεχνικά υφάσματα, 20% υφαντά υφάσματα, 6% πλεκτά υφάσματα, 14% νήματα, 10% φυσικές και τεχνητές ίνες, 5% χαλιά και 21% κλωστοϋφαντουργικά για το σπίτι<sup>17</sup>.

Αναφορικά με τα στοιχεία που αφορούν την Ελλάδα, για το επτάμηνο Ιανουάριος – Ιούλιος 2016 σημειώθηκαν τα εξής:

Αύξηση κατά 5,2% στην παραγωγή προϊόντων κλωστοϋφαντουργίας, αύξηση του κύκλου εργασιών κατά 7,7%, αύξηση των εξαγωγών κατά 15,4% αλλά και αύξηση κατά 13,2% στις εισαγωγές<sup>18</sup>.

Για τον υπερκλάδο ένδυσης-κλωστοϋφαντουργίας, οι εξαγωγές στο πρώτο εξάμηνο του 2017 ανήλθαν σε € 683 εκ. σημειώνοντας αύξηση κατά 13,5% σε σχέση με αντίστοιχο διάστημα του 2016<sup>19</sup>.

Η αναφορά στον υπερκλάδο ένδυσης-κλωστοϋφαντουργίας, πέραν των ανωτέρω στοιχείων, εμφανίζεται και στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, με την ονομασία «Ρουχισμός & Αξεσουάρ».

Ο εν λόγω χρηματιστηριακός κλάδος, περιλαμβάνει δώδεκα εταιρείες και δεκατρείς μετοχές (η μία εταιρεία έχει και κοινή και προνόμιο), εκ των οποίων οι οκτώ ανήκουν στον κλάδο της κλωστοϋφαντουργίας, όπως αυτός αποτυπώνεται στους κωδικούς NACE. Από τις οκτώ αυτές μετοχές, οι τρεις τελούν υπό καθεστώς επιτήρησης, ενώ η μία βρίσκεται προς διαγραφή. Παρακάτω παρατίθενται τα βασικά στοιχεία επτά εξ' αυτών, με στοιχεία μέχρι το 2016 (η εισηγμένη εταιρεία ΤΕΞΑΠΡΕΤ δεν έχει δημοσιεύσει ισολογισμό για το 2016).

---

<sup>17</sup> Πηγή: <http://www.businessnews.gr/article/76934/se-thetikoys-rythmoys-i-klostoyfantourgia-2016> 30/11/2017

<sup>18</sup> Πηγή: <http://www.yraithros.gr/anevazei-strofes-i-klwstoyfantourgia-se-ellada-kai-europi/> 29/11/2017

<sup>19</sup> Πηγή: <http://www.greekfashion.gr/default.asp?pid=10&newsID=418&la=1> 30/11/2017

**ΠΙΝΑΚΑΣ 10** Εισηγμένες εταιρείες κλωστοϋφαντουργίας και χρηματιστηριακή εικόνα. Ποσά σε €.000 πλην του στοιχείου «Τρέχουσα αξία μετοχής».

Εισηγμένη	Έτος χρήσης	Κύκλος Εργασιών	EBITDA	Σύνολο δανείων	Σύνολο υποχρεώσεων	Υποχρεώσεις / EBITDA	Τρέχουσα αξία μετοχής 02/01/2018	Κατάσταση μετοχής
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	2016	18.971,00 €	-217,00 €	10.914,00 €	22.946,00 €	-105,74	0,078 €	Υπό επιτήρηση
	2015	18.700,00 €	-1.259,00 €	11.559,00 €	21.482,00 €	-17,06		
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	2016	1.758,00 €	-2.282,00 €	92.810,00 €	122.883,00 €	-53,85	0,117 €	Υπό επιτήρηση
	2015	603,00 €	-3.388,00 €	93.807,00 €	119.587,00 €	-35,30		
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	2016	34.269,00 €	-546,00 €	45.219,00 €	83.095,00 €	-152,19	0,191 €	Κύρια αγορά
	2015	39.509,00 €	995,00 €	47.558,00 €	78.415,00 €	78,81		
ΛΑΝΑΚΑΜ	2016	1.702,00 €	-22,00 €	1.018,00 €	1.923,00 €	-87,41	0,388 €	Προς διαγραφή
	2015	2.020,00 €	-32,00 €	1.016,00 €	1.991,00 €	-62,22		
ΜΟΥΖΑΚΗΣ	2016	6.157,00 €	-36,00 €	1.499,00 €	25.025,00 €	-695,14	0,380 €	Κύρια αγορά
	2015	7.096,00 €	-799,00 €	7.728,00 €	23.899,00 €	-29,91		
ΚΛΩΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	2016	6.649,00 €	-93,00 €	1.287,00 €	1.920,00 €	-20,65	0,330 €	Κύρια αγορά
	2015	4.679,00 €	-228,00 €	281,00 €	1.044,00 €	-4,58		
ΦΙΕΡΑΤΕΞ	2016	26.450,00 €	332,00 €	4.389,00 €	15.282,00 €	46,03	0,142 €	Κύρια αγορά
	2015	26.004,00 €	1.143,00 €	3.995,00 €	15.096,00 €	13,21		

Η σύγκριση των στοιχείων των ανωτέρω εταιρειών δεν δύναται να είναι απόλυτη, καθώς η «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ» και η «ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ», δημοσιεύουν ισολογισμούς με δωδεκάμηνη χρήση της 30 Ιουνίου. Μολονότι η συνολική εικόνα μιας εισηγμένης επηρεάζει τη μετοχή της, μόνο για τις «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ» και «ΜΟΥΖΑΚΗΣ», χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία Ομίλων, καθώς επικεντρώναστε στις κλωστοϋφαντουργικές δραστηριότητες και όχι σε παράλληλες, όπως η παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας, στις οποίες έχουν επεκταθεί κάποιες εταιρείες.

Κύρια χαρακτηριστικά του ανωτέρω πίνακα, είναι η εξαιρετική δυσαναλογία τζίρου/τραπεζικού δανεισμού της «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ», ενώ παρόμοια μεν αλλά σε μικρότερη αναλογία δε, είναι η κατάσταση στην «ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ». Η «ΜΟΥΖΑΚΗΣ» δείχνει σημάδια βελτίωσης καθώς μείωσε κατά πολύ τον δανεισμό της και το EBITDA (θετικό στοιχείο εφόσον η τιμή του EBITDA έχει αρνητικό πρόσημο), ενώ η «ΚΛΩΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ», η «ΦΙΕΡΑΤΕΞ» και η «ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ» δείχνουν κάποια σταθερότητα και η «ΛΑΝΑΚΑΜ» χρίζει πεταιρέρω βελτίωσης. Το «άνοιγμα» των Τραπεζών στις επτά αυτές επιχειρήσεις/ομίλους για το 2016, ξεπερνά τα € 150 εκ..

Ο δείκτης «Υποχρεώσεις / EBITDA», αποτυπώνει τη δυναμική μίας επιχείρησης στην αποπληρωμή των υποχρεώσεων της σε βάθος χρόνου, βάσει της κερδοφορίας προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων (EBITDA). Ενδεχόμενη αυξομείωση του δείκτη μπορεί να καταδεικνύει είτε αύξηση των υποχρεώσεων σε σχέση με τα κέρδη (αύξηση του δείκτη), είτε αποπληρωμή των υποχρεώσεων και/ή αύξηση της κερδοφορίας (πτώση του δείκτη). Στη δεύτερη περίπτωση ανήκει η «ΚΛΩΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ», η οποία βελτίωσε τη κερδοφορία της (όπως παρουσιάζεται σε παρακάτω

πίνακα). Στον αντίποδα η «ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ» η οποία παρουσίασε αύξηση των υποχρεώσεων της και μείωση του EBITDA, αλλά και η «ΦΙΕΡΑΤΕΞ» η οποία μολονότι κράτησε σχεδόν σταθερό τον τζίρο και τις υποχρεώσεις της, εντούτοις μείωσε τη κερδοφορία της με αποτέλεσμα ο εν λόγω δείκτης να πολλαπλασιαστεί κατά περίπου 3,5 φορές. Οι εταιρείες με αρνητικό δείκτη «Υποχρεώσεις / EBITDA» παρουσιάζουν ζημιές, επομένως ο δείκτης δεν μπορεί να καταδείξει ταχύτητα αποπληρωμής υποχρεώσεων, παρά μόνο να δώσει ένα δείγμα της τάσης των μεγεθών της εταιρείας.

Η «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ», τόσο σε επίπεδο εταιρείας όσο και σε ενοποιημένα στοιχεία, παρουσίασε αρνητικά ίδια κεφάλαια γεγονός που δημιουργεί επιτακτική ανάγκη αύξησης μετοχικού κεφαλαίου. Η εταιρεία είναι κατά βάση εξαγωγική (εξαγωγές σε 28 χώρες), όμως χρίζει αναδιάρθρωσης προκειμένου να βελτιώσει τα στοιχεία της.

Εξαιρετικά πιθανό το ενδεχόμενο παραμονής τεσσάρων με πέντε μετοχών στο ταμπλό του χρηματιστηρίου.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### Η ΚΛΩΣΤΟΥΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΣΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

#### 4.1 Βασικά Οικονομικά Μεγέθη

Στο παρόν κεφάλαιο, θα εξεταστούν οι εταιρείες του κλάδου, οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Το γεγονός πως οι υπό εξέταση εταιρείες είναι εισηγμένες, δε σημαίνει πως αποτελούν και μεγάλες εταιρείες του κλάδου, σύμφωνα με τον ορισμό των μεγάλων επιχειρήσεων. Τα στοιχεία που παρατίθενται παρακάτω, αφορούν τους ισολογισμούς των εταιρειών ή των ομίλων, όπου αυτοί υπάρχουν και εφόσον οι εταιρείες του ομίλου δραστηριοποιούνται αποκλειστικά και μόνο στον ευρύτερο κλάδο της κλωστοϋφαντουργίας. Σε επίπεδο εταιρειών παρατίθενται στοιχεία για τις: «ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ», «ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ», «ΛΑΝΑΚΑΜ», «ΦΙΕΡΑΤΕΞ» και «ΚΛΩΣΤΟΥΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ», ενώ σε επίπεδο ομίλων παρατίθενται στοιχεία για τις: «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑ» και «ΜΟΥΖΑΚΗΣ».

**ΠΙΝΑΚΑΣ 11** Εισηγμένες εταιρείες κλωστοϋφαντουργίας με βασικά οικονομικά μεγέθη.  
Ποσά σε € .000

Εταιρεία	Έτος	Αριθμός προσωπικού	Πάγιο ενεργητικό	Λοιπό ενεργητικό	Σύνολο ενεργητικού	Σύνολο ιδίων κεφαλαίων
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	2016	223	18.734,00 €	9.574,00 €	28.308,00 €	5.362,00 €
	2015	221	19.278,00 €	9.526,00 €	28.804,00 €	7.322,00 €
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΨΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	2016	108	45.535,00 €	24.246,00 €	69.781,00 €	-53.102,00 €
	2015	118	46.431,00 €	25.905,00 €	72.336,00 €	-47.251,00 €
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	2016	322	95.273,00 €	21.037,00 €	116.310,00 €	34.877,00 €
	2015	314	97.222,00 €	21.684,00 €	118.906,00 €	42.222,00 €
ΛΑΝΑΚΑΜ	2016	14	10.256,00 €	3.819,00 €	14.075,00 €	12.152,00 €
	2015	13	10.323,00 €	3.997,00 €	14.320,00 €	12.329,00 €
ΜΟΥΖΑΚΗΣ	2016	125	52.121,00 €	6.014,00 €	58.135,00 €	33.111,00 €
	2015	149	49.770,00 €	6.045,00 €	55.815,00 €	31.916,00 €
ΚΛΩ/ΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	2016	100<	5.178,00 €	5.401,00 €	10.579,00 €	8.659,00 €
	2015	100<	5.424,00 €	4.477,00 €	9.901,00 €	8.857,00 €
ΦΙΕΡΑΤΕΞ	2016	206	13.777,00 €	13.316,00 €	27.093,00 €	11.811,00 €
	2015	196	15.297,00 €	12.600,00 €	27.897,00 €	12.801,00 €

Εταιρεία	Έτος	Σύνολο υποχρεώσεων	Σύνολο παθητικού	Κύκλος εργασιών	ΕΒΙΤΔΑ	Κέρδη προ φόρων
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	2016	22.946,00 €	28.308,00 €	18.971,00 €	-217,00 €	-1.963,00 €
	2015	21.482,00 €	28.804,00 €	18.700,00 €	-1.259,00 €	-378,00 €
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	2016	122.883,00 €	69.781,00 €	1.758,00 €	-2.282,00 €	-6.112,00 €
	2015	119.587,00 €	72.336,00 €	603,00 €	-3.388,00 €	-7.167,00 €
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	2016	83.095,00 €	116.310,00 €	34.269,00 €	-546,00 €	-4.810,00 €
	2015	78.415,00 €	118.906,00 €	39.509,00 €	995,00 €	-2.993,00 €
ΛΑΝΑΚΑΜ	2016	1.923,00 €	14.075,00 €	1.702,00 €	-22,00 €	-123,00 €
	2015	1.991,00 €	14.320,00 €	2.020,00 €	-32,00 €	-174,00 €
ΜΟΥΖΑΚΗΣ	2016	25.025,00 €	58.136,00 €	6.157,00 €	-36,00 €	97,00 €
	2015	23.899,00 €	55.815,00 €	7.096,00 €	-799,00 €	-3.987,00 €
ΚΛΩ/ΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	2016	1.920,00 €	10.579,00 €	6.649,00 €	-93,00 €	-198,00 €
	2015	1.044,00 €	9.901,00 €	4.679,00 €	-228,00 €	-770,00 €
ΦΙΕΡΑΤΕΞ	2016	15.282,00 €	27.093,00 €	26.450,00 €	332,00 €	-1.458,00 €
	2015	15.096,00 €	27.897,00 €	26.004,00 €	1.143,00 €	-752,00 €

Σύμφωνα με τον ανωτέρω πίνακα, η μοναδική εισηγμένη εταιρεία η οποία πληροί τα κριτήρια χαρακτηρισμού της ως μεγάλη, είναι η «ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ», καθώς απασχολεί περισσότερους από 250 εργαζομένους.

Τα στοιχεία που παρατίθενται, αναφέρονται στις κλεισμένες χρήσεις του 2016. Σε επίπεδο ιδίων κεφαλαίων, οξύτατο πρόβλημα παρουσιάζεται για την εταιρεία «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ», η οποία έχει αρνητικά ίδια κεφάλαια. Σε χρηματοδοτικό επίπεδο, αρνητικό πρόσημο στα ίδια κεφάλαια σημαίνει αυτόματα απόρριψη δανειοδότησης, αλλά και σε επιχειρηματικό επίπεδο, τα αρνητικά ίδια κεφάλαια καταδεικνύουν αδυναμία της εταιρείας να καλύψει τις υποχρεώσεις της. Το σύνολο των υποχρεώσεων της ξεπερνά τα € 100 εκατ. ενώ παράλληλα έχει το δεύτερο χαμηλότερο κύκλο εργασιών για το 2016 και τις μεγαλύτερες ζημιές προ φόρων.

Τέσσερις από τις επτά εισηγμένες, παρουσίασαν έστω και οριακή αύξηση του τζίρου τους. Το μεγαλύτερο κύκλο εργασιών είχε η εταιρεία «ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ», η οποία έχει επενδύσει περισσότερα κεφάλαια σε πάγιο εξοπλισμό σε σχέση με τις υπόλοιπες.

Σε επίπεδο ΕΒΙΤΔΑ, όλες οι εταιρείες πλην των «ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ» και «ΦΙΕΡΑΤΕΞ», βελτίωσαν τον δείκτη τους.

Χαρακτηριστικό του ανωτέρω πίνακα, τα ζημιογόνα προ φόρων αποτελέσματα για όλες τις εισηγμένες εταιρείες πλην της «ΜΟΥΖΑΚΗΣ» και για τις δύο συγκρινόμενες χρήσεις. Αξιόλογες μειωμένες ζημιές για το 2016 σε σύγκριση με το 2015, παρουσίασαν οι «ΛΑΝΑΚΑΜ» και «ΚΛΩΣΤΟΨΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ», ενώ στον αντίποδα οι «ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ», «ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ» και «ΦΙΕΡΑΤΕΞ», σχεδόν διπλασίασαν τις ζημιές τους.



## 4.2 Υφιστάμενος Τραπεζικός Δανεισμός

Για τις ανωτέρω εταιρείες, ακολουθούν στοιχεία τα οποία αναφέρονται στο μέγεθος τόσο του μακροπρόθεσμου, όσο και του βραχυπρόθεσμου δανεισμού τους. Επιπλέον, παρουσιάζονται οι ανάγκες τους σε Κεφάλαιο Κίνησης, ήτοι σε ρευστότητα, καθώς και κάποιου βασικοί δείκτες χρηματοοικονομικής διάρθρωσης και δανειακής επιβάρυνσης και εξυπηρέτησης. Σκοπός των στοιχείων, είναι να αναζητηθεί σε πρωτο επίπεδο, ποιές από τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες, μπορούν να θεωρηθούν ως δανειακά και χρηματοοικονομικά «υγιείς» και ποιές επιβάλλεται να αναζητήσουν χρηματοδότηση ή να να ανασκευάσουν την οικονομική πολιτική τους.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 12** Εισηγμένες εταιρείες κλωστοϋφαντουργίας και δανεισμός. Ποσά σε € .000

Εταιρεία	Έτος	Κεφάλαιο κίνησης	Μάκρο δανεισμός	Βράχυ δανεισμός	Δείκτης δανειακών κεφαλαίων	ΕΒΙΤΔΑ / Βράχυ δανεισμός	Σύνολο υποχρεώσεων / ΕΒΙΤΔΑ	Κύκλος εργασιών
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	2016	-6.616,00 €	5.593,00 €	5.322,00 €	81,06%	-0,04	-105,74	18.971,00 €
	2015	-4.868,00 €	5.724,00 €	5.835,00 €	74,58%	-0,22	-17,06	18.700,00 €
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	2016	-81.019,00 €	9.823,00 €	82.987,00 €	176,10%	-0,03	-53,85	1.758,00 €
	2015	-78.686,00 €	10.918,00 €	82.889,00 €	165,32%	-0,04	-35,30	603,00 €
ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	2016	-28.661,00 €	9.553,00 €	35.666,00 €	70,01%	-0,02	-149,14	34.269,00 €
	2015	-20.958,00 €	14.377,00 €	33.181,00 €	64,49%	0,03	77,07	39.509,00 €
ΛΑΝΑΚΑΜ	2016	1.937,00 €	0,00 €	1.018,00 €	13,66%	-0,02	-87,41	1.702,00 €
	2015	2.081,00 €	0,00 €	1.016,00 €	13,90%	-0,03	-62,22	2.020,00 €
ΜΟΥΖΑΚΗΣ	2016	4.089,00 €	1.195,00 €	304,00 €	43,05%	-0,12	-695,14	6.157,00 €
	2015	-2.028,00 €	1.288,00 €	6.440,00 €	42,82%	-0,12	-29,91	7.096,00 €
ΚΛΩ/ΓΙΑ ΝΑ ΥΠΑΚΤΟΥ	2016	3.812,00 €	0,00 €	1.287,00 €	18,15%	-0,07	-20,65	6.649,00 €
	2015	3.897,00 €	0,00 €	281,00 €	10,54%	-0,81	-4,58	4.679,00 €
ΦΙΕΡΑΤΕΞ	2016	3.194,00 €	1.038,00 €	3.351,00 €	56,41%	0,10	46,03	26.450,00 €
	2015	3.776,00 €	1.457,00 €	2.538,00 €	54,11%	0,45	13,21	26.004,00 €

Ξεκινώντας από τα επίπεδα του μακροπρόθεσμου δανεισμού, η γενική εικόνα που αποκομίζει κανείς, είναι ότι το ύψος των δανείων αυτής της κατηγορίας, είναι αρκετά χαμηλό, σε σχέση με το κύκλο εργασιών της κάθε εταιρείας. Λόγω και των δυσκολιών που αντιμετωπίζει ο κλάδος, θα ήταν θεωρητικά πιο αναμενόμενο, ο μακροπρόθεσμος δανεισμός να ήταν τουλάχιστον στα ίδια επίπεδα με τον βραχυπρόθεσμο, υπό την έννοια πως μία εταιρεία με μέσο κύκλο εργασιών και στρατηγική προς περαιτέρω ανάπτυξη, χρειάζεται μεγαλύτερη περίοδο χάριτο αποπληρωμών των δανειακών της υποχρεώσεων.

Μηδενικός ο μακροπρόθεσμος δανεισμός για δύο από τις εισηγμένες. Σε σχετικά ίδια ποσοτικά επίπεδα οι «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ» και «ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ», με εκ διαμέτρου αντίθετους τζίρους.

Σε επίπεδο βραχυπρόθεσμου δανεισμού, η «ΜΟΥΖΑΚΗΣ» σχεδόν μηδένισε τον δανεισμό της, χωρίς να τον μετατρέψει σε μακροπρόθεσμο, ενώ εκτός της «ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ» η οποία επίσης μείωσε τον δανεισμό της, όλες οι υπόλοιπες εταιρείες αναζήτησαν νέες χρηματοδοτήσεις ή ανακύκλωσαν εγκεκριμένα δανειακά όρια.

Αναφορικά με τις ανάγκες σε Κεφάλαιο Κίνησης, αρχικά θα πρέπει να ανατρέξουμε στον τρόπο που αυτά υπολογίζονται. Το ποσό του Κεφαλαίου Κίνησης μίας εταιρείας, ισούται με το αποτέλεσμα της αφαίρεσης των Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων από το Κυκλοφορούν Ενεργητικό. Ήτοι, προκύπτει από τη δυνατότητα μίας εταιρείας, να καλύπτει το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της, ρευστοποιώντας όλα τα αποθέματα, τις απαιτήσεις, τα χρεόγραφα και τα διαθέσιμά της. Σύμφωνα με τον ανωτέρω πίνακα που προέκυψε από τους ισολογισμούς και τις εκθέσεις κάθε εταιρείας και ομίλου, παρατηρείται ένα εξαιρετικό στατιστικό στοιχείο. Τρεις από τις επτά εταιρείες, για τις δύο τελευταίες οικονομικές χρήσεις, έχουν ανάγκες σε Κεφάλαια Κίνησης (αρνητικό πρόσημο), ήτοι σε ρευστότητα η οποία θα αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της. Επίσης, τρεις από τις επτά εισηγμένες, δεν έχουν άμεσες ανάγκες σε Κεφάλαια Κίνησης (θετικό πρόσημο), ενώ η τελευταία από τις επτά, ενώ για το 2015 φαινόταν να χρειάζεται ρευστότητα, το 2016 βελτίωσε τα στοιχεία της και προσέδωσε στα Κεφάλαια Κίνησης, θετικό πρόσημο. Επομένως, πρόκειται για ακριβώς μοιρασμένες ανάγκες ρευστότητας μεταξύ των υπό εξέταση εταιρειών.

Ο δείκτης δανειακών κεφαλαίων, μαρτυρά τη συμμετοχή ξένων κεφαλαίων στην εταιρεία και προκύπτει από τη σχέση «ξένα κεφάλαια/συνολικά κεφάλαια» ή «σύνολο υποχρεώσεων/σύνολο παθητικού» (πρόκειται για την ίδια ακριβώς σχέση). Για τρεις από τις ανωτέρω εισηγμένες εταιρείες, ο δείκτης βρίσκεται σε ικανοποιητικά επίπεδα, καθώς βρίσκεται κάτω από το 50%, γεγονός που δείχνει πως βασίζονται στις δυνάμεις τους ως επί τω πλείστον. Οι τρεις εισηγμένες των οποίων ο δείκτης κινείται μεταξύ 50% και 80%, βασίζονται περισσότερο σε πιστωτές τους και λιγότερο στους μετόχους τους, ενώ η «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ», βασίζεται σχεδόν αποκλειστικά στους πιστωτές της, καθώς τα ξένα κεφάλαια υπερκαλύπτουν το σύνολο των κεφαλαίων της.

Ο δείκτης EBITDA/Βραχυπρόθεσμο δανεισμό ή βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις, δείχνει την ικανότητα μίας εταιρείας να κάνει χρήση των κερδών προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων, ώστε να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες δανειακές της υποχρεώσεις. Ο εν λόγω δείκτης είναι θετικός μόνο για την «ΦΙΕΡΑΤΕΞ» καθώς είναι η μοναδική με θετικό EBITDA, όμως κοινό χαρακτηριστικό όλων των εταιρειών, είναι πως ο συγκεκριμένος δείκτης είναι κοντά στο μηδέν. Επομένως,

όσο η κερδοφορία είναι αρνητική ή πολύ χαμηλή και ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός υψηλότερος αυτής, τόσο είναι αδύνατο το EBITDA να καλύψει τα δάνεια.

Τέλος, ο σχεδόν αντίστροφος δείκτης που προκύπτει από τη σχέση «Σύνολο υποχρεώσεων/EBITDA», δείχνει το πόσες φορές το άθροισμα των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μίας εταιρείας, καλύπτει τα κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων. Για τον εν λόγω δείκτη δεν μπορούν να διεξαχθούν συμπεράσματα, καθώς είναι αρνητικός για τις περισσότερες εταιρείας, των οποίων το EBITDA είναι αρνητικό. Γενικά, όσο μικρότερο το αποτέλεσμα της σχέσης «Σύνολο υποχρεώσεων/EBITDA», τόσο πιο διαχειρίσιμη είναι η δανειακή επιβάρυνση μίας εταιρείας.

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5**  
**ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ**  
**ΤΡΟΠΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΜΕΓΑΛΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ**

**5.1 Παράθεση Ισολογισμών**

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία, η εξ' ορισμού μεγάλη εταιρεία του κλάδου της κλωστοϋφαντουργίας μεταξύ των εισηγμένων στο χρηματιστήριο, είναι η «ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ». Στη παρούσα παράγραφο, παρατίθενται τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 13 ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ:** Στοιχεία ενεργητικού τελευταίων τεσσάρων ετών

<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>				
<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>30/06/2017</b>	<b>30/06/2016</b>	<b>30/06/2015</b>	<b>30/06/2014</b>
<b>ΣΤΟΙΧΕΙΟ</b>				
Ενσώματα πάγια	48.912.524,03 €	50.779.379,55 €	52.726.185,07 €	54.378.725,15 €
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	56.149,33 €	58.270,64 €	60.312,65 €	12.883,73 €
Λοιπές απαιτήσεις	600.988,81 €	820.488,81 €	820.488,81 €	831.516,77 €
Επενδύσεις σε θυγατρικές εταιρείες	43.615.000,00 €	43.615.000,00 €	43.615.000,00 €	43.615.000,00 €
Λοιπές επενδύσεις	625,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>	<b>93.185.287,17 €</b>	<b>95.273.139,00 €</b>	<b>97.221.986,53 €</b>	<b>98.838.125,56 €</b>
Αποθέματα	9.033.341,55 €	13.807.952,87 €	14.374.675,85 €	13.297.636,52 €
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	6.311.673,96 €	7.060.412,02 €	6.548.455,24 €	6.693.102,58 €
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	367.140,06 €	168.665,62 €	761.168,44 €	1.121.451,94 €
<b>Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>	<b>15.712.155,57 €</b>	<b>21.037.030,51 €</b>	<b>21.684.299,53 €</b>	<b>21.112.191,04 €</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>	<b>108.897.442,74 €</b>	<b>116.310.169,51 €</b>	<b>118.906.286,06 €</b>	<b>119.950.316,69 €</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ 14 ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ:** Στοιχεία παθητικού τελευταίων τεσσάρων ετών. Εντός παρενθέσεως βρίσκονται αρνητικές τιμές.

<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>				
<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>30/06/2017</b>	<b>30/06/2016</b>	<b>30/06/2015</b>	<b>30/06/2014</b>
<b>ΣΤΟΙΧΕΙΟ</b>				
Μετοχικό κεφάλαιο	15.620.188,80 €	15.620.188,80 €	15.620.188,80 €	15.620.188,80 €
Υπέρ το άρτιο	17.214.521,49 €	17.214.521,49 €	17.214.521,49 €	17.214.521,49 €
Ίδιες μετοχές	(56.224,79 €)	(55.440,34 €)	(40.532,22 €)	0,00 €
Λοιπά αποθεματικά	15.497.643,30 €	15.497.643,30 €	15.497.643,30 €	16.949.908,64 €
Αποθεματικό εύλογης αξίας	28.489.318,00 €	28.489.318,00 €	29.693.092,00 €	29.693.092,00 €
Αποτελέσματα εις νέον	(49.569.715,52 €)	(43.551.483,42 €)	(37.493.615,50 €)	(35.632.893,07 €)
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>	<b>27.195.731,28 €</b>	<b>33.214.747,83 €</b>	<b>40.491.297,87 €</b>	<b>43.844.817,86 €</b>
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	22.296.993,00 €	22.182.465,42 €	19.724.662,82 €	19.404.322,55 €
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	491.688,13 €	488.845,41 €	470.652,45 €	470.626,10 €
Μακροπρόθεσμα δάνεια	43.183.344,10 €	9.553.260,97 €	14.377.000,00 €	30.306.620,72 €
Επιχορηγήσεις παγίων επενδύσεων	1.089.827,85 €	1.173.070,74 €	1.260.107,05 €	1.346.683,57 €
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	9.395.220,36 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>76.457.073,44 €</b>	<b>33.397.642,54 €</b>	<b>35.832.422,32 €</b>	<b>51.528.252,94 €</b>
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	5.244.317,89 €	14.031.317,56 €	9.401.689,73 €	8.131.204,52 €
Τρέχων φόρος εισοδήματος	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	320,13 €	35.666.461,58 €	33.180.876,14 €	16.446.041,37 €
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>5.244.638,02 €</b>	<b>49.697.779,14 €</b>	<b>42.582.565,87 €</b>	<b>24.577.245,89 €</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	<b>81.701.711,46 €</b>	<b>83.095.421,68 €</b>	<b>78.414.988,19 €</b>	<b>76.105.498,83 €</b>
<b>Σύνολο παθητικού</b>	<b>108.897.442,74 €</b>	<b>116.310.169,51 €</b>	<b>118.906.286,06 €</b>	<b>119.950.316,69 €</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ 15 ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ:** Στοιχεία αποτελεσματικών λογαριασμών τελευταίων τεσσάρων ετών. Εντός παρενθέσεως βρίσκονται αρνητικές τιμές

<b>ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ</b>				
<b>ΕΤΟΣ</b>	<b>30/06/2017</b>	<b>30/06/2016</b>	<b>30/06/2015</b>	<b>30/06/2014</b>
<b>ΣΤΟΙΧΕΙΟ</b>				
Κύκλος εργασιών	30.393.310,20 €	34.268.896,70 €	39.509.432,89 €	37.460.937,09 €
Κόστος πωληθέντων	32.936.436,89 €	36.076.949,61 €	39.366.554,04 €	36.283.392,24 €
<b>Μικτά κέρδη</b>	<b>(2.543.126,69 €)</b>	<b>(1.808.052,91 €)</b>	<b>142.878,85 €</b>	<b>1.177.544,85 €</b>
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	(457.840,82 €)	380.222,87 €	268.007,57 €	(33.295,37 €)
Έξοδα διοίκησης	802.923,43 €	934.464,37 €	1.000.788,55 €	997.473,54 €
Έξοδα διάθεσης	265.122,16 €	233.474,17 €	343.575,81 €	320.125,59 €
<b>Μερικά αποτελέσματα χρήσης</b>	<b>(4.069.013,10 €)</b>	<b>(2.595.768,58 €)</b>	<b>(933.477,94 €)</b>	<b>(173.349,65 €)</b>
Αποσβέσεις στο λειτουργικό κόστος	1.923.098,20 €	2.049.413,36 €	1.928.106,53 €	1.977.633,22 €
<b>ΕΒΙΤΔΑ</b>	<b>(2.145.914,90 €)</b>	<b>(546.355,22 €)</b>	<b>994.628,59 €</b>	<b>1.804.283,57 €</b>
Χρηματοοικονομικά έσοδα	319,18 €	840,43 €	3.393,82 €	2.633,02 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	1.835.011,40 €	2.215.260,02 €	2.062.563,38 €	2.220.319,52 €
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	<b>(5.903.704,52 €)</b>	<b>(4.810.188,17 €)</b>	<b>(2.992.647,50 €)</b>	<b>(2.391.006,15 €)</b>
Φόροι εισοδήματος και λοιποί	114.527,58 €	1.247.679,75 €	320.340,27 €	2.417.360,96 €
Αποτελέσματα μετά φόρων πλέον αποτελεσμάτων εις νέον	(49.569.715,52 €)	(43.551.483,42 €)	(37.493.615,50 €)	(35.632.893,07 €)

## 5.2 Σχόλια επί των Ισολογισμών

Ξεκινώντας από το ενεργητικό της εταιρείας, παρατηρείται πως μολονότι υφίστανται επενδύσεις σε θυγατρικές εταιρείες, η ίδια η μητρική δεν φαίνεται να επενδύει σε νέα πάγια, πέραν εκείνων για τα οποία είχε λάβει επιχορήγηση –λογαριασμός στο παθητικό–.

Σε επίπεδο κυκλοφορούντος ενεργητικού, η εταιρεία μειώνει τα αποθέματά της σταδιακά την τελευταία τριετία. Παρ' όλο που το προϊόν δεν είναι ευαίσθητο, η διάθεσή του στην αγορά σημαίνει πως δημιουργείται χώρος για την παραγωγή καινούριας σειράς συναφών προϊόντων ή ακόμη και νέων, καινοτόμων. Αναφορικά με τα ταμειακά διαθέσιμα και τις καταθέσεις, παρατηρήθηκε μεγάλη πτώση μεταξύ των περιόδων 2015 και 2016, ενώ για το 2017 υπάρχει μία μικρή άνοδος.

Στο παθητικό, υψηλά παρουσιάζονται τα επίπεδα των αναβαλλόμενων φορολογικών υποχρεώσεων. Οι υποχρεώσεις αυτές, σύμφωνα και με την οικονομική έκθεση της εταιρείας, προέρχονται από την υπεραξία κτιρίων και τεχνικών εγκαταστάσεων κτιρίων, τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση, καθώς και από την επιδότηση εργοδοτικών εισφορών. Κατά το τελευταίο έτος παρουσιάζεται υψηλό κονδύλι στις «λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις», χωρίς όμως να αναλύεται από την εταιρεία.

Σημειώνεται, πως με βάση τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός περιλαμβάνει τα Τραπεζικά δάνεια, τις Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση, τους δεδουλευμένους τόκους και τα δάνεια με εγγύηση Ελληνικού δημοσίου. Ο καθαρός βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός πλέον του όποιου δανεισμού με εγγύηση Ελληνικού δημοσίου της εταιρείας για το 2016 ανήλθε σε € 32.995.149,14 ενώ για το 2015 ανήλθε σε € 30.474.458,18

Επίσης, στο σύνολο του μακροπρόθεσμου δανεισμού, περιλαμβάνεται το βραχυπρόθεσμο μέρος του μακροπρόθεσμου δανείου –όπου υπάρχει-. Για το 2017 υφίσταται αμιγώς μακροπρόθεσμος δανεισμός, ενώ για το 2016 ο καθαρός μακροπρόθεσμος δανεισμός ανήλθε σε € 9.553.260,97 με το βραχυπρόθεσμο μέρος του συνόλου να ανέρχεται σε € 2.540.173,83 Για το 2015 ο καθαρός μακροπρόθεσμος δανεισμός ανήλθε σε € 14.377.000,00 ενώ το βραχυπρόθεσμο μέρος του συνόλου ανήλθε σε € 2.595.000,00

Το σύνολο του βραχυπρόθεσμου δανεισμού της εταιρείας μεταξύ των ετών 2016 και 2017 μειώθηκε κατά € 35.666.141,45 ενώ το σύνολο του μακροπρόθεσμου δανεισμού, αυξήθηκε κατά € 33.630.083,13 Η διαφορά μεταξύ της μείωσης του βραχυπρόθεσμου δανεισμού και

της αύξησης του μακροπρόθεσμου δανεισμού, ανήλθε σε € 2.036.058,32 ποσό το οποίο φέρεται να έχει αποπληρώσει στους δανειστές της η εταιρεία.

Αντίθετα, πραγματοποιήθηκε μετατροπή του βραχυπρόθεσμου δανεισμού σε μακροπρόθεσμο, με αποτέλεσμα να βελτιωθεί το κεφάλαιο κίνησης της εταιρείας και να επιμηκυνθεί ο χρόνος αποπληρωμής του υπόλοιπου δανεισμού της.

Προχωρώντας στους αποτελεσματικούς λογαριασμούς, παρατηρείται σταδιακή πτώση του κύκλου εργασιών κατά την τελευταία τριετία, στα επίπεδα του 13% μεταξύ των ετών 2015 και 2016 και του 11% μεταξύ των ετών 2016 και 2017. Το κόστος πωληθέντων δεν μειώθηκε ανάλογα, με αποτέλεσμα να υπερκαλύπτει την τελευταία διετία τους τζίρους της εταιρείας και να δημιουργεί μικτές ζημιές. Το EBITDA, ενώ ήταν θετικό το 2014 και το 2015, εντούτοις παρουσιάζεται αρνητικό κατά την τελευταία διετία. Τέλος, η εταιρεία μεταφέρει αυξημένες ζημιές εις νέον στις επόμενες χρήσεις.

### 5.3 Οικονομικοί Δείκτες

Με βάση τους ισολογισμούς και τις οικονομικές εκθέσεις της εταιρείας, προέκυψαν οι κάτωθι οικονομικοί δείκτες:

**ΠΙΝΑΚΑΣ 16** Δείκτες ρευστότητας

ΕΤΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	06/2017	06/2016	06/2015	06/2014
Γενική ρευστότητα	274,01%	39,67%	47,81%	80,59%
Ετήσια μεταβολή	590,72%	(17,03%)	(41,68%)	-
Άμεση ρευστότητα	101,77%	11,88%	14,05%	26,49%
Ετήσια μεταβολή	756,65%	(15,44%)	(49,96%)	-
Κεφάλαιο κίνησης	10.467.517,55 €	(28.660.748,63 €)	(20.898.266,34 €)	(3.465.054,85 €)
Ετήσια μεταβολή	-	37,14%	503,12%	-

Όλα τα αποτελέσματα στους δείκτες ρευστότητας παρουσιάζονται βελτιωμένα για την εταιρεία. Η κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων από το κυκλοφορούν ενεργητικό, είναι θετική σε αρκετά ικανοποιητικό βαθμό για το 2017, γεγονός που φαίνεται από το δείκτη Γενικής ρευστότητας και το ποσό του Κεφαλαίου Κίνησης. Σημαντικός παράγοντας στην αλλαγή της κατάστασης, ήταν η μετατροπή του βραχυπρόθεσμου δανεισμού σε μακροπρόθεσμο.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 17** Δείκτες δραστηριότητας (σε ημέρες)

<b>ΔΕΙΚΤΗΣ</b> \ <b>ΕΤΟΣ</b>	<b>06/2017</b>	<b>06/2016</b>	<b>06/2015</b>	<b>06/2014</b>
Ημέρες είσπραξης απαιτήσεων	63,0	63,6	48,5	55,0
Ετήσια μεταβολή	(0,94%)	31,13%	(11,82%)	-
Ημέρες εξόφλησης υποχρεώσεων	45,5	131,4	79,8	55,2
Ετήσια μεταβολή	(65,37%)	64,66%	44,57%	-
Ημέρες αποθεμάτων	100,1	139,7	133,3	133,8
Ετήσια μεταβολή	(28,35%)	4,80%	(0,37%)	-

Παρατηρείται πως η εταιρεία διατηρούσε μία ισορροπία στη σχέση εισπράξεων και εξοφλήσεων για το 2014. Κατά τα έτη 2015 και 2016 βελτίωσε τη σχέση αυτή, καθώς εισέπραττε τις απαιτήσεις της νωρίτερα από ότι εξοφλούσε τις υποχρεώσεις της, γεγονός που της προσέδιδε άνεση στη ρευστότητά της για το μεσοδιάστημα. Για το 2016 πλήρωνε τις υποχρεώσεις της σχεδόν στο διπλάσιο διάστημα από ότι εισέπραττε. Κατά την τελευταία χρήση, ο δείκτης αντιστράφηκε, με αποτέλεσμα να αντιμετωπίζει ένα μικρό κενό 15 ημερών μεταξύ των εξοφλήσεων και των εισπράξεων. Διαφαίνεται ανάγκη σε ρευστότητα. Ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων παραμένει σε ικανοποιητικά επίπεδα, καθώς το προϊόν δεν είναι ευπαθές. Ο λειτουργικός κύκλος της εταιρείας κινείται και για τέσσερα έτη, γύρω στις 100 ημέρες.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 18** Δείκτες λειτουργικού κόστους

<b>ΔΕΙΚΤΗΣ</b> \ <b>ΕΤΟΣ</b>	<b>06/2017</b>	<b>06/2016</b>	<b>06/2015</b>	<b>06/2014</b>
Κόστους πωλήσεων	108,37%	105,28%	99,64%	96,86%
Ετήσια μεταβολή	2,94%	5,66%	2,87%	-
Λειτουργικού κόστους	111,88%	108,68%	103,04%	100,37%
Ετήσια μεταβολή	2,94%	5,47%	2,66%	-

Τόσο το ποσοστό του κόστους πωλήσεων, όσο και του λειτουργικού κόστους επί του τζίρου της εταιρείας, ακολουθούν παράλληλες αυξήσεις. Το κόστος πωλήσεων κατά τα έτη 2016 και 2017, υπερκαλύπτει το κύκλο εργασιών της επιχείρησης, με αποτέλεσμα να παρουσιάζονται μικτές ζημιές. Αντίθετα, για όλες τις εξεταζόμενες οικονομικές περιόδους, το λειτουργικό κόστος υπερκάλυπτε τον τζίρο, ώστε τα μικτά αποτελέσματα χρήσης να παρουσιάζονται ζημιογόνα. Η εταιρεία θα πρέπει ίσως να αναθεωρήσει τα κόστη αγοράς των πρώτων υλών της ή των πρωτογενών προϊόντων της, καθώς οι ζημιές που παρουσιάζονται σε συνδυασμό με



τη φορολογία και τα αποτελέσματα προηγούμενων χρήσεων, δημιουργούν συσσωρευμένες ζημιές εις νέον. Η ύπαρξη όμως των υψηλών αποθεματικών, συγκρατεί το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων σε θετικά επίπεδα, το οποίο παρ'όλα αυτά μειώθηκε από το 2015 στο 2016, αλλά και από το 2016 στο 2017 κατά 17%.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 19** Δείκτες αποτελεσματικότητας

ΕΤΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	06/2017	06/2016	06/2015	06/2014
Περιθώριο μικτού κέρδους	(8,37%)	(5,28%)	0,36%	3,14%
Ετήσια μεταβολή	58,52%	-	(88,54%)	-
Περιθώριο καθαρού κέρδους	(19,42%)	(14,04%)	(7,57%)	(6,38%)
Ετήσια μεταβολή	38,32%	85,47%	18,65%	-
Περιθώριο EBITDA	(7,06%)	(1,59%)	2,52%	4,82%
Ετήσια μεταβολή	344,03%	-	(47,72%)	-

Απόρροια των ζημιολόγων ετών, είναι οι αρνητικές τιμές στους δείκτες αποτελεσματικότητας.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 20** Δείκτες αποδοτικότητας

ΕΤΟΣ ΔΕΙΚΤΗΣ	06/2017	06/2016	06/2015	06/2014
Απόδοσης ενεργητικού (ROA)	(5,53%)	(5,20%)	(2,80%)	(4,00%)
Ετήσια μεταβολή	6,35%	85,71%	(30,00%)	-
Απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE)	(21,28%)	(17,63%)	(7,94%)	(10,64%)
Ετήσια μεταβολή	20,70%	122,04%	(25,38%)	-
Απόδοσης επενδύσεων (ROCE)	(3,93%)	(3,90%)	(1,22%)	(0,18%)
Ετήσια μεταβολή	0,77%	219,67%	577,78%	-

Ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού, είναι το αποτέλεσμα της διαίρεσης μεταξύ των καθαρών κερδών και του συνόλου ενεργητικού μίας εταιρείας. Δείχνει τη συμμετοχή του ενεργητικού της εταιρείας, στη διαμόρφωση των καθαρών κερδών της. Το γεγονός της συνεχούς μείωσης του ενεργητικού, καθώς και τα ζημιολόγα αποτελέσματα σε επίπεδο καθαρών κερδών, δίνουν στον εν λόγω δείκτη αρνητικό πρόσημο.

Ομοίως, ο δείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, παρουσιάζει τη συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων, ήτοι των κεφαλαίων που επενδύθηκαν, στα καθαρά κέρδη της επιχείρησης. Ο δείκτης και για τέσσερα έτη είναι αρνητικός, λόγω των ζημιολόγων χρήσεων.

Ο δείκτης απόδοσης επενδύσεων, είναι το αποτέλεσμα της διαίρεσης των μερικών αποτελεσμάτων χρήσης, με τη διαφορά συνόλου ενεργητικού – βραχυπρόθεσμες

υποχρεώσεις. Οι τιμές του δείκτη δεν κρίνονται ικανοποιητικές, καθώς φέρουν αρνητικό πρόσημο. Οι επενδύσεις της εταιρείας, δεν φέρνουν θετικά αποτελέσματα.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 21** Δείκτες χρηματοοικονομικής διάρθρωσης και δανειακής εξυπηρέτησης. Ο δείκτης αυτοχρηματοδότησης παρουσιάζεται σε φορές.

ΔΕΙΚΤΗΣ	ΕΤΟΣ			
	06/2017	06/2016	06/2015	06/2014
Δανειακών κεφαλαίων	73,57%	70,01%	64,49%	61,93%
Ετήσια μεταβολή	5,08%	8,56%	4,13%	-
Ξένα / ίδια κεφάλαια	282,69%	236,43%	183,49%	164,39%
Ετήσια μεταβολή	19,57%	28,85%	11,62%	-
Σύνολο υποχρεώσεων / EBITDA	(37,34%)	(149,05%)	77,10%	41,17%
Ετήσια μεταβολή	(74,95%)	-	87,27%	-
Δείκτης αυτοχρηματοδότησης	1,34	1,34	1,38	1,42
Ετήσια μεταβολή	0,00%	(2,90%)	(2,82%)	-
Πωλήσεων	142,08%	131,96%	120,37%	124,80%
Ετήσια μεταβολή	7,67%	9,63%	(3,55%)	-

Ο δείκτης των δανειακών κεφαλαίων, είναι το πηλίκο μεταξύ ξένων και συνολικών κεφαλαίων. Επί της ουσίας, τα συνολικά κεφάλαια είναι συνώνυμο του συνόλου του παθητικού, ενώ τα ξένα κεφάλαια είναι συνώνυμο του συνόλου των υποχρεώσεων μίας εταιρείας. Όπως παρατηρείται και για τέσσερα οικονομικά έτη, τα ξένα κεφάλαια υπερβαίνουν το 50% του συνόλου των κεφαλαίων, γεγονός που δείχνει πως η εταιρεία δεν βασίζεται στα δικά της κεφάλαια.

Ομοίως, ο δείκτης ξένα προς ίδια κεφάλαια, έχει τιμή σχεδόν 2:1, γεγονός που σημαίνει ότι για κάθε € 1 κεφαλαίου από πηγές της ίδιας της εταιρείας, χρησιμοποιούνται € 2 κεφαλαίου προερχόμενα από άλλες πηγές.

Το σύνολο υποχρεώσεων προς EBITDA, έχει αξία μέχρι και το έτος 2015 όταν και το EBITDA ήταν θετικό. Οι υποχρεώσεις υπερκάλυπταν τα κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων.

Ο δείκτης αυτοχρηματοδότησης, δείχνει το πόσες φορές τα αποθεματικά κεφάλαια της εταιρείας καλύπτουν το μετοχικό κεφάλαιο, ώστε να μπορέσουν να χρησιμοποιηθούν μελλοντικά. Ο εν λόγω δείκτης χαρακτηρίζεται θετικός για την εταιρεία, καθώς τα αποθεματικά της κεφάλαια είναι μεγαλύτερα από το μετοχικό της κεφάλαιο.

Τέλος, ο δείκτης πωλήσεων, είναι το πηλίκο των συνολικών τραπεζικών υποχρεώσεων προς τον κύκλο εργασιών της εταιρείας. Δείκτης κάτω του 100% χαρακτηρίζεται ως θετικός, καθώς ο τζίρος της εταιρείας μπορεί να καλύψει τις τραπεζικές της υποχρεώσεις. Τα

υφιστάμενα υψηλά ποσοστά, δείχνουν πως η εταιρεία θα πρέπει να διπλασιάσει τις πωλήσεις της, ώστε να καλύψει τα δάνειά της όσο το δυνατόν καλύτερα.

#### **5.4 Υφιστάμενος Δανεισμός και Επιχορηγήσεις**

Όπως παρατηρήθηκε στους ισολογισμούς της εταιρείας, κατά τα έτη 2016 – 2017, πραγματοποιήθηκε μετατροπή δανεισμού από βραχυπρόθεσμο σε μακροπρόθεσμο.

Η εταιρεία συμμετέχει σε ποσοστό λίγο μικρότερο του 100% σε θυγατρική της οποίας αντικείμενο δραστηριότητας είναι η ίδρυση εταιρειών με σκοπό την παραγωγή ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές ενέργειας. Ο Όμιλος, αποτελείται από τέσσερις εταιρείες, μία εκ των οποίων είναι η υπό εξέταση, η δεύτερη είναι η «ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» η οποία και ίδρυσε τις «SELECTED VOLT ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» και «ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΒΙΟΑΕΡΙΟ ΦΑΡΣΑΛΩΝ Α.Ε.».

Για το 2017 οι υπόλοιπες εταιρείες του Ομίλου δεν έχουν βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ύψους € 2.483.022,41 αφορούν μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτές στην επόμενη χρήση και δεδουλευμένους τόκους. Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός τους ανήλθε σε € 11.162.764,46 ενώ υφίστανται και ομολογιακά δάνεια ύψους € 9.196.538,46 Σημειώνεται δε πως για τις υπόλοιπες εταιρείες του Ομίλου, υφίσταται εγγραφή στον ισολογισμό για επιχορηγήσεις παγίων, ύψους περίπου € 5 εκατ.

Καθώς η μητρική εταιρεία έχει τζίρο περίπου € 30 εκατ. και όλος ο Όμιλος έχει € 33 εκατ. συν το γεγονός των ζημιών προ φόρων, θα ήταν εξαιρετικά δύσκολο να πραγματοποιηθεί εσωτερικός δανεισμός από τις θυγατρικές εταιρείες προς την μητρική.

Έχουν χρησιμοποιηθεί τόσο για την εταιρεία, όσο και για τον Όμιλο, επιχορηγήσεις από αναπτυξιακούς Νόμους.

Για την υπό εξέταση εταιρεία, μπορούν να διακριθούν σε χρηματοοικονομικό επίπεδο, τόσο θετικά, όσο και αρνητικά στοιχεία.

#### **Θετικά:**

- Ο μηδενισμός του βραχυπρόθεσμου δανεισμού, σημαίνει πως η αποπληρωμή κεφαλαίου και τόκου μετατίθεται σε βάθος χρόνου, χωρίς να απαιτείται από την εταιρεία καταβολή μεγάλης δόσης.
- Επίσης, δημιουργείται θετικό πρόσημο στα κεφάλαια κίνησης της εταιρείας, καθώς μειώνεται το ποσό των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων που αφαιρείται από το κυκλοφορούν ενεργητικό.

- Ικανοποιητικά αποθεματικά κεφάλαια, βάσει των οποίων υφίσταται θετική θέση ιδίων κεφαλαίων.

#### **Αρνητικά:**

- Μακροπρόθεσμος δανεισμός, ήτοι διάρκεια αποπληρωμής δανείου άνω της πενταετίας, συνεπάγεται μεν μικρότερη μηνιαία δόση, αλλά παράλληλα δημιουργούνται περισσότεροι τόκοι σε βάθος χρόνου.
- Το κεφάλαιο κίνησης μολονότι παρουσιάζεται θετικό, δεν μειώνει τις ανάγκες της εταιρείας, τουλάχιστον μελλοντικά και εφόσον δεν συνεχιστεί η στρατηγική της τελευταίας διετίας, καθώς προήλθε ακριβώς από την μετατροπή του βραχυπρόθεσμου δανεισμού. Επί παραδείγματι, το κυκλοφορούν ενεργητικό μειώθηκε κατά 25% από το 2016 στο 2017, ενώ εάν έμενε στα ίδια επίπεδα, το κεφάλαιο κίνησης θα παρουσιαζόταν αυξημένο κατά € 6 εκατ. Επίσης, ο λογαριασμός των προμηθευτών μειώθηκε κατά 70% μειώνοντας παράλληλα και το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.
- Οι σωρευμένες ζημιές εις νέον, σε συνδυασμό με τα αρνητικά αποτελέσματα της εταιρείας (αλλά και του Ομίλου), δημιουργούν σταδιακά και σε βάθος χρόνου την ανάγκη εισροής κεφαλαίων. Για το 2017 οι ζημιές εις νέον, ξεπέρασαν το σύνολο των αποθεματικών, γεγονός που θα μπορούσε να δημιουργήσει ανυσηχία στους επενδυτές.

### **5.5 Χρηματοδοτική Μίσθωση Εταιρείας**

Έναν εκ των τριών προτεινόμενων τρόπων αναχρηματοδότησης της εταιρείας, αποτελεί η χρηματοδοτική μίσθωση με τη μέθοδο sale and leaseback. Για το 2017 τα κτιριακά συγκροτήματα της εταιρείας, είχαν αναπόσβεστη αξία ύψους € 27.875.664,22 Εξαιρούνται τα κτίρια σε ακίνητα τρίτων, αλλά και όσα έχουν ενταχθεί σε αναπτυξιακό Νόμο, καθώς δύσκολα αποτελούν αντικείμενο χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Μία ενδεχόμενη πώληση των ακινήτων σε εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης για € 25 εκατ., θα μείωνε ισόποσα το λογαριασμό των ενσώματων παγίων, αλλά εφόσον γινόταν χρήση προς αποπληρωμή του μακροπρόθεσμου δανεισμού, θα μείωνε ισόποσα και τον αντίστοιχο λογαριασμό στο παθητικό.

Επιπλέον, τα € 12,5 εκατ. θα μπορούσαν να παραμείνουν στους εταιρικούς τραπεζικούς λογαριασμούς, ήτοι στα διαθέσιμα της επιχείρησης, ενώ τα υπόλοιπα € 12,5 εκατ. θα

μπορούσαν να αυξήσουν τα αποθεματικά κεφάλαια και να θωρακίσουν την εν γένει κεφαλαιακή επάρκεια της εταιρείας.

Από πλευράς απεικόνισης στον ισολογισμό της εταιρείας, ο τόκος του μισθώματος φαίνεται στα αποτελέσματα χρήσης ως χρηματοοικονομικά έξοδα. Το σύνολο του μισθώματος είναι δαπάνη για την εταιρεία, ενώ καθώς πρόκειται για εργοστάσιο, τα μισθώματα βαρύνονται με ΦΠΑ, τον οποίο και η εταιρεία συμψηφίζει με το ΦΠΑ των πωλήσεών της.

Στους παρακάτω πίνακες, διατηρώντας όλα τα υπόλοιπα στοιχεία ίσα, παρατίθενται τόσο ο διαμορφωμένος ισολογισμός σε ενεργητικό και παθητικό, όσο και η αναμόρφωση κάποιων σημαντικών δεικτών.

### **ΠΙΝΑΚΑΣ 22** Αναμορφωμένα στοιχεία ενεργητικού με χρήση χρηματοδοτικής μίσθωσης.

<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>		
<b>ΣΤΟΙΧΕΙΟ</b>	<b>ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΟ</b>	<b>ΥΦΙΣΤΑΜΕΝΟ 06/2017</b>
Ενσώματα πάγια	23.912.524,03 €	48.912.524,03 €
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	56.149,33 €	56.149,33 €
Λοιπές απαιτήσεις	600.988,81 €	600.988,81 €
Επενδύσεις σε θυγατρικές εταιρείες	43.615.000,00 €	43.615.000,00 €
Λοιπές επενδύσεις	625,00 €	625,00 €
<b>Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>	<b>68.185.287,17 €</b>	<b>93.185.287,17 €</b>
Αποθέματα	9.033.341,55 €	9.033.341,55 €
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	6.311.673,96 €	6.311.673,96 €
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	12.867.140,06 €	367.140,06 €
<b>Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού</b>	<b>28.212.155,57 €</b>	<b>15.712.155,57 €</b>
<b>Σύνολο ενεργητικού</b>	<b>96.397.442,74 €</b>	<b>108.897.442,74 €</b>

Τα ενσώματα πάγια μειώνονται κατά € 25 εκατ. και αναλόγως μειώνεται το σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού. Ποσό ύψους € 12,5 εκατ παραμένει στα διαθέσιμα της εταιρείας, μεταβάλλοντας το κυκλοφορούν ενεργητικό. Το σύνολο του ενεργητικού μεταβάλλεται ανάλογα.

### **ΠΙΝΑΚΑΣ 23** Αναμορφωμένα στοιχεία παθητικού με χρήση χρηματοδοτικής μίσθωσης

<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>		
<b>ΣΤΟΙΧΕΙΟ</b>	<b>ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΟ</b>	<b>ΥΦΙΣΤΑΜΕΝΟ 06/2017</b>
Μετοχικό κεφάλαιο	15.620.188,80 €	15.620.188,80 €
Υπέρ το άρτιο	17.214.521,49 €	17.214.521,49 €
Ίδιες μετοχές	(56.224,79 €)	(56.224,79 €)
Λοιπά αποθεματικά	27.997.643,30 €	15.497.643,30 €
Αποθεματικό εύλογης αξίας	28.489.318,00 €	28.489.318,00 €
Αποτελέσματα εις νέον	(49.569.715,52 €)	(49.569.715,52 €)
<b>Σύνολο ιδίων κεφαλαίων</b>	<b>39.695.731,28 €</b>	<b>27.195.731,28 €</b>
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	22.296.993,00 €	22.296.993,00 €
Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους	491.688,13 €	491.688,13 €
Μακροπρόθεσμα δάνεια	18.183.344,10 €	43.183.344,10 €
Επιχορηγήσεις παγίων επενδύσεων	1.089.827,85 €	1.089.827,85 €
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	9.395.220,36 €	9.395.220,36 €
<b>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>51.457.073,44 €</b>	<b>76.457.073,44 €</b>
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	5.244.317,89 €	5.244.317,89 €

Τρέχων φόρος εισοδήματος	0,00 €	0,00 €
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	320,13 €	320,13 €
<b>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</b>	<b>5.244.638,02 €</b>	<b>5.244.638,02 €</b>
<b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>	<b>56.701.711,46 €</b>	<b>81.701.711,46 €</b>
<b>Σύνολο παθητικού</b>	<b>96.397.442,74 €</b>	<b>108.897.442,74 €</b>

Μειώνεται ο λογαριασμός των μακροπρόθεσμων δανείων κατά € 25 εκατ. και αντίστοιχα μειώνεται το σύνολο των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και το σύνολο των υποχρεώσεων. Ποσό ύψους € 12,5 εκατ. χρησιμοποιείται ως αποθεματικό κεφάλαιο και αναλόγως μεταβάλλονται το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων και το σύνολο του παθητικού.

Για την ευκολία του παραδείγματος, θεωρούμε πως τα χρηματοοικονομικά έξοδα για τη χρήση 30/06/2016 – 30/06/2017, παραμένουν αμετάβλητα (ήτοι, περίπου ίδιοι τόκοι και για το leasing) και κατ' επέκταση παραμένουν αμετάβλητοι και οι αποτελεσματικοί λογαριασμοί. Για πώληση και επαναμίσθωση ύψους € 25.000.000,00 με επιτόκιο 7% και διάρκεια 15 ετών, δημιουργούνται τόκοι με μέσο όρο ανά έτος, ύψους € 1.015.000,00 περίπου. Τα χρηματοοικονομικά έξοδα του τελευταίου ισολογισμού, ανήλθαν σε περίπου € 1.835.000,00

#### **ΠΙΝΑΚΑΣ 24 Σύγκριση δεικτών μετά τη χρήση της χρηματοδοτικής μίσθωσης.**

<b>ΔΕΙΚΤΗΣ \ ΣΤΟΙΧΕΙΟ</b>	<b>ΤΙΜΗ ΚΑΤΟΠΙΝ ΑΛΛΑΓΗΣ</b>	<b>ΥΦΙΣΤΑΜΕΝΗ ΤΙΜΗ</b>
Κεφάλαιο Κίνησης	22.967.517,55 €	10.467.517,55 €
<i>Μεταβολή</i>	<i>119,42%</i>	-
Απόδοσης ενεργητικού (ROA)	(6,24%)	(5,53%)
<i>Μεταβολή</i>	<i>12,84%</i>	-
Απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE)	(14,76%)	(21,28%)
<i>Μεταβολή</i>	<i>(30,64%)</i>	-
Απόδοσης επενδύσεων (ROCE)	(4,46%)	(3,93%)
<i>Μεταβολή</i>	<i>13,49%</i>	-
Δανειακών κεφαλαίων	57,18%	73,57%
<i>Μεταβολή</i>	<i>(22,28%)</i>	-
Ξένα / ίδια κεφάλαια	134,96%	282,69%
<i>Μεταβολή</i>	<i>(52,26%)</i>	-
Σύνολο υποχρεώσεων / EBITDA	(25,69%)	(37,34%)
<i>Μεταβολή</i>	<i>(31,20%)</i>	-

Εφόσον τα μισά κεφάλαια από την πώληση των παγίων, χρησιμοποιούνται στα διαθέσιμα της επιχείρησης, το Κεφάλαιο Κίνησης υπερδιπλασιάζεται. Υπάρχει πλέον πραγματική ρευστότητα για την εταιρεία, καθώς το Κεφάλαιο Κίνησης δεν αυξάνεται μόνο λόγω της μείωσης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, αλλά και της θετικής μεταβολής στο κυκλοφορούν ενεργητικό.

Οι δείκτες αποδοτικότητας δεν παρουσιάζουν βελτίωση, εκτός από τον δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων που παρουσιάζει ελάχιστα καλύτερα αποτελέσματα. Ο λόγος είναι οι ζημιές της εταιρείας, καθώς οι εν λόγω δείκτες υπολογίζονται βάσει των καθαρών κερδών και των μερικών αποτελεσμάτων χρήσης.

Ο δείκτης δανειακών κεφαλαίων βελτιώνεται και η εταιρεία βασίζεται λιγότερο σε ξένα κεφάλαια.

Ομοίως ο δείκτης «ξένα/ίδια», καθώς μειώθηκε ο μακροπρόθεσμος δανεισμός και αυξήθηκε το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων.

Για τον δείκτη «σύνολο υποχρεώσεων/EBITDA», μολονότι παρουσιάζεται βελτίωση, δεν μπορούν να διεξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα, καθώς το EBITDA είναι αρνητικό.

## **5.6 Χρηματοδότηση Μέσω Venture Capital**

Όπως προαναφέρθηκε, ο σκοπός του Venture Capital είναι να επενδύσει σε μία επιχείρηση, η οποία θα αποφέρει μεσοπρόθεσμο κέρδος. Ως επί τω πλείστον, το Venture Capital επιδιώκει να συμψηφίσει το ποσό που τοποθέτησε σε μία επιχείρηση και να κερδίσει επί του ποσού αυτού. Επομένως, η εταιρεία θα πρέπει να αντιστρέψει τα αποτελέσματά της σε κερδοφόρα, είτε αυξάνοντας τις πωλήσεις της με αλλαγή στρατηγικής, είτε μειώνοντας το κόστος πωλήσεων και τα λοιπά έξοδά της.

Οι ενδεδειγμένες επιχειρηματικές κινήσεις για τη συμφωνία εισροής κεφαλαίου από τρίτους επενδυτές, θα ήταν οι ακόλουθες:

- Συμψηφισμός των αποθεματικών κεφαλαίων ύψους € 43.986.961,30 με τα αποτελέσματα εις νέον ύψους -€ 49.569.715,52 Η κάλυψη αυτή θα μηδένιζε πλήρως τα αποθεματικά κεφάλαια και θα άφηνε υπόλοιπο αποτελεσμάτων εις νέον, ύψους -€ 5.582.754,22 Με αυτό το τρόπο δεν επηρεάζονται τα ίδια κεφάλαια, αλλά θα πρέπει να καλυφθούν εξ' ολοκλήρου τα αρνητικά αποτελέσματα. Στο ποσό των € 49 εκατ. περιλαμβάνονται και οι τρέχουσες ζημιές μετά από φόρους.
- Προκειμένου να γίνει εξάλειψη των χρηματοοικονομικών εξόδων, θα πρέπει να αποπληρωθεί το σύνολο του τραπεζικού δανεισμού. Το μακροπρόθεσμο δάνειο φέρει υπόλοιπο ύψους € 43.183.344,10

Επομένως ο επενδυτής θα πρέπει να εισφέρει το ποσό των € 5.582.754,22 για την κάλυψη των υπόλοιπων ζημιών εις νέον, πλέον του ποσού των € 43.183.344,10 για τη κάλυψη του μακροπρόθεσμου δανεισμού, ήτοι σύνολο € 48.766.098,32 Ο επενδυτής έχει τοποθετήσει το υφιστάμενο μετοχικό κεφάλαιο επί περίπου μιάμιση φορά.

Εάν κάποιος επιχειρούσε να δημιουργήσει σε ένα συντηρητικό σενάριο μελλοντικών αποτελεσματικών λογαριασμών, προκειμένου να διαπιστωθεί έστω και σπασμοδικά εάν ο επενδυτής, αλλά και κατ' επέκταση και η εταιρεία, κερδίζουν από την εν λόγω συναλλαγή, θα μπορούσε να έχει τα ακόλουθα αποτελέσματα.

### ΠΙΝΑΚΑΣ 25α Σενάρια με τη χρήση Venture Capital (2018-2022)

ΣΕΝΑΡΙΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ					
ΕΤΟΣ ΣΤΟΙΧΕΙΟ	2018	2019	2020	2021	2022
Κύκλος εργασιών	29.481.511 €	31.545.217 €	33.753.382 €	36.116.119 €	38.644.247 €
Κόστος πωληθέντων	23.585.209 €	25.236.173 €	27.002.705 €	28.892.895 €	30.915.397 €
<b>Μικτά κέρδη</b>	5.896.302 €	6.309.043 €	6.750.676 €	7.223.224 €	7.728.849 €
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	40.000 €	40.000 €	40.000 €	40.000 €	40.000 €
Έξοδα διοίκησης	2.948.151 €	3.154.522 €	3.375.338 €	3.611.612 €	3.864.425 €
Έξοδα διάθεσης	1.768.891 €	1.892.713 €	2.025.203 €	2.166.967 €	2.318.655 €
<b>Μερικά αποτελέσματα χρήσης</b>	1.219.260 €	1.301.809 €	1.390.135 €	1.484.645 €	1.585.770 €
Αποσβέσεις στο λειτουργικό κόστος	884.445 €	946.356 €	1.012.601 €	1.083.484 €	1.159.327 €
<b>ΕΒΙΤΔΑ</b>	2.103.706 €	2.248.165 €	2.402.737 €	2.568.128 €	2.745.097 €
Χρηματοοικονομικά έσοδα	2.000 €	2.000 €	2.000 €	2.000 €	2.000 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	200.000 €	200.000 €	200.000 €	200.000 €	200.000 €
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	1.021.260 €	1.103.809 €	1.192.135 €	1.286.645 €	1.387.770 €
Φόροι εισοδήματος και λοιποί	265.528 €	286.990 €	309.955 €	334.528 €	360.820 €
Αποτελέσματα μετά φόρων πλέον αποτελεσμάτων εις νέον	755.733 €	1.572.551 €	2.454.731 €	3.406.848 €	4.433.798 €
Αριθμός μετοχών	52.067.296	52.067.296	52.067.296	52.067.296	52.067.296
Μέρισμα ανά μετοχή	0,004 €	0,01 €	0,01 €	0,02 €	0,02 €
Συνολικό μέρισμα	211.605,16 €	440.314,32 €	687.324,75 €	953.917,54 €	1.241.463,45 €
Αναλογία επενδυτή	158.703,87 €	330.235,74 €	515.493,56 €	715.438,15 €	931.097,59 €

### ΠΙΝΑΚΑΣ 25β Σενάρια με τη χρήση Venture Capital (2023-2027)

ΣΕΝΑΡΙΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ					
ΕΤΟΣ ΣΤΟΙΧΕΙΟ	2023	2024	2025	2026	2027
Κύκλος εργασιών	41.349.344 €	44.243.798 €	47.340.864 €	50.654.725 €	54.200.555 €
Κόστος πωληθέντων	33.079.475 €	35.395.039 €	37.872.691 €	40.523.780 €	43.360.444 €
<b>Μικτά κέρδη</b>	8.269.869 €	8.848.760 €	9.468.173 €	10.130.945 €	10.840.111 €
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	40.000 €	40.000 €	40.000 €	40.000 €	40.000 €
Έξοδα διοίκησης	4.134.934 €	4.424.380 €	4.734.086 €	5.065.472 €	5.420.056 €
Έξοδα διάθεσης	2.480.961 €	2.654.628 €	2.840.452 €	3.039.283 €	3.252.033 €
<b>Μερικά αποτελέσματα χρήσης</b>	1.693.974 €	1.809.752 €	1.933.635 €	2.066.189 €	2.208.022 €
Αποσβέσεις στο λειτουργικό κόστος	1.240.480 €	1.327.314 €	1.420.226 €	1.519.642 €	1.626.017 €
<b>ΕΒΙΤΔΑ</b>	2.934.454 €	3.137.066 €	3.353.860 €	3.585.831 €	3.834.039 €
Χρηματοοικονομικά έσοδα	2.000 €	2.000 €	2.000 €	2.000 €	2.000 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα	200.000 €	200.000 €	200.000 €	200.000 €	200.000 €
<b>Κέρδη προ φόρων</b>	1.495.974 €	1.611.752 €	1.735.635 €	1.868.189 €	2.010.022 €
Φόροι εισοδήματος και λοιποί	388.953 €	419.056 €	451.265 €	485.729 €	522.606 €
Αποτελέσματα μετά φόρων πλέον αποτελεσμάτων εις νέον	5.540.819 €	6.733.515 €	8.017.885 €	9.400.344 €	10.887.761 €



Αριθμός μετοχών	52.067.296	52.067.296	52.067.296	52.067.296	52.067.296
Μέρισμα ανά μετοχή	0,03 €	0,04 €	0,04 €	0,05 €	0,06 €
Συνολικό μέρισμα	1.551.429,22 €	1.885.384,22 €	2.245.007,70 €	2.632.096,46 €	3.048.573,06 €
Αναλογία επενδυτή	1.163.571,91 €	1.414.038,16 €	1.683.755,78 €	1.974.072,34 €	2.286.429,79 €

Οι παραδοχές της ανωτέρω αναμόρφωσης, έχουν ως εξής:

- Μείωση του τζίρου κατά 3% για το πρώτο έτος και αύξηση κατά 7% επί κάθε προηγούμενου, για τα επόμενα εννιά έτη.
- Σχέση κόστους πωληθέντων/τζίρου στο 80%.
- Κατά προσέγγιση λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης στα € 40.000,00/έτος
- Κατά προσέγγιση, χρηματοοικονομικά έσοδα € 2.000,00 και έξοδα € 20.000,00
- Αποσβέσεις στο 3% του κύκλου εργασιών.
- Το 75% του συνολικού μερίσματος υπέρ του επενδυτή.

Το σύνολο της αναλογίας επενδυτή για τη δεκαετία ανέρχεται σε € 11.172.836,91 ενώ εάν καρπώνεται και το 50% των κερδών μετά φόρων, στη δεκαετία θα έχει κέρδος € 53.203.985,00 / 2 ήτοι € 26.601.992,50

Κατά την πρώτη δεκαετία, με εντελώς πρόχειρους υπολογισμούς, καθώς ο τρόπος αποτίμησης μίας εταιρείας και ο τρόπος κερδοφορίας διαφέρουν σε κάθε fund, θα μπορούσε δυνητικά ο επενδυτής, να έχει επιστροφή ποσού ύψους € 37.774.829,41

Μία δεύτερη μέθοδος, θα ήταν να χρησιμοποιηθεί ο πολλαπλασιαστής αναμενόμενων κερδών (P/E). Πρόκειται για τη διαίρεση μεταξύ της τρέχουσας τιμής μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή προηγούμενης χρήσης. Προκειμένου να είναι ρεαλιστικός ο ανωτέρω υπολογισμός, θα πρέπει να γίνουν οι εξής παραδοχές:

- Η εταιρεία δεν είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α.
- Ο επενδυτής αγόρασε όλο το πακέτο των μετοχών (52.067.296 κομμάτια) στο ποσό της συνολικής εισφοράς του, ήτοι για € 48.766.098,32 το οποίο αποτιμάται σε € 0,829/μετοχή, έναντι των € 0,63/μετοχή που είναι και η ονομαστική αξία βάσει του ύψους του μετοχικού κεφαλαίου.
- Χρησιμοποιούνται τα αναμορφωμένα αποτελέσματα χρήσης, με το σενάριο της κερδοφορίας, ώστε ο δείκτης P/E να έχει θετικό πρόσημο.
- Το 50% των κερδών της εταιρείας διανέμεται.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 26 Κερδοφορία θεσμικού επενδυτή βάση μετοχής.

ΣΤΟΙΧΕΙΟ	ΕΤΟΣ					
	2018	2019	2020	2021	2022	
Τρέχουσα τιμή μετοχής (P)	0,829 €	0,829 €	0,829 €	0,829 €	0,829 €	
Κέρδη ανά μετοχή προηγούμενης χρήσης (E)	-0,9520 €	0,0145 €	0,0302 €	0,0471 €	0,0654 €	
P/E	-0,87	57,12	27,45	17,58	12,67	
Διάρκεια ανάκτησης κεφαλαίου	-0,44	28,56	13,72	8,79	6,33	
	ΕΤΟΣ	2023	2024	2025	2026	2027
Τρέχουσα τιμή μετοχής (P)		0,829 €	0,829 €	0,829 €	0,829 €	0,829 €
Κέρδη ανά μετοχή προηγούμενης χρήσης (E)		0,0852 €	0,1064 €	0,1293 €	0,1540 €	0,1805 €
P/E		9,74	7,79	6,41	5,38	4,59
Διάρκεια ανάκτησης κεφαλαίου		4,87	3,90	3,21	2,69	2,30

Με βάση τον ανωτέρω πίνακα, ο επενδυτής θα χρειαστεί περίπου 15 έτη ώστε να επιτύχει κερδοφορία.

### 5.7. Χρηματοδότηση Μέσω Χρηματιστηρίου

Σύμφωνα με το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, ο αριθμός των διαπραγματεύσιμων μετοχών της εταιρείας, ανέρχεται σε 51.887.910 ενώ στις 30/06/2017 η μετοχή είχε αξία € 0,235

Η κεφαλαιοποίηση της εταιρείας εκείνη την ημέρα, ανήλθε σε € 12.193.658,85

Η ονομαστική αξία της μετοχής ανέρχεται σε € 0,63 ενώ το συνολικό μετοχικό κεφάλαιο ανέρχεται σε € 32.778.485,50

Μία μέθοδος άντλησης κεφαλαίων από το χρηματιστήριο, θα ήταν η έκδοση νέων μετοχών με δημόσια εγγραφή.

Εστω ότι η εταιρεία έχει κεφαλαιακή ανάγκη ύψους € 45 εκατ. ώστε να χρησιμοποιήσει τα αποθεματικά της κεφάλαια για το «κλείσιμο» του μακροπρόθεσμου δανεισμού. Η Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου θα μπορούσε να γίνει σε τιμή κοντά στην ονομαστική αξία, δίνοντας έτσι και το μήνυμα στην αγορά πως η εταιρεία έχει δυναμική για το μέλλον.

Θα έπρεπε επομένως, για μία τιμή εγγραφής στα € 0,6/μετοχή, να εκδοθούν 75 εκατομμύρια νέες μετοχές, ώστε να αντληθούν κεφάλαια ύψους € 45 εκατ.

Άλλη μέθοδος θα ήταν η συγχώνευση μετοχών (reverse split), προκειμένου η μετοχή να είναι διαπραγματεύσιμη σε πιο σεβαστό επίπεδο τιμών, ώστε να προσελκύσει θεσμικούς επενδυτές. Σε μία συγχώνευση μετοχών με αναλογία 5:1 ο όγκος των 51.887.910 μετατρεπόταν σε 10.377.582 και η τιμή της μετοχής από € 0,235 μετατρεπόταν σε € 1,175 με την κεφαλαιοποίηση να παραμένει στα ίδια επίπεδα.

Επιπλέον, μετά το reverse split, θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, με άσκηση δικαιωμάτων από τους παλιούς μετόχους. Ως παραδοχή, λαμβάνουμε την επιθυμία άντλησης κεφαλαίων ύψους € 45.000.000,00 Έστω ότι η αύξηση για το εν λόγω ποσό, θα γίνει με τιμή € 0,75/μετοχή και θα εκδοθούν 60 εκατ. νέες μετοχές. Το σύνολο παλαιών και νέων μετοχών θα ανέρχεται σε 70.377.582 και η ανταλλαγή θα γίνει αντίστροφα, ήτοι για κάθε μία παλαιά μετοχή, ο υφιστάμενος μέτοχος θα λάβει 6,78 νέες μετοχές, έναντι ποσού € 5,085.

Ο υπολογισμός αναπροσαρμοσμένης τιμής μετοχής, μετά την αποκοπή δικαιωμάτων, είναι ο ακόλουθος:  $\{(\text{€ } 1,175 \text{ τιμή θεωρητική τιμή κλεισίματος} * 10.377.582 \text{ παλιές μετοχές}) + (\text{€ } 0,75 \text{ τιμή διάθεσης} * 60.000.000 \text{ νέες μετοχές})\} / (10.377.582 \text{ παλιές} + 60.000.000 \text{ νέες}) = (\text{€ } 12.193.658,85 + \text{€ } 45.000.000,00) / 70.377.582 = \text{€ } 57.193.658,85 / 70.377.582 = \text{€ } 0,8127$

Επομένως η τιμή της μετοχής και μετά την άσκηση δικαιωμάτων, θα παραμείνει σε πιο ελκυστικά επίπεδα συγκριτικά με την τιμή προ συγχώνευσης μετοχών.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ακόμη και μέσα στα χρόνια της οικονομικής κρίσης, υπάρχουν αρκετοί τρόποι χρηματοδότησης είτε μικρομεσαίων, είτε μεγάλων επιχειρήσεων, αρκεί αυτές να είναι οικονομικά υγιείς ή να έχουν ένα σαφές και ρεαλιστικό στρατηγικό σχεδιασμό αναδιάρθρωσης των στοιχείων τους.

Υπάρχουν παραδείγματα μεγάλων ελληνικών επιχειρήσεων, που είτε στα κεφάλαιά τους εισχώρησαν αλλοδαποί θεσμικοί επενδυτές, είτε προτίμησαν το μεγαλύτερο μέρος του τζίρου τους να προέρχεται από εξαγωγές. Στην πρώτη περίπτωση περιλαμβάνεται η APIVITA η οποία εξαγοράστηκε από την ισπανική PUIG, αφήνοντας όμως ένα ποσοστό τους παλιούς μετόχους. Στη δεύτερη περιλαμβάνεται ο Όμιλος ΒΙΟΧΑΛΚΟ με πελάτες σε περισσότερες από 100 χώρες.

Το βασικότερο χαρακτηριστικό που θα πρέπει να έχει μία εταιρεία, είναι τα θετικά ίδια κεφάλαια, καθώς αρνητικό πρόσημο σε αυτά, σημαίνει απαγόρευση χρηματοδότησης. Εξίσου σημαντικό χαρακτηριστικό είναι να μην είναι ζημιόγona σε κατάσταση μη αναστρέψιμη. Σωρευμένες ζημιές οι οποίες και μεταφέρονται σε επόμενες χρήσεις, μπορούν να οδηγήσουν σταδιακά σε αναζήτηση νέων κεφαλαίων για τη κάλυψη της κεφαλαιακής επάρκειας.

Τα υφιστάμενα χρηματοδοτικά εργαλεία, δεν περνούν απαραιτήτως από τα φειδωλά σε χορηγήσεις χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τουλάχιστον σε ότι αφορά τις μεγάλες επιχειρήσεις. Η έκδοση ομολογιακού δανείου, η αυτοχρηματοδότηση και η χρήση αναπτυξιακών Νόμων ή ενδοκοινοτικών χρηματοδοτικών εργαλείων, δεν προϋποθέτουν τη συμμετοχή Τραπεζών.

Επίσης, υπάρχουν τρόποι χορήγησης οι οποίοι καλύπτουν τις προϋποθέσεις των Τραπεζών με εναλλακτικό τρόπο. Για παράδειγμα, με τη μέθοδο sale and leaseback, η Τράπεζα μέσω της εταιρείας leasing αποκτά το πάγιο του μισθωτή λόγω της φύσης της χρηματοδότησης, αντί να εγγράψει προσημείωση επί παγίου ως εξασφάλιση βραχυπρόθεσμου δανεισμού επί παραδείγματι.

Μία μεγάλη εταιρεία, μπορεί επίσης να αναζητήσει κεφάλαια μέσω του χρηματηστηρίου είτε είναι εισηγμένη, είτε τελεί υπό υπαγωγή.

Ο κλάδος της κλωστοϋφαντουργίας, αποτελεί έναν από τους βασικότερους κλάδους της ελληνικής οικονομίας, μαζί με τον τουρισμό και την αγροτική παραγωγή. Η απελευθέρωση του εμπορίου αποδυνάμωσε τον κλάδο, αλλά σε γενικές γραμμές υπάρχει δυναμική και

προοπτικές. Τα εργαλεία χρηματοδότησης για τα εργοστάσια του κλάδου, υφίστανται εδώ και χρόνια, όμως όπως αναγράφηκε και ανωτέρω, θα πρέπει να υπάρχει και η σωστή οικονομική στρατηγική. Ο κλάδος φαίνεται να έχει συρρικνωθεί, μπορεί όμως να στραφεί περισσότερο στο εξαγωγικό κομμάτι.

Εν κατακλείδι, ο συνδυασμός αναδιάρθρωσης της χρηματοοικονομικής και δανειακής θέσης μίας μεγάλης εταιρείας μαζί με τα σύγχρονα χρηματοδοτικά εργαλεία, μπορεί να αποτελέσει μοχλό επανεκκίνησης για εταιρείες του σημαντικού κλάδου της κλωστοϋφαντουργίας.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ**

### ***ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ***

[www.lawnet.gr/news/h-ennioia-kai-oi-diakriseis-ton-koinopraktikon-daneion-asyndicated-loansa--23316.html](http://www.lawnet.gr/news/h-ennioia-kai-oi-diakriseis-ton-koinopraktikon-daneion-asyndicated-loansa--23316.html)

[https://xkarampagias.gr/index.php?option=com\\_content&view=article&id=2239:2017-08-08-18-35-23&catid=55:2013-01-23-11-48-22&Itemid=199](https://xkarampagias.gr/index.php?option=com_content&view=article&id=2239:2017-08-08-18-35-23&catid=55:2013-01-23-11-48-22&Itemid=199)

<https://www.investopedia.com/terms/f/forfeiting.asp>

[https://el.wikipedia.org/wiki/Κεφάλαια\\_επιχειρηματικών\\_συμμετοχών](https://el.wikipedia.org/wiki/Κεφάλαια_επιχειρηματικών_συμμετοχών)

<https://el.wikipedia.org/wiki/Χρηματιστήριο>

<https://www.euretirio.com/xrimatistirio-stock-exchange/>

[https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-investment-bank\\_el](https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-investment-bank_el)

[http://www.capitalinvest.gr/info.php?category\\_id=42&product\\_id=320](http://www.capitalinvest.gr/info.php?category_id=42&product_id=320)

<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>

[http://www.fao.org/faostat/en/#rankings/countries\\_by\\_commodity\\_exports](http://www.fao.org/faostat/en/#rankings/countries_by_commodity_exports)

<http://www.ypaitiros.gr/anevazei-strofes-i-klwstoyfantourgia-se-ellada-kai-europi/>

<http://www.businessnews.gr/article/76934/se-thetikoys-rythmoys-i-klostoyfantoyrgia-2016>

<http://www.greekfashion.gr/default.asp?pid=10&newsID=418&la=1>

### ***ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ***

LEXICON of Money, Banking and Finance, *εκδόσεις Σταφυλίδη*

### ***ΛΟΙΠΕΣ ΠΗΓΕΣ***

- 1) ΦΕΚ 3156/2003
- 2) ΦΕΚ 3378/2016
- 3) ΦΕΚ 4399/2016
- 4) SMEs\_partA: Έγγραφο μορφής PDF «Οι μεσαίες και μικρές επιχειρήσεις στην Ελλάδα» Μέρος Α: Συμβολή στην οικονομία, εξελίξεις και προκλήσεις, ΣΕΒ και Ernst & Young Greece.
- 5) <https://www.voria.gr/article/anodos-ton-exagogon-stous-kladous-endisis-klostoifantourgias>

- 6) Έγγραφο μορφής PDF «EU TEXTILE & FASHION INDUSTRY: FACTS & FIGURES», Annual Report 2016, Euratex (The European apparel and textile confederation)
- 7) [www.inr.gr](http://www.inr.gr)
- 8) <http://www.stiafilco.com/gr/index.asp> (επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ)
- 9) Έγγραφο σε μορφή Word «Η ΥΦΑΝΤΙΚΗ ΤΕΧΝΗ: ΚΛΗΡΟΔΟΤΗΜΕΝΕΣ ΜΝΗΜΕΣ ΜΙΑΣ ΠΑΝΑΡΧΑΙΑΣ ΤΕΧΝΗΣ», Γεώργιος Κατσαδώρος, Ρόδος Ιανουάριος 2009
- 10) Έγγραφο σε μορφή Word «Η ιστορία της Ελληνικής κλωστοϋφαντουργίας», Μάιος 2011 άρθρο της ιστοσελίδας <https://ellas2.wordpress.com>
- 11) Έγγραφο σε μορφή Word «Το κύκνειο άσμα της κλωστοϋφαντουργίας – δεν άντεξαν τον ανταγωνισμό», άρθρο της Βάσω Κυριαζή στις 24/01/2016 από την ιστοσελίδα: [www.taxydromos.gr](http://www.taxydromos.gr)
- 12) Έγγραφο σε μορφή PDF «Οδηγός χρήσης του ορισμού των ΜΜΕ», από την ιστοσελίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, [www.europa.eu](http://www.europa.eu)
- 13) Διπλωματική εργασία Αφεντούλη Β. (2012), Πηγές χρηματοδότησης μικρομεσαίων επιχειρήσεων, στα πλαίσια της Ελληνικής πραγματικότητας, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
- 14) Εργασία Μπανιώκου Μ. Και Χριστόπουλος Π. (2013), Ο λογιστικός χειρισμός του Leasing σύμφωνα με τα Ελληνικά και τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, ΤΕΙ Πειραιά.
- 15) Διπλωματική εργασία Μουρτζούνης Β. (2014), Factoring & Forfaiting η ανάπτυξη τους στην Ελλάδα & στο εξωτερικό, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
- 16) Πτυχιακή εργασία Νικολάου Α. (2016), Διαχρονική εξέλιξη του κλάδου της κλωστοϋφαντουργίας κατά την περίοδο 2003-2013, ΤΕΙ Κρήτης, Ηράκλειο
- 17) Διπλωματική εργασία Παπαϊωάννου Π. (2015), Εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
- 18) Πτυχιακή εργασία Κονταξής Γ. (2004), Βασικά χαρακτηριστικά της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς και αποτίμηση της χρηματοοικονομικής θέσης των ελληνικών επιχειρήσεων πριν και μετά την είσοδό τους στο ελληνικό χρηματιστήριο, Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας.
- 19) Έγγραφο σε μορφή PDF «Προετοιμασία για την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών» Equity Investment Forum 4<sup>ο</sup> workshop Δεκέμβριος 2015
- 20) ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΘΑΝΟΣ -ΠΑΠΑΝΙΚΟΛΑΟΥ 2002)
- 21) ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ( ΔΑΣΚΑΛΟΥ 1999)
- 22) «Οι πηγές του χρήματος» Σ. Αλοΐμονος, Εκδόσεις Επιτυχία, 1992