

2019



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
UNIVERSITY OF PIRAEUS

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ – ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ -  
ΜΠΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ & ΕΛΕΓΧΟΣ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ & ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

## ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΥΠΟΒΛΗΘΕΙΣΑ ΓΙΑ ΤΟ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΤΙΤΛΟ ΣΤΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ  
<Λογιστική και Έλεγχος Επιχειρήσεων και Δημοσίων Οργανισμών>

**Θέμα :**

«Ανάλυση και αξιολόγηση της  
ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε.»

**Επιβλέπων :**

**Επίκουρος Καθηγητής,**

**Δρ. Γεώργιος Παπαναστασάπουλος**

**Φοιτητής : Μέμμος Δημήτρης**

ΑΜ:ΛΕΕΔΟ1735



**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΔΗΜΟΣΙΩΝ  
ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ**

**ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**  
(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Λογιστική και Έλεγχο Επιχειρήσεων και Δημοσίων Οργανισμών με τίτλο  
.....ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΣΥΝΑΡΤΗΣΙΑΣ ΜΕΧΑΚΙΑΣ.....  
ΚΑΡΚΙΩ ΔΕ.....

Έχω συγγράφει από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδικτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού φοιτητή/τριας.....DEHS.....

Όνοματεπώνυμο.....Δημήτριος Μίσηος.....

Ημερομηνία.....29/11/2019.....

Ευχαριστώ πολύ τον καθηγητή μου Δρ. Γ. Παπαναστασόπουλο για την στήριξή του κατά την εκπόνηση της παρούσας εργασίας.

## Περίληψη

Η οικονομική κρίση που έπληξε την ελληνική οικονομία αγγίζοντας την κατάσταση της βαθιάς ύφεσης, οδήγησε αμέτρητες επιχειρήσεις σε έξοδο από την παραγωγική διαδικασία. Πολλοί ήταν οι κλάδοι που επλήγησαν και κυρίως κλάδοι όπως αυτός του λιανικού εμπορίου. Οι επιχειρήσεις που μπόρεσαν να επιβιώσουν από την κρίση, όχι μόνο ισχυροποίησαν την θέση τους στην αγορά αλλά βρήκαν και τρόπο να βγουν πιο ενδυναμωμένες.

Ένας από τους κλάδους που σημείωσε σημαντική πτώση σε πωλήσεις και κερδοφορία, ήταν εκείνος του καπνού. Η συρρίκνωση που υπέστη ο κλάδος αφενός οφείλεται στο γενικότερο κλίμα της οικονομικής επιβράδυνσης, αφετέρου δε στο λαθρεμπόριο που συνεχώς αυξάνεται για τα προϊόντα του κλάδου.

Η παρούσα μελέτη σκοπό είχε να εξετάσει την πορεία της εταιρίας ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. για τα χρόνια της οικονομικής κρίσης 2015 – 2018, και λίγο πριν από αυτήν. Η συγκεκριμένη εταιρία ανήκει στην προνομιούχα ομάδα των εταιριών που δεν εξοβελίστηκαν από την παραγωγική διαδικασία, αντιθέτως έκαναν την θέση τους περισσότερο ισχυρή.

Η ερμηνεία αυτής της ενδυνάμωσης δίνεται από την πολύ καλή διοίκηση που είχε η εταιρία, και από τις επιλογές που έκανε με μία σημαντική στροφή προς τις εξαγωγές προκειμένου να κατακτήσει το χαμένο έδαφος από πιθανή πτώση των εγχώριων πωλήσεων. Επιπλέον η ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. όπως πολλές εταιρίες την περίοδο αυτή, επέλεξε μία περισσότερο συντηρητική πολιτική όσον αφορά στον δανεισμό της. Προτίμησε περισσότερο τα ίδια κεφάλαια από τα ξένα, γεγονός που δεν την εξέθεσε σε σημαντικό κίνδυνο. Βέβαια σε όλο αυτό την ευνόησε το ότι ήδη ήταν μία εταιρία με «καλή» χρηματοοικονομική κατάσταση, ικανή να στηριχθεί στα ίδια κεφάλαιά της.

Την εταιρία αυτή την μελετήσαμε μέσα από τους χρηματοοικονομικούς της δείκτες για το χρονικό διάστημα 2015 – 2018, όπως είπαμε και παραπάνω, αλλά και συγκριτικά για τα έτη αυτά με την ΣΕΚΑΠ Α.Ε., μία από τις λίγες εταιρίες που τα τελευταία χρόνια κατάφερε έστω και με σημαντικά προβλήματα να παραμείνει στον κλάδο.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ .... 6 - 7

1.1. Σκοπός της μελέτης.... 7

1.2. Συνοπτική παρουσίαση της μελέτης.... 7- 8

## 2. Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

2.1. Η Έννοια, ο Σκοπός και η χρησιμότητα της.... 9 - 10

2.2. Μέθοδοι Ανάλυσης Λογιστικών Καταστάσεων.... 10 - 12

## 3. ΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

3.1. Η Έννοια και η Χρησιμότητα των Αριθμοδεικτών.... 16 - 18

3.2. Δείκτες Αποδοτικότητας.... 19 - 21

3.3. Δείκτες Ρευστότητας.... 21 - 22

3.4. Δείκτες Μόχλευσης και Κεφαλαιακής Διάρθρωσης.... 23 - 24

3.5. Δείκτες Ανάπτυξης.... 24

3.6. Δείκτες Χρηματιστηριακής Αγοράς.... 25 - 26

## 4. Μελέτη Περίπτωσης «Η ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε.»

4.1. Ιστορικά Στοιχεία – Το προφίλ της εταιρίας σήμερα.... 27 - 35

4.2. Οι Δείκτες της εταιρίας, διαχρονική παρουσίαση.... 35 - 38

4.3. Ο κλάδος του Καπνού στην Ελλάδα.... 39 - 40

4.4. Συγκριτική Ανάλυση της ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. και της ΣΕΚΑΠ Α.Ε.... 41

4.4.1. Οι Χρηματοοικονομικοί Δείκτες της ΣΕΚΑΠ 2015 – 2017.... 41 - 42

4.4.2. Σύγκριση Δεικτών των ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. και ΣΕΚΑΠ Α.Ε.... 43 - 44

## 5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.... 45 - 46

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.... 47 - 48

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.... 49 - 58

## 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η οικονομική κρίση που έπληξε τα τελευταία χρόνια την ελληνική οικονομία, φαίνεται να άλλαξε ουσιαστικά το τοπίο τόσο των μακροοικονομικών διαστάσεων, όσο και το επιχειρηματικό μικροοικονομικό περιβάλλον. Εκατοντάδες επιχειρήσεις αναγκάστηκαν να αποχωρήσουν από την παραγωγική διαδικασία, ενώ άλλες ανέλαβαν το μεγάλο ρίσκο του να μουν στην παραγωγική διαδικασία εν καιρώ κρίσης.

Το μεγάλο ζητούμενο σε κάθε περίπτωση ήταν και εξακολουθεί να είναι η βιωσιμότητα της κάθε εταιρίας, και κυρίως σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Η βιωσιμότητα των εταιριών βεβαίως αποτελεί ένα σημαντικό πεδίο μελέτης για επιστήμονες, συμβούλους επιχειρήσεων αλλά και τις κυβερνήσεις οι οποίες γνωρίζουν την βαρύτητα και συμβολή της κάθε οικονομικής μονάδας στο σύνολο της οικονομίας μιας χώρας.

Η παρούσα μεταπτυχιακή εργασία αποτελεί μία εμπειρική μελέτη συλλογής και ερμηνείας χρηματοοικονομικών δεδομένων. Συγκεκριμένα προκειμένου να αξιολογήσουμε την χρηματοοικονομική θέση μιας εταιρείας και τις μεταβολές αυτής της θέσης μέσα στην περίοδο της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα, επιλέξαμε την ανάλυση της εταιρίας «ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε.». Παρακολουθήσαμε τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας λίγο πριν και κατά την διάρκεια της κρίσης. Έτσι είχαμε την ευκαιρία να δούμε πως η οικονομική κρίση επέδρασε πάνω στα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας αυτής.

Το βασικό ερευνητικό μας ερώτημα υπήρξε:

H0: η κρίση επέδρασε σημαντικά στις μεταβολές των δεικτών της εταιρίας και κατ' επέκταση στην χρηματοοικονομική της θέση με τρόπο αρνητικό.

Σαν δεύτερο ερευνητικό ερώτημα ήταν:

H0 : η διοίκηση της εταιρίας δεν έδρασε με τρόπο ώστε να αποτρέψει τις αρνητικές επιδράσεις της κρίσης, έτσι η εταιρία οδηγήθηκε σε επιδείνωση της χρηματοοικονομικής της θέσης.

Η μελέτη στην οποία προβήκαμε ήταν μία ποιοτική μελέτη περισσότερο και όχι ποσοτική. Παρά το γεγονός ότι υπολογίσαμε μία σειρά από χρηματοοικονομικούς δείκτες για την εταιρία που μελετήσαμε, τελικά οι δείκτες αξιολογήθηκαν λαμβάνοντας υπόψιν μας ποιοτικούς παρά ποσοτικούς παράγοντες τόσο για την ίδια την εταιρία όσο και για το μακροοικονομικό περιβάλλον στο οποίο η εταιρία λειτουργεί.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση μιας εταιρίας και η διαχρονική παρακολούθηση των δεικτών της, σαφώς τροφοδοτεί τους αναλυτές και επενδυτές με χρήσιμες πληροφορίες.

Η δική μας ανάλυση φαίνεται να είναι διπλά σημαντική. Αφενός μεν πρόκειται για την παρακολούθηση της πορείας μιας εταιρίας κατά την περίοδο της οικονομικής κρίσης, αφετέρου δε πρόκειται για μία σημαντική εταιρία που ανήκει σε έναν κλάδο πολύ δυναμικό στο πρόσφατο παρελθόν. Ο κλάδος του καπνού υπήρξε ένας από τους πολύ σημαντικούς κλάδους της ελληνικής οικονομίας τον προηγούμενο αιώνα. Μελετώντας λοιπόν μία εταιρία με σημαντικό μερίδιο αγοράς στο κλάδο αυτό μπορούμε να βγάλουμε ασφαλή συμπεράσματα για την κατάσταση που επικράτησε στον κλάδο, κατά την περίοδο της κρίσης αλλά και για τις προοπτικές που τυχόν έχει ο κλάδος αυτός στο μέλλον.

Τέλος αξίζει να τονίσουμε ότι η παρούσα μελέτη αποτελεί τόσο διαχρονική παρακολούθηση της εταιρίας και της πορείας της χρηματοοικονομικής της θέσης όσο και συγκριτική ανάλυση αφού παράλληλα παρουσιάζεται και μία ακόμη εταιρία του κλάδου, «ανταγωνιστική» ως προς της εταιρία που μελετήσαμε.

### **1.1.Σκοπός της μελέτης**

Ο βασικός σκοπός της παρούσας μελέτης είναι η διαχρονική χρηματοοικονομική ανάλυση της καπνοβιομηχανίας «ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε.». Ως μία από τις σημαντικότερες ελληνικές επιχειρήσεις, παρουσίασε ιδιαίτερο ενδιαφέρον η πορεία της κατά τη διάρκεια της κρίσης και πως μπόρεσε η εταιρία αυτή να παραμείνει βιώσιμη και να αντιμετωπίσει τυχόν προβλήματα που βρέθηκαν μπροστά της.

### **1.2 Συνοπτική παρουσίαση της μελέτης**

Η παρούσα μελέτη αποτελείται από τα εξής βασικά μέρη:

Το θεωρητικό, το οποίο αναλύεται στα κεφάλαια 2 και 3 και το εμπειρικό που αναλύεται στο κεφάλαιο 4.

Στο κεφάλαιο 2, γίνεται μία σύντομη περιγραφή της έννοιας, των σκοπών αλλά και των μεθόδων που σήμερα χρησιμοποιούνται στην διαδικασία που ονομάζουμε χρηματοοικονομική ανάλυση.

Το κεφάλαιο 3, είναι μία παρουσίαση των χρηματοοικονομικών δεικτών. Παρουσιάζονται οι βασικές κατηγορίες των δεικτών καθώς και οι δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν στην δική μας μελέτη. Για κάθε δείκτη παρουσιάζεται ο τρόπος υπολογισμού του αλλά και οι αναμενόμενες τιμές που μπορεί να πάρει ο δείκτης αυτός.

Στο κεφάλαιο 4, γίνεται η χρηματοοικονομική ανάλυση της καπνοβιομηχανίας «ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε.». Παρακολουθήσαμε την πορεία της εταιρείας για τα έτη 2007 μέχρι και 2018. Έτσι μπορέσαμε να έχουμε σαφή εικόνα τόσο για τα έτη προ κρίσης όσο και για τα έτη κατά την περίοδο της κρίσης.

Επιπλέον, στο βαθμό που αυτό ήταν εφικτό, έγινε μία σύντομη στατική συγκριτική ανάλυση της εταιρίας με άλλες μεγάλες εταιρίες του κλάδου, προκειμένου να βγάλουμε πιο ασφαλή συμπεράσματα.

Τέλος συγκεντρωτικά παρουσιάσαμε τα συμπεράσματα μας για την πορεία της υπό μελέτη επιχείρησης στο χρονικό διάστημα μελέτης.



## 2. Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

### 2.1. Η Έννοια, ο Σκοπός και η Χρησιμότητα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση αποτελεί έναν βασικό πυλώνα της λογιστικής επιστήμης. Για κάποιους η χρηματοοικονομική ανάλυση είναι επέκταση της λογιστικής. Η τελευταία, όπως είναι γνωστό, συλλέγει, ταξινομεί και επεξεργάζεται οικονομικές πληροφορίες με σκοπό να παράσχει όλες αυτές τις πληροφορίες προς όλες τις κατευθύνσεις<sup>1</sup>, όπου είναι απαραίτητες. Οι πληροφορίες λοιπόν αυτές παρέχονται τόσο στο εξωτερικό μιας επιχείρησης, προκειμένου όλοι οι ενδιαφερόμενοι να αποκτήσουν μία σαφή εικόνα για την επιχείρηση αυτή, αλλά και προς το εσωτερικό της προκειμένου να στηριχθεί η λήψη αποφάσεων από την πλευρά της διοίκησης.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση αποτελεί μέρος της επεξεργασίας των οικονομικών πληροφοριών, και είναι ιδιαίτερα σημαντική στην αποτύπωση της οικονομικής θέσης μιας εταιρίας αλλά και στην εκτίμηση της μελλοντικής οικονομικής της θέσης. Η χρηματοοικονομική ανάλυση, πιο αναλυτικά, είναι σε θέση να διαπιστώσει αν μία εταιρία είναι «υγιής» με υψηλές πιθανότητες βιωσιμότητας και υψηλές αποδόσεις ή χρήζει άμεσων διαρθρωτικών αλλαγών και στρατηγικών αποφάσεων προκειμένου να εξακολουθήσει να παράγει κερδοφόρα. Η χρησιμότητα, λοιπόν, της χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι πολύ υψηλή για κάθε επιχείρηση<sup>2</sup>.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση αντλώντας χρήσιμα στοιχεία από τις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης, προσπαθεί να εξαγάγει συμπεράσματα για την παρελθούσα πορεία της επιχείρησης, και στον βαθμό που μπορεί να διαβλέψει και την πορεία της στο άμεσο μέλλον αλλά και τυχόν προβλήματα που θα ανακύψουν σε αυτήν.

Το σημείο στο οποίο θα πρέπει ίσως να σταθούμε και να υπερθεματίσουμε είναι ότι η χρηματοοικονομική ανάλυση, δεν στοχεύει απλά στην αποτύπωση της οικονομικής κατάστασης της εταιρίας την δεδομένη χρονική στιγμή, αλλά επιθυμεί μέσα από συστηματική επεξεργασία των οικονομικών μεγεθών να προβλέψει, και να αντιμετωπίσει πιθανές μελλοντικές δυσάρεστες καταστάσεις και συνθήκες για την εταιρεία.

---

<sup>1</sup> Βασιλείου Δ. και Ηρειώτης Ν.. Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία και Πρακτική. Εκδόσεις: Rosili. Αθήνα 2008.

<sup>2</sup> Αλεξανδρίδης Μ. Α.. Χρηματοοικονομική Διαχείριση. Εκδόσεις: Σύγχρονη Εκδοτική. Αθήνα 2004.

Στην διαδικασία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, σημαντικό στάδιο είναι η έρευνα που πρέπει να γίνει για την ακρίβεια και εγκυρότητα των οικονομικών μεγεθών, που αποτυπώνονται στους λογαριασμούς των οικονομικών καταστάσεων.

Ο χρηματοοικονομικός αναλυτής λοιπόν συνδυάζει διάφορες πληροφορίες από διαφορετικές κατευθύνσεις και πηγές προκειμένου να εξασφαλίσει την εγκυρότητα, την ορθότητα και την αξιοπιστία των στοιχείων συμπεριλαμβάνοντας στην έρευνά του δεδομένα από γνωστοποιήσεις και προσαρτήματα.

Το παραπάνω έργο δεν είναι πάντοτε μία εύκολη διαδικασία. Οι λογιστικές καταστάσεις, και κυρίως κάποιων κατηγοριών επιχειρήσεων π.χ. των τραπεζών, παρουσιάζουν κάποιες αδυναμίες στη σύνθεσή τους οι οποίες δυσχεραίνουν το έργο των αναλυτών. Πολλές φορές οι λογιστικές καταστάσεις αποδίδουν τα στοιχεία συνοπτικά, συγκεντρωτικά και ταξινομημένα σε ευρύτερες κατηγορίες, με αποτέλεσμα να μην φαίνονται οι επιμέρους λεπτομερειακοί λογαριασμοί.

Ένα ακόμη πρόβλημα με το οποίο έρχεται αντιμέτωπος κάθε χρηματοοικονομικός αναλυτής, είναι ο χρόνος δημοσιοποίησης των στοιχείων. Δυστυχώς ο χρόνος αυτός σε πολλές περιπτώσεις επιχειρήσεων είναι σχετικά μεγάλος. Αυτό σημαίνει ότι αυξάνεται η πιθανότητα η οικονομική θέση της επιχείρησης να έχει διαφοροποιηθεί από το τέλος της χρήσης μέχρι τη στιγμή δημοσιοποίησης των στοιχείων<sup>3</sup>.

Παρόλα αυτά με κατάλληλους χειρισμούς φαίνεται ότι οι αναλυτές είναι σε θέση να ξεπεράσουν τα ανωτέρω προβλήματα και να αυξήσουν την αξιοπιστία των συμπερασμάτων τους.

Τα χαρακτηριστικά της χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι απόλυτα συνδεδεμένα με το σκοπό που εξυπηρετούν, ο οποίος με τη σειρά του είναι πολυδιάστατος:

Στόχος της χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι να εντοπίσει όλα τα δυνατά σημεία μιας επιχείρησης αλλά και όλα τα αδύναμα σημεία της μέσα από την συγκριτική εξέταση της με τα μέσα μεγέθου του κλάδου στον οποίο ανήκει καθώς και με άλλες επιχειρήσεις του κλάδου, αλλά και μέσα από την διαχρονική παρακολούθηση των μεγεθών της εταιρίας<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Παπαδέας Π. και Συκιανάκης Ν.. Ανάλυση & Διερεύνηση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων: “Σύμφωνα με τα Ελληνικά και Διεθνή (Λογιστικά) Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης”. Αθήνα 2014.

<sup>4</sup> Θάνος Γ., Κιόχος Π. και Παπανικολάου Γ.. Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων. Εκδόσεις: Σύγχρονη Εκδοτική. Αθήνα 2002

## 2.2. Μέθοδοι Ανάλυσης Λογιστικών Καταστάσεων

Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων πραγματοποιείται με συγκεκριμένες μεθόδους. Πολλές φορές ένας αναλυτής επιλέγει μία από τις μεθόδους που έχει στη διάθεση του, ενώ άλλες πάλι φορές καταφεύγει σε ένα συνδυασμό τους προκειμένου να έχει πληρέστερη εικόνα για την επιχείρηση που μελετάει.

Οι βασικές μέθοδοι ανάλυσης είναι<sup>5</sup>:

- Κάθετη ή Διαστρωματική μέθοδος, όπου οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας συγκρίνονται με τις αντίστοιχες οικονομικές καταστάσεις άλλων εταιριών(συνήθως των ανταγωνιστών) του ίδιου κλάδου.
- Συγκριτική ή διαχρονική μέθοδος, όπου γίνεται η παρακολούθηση των οικονομικών μεγεθών διαχρονικά. Ουσιαστικά υπάρχει σύγκριση των μεγεθών της εταιρίας, με τα μεγέθη της, σε προηγούμενη διαχειριστική χρήση.
- Μέθοδος αναλύσεως των χρονολογικών σειρών με αριθμοδείκτες. Στην μέθοδο αυτή οι αριθμοδείκτες είτε συγκρίνονται διαστρωματικά με τους αριθμοδείκτες άλλων εταιριών του κλάδου, είτε παρακολουθούνται διαχρονικά. Είναι κατανοητό ότι η στατική απεικόνιση μιας εταιρίας με μία σειρά αριθμοδεικτών για μία διαχειριστική χρήση, θα έχει χαμηλή πληροφορία και χαμηλή αξία. Επομένως η κάθετη ανάλυση αλλά και η διαχρονική μπορούν να ενσωματωθούν μέσα στην ανάλυση των αριθμοδεικτών.
- Ανάλυση του Νεκρού σημείου. Στην περίπτωση αυτή η μέθοδος μπορεί να συνδυαστεί με μία από τις παραπάνω προκειμένου να τροφοδοτήσει τον αναλυτή με επιπρόσθετη ποσότητα πληροφορίας.

Κάθε μέθοδος ανάλυσης έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, γι' αυτό η ανάλυση και αξιολόγηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων γίνεται ταυτόχρονα με πολλές ή με συνδυασμό μεθόδων όπως είπαμε και σε προηγούμενο σημείο.

Γενικότερα φαίνεται ότι οι αναλυτές προτιμούν την ανάλυση με την χρήση αριθμοδεικτών. Ας μην ξεχνάμε ότι στις άλλες μεθόδους χρησιμοποιούνται τα ονομαστικά μεγέθη κάθε επιχείρησης, και ίσως αυτό πολλές φορές να ενέχει σημαντικές δυσκολίες. Έτσι για παράδειγμα, όταν παρακολουθούμε μία εταιρία διαχρονικά, τα ονομαστικά οικονομικά μεγέθη της εταιρίας βεβαίως

---

<sup>5</sup> Θάνος Γ., Κιόχος Π. και Παπανικολάου Γ.. Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων. Εκδόσεις: Σύγχρονη Εκδοτική. Αθήνα 2002.

μας τροφοδοτούν με σημαντικό μέρος πληροφορίας, ωστόσο η χρονική αξία του χρήματος δεν μας επιτρέπει να θεωρήσουμε τα μεγέθη αυτά απόλυτα συγκρίσιμα. Στην περίπτωση αυτή η λύση θα ήταν η σύγκριση ανάμεσα στα πραγματικά μεγέθη, κάτι που απαιτεί περαιτέρω επεξεργασία των οικονομικών μεγεθών. Τέτοιου είδους προβλήματα σαφώς δεν δύναται να εμφανιστούν όταν γίνεται χρήση των αριθμοδεικτών. Οι αριθμοδείκτες είναι απόλυτα συγκρίσιμοι μεταξύ τους είτε πρόκειται για αριθμοδείκτες διαφορετικών εταιριών είτε πρόκειται για τους αριθμοδείκτες της ίδιας εταιρίας σε διαφορετικές περιόδους, αφού έχουν υπολογιστεί με την ίδια μεθοδολογία.

Ο υπολογισμός και η αξιολόγηση των αριθμοδεικτών μπορεί να μας δώσει μία σαφή εικόνα, στο μέτρο που αυτό είναι εφικτό, για τους τομείς της ρευστότητας, δραστηριότητας, αποδοτικότητας και βιωσιμότητας της κάθε εταιρίας.

### **3. ΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ**

Οι σύγχρονες αναλύσεις, όπως θα διαπιστώσει κανείς πολύ εύκολα, στηρίζονται σε πολύ μεγάλο βαθμό στη χρήση των αριθμοδεικτών. Η χρήση τους λοιπόν είναι πλέον διαδεδομένη και σε μεγάλη έκταση στις διάφορες χρηματοοικονομικές αναλύσεις. Οι παλαιότερες μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν για την χρηματοοικονομική ανάλυση των εταιριών, φαίνεται να συμπληρώνονται με την χρησιμοποίηση των αριθμοδεικτών, οι οποίοι βοηθούν στην ερμηνεία των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων.<sup>6</sup>

Οι αριθμοδείκτες αποδίδονται με μεγάλη σαφήνεια στο Κεφάλαιο «Αριθμοδείκτες» του Ελληνικού Λογιστικού Σχεδίου. Σύμφωνα λοιπόν με αυτό οι αριθμοδείκτες είναι σχέσεις μεταξύ μεγεθών, λογιστικής ή στατιστικής προέλευσης, που καταρτίζονται με σκοπό τον προσδιορισμό της πραγματικής θέσης ή της αποδοτικότητας των διάφορων τμημάτων ή ολόκληρων τομέων της οικονομικής μονάδας και σε τελική ανάλυση, της πραγματικής κατάστασης ολόκληρης της οικονομικής μονάδας ή και γενικότερα του κλάδου στον οποίο ανήκει η μονάδα αυτή.

Οι αριθμοδείκτες είναι ουσιαστικά τα σχετικοποιημένα μεγέθη μιας επιχείρησης. Είναι λογικό και αναμενόμενο ότι τα απόλυτα μεγέθη δεν είναι σε θέση, σε πολλές περιπτώσεις, να μας τροφοδοτήσουν με σημαντικές πληροφορίες. Αντίθετα τα σχετικά μεγέθη, όπως αυτά αποτυπώνονται μέσα από τους αριθμοδείκτες, είναι ικανά να δώσουν πολλές περισσότερες πληροφορίες στους αναλυτές σχετικά με την πορεία, την αποδοτικότητα και εν κατακλείδι την

---

<sup>6</sup> Νικήτα Α. Νιάρχου, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα 2004.

βιωσιμότητα μιας εταιρίας. Όπως κατ' αντιστοιχία το ονομαστικό εισόδημα μιας οικονομικής μονάδας είναι σε θέση να μας δώσει κάποια πληροφορία, αλλά το πραγματικό εισόδημα της είναι σε θέση να μας δώσει πολύ περισσότερη. Δεν μπορούμε σαφώς να αμφισβητήσουμε το γεγονός ότι οι αριθμοδείκτες αποτελούν τόσο χρήσιμα όσο και απαραίτητα εργαλεία που διευκολύνουν σημαντικά την διαδικασία λήψης αποφάσεων των ατόμων που διοικούν τις εταιρίες, μικρές ή μεγάλες.

Οι αριθμοδείκτες στην συνήθη μορφή τους είναι κλάσματα που υπολογίζονται με την βοήθεια 2 ή 3 οικονομικών μεγεθών. Αυτή η μορφή των αριθμοδεικτών εξασφαλίζει την ευκολία με την οποία μπορούν να υπολογιστούν σε κάθε περίπτωση. Επειδή ακριβώς οι αριθμοδείκτες είναι το αποτέλεσμα ενός λόγου, είναι απαλλαγμένοι από μονάδες μέτρησης. Πρόκειται για απόλυτους αριθμούς ή σε κάποιες περιπτώσεις για ποσοστά. Για τον λόγο αυτό στις περισσότερες των περιπτώσεων η ερμηνεία τους απαιτεί ιδιαίτερη προσοχή.

Με τον τρόπο αυτόν οι αριθμοδείκτες, συμπυκνώνουν μεγάλο κομμάτι πληροφορίας μέσα σε λίγους μόνο αριθμούς. Οι αναλυτές, λοιπόν, χρησιμοποιώντας - μελετώντας τους αριθμοδείκτες είναι σε θέση με μία «γρήγορη» ματιά να έχουν μία αρκετά αξιόπιστη εικόνα για μια οικονομική μονάδα. Παρόλα αυτά απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή στην ερμηνεία τους, καθώς καθένας από τους αριθμοδείκτες ενέχει αρκετή κρυμμένη πληροφορία.

Σύμφωνα πάντα με τις οδηγίες του Ελληνικού Λογιστικού Σχεδίου, για την κατάρτιση των αριθμοδεικτών τα λογιστικά μεγέθη λαμβάνονται από τις γνωστές Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις, δηλαδή από τον Ισολογισμό, την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης, τους λογαριασμούς της Χρηματοοικονομικής Λογιστικής, τους λογαριασμούς της Αναλυτικής Λογιστικής. Πολλές φορές τα στοιχεία και τα μεγέθη μπορεί να προέρχονται και από εξολογιστικά έντυπα της οικονομικής μονάδας.

Οι αριθμοδείκτες πάντοτε υπολογίζονται με τρόπο ώστε να υπακούσουν στους ακόλουθους κανόνες<sup>7</sup>:

- Τα μεγέθη συσχετίζονται με τέτοιο τρόπο ώστε να αποφεύγονται τυχόν λάθη.
- Πολλοί δείκτες χρησιμοποιούν μέσους όρους κάποιων μεγεθών προκειμένου να δίνουν μία πιο αξιόπιστη εικόνα για την οικονομική μονάδα.

---

<sup>7</sup> Θάνος Γ., Κιόχος Π. και Παπανικολάου Γ.. Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων. Εκδόσεις: Σύγχρονη Εκδοτική. Αθήνα 2002.

- Οι αριθμοδείκτες που αναφέρονται στην έννοια του κόστους, κατά κανόνα, εκτιμώνται σε συσχέτιση με αριθμοδείκτες που η σύνθεσή τους βασίζεται σε ποσοτικά δεδομένα.
- Οι αριθμοδείκτες καλύπτουν όλους τους τομείς δραστηριότητας της οικονομικής μονάδας.
- Οι αριθμοδείκτες είναι δυνατό να είναι απλοί ή σύνθετοι.

Ουσιαστικά, όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο σημείο, οι αριθμοδείκτες δεν είναι παρά η αποτυπωμένη σχέση μεταξύ δύο ή τριών στοιχείων του ισολογισμού ή των αποτελεσμάτων χρήσεως. Από τα στοιχεία αυτά δημιουργείται ένα κλάσμα, οι τιμές του οποίου αποκωδικοποιούν με απλοϊκότερο τρόπο την θέση κάθε επιχείρησης. Βέβαια οι αριθμοδείκτες από μόνοι τους θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι έχουν μικρή αξία. Η αξία τους είναι σημαντική όταν ερμηνεύονται και σχετικοποιούνται με κάποιο σημείο αναφοράς.

Έτσι το περιεχόμενο των αριθμοδεικτών γίνεται αξιόλογο όταν συγκρίνεται στατικά ή δυναμικά με:

- α) κάποια πρότυπα ή
- β) λογιστικά μεγέθη προηγούμενων χρήσεων της ίδιας επιχείρησης (διαχρονική σύγκριση) ή
- γ) λογιστικά μεγέθη άλλων επιχειρήσεων, ως μέσος όρος του ίδιου κλάδου (διαστρωματική σύγκριση).

Με αυτές τις προϋποθέσεις δημιουργείται ένα πλέγμα αριθμοδεικτών με χαρακτηριστικότερο κλάσμα: Αποτελέσματα/Ίδια Κεφάλαια, ενώ συνολικά η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων διερευνά τους αριθμοδείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, αποδοτικότητας, βιωσιμότητας κ.ά. μιας επιχείρησης.<sup>8</sup> Παρακάτω θα δούμε ότι κατά καιρούς έχουν υπάρξει διάφοροι τρόποι με τους οποίους ομαδοποιούνται οι αριθμοδείκτες. Η παραπάνω κατάταξη σε τρεις βασικές κατηγορίες είναι η πιο συνηθισμένη και ίσως η πιο χρησιμοποιούμενη στις χρηματοοικονομικές αναλύσεις.

Αδιαμφισβήτητα οι αριθμοδείκτες αποτελούν χρήσιμο εργαλείο για τους εξωτερικούς αναλυτές αλλά και για την διοίκηση. Τα δεδομένα που προκύπτουν δίνουν στοιχεία για την κατάσταση της επιχείρησης, όπως προβλήματα που μπορεί να έχουν προκύψει και πρέπει να αντιμετωπιστούν αλλά και πληροφορίες για την αξιολόγηση της.

Η αποτελεσματικότητα της ανάλυσης της οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης με τη χρησιμοποίηση δεικτών ενισχύεται λοιπόν ακόμη περισσότερο όταν<sup>9</sup>:

<sup>8</sup> Π. Παπαδέας - Ν. Συκιανάκης, Ανάλυση & Διερεύνηση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, Αθήνα 2014.

<sup>9</sup> Βασιλείου Δ. και Ηρειώτης Ν.. Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία και Πρακτική. Εκδόσεις: Rosili.Αθήνα 2008

1. Τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των δεικτών είναι αξιόπιστα και έχουν ελεγχθεί με πολλαπλούς τρόπους.
2. Τα στοιχεία αποφεύγουν να είναι εκείνα του τέλους κάθε υπολογιστικής χρήσης, αλλά να είναι όπου αυτό είναι εφικτό μέσοι όροι των μεγεθών. Έτσι εξασφαλίζεται κατά κάποιο τρόπο μεγαλύτερη αντιπροσωπευτικότητα και καλύτερη απεικόνιση της θέσης της εταιρίας.
3. Εξετάζεται η διαχρονική πορεία ενός δείκτη και όχι η στατική του εικόνα.
4. Μελετάται ο δείκτης συγκριτικά πάντα με ένα σημείο αναφοράς, είτε είναι η τιμή του δείκτη μιας ανταγωνίστριας εταιρίας είτε είναι η τιμή του μέσου δείκτη του κλάδου.

Οι άμεσα ενδιαφερόμενοι από την ανάλυση και ερμηνεία των αριθμοδεικτών σε μία επιχείρηση μπορεί να είναι οι εξής<sup>10</sup>:

- Οι μέτοχοι που μπορεί να έχουν επενδυτικό ή εποπτικό ενδιαφέρον για τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης.
- Οι πελάτες ενδιαφέρονται ιδιαίτερα για τη βιωσιμότητα της επιχειρήσεως.
- Οι πιστωτές ενδιαφέρονται για την αποδοτικότητα καθώς και για την δυνατότητα επιβίωσης της επιχειρήσεως, προκειμένου να καθοριστεί το ύψος της πίστωσης, το επιτόκιο δανεισμού και οι εξασφαλίσεις που θα ζητηθούν από την επιχείρηση.
- Οι εργαζόμενοι ενδιαφέρονται και αυτοί για την βιωσιμότητα της επιχειρήσεως αλλά και για τις προοπτικές εξέλιξης που έχουν στην επιχείρηση.
- Οι δημόσιες υπηρεσίες χρησιμοποιούν την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων για διάφορους λόγους, όπως να διαπιστώσουν την παρουσία υγιούς ανταγωνισμού σε έναν κλάδο ή για τον καθορισμό τιμής πώλησης ορισμένων προϊόντων π.χ. φάρμακα και τέλος την έγκριση εισαγωγής μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο Αθηνών από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
- Η διοίκηση της τράπεζας ενδιαφέρεται για την βιωσιμότητα της επιχειρήσεως ώστε να χορηγήσει δάνεια σε αυτή.

---

<sup>10</sup> Βασιλείου Δ. και Ηρειώτης Ν.. Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία και Πρακτική. Εκδόσεις: Rosili.Αθήνα 2008.

### 3.1. Η Έννοια και η Χρησιμότητα των Αριθμοδεικτών.

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, οι αριθμοδείκτες ως απόλυτα μεγέθη, έχουν περιορισμένη χρησιμότητα, δεδομένου ότι δεν υπάρχουν γενικώς παραδεκτά πρότυπα για τις σχέσεις των επιχειρηματικών μεγεθών, αλλά είναι ιδανικοί σε επισήμανση αδυναμιών.

Η χρησιμότητα των αριθμοδεικτών και η αξία τους αυξάνει μέσα από την διαδικασία της συγκριτικής ανάλυσης. Είναι γεγονός ότι οι αριθμοδείκτες σαν απόλυτη απεικόνιση της σχέσης μεγεθών, δεν δύναται να δώσουν πολλές πληροφορίες, αλλά και απαντήσεις σχετικά με προβλήματα και τις αιτίες τους. Η όλη διαδικασία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης με την χρήση δεικτών απαιτεί κριτική σκέψη, μεγάλη εμπειρία και δυνατότητα διεξαγωγής αξιόπιστων συμπερασμάτων μέσα από την συγκριτική ανάλυση. Οι δείκτες με άλλα λόγια είναι ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, με συγκεκριμένες αδυναμίες, οι οποίες όμως μπορεί να τις υπερκεράσει ο κατάλληλος αναλυτής ο οποίος και θα γνωρίζει τον τρόπο με τον οποίο μπορούν να είναι αποδοτικοί<sup>11</sup>.

Οι αριθμοδείκτες κρίνονται από πολλούς αναλυτές ιδανικοί στο να εντοπίζουν και να επισημαίνουν προβλήματα και αδυναμίες μιας οικονομικής μονάδας<sup>12</sup>. Έχουν την ικανότητα να δίνουν συγκριτική εικόνα για:

- τις επιδόσεις των διαφόρων επιχειρήσεων, συγκεκριμένα για την διαφορά των επιδόσεων ανάμεσα στις επιχειρήσεις.
- την αποδοτικότητα της ίδιας επιχείρησης και πως αυτή η αποδοτικότητα εξελίσσεται διαχρονικά. Η διαχρονική παρακολούθηση της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης, δίνει στους χρηματοοικονομικούς αναλυτές όλες τις πληροφορίες που απαιτούνται ώστε οι τελευταίοι να μπορούν να εξαγάγουν ασφαλή συμπεράσματα για την οικονομική εξέλιξη της εταιρίας στο άμεσο μέλλον.
- την σχετική επίδοση μίας επιχείρησης μέσα στον επιχειρηματικό κλάδο. Ως γνωστό δεν αρκεί να γνωρίζει κάποιος αν η πορεία μιας επιχείρησης είναι ανοδική ή όχι, αλλά σημαντικότερο είναι να γνωρίζει την πορεία της επιχείρησης τόσο μέσα στον κλάδο όσο και σε σχέση με τον κλάδο. Έτσι για παράδειγμα σε κάποιες περιπτώσεις η στατική κατάσταση μιας οικονομικής μονάδας μπορεί να κριθεί θετική εν μέσω οικονομικής κρίσης όλης της χώρας, αλλά πως θα μπορούσε να χαρακτηριστεί

---

<sup>11</sup> . Chen Kung H., Shimerda Thomas A. An Empirical Analysis of Useful Financial Ratios. Financial Management. Vol. 10, No. 1 (Spring, 1981), pp. 51-60.

<sup>12</sup> Altman Edward I. FINANCIAL RATIOS, DISCRIMINANT ANALYSIS AND THE PREDICTION OF CORPORATE BANKRUPTCY. 1968. The Journal of Finance. Vol. XXIII No.4.



αυτή η κατάσταση σε μία επιχείρηση που ανήκει στον κλάδο των τουριστικών επιχειρήσεων, όταν ο κλάδος σημειώνει σημαντική άνοδο; Η σχετική θέση λοιπόν της εταιρίας μέσα στον κλάδο είναι σημαντική.

Συμπερασματικά, οι αριθμοδείκτες έχουν τους ακόλουθους στόχους:

- ✓ Την εξασφάλιση των μέσων διαγνώσεως και εκτιμήσεως των όρων ή συνθηκών κάτω από τις οποίες λειτουργούν οι οικονομικές μονάδες.
- ✓ Την κατάρτιση των δεικτών με τρόπο ενιαίο ώστε να είναι δυνατή η σύγκρισή τους με τους αντίστοιχους δείκτες ομοειδών οικονομικών μονάδων.
- ✓ Την καλύτερη αξιοποίηση του λογιστικού και στατιστικού υλικού των οικονομικών μονάδων για την εξυπηρέτηση των αναγκών τους, αλλά και εκείνων που ασχολούνται με την έρευνα των διαφόρων τομέων της επιχειρηματικής δραστηριότητας, π.χ. των Οργανισμών ή Υπηρεσιών που ασχολούνται με οικονομικές και κοινωφελείς μελέτες σε υψηλότερο επίπεδο.

Η χρήση των αριθμοδεικτών είναι ευρεία για την αξιολόγηση της βιωσιμότητας μιας επιχείρησης. Πολλοί διεθνείς οίκοι αξιολόγησης μελετούν διεξοδικά τους αριθμοδείκτες των επιχειρήσεων στα υποδείγματα που χρησιμοποιούν για την κατάταξη των επιχειρήσεων σε βαθμίδες πιστοληπτικής ικανότητας.

Το βασικότερο πλεονέκτημα των αριθμοδεικτών, πέρα από την ευκολία υπολογισμού τους, είναι ότι επιτρέπουν συγκρίσεις ανεξάρτητα από το μέγεθος των επιμέρους επιχειρήσεων.

Το γεγονός αυτό τους καθιστά εξαιρετικά χρήσιμους για μια σειρά εφαρμογών, όπως είναι η εκτίμηση της βιωσιμότητας μιας μονάδας, η εκτίμηση της αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας ενός επενδυτικού σχεδίου, η πρόβλεψη χρεοκοπίας και η αποτίμηση μιας επιχείρησης.

Αντίθετα το μεγαλύτερο μειονέκτημα της ανάλυσης με αριθμοδείκτες, όπως προαναφέρθηκε, είναι η δυσκολία στην ερμηνεία των αριθμοδεικτών. Επίσης, ένα ακόμη μειονέκτημα είναι ότι κατά τον υπολογισμό των δεικτών είναι δυνατό να προκύψουν ορισμένα προβλήματα τα οποία, αν δεν αντιμετωπιστούν κατάλληλα, οδηγούν στον προσδιορισμό παραπλανητικών τιμών. Έτσι για παράδειγμα κάποια μεγέθη μπορεί να είναι αρνητικά, μπορεί να εμφανιστούν ακραίες τιμές ή ασυνήθιστες τιμές λόγω ιδιαίτερων συνθηκών, ή και μηδενικά μεγέθη που όμως βρίσκονται στον παρονομαστή των δεικτών. Στις περιπτώσεις αυτές, το πρόβλημα αντιμετωπίζεται με χρήση εναλλακτικών δεικτών ή με απαλοιφή των ακραίων τιμών των παραμέτρων ή με απαλοιφή των δεικτών που παρουσιάζουν ακραίες τιμές.

Τα τελευταία χρόνια, εμφανίζεται επίσης η περεταίρω ανάλυση των αριθμοδεικτών. Έτσι η χρηματοοικονομική ανάλυση δεν μένει σε μία απλή συγκριτική ερμηνεία των αριθμοδεικτών αλλά χρησιμοποιώντας μία σειρά στατιστικών μεθόδων προσπαθεί να αντλήσει επιπλέον πληροφορία. Έτσι συχνά βλέπουμε μελέτες ανάλυσης των δεικτών με μεθόδους χρονολογικών σειρών ή και με τη χρήση μοντέλων. Αυτές οι μέθοδοι και κυρίως η μοντελοποίηση είναι περισσότερο πολύπλοκες διαδικασίες που δεν θα μας απασχολήσουν στην παρούσα ερευνητική εργασία.

Οι αριθμοδείκτες συνήθως κατατάσσονται σε κατηγορίες, όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο σημείο της εργασίας, ανάλογα με το είδος της επιχείρησης που επιδιώκουν να εξετάσουν. Υπάρχουν διάφορες ταξινομήσεις οι οποίες έχουν διάφορους άξονες. Μία από τις πιο διαδεδομένες ταξινομήσεις είναι αυτή που πρότεινε ο J. K. Courtis (1978).

Σύμφωνα με τη μεθοδολογία αυτή, οι αριθμοδείκτες ταξινομούνται σε τρεις βασικές κατηγορίες<sup>13</sup>, ανάλογα με τα ερωτήματα που τίθενται:

- Αποδοτικότητα.

-Φερεγγυότητα.

- Διοικητική Επίδοση.

Στην παρούσα εργασία επιλέξαμε να παρουσιάσουμε λίγο αναλυτικότερα τις ομάδες των δεικτών, προκειμένου να γίνουν περισσότερο κατανοητές. Είναι γεγονός ότι ένας δείκτης δεν είναι δυνατόν να καταταχθεί σε μια αμιγή κατηγορία. Απλώς θεωρείται δείκτης ρευστότητας διότι παρέχει πληροφόρηση, κατά κύριο λόγο, για τη ρευστότητα της επιχείρησης.

Για λόγους, λοιπόν, συστηματικής παρουσίασης των χρηματοοικονομικών δεικτών, υιοθετήσαμε την κατηγοριοποίηση που φαίνεται παρακάτω:

1. Δείκτες Αποδοτικότητας
2. Δείκτες Ρευστότητας
3. Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης
4. Δείκτες Ανάπτυξης
5. Δείκτες Χρηματιστηριακής Αγοράς

Από τις κατηγορίες αυτές παρουσιάζουμε ενδεικτικά τους πιο αντιπροσωπευτικούς αριθμοδείκτες.

---

<sup>13</sup> JOHN K. COURTIS. Modelling A Financial Ratios Categori Framework, December 1978. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1978.tb01059.x>.

### 3.2. Δείκτες Αποδοτικότητας

Αποδοτικότητα είναι η γονιμότητα του κεφαλαίου. Προκύπτει συνεπώς από τη συσχέτιση των πραγματοποιημένων στη χρήση κερδών προς το κεφάλαιο που απασχολήθηκε στη χρήση. Με απλά λόγια ως αποδοτικότητα γενικά εννοούμε το αποτέλεσμα που προκύπτει από μια συγκεκριμένη δραστηριότητα, εκφρασμένο ως ποσοστό των πόρων που χρησιμοποιήθηκαν για την εργασία αυτή. Στα πλαίσια της επιχείρησης η αποδοτικότητα συνδέεται με την αξιοποίηση του συνόλου των πόρων της. Επομένως, οι αντίστοιχοι δείκτες εκφράζουν το σύνθετο αποτέλεσμα της χρήσης των πόρων αυτών σε όλες τις λειτουργίες της και παρέχουν έμμεσες ενδείξεις για την αποτελεσματικότητα των αποφάσεων σχετικά με τους επιχειρησιακούς συνδυασμούς των μέσων και λειτουργιών της μονάδας. Οι συνηθέστεροι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας είναι<sup>14</sup> οι ακόλουθοι:

#### 1. ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ =

$$[(\text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Χρημ/κα Έξοδα}) / \text{Σύνολο Απασχολούμενων Κεφαλαίων}] \times 100\%$$

Ο δείκτης αυτός είναι σημαντικός, διότι εξετάζει τις δυνατότητες της επιχείρησης για αξιοποίηση των κεφαλαίων που της έχουν χορηγήσει οι μέτοχοι, οι δανειστές και γενικότερα οι πιστωτές (=συνολικά κεφάλαια). Η αμοιβή των κεφαλαίων αυτών είναι τα καθαρά κέρδη και οι τόκοι, γι' αυτό χρησιμοποιούνται ως αριθμητής.

#### 2. ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ =

$$[\text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Ίδια Κεφάλαια}] \times 100\%$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός αναφέρεται στην αποδοτικότητα της επένδυσης των μετόχων της επιχείρησης.

#### 3. ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ = $[(\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων}) / \text{Πωλήσεις}] \times 100 (\%)$

Υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε τα μικτά κέρδη εκμεταλλεύσεως με τις πωλήσεις της χρήσης.

Ο δείκτης αυτός είναι παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητας της επιχείρησης.

Ένας υψηλός δείκτης δείχνει την ικανότητα της διοίκησης να επιτυγχάνει φθηνές αγορές ή χαμηλά κόστη, και να πουλάει σε υψηλές τιμές, ενώ ένας χαμηλός δείκτης δείχνει το αντίθετο.

<sup>14</sup> Νικήτα Α. Νιάρχου, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα 2004.

Ένα αρκετά υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους θεωρείται μία πολύ ευνοϊκή ένδειξη για την πορεία της επιχείρησης, αφού έχει τη δυνατότητα να καλύπτει τα λειτουργικά και άλλα της έξοδα, ενώ παράλληλα της απομένει ικανοποιητικό καθαρό κέρδος σε σχέση με τις πωλήσεις της και τα ίδια κεφάλαια που απασχολεί.

4. ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ =  $[Κόστος Πωληθέντων / Πωλήσεις] \times 100 (\%)$

Ο δείκτης αυτός δείχνει την σχέση του κόστους των πωληθέντων προϊόντων ή εμπορευμάτων με τις πωλήσεις, και μετρά την αποτελεσματικότητα ελέγχου του κόστους πωληθέντων. Προφανώς θα επιθυμούσαμε για μία επιχείρηση να έχει χαμηλή τιμή για τον δείκτη αυτό.

5. ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ =  $[Καθαρά Κέρδη / Πωλήσεις] \times 100 (\%)$

Πρόκειται για έναν πολύ σημαντικό αριθμοδείκτη καθώς τόσο η διοίκηση της επιχείρησης όσο και πολλοί οικονομικοί αναλυτές βασίζονται στις προβλέψεις τους για τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης επί του προβλεπόμενου ύψους των πωλήσεων και του ποσοστού καθαρού κέρδους. Τα περιθώρια καθαρού κέρδους ποικίλλουν από κλάδο σε κλάδο αλλά και από επιχείρηση σε επιχείρηση του ίδιου κλάδου. Το ύψος του περιθωρίου εξαρτάται από το είδος του πωλούμενου προϊόντος και από τη στρατηγική που ακολουθεί η επιχείρηση σε σχέση με τον ανταγωνισμό.

6. ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΥΝΟΛΟΥ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ =

$[Αποτελέσματα Εκμεταλλεύσεων προ Χρημ/κων Εξόδων / Σύνολο Ενεργητικού] \times 100\%$

Ο παραπάνω δείκτης εκτιμά την αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων της οικονομικής μονάδας.

7. ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΠΩΛΗΣΕΩΝ =

$[Αποτελέσματα εκμ/σης προ Χρημ/κων Εξόδων / Καθαρές Πωλήσεις] \times 100\%$

Ο δείκτης αυτός αποδίδει την αποτελεσματικότητα των πωλήσεων. Εάν συνδυαστεί με άλλους δείκτες όπως απόδοσης συνόλου κεφαλαίων δίνει ακριβέστερα αποτελέσματα για την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης.

8. ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ =

$\% \text{ Μεταβολής Ολικών Αποτ/των Εκμετάλλευσης} / \% \text{ Μεταβολής Αποτ/των προ Φόρων \& Τόκων}$

Ο αριθμοδείκτης αυτός παρουσιάζει την μεταβολή των καθαρών κερδών σε σχέση με την μεταβολή των μερικών αποτελεσμάτων προ φόρων και τόκων. Προφανώς μία τιμή του δείκτη πάνω από την

μονάδα δείχνει ότι η επιχείρηση είναι ικανή στο να παράγει καθαρά κέρδη με μεγαλύτερο ρυθμό από τα μικτά κέρδη.

9. ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ =

% Μεταβολής Αποτ/των προ Τόκων και Φόρων / % Μεταβολής Πωλήσεων

Δείχνει τη σχέση του ποσοστού μεταβολής των κερδών προς το ποσοστό μεταβολής των πωλήσεων. Δείχνει ουσιαστικά τον βαθμό που μία επιχείρηση είναι σε θέση να χρησιμοποιήσει τα στοιχεία του σταθερού κόστους της, σε σχέση με τα στοιχεία του μεταβλητού κόστους της.

### 3.3. Δείκτες Ρευστότητας

Ρευστότητα ορίζεται η ικανότητα της επιχειρήσεως να ανταποκρίνεται στις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Μακροχρόνια η ρευστότητα εξαρτάται από την αποδοτικότητα της επιχειρήσεως. Η επιχείρηση που επί σειρά ετών δεν πραγματοποιεί κέρδη, δεν θα είναι σε θέση μακροχρόνια να έχει τα απαραίτητα κεφάλαια για την εξόφληση των υποχρεώσεων που λήγουν.

Οι δείκτες είναι οι ακόλουθοι<sup>15</sup>:

1. ΔΕΙΚΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ = Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Ο δείκτης αυτός, ουσιαστικά αποτυπώνει την σχέση που έχουν τα βραχυπρόθεσμα στοιχεία της επιχείρησης. Έτσι μπορούμε να πούμε ότι δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να αξιοποιεί τα βραχυπρόθεσμα στοιχεία του Ενεργητικού της (κυκλοφορούν ενεργητικό) προκειμένου να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Επίσης θα λέγαμε ότι δίνει μία καλή εικόνα για την πολιτική που ακολουθεί η επιχείρηση προκειμένου να ανταπεξέλθει στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Για παράδειγμα, αν μία επιχείρηση έχει υψηλό δείκτη ρευστότητας, φαίνεται να ακολουθεί περισσότερο μετριοπαθή πολιτική αφού με υψηλά επίπεδα βραχυπρόθεσμων στοιχείων του ενεργητικού της έχει χαμηλές υποχρεώσεις σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

2. ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ =

(Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Αποθέματα) / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

<sup>15</sup> Νικήτα Α. Νιάρχου, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα 2004.

Ο δείκτης αυτός αποδίδει τη σχέση των άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων του ενεργητικού με τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της οικονομικής μονάδας. Μια οικονομική μονάδα με δείκτη υψηλότερο της μονάδας είναι στην ικανοποιητική θέση να μπορεί με άνεση να καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και σίγουρα βρίσκεται σε μία θέση αξιοπιστίας.

3. ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ = Διαθέσιμο Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Μία ακόμη καλύτερη εικόνα μας δίνει ο δείκτης της ταμειακής ρευστότητας. Ο δείκτης αυτός δείχνει κατά πόσο τα άμεσα διαθέσιμα στοιχεία της επιχείρησης είναι σε θέση να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Και βέβαια μία επιχείρηση με δείκτη μεγαλύτερο ή και κοντά στην μονάδα βρίσκεται σε σημαντικά καλή θέση.

4. ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ = Πωλήσεις / Μέσος όρος Απαιτήσεων

Ο παραπάνω δείκτης αξιολογεί την ικανότητα της επιχείρησης να εισπράττει τις οφειλές των πελατών της προς αυτή. Ουσιαστικά αποτυπώνει την πολιτική των πωλήσεων σε σχέση με την πολιτική των πιστώσεων της επιχείρησης. Μία τιμή του δείκτη 3 – 4, θεωρείται ικανοποιητική για την επιχείρηση.

5. ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ = Κόστος Πωληθέντων/ Μέσος όρος Αποθεμάτων

Ο δείκτης αυτός ουσιαστικά δείχνει τον τρόπο με τον οποίο η επιχείρηση μπορεί να διαχειριστεί τα αποθέματά της. Είναι μία διαφορετική προσέγγιση της αξιολόγησης της επιχείρησης τόσο για την ρευστότητα της όσο και για την πιστοληπτική της ικανότητα. Η διαχρονική αξιολόγηση του δείκτη συμβάλλει στην αξιολόγηση της θέσης της επιχείρησης στην αγορά. Μια επιχείρηση με δείκτη που έχει τιμή μεγαλύτερη του 1, φαίνεται να είναι σε θέση τέτοια που να μην έχει πολλά αποθέματα, άρα να λειτουργεί δυναμικά.

### 3.4. Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

Οι δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι γνωστοί και σαν δείκτες κεφαλαιακής μόχλευσης<sup>16</sup>. Οι δείκτες αυτής της κατηγορίας μετρούν το ποσοστό χρηματοδότησης μιας επιχείρησης με ξένα κεφάλαια.

1. ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΕΟΥΣ =

Μακροπρόθεσμο Χρέος / (Μακροπρόθεσμο Χρέος + Ίδια Κεφάλαια + Αποθεματικά)

Όπως σαφώς φαίνεται από τον τύπο του, ο δείκτης αυτός αποδίδει τα μακροπρόθεσμα δάνεια της επιχείρησης σαν ποσοστό των συνολικών κεφαλαίων αυτής.

Είναι γεγονός ότι οι δείκτες της κεφαλαιακής διάρθρωσης απαιτούν ιδιαίτερη προσοχή από τους αναλυτές στην ερμηνεία τους, καθώς πολλές φορές κρύβουν διφορούμενα μηνύματα<sup>17</sup>. Έτσι για παράδειγμα μία επιχείρηση με χαμηλό δείκτη χρέους αν και εκ των προτέρων φαίνεται να είναι σε καλή θέση, θα μπορούσε να ισχυριστεί κάποιος ότι αυτό το εύρημα μπορεί να υποδηλώνει μία επιχείρηση με δυσκολίες δανεισμού και έλλειψη φερεγγυότητας. Είναι σαφές ότι για ασφαλέστερα συμπεράσματα οι δείκτες της κατηγορίας αυτής θα πρέπει να συνδυαστούν και με τους δείκτες άλλων κατηγοριών προκειμένου οι αναλυτές να καταλήξουν σε ορθή εικόνα για μία οικονομική μονάδα.

2. ΔΕΙΚΤΗΣ ΧΡΕΟΥΣ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ =

Μακροπρόθεσμο Χρέος / (Ίδια Κεφάλαια + Αποθεματικά)

Ο δείκτης αυτός αποτελεί παραλλαγή του πρώτου δείκτη. Αποδίδει τα ξένα κεφάλαια ως ποσοστό των κεφαλαίων που έχουν παραχωρηθεί στην επιχείρηση από ιδιοκτήτες και μετόχους.

3. ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΠΑΓΙΩΝ = Ι. Κ. / Πάγιο Ενεργητικό

Ο δείκτης της παγιοποίησης περιουσίας, δείχνει κατά πόσο τα κεφάλαια έχουν αξιοποιηθεί ώστε να αποκτηθεί πάγια περιουσία από την επιχείρηση.

<sup>16</sup> Barnes P. The Analysis and Use of Financial Ratios: A Review Article. First published: December 1987 <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1987.tb00106.x>.

<sup>17</sup> Edward E. Williams, John A. Dobelman. Financial Statement Analysis. In: Quantitative Financial Analytics - The Path to Investment Profits. World Scientific Book Chapters, in: Quantitative Financial Analytics. The Path to Investment Profits, chapter 4, pages 109-169 World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd.

4. ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΤΟΚΩΝ =

(Κέρδη προ τόκων και φόρων + αποσβέσεις) / Τόκοι

Κάθε βιώσιμη επιχείρηση σίγουρα επιζητά πέρα από βιώσιμη και κερδοφόρα να είναι ικανή να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της. Ένας σημαντικός δείκτης είναι ο δείκτης κάλυψης των τόκων από την επιχείρηση. Η τιμή του δείκτη αποκαλύπτει πόσες φορές αν τα κέρδη της επιχείρησης είναι ικανά να καλύψουν τους τόκους. Αναμφίβολα κάθε επιχείρηση επιθυμεί να έχει υψηλές τιμές στο δείκτη αυτό.

### 3.5. Δείκτες Ανάπτυξης

Οι δείκτες αυτής της κατηγορίας δίνουν την δυνατότητα στους αναλυτές να παρακολουθήσουν την δυναμική της αναπτυξιακής πορείας της επιχείρησης. Βεβαίως είναι γεγονός ότι σε πολλές περιπτώσεις η ανάπτυξη ενός μεγέθους συνοδεύεται από τη συρρίκνωση ή σχετική στασιμότητα κάποιου άλλου. Οπότε απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή στην ερμηνεία των δεικτών αυτής της κατηγορίας καθώς η θετική διαχρονική πορεία ενός δείκτη δεν εγγυάται απαραίτητα και την ύπαρξη θετικών προοπτικών όλης της εταιρείας. Οι βασικότεροι δείκτες αυτής της κατηγορίας φαίνονται παρακάτω:

1. ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΠΩΛΗΣΕΩΝ =

(Πωλήσεις τρέχουσας περιόδου/Πωλήσεις προηγούμενης περιόδου) – 1

2. ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ =

(Σύνολο Ενεργητικού τρέχουσας περιόδου / Σύνολο Ενεργητικού προηγούμενης περιόδου) – 1

3. ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΚΑΘΑΡΩΝ ΚΕΡΔΩΝ =

(Καθαρά Κέρδη τρέχουσας περιόδου / Καθαρά Κέρδη προηγούμενης περιόδου) – 1

Η αξία αυτών των δεικτών, όπως έχει αναφερθεί και σε άλλο σημείο, αυξάνει όταν συνδυαστικά ερμηνεύονται με τους δείκτες των άλλων κατηγοριών.



### 3.6. Δείκτες Χρηματιστηριακής Αγοράς.

Πολλοί αναλυτές ισχυρίζονται ότι η τιμή μιας μετοχής περικλείει όλη την πληροφορία που απαιτείται για την πορεία και την χρηματοοικονομική θέση μιας επιχείρησης. Οι αντιδράσεις λοιπόν των επενδυτών αποτυπώνουν τόσο τις προοπτικές της επιχείρησης, όπως αυτές αξιολογούνται από τους επενδυτές, όσο και τις προσδοκίες της αγοράς για την κάθε επιχείρηση.

Οι δείκτες αυτής της κατηγορίας είναι εξαιρετικά χρήσιμοι αφού με σύντομο τρόπο απεικονίζουν την κατάσταση που βρίσκεται η επιχείρηση και τον τρόπο με τον οποίο αυτή η κατάσταση αποτιμάται από τους επενδυτές και γενικότερα από την αγορά.

Ορισμένοι από τους βασικότερους δείκτες<sup>18</sup> αυτής της κατηγορίας παρουσιάζονται παρακάτω:

1. ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (P / E)

Ο δείκτης αυτός δείχνει σε έναν επενδυτή σε τι μέρος της τιμής της μετοχής αντιστοιχεί μία μονάδα από τα κέρδη που αποδίδει η μετοχή. Κατά άλλους αναλυτές, αυτός ο δείκτης υποδεικνύει το χρονικό διάστημα σε έτη που απαιτείται χωρίς επανεπένδυση ώστε να ανακτηθεί το αρχικό κεφάλαιο που δαπανήθηκε για την απόκτηση μιας μετοχής.

2. ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ = Μέρισμα ανά μετοχή / Τρέχουσα τιμή μετοχής

3. ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ =

(Τρέχουσα Τιμή στην αρχή της περιόδου + Μέρισμα περιόδου) / Τρέχουσα Τιμή στην αρχή της περιόδου

Οι δείκτες αυτής της κατηγορίας, όπως είναι φανερό έχουν σαν βασικό μέγεθος την τρέχουσα τιμή της μετοχής.

Όπως φαίνεται, και έχει διαπιστωθεί αρκετές φορές, μία από τις ισχυρές δυνάμεις της αγοράς είναι οι προσδοκίες. Οι προσδοκίες επιδρούν σημαντικά στην τιμή της μετοχής καθώς και στις

<sup>18</sup> Βασιλείου Δ. και Ηρειώτης Ν.. Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία και Πρακτική. Εκδόσεις: Rosili.Αθήνα 2008.

αποδόσεις της. Τόσο η τιμή όσο και οι αποδόσεις διαφοροποιούνται κάθε φορά που οι προσδοκίες αλλάζουν προκειμένου να αντικατοπτρίζουν αυτές τις προσδοκίες. Η μεταβολή τόσο στην τιμή όσο και στις αποδόσεις των μετοχών σταματά να υφίστανται όταν οι προσδοκίες και οι τιμές - αποδόσεις, βρίσκονται σε μία συμφωνία – ισορροπία. Θα μπορούσαμε λοιπόν να ισχυριστούμε ότι οι τιμές των πιο πάνω δεικτών αντανακλούν τις προσδοκίες της αγοράς για την επιχείρηση που μελετάμε σε κάθε περίπτωση.

#### **4. Μελέτη Περίπτωσης «Η ΚΑΠΝΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε.».**

##### **4.1. Ιστορικά Στοιχεία – Το προφίλ της εταιρίας σήμερα.**

Η εταιρία ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε., έχει μακρά ιστορία. Πρόκειται για μία οικογενειακή επιχείρηση που ξεκίνησε στα τέλη του 19<sup>ου</sup> αιώνα. Συγκεκριμένα το 1888 ξεκίνησε την πορεία της στην πόλη της Καλαμάτας από δύο αδέρφια. Το όνομα της εταιρίας ταυτίστηκε, θα έλεγε κανείς με την ιστορία του καπνού στην Ελλάδα. Αν και αρκετά χρόνια νωρίτερα από την ίδρυση της εν λόγω εταιρίας, η επεξεργασία και μεταποίηση του καπνού ήταν ήδη γνωστή σε κάποιες ελληνικές πόλεις. Η ελληνική οικονομία, ως γνωστόν κατά το δεύτερο ήμισυ του 19<sup>ου</sup> αιώνα και το πρώτο ήμισυ του 20<sup>ου</sup> χαρακτηρίζονται από τις εξαγωγές δύο βασικών αγροτικών προϊόντων: της σταφίδας και του καπνού. Ο αγροτικός τομέας αναπτύσσεται στο βαθμό που αναπτύσσεται η παραγωγή των δύο αυτών εξαγωγίμων εμπορευμάτων. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι οι καπνοβιομηχανίες στην Ελλάδα στις αρχές του 20ου αιώνα ανέρχονταν σε 160 περίπου. Η πορεία του κλάδου του καπνού σημείωσε σημαντική άνοδο, ωστόσο η φθίνουσα πορεία στα τέλη του 20<sup>ου</sup> αιώνα υπήρξε αναπόφευκτο γεγονός. Σήμερα οι μεγάλες βιομηχανίες κατασκευής τσιγάρων όπως η ΚΕΡΑΝΗΣ δεν υπάρχουν στον χάρτη των ελληνικών βιομηχανιών<sup>19</sup>.

Η εταιρία ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε., έχει σημειώσει εντυπωσιακή ιστορική εξέλιξη πρωτόγνωρη για τα ελληνικά δεδομένα, τόσο σαν καπνοβιομηχανία όσο και σαν βιομηχανία γενικότερα. Σήμερα απασχολεί πάνω από 530 εργαζόμενους, εξάγει τσιγάρα από ελληνικό καπνό σε περίπου 75 χώρες του κόσμου, δίνει έμφαση στην οικονομική ικανοποίηση του προσωπικού της και συμβαδίζει, αν δεν προπορεύεται, με τις τελευταίες τεχνολογικές καινοτομίες του κλάδου. Οι επιτυχίες της εταιρίας επικυρώνονται από τις διακρίσεις που λαμβάνει τα τελευταία χρόνια όπως αυτές των – «Διαμαντιών της Ελληνικής οικονομίας», των «Best performing company», που απονεμήθηκε από την πρωτοβουλία της επιχειρηματικής αριστείας «creative Greece awards 2018» και της διάκρισης «true Leaders» της ICAP GROUP.

Η ιστορία όμως της εταιρίας ξεκινάει από τον 19<sup>ο</sup> αιώνα. Δύο αδέρφια από την Καλαμάτα ο Γεώργιος και ο Ευστάθιος το 1988 αποφασίζουν να αξιοποιήσουν οικονομικά τον καπνό που παράγονταν στην Ελλάδα. Και επειδή η Μεσσηνία δεν ήταν παραγωγός του καπνού, τον μετέφεραν από το Αγρίνιο και τη Λαμία με καραβάκια.

---

<sup>19</sup> <https://www.karelia.gr>

Κατά τις πρώτες δεκαετίες της λειτουργίας της οι δραστηριότητες της επιχείρησης ήταν κυρίως τοπικές, μέχρι τη στιγμή που το πολιτικοκοινωνικό περιβάλλον της χώρας σταθεροποιήθηκε, επιτρέποντας στην ΚΑΡΕΛΙΑ να επεκταθεί σε όλη την Ελλάδα. Από το 1950 μέχρι σήμερα, πολλά ήταν τα εμπορικά σήματα της ΚΑΡΕΛΙΑ που αναδείχθηκαν σε ιδιαιτέρως δημοφιλή, εξασφαλίζοντας ευρύ δίκτυο διανομής και σημαντικό μερίδιο αγοράς σε πανελλαδικό επίπεδο.

Ο Γ. Καρέλιας απέκτησε οκτώ παιδιά, 4 γιούς και 4 κορίτσια. Αργότερα, οι γιοί του Ανδρέας, Κωνσταντίνος, Ιωάννης και Ευστάθιος ασχολούνται με την επιχείρηση. Το 1916, ο γιος του Ανδρέας Καρέλιας, αγοράζει την πρώτη σιγαροποιητική μηχανή. Τη δεκαετία του 1930, η καπνοβιομηχανία «Καρέλια Α.Ε.» είναι πασίγνωστη στην Πελοπόννησο, σχεδόν άγνωστη όμως στην υπόλοιπη Ελλάδα.

- Το 1929, η επιχείρηση συγκαταλέγεται μεταξύ των 29 πρώτων ελληνικών βιομηχανιών και 20 χρόνια αργότερα βρίσκεται στη 12η θέση. Μετά το 1950, τα τσιγάρα της εταιρείας έχουν μεγάλη κυκλοφορία σ' όλη την Ελλάδα.
- Το 1957, κυκλοφορεί το γνωστό και πλέον ιστορικό σήμα, ΚΑΡΕΛΙΑ ΦΙΛΤΡΟ σε συσκευασία κασετίνας, που γνωρίζει πανελλήνια επιτυχία.

Η έδρα της Διοίκησης και η μονάδα παραγωγής εξακολουθούν να βρίσκονται στην Καλαμάτα. Το 1971, η Εταιρεία μεταφέρθηκε στις τωρινές της εγκαταστάσεις, συνολικής έκτασης 80.000 τ.μ. Το τμήμα πωλήσεων όμως και το τμήμα μάρκετινγκ στεγάζονται στο Μέγαρο ΚΑΡΕΛΙΑ, στην Αθήνα.

Η Εταιρεία εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1976, με τη διαπραγμάτευση των μετοχών της να γίνεται υπό την επωνυμία Αδελφοί ΚΑΡΕΛΙΑ.

- Στις αρχές της δεκαετίας του 1980, δημιουργείται το σήμα KARELIA LIGHTS που έρχεται πρώτο σε πανελλήνια κλίμακα στις πωλήσεις τσιγάρων Lights (ελαφρά). Το 1991-1993, κυκλοφορούν τα σήματα: ROYAL, ULTRA, EARL OF WELDON και KARELIA LIGHTS 100's.

Από τις αρχές της δεκαετίας του '90, η ΚΑΡΕΛΙΑ μετεξελίχθηκε, από ελληνική εταιρεία, σε διεθνή όμιλο που απασχολεί πάνω από 500 άτομα και που επωφελείται από ένα ισχυρό δίκτυο διανομής για την προώθηση και την ανάπτυξη των σημάτων του σε κάθε γωνιά του κόσμου.

- Το 1991, η Εταιρεία υιοθέτησε τη σημερινή της ονομασία, Καπνοβιομηχανία ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε. Το γραφείο της Σόφιας, στη Βουλγαρία, ιδρύθηκε το 1994. Η Meridian Α.Ε., μια εξ' ολοκλήρου ιδιόκτητη θυγατρική της ΚΑΡΕΛΙΑ, η οποία δραστηριοποιείται στην τροφοδοσία πλοίων με προϊόντα Duty Free, αποκτήθηκε το 1995.

- Το 1995, κυκλοφόρησε το σήμα KARELIA SLIMS, κυρίως εντός Ελλάδας, το οποίο στη συνέχεια γνώρισε πρωτοφανή επιτυχία. Την ίδια χρονιά, κυκλοφόρησε και το GEORGE KARELIAS AND SONS σε πολυτελή συσκευασία τύπου κασετίνα.
- Το 2003, η Εταιρεία ίδρυσε τη θυγατρική της στο Ηνωμένο Βασίλειο, την Karelia Tobacco Company (U.K.) Ltd., για τη διανομή των προϊόντων της στη χώρα.
- Το 2006, κυκλοφόρησε το στριφτό καπνό GEORGE KARELIAS AND SONS ROLL YOUR OWN (RYO), το οποίο γρήγορα κατέκτησε ένα σημαντικό μερίδιο στην ελληνική αγορά.
- Το 2007, το γραφείο στην Βουλγαρία αναβαθμίστηκε σε εισαγωγική εμπορική εταιρεία με την επωνυμία Karelia Bulgaria EOOD. Το 2008, η ΚΑΡΕΛΙΑ ίδρυσε μια θυγατρική εταιρεία στην Τουρκία, την Karelia Tutun ve Ticaret A.S. Την ίδια χρονιά, η ΚΑΡΕΛΙΑ απέκτησε από την Altadis S.A., το σήμα πούρων Backwoods, ειδικά για την ελληνική αγορά και τα καταστήματα αφορολογητών ειδών της χώρας.
- Το 2010, κυκλοφόρησε το Ome, σήμα στην κατηγορία superslims με αξιολογότετη εξέλιξη στις πωλήσεις της Εταιρείας εντός Ε.Ε.

Σήμερα, η ΚΑΡΕΛΙΑ Α.Ε. είναι η μεγαλύτερη εθνική καπνοβιομηχανία και ο πρώτος εξαγωγέας τσιγάρων της Ελλάδας και ταυτόχρονα, μία από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες ανεξάρτητες καπνοβιομηχανίες του κόσμου.

Η Εταιρεία κατέχει το 0,32% της παγκόσμιας κατανάλωσης με παρουσία σε 70 και πλέον χώρες του κόσμου (στη Δυτική και στην Ανατολική Ευρώπη, στη Βόρειο Αμερική, στη Μέση Ανατολή, στην Αφρική, αλλά και στην Άπω Ανατολή).

Ο στρατηγικός επιχειρηματικός σχεδιασμός της εταιρίας αποτελεί βασικό κλειδί της επιτυχίας της. Εκείνο που μετράει περισσότερο για την στρατηγική της ΚΑΡΕΛΙΑΣ δεν είναι η βραχυπρόθεσμη προσαρμογή στις αγορές αλλά η μακροπρόθεσμη ανάπτυξη των σημάτων της στις διεθνείς αγορές.

Οι επιχειρηματικές αρχές που στηρίζουν την στρατηγική αυτή είναι η δέσμευση να τηρεί τις υψηλότερες ηθικές απαιτήσεις, σε κάθε της έκφανση. Κάθε τομέας της επιχείρησης διαπνέεται από αυτές τις εταιρικές αρχές, ιδιαίτερα σε ό,τι αφορά τους εργαζόμενους και τους πελάτες, καθώς επίσης την κοινότητα και το περιβάλλον στο πλαίσιο των οποίων δραστηριοποιείται.

Η εταιρία δίδει μεγάλη έμφαση στην τεχνολογία και καινοτομία. Το εργοστάσιο της στην Καλαμάτα είναι άρτια εξοπλισμένο με σύγχρονο μηχανολογικό και ηλεκτρονικό εξοπλισμό και είναι η πρώτη εταιρία που εισήγαγε στην Ελλάδα ένα μηχάνημα που παρασκευάζει 16 χιλιάδες τσιγάρα ανά λεπτό.

Το γεγονός ότι δίδει μεγάλη έμφαση στην ικανοποίηση των εργαζομένων της αποδεικνύεται από τις έξτρα αμοιβές που χορηγεί σ' αυτούς κάθε τέλος του οικονομικού έτους. Το 2018 για παράδειγμα διέμεινε μπόνους εργασιακής απόδοσης 2.8 εκατομμυρίων ευρώ στο προσωπικό της, ενώ διένειμε μέρισμα 8,9 ευρώ ανά μετοχή. Το μερίδιο της παγκόσμιας αγοράς ανέρχεται στο 0,32%.

Η εταιρία δίδει μεγάλη προσοχή στους κανόνες που διέπουν την κοινωνική ευθύνη της πέρα από τα οικονομικά της αποτελέσματα ήτοι:

- Ανθρώπινη αξιοπρέπεια
- Τήρηση νομοθετικών διατάξεων
- Απαγόρευση εργασίας ανηλίκων
- Απαγόρευση καταναγκαστικής εργασίας και πειθαρχικών μέτρων
- Ελευθερία οργάνωσης και συγκέντρωσης
- Περιβαλλοντική προστασία.

### ***Αποστολή της επιχείρησης***

Η ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε., εμφανίζεται με καθαρή και σταθερή στρατηγική στον επιχειρηματικό στίβο. Αυτό είναι αποτέλεσμα της μακρόχρονης και επιτυχημένης πορείας της στην εσωτερική και διεθνή αγορά. Πηγάζει από τη βαθιά γνώση του χώρου του καπνού της άσκησης επιχειρηματικής και του κλάδου. Η ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε., στηρίζει τη πορεία της σε αρχές εταιρικής ηθικής που εφαρμόζει τόσο στην ποιότητα των προϊόντων, στη διαχείριση των ανθρώπινων πόρων και στο κοινωνικό περιβάλλον. Η αποστολή της είναι να ανταποκρίνεται στη ζήτηση προσφέροντας την καλύτερη δυνατή ποιότητα στη τιμή που της επιτρέπει να αυξάνει τα μερίδια των αγορών.

Επιχειρηματικοί στόχοι

- Διατήρηση και βελτίωση της θέσης στην εγχώρια αγορά
- Επέκταση σε νέες αγορές
- Συνεχής ανάπτυξη στηριγμένη στην ποιότητα και την τεχνολογία
- Παραγωγή προϊόντων υψηλής ποιότητας
- Μείωση του μέσου παραγωγικού κόστους με επίπτωση στις τιμές

- Αύξηση της προστιθέμενης αξίας για τους μετόχους και τους εργαζόμενους

#### Στρατηγική εταιρίας

Συνίσταται στην επίτευξη των στόχων που αφορούν στη διαρκή ενδυνάμωση και προώθηση προϊόντων σε όσο το δυνατόν περισσότερες και μεγαλύτερες αγορές. Αυτό το επιτυγχάνει με:

- Επενδύσεις στα πάγια και την τεχνολογία
- Αποδοτικά συστήματα στην εσωτερική οργάνωση της εταιρίας
- Πολλαπλασιασμό των καναλιών ενημέρωσης και διάχυσης των πληροφοριών προς τα μέσα και προς τα έξω.

#### Πεδία δράσης

Τα γενικά πεδία δράσης της εταιρίας είναι:

- Παραγωγή τσιγάρων
- Αντιπροσωπείες, εισαγωγές και εμπόριο πούρων
- Εισαγωγές από ΗΠΑ, Μεξικό, Βέλγιο
- Meridian AE
- Θυγατρική εταιρία που δραστηριοποιείται στο τομέα της τροφοδοσίας πλοίων με προϊόντα Duty Free
- ΚΑΡΕΛΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΑΕ
- Επενδυτικά προγράμματα σε νέες τεχνολογίες
- Παρουσία σε 75 χώρες μέσω της TABACCO COMPANY LTD (UK).

#### Εμπορικά σήματα

##### Τσιγάρα

- Καρέλια
- Καρέλια slims
- REX
- George Karelias and sons

- American legend
- Origin 10's
- Extra 20's
- Leader
- Gar of Weldon
- Καπνός

#### Πούρα

- Swisher sweets Backwoods
- Don Diego
- Santa Damiana
- Flor de copan
- Don Camilo
- Veafina
- J. Cortes

Αξίζει να σημειωθεί ότι το 2003 οι πωλήσεις της έφθαναν τα 340,644 εκατ. Ευρώ ενώ το 2005 ήταν 435,766 εκ. Τα κέρδη προ φόρων ήταν 26,626 και 39,267 αντίστοιχα.

Από τα στοιχεία αυτά γίνεται φανερό το γεγονός της ραγδαίας ανάπτυξης της επιχείρησης και του μέλλοντος που διαγράφεται.<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> Παράρτημα Πινάκων - Πίνακας 1 «Οικονομική συνόψιση 2018».



## **SWOT Analysis<sup>21</sup>**

Αν θα θέλαμε να «ακτινογραφήσουμε» την εταιρία θα διακρίναμε εύκολα τα στοιχεία εκείνα που μπορούν να την αναπτύξουν περεταίρω και εκείνα που ενδεχομένως να την σταθεροποιήσουν ή και να την συρρικνώσουν.

Αυτός το είδος της ανάλυσης εκείνο που απαιτεί είναι καλή γνώση του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος δράσης της επιχείρησης καθώς επίσης και αντικειμενικότητα.

### A) Εσωτερικό περιβάλλον

#### Δυνάμεις ( strengthen)

- Ισχυρή θέση στην ελληνική αγορά.
- Πλεονεκτήματα κόστους λόγω των μεγάλων οικονομιών κλίμακος που δημιουργούνται από τις μεγάλες ποσότητες παραγωγής.
- Τεχνολογίες υψηλής απόδοσης σε ένα εκσυγχρονισμένες εργοστασιακές εγκαταστάσεις.
- Επάρκεια χρηματοοικονομικών πόρων και οικονομική ευρωστία.
- Ιδιόκτητες εγκαταστάσεις.
- Διεθνή παρουσία σε 75 χώρες .
- Επιχειρηματική ικανότητα δημιουργίας νέων σημάτων ανάλογα με τη συγκυρία.
- Αποτελεσματικές διαφημιστικές εκστρατείες και αποτελεσματικό μάρκετινγκ.
- Εύρωστη και αποτελεσματική διοίκηση.
- Χρησιμοποίηση μεθόδων outsourcing για τη μεταφορά εμπορευμάτων και συσκευασίας πακέτων .
- Ολοκληρωμένες δομές παραγωγής και εμπορίας.

#### Αδυναμίες ( weaknesses)

- Δυσκολίες καθιέρωσης και αναγνωρισιμότητας των σημάτων στη διεθνή αγορά.

---

<sup>21</sup> PP Peterson, FJ Fabozzi. Analysis of Financial Statements. 1999(book).

- Μεγάλες αποστάσεις μεταξύ προμηθευτών καπνού και έδρας της επιχείρησης κάτι που επιβαρύνει μεταφορικό κόστος.
- Εσωτερική γραφειοκρατία λόγω του μεγέθους που ενδεχομένως να επιβραδύνει τη λήψη αποφάσεων.

## B) Εξωτερικό περιβάλλον

### Ευκαιρίες ( opportunities)

- Επέκταση σε διεθνείς αγορές για να αντισταθμισθεί η στασιμότητα της ζήτησης στην εγχώρια αγορά.
- Απόκτηση νέων τμημάτων της ελληνικής αγοράς μέσω σημάτων χαμηλής τιμής.
- Είσοδος σε νέες διεθνείς αγορές με στόχο την εύκολη αναγνωρισιμότητα των προϊόντων.
- Χρήση των νέων τεχνολογιών με στόχο τη μείωση της επικινδυνότητας των προϊόντων της.

### Απειλές (threats)

- Νομικές απαγορεύσεις καπνίσματος και μεγάλες αντικαπνιστικές εκστρατείες.
- Η συμπεριφορά των ανταγωνιστών στο μέλλον.
- Η δεσπόζουσα θέση της πολυεθνικής Phillip Morris.
- Οι εντός ομίλου αντιπαραθέσεις μεταξύ των μελών της οικογένειας Καρέλια.
- Η οικογενειακή μορφή διοίκησης της εταιρίας και η υψηλή συγκέντρωση των μετοχών.
- Το κάθετο συγκεντρωτικό μάνατζμεντ που εφαρμόζεται.

### Παραγωγικές δυνατότητες της εταιρίας

Σταθμός για τη βελτίωση της παραγωγικής δυνατότητας της εταιρίας και του ομίλου ήταν οι αρχές της δεκαετίας του 2000. Οι επενδύσεις αντικατάστασης και επέκτασης που πραγματοποιήθηκαν έφθασαν τα 50 εκατ. Ευρώ περίπου. Συγκεκριμένα :

- Εγκαταστάθηκαν δύο παραγωγικά συστήματα (making – packing ) με δυνατότητα παραγωγής 16,000 τσιγάρων ανά λεπτό και 10,000 τσιγάρων/ λεπτό το καθένα.
- Αντικαταστάθηκαν παλιά μηχανήματα με νέα.

- Πραγματοποιήθηκε πλήρης εκσυγχρονισμός φίλτρων μέσω μιας νέας μηχανής φίλτρου σύγχρονης τεχνολογίας.
- Αποκτήθηκε νέο σύστημα τροφοδοσίας καπνού των μηχανών.
- Νέο σύστημα φίλτρων απορρόφησης σκόνης.
- Δημιουργήθηκαν δύο νέες σύγχρονες μονάδες για αρωματισμό των χαρμανιών και χρήσης μονάδων laser, προηγμένης τεχνολογίας στις τσιγαρομηχανές.
- Από το 2004 άρχισε να λειτουργεί το νέο πληροφοριακή σύστημα SAR R-3.

Οι επενδύσεις εκσυγχρονισμού που αποφασίσθηκαν και πραγματοποιήθηκαν από τη διοίκηση της εταιρίας έφεραν τα αναμενόμενα αποτελέσματα που κατέστησαν την καπνοβιομηχανία πρώτη στην Ελλάδα και σημαντική δύναμη διεθνώς.

#### **4.2. Οι Δείκτες της εταιρίας, διαχρονική παρουσίαση.**

Η ελληνική αγορά τσιγάρων εδώ και αρκετά χρόνια βρίσκεται σε κατάσταση ύφεσης. Η ύφεση αυτή ως το αποτέλεσμα της συνεχιζόμενης οικονομικής κρίσης σε εθνικό και παγκόσμιο επίπεδο, των υψηλότερων τιμών λιανικής που επέβαλε η αύξηση της φορολογίας, του ισχυρού ανταγωνισμού και τέλος της επικράτησης του εμπορίου λαθραίων τσιγάρων, φάνηκε να μην επιδρά σημαντικά στην εταιρία ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. Αν και το ποσοστό κατανάλωσης λαθραίων προϊόντων στην Ελλάδα είναι το μεγαλύτερο από οποιαδήποτε χώρα της Ε.Ε. και εκτιμάται ότι ξεπερνά το 20% του συνόλου της εσωτερικής αγοράς, η εταιρία ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. φάνηκε για τα έτη αυτά ότι κατάφερε όχι μόνο διατηρήσει την οικονομική της θέση αλλά και να βελτιώσει τα οικονομικά της στοιχεία σε σημαντικό βαθμό.

Παρατηρώντας τους δείκτες απόδοσης της ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. για τα έτη από το 2015 ως και το 2018, βλέπουμε ότι η πορεία τους είναι σταθερά ανοδική. Από το 2014 στο 2015 η εταιρία κατάφερε να αυξήσει τα στοιχεία του ενεργητικού της κατά 9,17%, από το 2015 στο 2016 αύξησε τα στοιχεία του ενεργητικού της κατά 14,12%, ενώ από το 2017 στο 2018 το ενεργητικό της παρουσίασε άνοδο κατά 15%. Ο κύκλος εργασιών της εταιρίας επίσης παρουσίασε σημαντική άνοδο για τα έτη αυτά, καθώς και τα κέρδη της. Αξιοσημείωτη είναι η αύξηση των κερδών προ και μετά φόρων από το 2017 στο

2018, κατά 44,21% και 47,63% αντίστοιχα. Αν και τα κέρδη προ φόρων παρουσίασαν μικρή κάμψη για το έτος 2017, το αμέσως επόμενο έτος παρουσίασαν αξιοσημείωτη άνοδο.

Ιδιαίτερη αύξηση παρουσίασε και ο δείκτης περιθωρίου – πωλήσεων καθώς για το έτος 2018 έφτασε στο 12,01%. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο δείκτης περιθωρίου πωλήσεων για το 2015 και 2016, που θεωρούνται έτη κρίσης, εμφάνισε τις τιμές 9,27% και 10,71% αντίστοιχα. Για την περίοδο που μελετήσαμε εκτός από την υψηλή κερδοφορία, παρατηρούμε και υψηλό κόστος πωληθέντων.<sup>22</sup>

Ως αποτέλεσμα της οικονομικής ύφεσης και της αύξησης της φορολογίας, το 2018, η αγορά τσιγάρων υποχώρησε κατά 6,02%<sup>23</sup>, την ίδια στιγμή που το φαινόμενο του παράνομου εμπορίου προϊόντων καπνού παραμένει ισχυρό και υπολογίζεται ότι εκπροσωπεί άνω του 23% της συνολικής αγοράς. Από το γενικότερο οικονομικό κλίμα επηρεάστηκε αρνητικά και η κατηγορία του καπνού για στριφτό τσιγάρο, η οποία παρουσίασε το 2018 μείωση της τάξης του 2,48%<sup>24</sup>. Παρά τις δυσμενείς συνθήκες, η συνολική επίδοση της Καρέλια Α.Ε. στην ελληνική αγορά κρίνεται, για μία ακόμη χρονιά, ως επιτυχημένη, αφού σημειώθηκε και το 2018 αύξηση του μεριδίου αγοράς στην κατηγορία των τσιγάρων, το οποίο ανήλθε στο 16,93%, έναντι 16,7% του 2017<sup>25</sup>.

Η διοίκηση της εταιρίας κρίνει και αξιολογεί την πορεία της εταιρίας ως πολύ ικανοποιητική για την χρονική περίοδο 2015 - 2018. Αποδίδει δε την σημαντική της κερδοφορία και την αύξηση του μεριδίου της στην αγορά στην καλή ποιότητα των προϊόντων της και στην ικανότητα της εταιρίας να καταλαβαίνει τις ανάγκες των καταναλωτών της. Έτσι για παράδειγμα είδε μία σημαντική αύξηση στα χρόνια αυτά στα προϊόντα της που σχετίζονται με τα στριφτά τσιγάρα. Η αγορά των στριφτών τσιγάρων αποτέλεσε κέντρο βάρους για την εταιρία η οποία αποφάσισε να αυξήσει στο μέγιστο δυνατό την ποιότητα την οποία προσέφερε και να κάνει την διαφορά με τις ανταγωνίστριες εταιρίες. Σε ό,τι αφορά την κατηγορία του στριφτού τσιγάρου, τα αποτελέσματα του 2018 είναι ιδιαίτερα εντυπωσιακά, καθώς τα σήματα RYO κατέγραψαν αύξηση της τάξης του 36% σε σύγκριση με την προηγούμενη χρήση. Η προσπάθεια αυτή φαίνεται ότι είχε τελικά θετικά αποτελέσματα αφού κατάφερε να αυξήσει σε σημαντικό βαθμό τις πωλήσεις της εταιρίας συνολικά.

Σύμφωνα με την ετήσια έκθεση διαχείρισης του διοικητικού συμβουλίου, η συγκράτηση των οργανικών δαπανών στα επίπεδα των προηγούμενων χρήσεων και η αξιοσημείωτη αύξηση της ρευστότητας σε επίπεδο Ομίλου και Εταιρείας, είναι αποτέλεσμα μιας σειράς αμυντικών μέτρων της

---

<sup>22</sup> Παράρτημα Πινάκων - Πίνακας 2: Δείκτες (επί της %) Αποδοτικότητας ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε.

<sup>23</sup> Πηγή στοιχείων: The Nielsen Company

<sup>24</sup> Πηγή στοιχείων: The Nielsen Company

<sup>25</sup> Πηγή στοιχείων: The Nielsen Company

Διοίκησης που ελήφθησαν για τη θωράκιση των εταιρειών του Ομίλου ενάντια σε αρνητικές οικονομικές εξελίξεις. Οι δείκτες ρευστότητας για την χρονική περίοδο της μελέτης είναι αρκετά υψηλοί, όπως φαίνονται στον πίνακα 3 του παραρτήματος, με εξαίρεση το έτος 2016 όπου σημειώθηκαν χαμηλά επίπεδα ρευστότητας. Ταυτόχρονα βλέπουμε ότι οι πωλήσεις καλύπτουν κατά πολύ τις απαιτήσεις της εταιρίας. Περίπου κατά 9 φορές ήταν μεγαλύτερες οι πωλήσεις από τις μέσες απαιτήσεις για τα έτη 2016 και 2017 ενώ το 2018 οι πωλήσεις μπορούσαν να καλύψουν τις απαιτήσεις περισσότερο από 11 φορές<sup>26</sup>.

Σχετικά με τους δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης, αυτοί παρουσιάζονται στον πίνακα 4 παρακάτω. Όλοι οι δείκτες κινούνται σε χαμηλά επίπεδα για το σύνολο της περιόδου. Η διοίκηση της εταιρίας επέλεξε να χρηματοδοτήσει τις νέες επενδυτικές κινήσεις της επιχείρησης κυρίως μέσω ιδίων κεφαλαίων. Γενικότερα αυτό δηλώνει ότι υπάρχει διευκόλυνση στην εξωτερική χρηματοδότηση και πως το μεγαλύτερο μέρος των κερδών παραμένει στους κοινούς μετόχους. Επιπλέον τα κέρδη προ φόρων φαίνεται να υπερκαλύπτουν τους τόκους που υποχρεούται να καλύψει η εταιρία. Για το έτος 2015 τα κέρδη κάλυπταν τους τόκους περίπου 150 φορές, ενώ το 2018 πάνω από 114 φορές τα κέρδη προ φόρων μπορούσαν να καλύψουν τους τόκους.

Ο δείκτης Κάλυψης Παγίων, όπως φαίνεται στον πίνακα 4 του Παραρτήματος, μας δίνει μία σημαντική εικόνα για τον τρόπο με τον οποίο χρηματοδοτήθηκαν τα πάγια στοιχεία της επιχείρησης. Έτσι καθώς μελετάται διαχρονικά, δείχνει τη πολιτική που ακολουθεί η επιχείρηση ως προς τον τρόπο χρηματοδότησης των παγίων της στοιχείων. Ένας αυξανόμενος δείκτης, όπως και στην περίπτωση που μελετάμε, δείχνει ότι η διοίκηση τείνει να χρηματοδοτεί τα πάγια στοιχεία της περισσότερο από τα ίδια κεφάλαια και λιγότερο από ξένα κεφάλαια.

Οι δείκτες ανάπτυξης μας δίνουν εικόνα για την σχέση του συνόλου του ενεργητικού με τις πωλήσεις αλλά και με τα κέρδη της εταιρίας. Κατά πόσο λοιπόν μπόρεσε η εταιρία να αξιοποιήσει τα στοιχεία του ενεργητικού της και να παράγει έσοδα και κέρδη. Στους δείκτες αυτούς παρατηρήθηκε μία σταθερότητα, χωρίς σημαντικές αυξομειώσεις. Με το ενεργητικό και τις πωλήσεις να βρίσκονται σε μία σχέση περίπου ένα προς ένα. Οι πωλήσεις της εταιρίας αλλά και το Ενεργητικό φαίνεται να έχουν μία σχετική σταθερότητα. Τα καθαρά κέρδη από την άλλη εμφανίζουν σημαντική άνοδο<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> Παράρτημα Πινάκων - Πίνακας 3: Δείκτες Ρευστότητας ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε.

<sup>27</sup> Παράρτημα Πινάκων - Πίνακας 5: Δείκτες Ανάπτυξης ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε.

Τέλος στον πίνακα 6, παρουσιάζονται οι δείκτες της χρηματιστηριακής αγοράς για την επιχείρηση ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. ή αλλιώς επενδυτικοί δείκτες όπως είναι ευρύτερα γνωστοί.

Ο δείκτης P/E συνδυάζει την τιμή της μετοχής με τους διαχρονικούς ρυθμούς ανόδου της κερδοφορίας μιας εταιρείας. Η τιμή της μετοχής φαίνεται να είναι ιδιαίτερα υψηλή σε σχέση με την κερδοφορία της εταιρίας. Η μία μονάδα κέρδους φαίνεται να αντιστοιχεί σε 12 περίπου μονάδες της τιμής της μετοχής για το έτος 2015, ενώ για το έτος 2018 αντιστοιχεί σε 10 περίπου μονάδες της τιμής της μετοχής<sup>28</sup>. Η απόδοση της μετοχής φαίνεται να είναι λίγο πολύ σταθερή και αναμενόμενη. Όπως παρατηρούμε και στα διαγράμματα που ακολουθούν, η μετοχή τα τελευταία τρία έτη έχει μία μικρή μείωση με σημαντικές διακυμάνσεις. Ωστόσο παρακολουθώντας την μετοχή μέσα στην χρονική περίοδο των τελευταίων πέντε ετών η αύξηση της τιμής της είναι πολύ μεγάλη<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> Παράρτημα Πινάκων - Πίνακας 6: Δείκτες Χρηματιστηριακής Αγοράς ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε.

<sup>29</sup> Παράρτημα Γραφημάτων - Διάγραμμα 5: Η τιμή της Μετοχής ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. 2015 – 2018

### 4.3. Ο κλάδος του Καπνού στην Ελλάδα<sup>30</sup>.

Ο κλάδος του καπνού ιστορικά υπήρξε ιδιαίτερα σημαντικός για την ελληνική οικονομία και την ελληνική κοινωνία γενικότερα. Πόλεις όπως η Καβάλα, η Ξάνθη, η Δράμα και η Θεσσαλονίκη για πολλές δεκαετίες στήριξαν την οικονομική τους δραστηριότητα στην παραγωγή του καπνού. Στην Ελλάδα η εμφάνιση του καπνού χρονολογείται κάπου στα τέλη του 16<sup>ου</sup> αιώνα ή ίσως στις αρχές του 17<sup>ου</sup> αιώνα. Ο καπνός ήρθε στη χώρα από Γάλλους εμπόρους, και συγκεκριμένα στην κοιλάδα του Αξιού και στην Ξάνθη. Πολύ αργότερα άρχισε η συστηματική καλλιέργεια του καπνού στην ευρύτερη περιοχή της Μακεδονίας. Η πρώτη ποικιλία καπνού καλλιεργήθηκε στην περιοχή της Χρυσούπολης, η δε ποιότητα της ήταν εξαιρετική, τόσο που την έκανε γνωστή με την ονομασία «χρυσό φύλλα». Οι μεγαλύτερες ποσότητες καπνού εξαγόταν από το λιμάνι της Κεραμωτής προς την Τουρκία. Οι ποσότητες ήταν πολλαπλάσιες από εκείνες που εμπορευόταν η Θεσσαλονίκη, γεγονός που ανέδειξε την Καβάλα ως το πρώτο εξαγωγικό λιμάνι κατά την περίοδο 1909 – 1912. Ενδεικτικό του μεγέθους της οικονομικής δραστηριότητας των επιχειρήσεων του καπνού τότε είναι το γεγονός ότι το 1922, μετά την άφιξη των Μικρασιατών, στην Καβάλα μόνο απασχολούνταν 9.400 εργάτες. Τα επόμενα χρόνια ο αριθμός αυτός αυξήθηκε ακόμη περισσότερο ξεπερνώντας τις 12.500 εργάτες. Κατά την δεκαετία του 1960 η καλλιέργεια και εμπορία καπνού βρίσκεται στο απόγειο της στην Ελλάδα. Χαρακτηριστικά το 1963 στην Ελλάδα καλλιεργούνται 1,47 εκατ. στρέμματα. Η αντίστοιχη έκταση το 2013 ήταν μόλις 140 χιλ. στρέμματα, όπως φαίνεται στον πίνακα 7 του Παραρτήματος των Πινάκων.

Σήμερα τόσο η καλλιέργεια όσο και το εμπόριο του καπνού κινείται σε άλλα επίπεδα. Η αγορά του καπνού στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια φαίνεται να παρουσιάζει σημαντική κάμψη. Παρά το γεγονός ότι η αγορά των καταναλωτών στην Ελλάδα έχει υποστεί σημαντική συρρίκνωση, ιδιαίτερα λόγω της γενικότερης οικονομικής ύφεσης, οι εισαγωγικές επιχειρήσεις αλλά και οι παραγωγοί τσιγάρων φαίνεται να βγαίνουν ενδυναμωμένοι από την κρίση. Η οικονομική ύφεση της ελληνικής οικονομίας ώθησε τις επιχειρήσεις του κλάδου αφενός μεν να είναι περισσότερο συντηρητικές όσον αφορά την οικονομική τους διαχείριση, αφετέρου δε να μετατοπίσουν το κέντρο βάρους τους στην εξαγωγική τους δραστηριότητα. Ένας ακόμη σημαντικός λόγος της ενδυνάμωσης των εταιριών είναι η μείωση των εταιριών του κλάδου. Χαρακτηριστικά το 2016 λειτουργούσαν στην αγορά λιγότερες από 10 επιχειρήσεις, αντί 40 που ήταν πριν από δέκα χρόνια. Συγκεκριμένα, το 2015 δραστηριοποιούνταν πέντε μεταποιητικές επιχειρήσεις καπνού (Μισσιριάν, Καπνική Μιχαηλίδης,

---

<sup>30</sup> <https://www.archaiologia.gr/blog/2014/06/11/o-καπνός-η-ιστορία-του-και-η-ιστορία-τη/>

Ναζιάδης, Γλεούδης και ΣΕΚΕ), τρεις εισαγωγικές επιχειρήσεις (BAT, Imperial Tobacco και JT International) και τέλος τρεις παραγωγικές επιχειρήσεις (Καρέλιας, Παπαστράτος, ΣΕΚΑΠ).

Από τις τρεις κατηγορίες επιχειρήσεων, οι δύο την περίοδο 2012 - 2015 κατάφεραν να αυξήσουν τα έσοδα και τα κέρδη τους και παράλληλα αύξησαν την αξία τους. Συνολικά ο κλάδος πέτυχε μέσα στην τετραετία αύξηση εσόδων 30% φτάνοντας το 1,33 δισ. ευρώ και ακόμη μεγαλύτερη αύξηση κερδών. Συγκεκριμένα τα κέρδη του κλάδου, από 90 εκατ. ευρώ το 2013 ανήλθαν σε 127 εκατ. ευρώ το 2015.

Ειδικά οι εισαγωγείς, αλλά και οι παραγωγοί τσιγάρων και καπνού, πέτυχαν αλληπάλληλα ρεκόρ. Οι τρεις παραγωγοί τσιγάρων, χάρις κυρίως στις εξαγωγές τους, διεύρυναν τον τζίρο τους από 670 εκατ. ευρώ το 2012 σε 920 εκατ. το 2015. Οι εισαγωγείς προϊόντων καπνού κατάφεραν ακόμη μεγαλύτερη αύξηση και τα έσοδά τους από 140 εκατ. ευρώ το 2012 ξεπέρασαν τα 200 εκατ. ευρώ το 2015. Λιγότερο εντυπωσιακές επιδόσεις είχαν οι μεταποιητικές επιχειρήσεις καπνού, οι οποίες υποχώρησαν οριακά σε έσοδα, κυρίως εξαιτίας της υποχώρησης της Καπνικής Μιχαηλίδης.

Παρά τα υψηλά ποσοστά λαθρεμπορίου τα τελευταία χρόνια στον κλάδο του καπνού φαίνεται ότι ο κλάδος έχει σημαντική δυναμική. Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω οι παραγωγικές επιχειρήσεις του κλάδου είναι τρεις, η ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε., η ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ και η ΣΕΚΑΠ.

Κατά το 2015, η ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ φαίνεται να είχε περισσότερο από το μισό της παραγωγής σε ανατολικά καπνά, ενώ οι εξαγωγές της ήταν σε περισσότερες από 30 χώρες. Η ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ είναι μία εταιρία που έχει καταφέρει καθετοποίηση της στην αγορά του καπνού αφού ασχολείται με την παραγωγή, την μεταποίηση και την βιομηχανία του καπνού. Αυτό το στοιχείο την διαφοροποιεί από την βασική της ανταγωνίστρια εταιρία, την ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. η οποία έχει δραστηριότητα μόνο στην βιομηχανία του καπνού. Οι δύο εταιρίες τα τελευταία χρόνια φαίνεται να ανταγωνίζονται ισχυρά, καθώς η τρίτη εταιρία, η ΣΕΚΑΠ Α.Ε. έχει να αντιμετωπίσει μία σειρά εσωτερικών (διοικητικών και οικονομικών) προβλημάτων χάνοντας συνεχώς μερίδιο της αγοράς.

Σήμερα περισσότερες από 60.000 οικογένειες στην Ελλάδα απασχολούνται με την παραγωγή, μεταποίηση, καπνοβιομηχανία και το λιανεμπόριο του καπνού. Κατά το έτος 2015 η αξία των εξαγωγών σε καπνό και τσιγάρα ξεπέρασε τα 500εκ. ευρώ. Σημαντική πηγή εσόδων αποτελεί ο κλάδος του καπνού για την ελληνική οικονομία αφού το 7% των εσόδων του τακτικού προϋπολογισμού προέρχεται από αυτόν, ενώ το 9% των αγροτικών εξαγωγών είναι σε καπνό.



#### **4.4. Συγκριτική Ανάλυση της ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. και της ΣΕΚΑΠ Α.Ε.**

Η ΣΕΚΑΠ Α.Ε. μια πολύ νέα εταιρία συγκρινόμενη με τις άλλες εταιρίες του κλάδου, ιδρύθηκε μόλις το 1975 από μέλη της Συνεταιριστικής Εταιρείας Καπνοπαραγωγών Ελλάδας (ΣΕΚΕ).

Ξεκίνησε να παράγει τσιγάρα το 1980, διανέμοντας στην αγορά τις δύο πρώτες μάρκες της, την φερώνυμη σε δύο εκδόσεις ("ΣΕΚΑΠ extra" και "ΣΕΚΑΠ special"), καθώς και την πολυτελή μάρκα "Κιρέτσιλερ". Το 1984 ακολούθησε η κυκλοφορία των τσιγάρων Cooper (το όνομα προέκυψε από τον αγγλικό όρο cooperative, που σημαίνει συνεταιριστικός). Το 1989 ακολούθησε το "GR lights", ως το πρώτο ελαφρύ τσιγάρο της εταιρείας. Καινοτόμο ήταν το εγχείρημα του λανσαρίσματος της μάρκας "BF" στην αγορά σε τέσσερις τύπους, το οποίο αποτέλεσε το πρώτο τσιγάρο παγκοσμίως, που έφερε το διεθνώς πατενταρισμένο βιολογικό φίλτρο ενεργού άνθρακα και αιμοσφαιρίνης (το όνομα BF αποτελεί ακρωνύμιο του όρου Biofilter).

Το 2013 η ΣΕΚΑΠ εισχώρησε στην οικογένεια Donskoy Tabak και περνώντας στην ιδιοκτησία του Ιβάν Σαββίδη από τον Ιούλιο της ίδιας χρονιάς. Ο Ρωσικός Ομίλος Donskoy Tabak, βραβεύτηκε στις «100 καλύτερες Ρωσικές καπνοβιομηχανίες» για τις αξίες και τις επιτεύξεις στην κατηγορία διατήρησης του περιβάλλοντος "Ecology & Management". Το 2018 η εταιρία εξαγοράστηκε από την πολυεθνική Japan Tobacco.

##### **4.4.1.Οι Χρηματοοικονομικοί Δείκτες της ΣΕΚΑΠ 2015 – 2017.**

Η εταιρία ΣΕΚΑΠ Α.Ε. από το 2013 μέχρι και τις αρχές του 2018 λειτούργησε ως ιδιωτική εταιρία αφού εξαγοράστηκε από την Ρωσική εταιρεία Donskoy Tabak, φεύγοντας από το καθεστώς δημοσίου δικαίου που βρισκόταν τα προηγούμενα έτη. Από τον Μάρτιο του 2018 ουσιαστικά εξαγοράστηκε από τη δεύτερη μεγαλύτερη πολυεθνική καπνοβιομηχανία του κόσμου, την Japan Tobacco (με την επωνυμία "JTI INTERNATIONAL HOLDING B.V.") μετά τη συμφωνία πώλησης έναντι 1,6 δισ. δολαρίων (90 δισ. ρούβλια).

Πρόκειται λοιπόν για μία εταιρία με σημαντικές αλλαγές στο περιβάλλον της και διακυμάνσεις που απεικονίστηκαν και στους δείκτες της. Για το έτος 2018, όπου και έγινε η μεταβίβαση της στην Ιαπωνική εταιρία, δεν βρέθηκαν δυστυχώς δημοσιευμένα στοιχεία, έτσι αρκεστήκαμε στο να παρακολουθήσουμε τους δείκτες της εταιρίας για μόνο τρία έτη, από το 2015 μέχρι και το 2017. Ενώ το 2015 η εταιρία φαίνεται να έχει μία σχετικά καλή εικόνα με υψηλό δείκτη απόδοσης κεφαλαίων, κερδοφορία έστω και μικρή, την επόμενη χρονιά η οικονομική της θέση χειροτερεύει σημαντικά. Έτσι

για τα επόμενα έτη 2016 και 2017 η ΣΕΚΑΠ Α.Ε. σημείωσε ζημιές, πολύ υψηλό κόστος πωληθέντων και αρνητική απόδοση κεφαλαίων. Όπως φαίνεται στον πίνακα 8 του Παραρτήματος, η οικονομική θέση της εταιρίας κρίνεται πάρα πολύ άσχημη για την διαχειριστική χρήση 2017 με όλους σχεδόν τους δείκτες να είναι με αρνητικό πρόσημο.

Χαρακτηριστικά αναφέρουμε για το έτος χρήσης 2017 ότι η απόδοση των συνολικών κεφαλαίων ήταν -14.41, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων -15.32, ο δείκτης καθαρού κέρδους επίσης αρνητικός και ίσος με -6.3, η αποτελεσματικότητα κεφαλαιακής μόχλευσης ίση με -1.4, ο δείκτης κάλυψης τόκων ίσος με -16.8. Επιπλέον η εταιρία χαρακτηρίστηκε από πολύ χαμηλή ρευστότητα. Για το έτος 2017 ο δείκτης άμεσης ρευστότητας ήταν 0.496.

Δεν μπορούμε να αγνοήσουμε το γεγονός ότι λίγο πριν η ΣΕΚΑΠ Α.Ε. περάσει στη διοίκηση της Japan Tobacco ενεπλάκη σε δικαστικό αγώνα για λαθρεμπορία τσιγάρων που έλαβε χώρα κατά το χρονικό διάστημα 2008 – 2009. Όλη αυτή η ανισορροπία δεν ήταν δυνατόν να μην επηρεάσει την λειτουργία της επιχείρησης, γεγονός που αποτυπώνεται στους δείκτες ξεκάθαρα.

Για την περίοδο που μελετάμε η ΣΕΚΑΠ Α.Ε. φαίνεται να είχε χαμηλή ρευστότητα και ιδιαίτερα χαμηλή ταμειακή ρευστότητα. Παρόλα αυτά η κάλυψη των απαιτήσεων κρίνεται ικανοποιητική<sup>31</sup>.

Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι οι πωλήσεις της ΣΕΚΑΠ Α.Ε. από το 2015 παρουσιάζουν σημαντική μείωση, που για το έτος 2017 συγκριτικά με το έτος 2015 ξεπερνά το 17%<sup>32</sup>.

Η ΣΕΚΑΠ Α.Ε. φαίνεται ότι στην περίοδο 2015 – 2017 χρηματοδοτήθηκε κυρίως με ίδια κεφάλαια, καθώς οι δείκτες χρέους ήταν σε αρκετά χαμηλά επίπεδα. Τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού επίσης φαίνεται να καλύφθηκαν από ίδια κεφάλαια, με σταθερό ρυθμό για τα έτη αυτά. Τέλος για το 2017 η κάλυψη των τόκων φαίνεται να αποτέλεσε ένα δύσκολο εγχείρημα. Από την άλλη πλευρά τόσο οι πωλήσεις όσο και τα στοιχεία του ενεργητικού παρουσίασαν πτώση<sup>33</sup>.

Τέλος τα κέρδη προ φόρων της εταιρίας σημείωσαν σημαντικές απώλειες από το 2015 και έπειτα. Χαρακτηριστικά για το 2017 η εταιρία σημείωσε ζημιές ύψους 1,9εκ. €, όπως φαίνεται στο παράρτημα των γραφημάτων.<sup>34</sup>

---

<sup>31</sup> Παράρτημα Γραφημάτων - Διάγραμμα 6: Οι Πωλήσεις της ΣΕΚΑΠ Α.Ε. για το διάστημα 2015 – 2017.

<sup>32</sup> Παράρτημα Γραφημάτων - Διάγραμμα 6: Οι Πωλήσεις της ΣΕΚΑΠ Α.Ε. για το διάστημα 2015 – 2017.

<sup>33</sup> Παράρτημα Πινάκων - Πίνακας 9: Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης ΣΕΚΑΠ Α.Ε.

<sup>34</sup> Παράρτημα Γραφημάτων - Διάγραμμα 7: Τα αποτελέσματα της ΣΕΚΑΠ Α.Ε. για το διάστημα 2015 – 2017.

#### 4.4.2. Σύγκριση Δεικτών των ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. και ΣΕΚΑΠ Α.Ε.

Η σύγκριση των δύο εταιριών ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. και ΣΕΚΑΠ Α.Ε. ουσιαστικά αποτελεί την σύγκριση ανάμεσα σε δύο εκ διαμέτρου αντίθετες εταιρίες. Η πρώτη σημειώνει σημαντική κερδοφορία και η δεύτερη με ουσιαστικά προβλήματα προσπαθεί να επιβιώσει έπειτα από μία αναγκαστική πτώχευση στις αρχές του 2018. Οι δύο εταιρίες αντιπροσωπεύουν θα λέγαμε τον κλάδο του καπνού στην Ελλάδα. Η πρώτη με αυστηρές προδιαγραφές προσπαθεί όχι μόνο να επιβιώσει μέσα στο περιβάλλον της κρίσης αλλά και να επεκταθεί εν μέσω πτώσης όλης της αγοράς του καπνού. Αντίθετα η δεύτερη βρέθηκε να εμπλέκεται σε σκάνδαλα λαθραίων τσιγάρων, την στιγμή που το λαθρεμπόριο τσιγάρων στην Ελλάδα βρίσκεται σε πολύ υψηλά επίπεδα.

Η ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. είναι η μόνη πλέον καπνοβιομηχανία που εδρεύει σε ελληνικό έδαφος και είναι ελληνικών συμφερόντων και με ελληνική διοίκηση.

Παρατηρώντας τους δείκτες ανάμεσα στις δύο εταιρίες και συγκρίνοντάς τους μεταξύ τους, βλέπουμε ότι η ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. βρίσκεται σε πλεονεκτικότερη θέση από την ΣΕΚΑΠ Α.Ε., έχοντας υψηλή κερδοφορία και αρκετά χαμηλότερο κόστος πωληθέντων από την δεύτερη, αν και γενικότερα το κόστος της είναι υψηλό.

Η ρευστότητα της πρώτης σαφώς είναι μεγάλη, ενώ η δεύτερη στερείται ρευστότητας για τα χρόνια που τις παρακολουθούμε, όπως δίνονται αναλυτικά στον Πίνακα 12του Παραρτήματος Πινάκων<sup>35</sup>.

Οι πωλήσεις τις ΣΕΚΑΠ Α.Ε. όπως χαρακτηριστικά φαίνεται και στο διάγραμμα 10 του Παραρτήματος, είναι περίπου το 15% των πωλήσεων της ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. με μειούμενη τάση. Τα αντίστοιχα κέρδη προ φόρων της πρώτης είναι λιγότερο από το 5% των κερδών της δεύτερης.

Και οι δύο εταιρίες, φαίνεται ότι για το διάστημα που μελετάμε στηρίχθηκαν κυρίως σε ίδια κεφάλαια<sup>36</sup>. Ας μην ξεχνάμε ότι για το διάστημα αυτό 2015 – 2017 το γενικότερο μακροοικονομικό περιβάλλον της χώρας έπαιξε σημαντικό ρόλο σε αυτό. Η αστάθεια και η έλλειψη ρευστότητας που εμφανίστηκε στις ελληνικές τράπεζες μετέτρεψε την διαδικασία της άντλησης ξένων κεφαλαίων μία δύσκολη διαδικασία. Οι περισσότερες εταιρίες την περίοδο αυτή ήταν δύσκολο να έχουν πρόσβαση σε δανεισμό, όσο κερδοφόρες και αν ήταν. Έτσι οι βιώσιμες και κερδοφόρες εταιρίες, θέλοντας να αποφύγουν τον γενικότερο κίνδυνο που υπήρχε, προτίμησαν να χρηματοδοτήσουν τα στοιχεία του ενεργητικού τους από τα ίδια κεφάλαια τους. Βέβαια στην περίπτωση που μελετάμε βλέπουμε ότι η ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. υιοθέτησε αυτήν την στρατηγική, δηλαδή χρηματοδότησε τα στοιχεία του ενεργητικού

<sup>35</sup> Παράρτημα Πινάκων - Πίνακας 12: Δείκτες Αποδοτικότητας Συγκριτικά

<sup>36</sup> Παράρτημα Πινάκων - Πίνακας 13: Δείκτες Ρευστότητας Συγκριτικά

της με ίδια κεφάλαια. Αντίθετα η ΣΕΚΑΠ Α.Ε. που βρέθηκε σε μία ιδιαίτερα δυσμενή οικονομική κατάσταση μπήκε σε μία διαδικασία μείωσης των στοιχείων του ενεργητικού της, με εκποίηση κάποιων περιουσιακών στοιχείων της προκειμένου να μπορέσει να λειτουργήσει.

Η υψηλή κερδοφορία με αυξανόμενο ρυθμό καθώς και η αύξηση των πωλήσεων και του μεριδίου αγοράς της ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. υποδηλώνει μία οικονομική κατάσταση ακριβώς αντίθετη από την κατάσταση της ΣΕΚΑΠ Α.Ε., η οποία για το διάστημα της μελέτης μας είδε τις πωλήσεις της να μειώνονται σημαντικά. Κάποιες χρονιές σημείωσε ζημιές ακολουθώντας το γενικότερο κλίμα του κλάδου του καπνού στην ελληνική αγορά. Ο δείκτης καθαρού κέρδους για τα χρόνια από το 2015 μέχρι και το 2017 για την πρώτη ήταν:

2015	2016	2017
------	------	------

9.17	10.49	8.22
------	-------	------

Ενώ για την δεύτερη ήταν:

2015	2016	2017
------	------	------

2.18	-0.23	-5.4
------	-------	------

Η εταιρία ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. την ως άνω χρονική περίοδο σημείωνε σημαντικά κέρδη και μια πορεία αισιόδοξη, με ανοδικές τάσεις, ενώ η ΣΕΚΑΠ Α.Ε., φαίνεται να παρουσίαζε σημαντικά σημάδια επιβράδυνσης, ως αποτέλεσμα τόσο της μη αποδοτικής αντιμετώπισης της γενικότερης οικονομικής ύφεσης, όσο και δικών της εσωτερικών (διοικητικών και οικονομικών) προβλημάτων.

Όλοι οι δείκτες της ΣΕΚΑΠ Α.Ε. βρέθηκαν αισθητά σε πιο χαμηλά επίπεδα από τους αντίστοιχους δείκτες της ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. για το χρονικό διάστημα που τις μελετήσαμε<sup>37</sup>.

Όπως παρατηρήθηκε γενικότερα στα χρόνια της οικονομικής ύφεσης στην Ελλάδα, οι εταιρίες που είχαν ήδη προβλήματα δομικού τύπου, είδαν την θέση τους να χειροτερεύει περεταίρω. Αντίθετα εταιρίες με μικρά ή καθόλου προβλήματα είτε ισχυροποίησαν την θέση τους είτε κατάφεραν να μείνουν σε μία κατάσταση σταθερότητας χωρίς να χειροτερεύει η θέση τους. Φάνηκε λοιπόν ότι η οικονομική κρίση λειτούργησε ως παράγοντας «ξεκαθαρίσματος» του οικονομικού τοπίου σε πολλούς τομείς της οικονομίας. Ισχυρό παράδειγμα ο κλάδος του καπνού που μελετήσαμε.

---

<sup>37</sup> Παράρτημα Πινάκων - Πίνακας 15: Δείκτες Ανάπτυξης Συγκριτικά

## 5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παρούσα μελέτη έχει σαν σκοπό να παρουσιάσει την εταιρία ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε., μέσα από μία σειρά χρηματοοικονομικών δεικτών.

Παρακολούθησαμε την εταιρία και την οικονομική της θέση για τη χρονική περίοδο 2015 μέχρι και το 2018, μια περίοδο ιδιαίτερα κρίσιμη για το σύνολο των ελληνικών επιχειρήσεων καθώς οι περισσότερες είχαν να αντιμετωπίσουν τις ισχυρές συνέπειες της οικονομικής ύφεσης.

Η συγκριτική ανάλυση της εταιρίας σε σχέση με εταιρία του ίδιου κλάδου μας έδωσε μία ακόμη καλύτερη χρηματοοικονομική εικόνα για την εταιρία που μελετήσαμε. Αν και ο κλάδος του καπνού τα τελευταία χρόνια υπέστη σημαντική συρρίκνωση εξαιτίας τόσο της μείωσης της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών στη χώρα όσο και της αύξησης της φορολογίας αλλά και της διόγκωσης του λαθρεμπορίου, η εταιρία ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. βρήκε τον τρόπο όχι μόνο να επιβιώσει αλλά και να ισχυροποιήσει τη θέση της αυξάνοντας το μερίδιο αγοράς της και ενισχύοντας σημαντικά τον τομέα των εξαγωγών της. Η ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. δεν φαίνεται μέσα από την παρακολούθηση των χρηματοοικονομικών της δεικτών να επηρεάστηκε σημαντικά από την κρίση.

Ένας ακόμη παράγοντας επιβράδυνσης είναι η εξάπλωση των λαθραίων τσιγάρων στην Ελλάδα την τελευταία δεκαετία. Και αυτό το γεγονός φαίνεται να μην επηρέασε την πορεία της εταιρίας.

Η διοίκηση της εταιρίας μετατόπισε το κέντρο βάρους της στις εξαγωγές με σκοπό να καλύψει τις ενδεχομένες εγχώριες απώλειες πωλήσεων, άρα και κερδών, τόσο λόγω της οικονομικής ύφεσης όσο και της άνθησης του λαθρεμπορίου. Με λίγα λόγια η διοίκηση της εταιρίας δεν περίμενε να δει μείωση των κερδών και των πωλήσεων της, αλλά λαμβάνοντας υπόψη της το «δύσκολο» μακροοικονομικό περιβάλλον έγινε περισσότερο δυναμική.

Η εν λόγω μελέτη περιορίστηκε σε ποιοτικά συμπεράσματα και παρατηρήσεις τόσο για τους δείκτες όσο και για την χρηματοοικονομική θέση της εταιρίας ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε.

Σε μία άλλη έρευνα θα μπορούσε κανείς να μπει στην διαδικασία μιας ποσοτικής μελέτης για την συγκεκριμένη εταιρία, πηγαίνοντας ένα βήμα παραπέρα. Η μοντελοποίηση των κερδών της, η πρόβλεψη αυτών για τα επόμενα έτη, καθώς και ο προσδιορισμός μιας σειρά παραγόντων που καθορίζουν τα κέρδη της εταιρίας θα αποτελούσε ένα ιδιαίτερα ενδιαφέρον πεδίο μελέτης για κάποιον ερευνητή.

Εν κατακλείδι η παρακολούθηση της χρηματοοικονομικής θέσης της εταιρίας αυτής μας έπεισε ότι κάθε εταιρία υιοθετώντας μία σειρά από ορθολογικές στρατηγικές λειτουργίας και επένδυσης είναι

ικανή να δημιουργήσει πλούτο ακόμη και αν το μακροοικονομικό περιβάλλον και οι ευρύτερες συνθήκες δεν την ευνοούν ιδιαίτερα.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αλεξανδρίδης Μ. Α.. Χρηματοοικονομική Διαχείριση. Εκδόσεις: Σύγχρονη Εκδοτική. Αθήνα 2004.
2. Βασιλείου Δ. και Ηρειώτης Ν.. Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία και Πρακτική. Εκδόσεις: Rosili. Αθήνα 2008.
3. Ζώης Κ.Α. και Γαρουφάλης Κ. Δ.. Οικονομικός Προγραμματισμός Επιχειρήσεων. Εκδόσεις: Σύγχρονη Εκδοτική. Αθήνα 2008.
4. Θάνος Γ., Κιόχος Π. και Παπανικολάου Γ.. Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων. Εκδόσεις: Σύγχρονη Εκδοτική. Αθήνα 2002.
5. Κάντζος Κ.. Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων. Εκδόσεις: Φαίδιμος. Αθήνα 2013.
6. Νικήτα Α. Νιάρχου, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα 2004.
7. Παπαδέας Π. και Συκιανάκης Ν.. Ανάλυση & Διερεύνηση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων: Σύμφωνα με τα Ελληνικά και Διεθνή (Λογιστικά) Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης. Αθήνα 2014.
8. Altman Edward I. FINANCIAL RATIOS, DISCRIMINANT ANALYSIS AND THE PREDICTION OF CORPORATE BANKRUPTCY. 1968. The Journal of Finance. Vol. XXIII No.4.
9. Barnes P. The Analysis and Use of Financial Ratios: A Review Article. First published: December 1987 <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1987.tb00106.x>.
10. R. H. Berry, S. Nix. Regression Analysis v. Ratios in the Cross-section Analysis of Financial Statements. Journal Accounting and Business Research. Volume 21, 1991 - Issue 82.
11. JOHN K. COURTIS. Modelling A Financial Ratios Categorical Framework, December 1978. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1978.tb01059.x>.
12. Chen Kung H., Shimerda Thomas A. An Empirical Analysis of Useful Financial Ratios. Financial Management. Vol. 10, No. 1 (Spring, 1981), pp. 51-60.
13. Edmister Robert O. An Empirical Test of Financial Ratio Analysis for Small Business Failure Prediction. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Volume 7, Issue 2 March 1972, pp. 1477-1493.
14. CH Gibson, PA Frishkoff. Financial statement analysis: Using financial accounting information.
15. Juha-Pekka Kallunki, Teppo Martikainen & Jukka Perttunen. The proportionality of financial ratios: implications for ratio classifications. Journal Applied Financial Economics. Volume 6, 1996 - Issue 6.
16. McDonald B., Morris Michael H. The Functional Specification of Financial Ratios: An Empirical Examination. Pages 223-228 |  
Published online: 28 Feb 2012. <https://doi.org/10.1080/00014788.1985.9729267>.

17. Krishna G. Palepu and Paul M. Healy. Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements, Text and Cases. 5th ed. Cengage Learning, 2013.
18. PP Peterson, FJ Fabozzi. Analysis of Financial Statements. 1999(book).
19. Henri Theil. On the use of Information Theory Concepts in the Analysis of Financial Statements. Management Science. Published Online:1 May 1969. Vol. 15, No. 9.  
<https://doi.org/10.1287/mnsc.15.9.459>.
20. Edward E. Williams, John A. Dobelman. Financial Statement Analysis. In: Quantitative Financial Analytics - The Path to Investment Profits. World Scientific Book Chapters, in: Quantitative Financial Analytics. The Path to Investment Profits, chapter 4, pages 109-169 World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd.
21. <https://www.karelia.gr>
22. <https://www.archaiologia.gr/blog/2014/06/11/ο-καπνός-η-ιστορία-του-και-η-ιστορία-τη/>



## Παράρτημα Πινάκων

Πίνακας 1: Οικονομική συνόψιση 2018.

Μεγέθη	Ποσότητες
Πωλήσεις	961,122,000
EBITDA	99,357,000
Εργαζόμενοι	542
Πωλήσεις τσιγάρων	13.815,000,000
Πωλήσεις καπνού	855,000 (kg)

Πίνακας 2: Δείκτες (επί της %) Αποδοτικότητας ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε.

Δείκτες(%)	2015	2016	2017	2018
1.Απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων	15.14	15.98	12.59	16.38
2.Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων	15.50	16.12	12.62	16.58
3.Μικτού Κέρδους	11.56	9.48	8.51	7.29
4.Κόστους Πωληθέντων	88.44	90.52	91.49	92.71
5.Καθαρού Κέρδους	9.17	10.49	8.22	17.87
6.Απόδοσης Συνόλου του Ενεργητικού	17.95	17.95	16.78	16.48
7.Περιθωρίου Πωλήσεων	9.27	10.71	8.34	12.01
8.Αποτελεσματικότητας Κεφαλαιακής Μόχλευσης	2.011	2.661	0.758	1.077
9.Αποτελεσματικότητας Λειτουργικής Μόχλευσης	1.997	2.167	4.363	20.003

Πίνακας 3 – Δείκτες Ρευστότητας ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε.

Δείκτες	2015	2016	2017	2018
1. Γενικής Ρευστότητας	3.467	1.730	4.230	3.898
2. Άμεσης Ρευστότητας	2.438	0.112	3.452	3.228
3. Ταμειακής Ρευστότητας	0	0	0	0
4. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων	7.524	8.922	9.053	11.648
5. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων	4.63	4.57	5.03	10.21

**Πίνακας 4 – Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε.**

<b>Δείκτες</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>1. Χρέους</b>	0.034	0.029	0.018	0.024
<b>2. Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια</b>	0.035	0.030	0.018	0.024
<b>3. Κάλυψης Παγίων</b>	4.64	4.79	5.45	5.60
<b>4. Κάλυψης Τόκων</b>	149.152	70.649	92.891	114.400

**Πίνακας 5 – Δείκτες Ανάπτυξης ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε.**

<b>Δείκτες</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>1. Ανάπτυξης Πωλήσεων</b>	1.013	1.011	1.067	1.022
<b>2. Ανάπτυξης Ενεργητικού</b>	1.123	1.141	0.993	1.148
<b>3. Ανάπτυξης Καθαρών Κερδών</b>	0.9327	1.157	0.836	1.476

**Πίνακας 6 – Δείκτες Χρηματιστηριακής Αγοράς ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε.**

<b>Δείκτες</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>1. P/E</b>	12.187	11.297	15.165	9.797
<b>2. Μερισματικής Απόδοσης</b>	0.0360	0.0363	0.0324	0.0350
<b>3. Συνολικής Απόδοσης Περιόδου</b>	1.036	1.0363	1.0324	1.035

**Πίνακας 7 – Καλλιεργούμενες εκτάσεις καπνού(στρ.)**

<b>1963</b>	<b>1.470.000</b>
<b>1974</b>	822.000
<b>1975</b>	1.200.000
<b>1980</b>	910.000
<b>1985</b>	990.000
<b>1992</b>	750.000
<b>1995</b>	610.000
<b>2000</b>	450.000
<b>2006</b>	184.000
<b>2013</b>	140.000

Πηγή: Υπουργείο Αγροτικής Ανάπτυξης και Τροφίμων.

Πίνακας 8 – Δείκτες Αποδοτικότητας ΣΕΚΑΠ Α.Ε.

Δείκτες	2015	2016	2017
1.Απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων	4.557	1.47	-14.41
2.Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων	3.889	-0.55	-15.324
3.Μικτού Κέρδους	2.64	1.71	1.17
4.Κόστους Πωληθέντων	96.37	98.4	98.7
5.Καθαρού Κέρδους	2.18	-0.23	-5.4
6.Απόδοσης Συνόλου του Ενεργητικού	6.957	5.799	-3.901
7.Περιθωρίου Πωλήσεων	2.16	1.59	-5.08
8.Αποτελεσματικότητας Κεφαλαιακής Μόχλευσης	0.825	0.779	-1.425
9.Αποτελεσματικότητας Λειτουργικής Μόχλευσης	16.742	15.858	-218.81

Πίνακας 9 – Δείκτες Ρευστότητας ΣΕΚΑΠ Α.Ε.

Δείκτες	2015	2016	2017
1. Γενικής Ρευστότητας	0.992	0.750	1.057
2. Άμεσης Ρευστότητας	0.486	-0.178	0.496
3. Ταμειακής Ρευστότητας	0.136	0.0689	0.0039
4. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων	16.034	15.834	13.194
5. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων	7.3	7.21	7.018

Πίνακας 10 – Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης ΣΕΚΑΠ Α.Ε.

Δείκτες	2015	2016	2017
1. Χρέους	0.039	0.036	0.031
2. Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια	0.041	0.038	0.032
3. Κάλυψης Παγίων	1.215	1.33	1.294
4. Κάλυψης Τόκων	5.825	2.065	-16.832

Πίνακας 11 – Δείκτες Ανάπτυξης ΣΕΚΑΠ Α.Ε.

Δείκτες	2015	2016	2017
1. Ανάπτυξης Πωλήσεων	0.877	0.828	0.791
2. Ανάπτυξης Ενεργητικού	0.987	0.974	0.887
3. Ανάπτυξης Καθαρών Κερδών	0.255	-0.142	2.687

Πίνακας 12 – Δείκτες Αποδοτικότητας Συγκριτικά

Δείκτες	2015	2016	2017
1.Απόδοση Συνολικών Κεφαλαίων	15.14/4.56	15.98/1.47	12.59/-14.41
2.Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων	15.50/3.9	16.12/-0.55	12.62/-15.32
3.Μικτού Κέρδους	11.56/2.64	9.48/1.71	8.51/1.17
4.Κόστους Πωληθέντων	88.44/96.37	90.52/98.40	91.49/98.7
5.Καθαρού Κέρδους	9.17/2.18	10.49/-0.23	8.22/-5.4
6.Απόδοσης Συνόλου του Ενεργητικού	17.95/6.96	17.95/5.80	16.78/-3.9
7.Περιθωρίου Πωλήσεων	9.27/2.16	10.71/1.59	8.34/-5.08
8.Αποτελεσματικότητας Κεφαλαιακής Μόχλευσης	2.011/0.825	2.661/0.779	0.758/-1.425
9.Αποτελεσματικότητας Λειτουργικής Μόχλευσης	1.997/16.742	2.167/15.858	4.363/-218.81

Πίνακας 13 – Δείκτες Ρευστότητας Συγκριτικά

Δείκτες	2015	2016	2017
1. Γενικής Ρευστότητας	3.467/0.992	1.730/0.750	4.23/1.057
2. Άμεσης Ρευστότητας	2.438/0.486	0.112/ -0.178	3.452/0.496
3. Ταμειακής Ρευστότητας	0/0.136	0/0.0689	0/0.0039
4. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων	7.524/16.034	8.922/15.834	9.053/13.194
5. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων	4.63/7.3	4.57/7.21	5.03/7.02

Πίνακας 14 – Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης Συγκριτικά

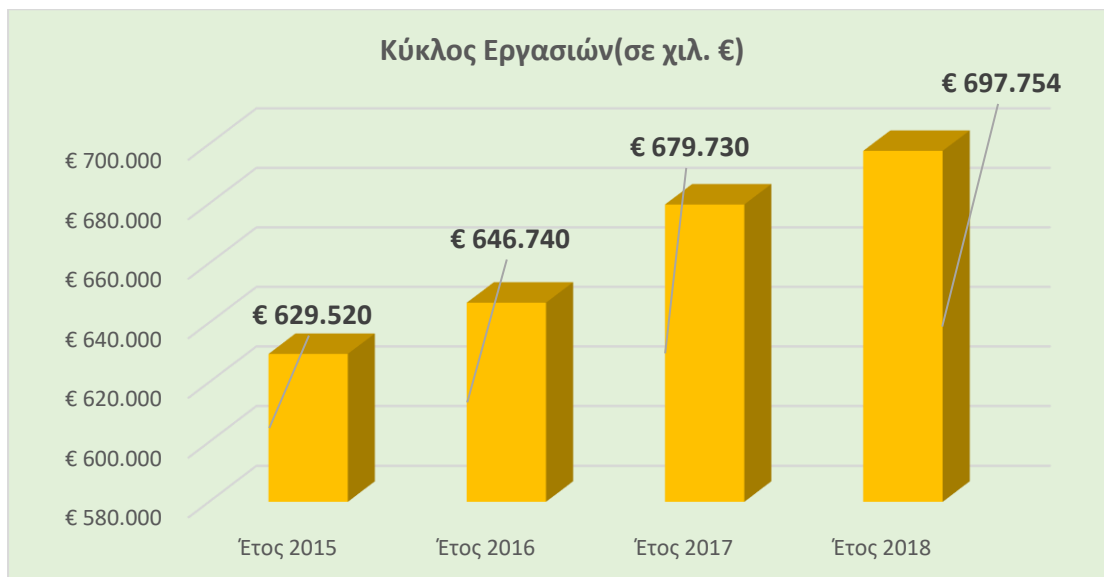
Δείκτες	2015	2016	2017
5. Χρέους	0.034 / 0.039	0.029 / 0.036	0.018 / 0.031
6. Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια	0.035 / 0.041	0.03 / 0.038	0.018/ 0.032
7. Κάλυψης Παγίων	4.64 / 1.215	4.79 / 1.33	5.45/ 1.294
8. Κάλυψης Τόκων	149.152 / 5.825	70.649 / 2.065	92.891/ -16.832

Πίνακας 15 – Δείκτες Ανάπτυξης Συγκριτικά

Δείκτες	2015	2016	2017
1. Ανάπτυξης Πωλήσεων	1.013/0.877	1.011 / 0.828	1.067 / 0.791
2. Ανάπτυξης Ενεργητικού	1.123/0.987	1.141 / 0.974	0.993 / 0.887
3. Ανάπτυξης Καθαρών Κερδών	0.9327/0.255	1.157 / -0.142	0.836 / 2.687

## Παράρτημα Γραφημάτων

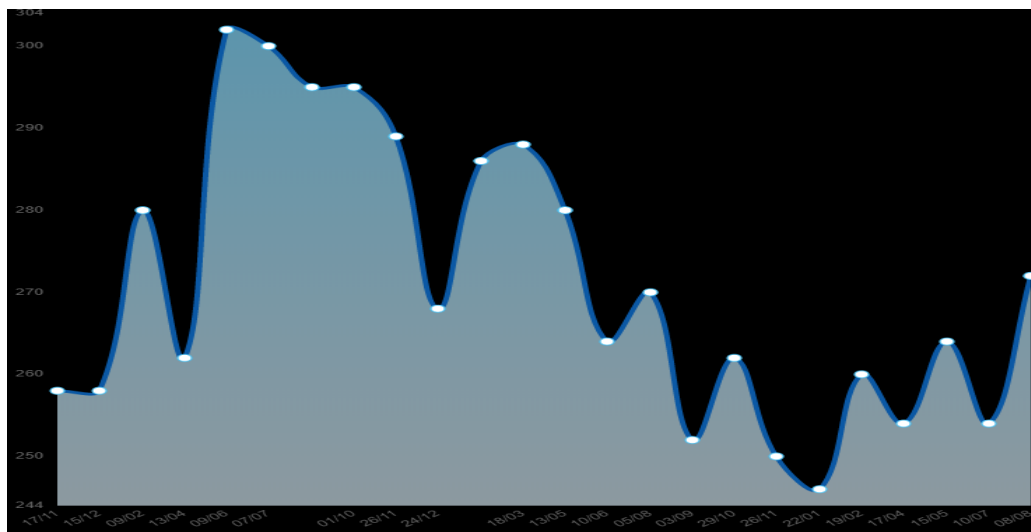
Διάγραμμα 1 – Κύκλος Εργασιών της ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. για την περίοδο 2015 - 2018



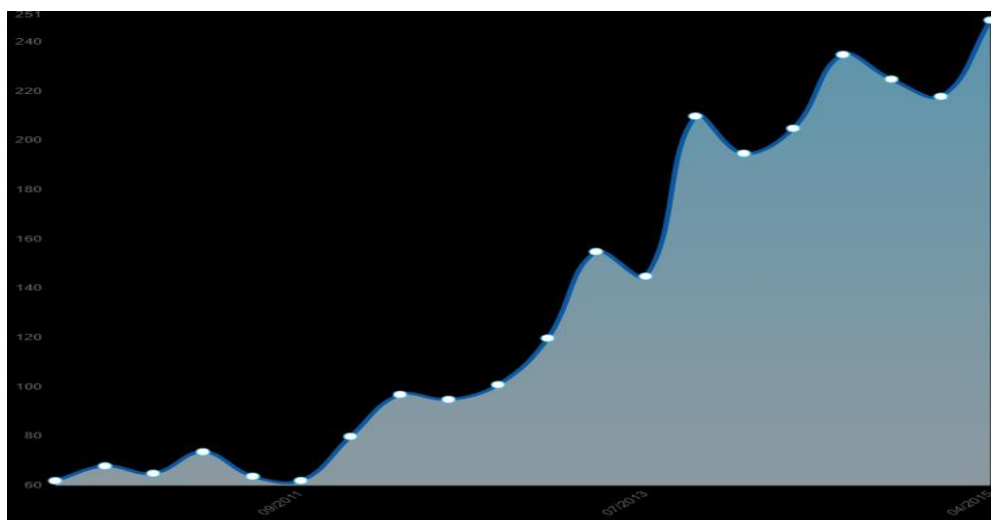
Διάγραμμα 2 – Τα Καθαρά Κέρδη προ Φόρων της ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. για την περίοδο 2015 – 2018



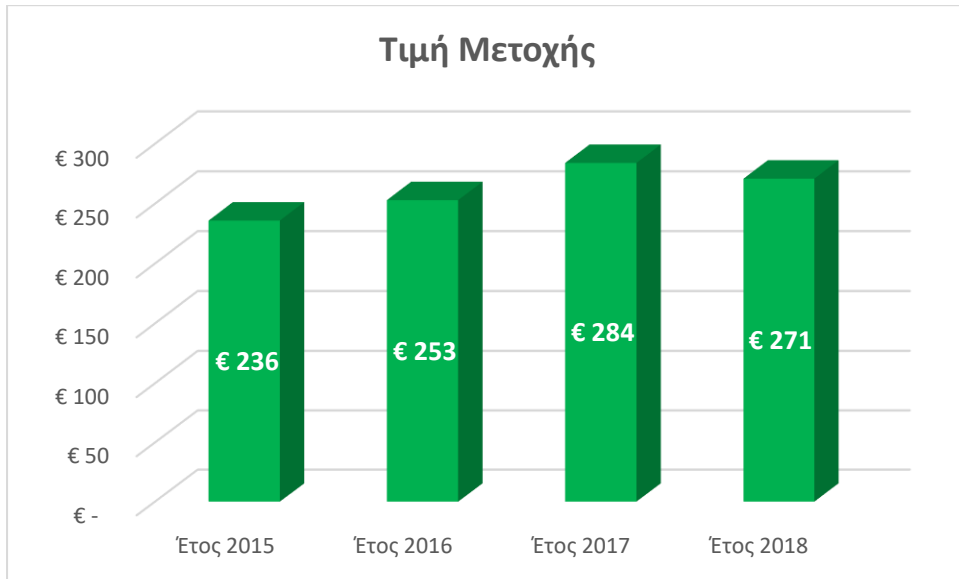
**Διάγραμμα 3 - Η τιμή της Μετοχής ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. τα 3 τελευταία έτη**



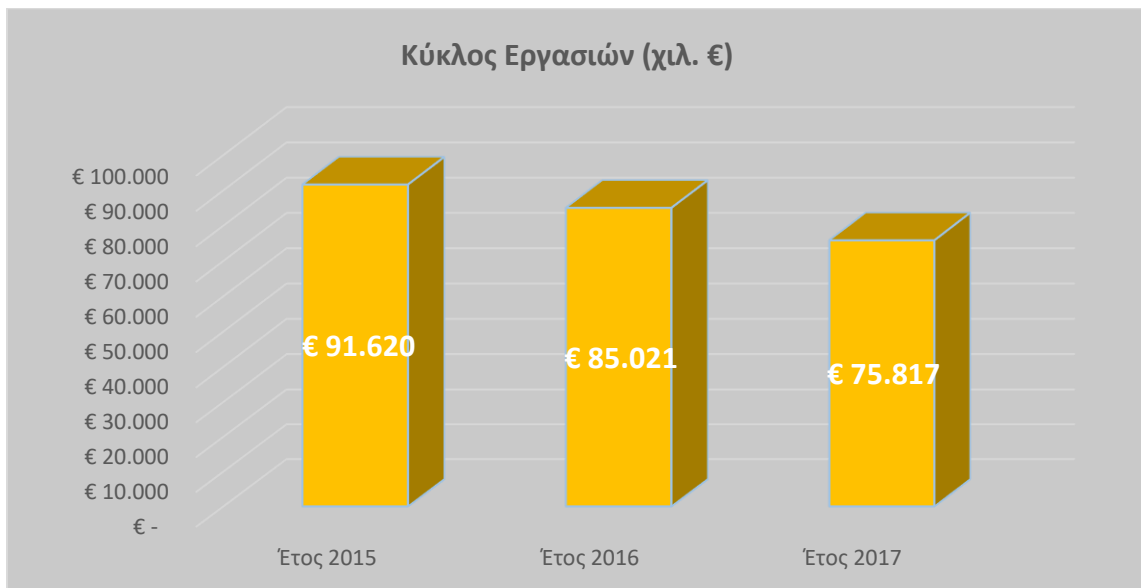
**Διάγραμμα 4 - Η τιμή της Μετοχής ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. τα 5 τελευταία έτη**



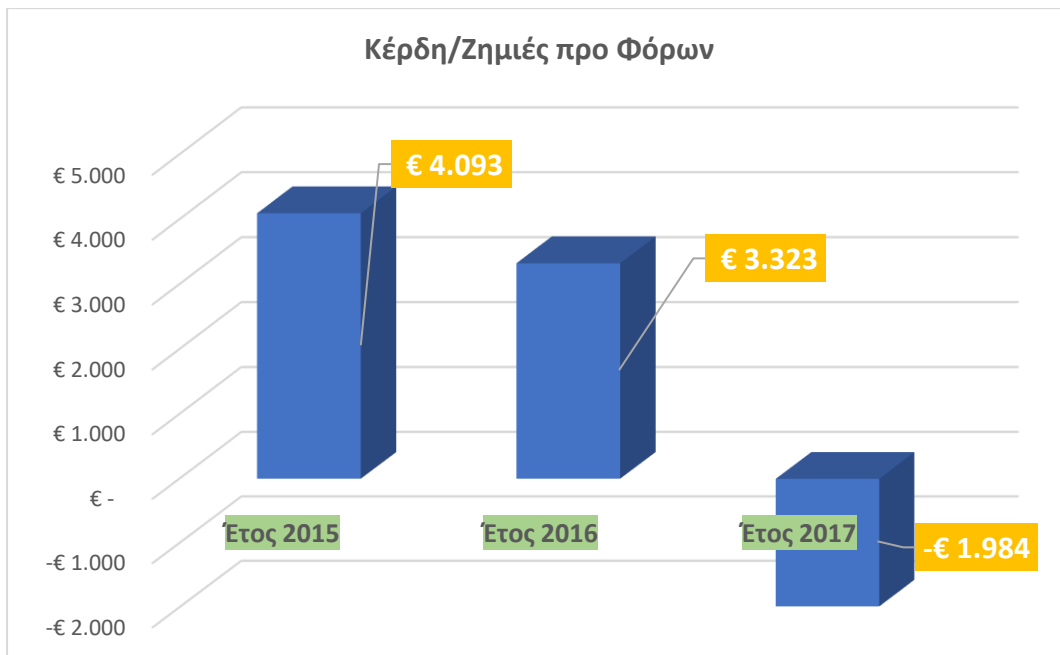
**Διάγραμμα 5 - Η τιμή της Μετοχής ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. 2015 – 2018**



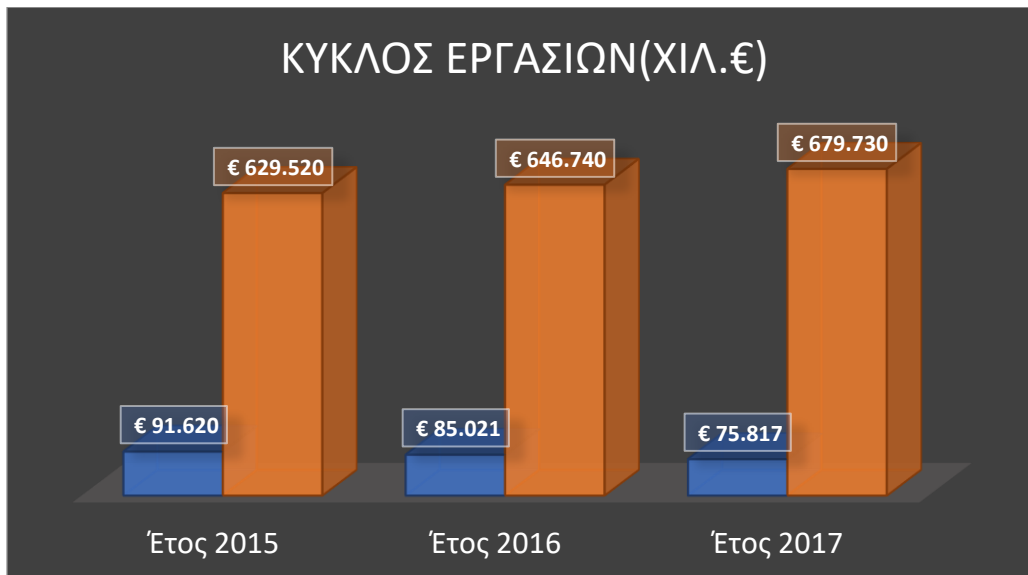
**Διάγραμμα 6 – Οι Πωλήσεις της ΣΕΚΑΠ Α.Ε. για το διάστημα 2015 – 2017.**



**Διάγραμμα 7 – Τα αποτελέσματα της ΣΕΚΑΠ Α.Ε. για το διάστημα 2015 – 2017.**



**Διάγραμμα 8 – Οι πωλήσεις των δύο εταιριών στο διάστημα 2015 -2017.**

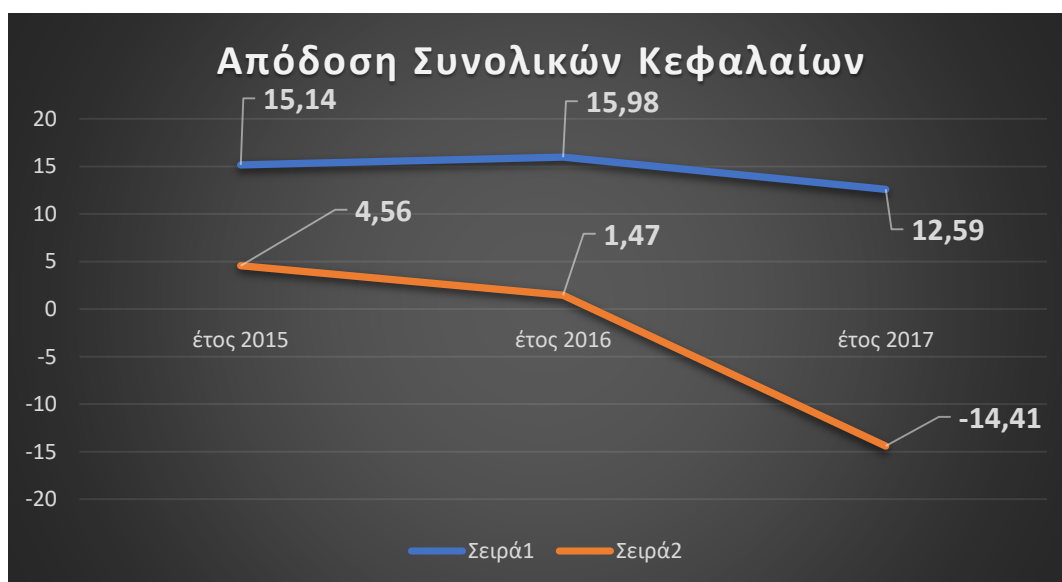




Διάγραμμα 9 – Τα κέρδη προ φόρων των δύο εταιριών στο διάστημα 2015 -2017.



Διάγραμμα 10 – Δείκτες Απόδοσης Συνολικών Κεφαλαίων



(μπλε = ΚΑΡΕΛΙΑΣ Α.Ε. , πορτοκαλί = ΣΕΚΑΠ Α.Ε. ).

Διάγραμμα 11 – Δείκτες Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων

