



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΙΓΑΙΟΥ



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ



Πρόγραμμα επικαιροποίησης γνώσεων αποφοίτων ΑΕΙ στην  
“οργάνωση, διοίκηση τουριστικών επιχειρήσεων και στην προώθηση τουριστικών προορισμών”

## 6<sup>η</sup> Διδακτική Ενότητα

### *Η χρηματοδότηση των τουριστικών επιχειρήσεων*

#### Συγγραφική Ομάδα:

Δρ. Δημήτρης Λαγός, Καθηγητής Πανεπιστημίου Αιγαίου

Δρ. Κωνσταντίνος Λιάπης, Επίκουρος Καθηγητής Παντείου Πανεπιστημίου

Δρ. Στέλλα Ζούντα, Λέκτορας Πανεπιστημίου Αιγαίου



## Εισαγωγή

- ❑ Η χρηματοδοτική παρέμβαση, παίζει ουσιαστικό ρόλο στην προώθηση διαφόρων μορφών τουρισμού.
- ❑ Οι Τουριστικές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν πλήθος τραπεζικών προϊόντων για να καλύψουν τις ανάγκες τους σε κεφάλαια κίνησης ή σε επενδύσεις. Η παρούσα θεματική ενότητα παρέχει το θεωρητικό και τεχνικό πλαίσιο γνώσεων σχετικά με τη χρηματοδότηση των τουριστικών επιχειρήσεων.
- ❑ Τα τρία βασικά ερωτήματα πιστοληψίας: «Ποιά η Πιστωτική Ανάγκη», «Πως θα πραγματοποιηθεί και αν είναι δυνατή η αποπληρωμή της χρηματοδότησης» και «Ποιές και σε τι μέγεθος εξασφαλίσεις θα παράσχει προς το Πιστωτικό Ίδρυμα ή Φορέα για την κτήση της χρηματοδότησης».
- ❑ Οι λέξεις – κλειδιά και βασικοί όροι του μαθήματος είναι: Χρηματαγορές, Κεφαλαιαγορές, Τράπεζες και Τουριστικές Επιχειρήσεις, Η διαχρονική αξία του χρήματος και η χρηματοδότηση των τουριστικών επιχειρήσεων, Χρηματοοικονομική Ανάλυση για τη Χρηματοδότηση Τουριστικών Επιχειρήσεων, Μορφές χρηματοδότησης για τις Τουριστικές Επιχειρήσεις, Επιχειρηματικά σχέδια – επενδύσεις – προϋπολογισμός κεφαλαίων και η χρηματοδότηση των τουριστικών επιχειρήσεων

## Χρηματαγορές, Κεφαλαιαγορές, Τράπεζες και Τουριστικές Επιχειρήσεις

□ Οι Χρηματοοικονομικές αγορές αναλύονται σε:

1. Φυσικές Αγορές (Physical Asset Markets) vs Χρηματοοικονομικές Αγορές (Financial Asset Markets)
2. Αγορές στο χρόνο τους (Spot Markets) vs Μελλοντικές Αγορές (Futures Markets)
3. Χρηματαγορές (Money Markets) vs Κεφαλαιαγορές (Capital Markets)
4. Πρωτογενείς αγορές (Primary Markets) vs Δευτερογενείς αγορές (Secondary Markets)

□ Οι προσδιοριστικοί παράγοντες των επιτοκίων και του κόστους δανεισμού (Determinants of Market Interest Rates) είναι:

- $r = r^* + IP + DRP + LP + MRP$
- Risk free rate =  $r^* + IP$
- $r = \text{Risk free rate} + DRP + LP + MRP$

## Χρηματαγορές, Κεφαλαιαγορές, Τράπεζες και Τουριστικές Επιχειρήσεις

Όπου:

$r$  = Ονομαστικό ή Επιτόκιο που απαιτείται (nominal or quoted rate of interest)

$r^*$  = Μηδενικού κινδύνου επιτόκιο (real risk free rate of interest)

IP = Επίδραση Πληθωρισμού (Inflation premium)

DRP = Επίδραση της αθέτησης πληρωμής (Default risk premium)

LP = Επίδραση ασφάλιστρο ρευστότητας (Liquidity premium)

MRP = Επίδραση του χρόνου ωρίμανσης (Maturity risk premium)

☐ Το κόστος δανεισμού και τα επιτόκια επηρεάζονται και από εξωγενείς παράγοντες όπως:

1. Διεθνείς παράγοντες κινδύνου (International Risk Factors):

- Κίνδυνος Χώρας (Country risk)
- Κίνδυνος συναλλαγματικών ισοτιμιών (Exchange rate risk)

2. Οικονομικοί παράγοντες (Economic Factors):

- Ελλείμματα ή Πλεονάσματα στον προϋπολογισμό (Budget deficit or surpluses)
- Εμπορικά Ελλείμματα ή Πλεονάσματα (International trade deficits or surpluses)
- Η επιχειρηματική δραστηριότητα (Business activity)

## Χρηματαγορές, Κεφαλαιαγορές, Τράπεζες και Τουριστικές Επιχειρήσεις

- Δομή των δανείων ή των τίτλων χρέους της με την απόδοσή τους
- 1. Η δομή είναι η σχέση μεταξύ του χρόνου μέχρι τη λήξη και της απόδοσης ή του κόστους δανεισμού
- 2. Η Καμπύλη αποδόσεων ή του κόστους δανεισμού είναι η γραφική παράσταση της δομής δηλαδή το επιτόκιο σε σχέση με την λήξη του τίτλου της χρηματαγοράς
- 3. Η καμπύλη αυτή μπορεί να έχει:
  - Κανονική - θετική κλίση, οι αποδόσεις ή το κόστος δανεισμού μακροπρόθεσμα είναι υψηλότερες από τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις
  - Ανεστραμμένη - με αρνητική κλίση, οι αποδόσεις ή το κόστος δανεισμού μακροπρόθεσμα είναι χαμηλότερες από τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις

## Χρηματαγορές, Κεφαλαιαγορές, Τράπεζες και Τουριστικές Επιχειρήσεις

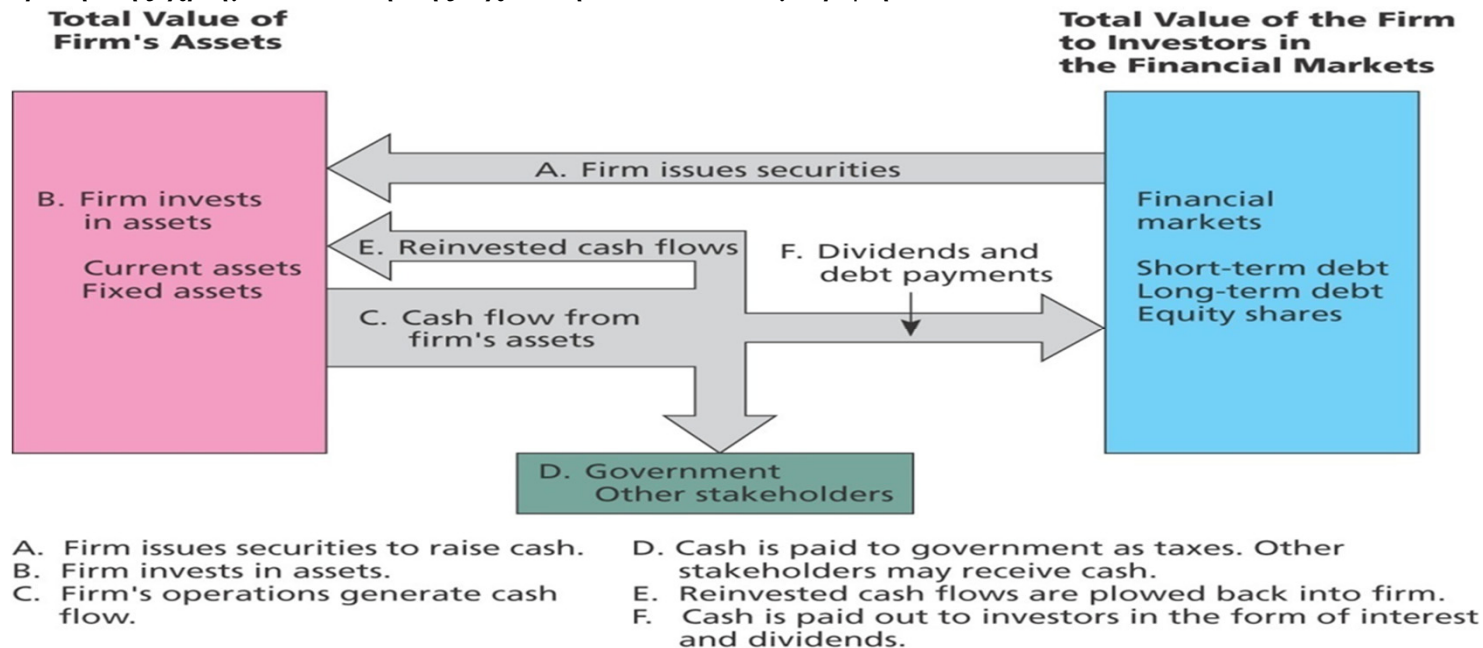
□ Τα Χρηματοδοτικά Ιδρύματα (Financial Institutions) είναι:

1. Επενδυτικές Τράπεζες (Investment banks)

2. Χρηματοδοτικοί Διαμεσολαβητές (Financial Intermediaries)

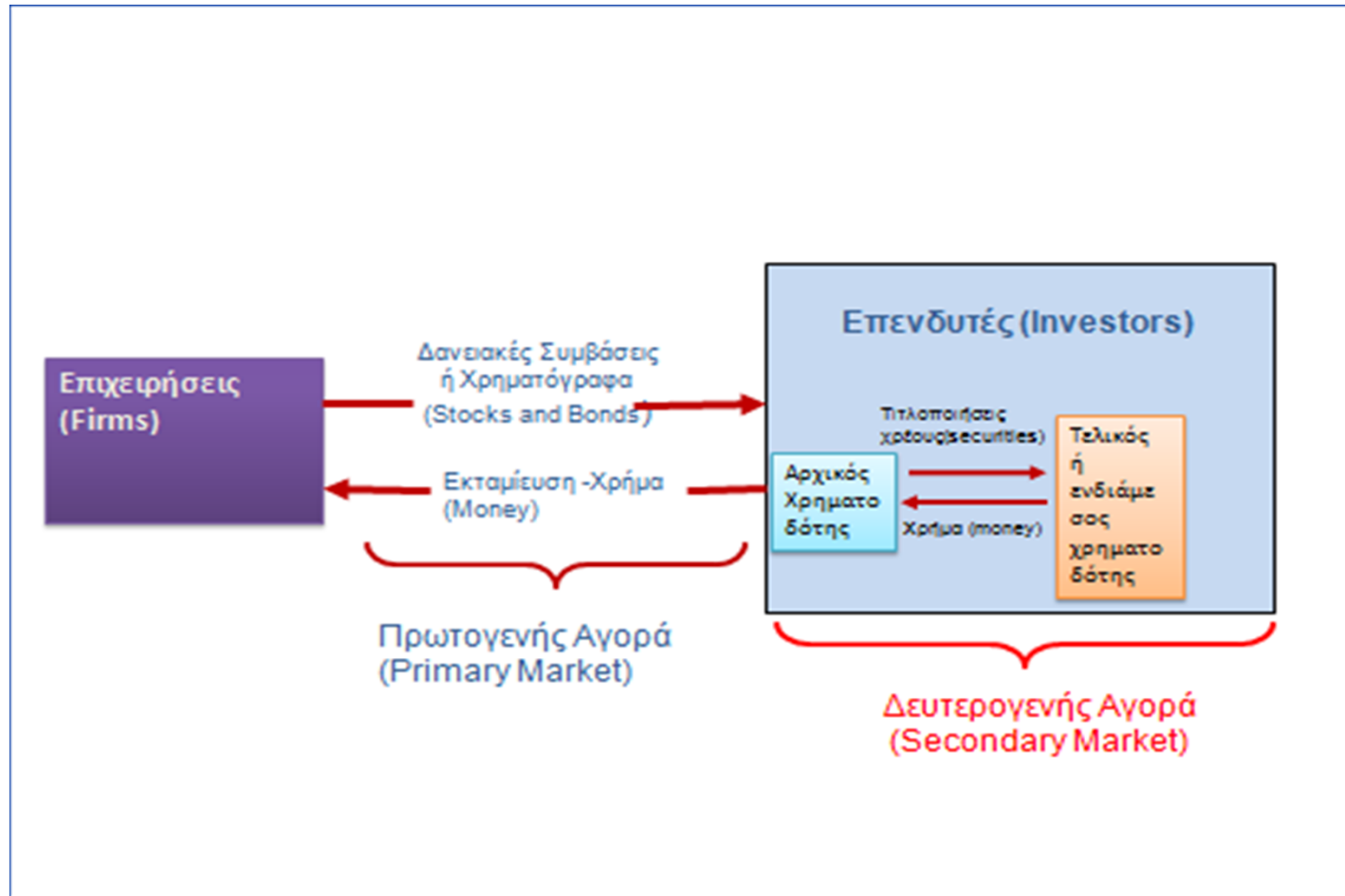
- Εμπορικές Τράπεζες (Commercial banks)
- Ασφαλιστικές Επιχειρήσεις (Insurance companies)
- Αμοιβαία Κεφάλαια (Mutual funds)

□ Η ροή της χρηματοδότησης έχει την πιο κάτω μορφή:



## Χρηματαγορές, Κεφαλαιαγορές, Τράπεζες και Τουριστικές Επιχειρήσεις

- Η πρωτογενής αγορά χρηματοδότησης και η δευτερογενής αγορά



## Η διαχρονική αξία του χρήματος και η χρηματοδότηση των τουριστικών επιχειρήσεων

- Στη θεματική ενότητα αυτή εξετάζονται οι Ταμειακές Ροές, Επιτόκια, Τόκος, Ανατοκισμός, Προεξόφληση, Παρούσα και Μελλοντική Αξία, Προκαταβλητές και Ληξιπρόθεσμες Ράντες, Χρεολυτικά και Τοκοχρεωλυτικά Δάνεια, Παρούσα και Μελλοντική Αξία άνισων ταμειακών ροών. Όλα τα παραπάνω θέματα αποτελούν τη βάση για την τεχνική ανάλυση της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων
  
- Βασικές Γνώσεις Μαθηματικών
  1. Δυνάμεις
  2. Όρια και Γεωμετρικές Πρόοδοι
  3. Λογάριθμοι
    - Σχέσεις λογαρίθμων και δυνάμεων
    - Χρήση των λογαρίθμων
  
- Η διαχρονική Αξία του χρήματος και ο εκτοκισμός
  1. Απλός εκτοκισμός
    - Υπολογισμός τόκου :  $T = K_0 \cdot i \cdot n$
    - Υπολογισμός Μελλοντικής Αξίας:  $K_n = K_0 \cdot (1 + i \cdot n)$
    - Υπολογισμός Παρούσας Αξίας :  $K_0 = K_n \cdot \frac{1}{1+i \cdot n}$
    - Υπολογισμός Επιτοκίου και Χρόνου εκτοκισμού:  $i = \frac{K_n - K_0}{n \cdot K_0}$  ,  $n = \frac{K_n - K_0}{i \cdot K_0}$



## Η διαχρονική αξία του χρήματος και η χρηματοδότηση των τουριστικών επιχειρήσεων

### □ Ανατοκισμός

1. Ο Ανατοκισμός είναι η διαδικασία κατά την οποία οι τόκοι μιας περιόδου προστίθενται στο κεφάλαιο για να υπολογισθούν οι τόκοι της επόμενης περιόδου.
2. Ετήσιος Ανατοκισμός, οι τόκοι κάθε έτους προστίθενται στο κεφάλαιο και υπολογίζονται οι τόκοι του επομένου έτους επί του νέου κεφαλαίου και όχι επί του αρχικού
3. Ανατοκισμός εντός του έτους, εξαμηνιαίος, τετραμηνιαίος, τριμηνιαίος, μηνιαίος εβδομαδιαίος ημερήσιος ανατοκισμός. Οι περίοδοι ανατοκισμού, εντός του έτους, είναι αντίστοιχα 2,3,4,12,52,365.

### □ Υπολογισμός Μελλοντικής Αξίας με Ανατοκισμό

1. Με ετήσιο Ανατοκισμό:  $K_n = K_0 \cdot (1 + i)^n$
2. Με μικρότερο του έτους Ανατοκισμό:  $K_n = K_0 \cdot \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{n \cdot m}$
3. Με μεγαλύτερο του έτους Ανατοκισμό πχ ανά  $m = (2 \text{ έτη ή } 3 \text{ έτη ή } 4 \text{ έτη})$ :  
 $K_n = K_0 \cdot (1 + m \cdot i)^{n/m}$

### □ Υπολογισμός Παρούσας Αξίας με Ανατοκισμό

1. Με ετήσιο Ανατοκισμό:  $K_0 = K_n \cdot \frac{1}{(1+i)^n}$
2. Με μικρότερο του έτους Ανατοκισμό:  $K_0 = K_n \cdot \frac{1}{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^{n \cdot m}}$
3. Με μεγαλύτερο του έτους Ανατοκισμό:  $K_0 = K_n \cdot \frac{1}{(1+m \cdot i)^{n/m}}$

## Η διαχρονική αξία του χρήματος και η χρηματοδότηση των τουριστικών επιχειρήσεων

- Υπολογισμός Επιτοκίου και Χρόνου εκτοκισμού:

$$i = \sqrt[n]{\frac{K_n}{K_o}} - 1$$

$$n = \frac{\log K_n - \log K_o}{\log(1 + i)}$$

(τύπος του Pressler)

$$n = \frac{K_n - K_o}{K_n + K_o} \cdot \frac{2}{i}$$

- Διαρκής ή Συνεχόμενος Ανατοκισμός:

1. Διαρκής ή Συνεχόμενος Ανατοκισμός, είναι η διαδικασία όπου για απειροελάχιστα μικρή περίοδο χρόνου πραγματοποιείται ο ανατοκισμός. Δηλαδή όπως ήδη έχουμε αναφέρει στα όρια ισχύει ότι:

$$\lim_{m \rightarrow \infty} \left(1 + \frac{i}{m}\right)^m = e^i$$

## Η διαχρονική αξία του χρήματος και η χρηματοδότηση των τουριστικών επιχειρήσεων

□ Διαρκής ή Συνεχόμενος Ανατοκισμός:

2. Υπολογισμός Μελλοντικής Αξίας με Διαρκή Ανατοκισμό

$$K_n = K_0 \cdot e^{i \cdot n}$$

3. Υπολογισμός Μελλοντικής Αξίας για συνεχή χρονικό διάστημα ( $t_0, t_1$ )

$$K_n = K_0 \cdot e^{\int_{t_0}^{t_1} i \cdot dt}$$

4. Υπολογισμός Παρούσας Αξίας με Διαρκή Ανατοκισμό

$$K_0 = K_n \cdot e^{-i \cdot n}$$

5. Υπολογισμός Επιτοκίου και Χρόνου εκτοκισμού

$$i = \frac{\ln K_n - \ln K_0}{n}$$

$$n = \frac{\ln K_n - \ln K_0}{i}$$

## Η διαχρονική αξία του χρήματος και η χρηματοδότηση των τουριστικών επιχειρήσεων

### □ Ετήσιο Πραγματικό Επιτόκιο ή Ετήσια Πραγματική Επιβάρυνση (ΕΠΕ)

Ετήσιο Πραγματικό Επιτόκιο ή Ετήσια Πραγματική Επιβάρυνση είναι το ετήσιο επιτόκιο που εξισώνει την απόδοση του ανατοκισμού έτσι για ανατοκισμό για περιόδους μικρότερες του έτους

ισχύει:

$$\iota_r = \left(1 + \frac{i}{m}\right)^m - 1$$

Ενώ για το διαρκή ανατοκισμό:  $\iota_r = e^i - 1$

### □ Ράντες (Annuities)

- Ράντες (Annuities) είναι ίσες ή άνισες ταμειακές ροές σε διαφορετικές, ίσες ή άνισες περιόδους του χρόνου.
- Δόση ή Όρος της Ράντας (A) είναι το διαθέσιμο χρηματικό κεφάλαιο ανά χρονική περίοδο.
- Λήξη είναι η χρονική στιγμή που καθίσταται διαθέσιμη η δόση της ράντας.

1. Μελλοντική αξία σταθερής ράντας (Ληξιπρόθεσμη ετήσια):

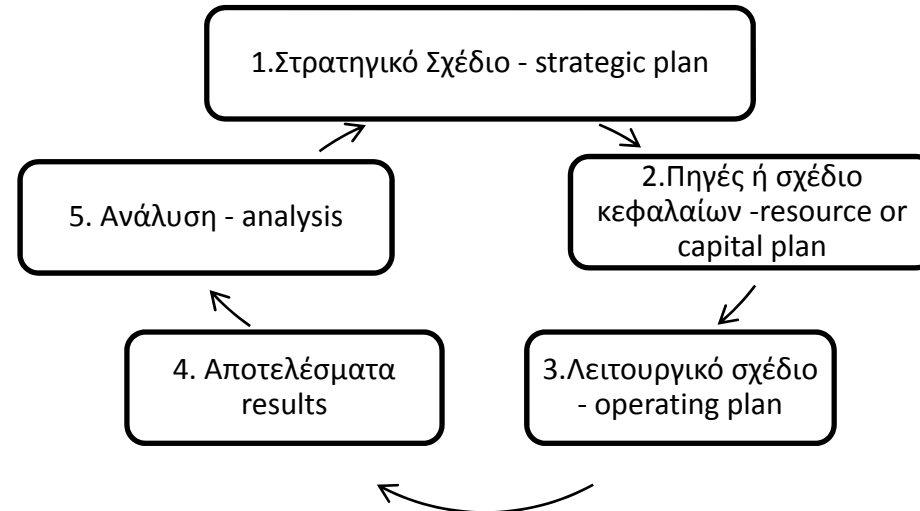
$$FV = A \cdot \frac{(1+i)^n - 1}{i}, \quad FV = A \cdot \frac{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^{n \cdot m} - 1}{\frac{i}{m}}$$

2. Παρούσα αξία σταθερής ετήσιας ράντας (Ληξιπρόθεσμη ετήσια):  $PV = A \cdot \frac{(1+i)^n - 1}{i \cdot (1+i)^n}$

3. Παρούσα αξία Διηνεκούς Ράντας:  $PV = \frac{A}{i}$ ,  $PV = A \cdot \frac{\left(1 + \frac{i}{m}\right)^{n \cdot m} - 1}{\frac{i}{m} \cdot \left(1 + \frac{i}{m}\right)^{n \cdot m}}$

## Χρηματοοικονομική Ανάλυση για τη Χρηματοδότηση Τουριστικών Επιχειρήσεων

- Στη θεματική αυτή ενότητα εξετάζονται η Χρηματοοικονομική Ανάλυση Οικονομικών Καταστάσεων, Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας Ρευστότητας και Φερεγγυότητας, Η έννοια της οικονομικής μόχλευσης και η σημασία της για τις επιχειρήσεις, Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων, Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων και Μέσο Σταθμισμένο Κόστος Κεφαλαίων, Υποδείγματα και τρόποι προσδιορισμού των. Τα παραπάνω θέματα αποτελούν τη βάση της ανάλυσης τόσο για τον προσδιορισμό της πιστωτικής ανάγκης όσο και για την δυνατότητα αποπληρωμής μιας χρηματοδότησης.
- Κύκλος Προγραμματισμού



## Χρηματοοικονομική Ανάλυση για τη Χρηματοδότηση Τουριστικών Επιχειρήσεων

### ☐ Στρατηγικό Σχέδιο



### ☐ Πηγές ή σχέδιο κεφαλαίων

1. Σταθερή σχέση (balanced)  $D/E=1\pm a$  όπου  $a$  όριο διακύμανσης
2. Έντασης Χρέους (debt intensive)  $D/E>1\pm a$  όπου  $a$  όριο διακύμανσης
3. Έντασης κεφαλαίων (equity intensive)  $D/E<1\pm a$  όπου  $a$  όριο διακύμανσης

## Χρηματοοικονομική Ανάλυση για τη Χρηματοδότηση Τουριστικών Επιχειρήσεων

### ❑ Λειτουργικό σχέδιο και Αποτελέσματα

#### *Οικονομικές καταστάσεις*

- 1. Ισολογισμός (balance sheet):** παρουσιάζει τα περιουσιακά στοιχεία (assets) από την αριστερή πλευρά και τις υποχρεώσεις (liabilities) και την καθαρή θέση (equity) από την άλλη (πολλές φορές γίνεται και κάθετη παράθεση των στοιχείων του Ισολογισμού) Ο Ισολογισμός παρέχει μια περιεκτική ανάλυση της χρηματοοικονομικής θέσης (financial position) της επιχείρησης σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή.
- 2. Πίνακας των αποτελεσμάτων χρήσης (income statement reports):** παρουσιάζει τα αποτελέσματα από την λειτουργία της επιχείρησης για μια χρονική περίοδο καταλήγοντας στα κέρδη ανά μετοχή (earnings per share) στο τέλος του.
- 3. Πίνακας μεταβολών της καθαρής θέσης και κυρίως των κερδών εις νέο (statement of equity or net assets, statement of retained earnings):** παρουσιάζει τις μεταβολές στα κονδύλια της καθαρής θέσης και των κερδών εις νέο μεταξύ δύο διαδοχικών ημερομηνιών εκδόσεως ισολογισμού.
- 4. Πίνακας των ταμειακών ροών (statement of cash flows):** παρουσιάζει το αποτέλεσμα των λειτουργικών (operating), επενδυτικών (investing), και χρηματοοικονομικών (financing) δραστηριοτήτων (activities) επί των ταμειακών ροών (cash flows) μιας λογιστικής περιόδου.

## Χρηματοοικονομική Ανάλυση για τη Χρηματοδότηση Τουριστικών Επιχειρήσεων

### ❑ Επενδυμένο κεφάλαιο και κεφάλαιο κίνησης

Ο προσδιορισμός του επενδυμένου κεφαλαίου (invested capital) γίνεται από τον κανονικό ισολογισμό (normal balance sheet) μετά τον υπολογισμό του καθαρού κεφαλαίου κίνησης NWC (net working capital) της επιχείρησης. Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης NWC είναι η διαφορά του κυκλοφορούντος ενεργητικού από τις τρέχουσες (βραχυπρόθεσμες) υποχρεώσεις χωρίς τις τρέχουσες δανειακές οφειλές.

### ❑ Ανάλυση Αποτελεσμάτων

Η ανάλυση της αποδοτικότητας (Performance) μίας επιχειρηματικής δράσης, μίας επένδυσης ή μίας επιχείρησης στο σύνολό της γίνεται σε τρεις περιοχές αποτελεσμάτων KRAs :

1. Κερδοφορία (profitability)
2. Ρευστότητα (liquidity)
3. Φερεγγυότητα (solvency)

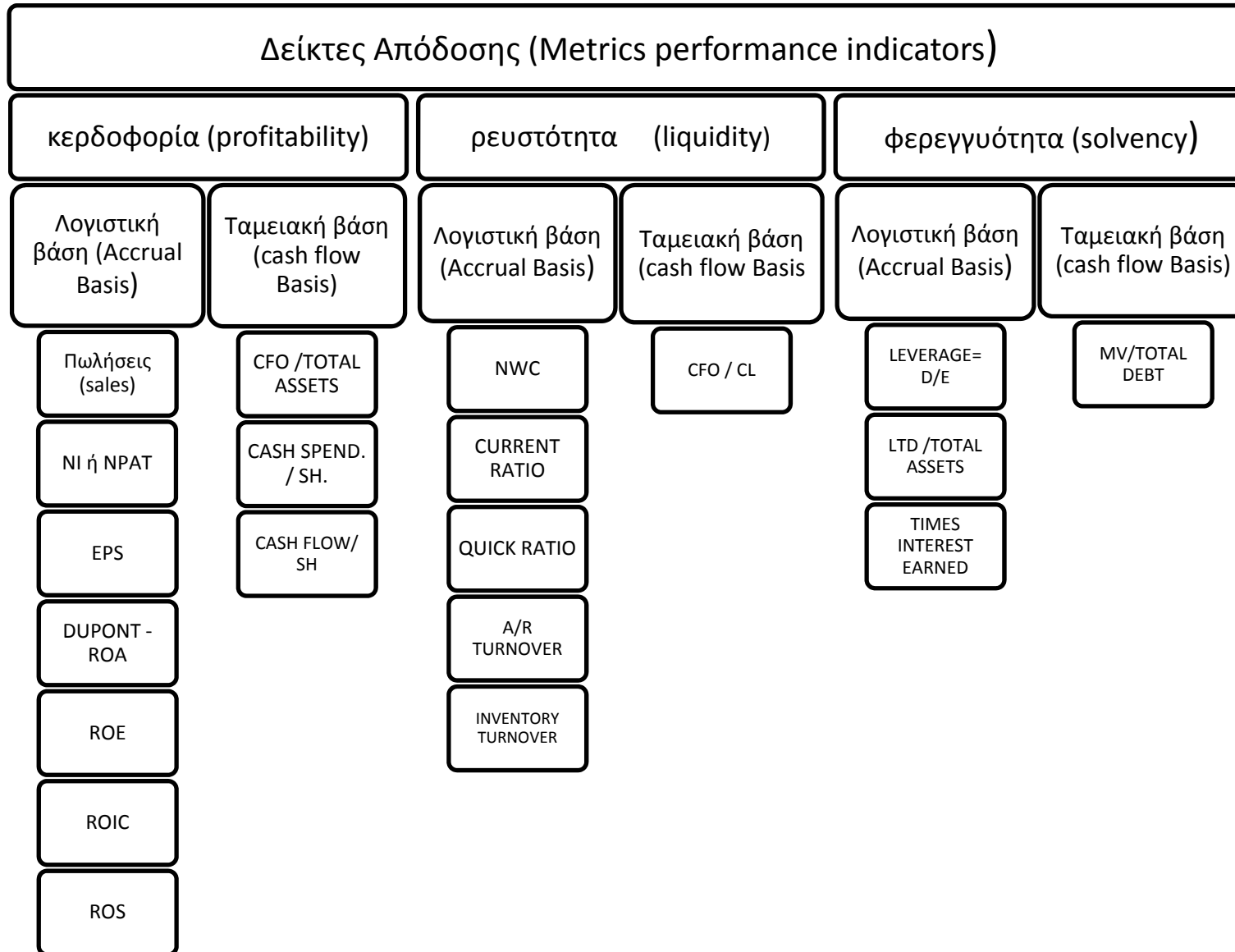
### ❑ Βάσεις Λογιστικής Ανάλυσης

1. Λογιστική βάση των δεδουλευμένων μερών (Accrual Basis)
2. Ταμειακή βάση (cash flow Basis) ή ταμειακές ροές από συνεχιζόμενες δραστηριότητες (cash flow from continue operations)



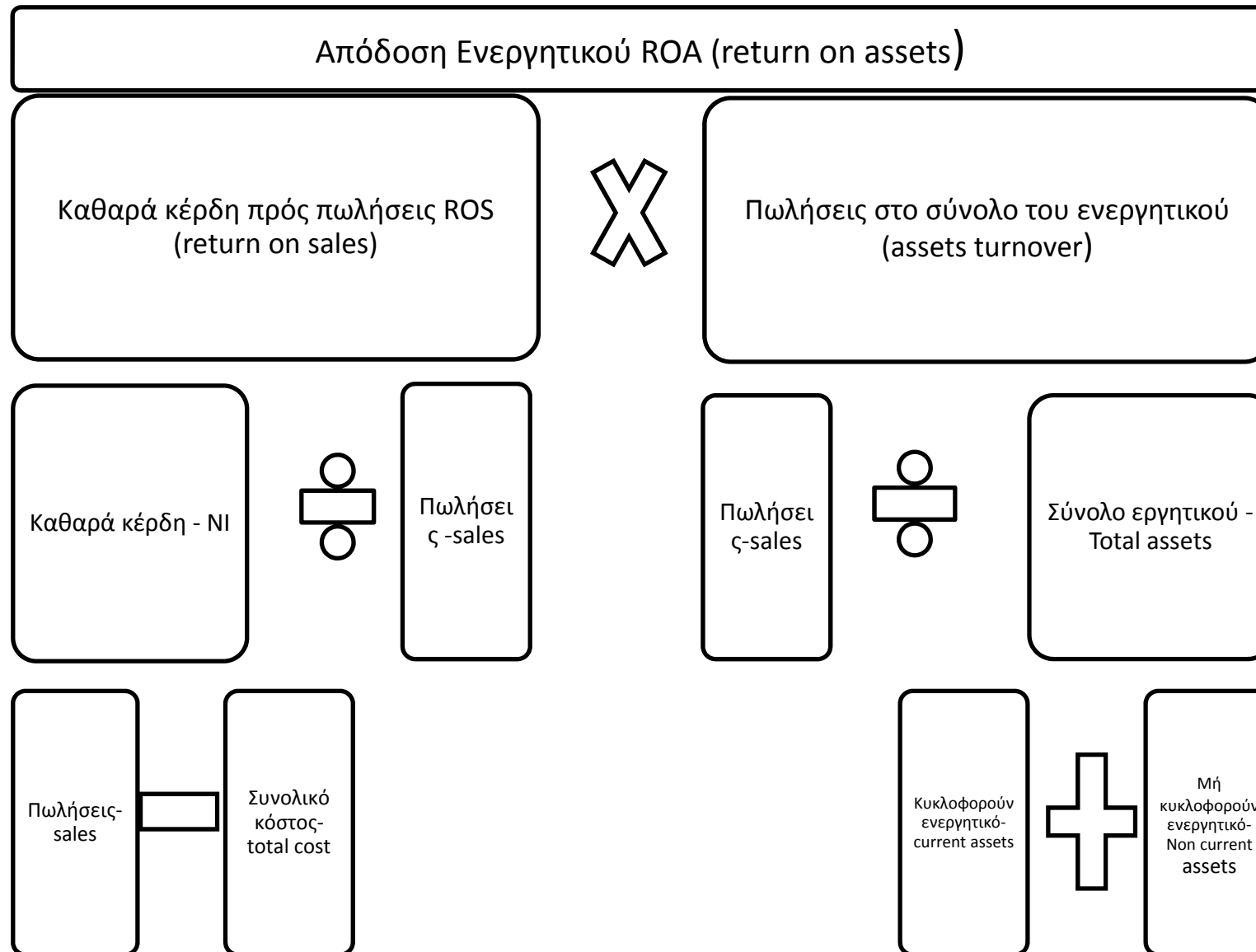
## Χρηματοοικονομική Ανάλυση για τη Χρηματοδότηση Τουριστικών Επιχειρήσεων

### □ Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας



# Χρηματοοικονομική Ανάλυση για τη Χρηματοδότηση Τουριστικών Επιχειρήσεων

## □ Υπόδειγμα Dupont



## Χρηματοοικονομική Ανάλυση για τη Χρηματοδότηση Τουριστικών Επιχειρήσεων

### □ Υπόδειγμα Dupont

- *Formoula Dupont ROA* =  $\frac{[sales - total\ cost]}{sales} * \frac{sales}{total\ assets} = \frac{net\ income}{total\ assets}$
- Υπόδειγμα Dupont ROA =  $\frac{[πωλησεις - \text{σύνολο κόστους}]}{πωλησεις} * \frac{πωλησεις}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} = \frac{\text{καθαρα κερδη}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$

### □ Αριθμοδείκτες στοιχείων κλεισίματος και μέσων όρων

Σε θέματα ανάλυσης τίθεται το ερώτημα εάν η χρήση μέσων στοιχείων (average data) έναντι των στοιχείων κλεισίματος (ending data) δίδει πιο αξιόπιστους δείκτες. Έτσι έχουμε απόδοση στο μέσο όρο του ενεργητικού ROAA (return on average assets) και τον κλασικό δείκτη της απόδοσης με στοιχεία κλεισίματος για το σύνολο του ενεργητικού.

### □ Αριθμοδείκτες κερδοφορίας

Ο δείκτης ROA χρησιμοποιείται και με άλλα ονόματα όπως :

1. ROGA (return on gross assets)
2. ROTA (return on total assets)
3. ROI (return on investment)

Ο δείκτης εξάγεται επίσης και με την χρήση των εννοιών :

1. Απασχολούμενο ενεργητικό (employed assets)
2. Χρησιμοποιούμενο ενεργητικό (utilized assets)
3. Παραγωγικό ενεργητικό (productive assets)

## Χρηματοοικονομική Ανάλυση για τη Χρηματοδότηση Τουριστικών Επιχειρήσεων

❑ Ο δείκτης ROE (return on equity) απόδοσης κεφαλαίων

Μας δείχνει πόσο τοις εκατό κερδίζουν οι μέτοχοι στην σωρευμένη τους επένδυση (accumulated investment) έτσι :

$$\text{Απόδοση κεφαλαίων ROE} = \frac{\text{(Καθαρά κέρδη)}}{\text{(Μ.Ο κεφαλαίων)}} = \frac{\text{(Net income)}}{\text{(Average owner' s equity)}}$$

❑ Αριθμοδείκτες ρευστότητας

1. Το κεφάλαιο κίνησης : *Working Capital = Current Assets – Current Liabilities*

2. Συντελεστής ρευστότητας: *Current Ratio =  $\frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$*

3. Κυκλοφοριακή ταχύτητα λογαριασμών εισπρακτέων ART:

$$\text{Accounts Receivable Turnover ART} = \frac{\text{credit sales (or sales)}}{\text{Average Accounts Receivable}}$$

4. Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων IT : *Inventory Turnover IT =  $\frac{\text{cost of goods sold}}{\text{Average Inventories}}$*

## Χρηματοοικονομική Ανάλυση για τη Χρηματοδότηση Τουριστικών Επιχειρήσεων

- ❑ Αριθμοδείκτες Φερεγγυότητας

$$\text{Debt to Equity DTE} = \frac{\text{debt}}{\text{equity}}$$

$$\text{Times Interest Earned TIE} = \frac{\text{EBIT income before interest and taxes}}{\text{interest expenses}}$$

- ❑ Ταμειακές ροές
  1. Λειτουργικές δραστηριότητες (operating activities)
  2. Επενδυτικές δραστηριότητες (investment activities)
  3. Χρηματοοικονομικές δραστηριότητες (financing activities)
- ❑ Μετρήσεις μετρητών και αριθμοδείκτες ταμειακών ροών
- ❑ Δείκτες ταμειακής κερδοφορίας
- ❑ Δείκτες ταμειακής ρευστότητας
- ❑ Δείκτες ταμειακής φερεγγυότητας
- ❑ Μέθοδοι και μορφές πινάκων ταμειακών ροών
  1. Κατάρτιση πίνακα ταμειακών ροών με την άμεση μέθοδο
  2. Κατάρτιση πίνακα ταμειακών ροών με την έμμεση μέθοδο

## Χρηματοοικονομική Ανάλυση για τη Χρηματοδότηση Τουριστικών Επιχειρήσεων

- ❑ Βασικοί Αριθμοδείκτες
- ❑ Μέτρηση της χρηματοοικονομικής ευρωστίας μιας επιχείρησης

Altman's Z-score

1. Το γενικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score
  2. Το εξειδικευμένο υπόδειγμα Altman's Z-score
- ❑ Δημιουργία αξίας για τους μετόχους

### **Κόστος Κεφαλαίου**

1. Κόστος δανειακών κεφαλαίων:

Οι τόκοι έξοδα αναγνωρίζονται σε όλες τις χώρες φορολογικά έτσι το ονομαστικό επιτόκιο (nominal – incremental) διαφοροποιείται από το πραγματικό επιτόκιο (effective interest rate) δανεισμού μιας επιχείρησης:

$$[\text{Ονομαστικό επιτόκιο}] * (1 - [\text{φορολογικός συντελεστής}]) = [\text{Πραγματικό επιτόκιο}]$$
$$[\text{Nominal interest rate}] * (1 - [\text{Tax rate}]) = [\text{Effective interest rate}]$$

$$i_N * (1 - \varphi) = i_E \text{ Έτσι για } i_N = 8\% \text{ και } \varphi = 25\%, i_E = 8\% * (1 - 0,25) = 6\%$$

2. Κόστος κεφαλαίων μετόχων ή επιχείρησης:

Μέθοδος CAPM:  $i_{\text{share capital}} = R_{\text{free}} + \beta(R_{\text{market}} - R_{\text{free}})$  or  $i_S = R_f + \beta(R_m - R_f)$

Μέθοδος Gordon:  $i_{\text{share capital}} = i_S = \left[ \frac{EPS}{P} \right] + g$

3. Σταθμισμένο κόστος κεφαλαίων:  $i_C = i_D(1 - \varphi) \frac{D}{D+S} + i_S \frac{S}{D+S}$

## Χρηματοοικονομική Ανάλυση για τη Χρηματοδότηση Τουριστικών Επιχειρήσεων

- Προστιθέμενη αξία μετόχων

$$SVA = NOPAT - WACC$$

Εάν και με τα στοιχεία που έχουμε ως τώρα υποθέσουμε ότι μια επιχείρηση πραγματοποιεί κέρδη 15εκ.ευρώ τότε η προστιθέμενη αξία για τους μετόχους ανέρχεται :

$$SVA = NOPAT - WACC = 15 - 12,2 = 2,8 \text{ εκ ευρώ}$$

- Η προστιθέμενη αξία των μετόχων μπορεί να μεταβληθεί σε εργαλείο διοίκησης επιχειρήσεων:

1. Πουλώντας περισσότερο
2. Αυξάνοντας τις τιμές
3. Μειώνοντας το λειτουργικό κόστος
4. Μειώνοντας τους φόρους
5. Αυξάνοντας το δανεισμό
6. Μειώνοντας το κόστος του δανεισμού
7. Αυξάνοντας την χρήση των κεφαλαίων
8. Μειώνοντας το ΒΕΤΑ
9. Μειώνοντας τα κεφάλαια
10. Πουλώντας κακό ενεργητικό (στοιχεία με απόδοση <WACC)
11. Αγοράζοντας καλό ενεργητικό (στοιχεία με απόδοση >WACC)

## Χρηματοοικονομική Ανάλυση για τη Χρηματοδότηση Τουριστικών Επιχειρήσεων

### ΚΑΘΑΡΕΣ ΤΑΜΕΙΟΡΟΕΣ:

1. Net cash flow = Net income – Noncash revenues + Noncash charges
2. Net cash flow = Net income – Depreciation and amortization
3. Net operating working capital = Operating current assets – Operating current liabilities

### ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ:

1. Total net operating capital = Net operating working capital + Operating long-term assets
2. NOPAT = EBIT (Κέρδη χωρίς φόρους και τόκους)\*(1 - Tax rate)

### ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΟΡΟΕΣ

1. FCF = NOPAT – Net investment in operating capital
2. FCF = Operating cash flow – Gross investment in operating capital

### ROIC = NOPAT / Operating capital

### MVA = Market value of stock – Equity capital supplied by shareholders = (Shares outstanding)\*(Stock price) – Total common equity

### MVA = Total market value – Total investor supplied capital = (Market value of stock + Market value of debt) – Total investor supplied capital

### EVA = Net operating profit after taxes (NOPAT) – After-tax cost of capital used to support operations = EBIT\*(1 – Tax rate) – Total net operating capital\*WACC = (Operating capital)\*(ROIC – WACC)



## Μορφές χρηματοδότησης για τις Τουριστικές επιχειρήσεις

- ❑ Ο όρος χρηματοδότηση είναι μία πολυδιάστατη έννοια, η οποία σημαίνει τη δανειοδότηση, τη χρήση των νομισματικών μέσων και τη διαχείρισή τους, την ανάπτυξη κεφαλαιουχικού δυναμικού και τη διαχείριση του νομισματικού πλούτου.
  
- ❑ Αυτό επιτυγχάνεται μέσω του χρηματοδοτικού συστήματος, το οποίο αποτελείται από:
  1. Τις Χρηματοδοτικές Αγορές
  2. Τα Χρηματοδοτικά Εργαλεία
  3. Τους Χρηματοδοτικούς Οργανισμούς
  
- ❑ Εσωτερικές πηγές χρηματοδότησης:
  1. Η γνήσια αυτοχρηματοδότηση
  2. Η αύξηση του αρχικού κεφαλαίου των τουριστικών επιχειρήσεων
  3. Η δανειακή ενίσχυση των τουριστικών επιχειρήσεων από τους επιχειρηματίες.

## Μορφές χρηματοδότησης για τις Τουριστικές επιχειρήσεις

### ☐ Εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης

#### 1. Βραχυπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις (χρέος που πρέπει να εξοφληθεί σε ένα έτος)

- ✓ Οι τραπεζικές πιστώσεις
- ✓ Οι εμπορικές πιστώσεις
- ✓ Τα δικαιόγραφα
- ✓ Η χρηματοδότηση που εξασφαλίζεται με απαιτήσεις (factoring)

#### 2. Μεσοπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις (χρέος που πρέπει να εξοφληθεί σε χρονικό διάστημα από 1 έως 5 έτη)

- ✓ Κύρια μορφή μεσοπρόθεσμης εξωτερικής χρηματοδότησης είναι η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing)

## Μορφές χρηματοδότησης για τις Τουριστικές επιχειρήσεις

3. Μακροπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις (δάνειο) που πρέπει να εξοφληθεί σε διάστημα μεγαλύτερο των 5 ετών)

- ✓ Δάνεια μακροπρόθεσμης φύσεως με υποθήκη από Εμπορικές Τράπεζες, το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων και άλλους οργανισμούς και τα Ομολογιακά Δάνεια (αφορά μόνο τις Α.Ε.)
  - ✓ Η εξωτερική χρηματοδότηση γίνεται από τις εμπορικές τράπεζες, τις τράπεζες επενδύσεων, τους ασφαλιστικούς οργανισμούς και τους χρηματοδοτικούς οργανισμούς επενδυτικού χαρακτήρα (π.χ. τα αμοιβαία κεφάλαια ή εταιρείες επενδύσεων ανοικτού τύπου και οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου ή κλειστού τύπου).
- Εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης
1. Η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing)
  2. Η σύμβαση πρακτορείας (factoring)
  3. Το επιχειρηματικό κεφάλαιο υψηλού κινδύνου (venture capital)
  4. Ομόλογα και Ομολογιακά δάνεια και η πιστοληπτική διαβάθμιση

## Μορφές χρηματοδότησης για τις Τουριστικές επιχειρήσεις

- ❑ Ομόλογα και Ομολογιακά δάνεια και η πιστοληπτική διαβάθμιση
- 1. Ομόλογο είναι μια μακροπρόθεσμη υποσχετική που μπορεί να εκδοθεί από επιχειρήσεις καθώς και από κεντρικές κυβερνήσεις. Ο εκδότης (issuer) εισπράττει χρήματα με ανταλλαγή μιας υπόσχεσης να κάνει έντοκη αποπληρωμή του ποσού σε συγκεκριμένο μελλοντικό χρόνο ή μελλοντικούς χρόνους όταν οι καταβολές του είναι τμηματικές.
- 2. Μορφή ομολόγων λαμβάνουν και χρηματοδοτήσεις από τράπεζες προς επιχειρήσεις όπως τα ομολογιακά δάνεια και όταν το ύψος της χρηματοδότησης είναι μεγάλο τα Κοινοπρακτικά Ομολογιακά Δάνεια.
- 3. Διαταγή ανάκλησης (**call provision**): δίνει στην εκδότρια το δικαίωμα να εξαγοράσει τα ομόλογα πριν από τη λήξη τους υπό συγκεκριμένους όρους, συνήθως σε μια τιμή μεγαλύτερη από την αξία στη λήξη (premium).
- 4. Εξαγοράσιμο ομόλογο (**redeemable bond**): δίνει στον επενδυτή το δικαίωμα να πουλήσει το ομόλογο πίσω στην εκδότρια εταιρεία σε μια προκαθορισμένη τιμή.
- 5. Ποσό ανάκλησης (**sinking fund**): είναι μια ταμειακή διαδικασία που απαιτεί η εταιρεία να κάνει απόσυρση ένα μέρος του ομολογιακού δανείου της κάθε χρόνο.

## Μορφές χρηματοδότησης για τις Τουριστικές επιχειρήσεις

- Υπάρχουν πολλοί διαφορετικοί τύποι των ομολόγων με διαφορετικά χαρακτηριστικά όπως:
  1. Μετατρέψιμες ομολογίες (**convertible bonds**)
  2. Ομόλογα με τίτλους προνομίου επιλογής (**bonds with warrants**)
  3. Εισοδήματος (**income bonds**)
  4. Ομόλογα αγοραστικής δύναμης [**purchasing power (indexed) bonds**]
  5. Ενυπόθηκα ομόλογα (**mortgage bonds**)
  6. Ομολογίες (**debentures**)
  7. Ομολογίες μειωμένης εξασφάλισης (**subordinated debentures**)
  8. Ομόλογα junk (**junk bonds**)
  9. Χρεόγραφα αναπτύξεως (**development bonds**)
  10. Δημοτικά ομόλογα (**insured municipal bonds**)

## Μορφές χρηματοδότησης για τις Τουριστικές επιχειρήσεις

- Η αξία του ομολόγου βρίσκεται ως η παρούσα αξία μιας ταμειακής ροής (**annuity**) προσόδων

$$V_B = \sum_{t=1}^n \frac{INT_t}{(1+r_d)^t} + \frac{M_n}{(1+r_d)^n} = INT \left[ \frac{1}{r_d} - \frac{1}{r_d(1+r_d)^n} \right] + \frac{M_n}{(1+r_d)^n}$$

- Η απόδοση σε ένα ομόλογο διακρατούμενο ως τη λήξη ορίζεται ως bond's yield to maturity (YTM)
- Αν το ομόλογο είναι δυνατό να εξοφληθεί πρόωρα (callable) τότε η απόδοση λέγεται yield to call (YTC)
- Ονομαστικό [**nominal (or quoted) interest rate**] επιτόκιο για ένα χρεόγραφο,  $r_d$ :

$$r_d = r^* + IP + DRP + LP + MRP$$

$$r_{RF} = r^* + IP$$

## Μορφές χρηματοδότησης για τις Τουριστικές επιχειρήσεις

- Οι κύριοι αριθμοδείκτες μιας επιχείρησης σε σχέση με την αξιολόγηση της:

<b>Ratios</b>	<b>AAA</b>	<b>AA</b>	<b>A</b>	<b>BBB</b>	<b>BB</b>	<b>B</b>	<b>CCC</b>
EBIT interest coverage (EBIT/Interest)	23.83	13.63	6.93	4.23	2.33	0.93	0.43
EBITDA interest coverage (EBITDA/Interest)	25.33	17.13	9.43	5.93	3.13	1.63	0.93
Funds from operations/Total debt	167.8%	77.5%	43.2%	34.6%	20.0%	10.1%	2.9%
Free operating cash flow/Total debt	104.1%	41.1%	25.4%	16.9%	7.9%	2.6%	20.9%
Total debt/EBITDA	0.23	1.13	1.73	2.43	3.83	5.63	7.43
Return on capital	35.1%	26.9%	16.8%	13.4%	10.3%	6.7%	2.3%
Total debt/Total capital	6.23%	34.83%	39.83%	45.63%	57.23%	74.23%	101.23%

## Μορφές χρηματοδότησης για τις Τουριστικές επιχειρήσεις

- Επιτόκια δανεισμού μέσω ομολόγων σε σχέση με τους δείκτες αξιολόγησης για τις ΗΠΑ το 2007:

Long-Term	Bonds	Yield	T-Bond
Investment grade:			
U.S. Treasury	5.25%		
AAA	6.26	1.01%	
AA	6.42	1.17	0.16%
A	6.54	1.29	0.28
BBB	6.60	1.35	0.34
Junk bonds:			
BB	7.80	2.55	1.54
B	8.42	3.17	2.16
CCC	10.53	5.28	4.27



## Μορφές χρηματοδότησης για τις Τουριστικές επιχειρήσεις

- Οι πηγές χρηματοδότησης διευρύνονται και τα προσφερόμενα τραπεζικά προϊόντα πολλαπλασιάζονται και συνεχώς εμπλουτίζονται με νέα χρηματοδοτικά εργαλεία.
- Ευρωπαϊκά Ταμεία:
  1. ΕΤΠΑ (Ευρωπαϊκό Ταμείο Περιφερειακής Ανάπτυξης)
  2. ΕΚΤ (Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο)
  3. ΕΓΤΠΕ (Ευρωπαϊκό Γεωργικό Ταμείο Προσανατολισμού και Εγγυήσεων)
  4. ΧΜΠΑ (Χρηματοδοτικό Μέσο για το προσανατολισμό της Αλιείας).
  5. ΤΑΜΕΙΟ ΣΥΝΟΧΗΣ
- Στόχοι των παρεμβάσεων της ΕΕ:
  1. Η ανάπτυξη των λιγότερων ευνοημένων περιοχών
  2. Η ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων
  3. Η στήριξη των ΜΜΕ
  4. Η καθιέρωση διευρωπαϊκών δικτύων μεταφορών, τηλεπικοινωνιών και μεταφοράς ενέργειας
  5. Η προστασία του περιβάλλοντος

## Μορφές χρηματοδότησης για τις Τουριστικές επιχειρήσεις

Στόχοι των παρεμβάσεων της ΕΕ:

6. Η βελτίωση του βιοτικού επιπέδου

7. Η μείωση της εξάρτησης από τον τομέα της ενέργειας

8. Η ορθολογική χρησιμοποίηση των φυσικών πόρων

Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων

Η χρηματοδότηση των ειδικών και εναλλακτικών μορφών τουρισμού στην Ελλάδα

Κρατική Χρηματοδότηση: Μέτρα και μηχανισμοί παρέμβασης

Κοινοτικοί Πόροι

## Επιχειρηματικά σχέδια-επενδύσεις-προϋπολογισμός κεφαλαίων και η χρηματοδότηση των τουριστικών επιχειρήσεων

□ Οι χρηματοοικονομικές προβλέψεις και η ανάγκη κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις  
Μια επιχείρηση μπορεί να προσδιορίσει τα πρόσθετα αναγκαία κεφάλαια (additional funds needed (AFN)) που χρειάζεται για να επιτύχει μεγαλύτερο Τζίρο – κύκλο εργασιών ακολουθώντας τον ποιο κάτω τύπο:

<b>Additional funds Needed</b>	<b>Increase Required asset</b>	<b>increase Spontaneous Liability increase</b>	<b>Increase in retained earnings</b>
=	+	-	-
AFN	$(A^*/S_0)\Delta S$	$(L^*/S_0)\Delta S$	MS1(RR)

## Επιχειρηματικά σχέδια-επενδύσεις-προϋπολογισμός κεφαλαίων και η χρηματοδότηση των τουριστικών επιχειρήσεων

1.  $AFN$  = πρόσθετα αναγκαία κεφάλαια (Additional funds needed).
2.  $A^*$  = Περιουσιακά στοιχεία που δημιουργούν ή άμεσα συμμετέχουν στην δημιουργία του κύκλου εργασιών μιας επιχείρησης.
3.  $S_0$  = Κύκλος εργασιών τελευταίου έτους (Sales during the last year).
4.  $A^*/S_0$  = Το ποσοστό των απαιτούμενων περιουσιακών στοιχείων για τη δημιουργία του κύκλου εργασιών
5.  $L^*$  = Οι υποχρεώσεις που δημιουργούνται από τον κύκλο εργασιών, είναι λογαριασμοί πληρωτέοι και δεδουλευμένα έσοδα αλλά όχι τραπεζικά δάνεια και άλλες μορφές χρηματοδότησης όπως τα ομόλογα.
6.  $L^*/S_0$  = Το ποσοστό της αύξησης των υποχρεώσεων που προκύπτει από την αύξηση του κύκλου εργασιών της επιχείρησης
7.  $S_1$  = Προβλεπόμενος κύκλος εργασιών – τζίρος για το επόμενο έτος ή την επόμενη περίοδο γενικά.
8.  $\Delta S$  = Μεταβολή στο κύκλο εργασιών
9.  $M$  = Ποσοστό καθαρών κερδών επί του κύκλου εργασιών – πωλήσεων
10.  $RR$  = Ποσοστό επανεπένδυσης κερδών (Retention ratio), είναι η διαφορά από την μονάδα του ποσοστού διανομής κερδών (payout ratio) έτσι  $RR = (1 - \text{payout ratio})$ .

## Αξιολόγηση Επενδύσεων

### □ Ορισμοί

1. Επένδυση είναι η δέσμευση παραγωγικών πόρων σε μία χρονική στιγμή, για ένα ορισμένο ή όχι διάστημα χρόνου, με σκοπό την επιδίωξη κέρδους σε μια διαφορετική μελλοντική στιγμή
2. Όταν η δέσμευση αφορά χρήματα – χρηματοοικονομικούς πόρους η επένδυση καλείται χρηματοοικονομική επένδυση
3. Επενδύσεις πραγματοποιούνται σε φυσικά κεφαλαιουχικά αγαθά
4. Ισορροπία του καταναλωτή:

$$MRS_{C_1}^{C_0} = \frac{\partial C_1}{\partial C_0} = -(1 + \beta)$$

### □ Τεχνικές Αξιολόγησης Επενδύσεων

- ✓ Η άριστη επιλογή επενδύσεων σε φυσικά κεφαλαιουχικά αγαθά ή **σχέδια επενδύσεων** γίνεται μέσω των τεχνικών **προϋπολογισμού κεφαλαιουχικών δαπανών** (capital budgeting)
- ✓ Οι τεχνικές αυτές αξιολόγησης επενδύσεων αποτελούν υποδείγματα προεξοφλήσεως των **μελλοντικών τους ταμειακών ροών** λαμβανομένου υπόψη του κόστους τους **NCF (net cash flows)**

## Αξιολόγηση Επενδύσεων

### □ Αρχές τεχνικών αξιολόγησης επενδύσεων

Οι αρχές που πρέπει να διέπουν τις τεχνικές αξιολόγησης επενδύσεων είναι τέσσερις:

1. Θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη όλες οι **μελλοντικές ταμειακές ροές** σε συνδυασμό με τη φορολόγηση των κερδών, τις τυχόν φορολογικές εκπτώσεις αποσβέσεων καθώς και άλλους αυξητικούς ή μειωτικούς παράγοντες των καθαρών μελλοντικών ταμειακών ροών.
2. Η **προεξόφληση** πρέπει να γίνεται με επιτόκιο (discount factor) το **κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων της επιχείρησης (cost of capital)**. Το κόστος αυτό αποτελεί εναλλακτικό κόστος χρησιμοποίησης κεφαλαίων σε άλλες δραστηριότητες ή στις μετοχές της ίδιας της επιχείρησης οπότε θα ταυτίζεται με διαφόρους δείκτες απόδοσης των κεφαλαίων της όπως το ποσοστό της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων ROE (return on equity) ή σε υπολογισμούς κόστους ιδίων κεφαλαίων (cost of equity capital), κόστους δανειακών κεφαλαίων (cost of debt capital) και συνολικού κόστους κεφαλαίων (cost of capital) όπως θα δούμε στη συνέχεια.
3. Η τεχνική αξιολόγησης θα πρέπει να είναι ικανή στο να επιλέγει μεταξύ επενδυτικών σχεδίων που αμοιβαία αποκλείει το ένα το άλλο δηλαδή μέσω της τεχνικής αξιολόγησης τα επενδυτικά σχέδια είναι **αμοιβαία αποκλειόμενα (mutually exclusive projects)**. Μέσω της τεχνικής αξιολόγησης θα πρέπει τελικά η επιλογή ενός σχεδίου να αποκλείει τα υπόλοιπα.
4. Αποτελεί προαπαιτούμενο η ικανότητα από την επιχείρηση να υπολογίζει την αξία ενός επενδυτικού σχεδίου ξεχωριστά από ένα σύνολο επενδυτικών σχεδίων, δηλαδή να ισχύει η **ανεξαρτησία στον υπολογισμό της αξίας** των επενδυτικών σχεδίων.

## Αξιολόγηση Επενδύσεων

1. Καθαρή παρούσα αξία (NPV)
2. Εσωτερικός βαθμός απόδοσης (IRR)
3. Περίοδος επανείσπραξης της επένδυσης (PP)
4. Λογιστικός βαθμός απόδοσης (ARR)
5. Υπολογισμός των ταμειακών ροών ενός σχεδίου επένδυσης
6. Υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου για την αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων με τον τρόπο του σταθμισμένου κόστους κεφαλαίων (weighted average cost of capital) WACC ( $i_W$ )
7. Προγραμματισμός κεφαλαιουχικών δαπανών
8. Εκλογή σχεδίων επένδυσης με ίση διάρκεια και ίδιο μέγεθος
9. Εκλογή σχεδίων επένδυσης με διαφορετική διάρκεια
10. Εκλογή σχεδίων επένδυσης όταν έχουν ίδιες καθαρές παρούσες αξίες
11. Περιορισμοί στον προϋπολογισμό των κεφαλαιακών δαπανών
12. Επιλογή επενδυτικών σχεδίων διαφορετικού μεγέθους – κλίμακας
13. Η επίδραση του πληθωρισμού στα επενδυτικά σχέδια