
**Η Συνοπτική Ανάλυση της εισηγμένης
στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.)
εταιρίας εκπονείται αποκλειστικά
για ενημερωτικούς σκοπούς.**

Για την ολοκληρωμένη γνώση των δεδομένων και των εν γένει προοπτικών της εισηγμένης στο Χ.Α. εταιρίας απαιτείται η ανάγνωση του συνόλου των χρηματοοικονομικών, και μη, πληροφοριών των ετήσιων απολογισμών και δελτίων, καθώς και άλλων πηγών εξειδικευμένης πληροφόρησης, με έμφαση στην ενότητα των επενδυτικών κινδύνων.

Η παρούσα συνοπτική ανάλυση βασίζεται στις αντίστοιχες θεματικές ενότητες του ετήσιου απολογισμού και δελτίου της εισηγμένης εταιρίας, καθώς και στην εκάστοτε παρουσίαση της εταιρίας προς τους θεσμικούς επενδυτές και τους αναλυτές χρηματιστηριακών εταιριών.

**Κ.Α.Ε.
ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ
ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ
ΕΙΔΩΝ Α.Ε.**

Έτος Εισαγωγής στο Χ.Α.: 1998

Αγορά: Κύρια Αγορά Χ.Α.

Κλάδος Δραστηριότητας:

Λιανικό Εμπόριο

Βασικές Δραστηριότητες:

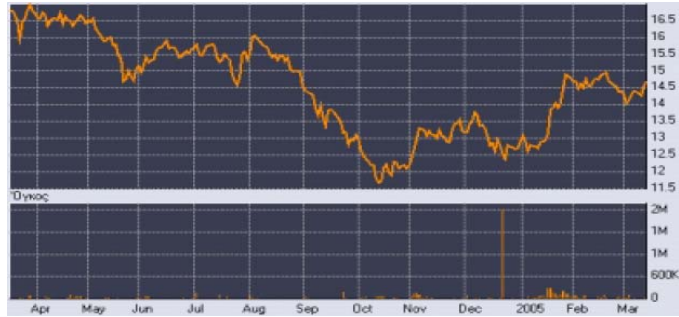
Η εκμετάλλευση των κάθε είδους καταστημάτων πώλησης αφορολόγητων και αδασολογήτων ειδών (περιλαμβάνει τόσο τα υπάρχοντα καταστήματα όσο και αυτά τα οποία πρόκειται να ιδρυθούν στους χερσαίους μεθοριακούς σταθμούς, αερολιμένες & λιμένες ή στην αλλοδαπή).

Έτος Ίδρύσεως: 1979

Κύριοι Μέτοχοι:

Folli-Follie, Γερμανός	49,4%
ATE	20,0%
Έλληνες Θεσμικοί	16,6%
Διεθνείς Θεσμικοί	4,3%
ΔΕΚΑ	2,8%
Free Float	6,9%

Διάγραμμα Τιμής Μετοχής (16/03/2004 – 16/03/2005) (Τιμή : 14,42 ευρώ)



Εταιρική Ταυτότητα

- Αντικείμενο δραστηριότητας της εταιρίας «Καταστήματα Αφορολόγητων Ειδών Α.Ε.» αποτελούν οι αφορολόγητες και φορολογημένες πωλήσεις. Το αποκλειστικό δικαίωμα Duty Free εκτείνεται έως το 2048. Ειδικότερα, η Εταιρία δραστηριοποιείται στο λιανικό εμπόριο αρωμάτων καλλυντικών, αλκοολούχων ποτών, προϊόντων καπνού, ειδών πολυτελείας, τυποποιημένων και άλλων εμπορευμάτων σε επιβάτες που αναχωρούν από αεροδρόμια, μεθοριακούς σταθμούς και λιμάνια της Ελλάδας. Επιπλέον, η Εταιρία πραγματοποιεί και χονδρικές πωλήσεις των προαναφερθέντων προϊόντων προς πρεσβείες, αεροπορικές εταιρίες, ναυτιλιακές εταιρίες, τις ένοπλες δυνάμεις κ.ά..
- Το δίκτυο πωλήσεων της Εταιρίας αποτελείται από 84 καταστήματα σε 41 σημεία, εκ των οποίων τα 58 βρίσκονται σε αεροδρόμια, τα 12 σε μεθοριακούς σταθμούς, και 14 σε λιμάνια. Ο μέσος όρος του προσωπικού ανέρχεται σε περίπου 1.000 άτομα.
- Το 2004 χαρακτηρίστηκε τόσο από την έντονη επενδυτική δραστηριότητα της Εταιρίας, λόγω των Ολυμπιακών Αγώνων της Αθήνας, όσο και από τη συνεχιζόμενη προσπάθεια της Διοίκησης για περαιτέρω συγκράτηση των λειτουργικών εξόδων. Η Εταιρία προχώρησε αφενός στην ίδρυση 7 νέων καταστημάτων, στην επέκταση, ανακαίνιση και βελτίωση 18 καταστημάτων, στη λειτουργία 5 Ολυμπιακών καταστημάτων και στην ίδρυση νέων αποθηκευτικών χώρων συνολικού εμβαδού περίπου 3.800 τ.μ., επενδύοντας συνολικά 7,0 εκατ. ευρώ. Επισημαίνεται ότι οι εμπορικοί χώροι καλύπτουν επιφάνεια περίπου 13.700 τ.μ., ενώ οι αποθηκευτικοί χώροι 15.600 τ.μ..
- Σε επίπεδο μητρικής εταιρίας, ο κύκλος εργασιών παρουσίασε αύξηση κατά 13,9%, και ανήλθε στα € 223,4 εκατ. από € 196,1 εκατ. το 2003, παρά τη σημαντική μείωση της τουριστικής κίνησης σε όλη την Ελλάδα το 2004. Τα κέρδη προ φόρων ανήλθαν σε € 57,5 εκατ. έναντι € 50,0 εκατ. το 2003, αυξημένα κατά 14,9%, ενώ τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων παρουσίασαν αύξηση κατά 16,0% και διαμορφώθηκαν στα € 58,4 εκατ. σε σχέση με € 50,4 εκατ. το 2003. Το μικτό περιθώριο κέρδους διαμορφώθηκε στο 50,7% έναντι 51,7%, ενώ τα έξοδα ως ποσοστό επί των πωλήσεων συγκρατήθηκαν στο 29,7% από 30,8%. Το επενδυτικό πρόγραμμα της Εταιρίας ανέρχεται στα € 7,0 εκατ..
- Οι αφορολόγητες πωλήσεις αποτελούν το 54,0% των πωλήσεων το 2004, έναντι 56,9% το 2003, σημειώνοντας άνοδο κατά 8,0% στα € 120,5 εκατ. από € 111,5 εκατ.. Οι φορολογημένες πωλήσεις αποτελούν το 46,0% έναντι 43,1%, καταγράφοντας αύξηση της τάξης του 21,7% στα € 102,8 εκατ. από € 84,4 εκατ..
- Σημαντικοί επίσης ήταν οι ρυθμοί ανάπτυξης της θυγατρικής Ελληνικές Διανομές Α.Ε., αντικείμενο της οποίας αποτελεί η λειτουργία καταστημάτων σε πλοία, μαρίνες κ.ά.. Πιο συγκεκριμένα, κατά 45% αυξήθηκε ο κύκλος εργασιών για το 2004, στα € 14,9 εκατ. από € 10,3 εκατ. το 2003. Τα κέρδη προ φόρων έφτασαν τα € 1,8 εκατ. από € 1,3 εκατ. το 2003, σημειώνοντας αύξηση κατά 39,2%.
- Η στρατηγική ανάπτυξης της Εταιρίας σύμφωνα με τη Διοίκηση στηρίζεται στην οργανική ανάπτυξη της, είτε αυτόνομα, είτε μέσω εξαγορών, συνεργασιών (πιθανή συμμετοχή σε ιδιωτικοποιήσεις αεροδρομίων), μέσω εκμετάλλευσης συνεργιών με τους νέους βασικούς μετόχους, καθώς και μέσω της επέκτασης σε νέες δραστηριότητες τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό. Στα πλαίσια αυτά, η Εταιρία εξετάζει το ενδεχόμενο επέκτασής της στις αγορές του event και category retailing, κυρίως μέσω στρατηγικών συμφωνιών, ενώ αναμένεται και η ανάπτυξη νέων καταστημάτων τόσο σε επίπεδο μητρικής όσο και μέσω της θυγατρικής εταιρίας Ελληνικές Διανομές Α.Ε..

(σε € .000)	Κύκλος Εργασιών	EBITDA	Κ.Μ.Φ. & Δ.Μ.	P / E (x)	P / Sales (x)	EV / EBITDA (x)	P / BV (x)	Ξένα / Ίδια Κεφάλαια	ROA	ROE
2003	231.231	55.276	35.652	21,31	3,28	13,00	4,40	0,19	17,21%	20,65%
2004	234.805	60.185	40.841	18,60	3,23	11,88	4,14	0,14	19,44%	22,26%

- Τα στοιχεία αφορούν στα ενοποιημένα οικονομικά μεγέθη της Εταιρίας και βασίζονται στο Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο.
- Κλείσιμο τιμής μετοχής στις 16/03/2005: € 14,42.

Κλάδος Δραστηριότητας της Εταιρίας

Η τιμολογιακή πολιτική της Εταιρίας, η οποία κατέχει μονοπωλιακή θέση στην Ελληνική αγορά, συνίσταται στη διατήρηση ενιαίων τιμών πώλησης τόσο για τα αφορολόγητα όσο και για τα φορολογημένα εμπορεύματα. Εξάιρεση αποτελούν τα καπνικά είδη για τα οποία η φορολογημένη τιμή είναι υψηλότερη, ενώ επιδιώκεται η προσφορά των προϊόντων να πραγματοποιείται σε ελκυστικές και ανταγωνιστικές τιμές σε σχέση με τις τιμές άλλων καταστημάτων ταξιδιωτικού εμπορίου και λιανικής πώλησης. Οι τιμές πώλησης καθορίζονται σύμφωνα με τις ακόλουθες παραμέτρους: το τρέχον επίπεδο τιμών του ανταγωνισμού στο εξωτερικό και στα εγχώρια καταστήματα λιανικής πώλησης, τη γεωγραφική περιοχή που βρίσκεται κάθε κατάστημα της Εταιρίας, τις ισχύουσες φορολογικές διατάξεις και την τοπική αγοραστική κίνηση. Η πολιτική αγορών της Εταιρίας συνίσταται στη διαπραγμάτευση των όρων προμήθειας των εμπορευμάτων σε ετήσια βάση και την επίτευξη συμφωνιών «πακέτου» με απώτερο στόχο τη βελτίωση του περιθωρίου κέρδους. Επισημαίνεται ότι η αύξηση των πωλήσεων της Εταιρίας το 2004 ανήλθε σε 13,9%, ενώ η αύξηση των αναχωρούντων επιβατών διαμορφώθηκε σε 5,9%.

Τα έσοδα ανά επιβάτη το 2004 διαμορφώθηκαν σε € 11,3 από € 10,6 το 2003, σημειώνοντας αύξηση κατά 6,1%. Τα έσοδα ανά πελάτη ανήλθαν σε € 38,8 έναντι € 37,7 αυξημένα κατά 2,7%, ενώ επιτεύχθηκε αύξηση της μετατρεψιμότητας κατά 94 μονάδες βάσης στα 29.0 από 28.1.

Η εξέλιξη των λιανικών πωλήσεων της Εταιρίας το 2004 βάσει του δικτύου πωλήσεων έχει ως ακολούθως: αεροδρόμιο Αθηνών 31,6% έναντι 32,7% το 2003 (και 37,6% το 2000), λοιπά αεροδρόμια 31,4% από 34,8%, μεθοριακοί σταθμοί 31,2% από 27,4% και λιμάνια 5,7% από 5,2%. Οι βασικές κατηγορίες προϊόντων κατέγραψαν σημαντικές αποδόσεις: αρώματα-καλλυντικά +11,2% στα € 91,6 εκατ., καπνικά +11,1% στα € 47,2 εκατ., ενώ οι νέες δραστηριότητες αύξησαν την κατηγορία λοιπά έσοδα κατά 54,0% στα € 35,6 εκατ..

Ανάλυση Θετικών & Αρνητικών Σημείων

Ισχυρά Σημεία

- 25ετής εμπειρία στο χώρο των αφορολογητών ειδών
- Πλούσιο χαρτοφυλάκιο σημάτων
- Μηδενική δανειακή επιβάρυνση
- Υψηλή μερισματική πολιτική
- Βελτίωση μετατρεψιμότητας, εσόδου ανά επιβάτη
- ΜΕΡΑ 2000-2004 Κ.Ε. +12,0% και Κ.Π.Φ. +16,5% σε εταιρική βάση
- Μικτό περιθώριο >50%, περιθώριο EBITDA >26% σε επίπεδο μητρικής εταιρίας
- Περιθώριο Κ.Π.Φ. >25% σε επίπεδο μητρικής εταιρίας
- Επενδύσεις € 7,2 εκατ. σε ενοποιημένο επίπεδο
- Αύξηση κερδών ανά μετοχή κατά 12,9% (€ 1,108)

Αδύνατα Σημεία

Μείωση του μικτού περιθωρίου κέρδους λόγω ένταξης νέων χωρών στην Ε.Ε. (κατάργηση των αφορολογητών ειδών)

Δυνατότητες – Ευκαιρίες

- Δραστηριοποίηση στους τομείς του event και του category retailing
- Διεύρυνση μεριδίου στην Ελληνική αγορά
- Εκμετάλλευση ευκαιριών στην περιοχή της Ασίας

Κίνδυνοι – Απειλές

Ενδεχόμενη είσοδος εταιριών με τη λήξη της σύμβασης που αφορά το δικαίωμα εκμετάλλευσης αφορολογητών ειδών

Αξιολόγηση Ειδικών Παραμέτρων

ΙΔΙΑΙΤΕΡΕΣ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ	☆☆☆
	<p>© Όσον αφορά στις προοπτικές της Εταιρίας για το 2005 σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Διοίκησης αναμένεται να συνεχιστεί η ισχυρή βελτίωση των ενοποιημένων οικονομικών μεγεθών. Ειδικότερα, οι ενοποιημένες πωλήσεις του 2005 αναμένεται να ανέλθουν στα € 265-270 εκατ. και τα κέρδη προ φόρων μετά την αφαίρεση των δικαιωμάτων μειοψηφίας αναμένεται να διαμορφωθούν στα € 61-63 εκατ.. Σημειώνεται ότι στα αποτελέσματα του 2004 περιλαμβάνονται έσοδα € 1,75 εκατ. από την πώληση της συμμετοχής των Κ.Α.Ε. στις ΕΥΣΗΜΟΝ και ΕΥΣΗΜΟΝ ΣΥΛΛΟΓΕΣ, τα οποία δεν θα επαναληφθούν το 2005.</p>
ΣΥΝΘΕΣΗ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	☆☆☆
	<p>© Η εξέλιξη του μείγματος των λιανικών πωλήσεων της Εταιρίας το 2004 έχει ως εξής: αρώματα – καλλυντικά 41,0% από 42,1% το 2003, προϊόντα καπνού 21,1% από 21,7%, οινοπνευματώδη 12,0% από 13,7%, τυποποιημένα τρόφιμα 9,9% από 10,6%, και λοιπά 15,9% έναντι 12,0%.</p>
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	☆☆☆
	<p>© Για τη χρήση του 2004, τα ενοποιημένα κέρδη προ φόρων μετά την αφαίρεση των δικαιωμάτων μειοψηφίας εμφάνισαν αύξηση κατά 12,9% φτάνοντας τα € 58,3 εκατ. από € 51,7 εκατ. το 2003. Ο ενοποιημένος κύκλος εργασιών ανήλθε σε € 234,8 εκατ. σημειώνοντας αύξηση κατά 1,5%. Τα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) παρουσίασαν αύξηση κατά 8,9% και ανήλθαν στα € 60,2 εκατ.. Στα ενοποιημένα αποτελέσματα του 2004 δεν ενοποιούνται πλέον οι εταιρίες ΕΥΣΗΜΟΝ και ΕΥΣΗΜΟΝ ΣΥΛΛΟΓΕΣ, και επομένως οι ετήσιες ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις των δύο χρήσεων δεν είναι άμεσα συγκρίσιμες.</p>

Μέγιστη Αξιολόγηση: 5

Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειριστατωμένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρος του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερα δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκιών οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υποψήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Τόσο ο κάτοχος όσο και οι συντελεστές του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημιές, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίσθηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.
