

2017

ΚΑΡΕΛΙΑ:  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ  
ΑΝΑΛΥΣΗ 2011-2016



ΣΠΑΝΟΥ ΕΥΓΕΝΙΑ

Επιβλέπων: Γεωργούντζος Αντώνιος

Σχολή: Λογιστική και

Χρηματοοικονομική

ΤΕΙ Πελοποννήσου

## Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή .....	2
2. Η εταιρία.....	4
Ιστορική Πορεία.....	4
Θέση – Διάρθρωση Σήμερα .....	13
3. Θεωρία Αριθμοδεικτών .....	26
3.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	28
3.2 Ταμειακός Κύκλος .....	32
3.3 Κεφαλαιακή Διάρθρωση .....	35
3.4 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας.....	39
4. Μελέτη Περίπτωσης: ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε. ....	42
4.1 Πρακτική εφαρμογή .....	42
4.1.1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε. ....	42
4.1.2. Αριθμοδείκτες Ταμειακού Κύκλου ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.....	45
4.1.3. Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακή Διάρθρωση ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε. ....	48
4.1.4. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας.....	52
4.2 Παρατηρήσεις – Προτάσεις .....	54
5. Συμπεράσματα.....	58
6. Βιβλιογραφία .....	60

## 1. Εισαγωγή

Η παρούσα εργασία αποτελεί μία εμπειριστατωμένη χρηματοοικονομική ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών της ιστορικής ελληνικής καπνοβιομηχανίας Καρέλια Α.Ε. Προκειμένου να είναι αντικειμενική και διαφωτιστική, η ανάλυσή μας περιλαμβάνει στοιχεία από το έτος 2011 έως και το τελευταίο πλήρες διαθέσιμο έτος 2016. Μέσα σε αυτό το χρονικό διάστημα μπορούν να διαπιστωθούν πάγιες τακτικές και καταστάσεις της εταιρίας, αλλά επιπρόσθετα να διαφανούν τάσεις που διατηρούνται ή που ανατρέπονται.

Ασφαλώς, ιδιαίτερα σημαντικό είναι να γνωρίζει κανείς την ιστορική πορεία και εξέλιξη μιας εταιρίας που αναλύει, το περιβάλλον στο οποίο αναπτύχθηκε και λειτουργεί. Αυτό το σκοπό επιδιώκουμε να ικανοποιήσουμε στη δεύτερη ενότητα, όπου θα παρατεθούν και θα αναλυθούν ιστορικά στοιχεία που σχετίζονται με την Καρέλια Α.Ε., μια εταιρία με ιστορία πάνω από 120 χρόνια. Μέσα από αυτή την αναδρομή, μια σειρά σημερινών δεδομένων μπορούν να ερμηνευτούν, να δικαιολογηθούν και να γίνουν αντιληπτά, ενώ ακόμη και προβλέψεις ή προτάσεις για το μέλλον μπορούν να είναι συνεπέστερες, εάν λαμβάνουν υπόψη αντίστοιχες πληροφορίες.

Στην τρίτη και πιο ουσιαστική ενότητα, παρουσιάζονται οι αριθμοδείκτες που υπολογίστηκαν. Μια σύντομη παράθεση της ερμηνείας και της χρησιμότητας κάθε αριθμοδείκτη ακολουθείται από τα υπολογισμένα μεγέθη για την Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε. για τα έτη 2011 έως και 2016. Ακολούθως, τα μεγέθη συγκρίνονται μεταξύ τους και σχολιάζονται ως προς την εικόνα την οποία μας δίνουν για την κατάσταση της εταιρίας, τους κινδύνους και τις ευκαιρίες που καλείται να διαχειριστεί. Μάλιστα, ιδιαίτερη σημασία δίνεται στην τάση των αριθμοδεικτών, καθώς αυτή αναδεικνύει την πορεία της εταιρίας από μια κατάσταση σε μια άλλη, την προσπάθεια που καταβάλλεται, καθώς και τις προοπτικές που διαγράφονται.

Όλη η παραπάνω διαδικασία θα ήταν αδιάφορη, ανούσια και, αν μη τι άλλο, στείρα και ανώφελη, εάν δε συνοδευόταν από μια σειρά παρατηρήσεων και προτάσεων σχετικά με τις μετέπειτα κινήσεις της Καπνοβιομηχανίας Καρέλια Α.Ε., προκειμένου να βελτιωθεί, να ενισχύσει τα θετικά της στοιχεία και να καταπολεμήσει τα κακώς κείμενα. Δε θα ήταν υπερβολή εάν κάποιος χαρακτήριζε αυτή τη

διαδικασία ως την ουσιαστικότερη για την υγιή πορεία μιας εταιρίας, καθώς λαμβάνει υπόψη πραγματικά δεδομένα και προχωρά σε βάσιμες παρατηρήσεις και προτροπές, ενδεδειγμένες για τη βελτίωση της θέσης μιας εταιρίας.

Καταληκτικά, στην παρούσα εργασία, το κέντρο αποτελεί η χρηματοοικονομική απεικόνιση της Καρέλια Α.Ε., μέσα από μια σειρά χαρακτηριστικών αριθμοδεικτών, χρησιμοποιώντας δεδομένα που η ίδια η εταιρία δημοσιεύει, όπως είναι υποχρεωμένη. Αναλύοντας αυτά τα μεγέθη και συνδυάζοντάς τα με την ιστορική πορεία της εταιρίας, προχωρούμε σε προτάσεις που θα βελτιώσουν τη δραστηριότητα και τα οικονομικά μεγέθη της εταιρίας.

## 2. Η εταιρία

Αρχικά θα αναφέρουμε ορισμένα εισαγωγικά και ιστορικά στοιχεία για την εταιρία πριν προχωρήσουμε στην χρηματοοικονομική ανάλυση.

### 2.1 Ιστορική Πορεία

Η Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε. έχει μια μακρόχρονη ιστορία που ξεκινά το 1888, με την ίδρυση της στην Καλαμάτα. Αποτελούσε και αποτελεί μία οικογενειακή επιχείρηση παρασκευής προϊόντων καπνού. Την επιχείρηση ιδρύουν τα αδέρφια Γιώργος και Ευστάθιος Καρέλιας. Πλέον, αποτελεί τη μεγαλύτερη ελληνική καπνοβιομηχανία, ενώ εξάγει σε σύνολο 65 χωρών ανά τον κόσμο. Ας δούμε όμως λίγο πιο αναλυτικά τα στάδια εξέλιξης και γιγάντωσης αυτής της εταιρίας.

Η αρχική δραστηριότητα αφορούσε την προμήθεια καπνού από τη Λαμία και το Αγρίνιο, επειδή η Μεσσηνία δεν παράγει καπνό, ώστε να τον εμπορευθεί στην Καλαμάτα. Η επιχείρηση γίνεται γνωστή στην Πελοπόννησο αλλά όχι στην υπόλοιπη Ελλάδα. Θα χρειαστούν αρκετά χρόνια, μέχρι το 1916, όταν αγοράστηκε η πρώτη σιγαροποιητική μηχανή. Το 1929 βρίσκεται μεταξύ των 29 πρώτων ελληνικών βιομηχανιών ενώ, με γρήγορους ρυθμούς, αποκτά σημαντικές διαστάσεις και έτσι το 1949 είναι ήδη η δωδέκατη μεγαλύτερη ελληνική βιομηχανία. Μετά το 1950 τα τσιγάρα της εταιρείας γνωρίζουν μεγάλη κυκλοφορία σε όλη την Ελλάδα.

Η μονάδα παραγωγής αλλά και η Έδρα της διοίκησης βρίσκονται στην Καλαμάτα. Το 1971 η Εταιρεία μεταφέρθηκε στις νέες εγκαταστάσεις της που έχουν συνολική έκταση 80.000 τ.μ. και εκεί βρίσκεται μέχρι και σήμερα. Το τμήμα μάρκετινγκ και πωλήσεων στεγάζονται στο Μέγαρο ΚΑΡΕΛΙΑ στην Αθήνα.

Η αναγνώριση και η εξέλιξη της εταιρίας συμπληρώνεται από την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1976, έτος από το οποίο η μετοχή της διαπραγματεύεται ανελλιπώς. Δεν αργεί να αναδειχθεί σε διεθνή όμιλο, καθώς τη δεκαετία του 1990, με έδρα την Καλαμάτα, αξιοποιεί ένα πανίσχυρο δίκτυο διανομής και προωθεί τα σήματά της σε πολλές χώρες.

Σε αυτή τη φάση αρχίζει να ιδρύει θυγατρικές και γραφεία στο εξωτερικό. Υπό την επωνυμία Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε. από το 1991, ιδρύει γραφείο στη Σόφια της Βουλγαρίας το 1994, το οποίο το 2007 αναβαθμίζεται σε θυγατρική εισαγωγική εμπορική εταιρία υπό την επωνυμία Karelia Bulgaria EOOD. Ακόμη, το 1995 αποκτά μία θυγατρική που τροφοδοτεί πλοία με προϊόντα Duty Free, την Meridian A.E. Η επέκταση συνεχίζεται και το 2003 ιδρύεται η Karelia Tobacco Company (U.K.), θυγατρική στο Ηνωμένο Βασίλειο, επιφορτισμένη με τη διανομή των προϊόντων της στη χώρα. Σε συνέχεια της επεκτατικής της πορείας στις διεθνείς αγορές, που αποτελεί πρωταρχικό μέλημα της διοίκησης της εταιρίας, ιδρύεται η Karelia Tutun ve Ticaret A.S στην Τουρκία.

Ένα από τα πιο αξιόλογα προϊόντα της, που την καθιέρωσαν στην ελληνική αγορά είναι το Καρέλια Φίλτρο, το οποίο και αποτέλεσε τεράστια εμπορική επιτυχία και σήμα σταθμό για την εταιρία.

Από τα πλέον χαρακτηριστικά σήματα που έχει κυκλοφορήσει είναι, πέρα από το ΚΑΡΕΛΙΑ ΦΙΛΤΡΟ, τα KARELIA LIGHTS, το ROYAL, ULTRA, το EARL OF WELDON και τα KARELIA LIGHTS 100's, ακόμη τα GEORGE KARELIAS AND SONS, τα GEORGE KARELIAS AND SONS ROLL YOUR OWN (RYO), τα Ome, καθώς και τα πιο πρόσφατα George Karelias and Sons Soft Packs, George Karelias and Sons Hard Packs, Oriental Mist και George Karelias and Sons Dark Blue.

Σαν εταιρία, αποτελεί σήμερα τη μεγαλύτερη ελληνική καπνοβιομηχανία και τον πρώτο εξαγωγέα τσιγάρων της Ελλάδας. Επειδή, όμως, ο προσανατολισμός της εταιρίας είναι διεθνής, αξίζει να σημειωθεί ότι οι εξαγωγές της Καπνοβιομηχανίας Καρέλια φτάνουν σε χώρες στη Δυτική και στην Ανατολική Ευρώπη, στη Μέση Ανατολή, στην Αφρική, αλλά και στην Άπω Ανατολή, ενώ το 0,32% της παγκόσμιας κατανάλωσης καπνού είναι της Καρέλια, ένα ποσοστό που αν και φαίνεται μικρό είναι εντυπωσιακό, αντιστοιχεί σε τεράστιο απόλυτο όγκο πωλήσεων (άνω των 15 δισεκατομμυρίων τσιγάρων ή 876 εκατομμύρια ευρώ, το 85% εκ των οποίων διεθνώς) και αναμφίβολα είναι υπολογίσιμο. Όπως δηλώνει περήφανα η εταιρία: «1 στα 300 τσιγάρα που καπνίζονται σήμερα, στον κόσμο έχει παραχθεί από την ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.»

Σημαντικό στοιχείο που πρέπει να τονιστεί αποτελεί το γεγονός ότι η Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε., αν και αποτελεί μια διεθνή εταιρία, εισηγμένη στο Χρηματιστήριο από το 1976, δεν έχει αλλοιωθεί ως προς τον οικογενειακό της χαρακτήρα. Η πρόεδρος και τα δύο εκτελεστικά μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου ανήκουν στην οικογένεια Καρέλια και πρόκειται πλέον για την Μαργαρίτα - Βικτωρία Καρέλια, κόρη τους Ιδρυτή Γεώργιου Καρέλια και για τους δυο γιούς του, τον Ανδρέα Γ. Καρέλια και τον Ευστάθιο Γ. Καρέλια. Ακόμη, αποτελεί σπάνιο φαινόμενο οι μετοχές να είναι τόσο συγκεντρωμένες στα χέρια λίγων ιδιοκτητών, με αποτέλεσμα η διαπραγμάτευσή τους να μην είναι συχνή, σε σημείο τέτοιο που ακόμη και διαδοχικές συνεδριάσεις να μην περιλαμβάνουν καμία συναλλαγή των μετοχών Καρέλια.

Κοιτώντας πίσω στο χρόνο, δεν θα μπορούσαμε να αγνοήσουμε τη μεγάλη πορεία ενός διαχρονικού σήματος: του Καρέλια Φίλτρου Κασετίνα που έχει πρωταγωνιστήσει στην ιστορία όχι μόνο της Καρέλια Α.Ε. αλλά και της ίδιας της Ελλάδας. Από το 1957 που κυκλοφόρησε για πρώτη φορά, αυτή η τόσο αναγνωρίσιμη συσκευασία αποτελεί σήμα-σταθμό και σημείο αναφοράς μιας ολόκληρης εποχής. Ήταν φυσικό επακόλουθο, όταν η Καρέλια Α.Ε. αποφάσισε να

Εικόνα 1



δημιουργήσει το επόμενο διαχρονικό τσιγάρο της, να εμπνευστεί από την ίδια της την ιστορία.

Πηγή: [www.karelia.gr](http://www.karelia.gr)

Τον Οκτώβριο του 1995 λανσάρεται η κασετίνα George Karelias and Sons, σε δύο εκδοχές (full flavor και άφιλτρο), ενώ το 1997 ήδη κάνει την εμφάνισή του το εξελιγμένο προϊόν καθώς κυκλοφορεί και η κασετίνα στην πιο ελαφριά εκδοχή της. Στην πορεία δημιουργήθηκε μια ολοκληρωμένη σειρά προϊόντων που περιελάμβανε πέρα από τις κασετίνες, πακέτα, καπνό, τσιγαρόχαρτα κλπ.

Πιο συγκεκριμένα, Το 2006, κυκλοφόρησε το στριφτό καπνό GEORGE KARELIAS AND SONS ROLL YOUR OWN, γνωστό και ως RYO, το οποίο γρήγορα κατέκτησε ένα σημαντικό μερίδιο στην ελληνική αγορά. Ολόκληρη η σειρά George Karelias and Sons φαίνεται στην εικόνα 1.

Γενικότερα πέρα από την ποιότητα των προϊόντων, σπουδαίο ρόλο έπαιξε η παρουσίαση αυτών. Η εταιρεία επένδυσε αρκετά στην όμορφη συσκευασία έτσι ώστε να κεντρίζει το ενδιαφέρον του πιθανού πελάτη. Η συσκευασία από την πρώτη κασετίνα με το χρυσό χρώμα ως βασικό χαρακτηριστικό και μία διαχρονική σχεδιαστική προσέγγιση με ανάγλυφα στοιχεία, οι νέες κασετίνες δημιουργούν αξιοσημείωτη αίσθηση και κερδίζουν με την πρώτη τις εντυπώσεις και αυτό είχε άμεσο αντίκτυπο στις πωλήσεις που ήταν ιδιαίτερα καλές για νεοεισερχόμενο προϊόν.

Στην καλή πορεία και στην δημιουργία πιστών πελατών δεν βοήθησε μόνο η εντυπωσιακή εμφάνισή τους αλλά και η ποιότητά τους καθώς τα υψηλής ποιότητας καπνά Virginia κερδίζουν και τους πλέον απαιτητικούς καπνιστές. Η ποιότητα και το κύρος του νέου σήματος στην εσωτερική αγορά της Ελλάδας οδηγούν σε σύντομο διάστημα την εταιρεία να το τοποθετήσει σε specialist tobacconist shops στο Ηνωμένο Βασίλειο και τη Δανία.

Επίσης, βασισμένη στο γεγονός ότι εκατομμύρια ταξιδιώτες αγοράζουν οπωσδήποτε τσιγάρα ή καπνό και αναζητούν την αγαπημένη τους μάρκα στα καταστήματα αφορολογήτων ειδών σε τιμή duty-free, η ΚΑΡΕΛΙΑ έχει αναλάβει τη δέσμευση να καλύπτει με επάρκεια τις ανάγκες τους, παρέχοντάς τους τα κορυφαία σήματά της τα οποία ζητούν οι αγοραστές. Σήμερα, τα σήματα Καρέλια βρίσκονται σε πολλά από τα μεγαλύτερα αεροδρόμια του κόσμου, συμπεριλαμβανομένου του



Heathrow στο Λονδίνο, του Διεθνούς Αερολιμένα του Ντουμπάϊ, του Διεθνούς Αερολιμένα Incheon της Σεούλ, του Διεθνούς Αεροδρομίου «Ελ. Βενιζέλος» στην Αθήνα, του νέου Διεθνούς Αερολιμένα Suvarnabhumi της Μπανγκόκ, στην Ταϊλάνδη και των διεθνή αερολιμένων του Πεκίνου και του Χόνγκ Κόνγκ. Ακολουθούν τα γειτονικά Βαλκάνια και οι αφορολόγητες αγορές της Άπω Ανατολής (Σιγκαπούρη, Χονγκ Κονγκ, Κίνα, Ν. Κορέα) για να επεκταθεί τελικά η κυκλοφορία της και σε πρόσθετες αγορές στην υπόλοιπη Ευρώπη (Αυστρία, Τσεχία, Πορτογαλία, Βέλγιο, Κύπρο κ.α.).

Σε ένα έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον και με άλλα διεθνή σήματα να κυριαρχούν από χρόνια στις παγκόσμιες αγορές, οι κασετίνες George Karelias and Sons στέκονται δυναμικά, με μεγάλα όπλα τους την ανώτερη ποιότητα και την ξεχωριστή γεύση τους, ενισχύοντας ακόμα περισσότερο τη δυναμική και την αναγνωρισιμότητα του brand name της Καρέλια Α.Ε. Μέχρι το Δεκέμβριο του 2016, διατίθενται από ευρεία δίκτυα πώλησης σε 27 χώρες του εξωτερικού, τόσο στην εσωτερική όσο και στην αφορολόγητη αγορά. Με έναν προσεκτικά σχεδιασμένο συνδυασμό προωθητικών ενεργειών και προβολής σε επιλεγμένα σημεία λιανικής, οι πωλήσεις τους παρουσιάζουν διαρκή αύξηση (27% κατά την διάρκεια του 2016) με αντίστοιχη άνοδο στα μερίδια αγοράς τους.

Από την επιτυχή πορεία των George Karelias and Sons δεν μπορούμε να παραλείψουμε και τη σημαντική συμμετοχή του πολυτελούς σήματος George Karelias And Sons Excellence που ανεβάζει τον πήχη κομψότητας, πολυτέλειας και γεύσης ακόμα πιο ψηλά. Τοποθετείται στις διεθνείς μας αγορές το 2007 και αποτελεί την ιδανική premium επιλογή των καπνιστών. Τα George Karelias and Sons Excellence, στην εντυπωσιακή royal blue κασετίνα τους, κυκλοφορούν σε 15 χώρες, με ιδιαίτερη επιτυχία στο travel retail, σημειώνοντας κατά το 2016 αύξηση πωλήσεων 58%, έναντι του 2015.

Εικόνα 2



Πηγή: [www.karelia.gr](http://www.karelia.gr)

Επίσης η σειρά Karelia Slims πρωτοκυκλοφόρησε το 1995. Η πορεία είναι εκπληκτικά ανοδική και σήμερα είναι η οικογένεια με τις υψηλότερες διεθνείς πωλήσεις (Εικόνα 2).

Στο πλαίσιο αυτό, και μετά την αξιοσημείωτη επιτυχία που η εταιρεία είχε σημειώσει στην κατηγορία τσιγάρων slims με την οικογένεια Karelia Slims, το 2009 αποφάσισε πως ήταν η κατάλληλη στιγμή να εισέλθει δυναμικά και στην κατηγορία superslims τσιγάρων, η οποία παρουσίαζε μεγάλη δυναμική και ανάπτυξη. Η κυκλοφορία του Omé ήταν γεγονός.

Με γεύση που ξεχωρίζει και καπνά ανώτερης ποιότητας, το Omé έκανε την έκπληξη και για την κομψή, εξεζητημένη εμφάνισή του, σε ένα πακέτο που το χαρακτήριζε το σχήμα του και το χρώμα του. Λίγο μετά την κυκλοφορία του στην Ελλάδα, και με δεδομένη την απήχησή του στην εγχώρια αγορά, το Omé έκανε την αρχική του εμφάνιση το 2009 και στις διεθνείς μας αγορές, για να κατακτήσει σύντομα τα σημεία πώλησης σε Ηνωμένο Βασίλειο, Βουλγαρία, Ισπανία, Πορτογαλία κ.α. Η γεύση του και το ξεχωριστό του design ήταν αυτά που έκαναν αμέσως τους καπνιστές να το προτιμήσουν, ενισχύοντας δυναμικά και αποτελεσματικά το brand name Καρέλια στο εξωτερικό.

Μέχρι το Δεκέμβριο του 2015 το Omé διατίθεται σε 38 από τις διεθνείς μας αγορές, με τις πωλήσεις του να αυξάνονται συνεχώς. Υποστηριζόμενο από την προσεγμένη διανομή και τις κατάλληλες προωθητικές ενέργειες, το Omé κατόρθωσε να αυξήσει τις πωλήσεις του κατά 24% το 2015 έναντι της προηγούμενης χρονιάς, ενώ ιδιαίτερα σημαντική κρίνεται η πορεία του στην Ισπανία, τη Γαλλία, το Ηνωμένο

Βασίλειο, τη Βουλγαρία, την Τουρκία και την Αρμενία.



Εικόνα 3

Πηγή: [www.karelia.gr](http://www.karelia.gr)

Σε 4 εκδοχές (Omé, Omé Yellow, Omé White, Omé Menthol) που καλύπτουν και τους πλέον απαιτητικούς καπνιστές, το Omé αποτελεί αυτήν τη στιγμή ένα από τα πλέον αναγνωρίσιμα σήματα της Καρέλια Α.Ε. στο εξωτερικό, υπογραμμίζοντας την επιτυχημένη διεθνή παρουσία της Εταιρείας. Όλη η σειρά φαίνεται στην εικόνα 3.

Άλλα σημαντικά brands είναι τα KARELIA BLUE, τα OrientalMist, τα LEADER, τα Rex, τα AMERICAN LEGEND και φυσικά τα ΚΑΡΕΛΙΑ που φέρουν το σήμα της εταιρίας και είναι γραμμένο στα ελληνικά. Αυτές οι σειρές προϊόντων, όπως και τα προηγούμενα, κυκλοφορούν μέχρι και σήμερα στην αγορά.

Επίσης, πέρα από τη λαμπρή πορεία στον κλάδο της, η καπνοβιομηχανία ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε. ενδιαφέρεται για την κοινωνία και αυτό φαίνεται από τις κινήσεις εταιρικής κοινωνικής ευθύνης που πραγματοποιεί.

Πιο συγκεκριμένα, χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι η ΚΑΡΕΛΙΑ, συνδέει το όνομά της με το χώρο της τέχνης και του πολιτισμού καθώς αποτελεί πιστό χορηγό τους. Από τα πρώτα κιόλας βήματα, η ποιότητα, η καινοτομία και η πρωτοτυπία αποτελούσαν την ουσία της εταιρείας. Αυτές οι αδιαπραγμάτευτες αξίες ήταν που ώθησαν την Καπνοβιομηχανία Καρέλια να γίνει χορηγός των τεχνών και του πολιτισμού, μια παράδοση που διατηρήθηκε αναλλοίωτη μέχρι σήμερα.

Για παράδειγμα η Καπνοβιομηχανία Καρέλια ήταν ο ένας εκ των δύο Ελλήνων χορηγών οι οποίοι βοήθησαν να πραγματοποιηθεί η προσφορά στην ελληνική τέχνη στο Μουσείο του Λούβρου. Πιο συγκεκριμένα, ο κατάλογος του φημισμένου Μουσείου του Λούβρου στο Παρίσι πριν κάποια χρόνια απέκτησε και μία μετάφραση στα Νέα Ελληνικά. Στο παρελθόν δεν υπήρχε ελληνική μετάφραση

των κειμένων του, μολονότι που το Μουσείο διαθέτει την πλουσιότερη συλλογή ελληνικών αρχαιοτήτων στον κόσμο, μεταξύ των οποίων η Αφροδίτη της Μήλου, η Νίκη της Σαμοθράκης, η Κόρη της Σάμου, ακόμα και τμήματα του ναού του Ολυμπίου Διός και του Παρθενώνα. Αυτό έγινε διότι η εταιρεία έχει μακρά παράδοση στήριξης εκδηλώσεων που αποσκοπούν στην προώθηση του ελληνικού πολιτισμού και είναι υπερήφανη που συμμετείχε σε αυτό το ιδιαίτερα σημαντικό πολιτιστικό και καλλιτεχνικό γεγονός.

Στην κοινωνική συνεισφορά επίσης αξίζει να συμπεριλάβουμε τις δράσεις του Ιδρύματος Γ. και Β. Καρέλια. Το συγκεκριμένο ίδρυμα έχει ιδιαίτερη κοινωνική συνεισφορά. Γνωστό έχει γίνει στο χώρο της εκπαίδευσης για τις υποτροφίες του Επιβραβεύουν νέους ανθρώπους που ενδιαφέρθηκαν να αναπτύξουν το εκπαιδευτικό τους υπόβαθρο. Από το 2004 έως το 2016 έχουν δοθεί συνολικά 366 υποτροφίες, 120 υποτροφίες εσωτερικού και 246 υποτροφίες εξωτερικού.

Γνωστή έχει γίνει τα τελευταία χρόνια και για τα «μπόνους» που μοιράζει στους εργαζομένους της. Πιο συγκεκριμένα σε μια περίοδο όπου πολλές επιχειρήσεις βάζουν λουκέτο, απολύουν εργαζομένους ή καθυστερούν να τους πληρώσουν λόγω κρίσης ή χρησιμοποιώντας την κρίση ως πρόφαση η «Καπνοβιομηχανία ΚΑΡΕΛΙΑΣ» ανακοινώνει την χορήγηση περισσότερων από 2,8 εκατομμυρίων ευρώ σε μορφή μπόνους για τους εργαζόμενους.

Την ανακοίνωση αυτή έκανε ο Διευθύνων Σύμβουλος κ. Ανδρέας Καρέλιας στην πρωτοχρονιατική εορτή της εταιρείας. Οι παροχές αυτές, μεταξύ άλλων ήταν:

- 200 ευρώ επίδομα γαλοπούλας για κάθε εργαζόμενο στην εταιρεία,
- 800 ευρώ επίδομα παρουσίας για κάθε εργαζόμενο που δεν έλειψε ούτε μια μέρα από την εργασία του,
- 1.400 ευρώ για κάθε εργαζόμενο που έχει παιδιά που σπουδάζουν σε κρατικό Πανεπιστήμιο ή Τ.Ε.Ι.
- 500 ευρώ σε κάθε εργαζόμενο που τα παιδιά του πέρασαν στο Πανεπιστήμιο ή Τ.Ε.Ι.
- Ένα φορητό υπολογιστή Apple σε κάθε παιδί που πέρασε στο Πανεπιστήμιο ή Τ.Ε.Ι.

- 800 ευρώ οικονομική ενίσχυση σε εργαζόμενους με μηνιαίες αποδοχές πάνω από 1.700 ευρώ,
- 1.500 ευρώ οικονομική ενίσχυση σε εργαζόμενους με μηνιαίες αποδοχές 1.200 έως 1.699 ευρώ,
- 2.500 ευρώ οικονομική ενίσχυση σε εργαζόμενους με μηνιαίες αποδοχές κάτω από 1.199 ευρώ,
- 750 ευρώ σε εργαζόμενους που έχουν από 3 ανήλικα παιδιά και μηνιαίες αποδοχές από 1.201 έως 1.699 ευρώ
- 450 ευρώ / ανήλικο παιδί για τους εργαζομένους που έχουν από 2 ανήλικα παιδιά και πάνω και μηνιαίες αποδοχές έως 1.199 ευρώ.

Οι παροχές αυτές δόθηκαν καθαρές γιατί η Εταιρεία κάλυψε τους φόρους και τις κρατήσεις που αναλογούν στους εργαζόμενους από τις παροχές αυτές. Ο Διευθύνων σύμβουλος ανέφερε ότι αυτή πρωτοβουλία έγινε καθαρά για να ανταμείψει τους εργαζομένους και να τους ευχαριστήσει για την αφοσίωση που δείχνουν στην εταιρία αλλά και που βοήθησαν να διαγράψει αυτή την πορεία την χρονιά που πέρασε.

Τα μπόνους στους εργαζομένους ξεκίνησαν το 2014 και μέχρι σήμερα κάθε χρόνο τα «δώρα» συνεχίζονται και αυξάνονται με τον καιρό. Επίσης, σε συνδυασμό με τα προηγούμενα, πλέον υπάρχουν ειδικές κατηγορίες υποτρόφων που απευθύνεται ειδικά στα παιδιά των εργαζομένων και στους καταγόμενους από την Καλαμάτα, χωρίς ωστόσο αυτό να περιορίζει τους υπόλοιπους υποτρόφους.

## 2.2 Θέση – Διάρθρωση Σήμερα

Στη σύγχρονή της μορφή, η Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε. διατηρεί τον έντονα οικογενειακό της χαρακτήρα με ένα πολύ μικρό ποσοστό των μετοχών να διαπραγματεύονται δημόσια στο χρηματιστήριο. Σε αυτό τον μικρό αριθμός συναλλαγών βοηθά και η υψηλή τιμή ανά μετοχή που διατηρεί η εταιρία. Ωστόσο, αυτό δεν αποτελεί εμπόδιο για την αξιοπρεπέστατη διεθνή παρουσία της και την πανίσχυρη συμμετοχή της σε πάνω από 65 αγορές καπνού.

Ως η μεγαλύτερη εταιρία καπνικών προϊόντων στην Ελλάδα, προωθεί μια σειρά από σήματα, διαφορετικών προϊόντων. Μάλιστα, θεωρεί την καθιέρωση σημάτων ως μια βασική δραστηριότητά της. Πιο χαρακτηριστικά τα πολυτελή George Karelias and Son, τα λεπτά Karelia Slims και τα πολύ λεπτά Omé, τα Karelia Family, τα στριφτά Oriental Mist. Τα παραπάνω συμπληρώνονται από το τύπου American Blend χαρμάνι American Legend, τα Leader, τα Rex με καπνά Virginia και τα ΚΑΡΕΛΙΑ.

Ασφαλώς, η παραγωγή των τσιγάρων αυτών προϋποθέτει σύγχρονο εξοπλισμό. Το εργοστάσιο της Καρέλια είναι ιδιαίτερα σύγχρονο, ενώ εντύπωση προκαλεί ότι η Καρέλια αποτελεί την πρώτη μη – πολυεθνική εταιρία παγκοσμίως που διαθέτει και αξιοποιεί το πιο γρήγορο μηχάνημα για την παρασκευή και συσκευασία τσιγάρων, που μπορεί να επιτύχει ρυθμούς 16000 τσιγάρων ανά λεπτό. Σήμερα, το εργοστάσιό της καπνοβιομηχανίας στην Καλαμάτα λειτουργεί με τον πλέον σύγχρονο ηλεκτρονικό εξοπλισμό και με υψηλής τεχνολογίας συστήματα ποιοτικού ελέγχου, σε κάθε στάδιο της παραγωγικής διαδικασίας.

Από το φύλλο καπνού μέχρι το έτοιμο τσιγάρο, η τελευταία λέξη της τεχνολογίας εγγυάται την πλήρωση των διεθνών προδιαγραφών που είναι ζωτικής σημασίας για τη διατήρηση της ηγετικής μας θέσης στον κλάδο της παραγωγής τσιγάρων και της διάθεσής τους στην παγκόσμια αγορά.

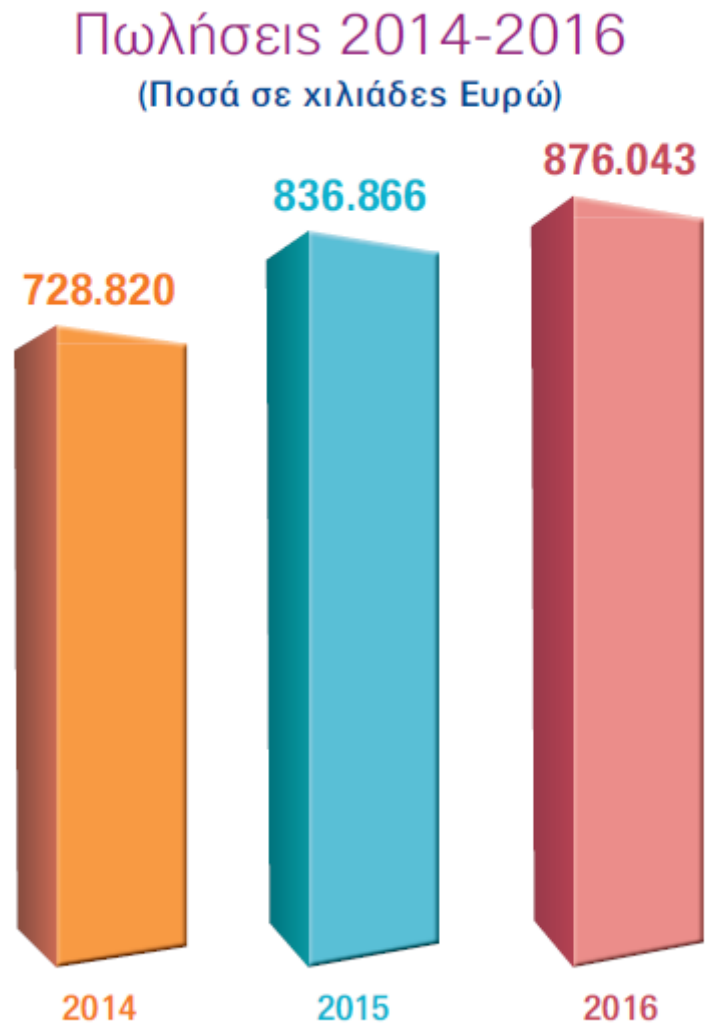
Η παραγωγή για την εταιρία ξεκινά από την επιλογή καπνών από τις καλύτερες καπνοπαραγωγικές χώρες και την αποθήκευσή τους. Στην πορεία αναμειγνύονται τα χαρμάνια και κόβονται, ώστε να κατασκευαστούν τα τσιγάρα. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι η Καρέλια, άμεσα ή μέσω θυγατρικών, διανέμει και

εμπορεύεται τα καπνικά της προϊόντα σε όλο τον κόσμο. Το δίκτυο πωλήσεών της είναι ιδιαίτερα ισχυρό και το θεωρεί βασικό στοιχείο της δραστηριότητάς της.

Ένα άλλο στοιχείο που μας εντυπωσιάζει σχετικά με την Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε. (αν και καθιστά μια σειρά αριθμοδεικτών εντελώς ανεφάρμοστη) είναι η αποχή της από το δανεισμό. Το παθητικό αποτελείται σχεδόν εξ ολοκλήρου από ίδια κεφάλαια, ενώ οι πιστώσεις από τράπεζες και ομόλογα είναι μηδενικές ή σχεδόν μηδενικές σε όλα τα έτη που μελετιούνται σε αυτή την εργασία. Το γεγονός αυτό είναι εκπληκτικό αν λάβει κανείς υπόψη του ότι μελετώνται τα χρόνια από το 2011 έως το 2016 που είναι μια δύσκολη οικονομική περίοδος για τις εγχώριες επιχειρήσεις και την οικονομία γενικότερα..

Σύμφωνα με τα δημοσιευμένα στοιχεία, η συνολική δραστηριότητα της εταιρίας οδηγεί σε πωλήσεις ύψους 876 εκατομμυρίων ευρώ και κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων 91 εκατομμύρια ευρώ. Πρόκειται για πολύ σημαντικά μεγέθη, ιδιαίτερα αν ληφθεί υπόψη ο οικογενειακός χαρακτήρας της εταιρίας, η θέση της έδρας της, που δεν είναι άλλη από την Ελλάδα και μάλιστα όχι την πρωτεύουσα, την Αθήνα αλλά την Ελληνική περιφέρεια και μάλιστα τη Καλαμάτα. Σημαντικός επίσης είναι και ο ισχυρός ανταγωνισμός που αντιμετωπίζει από παντοδύναμες πολυεθνικές, τόσο διεθνώς, όσο και σε εγχώριο επίπεδο, όπως για παράδειγμα με τη Phillip Morris να εμπλέκεται μέσω του Παπαστράτου στην ελληνική αγορά.

Πιο αναλυτικά, οι συνολικές πωλήσεις βαίνουν αύξουσες τα τελευταία τρία χρόνια, όπως φαίνεται και στο σχήμα (Γράφημα 1).



Άλλη μία προφανής δυσκολία είναι η αύξηση της φορολογίας και του παράνομου εμπορίου καπνικών προϊόντων στην Ελλάδα, που αποτελεί και τη χώρα – βάση της Καρέλια Α.Ε., με αποτέλεσμα να υποχωρούν ελαφρά οι εγχώριες πωλήσεις της. Παρά το γεγονός αυτό, οι εισφορές στο ελληνικό δημόσιο και τα Ασφαλιστικά Ταμεία άγγιξαν τα 539 εκατομμύρια ευρώ, ποσό εντυπωσιακά υψηλό σε μια περίοδο περιορισμένων εσόδων για το δημόσιο.

Σε ότι αφορά το εμπορικό ισοζύγιο και τα συναλλαγματικά αποθέματα, η Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε. συνεισέφερε μια ογκώδη εισροή 175 εκατομμυρίων ευρώ συναλλάγματος από διεθνείς πωλήσεις σε πάνω από 65 χώρες σε όλο τον κόσμο.

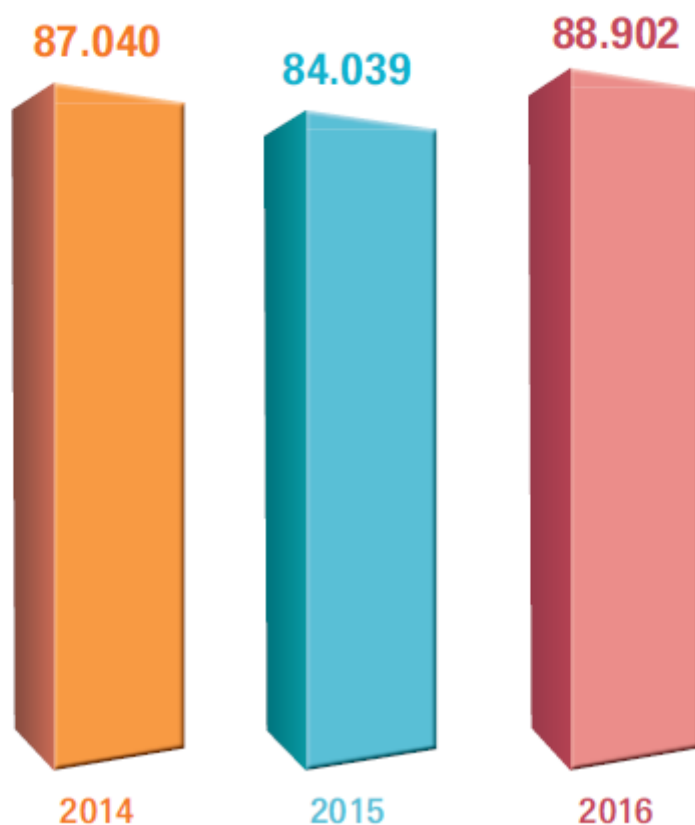


Σε ότι αφορά τους ίδιους τους μετόχους, επί σειρά ετών καταφέρνει να αποδώσει υψηλά κέρδη ανά μετοχή, εκ των οποίων σημαντικό τμήμα αποδίδει και ως μέρισμα. Ασφαλώς, δεν είναι όλες οι χρονιές το ίδιο κερδοφόρες. Όπως φαίνεται, τα κέρδη προ φόρων υποχώρησαν το 2015 αλλά ανέκαμψαν και πάλι το 2016, δείχνοντας ότι η Καρέλια παραμένει μια σταθερά κερδοφόρα επιχείρηση με υψηλές μερισματικές αποδόσεις.

Σημαντικό είναι να αναφέρουμε ότι παρά την μικρή, σχετικά, μείωση των κερδών, η εταιρία και τη χρονιά 2015 και το 2016 έδωσε τα «bonus» στους εργαζομένους, μια παράδοση που ξεκίνησε το 2014.

Γράφημα 2: Κέρδη Προ φόρων 2014-2016

## Κέρδη προ φόρων 2014-2016 (Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ)



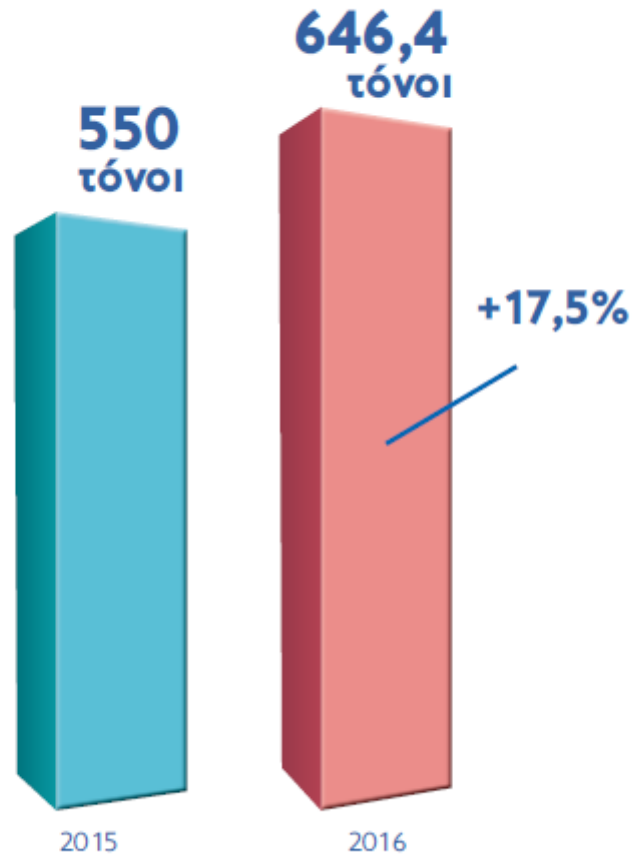
Παρ' ότι ο Ενοποιημένος Κύκλος Εργασιών του Ομίλου (μετά την αφαίρεση Ε.Φ.Κ. και Φ.Π.Α. καπνικών προϊόντων) υποχώρησε κατά 3,73% στα €217,25 εκατομμύρια το 2016, έναντι €225,67 εκατομμυρίων το 2015. Ωστόσο, αύξηση κατά 5,79% σημείωσαν τα κέρδη του Ομίλου (προ φόρων), φτάνοντας τα €88,902 εκατομμύρια το 2016, έναντι €84,039 εκατομμύρια το 2015. Η μικρή υποχώρηση που παρατηρείται στον Ενοποιημένο Κύκλο Εργασιών δεν επηρεάζει τη συνολικότερη θετική πορεία του Ομίλου τα τελευταία χρόνια.

Η σχετικά ευνοϊκή ισοτιμία Δολαρίου ΗΠΑ-Ευρώ, η συγκρατημένη διολίσθηση των τοπικών νομισμάτων και οι τιμές των προϊόντων στις χώρες όπου δραστηριοποιούμαστε, σε συνδυασμό με τις αποτελεσματικές πρωτοβουλίες μας για τη συγκράτηση των δαπανών μας, συνετέλεσαν στα θετικά αυτά αποτελέσματα.

Σε οργανική βάση, οι πωλήσεις των τσιγάρων της καπνοβιομηχανίας έφτασαν τα 15,07 δισεκατομμύρια το 2016, έναντι 16,13 δισεκατομμύρια το 2015, ενώ ο όγκος πωλήσεων των προϊόντων λεπτοκομμένου καπνού (RYO) εξακολούθησε να σημειώνει άνοδο, φτάνοντας τους 646,4 τόνους το 2016, αυξημένος κατά 17,5% σε σχέση με τους 550 τόνους του 2015. (Γράφημα 3)

Γράφημα 3: Πωλήσεις λεπτοκομμένου καπνού (RYO)

### ΣΥΝΟΛΟ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΚΑΠΝΟΥ RYO



Αν θέλαμε να συνοψίσουμε την επιχειρηματική δράση για την ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε για το 2016 θα λέγαμε ότι για μία ακόμη συνεχόμενη χρονιά, και μάλιστα είναι η μοναδική εταιρία που κατόρθωσε κάτι τέτοιο, πέτυχε να ισχυροποιήσει τις πωλήσεις της και τα μερίδια αγοράς των προϊόντων της στην ελληνική εσωτερική αγορά που όλο και συρρικνώνεται.

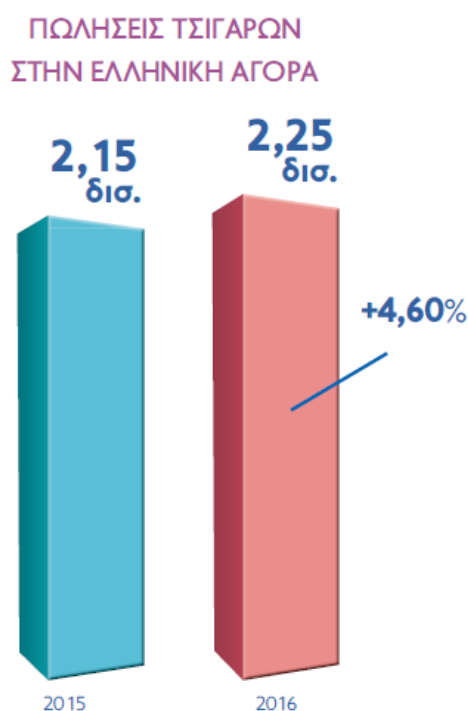
Επίσης, οι διεθνείς πωλήσεις στην Ε.Ε. και την Ασία σημείωσαν αύξηση, ενώ αντίθετα στη Βόρειο Αφρική, η απόδοση επηρεάστηκε από τις ισχυρές γεωπολιτικές αναταράξεις στην ευρύτερη περιοχή και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Ωστόσο, φαίνεται ότι αρκετά ευέλικτες ήταν οι θυγατρικές σε Ηνωμένο Βασίλειο και Τουρκία, ενώ εξαιρετικά ήταν τα αποτελέσματα που σημείωσε η εταιρία στην γειτονική Βουλγαρία.

Επίσης, σημαντική απόδοση και ισχυρή δυναμική έδειξαν στην χρονιά 2016 τα προϊόντα καπνού, τα GEORGE KARELIAS AND SONS ROLL YOUR OWN (RYO), όπου συνέχισαν να διευρύνουν τις πωλήσεις τους τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό.

Επίσης, κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους 2016, η εταιρία έθεσε σε εφαρμογή ένα σημαντικό επενδυτικό πρόγραμμα, ώστε να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις της αναθεωρημένης οδηγίας της Ε.Ε. για τα καπνικά προϊόντα τύπου TPD2.

Στα γενικότερα στοιχεία, εκτιμάται ότι το σύνολο της φορολογημένης ελληνικής αγοράς τσιγάρων ανέρχεται στα 14,97 δισεκατομμύρια ευρώ το 2016, σε σύγκριση με τα 15,48 δισεκατομμύρια ευρώ του 2015, που μεταφράζεται ως μείωση κατά 3,29%. Αντίστροφα με τη γενική πορεία, για μία ακόμη χρονιά, οι πωλήσεις των τσιγάρων της Καρέλια Α.Ε. σημείωσαν αύξηση, συγκεκριμένα κατά 4,6% από 2,15 δισεκατομμύρια ευρώ το 2015 σε 2,25 δισεκατομμύρια το 2016 (γράφημα 4).

Γράφημα 4: Πωλήσεις τσιγάρων εγχώρια



Το συνολικό μερίδιο αγοράς της Εταιρείας αυξήθηκε στο 15,04%, ενισχυμένο κατά 1,46% από το 2015. Σήμερα, 3 από τα 10 κορυφαία σήματα τσιγάρων στην Ελλάδα φέρουν την υπογραφή Καρέλια.

Γράφημα 5



Ενισχυτικά της πορείας των τσιγάρων της καπνοβιομηχανίας, εξαιρετική υπήρξε και η απόδοση των προϊόντων λεπτοκομμένου καπνού. Η ανοδική πορεία των George Karelias and Sons RYO, καθώς και το λανσάρισμα του νέου καπνού George Karelias and Sons Dark Blue οδήγησαν σε αύξηση πωλήσεων της τάξης του 12%. Το μερίδιο αγοράς της Καρέλια Α.Ε. αυξήθηκε στο 20,69%, καθιστώντας μας τη δεύτερη μεγαλύτερη καπνοβιομηχανία στην κατηγορία RYO (Γράφημα 5).

Οι διεθνείς μας πωλήσεις κατά το 2016 διατήρησαν τη δυναμική τους παρά τις πρωτοφανείς προκλήσεις που είχαμε να αντιμετωπίσουμε. Σε αυτές συμπεριλαμβάνονται οι γεωπολιτικές και οικονομικές εξελίξεις σε πολλές από τις αγορές του εξωτερικού, καθώς και η εφαρμογή της νέας Κοινοτικής Οδηγίας (TPD2), η οποία επηρέασε την εμφάνιση και τις συσκευασίες όλων των καπνικών προϊόντων στις αγορές εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Γράφημα 6



Στα τσιγάρα, ο συνολικός όγκος των διεθνών μας πωλήσεων ανήλθε στα 12,63 δισεκατομμύρια το 2016, μειωμένος κατά 8,48%, έναντι των 13,8 δισεκατομμυρίων τσιγάρων το 2015. Η υποχώρηση αυτή ισοσταθμίστηκε εν μέρει από τα ανοδικά αποτελέσματα που σημειώσαμε στην κατηγορία του λεπτοκομμένου καπνού (RYO), όπου τα σήματά της KARELIA, αύξησαν τις πωλήσεις και τα μερίδια αγοράς τους.

Η εταιρία KARELIA A.E. έχει ιδρύσει κατά καιρούς διάφορες θυγατρικές εταιρείες. Η πορεία τους κατά την τελευταία οικονομική χρήση διαμορφώνεται όπως αναλύεται στη συνέχεια.

➤ Ηνωμένο Βασίλειο: Karelia Tobacco Company (U.K.) Ltd.

Ο ισχυρός ανταγωνισμός στις τιμές λιανικής και η απόφαση του Ηνωμένου Βασιλείου να υιοθετήσει την ομοιόμορφη συσκευασία σε όλα τα καπνικά προϊόντα, ταυτόχρονα με τη νέα Κοινοτική Οδηγία, δημιούργησαν ένα δύσκολο επιχειρηματικό περιβάλλον στην εσωτερική αγορά της χώρας, με συνέπεια η Βρετανική θυγατρική της ΚΑΡΕΛΙΑ να καταγράψει μείωση στις πωλήσεις της. Αντίθετα, ανοδικά κινήθηκαν οι πωλήσεις των προϊόντων στα καταστήματα duty free των αεροδρομίων. Σε αυτό συνετέλεσε η αύξηση της ταξιδιωτικής κίνησης που προήλθε από την υποτίμηση της Λίρας Αγγλίας, ύστερα από το θετικό αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος για την έξοδο της χώρας από την Ε.Ε.

➤ Βουλγαρία: Karelia Bulgaria EOOD

Αύξηση πωλήσεων και αύξηση του μεριδίου αγοράς ήταν τα αποτελέσματα για την χρονιά 2016 για την θυγατρική της Βουλγαρίας. Το μερίδιο αγοράς αγγίζει το 20%. Η απόδοση των κορυφαίων στην κατηγορία τους προϊόντων Karelia Slims, Omé και George Karelias and Sons RYO -ο οποίος εκπροσωπεί το ένα τρίτο των συνολικών πωλήσεων στην αγορά του λεπτοκομμένου καπνού- συνεισέφερε, συνδυαστικά με τις ενέργειες προώθησης και πολιτικής τιμών, στη συνεχιζόμενη επιτυχημένη πορεία της εταιρίας.

➤ Τουρκία: Karelia Tutün Ve Ticaret A.Ş.

Η Τουρκία δεν είχε καλή πορεία για τη χρονιά 2016, όχι μόνο για την ΚΑΡΕΛΙΑ αλλά και γενικότερα. Οι πολιτικές εξελίξεις, η αστάθεια και η επικινδυνότητα ήταν ορισμένοι από τους λόγους που οδήγησαν σε μεγάλη πτώση του τουρισμού, πράγμα το οποίο επηρέασε αρνητικά και την απόδοση της θυγατρικής της ΚΑΡΕΛΙΑ στην Τουρκία. Παρ' όλα αυτά, θετικό είναι το γεγονός ότι, παρά την αρνητική της πορεία, εξαιτίας της γενικότερης πτωτικής πορείας του κλάδου, ισχυρή

εξακολουθεί να παραμένει η θέση της στην αγορά αφορολογήτων, έναντι διεθνών ανταγωνιστικών σημάτων.

➤ Ευρώπη

Στις περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι πωλήσεις των σημάτων της Καρέλια Α.Ε. εξακολούθησαν να καταγράφουν πολύ θετικά αποτελέσματα και το 2016. Στη Γαλλία, αυξήθηκε το μερίδιό αγοράς και κυρίαρχο ρόλο σε αυτό έπαιξε η σειρά προϊόντων Ομέ που εξακολουθεί να καταγράφει εξαιρετικές επιδόσεις.

Στην Ισπανία και την Πορτογαλία, η αύξηση στις πωλήσεις της καπνοβιομηχανίας ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε. υπήρξε ιδιαίτερα σημαντική χάρη στις ισχυρές επιδόσεις κυρίως των Ομέ και των Karelia Slims που εξακολούθησαν τη σταθερά ανοδική τους πορεία.

Εντυπωσιακή ήταν η αύξηση πωλήσεων των σημάτων της ΚΑΡΕΛΙΑ στην Αυστρία, με κορυφαία τα Karelia Slims. Επιπλέον αύξηση στις πωλήσεις και τα μερίδια αγοράς συναντάμε στις Κάτω Χώρες, τη Σλοβακία και την Τσεχία. Ωστόσο, μια μικρή παροδική υποχώρηση σημειώθηκε στην Κύπρο, κατά την περίοδο αναζήτησης νέου τοπικού συνεργάτη, που μάλλον οφείλεται σε αυτό και φαίνεται ήδη να έχει επανέλθει στα προηγούμενα επίπεδα.

Σε άλλες χώρες της Ευρώπης, αύξηση του όγκου πωλήσεων και των μεριδίων αγοράς διαπιστώνεται στην Αλβανία, χάρη στην πορεία τόσο των τσιγάρων όσο και του λεπτοκομμένου καπνού George Karelias and Sons.

Επίσης, στη Σερβία σημειώθηκε σημαντική αύξηση πωλήσεων, οι οποίες ενισχύθηκαν και από την τοποθέτηση νέων σημάτων. Στο Μαυροβούνιο, διαπιστώσαμε ότι υπήρξε μια διεύρυνση την γκάμα των προϊόντων της ΚΑΡΕΛΙΑ, με νέα σήματα, ενώ στην Κροατία οι πωλήσεις ήταν κατώτερες των προσδοκιών της εταιρίας χωρίς να υπάρχει κάποιος εμφανής λόγος εξήγησης ενώ σταθερότητα σημειώθηκε στις πωλήσεις της εταιρίας στην Αρμενία.. Ωστόσο, ανοδικές ήταν οι επιδόσεις των δημοφιλών σημάτων της εταιρίας και στις χώρες Βοσνία, Σκόπια, Αζερμπαϊτζάν αλλά και τη Γεωργία όπου τοποθετήθηκαν νέα προϊόντα.



➤ Μέση Ανατολή, Περσικός Κόλπος και Αφρική

Σύμφωνα με την έκθεση της εταιρίας, στη Μέση Ανατολή, κατά το 2016, βλέπουμε θετικά αποτελέσματα στην πλειοψηφία των αγορών, παρά τις πολιτικές αναταραχές που επηρέασαν την περιοχή. Αυξητικοί ήταν οι όγκοι πωλήσεων στο Λίβανο, στα καταστήματα αφορολογήτων του αεροδρομίου της Βηρυτού, καθώς και στο Ισραήλ. Ανοδική υπήρξε και η απόδοσή της ΚΑΡΕΛΙΑ και στην αγορά duty free του Περσικού Κόλπου, με αύξηση πωλήσεων να σημειώνεται στα καταστήματα του Διεθνούς Αερολιμένα του Κατάρ, ενώ στα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα δυναμική υπήρξε η παρουσία στα duty free του Διεθνούς Αερολιμένα του Ντουμπαί.

Στις αγορές της Βορείου Αφρικής, οι πωλήσεις της καπνοβιομηχανίας ΚΑΡΕΛΙΑ, υποχώρησαν λόγω των πολιτικών και οικονομικών αναταραχών που παρατηρήθηκαν. Ειδικότερα στην Αίγυπτο, η απόδοσή της εταιρίας δέχθηκε πιέσεις από τα τελευταία γεγονότα που επηρέασαν την τουριστική κίνηση, από την υποτίμηση του τοπικού νομίσματος, αλλά και από τη σημαντικότερη αύξηση της φορολογίας καπνού.

➤ Άπω Ανατολή

Τέλος, για την Άπω Ανατολή, σύμφωνα με την ετήσια έκθεση της εταιρίας, αναφέρεται για την Κίνα ότι υπήρχαν ανοδικές επιδόσεις των προϊόντων της ΚΑΡΕΛΙΑ κυρίως στα καταστήματα αφορολογήτων των διεθνών αεροδρομίων του Πεκίνου και της Σαγκάης. Αυτό ερμηνεύεται άμεσα και από την σημαντική αύξηση του αριθμού των ταξιδιωτών στους δύο αυτούς κόμβους κατά το 2016. Αναμενόμενη ήταν η υποχώρηση πωλήσεων στην αφορολόγητη αγορά της Νότιας Κορέας, που αποδίδεται στις πολιτικές εξελίξεις στην ευρύτερη περιοχή. Σε συνεργασία με έναν σημαντικό duty free operator, η εταιρία επέκτεινε την παρουσία των σημάτων της στην αγορά αφορολογήτων της Ινδονησίας και πιο συγκεκριμένα στο Διεθνή Αερολιμένα Νγκούρα Ράι του Μπαλί.

Καταληκτικά ως προς τη σημερινή κατάσταση της εταιρίας, θα ήταν παράλειψη να μην αναφερθεί το ανθρώπινο δυναμικό της. Πιο συγκεκριμένα, για την Καπνοβιομηχανία Καρέλια, οι άνθρωποι υπήρξαν ανέκαθεν σημαντικοί και αυτό είναι μια αρχή που ακολουθείται μέχρι και σήμερα. Οι παραδοσιακές αξίες της ομαδικής εργασίας και της εμπιστοσύνης επηρέασαν σημαντικά την ανάπτυξη της εταιρείας. Οι αρχές αυτές, ενσταλαγμένες από τα μέλη της οικογένειας που ίδρυσαν την επιχείρηση, δημιούργησαν ένα εργασιακό περιβάλλον που σέβεται, παρακινεί και ανταμείβει όλους όσοι εργάζονται σ' αυτήν.

Για αυτούς τους λόγους κυρίως η αναγνώριση των δεξιοτήτων, της αφοσίωσης και της συνεισφοράς του προσωπικού μας εξακολουθεί να αποτελεί θεμελιώδη αρχή της ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε. Η εταιρία θεωρεί ότι το ανθρώπινο δυναμικό ήταν και πάντοτε θα είναι ένα ζωτικής σημασίας πλεονέκτημα, καθώς το ταλέντο και η ενεργητικότητά του υπήρξαν καίριας σημασίας για τη δημιουργία των εξαιρετικών προϊόντων και της ποικιλίας σημάτων που απολαμβάνουν σήμερα οι πελάτες μας. Αυτός είναι και ο λόγος που κάθε χρόνο η εταιρία επιθυμεί να ανταμείβει τους εργαζομένους της για την συνεισφορά τους και για τη διατήρηση του καλού εργασιακού κλίματος.

### 3. Θεωρία Αριθμοδεικτών

Μία από τις πλέον διαδεδομένες και χρήσιμες μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης αποτελεί η χρήση αριθμοδεικτών. Κατά συνέπεια οι μέχρι σήμερα χρησιμοποιηθείσες μέθοδοι ανάλυσης συμπληρώνονται με τη χρησιμοποίηση των αριθμοδεικτών, οι οποίοι αποτελούν σημαντικό εργαλείο στην ερμηνεία των οικονομικών στοιχείων των οικονομικών μονάδων.

Αριθμοδείκτης είναι η σχέση δύο λογικά συνδεόμενων μεγεθών η οποία εμφανίζεται σαν λόγος ή σαν εκατοστιαία αναλογία. Είναι αυτονόητο, ότι δύο μεγέθη του ισολογισμού τυχαία παρμένα για να συστήσουν αριθμοδείκτη, πιθανώς δεν θα έχουν καμιά αξία για τον μελετητή, αν δεν υπάρχει καμία λογική σχέση μεταξύ τους. Λέγοντας αριθμοδείκτης εννοούμε την απλή σχέση ενός κονδυλίου του ισολογισμού ή της καταστάσεως αποτελεσμάτων χρήσεως ως προς ένα άλλο, και εκφράζεται μέσα από μία απλή μαθηματική μορφή (Νιάρχος, 2004).

Η ανάγκη να γίνεται άμεσα αντιληπτή, τόσο η πραγματική αξία όσο και η σπουδαιότητα των απόλυτων μεγεθών είναι ο κύριος λόγος που οδήγησε στην συστηματική χρησιμοποίηση των αριθμοδεικτών. Ωστόσο, για να έχει ένας αριθμοδείκτης αξία θα πρέπει να εκφράζει σχέσεις που παρουσιάζουν ενδιαφέρον οικονομικό και μέσα από αυτούς μπορούμε να οδηγηθούμε σε συγκεκριμένα συμπεράσματα. Ο υπολογισμός και η παρουσίαση των διαφόρων αριθμοδεικτών, αποτελεί ένα είδος ανάλυσης το οποίο πολλές φορές ενδέχεται να παρέχει μόνο ενδείξεις. Για αυτό το λόγο ένας μεμονωμένος αριθμοδείκτης δεν μπορεί να μας δώσει από μόνος του μία πλήρη εικόνα της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης και θα πρέπει να συγκρίνεται ή να συνδυάζεται και με άλλους αντιπροσωπευτικούς ή πρότυπους αριθμοδείκτες.

Επομένως, όπως γίνεται αντιληπτό, οι αριθμοδείκτες είναι αλληλοεξαρτώμενοι και θα πρέπει να εξετάζονται σαν σύνολο. Πολλές φορές η βελτίωση ενός αριθμοδείκτη μπορεί να σημαίνει την επιδείνωση ενός άλλου ή άλλων αριθμοδεικτών, οι οποίοι είναι απαραίτητο να συνεξετάζονται πριν από οποιαδήποτε ερμηνεία. Επίσης, η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων με αριθμοδείκτες, πρέπει να τους συγκρίνει μεταξύ τους διαχρονικά και διεπιχειρησιακά,

δηλαδή με τους αντίστοιχους αριθμοδείκτες άλλων εταιριών του κλάδου (Αδαμίδης, 1998).

Η μέθοδος της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων με τη χρήση αριθμοδεικτών χρησιμοποιείται ευρέως από τους αναλυτές. Το πλεονέκτημά της μεθόδου αυτής είναι ότι η ανάλυσή με αριθμοδείκτες μπορεί να δώσει πληροφορίες με μεγάλη περιεκτικότητα για τις χρηματοοικονομικές συνθήκες μιας εταιρείας (Paleru, Healy και Bernard, 2004). Οι αριθμοδείκτες παρέχουν ένα προφίλ της επιχείρησης, τα οικονομικά χαρακτηριστικά και τις ανταγωνιστικές στρατηγικές τους, και τα μοναδικά λειτουργικά, χρηματοοικονομικά και επενδυτικά χαρακτηριστικά τους.

Οι αριθμοδείκτες που καταρτίζονται σε μια επιχείρηση, είναι πολύ χρήσιμοι και απαραίτητοι, γιατί βοηθούν στην ανάλυση, τη διάγνωση και εκτίμησης της παρούσας καταστάσεως και των συνθηκών της επιχειρήσεως, αποκτούν όμως μεγαλύτερη ωφέλεια και σπουδαιότητα σε ορισμένες περιπτώσεις. Για παράδειγμα όταν συγκρίνονται με προηγούμενα χρόνια, γίνονται αντιληπτές πραγματικά οι μεταβολές και η τάση των διαφόρων μεγεθών στην επιχείρηση ή επίσης όταν συγκρίνονται με ομοειδείς δείκτες άλλων συναγωνιστικών επιχειρήσεων στους οποίους καταρτίζουμε βάσει των δημοσιευμένων στοιχείων των επιχειρήσεων αυτών μπορούμε να έχουμε μια πιο πρακτική εικόνα σε σχέση με τον ανταγωνισμό. Σημαντικά είναι τα αποτελέσματα επίσης όταν συγκρίνονται με τους μέσους δείκτες του κλάδου, στον οποίο ανήκει η επιχείρηση μας (Κατσανίδης, 2005).

Εκτός από την χρησιμότητά τους υπάρχουν και περιορισμοί που θα πρέπει να ληφθούν υπ' όψη κατά τη χρησιμοποίηση των αριθμοδεικτών όπως:

- Οι συγκριτικοί δείκτες για συγκρίσεις μεταξύ εταιριών είναι περιορισμένοι στο περιεχόμενο της πληροφορίας του συνόλου των οικονομικών καταστάσεων.
- Τα αριθμητικά δεδομένα στο τέλος της χρήσης είναι στατικά και μπορεί να μην είναι δίκαια εικόνα κανονικών σχέσεων όταν η επιχείρηση είναι εποχιακή.
- Υπάρχει ανεπαρκής τυποποίηση στην κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων. Αυτό είναι ιδιαίτερα σχετικό με την ανάλυση δεικτών διότι

οι συγκρίσεις είναι σημαντικές μόνο όταν οι δείκτες υπολογίζονται από χρηματοοικονομικά δεδομένα που έχουν καταρτισθεί στην ίδια βάση.

- Οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών συνήθως δεν είναι διαθέσιμες αμέσως με το κλείσιμο του οικονομικού έτους. Η έγκαιρη κατάρτιση των αριθμοδεικτών για συγκρίσεις εξαρτάται από την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων. (Jones,2006)

### 3.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Αρχικά θα αναλύσουμε τους αριθμοδείκτες Ρευστότητας. Στην ουσία έχουμε τρεις υποκατηγορίες:

1. Δείκτης Γενικής Ρευστότητας
2. Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας
3. Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας

#### ➤ Γενική Ρευστότητα

Ο Δείκτης Γενικής Ρευστότητας είναι ο προσδιορισμός της ικανότητας της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της (Κάντζος, 2002). Η εκπλήρωση των υποχρεώσεων μιας εταιρείας και η ύπαρξη επαρκών διαθεσίμων αποτελούν βασικά στοιχεία για να θεωρηθεί η οικονομική κατάσταση αυτής καλή, και η λειτουργία της θα είναι ομαλή. Όταν μια εταιρεία δεν μπορεί να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της έχει αντίκτυπο στους συναλλασσόμενους με αυτήν (προμηθευτές, τράπεζες, πιστωτές κ.α.) και γενικά στη φήμη της.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης ρευστότητας, τόσο καλύτερη από πλευράς ρευστότητας, είναι η θέση της επιχείρησης. Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας παρέχει επίσης ένδειξη του βαθμού ασφαλείας, με τον οποίο βραχυχρόνιες πιστώσεις μπορεί να χορηγηθούν στην επιχείρηση από τους πιστωτές της, δηλαδή αντανakλά την τρέχουσα ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στην πληρωμή των καθημερινών απαιτητών υποχρεώσεών της.

Ο τρόπος υπολογισμού προκύπτει διαιρώντας το σύνολο των κυκλοφοριακών στοιχείων, δηλαδή το σύνολο των Διαθεσίμων, των Απαιτήσεων και των Αποθεμάτων μιας οικονομικής μονάδας, δηλαδή το Κυκλοφορούν Ενεργητικό, με το σύνολο των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων της.

Ο τύπος διαμορφώνεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Αν ο αριθμοδείκτης είναι αρκετά υψηλός, τότε δεν κρίνεται απαραίτητος ο προσδιορισμός των παραπάνω αριθμοδεικτών. Εκείνο όμως που πρέπει να τονιστεί στο συγκεκριμένο σημείο είναι ότι, επειδή το μέγεθος του αριθμοδείκτη αυτού εξαρτάται από πολλούς και ποικίλους παράγοντες, μεταξύ των οποίων το είδος της κάθε επιχειρήσεως, η ποιότητα των κυκλοφοριακών της στοιχείων, η αμεσότητα των τρεχουσών υποχρεώσεων της και η ευκαμψία των αναγκών της σε κεφάλαια κινήσεως, ο βαθμός ρευστότητας αυτής θα πρέπει να εξετάζεται σε συνδυασμό με αυτούς τους παράγοντες. Ο Δείκτης αυτός πρέπει να λαμβάνει τιμές  $>1$ . Όσο πιο μεγάλος ο δείκτης τόσο μεγαλύτερο το «περιθώριο ασφάλειας» των βραχυπρόθεσμων δανειστών της επιχείρησης. Ένας δείκτης 2 θεωρείται πολύ καλός.

#### ➤ Ειδική Ρευστότητα

Ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας δείχνει πόσες φορές τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της οικονομικής μονάδας (μετρητά, καταθέσεις, χρεώγραφα και απαιτήσεις) καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Βασική διαφορά με τον προηγούμενο δείκτη, τον Γενικής Ρευστότητας, είναι ότι δεν περιλαμβάνει όσα στοιχεία δεν είναι άμεσα ρευστοποιήσιμα.

Ο τρόπος με τον οποίο υπολογίζεται είναι το πηλίκο της διαιρέσεως του συνόλου των ταχέως ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων μιας επιχειρήσεως, δηλαδή μετρητά στο ταμείο, τραπεζικές καταθέσεις, χρεώγραφα και απαιτήσεις, με το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της.

Ο τύπος διαμορφώνεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας} = \frac{\text{Απαιτήσεις} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Στα διαθέσιμα περιλαμβάνονται και τα εισηγμένα στο χρηματιστήριο χρεώγραφα και γενικά τα ισοδύναμα με μετρητά στοιχεία. Όλα τα περιλαμβανόμενα στον αριθμητή του κλάσματος στοιχεία είναι δυνατό να μετατραπούν γρήγορα σε χρήμα, στην ονομαστική τους αξία, δηλαδή στην αξία που αναγράφονται στα βιβλία της επιχειρήσεως, πλην των απαιτήσεων που συχνά δεν είναι εύκολα και γρήγορα μετατρέψιμες σε χρήμα.

Ένας υψηλός αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας, λόγω μεγάλων αποθεμάτων, δεν προσδίδει ρευστότητα στην επιχείρηση. Ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας αποτελεί καλύτερη ένδειξη της ικανότητας μιας επιχειρήσεως να εξοφλεί τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Αν τα αμέσως ρευστοποιήσιμα στοιχεία μιας επιχειρήσεως είναι ίσα ή μεγαλύτερα των τρεχουσών υποχρεώσεων, τότε, θεωρητικά η επιχείρηση έχει καλή τρέχουσα οικονομική κατάσταση.

Ένας αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας γύρω στη μονάδα θεωρείται ικανοποιητικός μόνον αν στις απαιτήσεις της εταιρίας δεν περιλαμβάνονται επισφαλείς απαιτήσεις και αν η περίοδος εισπράξεως των απαιτήσεων της επιχειρήσεως και εξοφλήσεως των υποχρεώσεων της είναι περίπου ίσες.

Ένας αριθμοδείκτης μικρότερος της μονάδας δείχνει ότι τα αμέσως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχειρήσεως είναι ανεπαρκή για να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Αποτέλεσμα η επιχείρηση να εξαρτάται από τις μελλοντικές της πωλήσεις προκειμένου να εξασφαλίσει επαρκή ρευστότητα.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί, ότι μια διαφορά μεταξύ των αριθμοδεικτών γενικής και ειδικής ρευστότητας αποτελεί ένδειξη ότι υπάρχουν αυξημένα αποθέματα στην επιχείρηση.

➤ Άμεση Ρευστότητα

Ο Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας δείχνει την δυνατότητα της επιχείρησης να εξυπηρετήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της ρευστοποιώντας, τα αμέσως ρευστοποιήσιμα στοιχεία. Αφαιρούνται τα αποθέματα διότι αφ' ενός παρουσιάζουν μεταξύ των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων την μικρότερη ρευστότητα, αφ' ετέρου από την ρευστοποίηση των αποθεμάτων είναι πολύ πιθανό να προκύψει ζημία. Τιμή του δείκτη  $>1$  κρίνεται ικανοποιητική.

Ο Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας, δείχνει το μέτρο ρευστότητας μιας επιχείρησης και τα περιθώρια ασφάλειας, ώστε αυτή να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στην πληρωμή των καθημερινών απαραίτητων υποχρεώσεων. Όσο πιο προβλέψιμες είναι οι εισροές χρημάτων μιας επιχείρησης, τόσο είναι γενικότερα αποδεκτός ένας πιο χαμηλός δείκτης αν και αυτός είναι σε συνάρτηση κυρίως του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση. Οι επιχειρήσεις που ο δείκτης τους είναι μικρότερος της μονάδας δεν μπορούν να πληρώσουν τα τρέχοντα στοιχεία του παθητικού τους και πρέπει να εξεταστούν με προσοχή. Εάν οι οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης περάσουν την όξινη δοκιμή, αυτό δείχνει και την οικονομική ακεραιότητα της.

Ο τύπος διαμορφώνεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα αυτών}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$



## 3.2 Ταμειακός Κύκλος

Οι αριθμοδείκτες του Ταμειακού Κύκλου είναι περισσότερο περίπλοκοι καθώς στην ουσία για τον υπολογισμό του Ταμειακού κύκλου απαιτούνται οι υπολογισμοί τριών επιμέρους αριθμοδεικτών. Στην ουσία έχουμε τέσσερις αριθμοδείκτες:

1. Μέση Ηλικία Αποθέματος
2. Μέση Ηλικία Απαιτήσεων
3. Μέση Ηλικία Υποχρεώσεων
4. Ταμειακός Κύκλος

### ➤ Μέση Ηλικία Αποθέματος

Δείχνει πόσα γρήγορα αποκαθιστά η διοίκηση τα αποθέματα της και σε τι ποσότητες, σε σχέση με το κόστος των προϊόντων που έχει ήδη πουλήσει. Με τη βοήθεια αυτού του δείκτη καταλαβαίνουμε ή υποψιαζόμαστε τις εκτιμήσεις της διοίκησης, τις πιθανές παραγγελίες που έχει και τέλος ενσωματώνονται και οι τιμές των πρώτων υλών που τόσο πολύ επηρεάζουν τις βιομηχανικές εταιρίες αφού τόσο τα αποθέματα όσο και το κόστος πωλήσεων αποτιμώνται βάση και των τρεχουσών τιμών των πρώτων υλών.

Ο αριθμοδείκτης αυτός επιτρέπει να δούμε πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της μέσα στη χρήση. Χρησιμοποιείται δηλαδή για να διαπιστωθεί η ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα διατέθηκαν και αντικαταστάθηκαν κατά την διάρκεια της χρήσης. Αν διαιρέσουμε το 365 (συνολικές μέρες του έτους), με τον αριθμό αυτόν διαπιστώνουμε, τον αριθμό των ημερών που παρέμειναν τα αποθέματα στην επιχείρηση ώσπου να πωληθούν.

### *Μέση Τιμή Αποθέματος*

$$= \frac{\text{Απόθεμα αρχής Χρήσης} + \text{Απόθεμα τέλους Χρήσης}}{2}$$

➤ Μέση ηλικία Απαιτήσεων

Ο δείκτης αυτός δείχνει σε πόσες ημέρες η επιχείρηση περιμένει να εισπράξει τις απαιτήσεις της, από την στιγμή που πραγματοποιήθηκαν οι πωλήσεις. Όσο μικρότερος είναι ο χρόνος αυτός, τόσο μεγαλύτερη είναι η ταχύτητα είσπραξης, άρα μικρότερος ο χρόνος δέσμευσης των κεφαλαίων, καλύτερη η θέση της επιχείρησης από απόψεως χορηγουμένων πιστώσεων και μικρότερη η πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς απαιτήσεις.

Ο δείκτης αυτός δείχνει σε πόσες ημέρες η επιχείρηση περιμένει να εισπράξει τις απαιτήσεις της, από την στιγμή που πραγματοποιήθηκαν οι απαιτήσεις. Όσο μικρότερος είναι ο χρόνος αυτός, τόσο μεγαλύτερη είναι η ταχύτητα είσπραξης, άρα μικρότερος ο χρόνος δέσμευσης των κεφαλαίων, καλύτερη η θέση της επιχείρησης από απόψεως χορηγουμένων πιστώσεων και μικρότερη η πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς απαιτήσεις.

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης καταδεικνύει αν οι απαιτήσεις μιας επιχείρησης είναι πολύ μεγάλες σε σύγκριση με τις πωλήσεις της. Ανάλογος με την ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων είναι ο χρόνος δέσμευσης των απαιτήσεων. Μεγάλη ταχύτητα στην είσπραξη των απαιτήσεων σημαίνει μικρότερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες. Η παρακολούθηση της τάσης είναι διαχρονικά χρήσιμη για την αξιολόγηση της ποιότητας και της ρευστότητας των απαιτήσεων. Ο χρόνος είσπραξέως των απαιτήσεων μιας επιχείρησης επηρεάζεται από τους όρους χορηγήσεως των πιστώσεων στους πελάτες της. Ο υπολογισμός του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη αποτελεί τον καλύτερο τρόπο για να διαπιστωθεί αν οι απαιτήσεις μιας επιχείρησης είναι πολύ μεγάλες σε σύγκριση με τα υπόλοιπα κυκλοφοριακά της στοιχεία.

Ο τύπος του δείκτη διαμορφώνεται ως εξής:

*Μέση Ηλικία Απαιτήσεων*

$$= \frac{\text{Απαιτήσεις αρχής Χρήσης} + \text{Απαιτήσεις τέλους Χρήσης}}{2}$$

➤ Μέση ηλικία Υποχρεώσεων

Είναι το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της προμήθειας των Α' Υλών και άλλων δαπανών παραγωγής (π.χ. εργασία) απαραίτητων για την παραγωγή των τελικών προϊόντων και της πληρωμή αυτών των παραγωγικών συντελεστών.

Ο τύπος υπολογισμού της Μέσης Ηλικίας Υποχρεώσεων είναι:

*Μέση Ηλικία Υποχρεώσεων*

$$= \frac{\text{Υποχρεώσεις αρχής Χρήσης} + \text{Υποχρεώσεις τέλους Χρήσης}}{2}$$

➤ Ταμειακός κύκλος

Ο Κύκλος Κεφαλαίου Κίνησης – Ταμειακός Κύκλος της εταιρείας, ξεκινάει όταν η εταιρεία αγοράζει τις πρώτες ή βοηθητικές ύλες με μετρητά είτε με πίστωση από τους προμηθευτές της και λήγει όταν πουλάει τελικά προϊόντα παρέχοντας πίστωση, είτε λαμβάνοντας μετρητά. Ο Ταμειακός Κύκλος της Επιχείρησης, είναι ένας δείκτης ο οποίος μετρά το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί ανάμεσα στην πληρωμή προμηθευτών (μισθών και λοιπών δαπανών) που αφορούν στην παραγωγή προϊόντων, και την είσπραξη χρημάτων από την πώληση προϊόντων. Για το διάστημα αυτό η επιχείρηση πρέπει να χρηματοδοτήσει την παραγωγική διαδικασία με ίδια ή δανειακά κεφάλαια.

Ο τρόπος υπολογισμού είναι λίγο πιο σύνθετος καθώς ισούται με το άθροισμα της Μέσης Ηλικίας Αποθεμάτων \* 360 και της Μέσης Ηλικίας Απαιτήσεων \* 360 και αφαιρώντας τη Μέση ηλικία Υποχρεώσεων \* 360.

### 3.3 Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Οι δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης διαχωρίζονται σε τέσσερις επιμέρους αριθμοδείκτες ως εξής:

1. Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης
2. Δείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια
3. Δείκτης Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών
4. Δείκτης Εξυπηρέτησης Χρέους

➤ Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης

Ο δείκτης της Δανειακής Επιβάρυνσης δείχνει το ποσοστό των ξένων κεφαλαίων στα συνολικά κεφάλαια, οπότε διαπιστώνεται το μέγεθος της εξάρτησης της επιχείρησης από τις τράπεζες, τους προμηθευτές κλπ.

Ο δείκτης αυτός αυξάνεται όταν:

- τα νέα πάγια στοιχεία καθώς και τα κυκλοφορούντα στοιχεία χρηματοδοτούνται από ξένα κεφάλαια.
- τα ξένα κεφάλαια αυξάνουν κατά εντονότερο ρυθμό απ' ότι τα ίδια κεφάλαια.
- αυξάνονται τα χρέη σε τρίτους (σε προμηθευτές, σε τραπεζικά δάνεια κλπ.) λόγω επένδυσης σε αποθέματα και σε απαιτήσεις (πελάτες κλπ.), χωρίς ν' αυξάνονται ανάλογα τα ίδια κεφάλαια.

Αντίστοιχα, ο δείκτης μειώνεται όταν:

- Όταν τα νέα πάγια και κυκλοφορούντα στοιχεία χρηματοδοτούνται από ίδια κεφάλαια.
- Όταν τα ίδια κεφάλαια αυξάνουν κατά εντονότερο ρυθμό απ' ότι τα ξένα κεφάλαια.
- Όταν τα πάγια και τα κυκλοφορούντα στοιχεία εξοφλούνται εξολοκλήρου ή κατά κύριο λόγο από ίδια κεφάλαια.

- Όταν αυξάνουν τα ίδια κεφάλαια από νέες εισφορές (με αύξηση του κεφαλαίου κλπ.).

Υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε το σύνολο των δανείων της επιχείρησης, όπως εμφανίζονται στον ισολογισμό με το σύνολο του ενεργητικού. Ο δείκτης αυτός δείχνει την σχέση των δανείων προς το σύνολο των κεφαλαίων κάθε μορφής που χρησιμοποιούνται με οποιονδήποτε τρόπο από την επιχείρηση. Χρησιμεύει στην εκτίμηση της δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης. Ο βαθμός δανειακής επιβάρυνσης αυξάνεται όταν μέσα στην χρήση διανέμονται αποθεματικά που είχαν σχηματιστεί κατά τις προηγούμενες χρήσεις ή όταν μειώνονται τα ίδια κεφάλαια και αυξάνονται τα ξένα. Από την άλλη πλευρά ο βαθμός δανειακής επιβάρυνσης μειώνεται όταν αυξάνουν τα ίδια κεφάλαια (με εισφορές, με κέρδη κλπ.) και μειώνονται τα ξένα κεφάλαια ή όταν εξοφλούνται διάφορες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Ο τύπος υπολογισμού του Δείκτη Δανειακής Επιβάρυνσης είναι:

$$\text{Δανειακή Επιβάρυνση} = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

#### ➤ Δείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια

Δείχνει την σχέση των ιδίων κεφαλαίων προς τα ξένα κεφάλαια της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης (και πάνω από το 100 ), τόσο υπερχρεωμένη είναι η επιχείρηση. Χρησιμοποιείται από τους δανειστές της επιχείρησης για να εκτιμήσουν τον βαθμό ασφάλειας που τους εξασφαλίζουν τα ίδια κεφάλαια , αλλά και από την διοίκηση και τους μετόχους της επιχείρησης για να διαπιστώσουν το επίπεδο στο οποίο έχει φθάσει η χρήση κεφαλαιακής μόχλευσης.

Ένας υψηλός αριθμοδείκτης ξένων προς ιδίων κεφαλαίων δείχνει ότι υπάρχει μεγάλη πιθανότητα οικονομικής δυσκολίας για την εξόφληση των υποχρεώσεων μιας επιχείρησης, Αντίθετα, ένας πολύ χαμηλός αριθμοδείκτης αποτελεί ένδειξη μιας μη επικίνδυνης κατάστασης, επειδή υπάρχει μικρό ποσοστό να προκύψουν μεγάλες

ζημίες στην επιχείρηση. Έτσι όταν τα ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης είναι πολύ λίγα, σε σύγκριση με τις υποχρεώσεις της, τότε τυχόν μείωση των πωλήσεων, συνοδευόμενη από μικρές ζημίες, μπορεί να αυξήσει τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Κατά τη σύγκριση του αριθμοδείκτη αυτού, για μια σειρά ετών, οι διαφορές μεταξύ επιχειρήσεως αυτού του κλάδου, που τυχόν παρατηρούνται, ενδέχεται να οφείλονται είτε στην αξία των παγίων και στο ύψος των διενεργούμενων αποσβέσεων, είτε στην ακολουθημένη πολιτική κάθε μιας επιχειρήσεως.

Ο τύπος υπολογισμού διαμορφώνεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης Ξένων προς Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

➤ Δείκτης Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών

Δείχνει την δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργεί έσοδα τέτοια που να έχει την δυνατότητα να πληρώνει εκτός από όλα τα άλλα έξοδα που χρειάζεται για να λειτουργήσει και τα χρηματοοικονομικά έξοδα.

Ο τύπος υπολογισμού του Δείκτη Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών διαμορφώνεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης προ Χρηματοοικονομικών Εξόδων}}{\text{Ίδια Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}$$

➤ Δείκτης Εξυπηρέτησης Χρέους

Σε ότι αφορά τον αριθμοδείκτη εξυπηρέτησης χρέους, συγκρίνονται τα κέρδη προ φόρων χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων (ΚΠΤΦΑ) με τους τόκους δανείων και αποπληρωμής χρέους. Όπως είναι προφανές, αν αυτός ο δείκτης είναι κάτω της μονάδας η εταιρία έχει

σοβαρότατο πρόβλημα βραχυπρόθεσμης επιβίωσης. Το ίδιο ισχύει και για δείκτες μεγαλύτερους αλλά όχι πολύ πάνω από τη μονάδα. Αντίθετα, όταν δανεισμός της επιχείρησης είναι εξαιρετικά χαμηλός και η κερδοφορία πολύ υψηλή τότε υπάρχει ασφάλεια ως προς τη βραχυπρόθεσμη επιβίωση.

Ο τύπος υπολογισμού του Δείκτη Εξυπηρέτησης Χρέους διαμορφώνεται ως εξής:

$$\text{Δείκτης Εξυπηρέτησης Χρέους} = \frac{\text{ΚΠΤΦΑ}}{\text{Τόκοι Δανείων και αποπληρωμής Χρέους}}$$

### 3.4 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Οι αριθμοδείκτες που αφορούν την Αποδοτικότητα χωρίζονται σε τρεις επιμέρους κατηγορίες ως εξής:

1. Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων - ROE
2. Απόδοση Απασχολούμενων Κεφαλαίων
3. Μέσο επιτόκιο Δανεισμού

#### ➤ ROE

Απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι ένας χρηματοοικονομικός δείκτης που δείχνει πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί μια εταιρεία τα κεφάλαια της για να δημιουργήσει πρόσθετα έσοδα (κέρδη), και εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες.

Χρησιμοποιείται ως ένδειξη αποτελεσματικότητας μιας εταιρείας, δηλαδή πόσο κέρδος μπορεί να παράγει χρησιμοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους που επενδύθηκαν από τους μετόχους της (μετοχικό κεφάλαιο) και τα αποθεματικά της. Οι επενδυτές συνήθως αναζητούν εταιρίες με υψηλή και αυξανόμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE).

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την κερδοφόρο δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Με άλλα λόγια, μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν. Δηλαδή, απαντά στο ερώτημα αν τα κεφάλαια που επένδυσαν οι φορείς της επιχείρησης αποδίδουν επαρκώς ή όχι. Είναι η σχέση μεταξύ των Καθαρών Κερδών και των Ιδίων Κεφαλαίων.

Προκειμένου να υπολογιστεί η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη τα καθαρά κέρδη μετά έκπτωση από αυτά της αμοιβής (τόκου) των επενδυθέντων κεφαλαίων (κόστος ευκαιρίας, π.χ. επιτόκιο καταθέσεων), του μισθού για την παρεχόμενη εργασία από τον επιχειρηματία και του ασφαλιστρού για τον διατρεχόμενο επιχειρηματικό κίνδυνο των ιδίων κεφαλαίων. Επίσης, η



αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων θα πρέπει να συνεκτιμάται με τη φύση της επιχείρησης, τη μέση αποδοτικότητα του κλάδου, καθώς και την παγιοποίηση. Στις επιχειρήσεις «εντάσεως» εργασίας ο αριθμοδείκτης μπορεί να εξαιρετικά υψηλός. Το αντίστροφο ισχύει στις επιχειρήσεις «εντάσεως» παγίων.

Για τον συγκεκριμένο αριθμοδείκτη ιδανικά η επιχείρηση αναζητά ένα μεγάλο ποσοστό. Γενικά, ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ένας από τους πιο σημαντικούς αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της συνολικής απόδοσης της εταιρείας. Δεδομένου ότι ο κύριος στόχος της επιχείρησης είναι να μεγιστοποιήσει τα κέρδη, η αναλογία αυτή δείχνει τον βαθμό στον οποίο αυτός ο πρωταρχικός στόχος των επιχειρήσεων επιτυγχάνεται. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι μεγάλης σημασίας για τους παρόντες και μελλοντικούς μετόχους, καθώς και για τη διαχείριση της εταιρείας. Συγκριτικά με άλλες εταιρείες, ο αριθμοδείκτης προσδιορίζει το κατά πόσο οι επενδύσεις στην επιχείρηση είναι ή όχι ελκυστικές.

Ο δείκτης υπολογίζεται από τον τύπο:

$$ROE = \frac{\text{Καθαρά Έσοδα}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

➤ Απόδοση Απασχολούμενων Κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει την αποδοτικότητα της επιχείρησης ανεξάρτητα από τις πηγές της προελεύσεως των κεφαλαίων της. Επίσης δείχνει την ικανότητα της για πραγματοποίηση κερδών καθώς και το βαθμό επιτυχίας της διοικήσεως της, στη χρησιμοποίηση των ιδίων και ξένων κεφαλαίων.

Με άλλα λόγια ο αριθμοδείκτης αυτός μετρά την κερδοφόρα δυναμικότητα του συνόλου των απασχολούμενων στην επιχείρηση κεφαλαίων(ιδίων και ξένων) και μπορεί να υπολογιστεί είτε για το σύνολο μιας επιχείρησης, είτε για τμήματα αυτής.

Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ένας από τους σημαντικότερους αριθμοδείκτες μετρήσεως της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης διότι:

- Μπορεί εύκολα να μηδενιστεί σε περίπτωση που η επιχείρηση αντιμετωπίζει περίοδο κρίσεως.

- Αν ο αριθμοδείκτης αυτός είναι χαμηλότερος από το κόστος δανειακών κεφαλαίων, τυχόν αύξηση αυτών θα μειώσει τα κατά μετοχή κέρδη της επιχειρήσεως, εκτός κι αν χρησιμοποιηθούν σε τομείς όπου οι αποδοτικότητα απασχολούμενων είναι υψηλότερη από τη μέση αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων της επιχείρησης.
- Τα χρηματοοικονομικά έξοδα προστίθενται στα καθαρά αποτελέσματα εκμετάλλευσης.
- Συγκρίνεται η αποδοτικότητα διαφόρων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου ή της αγοράς.

Ο δείκτης υπολογίζεται από τον τύπο:

$$\text{Απόδοση Απασχολούμενων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Κέρδη προ φόρων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

➤ Μέσο επιτόκιο Δανεισμού

Ο αριθμοδείκτης του μέσου επιτοκίου Δανεισμού συγκρίνει τους χρεωστικούς τόκους με το μέσο ύψος δανεισμού  $\{(\text{Δανεισμός αρχής} + \text{Δανεισμός τέλους})/2\}$ . Μας δίνει τη δυνατότητα υπολογισμού του μέσου επιτοκίου σε περίπτωση περισσότερων του ενός δανείων.

$$\text{Μέσο επιτόκιο Δανεισμού} = \frac{\text{Χρεωστικοί Τόκοι}}{\text{Μέσο ύψος Δανεισμού}}$$

## 4. Μελέτη Περίπτωσης: ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.

Σε αυτό το σημείο, έχοντας ήδη παρουσιάσει το θεωρητικό πλαίσιο από μια σειρά αριθμοδεικτών που χρησιμοποιούνται ευρέως για την ποσοτικοποίηση των αποδόσεων εταιριών, θα κάνουμε μια πρακτική εφαρμογή στη μελέτη περίπτωσης της εργασίας μας. Η Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε. αποτελεί μια εταιρία με πλούσιο ιστορικό από το 1888, ωστόσο εμείς θα πραγματοποιήσουμε ανάλυση στους βασικούς της αριθμοδείκτες για την περίοδο 2011 έως 2016.

### 4.1 Πρακτική εφαρμογή

#### 4.1.1. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.

Για την περίπτωση μας οι αριθμοδείκτες (Γενικής, Ειδικής και Άμεσης) Ρευστότητας της Καπνοβιομηχανίας Καρέλια Α.Ε. διαμορφώνονται, όπως φαίνεται στον ακόλουθο πίνακα:

Πίνακας 1

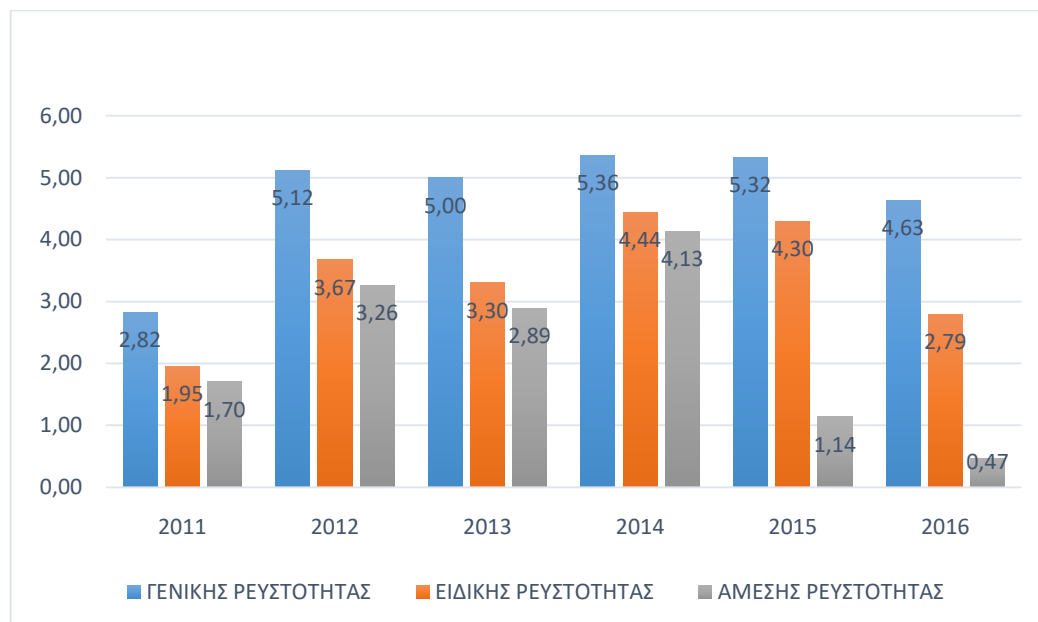
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ΓΕΝΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	2.82	5.12	5.00	5.36	5.32	4.63
ΕΙΔΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	1.95	3.67	3.30	4.44	4.30	2.79
ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	1.70	3.26	2.89	4.13	1.14	0.47

Πηγή: Ίδια Επεξεργασία από karelia.gr

Την περαιτέρω κατανόηση διευκολύνει ένα διάγραμμα του παρουσιάζει τους παραπάνω αριθμοδείκτες διαχρονικά. Παρατηρούμε ότι ο δείκτης άμεσης ρευστότητας βαίνει διαρκώς μειούμενος από το 2012 έως το 2016. Οι άλλοι δύο αριθμοδείκτες, αν και μειώνονται αρκετά το 2016, παραμένουν υψηλότεροι του δύο, δείχνοντας μια πολύ καλή εικόνα της εταιρίας στους τομείς της γενικής και ειδικής ρευστότητας, παρά τις προκλήσεις της εποχής με την εγχώρια οικονομική κρίση,

αλλά και με την πολιτική αβεβαιότητα σε πολλές από τις χώρες στις οποίες εξάγει προϊόντα.

Γράφημα 7: Αριθμοδείκτες Ρευστότητας



Πηγή: Ίδια Επεξεργασία από karelia.gr

Ο δείκτης Γενικής Ρευστότητας:

Ξεκινά το 2011 από το αρκετά υψηλό 2,82. Που υπερβαίνει το όριο κινδύνου (1) αλλά ακόμη και το επιθυμητό επίπεδο ασφαλείας (2). Μάλιστα, στην πορεία αυξάνεται ακόμη περισσότερο αγγίζοντας το 2014 το εντυπωσιακό, ιδιαίτερα για περίοδο κρίσης 5,36. Σε ελαφρώς μειωμένα, αλλά και εξαιρετικά υψηλά παρόλα αυτά επίπεδα, το 2016 βρίσκεται στο 4,63, αναδεικνύοντας μία ισχυρή και σταθερή εταιρία που δεν κινδυνεύει με χρεοκοπία μακροχρόνια.

Ο δείκτης Ειδικής Ρευστότητας:

Και η ειδική ρευστότητα της Καπνοβιομηχανίας Καρέλια Α.Ε είναι αρκετά υψηλή. Όλες τις ερευνώμενες χρονιές παρουσιάζουν αριθμοδείκτες ειδικής ρευστότητας άνω της μονάδας. Ενώ το πρώτο έτος μελέτης (2011) ο αριθμοδείκτης αυτός είναι ελαφρά χαμηλότερος του 2, στο 1,95, δείχνοντας μια αρκετά εύρωστη

εταιρία, τα χρόνια που ακολουθούν ισχυροποιείται ακόμη περισσότερο και το 2014 αγγίζει το 4,44. Ωστόσο, η καμπή του 2016 στο 2,79 ρίχνει λίγο το επίπεδο της ειδικής ρευστότητας, αν και δεν συντρέχουν λόγοι ανησυχίας σε τόσο υψηλά επίπεδα ρευστότητας.

Ο δείκτης Άμεσης Ρευστότητας:

Τέλος, ο δείκτης άμεσης ρευστότητας που αφορά πιο βραχυπρόθεσμες δυνατότητες αποπληρωμής υποχρεώσεων και πρέπει να παραμένει πάντα υψηλότερος της μονάδας είναι αρκετά εύρωστος στο 1,70 το 2011, αν και κάτω του ασφαλούς 2, για να εκτιναχθεί στο σπάνιο 4,13 το έτος 2014. Έκτοτε, η εξέλιξη αυτού του δείκτη δεν είναι ιδιαίτερα ικανοποιητική. Το 2015 πλησιάζει απειλητικά τη μονάδα στο 1,14, ενώ οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις δεν μπορούν να καλυφθούν από τα διαθέσιμα το 2016, καθώς ο δείκτης παίρνει την επικίνδυνη τιμή 0,47. Η γενικά καλή ρευστότητα της εταιρίας σε πιο μακροπρόθεσμο επίπεδο είναι κάπως καθησυχαστική, αλλά ένας τόσο χαμηλός δείκτης άμεσης ρευστότητας δεν μπορεί να μην προκαλέσει κάποια ανησυχία. Ακόμη ένα σημαντικό στοιχείο που καθησυχάζει είναι η μηδενική έκθεση της Καπνοβιομηχανίας Καρέλια Α.Ε σε δάνεια και ομόλογα, γεγονός που επιτρέπει σημαντική ευελιξία σε τέτοιες περιστάσεις.

#### 4.1.2. Αριθμοδείκτες Ταμειακού Κύκλου ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.

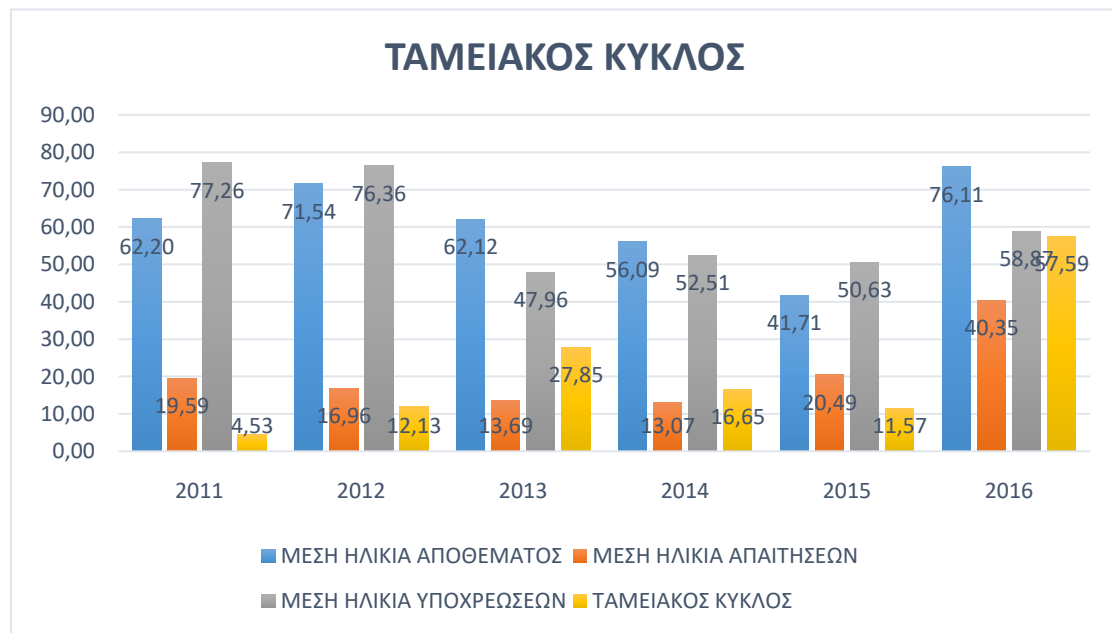
Σε ότι αφορά τον Ταμειακό Κύκλο της επιχείρησης, οι αριθμοδείκτες που αναλύθηκαν δείχνουν κατά βάση θετικά στοιχεία.

Πίνακας 2

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ΜΕΣΗ ΗΛΙΚΙΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΟΣ	62,20	71,54	62,12	56,09	41,71	76,11
ΜΕΣΗ ΗΛΙΚΙΑ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ	19,59	16,96	13,69	13,07	20,49	40,35
ΜΕΣΗ ΗΛΙΚΙΑ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	77,26	76,36	47,96	52,51	50,63	58,87
ΤΑΜΕΙΑΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ	4,53	12,13	27,85	16,65	11,57	57,59

Πηγή: Ίδια Επεξεργασία από karelia.gr

Γράφημα 8



Πηγή: Ίδια Επεξεργασία από karelia.gr

### Δείκτης Μέσης Ηλικίας Αποθέματος

Αρχικά, η μέση ηλικία του αποθέματος είναι αρκετά ικανοποιητική. Ξεκινώντας το 2011 από το 62,20 φτάνει στο μέγιστο επίπεδο το 2012 στις 71,54 ημέρες και τα επόμενα τρία χρόνια κινείται πτωτικά ως το 2015, όπου και γίνεται μόλις 41,71 ημέρες. Αυτή η μείωση της ηλικίας των αποθεμάτων είναι αφ' ενός ενθαρρυντική, εάν αναδεικνύει μια απρόσμενα υψηλή ζήτηση, αλλά αφετέρου αρνητική, εάν υποδηλώνει κάποιο «ξεπούλημα», που δεν δικαιολογούν οι αριθμοδείκτες ρευστότητας, είτε κάποια αρνητική προσδοκία των διοικούντων για την εξέλιξη των πωλήσεων.

### Δείκτης Μέσης Ηλικίας Απαιτήσεων

Σε ότι αφορά το δείκτη κυκλοφορίας απαιτήσεων, η πορεία του είναι σημαντικά διαφορετική από τον προηγούμενο. Ξεκινά από τις 19,59 ημέρες και εξελίσσεται σταθερά πτωτικά, ως το 2014 που φτάνει τις 13,07. Ακολουθεί μια ανατίμηση του δείκτη στις 20,49 ημέρες για το 2015 και εκτόξευση στις 40,35 ημέρες το 2016. Αυτή η καθυστέρηση είσπραξης των απαιτήσεων είναι ιδιαίτερα ανησυχητική, και δείχνει ότι η οικονομική και η πολιτική κρίση δεν αφήνει ανεπηρέαστη ούτε αυτή την εταιρία. Μάλιστα, ίσως να εξηγεί ακόμη και τον χαμηλό αριθμοδείκτη άμεσης ρευστότητας με τα διαθέσιμα να «στραγγίζονται». Σε κάθε περίπτωση, ο αριθμός δεν είναι ιδιαίτερα υψηλός, αλλά αυτός ο απότομος διπλασιασμός, μέσα σε μόνο ένα έτος αποτελεί αιτία για σοβαρή διερεύνηση.

### Δείκτης Μέσης Ηλικίας Υποχρεώσεων

Αρκετά διαφορετική είναι η πορεία του αριθμοδείκτη της μέσης ηλικίας των υποχρεώσεων της εταιρίας. Αυτός ο αριθμοδείκτης, αρχικά ήταν περίπου τετραπλάσιος του αντίστοιχου δείκτη για τις απαιτήσεις. Αυτό σημαίνει ότι η Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε. είχε το περιθώριο να αξιοποιεί πολύ περισσότερη ρευστότητα από αυτή που παρείχε. Σταδιακά, ο δείκτης αυτός βαίνει μειούμενος, ως το 2015 που φτάνει τις 50,63 ημέρες. Την επόμενη χρονιά ωστόσο, που και οι απαιτήσεις γίνονται πολύ πιο αργά εισπράξιμες, ο δείκτης αυτός αυξάνεται σημαντικά

στις 58,87 ημέρες. Ακόμη και σε αυτό το ύψος, παραμένει μιάμιση φορά υψηλότερος του δείκτη μέσης ηλικίας απαιτήσεων, πολύ λιγότερο του αρχικού λόγου που άγγιζε το 4.

#### Αριθμοδείκτης Ταμειακού Κύκλου

Τέλος, ο Ταμειακός Κύκλος λαμβάνει υπόψη τη διαφορά ανάμεσα στις ημέρες που διατηρούνται απαιτήσεις και αποθέματα (δηλαδή μεγέθη που πρέπει να εκποιηθούν για να εισπραχθούν διαθέσιμα και τις υποχρεώσεις, δηλαδή ένα μέγεθος που βαραίνει την εταιρία μέχρι να δαπανήσει διαθέσιμα για να αποπληρώσει. Μια πρώτη διαπίστωση είναι ότι ο συγκεκριμένος δείκτης είναι πάντα θετικός. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό πρόβλημα, καθώς τα υπάρχοντα διαθέσιμα κεφάλαια θα μειώνονται συνεχώς για να καλύψουν τα κενά που δημιουργούνται στην αποπληρωμή των υποχρεώσεων, καθώς οι εισροές θα αργούν να εισπραχθούν.

Ωστόσο, το 2011 η τιμή του εν λόγω αριθμοδείκτη ήταν εξαιρετικά χαμηλή (4,53), κάτι που μάλλον δε δημιουργεί πρόβλημα σε μια κερδοφόρα επιχείρηση. Αντίθετα, τις επόμενες χρονιές αυξάνεται και το 2013 φτάνει τις 27,85 ημέρες. Ακολουθεί μια πτωτική τάση, ως το 11,57 το έτος 2015, αλλά το 2016 εκτοξεύεται στις 57,59 ημέρες, δημιουργώντας ένα πολύ σοβαρό πρόβλημα διαθεσιμότητας ρευστών, σε μια εταιρία που κατά τα άλλα δε δείχνει να ανησυχεί για τη μακροχρόνια βιωσιμότητά της.



#### 4.1.3. Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακή Διάρθρωση ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.

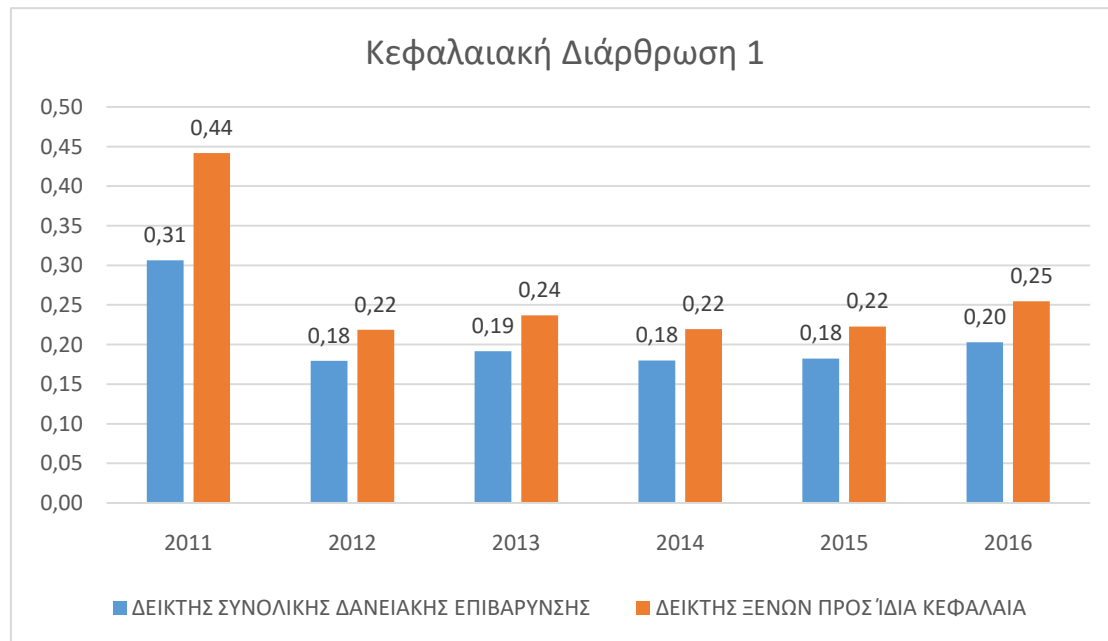
Στη συνέχεια παρουσιάζουμε 4 δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης. Δείχνουν τον τρόπο με τον οποίο κατανέμονται τα χρησιμοποιούμενα κεφάλαια, καθώς και την προέλευσή τους, η οποία κατά κύριο λόγο διακρίνεται σε ίδια (ανήκουν στους μετόχους-ιδιοκτήτες) της εταιρίας και ξένα (που ανήκουν σε ομολογιούχους, δανειστές αλλά και πιστωτές της εταιρίας).

Πίνακας 3: Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ</i>	0.31	0.18	0.19	0.18	0.18	0.20
<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΞΕΝΩΝ ΠΡΟΣ ΪΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ</i>	0.44	0.22	0.24	0.22	0.22	0.25
<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΑΠΑΝΩΝ</i>	99.36	143.72	104.10	174.00	132.15	67.40
<i>ΔΕΙΚΤΗΣ ΕΞΥΠΗΡΕΤΗΣΗΣ ΧΡΕΟΥΣ</i>	105.72	147.88	107.86	179.94	136.03	69.14

Πηγή: Ϊδια Επεξεργασία από karelia.gr

Γράφημα 9



Πηγή: Ϊδια Επεξεργασία από karelia.gr

## Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης

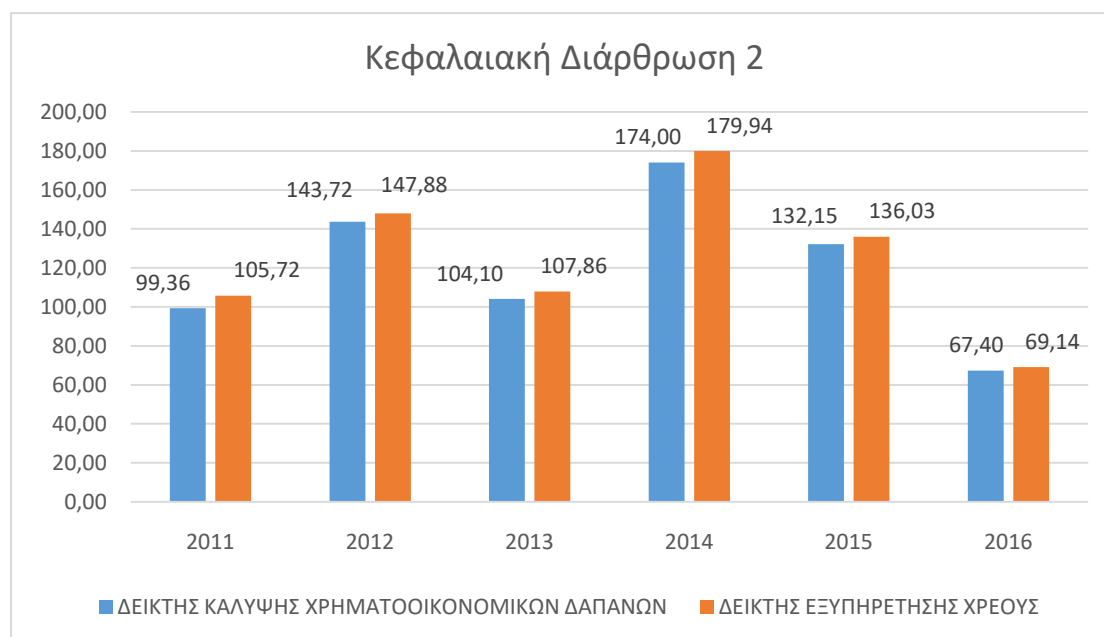
Με το δείκτη Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης μπορούμε να διακρίνουμε τι ποσοστό του ενεργητικού προέρχεται από επένδυση ξένων κεφαλαίων. Το 2011, περίπου το 1/3 και ειδικότερα το 31% του ενεργητικού προέρχονταν από ξένα κεφάλαια. Το ποσοστό αυτό δεν είναι ιδιαίτερα χαμηλό, αλλά σε καμία περίπτωση δεν είναι ανησυχητικό. Τα επόμενα χρόνια μάλιστα ο δείκτης αυτός μειώνεται απότομα και έτσι είναι 18% τα έτη 2012, 2014 και 2015, 19% το 2013 και 20% το 2016. Αυτά τα χαμηλά επίπεδα μόχλευσης των Ιδίων κεφαλαίων είναι ιδιαίτερα σημαντικά για μια επιχείρηση και δείχνουν σημαντική ανεξαρτησία της από προμηθευτές, δανειστές και γενικά τρίτους προς αυτή. Ακόμη πιο ενθαρρυντικό είναι το γεγονός ότι αυτό το μέγεθος μειώθηκε (από κάτω του 1/3 σε κάτω του 1/5 μέσα σε μία χρονιά και εν μέσω κρίσης).

## Δείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια

Παρόμοια πληροφόρηση, αλλά με άλλη διατύπωση (επικεντρωμένη στη μόχλευση) αντλούμε και από τον επόμενο Δείκτη Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια. Γι' αυτό άλλωστε και ακολουθεί παρόμοια πορεία. Από 44% το 2011 (που δηλώνει ότι για κάθε 1 ευρώ ιδίων κεφαλαίων υπήρχαν και 44 λεπτά του ευρώ ξένα κεφάλαια και υποδηλώνει μια χαμηλή μόχλευση κόντρά στο 0,5), η μόχλευση κεφαλαίων μειώνεται κι άλλο και μάλιστα ραγδαία στο 22% μέσα σε ένα έτος, δηλαδή ακριβώς τα μισά. Από τότε υπήρξε σχετική σταθερότητα του δείκτη με μικρές κυμάνσεις από 22% για το 2012, 2014 και 2015 έως 24% για το 2013 και 25% για το 2016. Η ευχέρεια που δίνει στη διοίκηση αυτή η περιορισμένη μόχλευση είναι ίσως από τα πιο σημαντικά στοιχεία που μπορεί να προτάξει η Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε.

Σε αυτή την κατηγορία αριθμοδεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης συγκαταλέγονται δύο δείκτες που λόγω της πολύ χαμηλής έντοκης δανειοδότησης της εν λόγω επιχείρησης παίρνουν πολύ υψηλές τιμές όπως φαίνεται και στο Γράφημα 10 (κάτι που είναι προφανώς εξαιρετικά θετικό).

## Γράφημα 10



Πηγή: Ίδια Επεξεργασία από karelia.gr

### Δείκτης Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών

Σε ότι αφορά τον αριθμοδείκτη χρηματοοικονομικών δαπανών, συγκρίνονται τα κέρδη προ φόρων και τόκων και τα έσοδα θυγατρικών με τους τόκους που (κανονικά) θα πρέπει να πληρωθούν από αυτά. Όπως είναι προφανές, αν αυτός ο δείκτης είναι κάτω της μονάδας η εταιρία έχει σοβαρότατο πρόβλημα βραχυπρόθεσμης επιβίωσης. Αντίθετα, όμως, σε αυτή την περίπτωση, ο δανεισμός της επιχείρησης (με τη μορφή έντοκου δανεισμού, όχι απλά με τη χρήση ξένων κεφαλαίων) είναι εξαιρετικά χαμηλός και η κερδοφορία πολύ υψηλή. Έτσι, ο δείκτης λαμβάνει εντυπωσιακά υψηλές τιμές, ξεκινώντας από 99,36 για να ανέλθει το 2012 στο 143,72. Το 2013 μειώνεται στο 104,10 για να ανέλθει και πάλι στο 174 το 2014. Έκτοτε, μειώνεται διαρκώς, καθώς βρέθηκε στο 132,15 το 2015 και στο 67,40 το 2016. Ασφαλώς, αν και υπήρξε ραγδαία πτώση τα τελευταία δύο χρόνια, αυτό το γεγονός δε θα πρέπει να μας ανησυχεί. Τα κέρδη της επιχείρησης φτάνουν για να αποπληρώσουν τους τόκους της πάνω από 67 φορές και έτσι ο κίνδυνος χρεοκοπίας λόγω τόκων (ή έστω περιορισμών στη δραστηριότητα) είναι αμελητέος.

## Δείκτης Εξυπηρέτησης Χρέους

Παρόμοια στοιχεία παρέχει και ο αριθμοδείκτης εξυπηρέτησης χρέους. Παρουσιάζοντας μία σχεδόν παράλληλη με τον προηγούμενο ταλάντωση ξεκινά από το μοναδικά υψηλό 105,72 και αφού αυξηθεί στο 147,88 επιστρέφει στο 107,86. Μια νέα αύξηση στα 179,84 ακολουθείται από δύο διαδοχικά έτη μείωσης στο 136,03 και 69,14. Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, τα χρεολύσια και οι τόκοι δεν είναι τα στοιχεία που θα περιορίσουν, ούτε θα διακόψουν την ομαλή λειτουργία της Καπνοβιομηχανίας Καρέλια Α.Ε.

#### 4.1.4. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Ο αριθμοδείκτης ROE είναι ακόμη ένα μέγεθος που η εξεταζόμενη εταιρία έχει σε εξαιρετικά υψηλό επίπεδο. Πιο αναλυτικά, τα καθαρά έσοδα άγγιξαν το 20% των ιδίων κεφαλαίων το 2011. Εάν τα ίδια κεφάλαια ήταν το 5% ή το 10% του ενεργητικού τότε αυτό το μέγεθος ίσως να ήταν και χαμηλό. Δεδομένης όμως της εξαιρετικά χαμηλής μόχλευσης της εταιρίας αυτής, το 20% των ιδίων κεφαλαίων ως έσοδα είναι ένα πολύ υψηλό μέγεθος. Οι καλές αποδόσεις συνεχίζονται, με το ROE να είναι 22% τα έτη 2012 και 2013, ενώ την καλύτερη χρονιά, το 2014 καταγράφεται το ασύλληπτο 0,27. Ακολουθεί μια ελαφρά πτωτική πορεία για το ROE που διαμορφώνεται στο 24% το 2015 και στο 23% το 2016. Παρά τη μικρή πτώση, τα ποσοστά παραμένουν αξιοζήλευτα.

Πίνακας 4: Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

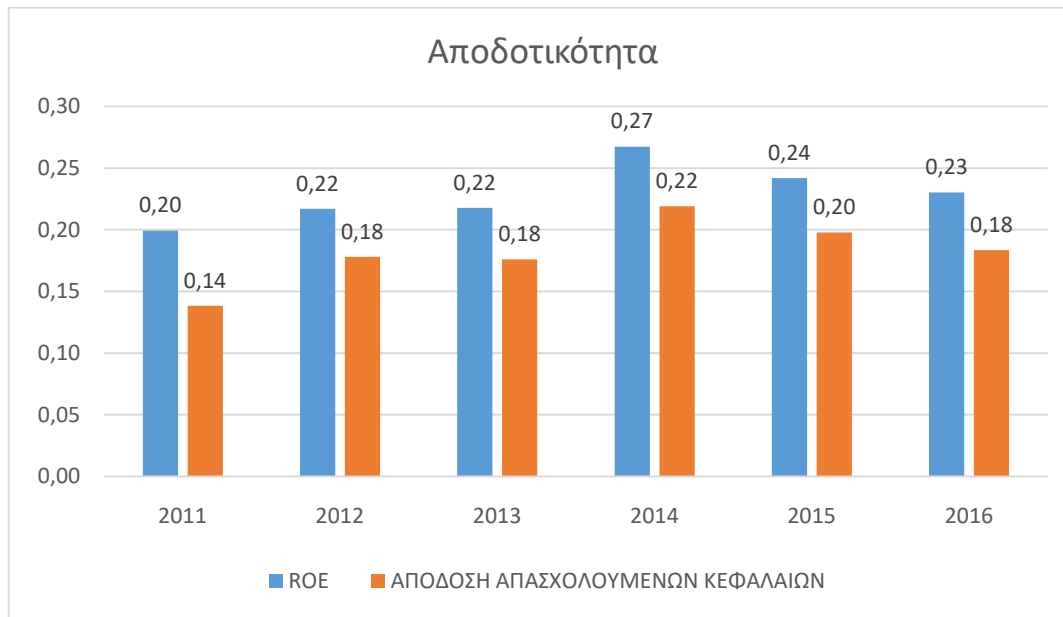
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	0.20	0.22	0.22	0.27	0.24	0.23
ΑΠΟΔΟΣΗ ΑΠΑΣΧΟΛΟΥΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	0.14	0.18	0.18	0.22	0.20	0.18

Πηγή: Ίδια Επεξεργασία από karelia.gr

Σε παρόμοια επίπεδα ο δείκτης απόδοσης των απασχολουμένων κεφαλαίων (Ιδίων και Ξένων). Ήδη, το 2011 η απόδοση ήταν 14%, ενώ στη συνέχεια, που μάλιστα μειώνεται και η εξάρτηση από ξένα κεφάλαια, η απόδοση φτάνει το 18% τα έτη 2012 και 2013 για να κορυφωθεί στο 22% το 2014. Στη συνέχεια, μειώνεται, παρακολουθώντας την πορεία του ROE, στο 20% για το 2015 και 18% για το 2016.

Ειδική μνεία στον αριθμοδείκτη που αφορά το μέσο επιτόκιο δανεισμού. Η Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε. δεν έχει δανεισμό με τη μορφή δανείων ή ομολόγων. Έτσι, με την απουσία αυτού του δείκτη παίρνουμε μια πιο σπάνια και χρήσιμη πληροφορία από αυτή που συνήθως παρέχει η παρουσία του. Ότι η Καρέλια δεν έχει καμία δανειακή υποχρέωση, ενώ οι ελάχιστοι τόκοι που πληρώνει αφορούν επί πιστώσει αγορές και άλλες πολύ βραχυπρόθεσμες λειτουργικές δραστηριότητες. Η εν λόγω δήλωση γίνεται στη χρηματοοικονομική κατάσταση της Καπνοβιομηχανίας Καρέλια Α.Ε., στο παράρτημα, ως 3.31.δ.

Γράφημα 11



Πηγή: Ίδια Επεξεργασία από karelia.gr

## 4.2 Παρατηρήσεις – Προτάσεις

Μέσα από μια πληθώρα πληροφοριών και δεδομένων επιχειρήσαμε να διαμορφώσουμε μία ικανοποιητική αντίληψη για την Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε. Βασική πηγή πληροφόρησής μας απετέλεσαν οι ετήσιες εκθέσεις και οι χρηματοοικονομικές εκθέσεις που δημοσιεύει υπεύθυνα ως εισηγμένη ανώνυμη επιχείρηση η ίδια η Καπνοβιομηχανία Καρέλια. Σε αυτή την ενότητα, έχοντας ήδη παρουσιάσει τα συγκεντρωμένα στοιχεία και αναλύσει μέσω αριθμοδεικτών ορισμένες βασικές ιδιότητες θα επιχειρήσουμε ορισμένες βασικές παρατηρήσεις και κατ' επέκταση θα τολμήσουμε κάποιες προτάσεις. Αξίζει να σημειωθεί ότι η ενότητα αυτή δεν είναι σύνοψη των προηγούμενων αλλά αποτελεί έναν ιδιαίτερο και κριτικό σχολιασμό των όσων ήδη έχουν παρουσιαστεί

Βασικό στοιχείο της εν λόγω εταιρίας (σε συνδυασμό με τις θυγατρικές της) είναι η διεθνής δραστηριοποίησή της. Αν και δεν είναι πολυεθνική, με την στενή έννοια του όρου, δραστηριοποιείται σε πάνω από 65 χώρες και επεκτείνει το δίκτυό της. Αυτό την καθιστά πιο ευέλικτη και ανθεκτική σε τοπικά προβλήματα και ιδιαιτερότητες, αλλά παράλληλα και πιο ισχυρά αλληλοεπιδρούσα με καταστάσεις και φαινόμενα, πολιτικά, κοινωνικά οικονομικά σε παγκόσμια κλίμακα. Αυτό το γεγονός προϋποθέτει τη λήψη ειδικών μέτρων.

Πιο συγκεκριμένα, η Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε. εξάγει σε χώρες της άπω ανατολής και του αραβικού κόσμου, αλλά και σε πολλές ευρωπαϊκές. Έτσι, θα πρέπει πάντα να είναι προσεκτική, καθώς τα ζητήματα που προκύπτουν είναι συνεχή. Για παράδειγμα, επηρεάζεται τόσο από την αραβική άνοιξη, όσο και από το Brexit, ιδιαίτερα αν λάβουμε υπόψη ότι διαθέτει θυγατρική στο Ηνωμένο Βασίλειο. Παράλληλα, μια πτώση της τουρκικής Λίρας, μπορεί να μειώσει την αποτίμηση της θυγατρικής της αλλά και τις πωλήσεις που πραγματοποιεί στην Τουρκία. Έτσι, λοιπόν θα συστήναμε να διατηρεί μία πολύ προσεκτική στάση απέναντι στις διεθνείς εξελίξεις και να προσπαθεί να προλαμβάνει έναντι αυτών.

Ακόμη μια σημαντική παρατήρηση αφορά τη ρευστότητα της εταιρίας αυτής. Αφενός, μια εταιρία χωρίς δανεισμό (ιδιαίτερα σπάνιο φαινόμενο) έχει πολλές επιλογές και ευελιξία στον τρόπο λειτουργίας και διαχείρισης καταστάσεων, καθώς μπορεί να αποφασίζει χωρίς να ανησυχεί για τις γνώμες τρίτων (των πιστωτών).

Ακόμη πιο σημαντικό είναι το γεγονός ότι έχει πολύ λίγους βασικούς μετόχους που αποτελούν κατά βάση μέλη της ίδιας της ιδρυτικής οικογένειας (Καρέλια). Έτσι, και η ανησυχία για τη διατήρηση καλής ψυχολογίας μιας ευρείας μάζας μετόχων δεν είναι στις προτεραιότητές της.

Ωστόσο, δεν παύει να είναι ιδιαίτερα σημαντικό να διασφαλίζει τη μακροχρόνια και τη βραχυχρόνια ρευστότητά της, κυρίως αν θέλει να αξιοποιήσει τα οφέλη των προαναφερθεισών «ευχερειών». Και ενώ η μακροπρόθεσμη ρευστότητα της επιχείρησης είναι εξαιρετικά εύρωστη, ιδιαίτερη προσοχή απαιτεί η διαρκώς φθίνουσα βραχυχρόνια ρευστότητα. Ειδικά το 2016, τα διαθέσιμα δεν επαρκούσαν για να καλυφθούν ούτε οι μισές βραχυχρόνιες υποχρεώσεις, ενώ η πηγή του προβλήματος είναι στην κατά πολύ γρηγορότερη αποπληρωμή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, αναλογικά με τη δυνατότητα είσπραξης απαιτήσεων και ρευστοποίησης (πώλησης) αποθεμάτων.

Κατά τη γνώμη μας, η πλέον καθοριστική δράση προς τη βελτίωση αυτής της κατάστασης θα ήταν η επίσπευση είσπραξης των απαιτήσεων και η επαναφορά του μέσου όρου διατήρησης των αποθεμάτων στις 20 ημέρες. Η αύξηση αυτών των μεγεθών είναι προφανές ότι συσχετίζεται με την προσδοκία εισόδου της εταιρίας και σε νέες αγορές, παρέχοντας ελκυστικές πιστώσεις, αλλά αυτό το φαινόμενο ίσως λειτουργήσει αρνητικά για τη βραχυπρόθεσμη βιωσιμότητα της επιχείρησης, πριν ακόμη η επεκτατική εμπορική πολιτική αποκτήσει τους προσδοκώμενους καρπούς.

Μια δράση προς αυτή την κατεύθυνση θα ήταν η αναζήτηση εναλλακτικών επιλογών της δημιουργίας (σχετικά) μακροπρόθεσμων απαιτήσεων, όπως οι υψηλότερες αποδόσεις για τους ενδιάμεσους, ή ακόμη και η αξιοποίηση (ει δυνατόν) εταιρικών δικτύων. Εναλλακτικά, Θα πρέπει να βρεθούν εναλλακτικοί τρόποι να αυξηθεί το ταμείο, πιθανόν με κάποιον τραπεζικό δανεισμό επί τη βάση της δαπάνης στην επένδυση στην επέκταση του πελατολογίου της ή ακόμη και μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, με ότι αυτό συνεπάγεται για μια εταιρία με υψηλές τιμές μετοχών και οικογενειακή ιδιοκτησία τους. Διαφορετικά, οι κίνδυνοι έλλειψης ρευστότητας μπορεί να είναι ιδιαίτερα υψηλοί και τα κόστη της να υπερβούν τους κινδύνους που κάθε άλλη εναλλακτική μπορεί να συνεπάγεται.



Ακόμη, αξίζει ένα θετικό σχόλιο για τον υψηλό ROE, καθώς τα καθαρά έσοδα αποτελούν κυρίαρχη αιτία επένδυσης των κεφαλαίων, αφού συνδέονται ισχυρά με τα κέρδη. Με ποσοστά που αγγίζουν το 27% το 2014 και πολλές ισχυρές επιχειρήσεις θα ζήλευαν. Η καλή δουλειά σε αυτό τον τομέα φαίνεται να αποδίδει καρπούς και η συνεχής δράση για χωρική επέκταση, βελτίωση της ποιότητας και αριστοποίηση των παραγωγικών μεθόδων και του εργατικού δυναμικού είναι απαραίτητο και καθοριστικό να συνεχιστεί. Ενέργειες όπως τα bonus προσέλευσης δείχνουν ακριβώς το κλίμα που επιδιώκει να επιτύχει η Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε., μέσα από μια ανταποδοτική σχέση με τους εργαζομένους της.

Στο ίδιο πλαίσιο είναι η προσπάθεια προβολής και βελτίωσης της δημόσιας εικόνας της εταιρίας μέσα από μια σειρά κοινωνικών δράσεων, προσφορών, χρηματοδοτούμενων έργων και υποτροφιών. Αν και πολλά εξ αυτών επικεντρώνονται στην Καλαμάτα, δεν είναι σπάνιο να πραγματοποιούνται ωφέλιμες δράσεις για ολόκληρη την Ελλάδα και όχι μόνο. Παράλληλα, συμμετέχει ενεργά σε εκθέσεις που αφορούν την προώθηση των καπνικών προϊόντων, κυρίως απευθυνόμενη προς επαγγελματίες εμπόρους μικρής ή και μεγάλης κλίμακας.

Ωστόσο, όπως είναι γνωστό, η διαφήμιση στις καπνοβιομηχανίες απαγορεύεται στις περισσότερες χώρες και έτσι η δυνατότητα που έχει η επιχείρηση και τα στελέχη της να απευθυνθούν στο κοινό είναι σπάνιες και περιορισμένες. Ίσως αυτό το ζήτημα να μπορέσει να το υπερβεί δίνοντας ένα πιο συστηματικό τόνο και επαρκέστερη προβολή των δράσεων που διοργανώνει και των έργων που χρηματοδοτεί. Μέσα από αυτή τη μέθοδο θα μπορούσε να έρθει πιο κοντά στον καταναλωτή της και να τον προσελκύσει ως brand. Αυτό είναι και το πιο οριακό σημείο που μπορεί να φτάσει για να διαφημιστεί ως εταιρία, εφόσον τα προϊόντα της απαγορεύεται να διαφημιστούν. Όπως και η ίδια λέει, αντιλαμβάνεται τη διαφήμιση των τσιγάρων ως μία προσπάθεια οι ήδη καπνιστές να επιλέξουν τα προϊόντα της.

Στην ίδια βάση των περιορισμών που υπάρχουν στη βιομηχανία καπνικών προϊόντων και της ανάγκης μείωσης των καπνιστών διεθνώς, η οποία χρηματοδοτείται με σημαντικά κεφάλαια κάθε έτος, ίσως η Καπνοβιομηχανία Καρέλια θα έπρεπε να δραστηριοποιηθεί και σε συναφείς ανταγωνιστικούς τομείς, όπως είναι το ηλεκτρονικό τσιγάρο ή τα προϊόντα που βοηθούν στη διακοπή του καπνίσματος. Με αυτό τον τρόπο επεκτείνει τις δραστηριότητές της, εξυγιαίνει το

προφίλ της εταιρίας που παράγει θανατηφόρα τσιγάρα και δε χάνει πελάτες που απέχουν πλέον του καπνίσματος. Παρόμοιες δράσεις φαίνεται να αναλαμβάνουν οι ηγέτιδες πολυεθνικές του κλάδου, όπως η Philip Morris, αν και αποτελεί πρακτική και σε άλλους κλάδους (π.χ. εταιρίες πετρελαιοειδών επενδύουν στην πράσινη ενέργεια)

Τέλος, η υψηλή, αλλά κυρίως διαρκής και λογικά βιώσιμη κερδοφορία της εταιρίας είναι εξαιρετικά ελκυστικές. Κάθε χρονιά δίδεται ένα μερίσμα, σχετικά σταθερό και συναρτώμενο της κερδοφορίας σε όλους τους μετόχους. Οι ανακατατάξεις στο στενό πλαίσιο του κλάδου των καπνικών ή της ελληνικής επικράτειας, αλλά και στον ευρύτερο της μεσογείου, της Ευρώπης και των χρηματαγορών δείχνουν να μην αγγίζουν σημαντικά τη σταθερή κερδοφορία στην Καρέλια. Τέτοιες επιχειρήσεις με ισχυρά και μακροχρόνια momentum πρέπει να κάνουν ό,τι μπορούν για να τα διατηρήσουν, καθώς αποτελούν καθοριστικά στοιχεία που οριοθετούν το κύρος τους και συμβολίζουν την ανωτερότητά τους

Σε αυτή την υψηλή κερδοφορία παίζει ασφαλώς ρόλο και η έλλειψη δανεισμού. Το γεγονός αυτό αφήνει τα κέρδη προ τόκων σχεδόν ανεπηρέαστα από την αφαίρεση των χρηματοοικονομικών εξόδων. Έτσι και αυτή η ωφέλεια καταλήγει να αποδίδεται στους μετόχους, οι οποίοι δέχονται κάθε χρόνο να αφήνουν ένα σημαντικό ποσοστό κερδοφορίας εκτός μερίσματος, ώστε να επανεπενδυθεί στις δραστηριότητες της εταιρίας. Παράλληλα, καλύπτει βραχυπρόθεσμες ανάγκες σε κεφάλαια με τη δημιουργία υποχρεώσεων προς τους προμηθευτές της, επιτυγχάνοντας έτσι μηδενικά ή πολύ χαμηλά επιτόκια.

Καταληκτικά, η Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε. παρουσιάζει πολύ καλή πορεία τόσο στις εξαγωγές και την επέκτασή της, όσο και στα χρηματοοικονομικά της μεγέθη, την κερδοφορία, αλλά και στην κοινωνική συνεισφορά. Αυτά τα θετικά στοιχεία θα πρέπει να διατηρηθούν και όπου υπάρχει η δυνατότητα να ενισχυθούν. Ωστόσο, υπάρχουν στοιχεία που θα πρέπει να προσέξει πολύ. Ένα εξ αυτών είναι η συνεχώς μειούμενη βραχυπρόθεσμη ρευστότητα που τείνει να καταστεί επικίνδυνη. Ακόμη, θα πρέπει να δώσει ιδιαίτερη προσοχή στην δυνατότητα προβολής της, μέσα από τις κοινωφελείς δράσεις που αναλαμβάνει, καθώς και τις προοπτικές επέκτασής της σε εναλλακτικά προϊόντα νικοτίνης που βοηθούν τους καταναλωτές καπνού να διακόψουν το κάπνισμα.

## 5. Συμπεράσματα

Μέσα από μια ενδελεχή παρουσίαση της ιστορικής πορείας, της διεθνούς και εγχώριας δραστηριότητας και των χρηματοοικονομικών και οικονομικών στοιχείων της Καπνοβιομηχανίας Καρέλια Α.Ε. επιδιώξαμε να καταλήξουμε σε βασικά συμπεράσματα σχετικά με τη θέση της, τις ευκαιρίες και τις προκλήσεις που αντιμετωπίζει, καθώς και τις μελλοντικές τις προοπτικές.

Κυρίαρχο στοιχείο σε ολόκληρη την έρευνα αποτέλεσε το γεγονός ότι η Καπνοβιομηχανία Καρέλια Α.Ε. είναι μια οικογενειακή, χωρίς δάνεια και με διεθνή δράση επιχείρηση, που στηρίζεται στον τόπο της έδρας της, που δεν βρίσκεται σε μια Ευρωπαϊκή πρωτεύουσα όπως η Αθήνα αλλά στην ελληνική επαρχία και συγκεκριμένα στην Καλαμάτα και επιτυγχάνει κέρδη κάθε χρόνο. Κάθε συμπέρασμα που προέκυψε έχει λάβει υπόψη τα παραπάνω θεμελιώδη δεδομένα ως απαρέγκλιτους άξονες.

Βασικό συμπέρασμα στο οποίο καταλήγει η παρούσα έρευνα είναι ότι η διεθνής παρουσία της επιχείρησης είναι ισχυρή και βαίνει αυξανόμενη. Μια σειρά δράσεων της συμβάλει στη διαρκή επέκταση του δικτύου πωλήσεων της καπνοβιομηχανίας Καρέλια, ενώ μια ομάδα θυγατρικών καθιστά την παρουσία της και σε άλλες χώρες του εξωτερικού εντονότερη και σχετικά σταθερή. Προφανώς, δεν μπορεί να παραληφθεί το γεγονός ότι ένα προϊόν υψηλής φορολογίας αξίζει να πωλείται σε Duty Free και η Καρέλια έχει ειδική θυγατρική που ασχολείται με αυτό τον τομέα με σκοπό την ενεργή και έντονη παρουσία της στο χώρο αυτό.

Ακόμη ένα βασικό στοιχείο αποτελεί η διαρκής και σχετικά υψηλή κερδοφορία και η επανεπένδυση σημαντικού μέρους αυτής. Με αυτό τον τρόπο, η επιχείρηση παραμένει διαρκώς ενήμερη και πρωτοπόρα στις τεχνολογικές εξελίξεις, ενώ επιτυγχάνει να συμμορφώνεται τόσο στα πρότυπα που επιβάλλονται, όσο και στις προσδοκίες του καταναλωτικού κοινού. Τα αποτελέσματα αυτά στηρίζονται τόσο στο σύγχρονο εξοπλισμό που βασίζεται σε καινοτομίες και συνεχώς αναβαθμίζεται με την εφαρμογή προτύπων και άλλων μεθόδων, στα ισχυρά brands που τόσα χρόνια έχει χτίσει, αλλά και στο εξειδικευμένο προσωπικό το οποίο η εταιρία θεωρεί από τα δυνατότερα πλεονεκτήματά του λόγω της αφοσίωσης των εργαζομένων. Σημαντικό είναι ότι η αναγνώριση αυτή αποδεικνύεται με την μορφή

των καθαρών «πριμ» προς το ανθρώπινο δυναμικό με αποτέλεσμα αυτό με τη σειρά του να ανταποδίδει με την μέγιστη δυνατή αποδοτικότητά του.

Ωστόσο, υπάρχουν και μειονεκτήματα. Βασικό και κυρίαρχο είναι η ισχυρά αρνητική τάση της βραχυχρόνιας ρευστότητας της Καπνοβιομηχανίας Καρέλια Α.Ε., που απειλεί να θέσει σε κίνδυνο την ομαλή της λειτουργία. Μια σειρά από λόγους έχουν αυξήσει σημαντικά τις ημέρες διατήρησης αποθεμάτων και τις ημέρες είσπραξης απαιτήσεων, με αποτέλεσμα οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις να είναι δύσκολο να καλυφθούν. Αντίθετα, η γενική ρευστότητα της επιχείρησης αλλά και το ποσοστό του ενεργητικού που καλύπτεται μέσω ιδίων κεφαλαίων είναι εντυπωσιακά υψηλά, δίνοντας στην επιχείρηση ευχέρεια κινήσεων και αποφάσεων.

## 6. Βιβλιογραφία

Jones, M. (2006), Accounting. 2nd edition, West Sussex, John Wiley & Sons Ltd

Paleru, K., Healy, P., Bernard, V. (2004), Business Analysis & Valuation, using financial statements, Thomson.

Νιάρχος, Ν. (2004), Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα.

Αδαμίδης, Αργύρης (1998), Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, Εκδόσεις University Studio Press, Θεσσαλονίκη

Κατσανίδης, Στέργιος (2005), Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων, Εκδόσεις ΤΕΙ Θεσσαλονίκης, Θεσσαλονίκη

<http://www.karelia.gr/> Ημ. Προσπέλασης: 30/10/2017

<http://www.kareliafoundation.org.gr/> Ημ. Προσπέλασης: 30/10/2017