ΣΧΟΛΗ

ΕΞ’ ΑΠΟΣΤΑΣΕΩΣ ΚΟΙΝΟ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ, ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΗΓΕΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΟΡΓΑΝΩΜΕΝΟΥ ΛΙΑΝΕΜΠΟΡΙΟΥ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2015 -2024

Γεράσιμος – Ευστράτιος Νικάκης

Επιβλέπουσα Καθηγήτρια: Ιακωβίδου Μέλπω

ΑΘΗΝΑ

ΙΟΥΝΙΟΣ,2026

Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία εξετάζει τη χρηματοοικονομική επίδοση επιχειρήσεων του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2015–2024. Η ανάλυση βασίζεται σε αριθμοδείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, μόχλευσης, κερδοφορίας και αποδοτικότητας, ενώ συμπληρώνεται με DuPont Analysis, Altman Z'-Score, SWOT Analysis και οικονομετρικά υποδείγματα panel data. Στόχος είναι η αξιολόγηση της οικονομικής πορείας, της αποδοτικότητας και της χρηματοοικονομικής ανθεκτικότητας των εξεταζόμενων επιχειρήσεων, καθώς και η διερεύνηση της σχέσης των δεικτών ROA και ROE με εσωτερικούς χρηματοοικονομικούς παράγοντες και επιλεγμένες μακροοικονομικές μεταβλητές. Η συγκριτική προσέγγιση επιτρέπει την αποτύπωση διαφορών μεταξύ των επιχειρήσεων ως προς τη ρευστότητα, τη λειτουργική αποτελεσματικότητα, τη χρηματοδοτική διάρθρωση και την κερδοφορία τους. Παράλληλα η χρήση οικονομετρικών υποδειγμάτων συμβάλλει στην εξέταση της στατιστικής σχέσης μεταξύ της αποδοτικότητας και παραγόντων όπως η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων, η μόχλευση και η ρευστότητα. Επιπλέον λαμβάνονται υπόψη μακροοικονομικές μεταβλητές, όπως ο πληθωρισμός τροφίμων, η μεταβολή του ΑΕΠ και το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ ώστε να εξεταστεί η πιθανή επίδραση του ευρύτερου οικονομικού περιβάλλοντος. Συνολικά, η εργασία επιδιώκει να προσφέρει μια ολοκληρωμένη και συγκριτική εικόνα της χρηματοοικονομικής πορείας των επιχειρήσεων του κλάδου. Η συνδυαστική αξιοποίηση των παραπάνω εργαλείων επιτρέπει την πληρέστερη ερμηνεία των αποτελεσμάτων και την ανάδειξη των παραγόντων που συνδέονται με την επιχειρηματική απόδοση.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή 4
1.1 Εισαγωγή στο θέμα 4
1.2 Σκοπός και αντικείμενο της εργασίας 5
1.3 Ερευνητικά ερωτήματα και ερευνητικές υποθέσεις 5
1.4 Μεθοδολογική προσέγγιση και περιορισμοί 7
1.5 Δομή και συμβολή της εργασίας 7
Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση 8
2.1 Χρηματοοικονομική ανάλυση και αριθμοδείκτες 8
2.2 Αριθμοδείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, μόχλευσης και κερδοφορίας 9
2.3 DuPont Analysis και αποδοτικότητα επιχειρήσεων 11
2.4 Altman Z'-Score και χρηματοοικονομική ανθεκτικότητα 13
2.5 Μακροοικονομικό περιβάλλον και επιχειρηματική απόδοση 14
2.6 Ο κλάδος του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων στην Ελλάδα 16
2.7 Εμπειρικές μελέτες και σύνδεση με τα ερευνητικά ερωτήματα 17
Κεφάλαιο 3: Μεθοδολογία Έρευνας 20
3.1 Ερευνητική προσέγγιση και σχεδιασμός της μελέτης 20
3.2 Δείγμα, περίοδος ανάλυσης και πηγές δεδομένων 21
3.3 Χρηματοοικονομικοί δείκτες και εργαλεία ανάλυσης 22
3.4 Μακροοικονομικές μεταβλητές και λογική επιλογής τους 24
3.5 Οικονομετρική προσέγγιση και υποδείγματα panel data 25
3.6 Περιορισμοί και αξιοπιστία της μεθοδολογίας 28
Κεφάλαιο 4: Ανάλυση και Ερμηνεία Αποτελεσμάτων 29
4.1 Παρουσίαση των εξεταζόμενων επιχειρήσεων 29
4.2 Βασικά οικονομικά μεγέθη 2015–2024 31
4.3 Ανάλυση αριθμοδεικτών 33
4.3.1 Αριθμοδείκτες ρευστότητας 33
4.3.2 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας 36
4.3.3 Αριθμοδείκτες μόχλευσης και κεφαλαιακής διάρθρωσης 39
4.3.4 Αριθμοδείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας 43
4.4 DuPont Analysis 48
4.5 Altman Z'-Score 50
4.6 SWOT Analysis 51
4.7 Αποτελέσματα οικονομετρικών υποδειγμάτων 54
4.7.1 Κύριο εσωτερικό υπόδειγμα ROA 55
4.7.2 Κύριο εσωτερικό υπόδειγμα ROE 56
4.7.3 Διευρυμένο υπόδειγμα ROA με μακροοικονομικές μεταβλητές 58
4.7.4 Διευρυμένο υπόδειγμα ROE με μακροοικονομικές μεταβλητές 60
4.7.5 Καθαρό μακροοικονομικό υπόδειγμα ROA 62
4.7.6 Συγκριτική σύνοψη οικονομετρικών αποτελεσμάτων 63
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ 63
5.1 Σύνοψη βασικών ευρημάτων 63
5.2 Απάντηση στα ερευνητικά ερωτήματα 64
5.3 Συμπεράσματα ανά επιχείρηση 66
5.4 Συμπεράσματα ανά εργαλείο ανάλυσης 66
5.5 Προτάσεις προς τις επιχειρήσεις και μελλοντική έρευνα 67
5.6 Τελική σύνοψη 68
Παράρτημα Α: Αποτελέσματα Gretl 72

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

1.1 Εισαγωγή στο θέμα

Η χρηματοοικονομική ανάλυση αποτελεί βασικό εργαλείο αξιολόγησης της οικονομικής θέσης και βιωσιμότητας μιας επιχείρησης. Μέσω της επεξεργασίας των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων τα λογιστικά δεδομένα μετατρέπονται σε χρήσιμα εργαλεία για την κατανόηση της συνολικής χρηματοοικονομικής ανθεκτικότητας μίας επιχείρησης. Οι αριθμοδείκτες επιτρέπουν τη σύγκριση επιχειρήσεων διαφορετικού μεγέθους και διευκολύνουν την ερμηνεία των διαχρονικών μεταβολών ιδιαίτερα όταν χρησιμοποιούνται σε συνδυασμό με συγκριτική και κλαδική ανάλυση (Νιάρχος, 2004) (Harrison et al., 2015).

Η παρούσα εργασία επικεντρώνεται στον κλάδο του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων στην Ελλάδα και ειδικότερα στις μεγάλες αλυσίδες supermarket. Ο κλάδος παρουσιάζει ιδιαίτερο ερευνητικό ενδιαφέρον καθώς συνδέεται άμεσα με την καθημερινή κατανάλωση των νοικοκυριών, την εξέλιξη της αγοραστικής δύναμης και τις διακυμάνσεις στις τιμές των τροφίμων. Οι επιχειρήσεις supermarket χαρακτηρίζονται συνήθως από υψηλό όγκο πωλήσεων, χαμηλά καθαρά περιθώρια κέρδους και ταχεία κυκλοφορία αποθεμάτων. Επίσης σημαντικές είναι οι ανάγκες σε εγκαταστάσεις, δίκτυα διανομής και ανθρώπινο δυναμικό συνεπώς η αξιολόγησή τους δεν μπορεί να βασιστεί αποκλειστικά στο ύψος των πωλήσεων αλλά απαιτεί συνδυαστική εξέταση της αποδοτικότητας, της διαχείρισης αποθεμάτων, της μόχλευσης και της ικανότητας διατήρησης κερδοφορίας.

Η περίοδος 2015–2024 είναι η πλέον κατάλληλη για τη συγκεκριμένη ανάλυση επειδή περιλαμβάνει σημαντικές οικονομικές και επιχειρηματικές μεταβολές. Στα πρώτα έτη της περιόδου η ελληνική οικονομία εξακολουθούσε να επηρεάζεται από τις συνέπειες της κρίσης χρέους και των capital controls. Στη συνέχεια η πανδημία COVID-19 προκάλεσε μεταβολές στη ζήτηση των αγαθών και επηρεάστηκε η λειτουργία των καταστημάτων και η διαχείριση των εφοδιαστικών αλυσίδων (Aday and Aday, 2020) (OECD, 2020). Μετά το 2021 η ενεργειακή κρίση και ο πληθωρισμός δημιούργησαν νέες πιέσεις στο κόστος λειτουργίας και στη χρηματοοικονομική διαχείριση των επιχειρήσεων γενικότερα. Τα γεγονότα αυτά καθιστούν αναγκαία την εξέταση της χρηματοοικονομικής πορείας των επιχειρήσεων όχι μόνο με βάση τους αριθμοδείκτες τους αλλά και σε σχέση με το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον.

1.2 Σκοπός και αντικείμενο της εργασίας

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η συγκριτική χρηματοοικονομική αξιολόγηση τεσσάρων σημαντικών επιχειρήσεων του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων στην Ελλάδα για την περίοδο 2015–2024. Οι επιχειρήσεις που εξετάζονται είναι ο Σκλαβενίτης, ο Διαμαντής Μασούτης, η ΑΝΕΔΗΚ Κρητικός και η ΑΒ Βασιλόπουλος. Η επιλογή του δείγματος βασίζεται στη σημαντική παρουσία τους στην ελληνική αγορά και στη δυνατότητα άντλησης στοιχείων από δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις.

Το αντικείμενο της εργασίας είναι η αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης και ανθεκτικότητας των παραπάνω επιχειρήσεων μέσα από συνδυασμό εργαλείων. Αρχικά υπολογίζονται αριθμοδείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, μόχλευσης, κερδοφορίας και αποδοτικότητας. Στη συνέχεια, εφαρμόζεται η ανάλυση Du pont με σκοπό να διερευνηθεί αν η απόδοση ιδίων κεφαλαίων διαμορφώνεται κυρίως από την κερδοφορία των πωλήσεων, την αποτελεσματική αξιοποίηση του ενεργητικού ή τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Παράλληλα το υπόδειγμα Altman Z'-Score χρησιμοποιείται ως συμπληρωματικό εργαλείο αποτίμησης της χρηματοοικονομικής υγείας των επιχειρήσεων. Σε επόμενο στάδιο εκτιμώνται οικονομετρικά υποδείγματα panel data ώστε να εξεταστεί η σχέση της αποδοτικότητας όπως αυτή αποτυπώνεται στους δείκτες ROA και ROE, με εσωτερικούς χρηματοοικονομικούς παράγοντες και επιλεγμένες μακροοικονομικές μεταβλητές.

Η σημασία της εργασίας είναι διττή. Από πρακτική άποψη παρέχει μια συγκριτική εικόνα για τέσσερις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο αλλά διαφοροποιούνται ως προς το μέγεθος,τη στρατηγική ανάπτυξης, τη διάρθρωση κεφαλαίων και τη λειτουργική τους αποτελεσματικότητα. Από ακαδημαϊκή άποψη, η εργασία συνδυάζει παραδοσιακή ανάλυση αριθμοδεικτών με DuPont, Altman Z'-Score και οικονομετρική διερεύνηση δημιουργώντας ένα πιο ολοκληρωμένο πλαίσιο αξιολόγησης της οικονομικής απόδοσης.

1.3 Ερευνητικά ερωτήματα και ερευνητικές υποθέσεις

Με βάση τον σκοπό και το αντικείμενο της εργασίας το κεντρικό ερευνητικό ερώτημα διατυπώνεται ως εξής: πώς διαμορφώθηκε η χρηματοοικονομική απόδοση και ανθεκτικότητα των τεσσάρων εξεταζόμενων αλυσίδων supermarket στην Ελλάδα κατά την περίοδο 2015–2024 και ποιοι εσωτερικοί ή εξωτερικοί παράγοντες συνδέονται με την εξέλιξή τους;

Για την απάντηση του κεντρικού ερωτήματος διαμορφώνονται τα ακόλουθα ειδικά ερευνητικά ερωτήματα:

ΕΕ1: Πώς εξελίχθηκαν οι βασικοί αριθμοδείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, μόχλευσης, κερδοφορίας και αποδοτικότητας των εξεταζόμενων επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2015–2024

ΕΕ2: Ποιες διαφορές εμφανίζονται μεταξύ των επιχειρήσεων ως προς τη συνολική χρηματοοικονομική επίδοση και τη χρηματοοικονομική ανθεκτικότητα;

ΕΕ3: Σε ποιο βαθμό η απόδοση ιδίων κεφαλαίων μπορεί να ερμηνευθεί μέσω των συνιστωσών της DuPont Analysis

ΕΕ4: Ποιοι εσωτερικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες συνδέονται στατιστικά με την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων όπως αυτή εκφράζεται μέσω των ROA και ROE

ΕΕ5: Σε ποιο βαθμό οι μακροοικονομικές μεταβλητές όπως ο πληθωρισμός τροφίμων, η μεταβολή του ΑΕΠ και το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ σχετίζονται με την αποδοτικότητα (ROA) των επιχειρήσεων

Με βάση τα παραπάνω, οι βασικές ερευνητικές υποθέσεις της εργασίας είναι οι εξής:

Η1: Οι εξεταζόμενες επιχειρήσεις παρουσιάζουν διαφορές ως προς τη χρηματοοικονομική τους επίδοση και την εξέλιξη των αριθμοδεικτών τους κατά την περίοδο 2015–2024.

Η2: Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων επηρεάζεται από τις συνιστώσες της DuPont Analysis, δηλαδή από την κερδοφορία των πωλήσεων, την κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού και τη χρηματοοικονομική μόχλευση.

Η3: Οι επιχειρήσεις του δείγματος εμφανίζουν διαφορετικό επίπεδο χρηματοοικονομικής ανθεκτικότητας σύμφωνα με το Altman Z’-Score.

Η4: Οι εσωτερικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες, και ειδικότερα οι δείκτες δραστηριότητας, ρευστότητας και μόχλευσης, συνδέονται στατιστικά με το ROA και το ROE.

Η5: Οι μακροοικονομικές μεταβλητές επηρεάζουν την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων αν και η επίδρασή τους ενδέχεται να είναι ασθενέστερη από την επίδραση των εσωτερικών χρηματοοικονομικών παραγόντων.

1.4 Μεθοδολογική προσέγγιση και περιορισμοί

Η μεθοδολογική προσέγγιση της εργασίας είναι ποσοτική, συγκριτική και διαχρονική. Η ποσοτική διάσταση προκύπτει από τον υπολογισμό αριθμοδεικτών και την εφαρμογή οικονομετρικών υποδειγμάτων. Η συγκριτική διάσταση αφορά την παράλληλη εξέταση τεσσάρων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου ενώ η διαχρονική διάσταση συνδέεται με τη δεκαετή περίοδο 2015–2024.

Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία αντλούνται από δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και οργανώνονται σε ενιαία βάση δεδομένων. Για δείκτες που συνδυάζουν στοιχεία αποτελεσμάτων χρήσης με στοιχεία ισολογισμού όπως ROA, ROE, Asset Turnover και Inventory Turnover χρησιμοποιούνται μέσοι όροι των σχετικών μεγεθών ισολογισμού, ώστε να υπάρχει καλύτερη αντιστοίχιση μεταξύ ροών και αποθεμάτων (Harrison, Horngren and Thomas, 2015). Στο οικονομετρικό μέρος χρησιμοποιούνται panel data καθώς το δείγμα περιλαμβάνει τέσσερις επιχειρήσεις για δέκα έτη. Τα υποδείγματα εξετάζουν αρχικά εσωτερικούς χρηματοοικονομικούς παράγοντες και στη συνέχεια συμπληρώνονται με μακροοικονομικές μεταβλητές ως έλεγχοι ανθεκτικότητας.

Η εργασία υπόκειται σε ορισμένους περιορισμούς. Πρώτον βασίζεται αποκλειστικά σε δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και όχι σε εσωτερικά διοικητικά δεδομένα. Δεύτερον το δείγμα περιλαμβάνει σαράντα εταιρικές-ετήσιες παρατηρήσεις γεγονός που είναι επαρκές για συγκριτική χρηματοοικονομική ανάλυση αλλά περιορισμένο για πολυσύνθετα οικονομετρικά υποδείγματα. Τρίτον τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων ερμηνεύονται ως ενδείξεις στατιστικής σχέσης και όχι ως απόλυτη αιτιώδης απόδειξη. Τέλος το Altman Z’-Score χρησιμοποιείται ως συμπληρωματικός δείκτης χρηματοοικονομικής υγείας και όχι ως μηχανιστική πρόβλεψη πτώχευσης.

1.5 Δομή και συμβολή της εργασίας

Η εργασία οργανώνεται σε πέντε κεφάλαια. Το πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζει το θέμα, τον σκοπό, τα ερευνητικά ερωτήματα, τις υποθέσεις και τη γενική μεθοδολογική προσέγγιση. Το δεύτερο κεφάλαιο αναπτύσσει τη βιβλιογραφική ανασκόπηση σχετικά με τη χρηματοοικονομική ανάλυση, τους αριθμοδείκτες, τη DuPont Analysis, το Altman Z’-Score, το μακροοικονομικό περιβάλλον και τον κλάδο του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων. Το τρίτο κεφάλαιο περιγράφει αναλυτικά το δείγμα, τις πηγές δεδομένων, τους δείκτες και τα οικονομετρικά υποδείγματα. Το τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζει και ερμηνεύει τα

αποτελέσματα, ενώ το πέμπτο συνοψίζει τα συμπεράσματα και απαντά στα ερευνητικά ερωτήματα και διατυπώνει προτάσεις.

Η βασική συμβολή της εργασίας είναι ότι προσφέρει μια συγκεντρωμένη, συγκρίσιμη και πολυδιάστατη αξιολόγηση τεσσάρων σημαντικών επιχειρήσεων του ελληνικού λιανεμπορίου τροφίμων σε μια περίοδο έντονων οικονομικών μεταβολών. Η συνδυαστική χρήση αριθμοδεικτών, DuPont, Altman Z'-Score και οικονομετρικών υποδειγμάτων επιτρέπει την πληρέστερη κατανόηση της χρηματοοικονομικής πορείας των επιχειρήσεων και της σχέσης τους με εσωτερικούς και εξωτερικούς παράγοντες.

Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση

2.1 Χρηματοοικονομική ανάλυση και αριθμοδείκτες

Η χρηματοοικονομική ανάλυση αποτελεί βασικό εργαλείο αξιολόγησης της οικονομικής θέσης, της αποδοτικότητας και της βιωσιμότητας μιας επιχείρησης. Η ανάλυση αυτή βασίζεται κυρίως στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις, δηλαδή στον ισολογισμό, στην κατάσταση αποτελεσμάτων, στην κατάσταση ταμειακών ροών, στην κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων και στις συνοδευτικές σημειώσεις. Μέσα από την επεξεργασία αυτών των στοιχείων ο αναλυτής μπορεί να αξιολογήσει τη ρευστότητα, την κερδοφορία, τη χρηματοοικονομική διάρθρωση, την αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων και τη συνολική χρηματοοικονομική θέση μίας εταιρείας . Η χρησιμότητα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης δεν περιορίζεται στον απλό υπολογισμό αριθμητικών μεγεθών αλλά επεκτείνεται στην ερμηνεία των σχέσεων μεταξύ των μεγεθών και στη σύνδεσή τους με τη στρατηγική, το επιχειρηματικό μοντέλο και το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης (Νιάρχος, 2004) (Palepu, et al., 2016).

Οι αριθμοδείκτες αποτελούν ένα από τα πιο διαδεδομένα εργαλεία χρηματοοικονομικής ανάλυσης, επειδή μετατρέπουν τα απόλυτα λογιστικά μεγέθη σε σχέσεις που επιτρέπουν τη διαχρονική και διαστρωματική σύγκριση. Η χρήση τους είναι ιδιαίτερα σημαντική όταν συγκρίνονται επιχειρήσεις διαφορετικού μεγέθους καθώς τα απόλυτα ποσά των πωλήσεων, των κερδών ή του ενεργητικού δεν επαρκούν για την αξιολόγηση της πραγματικής αποδοτικότητας. Για παράδειγμα μια μεγάλη επιχείρηση μπορεί να εμφανίζει υψηλότερα κέρδη από μια μικρότερη χωρίς όμως να είναι απαραίτητα πιο αποδοτική σε σχέση με το ενεργητικό ή τα ίδια κεφάλαια που απασχολεί. Οι δείκτες ROA και ROE βοηθούν να αξιολογηθεί η αποδοτικότητα σε σχέση με τους πόρους που χρησιμοποιούνται και όχι μόνο με βάση το τελικό ύψος των κερδών.

Η βιβλιογραφία διακρίνει τους αριθμοδείκτες σε βασικές κατηγορίες όπως δείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, μόχλευσης και κερδοφορίας. Οι δείκτες ρευστότητας εξετάζουν την ικανότητα κάλυψης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Οι δείκτες δραστηριότητας δείχνουν πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η επιχείρηση τα στοιχεία του ενεργητικού της. Οι δείκτες μόχλευσης εξετάζουν τον βαθμό χρηματοδότησης μέσω ξένων κεφαλαίων ενώ οι δείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας αποτυπώνουν την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη από τις πωλήσεις, το ενεργητικό και τα ίδια κεφάλαιά της (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2015) (Harrison, et al., 2015).

Η χρήση αριθμοδεικτών ωστόσο έχει περιορισμούς. Οι αριθμοδείκτες βασίζονται σε λογιστικά δεδομένα, τα οποία μπορεί να επηρεάζονται από λογιστικές πολιτικές, εκτιμήσεις, αναταξινομήσεις κονδυλίων και διαφορές παρουσίασης μεταξύ επιχειρήσεων. Επιπλέον, ένας αριθμοδείκτης δεν έχει απόλυτη σημασία χωρίς πλαίσιο σύγκρισης. Η αξιολόγηση πρέπει να γίνεται διαχρονικά δηλαδή σε σχέση με προηγούμενα έτη και συγκριτικά, δηλαδή σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου. Ιδιαίτερα στον κλάδο των supermarket η ερμηνεία των αριθμοδεικτών απαιτεί προσοχή διότι το επιχειρηματικό μοντέλο χαρακτηρίζεται από άμεση είσπραξη πωλήσεων, υψηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων και συχνά σημαντικές πιστώσεις από προμηθευτές. Επομένως δείκτες που σε άλλους κλάδους μπορεί να υποδηλώνουν αδυναμία, στον κλάδο του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων ενδέχεται να έχουν διαφορετική ερμηνεία.

Στην παρούσα εργασία, η ανάλυση αριθμοδεικτών λειτουργεί ως βασικό πρώτο επίπεδο αξιολόγησης των τεσσάρων επιχειρήσεων. Δεν χρησιμοποιείται μεμονωμένα αλλά σε συνδυασμό με DuPont Analysis, Altman Z'-Score και οικονομετρική διερεύνηση. Με αυτόν τον τρόπο η εργασία επιδιώκει να αποφύγει τη μονοδιάστατη ερμηνεία και να συνδέσει την περιγραφική χρηματοοικονομική εικόνα με πιο αναλυτικά εργαλεία αξιολόγησης της αποδοτικότητας.

2.2 Αριθμοδείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, μόχλευσης και κερδοφορίας

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας εξετάζουν τη δυνατότητα μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Ο δείκτης γενικής ρευστότητας υπολογίζεται ως κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και δίνει μια συνολική εικόνα της κάλυψης των άμεσων υποχρεώσεων από στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας αφαιρεί τα αποθέματα από το κυκλοφορούν ενεργητικό διότι τα αποθέματα ενδέχεται να μην μπορούν να μετατραπούν άμεσα σε μετρητά. Ο δείκτης ταμειακής

ρευστότητας είναι ακόμη πιο αυστηρός καθώς λαμβάνει υπόψη μόνο τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Στον κλάδο του λιανεμπορίου τροφίμων οι δείκτες ρευστότητας πρέπει να ερμηνεύονται με βάση τη λειτουργία του εμπορικού κύκλου. Οι επιχειρήσεις supermarket εισπράττουν κυρίως άμεσα από τους τελικούς καταναλωτές ενώ συχνά εξοφλούν τους προμηθευτές σε μεταγενέστερο χρόνο. Αυτό μπορεί να οδηγεί σε χαμηλούς δείκτες γενικής ή άμεσης ρευστότητας χωρίς να σημαίνει απαραίτητα ότι η επιχείρηση αντιμετωπίζει άμεσο πρόβλημα πληρωμών. Από την άλλη πλευρά υπερβολικά χαμηλή ρευστότητα μπορεί να αποτελεί ένδειξη χρηματοοικονομικής πίεσης ειδικά σε περιόδους αυξημένου κόστους, ανόδου επιτοκίων ή δυσκολότερης πρόσβασης σε χρηματοδότηση. Συνεπώς η ρευστότητα πρέπει να αξιολογείται μαζί με την κερδοφορία και την ταμειακή δυναμική.

Οι δείκτες δραστηριότητας αποτυπώνουν την αποτελεσματική αξιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων. Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού δείχνει το ύψος των πωλήσεων που δημιουργούνται ανά μονάδα ενεργητικού. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης, τόσο αποτελεσματικότερα φαίνεται να αξιοποιείται το ενεργητικό για τη δημιουργία εσόδων. Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων δείχνει πόσες φορές ανανεώνονται τα αποθέματα μέσα στη χρήση. Για επιχειρήσεις supermarket ο δείκτης αυτός έχει ιδιαίτερη σημασία επειδή το επιχειρηματικό μοντέλο βασίζεται στην ταχεία αναπλήρωση εμπορευμάτων, στον μεγάλο όγκο συναλλαγών και στη συνεχή διαχείριση προϊόντων με διαφορετική διάρκεια ζωής. Η αποτελεσματική διαχείριση αποθεμάτων μπορεί να μειώσει κόστη αποθήκευσης, καταστροφή εμπορευμάτων, απαξίωση προϊόντων και δεσμευμένο κεφάλαιο κίνησης.

Οι δείκτες μόχλευσης εξετάζουν τον βαθμό χρηματοδότησης της επιχείρησης με ξένα κεφάλαια. Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης δείχνει το ποσοστό του ενεργητικού που χρηματοδοτείται από υποχρεώσεις. Ο δείκτης ξένων προς ίδια κεφάλαια δείχνει τη σχέση μεταξύ υποχρεώσεων και καθαρής θέσης. Η χρηματοοικονομική μοχλευση η οποία συνδέεται και με την ανάλυση DuPont εκφράζει τη σχέση ενεργητικού προς ίδια κεφάλαια. Η μόχλευση μπορεί να αυξήσει την απόδοση ιδίων κεφαλαίων όταν η επιχείρηση είναι κερδοφόρα αλλά αυξάνει και τον κίνδυνο σε περιόδους χαμηλής κερδοφορίας, αυξημένων επιτοκίων ή μειωμένων ταμειακών ροών. Για τον λόγο αυτό το ROE πρέπει να ερμηνεύεται προσεκτικά καθώς μπορεί να αυξάνεται όχι μόνο λόγω βελτίωσης της λειτουργικής κερδοφορίας αλλά και λόγω αύξησης της μόχλευσης.

Οι δείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας εξετάζουν την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη. Το μικτό περιθώριο κέρδους δείχνει το ποσοστό των πωλήσεων που παραμένει μετά την αφαίρεση του κόστους πωληθέντων. Το λειτουργικό περιθώριο κέρδους εξετάζει τη λειτουργική κερδοφορία πριν από τόκους και φόρους ενώ το καθαρό περιθώριο κέρδους αποτυπώνει το τελικό αποτέλεσμα μετά από όλες τις δαπάνες. Το ROA συνδέει τα καθαρά κέρδη με το μέσο ενεργητικό, ενώ το ROE συνδέει τα καθαρά κέρδη με τα μέσα ίδια κεφάλαια. Η χρήση μέσων όρων σε δείκτες όπως ROA, ROE, Asset Turnover και Inventory Turnover θεωρείται μεθοδολογικά ορθή, διότι τα αποτελέσματα χρήσης αφορούν ολόκληρη την περίοδο ενώ ο ισολογισμός απεικονίζει μια συγκεκριμένη ημερομηνία (Harrison et al., 2015).

Στο λιανεμπόριο τροφίμων τα περιθώρια κέρδους είναι συνήθως περιορισμένα επειδή ο ανταγωνισμός είναι έντονος και τα προϊόντα καθημερινής κατανάλωσης έχουν συχνά μικρό περιθώριο διαφοροποίησης. Ωστόσο η υψηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού και αποθεμάτων μπορεί να στηρίξει την αποδοτικότητα. Αυτό σημαίνει ότι μια επιχείρηση supermarket μπορεί να εμφανίζει χαμηλό καθαρό περιθώριο κέρδους αλλά ικανοποιητικό ROA ή ROE λόγω μεγάλου όγκου πωλήσεων και ταχείας αξιοποίησης του ενεργητικού. Η παρατήρηση αυτή είναι σημαντική για την παρούσα εργασία επειδή στηρίζει τη χρήση δεικτών δραστηριότητας όπως Asset Turnover και Inventory Turnover στα οικονομετρικά υποδείγματα αποδοτικότητας.

2.3 DuPont Analysis και αποδοτικότητα επιχειρήσεων

Η ανάλυση DuPont αποτελεί κλασικό εργαλείο χρηματοοικονομικής ανάλυσης το οποίο διασπά την απόδοση ιδίων κεφαλαίων σε επιμέρους συνιστώσες. Στην τριμερή μορφή της η μέθοδος εκφράζει το ROE ως γινόμενο του καθαρού περιθωρίου κέρδους, της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού και του πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων. Με άλλα λόγια, η απόδοση ιδίων κεφαλαίων δεν αντιμετωπίζεται ως ένας απλός τελικός δείκτης αλλά ως αποτέλεσμα τριών διαφορετικών πηγών: της κερδοφορίας των πωλήσεων, της αποτελεσματικής χρήσης του ενεργητικού και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης (Barbier, 2020).

Η χρησιμότητα της DuPont Analysis βρίσκεται στο ότι επιτρέπει την ποιοτική ερμηνεία του ROE. Δύο επιχειρήσεις μπορεί να εμφανίζουν παρόμοια απόδοση ιδίων κεφαλαίων αλλά να τη δημιουργούν με διαφορετικό τρόπο. Η μία μπορεί να βασίζεται σε υψηλό καθαρό περιθώριο, η άλλη σε υψηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού και μια τρίτη σε μεγαλύτερη μόχλευση. Επομένως η DuPont Analysis επιτρέπει να διακριθεί αν η υψηλή

απόδοση είναι αποτέλεσμα λειτουργικής αποδοτικότητας ή αυξημένου χρηματοοικονομικού κινδύνου.

Οι (Nissim and Penman,2001) συνδέουν την ανάλυση αριθμοδεικτών με την αποτίμηση και δείχνουν ότι οι δείκτες δεν πρέπει να χρησιμοποιούνται αποσπασματικά αλλά ως μέρος μιας δομημένης ανάλυσης της αποδοτικότητας και της ανάπτυξης. Η προσέγγισή τους διαχωρίζει τις λειτουργικές από τις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες και δείχνει ότι η λειτουργική αποδοτικότητα μπορεί να αναλυθεί μέσω του περιθωρίου κέρδους και της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού. Η λογική αυτή είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για την παρούσα εργασία διότι επιτρέπει τη σύνδεση των αριθμοδεικτών με την οικονομική ουσία της επιχειρηματικής λειτουργίας. Δεν αρκεί να παρατηρείται αν μια επιχείρηση έχει υψηλό ROA ή ROE· πρέπει να εξετάζεται ποιοι παράγοντες οδηγούν σε αυτή την απόδοση.

Ο (Soliman,2008) επεκτείνει τη βιβλιογραφία της DuPont Analysis εξετάζοντας αν τα επιμέρους στοιχεία της παρέχουν χρήσιμη πληροφόρηση στους συμμετέχοντες της αγοράς. Η μελέτη του δείχνει ότι οι συνιστώσες της DuPont Analysis και ειδικότερα οι μεταβολές στην κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού έχουν πληροφοριακή αξία για τη μελλοντική αποδοτικότητα. Το εύρημα αυτό είναι σημαντικό για τη μεθοδολογική στήριξη της παρούσας εργασίας επειδή υποδεικνύει ότι δείκτες δραστηριότητας όπως Asset Turnover και Inventory Turnover δεν είναι απλώς περιγραφικοί δείκτες, αλλά μπορούν να λειτουργήσουν ως ερμηνευτικές μεταβλητές της αποδοτικότητας.

Η εφαρμογή της DuPont Analysis στον κλάδο των supermarket έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον. Ο κλάδος λειτουργεί με χαμηλά περιθώρια κέρδους αλλά με υψηλή ταχύτητα κυκλοφορίας προϊόντων και μεγάλο όγκο πωλήσεων. Αυτό σημαίνει ότι η αποδοτικότητα δεν εξαρτάται μόνο από το ύψος του περιθωρίου κέρδους αλλά και από την ικανότητα της επιχείρησης να αξιοποιεί γρήγορα το ενεργητικό και τα αποθέματά της. Σε περιόδους πληθωρισμού το περιθώριο κέρδους μπορεί να πιεστεί από αυξημένο κόστος αγορών, ενέργειας και λειτουργίας. Σε τέτοιες συνθήκες, η αποτελεσματική διαχείριση αποθεμάτων και η λειτουργική αποδοτικότητα αποκτούν μεγαλύτερη σημασία.

Στην παρούσα εργασία η DuPont Analysis χρησιμοποιείται αφενός ως εργαλείο περιγραφικής ανάλυσης και αφετέρου ως θεωρητική βάση για την επιλογή ανεξάρτητων μεταβλητών στα οικονομετρικά υποδείγματα. Η χρήση του ROA και του ROE ως εξαρτημένων μεταβλητών συνδέεται με τη βιβλιογραφική λογική ότι η αποδοτικότητα μπορεί να επηρεάζεται από δείκτες δραστηριότητας ρευστότητας και μόχλευσης. Η επιλογή μεταβλητών όπως Asset Turnover,

Inventory Turnover, Financial Leverage, Debt Ratio και Quick Ratio δεν είναι αυθαίρετη αλλά βασίζεται στην ιδέα ότι η αποδοτικότητα μιας επιχείρησης διαμορφώνεται μέσα από την αξιοποίηση του ενεργητικού, τη διαχείριση των αποθεμάτων, τη χρηματοοικονομική διάρθρωση και τη βραχυπρόθεσμη χρηματοδοτική ευελιξία.

2.4 Altman Z'-Score και χρηματοοικονομική ανθεκτικότητα

Το υπόδειγμα Altman Z-Score αποτελεί ένα από τα πιο γνωστά εργαλεία αξιολόγησης χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Αναπτύχθηκε από τον Altman (1968) με τη χρήση διακριτικής ανάλυσης και συνδυάζει διαφορετικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες σε έναν σύνθετο δείκτη. Η αρχική λογική του υποδείγματος ήταν η πρόβλεψη πιθανότητας πτώχευσης επιχειρήσεων όμως στη μεταγενέστερη βιβλιογραφία χρησιμοποιείται συχνά και ως γενικότερη ένδειξη χρηματοοικονομικής υγείας ή ανθεκτικότητας.

Η χρήση του Altman Z'-Score στην παρούσα εργασία έχει συμπληρωματικό χαρακτήρα. Δεν χρησιμοποιείται ως μηχανιστική πρόβλεψη πτώχευσης αλλά ως εργαλείο συγκριτικής αξιολόγησης της χρηματοοικονομικής ανθεκτικότητας των επιχειρήσεων. Η προσοχή αυτή είναι απαραίτητη, επειδή το υπόδειγμα έχει αναπτυχθεί σε διαφορετικό θεσμικό και επιχειρηματικό περιβάλλον από αυτό των ελληνικών μη εισηγμένων επιχειρήσεων supermarket. Επιπλέον, στον κλάδο του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων το κεφάλαιο κίνησης μπορεί να εμφανίζεται χαμηλό ή αρνητικό λόγω του εμπορικού κύκλου χωρίς αυτό να σημαίνει απαραίτητα άμεση αδυναμία λειτουργίας. Οι επιχειρήσεις supermarket εισπράττουν κυρίως άμεσα από τους πελάτες και εξοφλούν τους προμηθευτές σε μεταγενέστερο χρόνο γεγονός που μπορεί να επηρεάζει το X1 του υποδείγματος.

Η αξία του Z'-Score ενισχύεται όταν χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με τους υπόλοιπους δείκτες. Μια επιχείρηση μπορεί να έχει ικανοποιητική λειτουργική αποδοτικότητα αλλά ασθενέστερη χρηματοοικονομική ανθεκτικότητα λόγω αυξημένων υποχρεώσεων ή αρνητικής συσσωρευμένης κερδοφορίας. Αντίθετα μια επιχείρηση μπορεί να εμφανίζει μέτριο επίπεδο κερδοφορίας αλλά πιο σταθερή κεφαλαιακή διάρθρωση. Επομένως το Z'-Score προσφέρει μια συνοπτική εικόνα αλλά η ερμηνεία του πρέπει να γίνεται μαζί με τους αριθμοδείκτες ρευστότητας, μόχλευσης, κερδοφορίας και δραστηριότητας.

Στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας το Altman Z'-Score συνδέεται με το ερευνητικό ερώτημα της χρηματοοικονομικής ανθεκτικότητας. Η ανάλυση του δείκτη ανά επιχείρηση και ανά έτος επιτρέπει να εξεταστεί πώς μεταβλήθηκε η χρηματοοικονομική υγεία των επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2015–2024. Παράλληλα, η χρήση του σε συνδυασμό με DuPont Analysis βοηθά

να διαπιστωθεί αν η αποδοτικότητα συνοδεύεται από σταθερότητα ή αν επιτυγχάνεται με αυξημένο χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Έτσι, το Z'-Score λειτουργεί ως συμπληρωματικό εργαλείο ελέγχου της συνολικής εικόνας που προκύπτει από τους επιμέρους αριθμοδείκτες.

2.5 Μακροοικονομικό περιβάλλον και επιχειρηματική απόδοση

Η χρηματοοικονομική επίδοση μιας επιχείρησης δεν διαμορφώνεται μόνο από εσωτερικούς παράγοντες, αλλά και από το ευρύτερο μακροοικονομικό περιβάλλον. Μεταβλητές όπως ο πληθωρισμός, η μεταβολή του ΑΕΠ και τα επιτόκια επηρεάζουν το κόστος, τη ζήτηση, τη χρηματοδότηση και τις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων. Η σύνδεση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική σε κλάδους που σχετίζονται άμεσα με την κατανάλωση των νοικοκυριών όπως το λιανεμπόριο τροφίμων.

Ο πληθωρισμός επηρεάζει τις επιχειρήσεις μέσω πολλαπλών καναλιών. Από τη μία πλευρά αυξάνει το κόστος αγορών, ενέργειας, μεταφορών και λειτουργίας. Από την άλλη πλευρά μπορεί να αυξήσει ονομαστικά τις πωλήσεις χωρίς αυτό να σημαίνει απαραίτητα αύξηση του πραγματικού όγκου πωλήσεων ή της κερδοφορίας. Στον κλάδο των τροφίμων ο πληθωρισμός έχει ιδιαίτερη σημασία επειδή αφορά βασικά αγαθά καθημερινής κατανάλωσης. Η Eurostat ορίζει τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (Eurostat, 2024) ως μέτρο πληθωρισμού συγκρίσιμο μεταξύ χωρών το οποίο καταγράφει τη μεταβολή των τιμών που πληρώνουν τα νοικοκυριά για αγαθά και υπηρεσίες. Στην παρούσα εργασία ιδιαίτερη σημασία αποδίδεται στον πληθωρισμό τροφίμων επειδή συνδέεται άμεσα με τον κλάδο των supermarket.

Τα επιτόκια επηρεάζουν την επιχειρηματική απόδοση κυρίως μέσω του κόστους δανεισμού και της χρηματοοικονομικής επιβάρυνσης. Η αύξηση των επιτοκίων μπορεί να επιβαρύνει επιχειρήσεις με υψηλή μόχλευση, να αυξήσει τις χρηματοοικονομικές δαπάνες και να επηρεάσει την κερδοφορία. Παράλληλα η άνοδος των επιτοκίων μπορεί να επηρεάσει την κατανάλωση των νοικοκυριών καθώς μειώνει το διαθέσιμο εισόδημα και αυξάνει το κόστος εξυπηρέτησης δανείων. Για τον λόγο αυτό το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας χρησιμοποιείται στην παρούσα εργασία ως ένδειξη του περιβάλλοντος νομισματικής πολιτικής και του κόστους χρήματος (Bank of Greece 2023,2024).

Η μεταβολή του ΑΕΠ αποτελεί ένδειξη της γενικότερης οικονομικής δραστηριότητας. Σε περιόδους οικονομικής ανάπτυξης η απασχόληση, το διαθέσιμο εισόδημα και η κατανάλωση ενδέχεται να ενισχύονται, δημιουργώντας ευνοϊκότερες συνθήκες για τις επιχειρήσεις. Αντίθετα σε περιόδους ύφεσης ή χαμηλής ανάπτυξης οι καταναλωτές μπορεί να περιορίζουν τις δαπάνες τους ή να μετακινούνται προς φθηνότερες κατηγορίες προϊόντων. Ωστόσο, στον

κλάδο των τροφίμων η σχέση αυτή δεν είναι πάντα γραμμική επειδή τα τρόφιμα αποτελούν βασικά αγαθά με σχετικά ανελαστική ζήτηση. Αυτό σημαίνει ότι ο κλάδος μπορεί να εμφανίζει ανθεκτικότητα σε περιόδους ύφεσης αλλά τα περιθώρια κέρδους να πιέζονται όταν αυξάνεται το κόστος και οι καταναλωτές στρέφονται σε προϊόντα χαμηλότερης τιμής ή ιδιωτικής ετικέτας.

Σε μακροοικονομικό τώρα επίπεδο η περίοδος 2015–2024 περιλαμβάνει σημαντικά εξωτερικά γεγονότα που επηρέασαν την ελληνική οικονομία και τον κλάδο του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων. Τα capital controls του 2015 δημιούργησαν περιορισμούς στη ρευστότητα και τις συναλλαγές. Η πανδημία COVID-19 επηρέασε τις εφοδιαστικές αλυσίδες, τη ζήτηση και τη λειτουργία των καταστημάτων. Οι (Aday and Aday,2020) αναφέρουν ότι η πανδημία επηρέασε την παραγωγή, την επεξεργασία, τη διανομή και τη ζήτηση τροφίμων. Ο (OECD 2020) επισημαίνει ότι η πανδημία προκάλεσε πιέσεις στις αλυσίδες τροφίμων ιδίως σε θέματα εργασίας, μεταφορών και εμπορίου, αλλά ταυτόχρονα ανέδειξε τη σημασία ανοιχτών και προβλέψιμων εμπορικών ροών. Οι (Deconinck et al.,2021) τονίζουν επίσης ότι οι αλυσίδες τροφίμων επέδειξαν ανθεκτικότητα, αλλά αντιμετώπισαν σημαντικές προσαρμογές κατά την περίοδο της πανδημίας.

Μετά το 2021, η ενεργειακή κρίση και ο πόλεμος στην Ουκρανία ενίσχυσαν τις πληθωριστικές πιέσεις στην Ευρώπη. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αναφέρει ότι ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ αυξήθηκε έντονα το 2022 κυρίως λόγω του αυξημένου κόστους της ενέργειαςκαι των τροφίμων και των διαταραχών στην προσφορά και ζήτηση λόγω των γεωπολιτικών εξελίξεων (ECB, 2023). Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή σημειώνει ότι στην Ελλάδα ο πληθωρισμός του 2022 επηρεάστηκε από την άνοδο των ενεργειακών τιμών, ενώ ο πληθωρισμός τροφίμων παρουσίασε μεγαλύτερη επιμονή λόγω της σταδιακής μετακύλισης του ενεργειακού κόστους στην παραγωγή και στη διανομή τροφίμων (European Commission,2023,2024). Οι εξελίξεις αυτές καθιστούν απαραίτητη την εξέταση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος στην παρούσα εργασία.

Στη διεθνή εμπειρική βιβλιογραφία, οι μακροοικονομικές μεταβλητές εξετάζονται συχνά σε συνδυασμό με εσωτερικά χαρακτηριστικά επιχειρήσεων. Οι (Egbunike and Okerekeoti,2018) υποστηρίζουν ότι παράγοντες όπως ο πληθωρισμός, τα επιτόκια και η ανάπτυξη μπορούν να επηρεάσουν την απόδοση των επιχειρήσεων, αλλά η επίδρασή τους διαφέρει ανάλογα με τον κλάδο και τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης. Για την παρούσα εργασία η προσέγγιση αυτή είναι χρήσιμη, επειδή επιτρέπει να εξεταστεί αν η αποδοτικότητα των supermarket εξηγείται

περισσότερο από εσωτερικούς δείκτες όπως Inventory Turnover και Debt Ratio, ή από εξωτερικές μακροοικονομικές συνθήκες.

2.6 Ο κλάδος του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων στην Ελλάδα

Ο κλάδος του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων αποτελεί σημαντικό τμήμα της ελληνικής οικονομίας, καθώς συνδέεται με την καθημερινή κατανάλωση, την απασχόληση, την εφοδιαστική αλυσίδα και τη λειτουργία μεγάλων δικτύων καταστημάτων. Ο κλάδος περιλαμβάνει κυρίως supermarkets, hypermarkets και convenience stores, ενώ χαρακτηρίζεται από έντονο ανταγωνισμό, μεγάλες επενδύσεις σε δίκτυα διανομής και σταδιακή συγκέντρωση της αγοράς σε μεγάλες αλυσίδες. Σύμφωνα με την KPMG (2023) το οργανωμένο grocery retail στην Ελλάδα αποτελεί αντικείμενο ιδιαίτερου ενδιαφέροντος λόγω της δομής, του μεγέθους, της ανάπτυξης και των χρηματοοικονομικών του επιδόσεων.

Τα supermarket έχουν ορισμένα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που διαφοροποιούν την χρηματοοικονομική τους ανάλυση από άλλους κλάδους. Πρώτον, λειτουργούν με υψηλό όγκο πωλήσεων και χαμηλά περιθώρια κέρδους. Αυτό σημαίνει ότι μικρές μεταβολές στο κόστος αγορών, στην ενέργεια, στους μισθούς κλπ. μπορούν να έχουν σημαντική επίδραση στο καθαρό αποτέλεσμα. Δεύτερον η διαχείριση αποθεμάτων είναι κρίσιμη επειδή τα τρόφιμα και τα καταναλωτικά αγαθά απαιτούν συνεχή αναπλήρωση και έλεγχο αποθεμάτων. Τρίτον οι επιχειρήσεις του κλάδου έχουν σημαντικές ανάγκες σε πάγιο εξοπλισμό, καταστήματα, αποθήκες και ορθά δομημένα συστήματα logistics. Τέταρτον, η διαπραγματευτική δύναμη έναντι των προμηθευτών μπορεί να επηρεάσει σημαντικά τα περιθώρια κέρδους και τους όρους πίστωσης.

Το μέγεθος αποτελεί σημαντικό στοιχείο στον κλάδο. Μεγαλύτερες επιχειρήσεις μπορούν συχνά να πετύχουν καλύτερες εμπορικές συμφωνίες, μεγαλύτερες εκπτώσεις αγοράς χονδρικής και ευνοϊκότερους όρους πληρωμής. Ωστόσο, το μεγαλύτερο μέγεθος συνοδεύεται και από αυξημένη πολυπλοκότητα, υψηλότερες επενδυτικές ανάγκες και μεγαλύτερο λειτουργικό κόστος. Για τον λόγο αυτό, στην παρούσα εργασία το μέγεθος δεν αντιμετωπίζεται ως αυτόματα θετικός παράγοντας αλλά εξετάζεται μέσω του φυσικού λογαρίθμου του συνολικού ενεργητικού ως μεταβλητή ελέγχου στα οικονομετρικά υποδείγματα.

Η περίοδος 2015–2024 ήταν ιδιαίτερα σημαντική για τον ελληνικό κλάδο supermarket. Η κρίση ρευστότητας και τα capital controls επηρέασαν το επιχειρηματικό περιβάλλον στα πρώτα έτη της περιόδου. Στη συνέχεια, η πανδημία ενίσχυσε τη ζήτηση για βασικά αγαθά αλλά

δημιούργησε πιέσεις στη λειτουργία, στην εφοδιαστική αλυσίδα και στα κόστη υγειονομικής προσαρμογής. Η ενεργειακή κρίση και ο πληθωρισμός τροφίμων μετά το 2021 αύξησαν το κόστος λειτουργίας και προμήθειας προϊόντων. Παράλληλα, η αύξηση των επιτοκίων δημιούργησε νέο περιβάλλον χρηματοδότησης για επιχειρήσεις με δανειακές υποχρεώσεις. Η χρηματοοικονομική ανάλυση των επιχειρήσεων supermarket πρέπει επομένως να λαμβάνει υπόψη τη διπλή φύση του κλάδου. Από τη μία πλευρά πρόκειται για κλάδο βασικών αγαθών με σχετικά ανθεκτική ζήτηση ακόμη και σε περιόδους κρίσης. Από την άλλη πλευρά πρόκειται για κλάδο με έντονο ανταγωνισμό περιορισμένα περιθώρια και αυξημένη ευαισθησία σε μεταβολές κόστους. Αυτή η διπλή φύση δικαιολογεί τη συνδυαστική χρήση αριθμοδεικτών, DuPont Analysis, Altman Z'-Score και οικονομετρικών υποδειγμάτων στην παρούσα εργασία.

2.7 Εμπειρικές μελέτες και σύνδεση με τα ερευνητικά ερωτήματα

Η εμπειρική βιβλιογραφία για τη χρηματοοικονομική ανάλυση επιχειρήσεων χρησιμοποιεί συχνά δείκτες αποδοτικότητας, όπως ROA και ROE, ως βασικά μέτρα επίδοσης. Το ROA αποτυπώνει την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη από το ενεργητικό της, ενώ το ROE εκφράζει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Οι δύο δείκτες έχουν διαφορετική ερμηνευτική αξία. Το ROA συνδέεται περισσότερο με τη συνολική λειτουργική αποδοτικότητα, ενώ το ROE επηρεάζεται έντονα από την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μόχλευση. Για τον λόγο αυτό η ταυτόχρονη εξέταση ROA και ROE παρέχει πιο ολοκληρωμένη εικόνα της αποδοτικότητας.

Οι μελέτες που βασίζονται στην ανάλυση DuPont δείχνουν ότι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων πρέπει να ερμηνεύεται μέσα από τις πηγές της. Οι (Nissim and Penman,2001) υποστηρίζουν ότι η ανάλυση αριθμοδεικτών αποκτά μεγαλύτερη αξία όταν συνδέεται με τη λειτουργική αποδοτικότητα και την αποτίμηση. Ο (Soliman 2008) δείχνει ότι οι συνιστώσες της DuPont Analysis και ιδιαίτερα η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού έχουν πληροφοριακή αξία για τη μελλοντική αποδοτικότητα. Αυτή η βιβλιογραφία στηρίζει την επιλογή μεταβλητών δραστηριότητας στην παρούσα εργασία, ειδικά των Asset Turnover και Inventory Turnover.

Η επιλογή του Inventory Turnover έχει ιδιαίτερη σημασία για τον κλάδο των supermarket. Σε επιχειρήσεις που διακινούν τρόφιμα και καταναλωτικά αγαθά, η ταχεία ανανέωση των αποθεμάτων μπορεί να συνδέεται με καλύτερη λειτουργική αποτελεσματικότητα, χαμηλότερα κόστη αποθήκευσης, μικρότερες απώλειες και καλύτερη αξιοποίηση του κεφαλαίου κίνησης. Επομένως η διερεύνηση της σχέσης Inventory Turnover με ROA και ROE έχει σαφή θεωρητική και κλαδική βάση. Αντίστοιχα οι δείκτες ρευστότητας και μόχλευσης όπως Quick

Ratio, Debt Ratio και Financial Leverage χρησιμοποιούνται για να εξεταστεί αν η χρηματοοικονομική δομή και η βραχυπρόθεσμη χρηματοδοτική ευελιξία συνδέονται με την αποδοτικότητα.

Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης αποτελεί σημαντικό πεδίο σύνδεσης μεταξύ λειτουργικής αποτελεσματικότητας και κερδοφορίας. Ο (Deloof,2003) εξετάζοντας μεγάλες μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις έδειξε ότι η διάρκεια παραμονής των αποθεμάτων και ο χρόνος είσπραξης των απαιτήσεων συνδέονται με την κερδοφορία, υπογραμμίζοντας τη σημασία της αποτελεσματικής διαχείρισης των βραχυπρόθεσμων στοιχείων του ενεργητικού. Αντίστοιχα οι (García-Teruel and Martínez-Solano,2007) σε δείγμα μικρομεσαίων επιχειρήσεων διαπίστωσαν ότι η μείωση των ημερών αποθεμάτων και απαιτήσεων καθώς και η συντόμευση του κύκλου μετατροπής μετρητών μπορούν να συνδέονται με υψηλότερη επιχειρηματική απόδοση. Η σχέση αυτή αποκτά ιδιαίτερη σημασία για επιχειρήσεις λιανεμπορίου τροφίμων όπου η ταχεία ανακύκλωση αποθεμάτων και η περιορισμένη δέσμευση κεφαλαίου αποτελούν βασικά στοιχεία του επιχειρηματικού μοντέλου. Επιπλέον οι (Enqvist et al,2014) έδειξαν ότι η επίδραση της διαχείρισης κεφαλαίου κίνησης στην κερδοφορία διαφοροποιείται ανάλογα με τη φάση του οικονομικού κύκλου και είναι εντονότερη σε περιόδους οικονομικής ύφεσης. Τα ευρήματα αυτά ενισχύουν τη θεωρητική βάση της παρούσας εργασίας για τη χρήση του Inventory Turnover και των δεικτών ρευστότητας ως μεταβλητών που μπορούν να συνδέονται με το ROA και το ROE. Ειδικά στον κλάδο των supermarket όπου οι πωλήσεις πραγματοποιούνται σε μεγάλο βαθμό άμεσα και τα αποθέματα ανανεώνονται συνεχώς, η αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να επηρεάζει ουσιαστικά τόσο τη ρευστότητα όσο και την τελική αποδοτικότητα.

Η βιβλιογραφία για τους μακροοικονομικούς παράγοντες υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις δεν λειτουργούν ανεξάρτητα από το οικονομικό περιβάλλον. Ο πληθωρισμός, η οικονομική ανάπτυξη και τα επιτόκια μπορούν να επηρεάσουν τα κόστη, τη ζήτηση, τη χρηματοδότηση και τελικά την κερδοφορία. Ωστόσο η επίδραση αυτών των παραγόντων δεν είναι πάντα ίδια σε όλους τους κλάδους. Στον κλάδο τροφίμων η ζήτηση βασικών αγαθών είναι σχετικά ανθεκτική, αλλά τα περιθώρια μπορεί να πιέζονται από την αύξηση κόστους και τη μεταβολή της καταναλωτικής συμπεριφοράς. Επομένως, η εμπειρική διερεύνηση των μακροοικονομικών μεταβλητών στην παρούσα εργασία λειτουργεί συμπληρωματικά προς την ανάλυση των εσωτερικών χρηματοοικονομικών παραγόντων.

Με βάση τη βιβλιογραφία τα ερευνητικά ερωτήματα της παρούσας εργασίας οργανώνονται γύρω από τρεις άξονες. Ο πρώτος άξονας αφορά την περιγραφική και συγκριτική χρηματοοικονομική ανάλυση των τεσσάρων επιχειρήσεων μέσω αριθμοδεικτών. Ο δεύτερος αφορά την ανάλυση της αποδοτικότητας μέσω DuPont και τη χρηματοοικονομική ανθεκτικότητα μέσω Altman Z'-Score. Ο τρίτος αφορά την οικονομετρική διερεύνηση της σχέσης ROA και ROE με εσωτερικούς και εξωτερικούς παράγοντες. Η σύνδεση αυτή επιτρέπει στην εργασία να περάσει από την απλή περιγραφή στην ερμηνευτική ανάλυση χωρίς όμως να ισχυρίζεται αιτιότητα πέρα από τα όρια που επιτρέπει το μέγεθος του δείγματος.

Συνολικά, η βιβλιογραφία δείχνει ότι η χρηματοοικονομική απόδοση πρέπει να αξιολογείται πολυδιάστατα. Οι αριθμοδείκτες παρέχουν την αρχική εικόνα, η DuPont Analysis εξηγεί τις πηγές της αποδοτικότητας, το Altman Z'-Score προσφέρει ένδειξη χρηματοοικονομικής ανθεκτικότητας και η οικονομετρική ανάλυση διερευνά στατιστικές σχέσεις μεταξύ μεταβλητών. Η παρούσα εργασία αξιοποιεί αυτά τα εργαλεία για να εξετάσει τις τέσσερις μεγάλες αλυσίδες supermarket στην Ελλάδα σε μια περίοδο έντονων οικονομικών μεταβολών.

Κεφάλαιο 3: Μεθοδολογία Έρευνας

3.1 Ερευνητική προσέγγιση και σχεδιασμός της μελέτης

Η παρούσα διπλωματική εργασία ακολουθεί ποσοτική, συγκριτική και διαχρονική ερευνητική προσέγγιση. Η ποσοτική διάσταση προκύπτει από τον υπολογισμό χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών, την εφαρμογή της DuPont Analysis, τον υπολογισμό του Altman Z'-Score και την εκτίμηση οικονομετρικών υποδειγμάτων panel data. Η συγκριτική διάσταση αφορά την παράλληλη εξέταση τεσσάρων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, ενώ η διαχρονική διάσταση συνδέεται με την περίοδο 2015–2024, η οποία επιτρέπει την παρακολούθηση των μεταβολών πριν, κατά τη διάρκεια και μετά από σημαντικά εξωτερικά γεγονότα όπως η πανδημία COVID-19 η ενεργειακή κρίση, η άνοδος του πληθωρισμού τροφίμων και η αύξηση των επιτοκίων.

Η μεθοδολογία της εργασίας οργανώνεται σε τρία επίπεδα. Το πρώτο επίπεδο αφορά την περιγραφική και συγκριτική χρηματοοικονομική ανάλυση μέσω αριθμοδεικτών. Στο στάδιο αυτό υπολογίζονται δείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, μόχλευσης, κερδοφορίας και αποδοτικότητας, ώστε να αποτυπωθεί η χρηματοοικονομική εικόνα κάθε επιχείρησης. Το δεύτερο επίπεδο αφορά την εφαρμογή συμπληρωματικών εργαλείων αξιολόγησης, δηλαδή της DuPont Analysis και του Altman Z'-Score. Η DuPont Analysis χρησιμοποιείται για την

ανάλυση των πηγών του ROE ενώ το Altman Z'-Score χρησιμοποιείται ως συνοπτικός δείκτης χρηματοοικονομικής ανθεκτικότητας. Το τρίτο επίπεδο αφορά την οικονομετρική διερεύνηση της σχέσης μεταξύ αποδοτικότητας και εσωτερικών ή εξωτερικών παραγόντων. Στο στάδιο αυτό χρησιμοποιούνται ως εξαρτημένες μεταβλητές οι δείκτες ROA και ROE, ενώ ως ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιούνται εσωτερικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες και επιλεγμένες μακροοικονομικές μεταβλητές.

Η επιλογή της συγκεκριμένης προσέγγισης συνδέεται με τον σκοπό της εργασίας, ο οποίος δεν είναι μόνο η περιγραφή της χρηματοοικονομικής πορείας των επιχειρήσεων, αλλά και η διερεύνηση των παραγόντων που σχετίζονται με την αποδοτικότητά τους. Η ανάλυση αριθμοδεικτών παρέχει την αρχική εικόνα, η DuPont Analysis εξηγεί τις πηγές της απόδοσης, το Altman Z'-Score αξιολογεί τη χρηματοοικονομική υγεία, ενώ η παλινδρόμηση επιτρέπει τη διερεύνηση στατιστικών σχέσεων μεταξύ μεταβλητών. Τα οικονομετρικά αποτελέσματα δεν ερμηνεύονται ως απόλυτη αιτιώδης απόδειξη, αλλά ως ενδείξεις σχέσης μεταξύ αποδοτικότητας, εσωτερικής χρηματοοικονομικής λειτουργίας και εξωτερικού μακροοικονομικού περιβάλλοντος.

3.2 Δείγμα, περίοδος ανάλυσης και πηγές δεδομένων

Το δείγμα της εργασίας αποτελείται από τέσσερις μεγάλες επιχειρήσεις του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων στην Ελλάδα: Σκλαβενίτης, Διαμαντής Μασούτης, ΑΝΕΔΗΚ Κρητικός και ΑΒ Βασιλόπουλος. Η επιλογή των συγκεκριμένων επιχειρήσεων έγινε με βάση τη σημαντική παρουσία τους στην ελληνική αγορά supermarket, το μέγεθος του δικτύου καταστημάτων τους, τη δυνατότητα συλλογής χρηματοοικονομικών στοιχείων και τη συγκρισιμότητα της δραστηριότητάς τους. Αν και οι επιχειρήσεις διαφοροποιούνται ως προς το μέγεθος, τη στρατηγική ανάπτυξης και τη γεωγραφική κάλυψη, ανήκουν στον ίδιο κλάδο και δραστηριοποιούνται σε παρόμοιο επιχειρηματικό περιβάλλον.

Η χρονική περίοδος της ανάλυσης καλύπτει τα έτη 2015–2024. Η επιλογή δεκαετούς περιόδου επιτρέπει την παρακολούθηση διαχρονικών τάσεων και όχι μόνο στιγμιαίων μεταβολών. Παράλληλα, η περίοδος αυτή περιλαμβάνει σημαντικές οικονομικές συνθήκες και εξωτερικές κρίσεις. Τα πρώτα έτη επηρεάζονται από την περίοδο μετά την κρίση χρέους και τα capital controls. Τα έτη 2020–2021 συνδέονται με την πανδημία COVID-19, ενώ η περίοδος 2022–2024 χαρακτηρίζεται από πληθωριστικές πιέσεις, αύξηση του κόστους ενέργειας και τροφίμων, καθώς και άνοδο των επιτοκίων. Η επιλογή της περιόδου είναι επομένως

κατάλληλη για την αξιολόγηση τόσο της εσωτερικής χρηματοοικονομικής πορείας όσο και της πιθανής επίδρασης του μακροοικονομικού περιβάλλοντος.

Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία αντλήθηκαν από δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των εξεταζόμενων επιχειρήσεων. Τα βασικά δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν περιλαμβάνουν στοιχεία ισολογισμού, κατάστασης αποτελεσμάτων, υποχρεώσεων, ιδίων κεφαλαίων, αποθεμάτων, απαιτήσεων, ταμειακών διαθεσίμων, κύκλου εργασιών, λειτουργικού αποτελέσματος και καθαρών κερδών. Όπου ήταν απαραίτητο τα στοιχεία αναταξινομήθηκαν ώστε να υπάρχει συνέπεια στους υπολογισμούς μεταξύ επιχειρήσεων και ετών. Η ανάλυση βασίζεται κατά προτεραιότητα σε εταιρικά στοιχεία και όχι σε ενοποιημένα ώστε να διατηρείται όσο το δυνατόν μεγαλύτερη συγκρισιμότητα.

Για τον Σκλαβενίτη λαμβάνεται υπόψη ότι τα έτη 2015–2016 αφορούν την προγενέστερη εταιρική μορφή, ενώ από το 2017 και μετά η εικόνα επηρεάζεται από την εξαγορά και ενσωμάτωση του δικτύου Μαρινόπουλου. Το γεγονός αυτό αποτελεί σημαντική μεθοδολογική παρατήρηση, καθώς επηρεάζει το μέγεθος του ενεργητικού, τις πωλήσεις, τη λειτουργική διάρθρωση και τη διαχρονική συγκρισιμότητα. Για την ΑΝΕΔΗΚ Κρητικός κατά τον υπολογισμό του Altman Z’-Score για τα έτη 2015 και 2016, επειδή οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις ήταν συνοπτικές και δεν εμφάνιζαν αναλυτικά τα «Αποτελέσματα εις νέον», χρησιμοποιήθηκε ως προσέγγιση η γραμμή «Λοιπά στοιχεία καθαρής θέσης» για τη μεταβλητή X2. Η συγκεκριμένη επιλογή αναφέρεται ως μεθοδολογικός περιορισμός και χρησιμοποιείται για λόγους συνέχειας του δείγματος.

Οι μακροοικονομικές μεταβλητές αντλήθηκαν από επίσημες πηγές όπως η Eurostat και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιούνται μεταβλητές που αποτυπώνουν τον πληθωρισμό τροφίμων, τη μεταβολή του ΑΕΠ και το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ. Οι μεταβλητές αυτές είναι κοινές για όλες τις επιχειρήσεις σε κάθε έτος καθώς αφορούν το γενικό οικονομικό περιβάλλον και όχι ειδικά χαρακτηριστικά κάθε εταιρείας.

Το τελικό δείγμα έχει μορφή panel data, καθώς περιλαμβάνει τέσσερις επιχειρήσεις για δέκα έτη, δηλαδή συνολικά 40 εταιρικές-ετήσιες παρατηρήσεις. Η δομή αυτή επιτρέπει την ταυτόχρονη αξιοποίηση διαστρωματικής και διαχρονικής πληροφορίας. Παράλληλα, λόγω του περιορισμένου αριθμού παρατηρήσεων τα οικονομετρικά υποδείγματα διατηρούνται σχετικά απλά και δεν περιλαμβάνουν υπερβολικά μεγάλο αριθμό ανεξάρτητων μεταβλητών.

3.3 Χρηματοοικονομικοί δείκτες και εργαλεία ανάλυσης

Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιούνται αριθμοδείκτες που καλύπτουν τις βασικές διαστάσεις της χρηματοοικονομικής ανάλυσης: ρευστότητα, δραστηριότητα, μόχλευση, κερδοφορία και αποδοτικότητα. Οι δείκτες ρευστότητας περιλαμβάνουν τον δείκτη γενικής ρευστότητας, τον δείκτη άμεσης ρευστότητας και τον δείκτη ταμειακής ρευστότητας. Οι δείκτες δραστηριότητας περιλαμβάνουν την κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού, την κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων και την κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων. Οι δείκτες μόχλευσης περιλαμβάνουν τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, τον δείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια και τον χρηματοοικονομικό μοχλό. Οι δείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας περιλαμβάνουν το μικτό περιθώριο κέρδους, το λειτουργικό περιθώριο κέρδους, το καθαρό περιθώριο κέρδους, το ROA και το ROE.

Για δείκτες που συνδυάζουν στοιχεία αποτελεσμάτων χρήσης με στοιχεία ισολογισμού, χρησιμοποιούνται μέσοι όροι των σχετικών μεγεθών ισολογισμού. Η πρακτική αυτή ακολουθείται επειδή τα στοιχεία της κατάστασης αποτελεσμάτων αφορούν ολόκληρη τη χρήση, ενώ τα στοιχεία του ισολογισμού αποτυπώνουν μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Για παράδειγμα, το ROA υπολογίζεται με βάση το μέσο ενεργητικό και το ROE με βάση τα μέσα ίδια κεφάλαια. Αντίστοιχα, η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού υπολογίζεται με βάση το μέσο ενεργητικό, ενώ η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων με βάση τα μέσα αποθέματα.

Οι βασικοί τύποι που χρησιμοποιούνται είναι οι εξής:

Current Ratio = Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Quick Ratio = (Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Αποθέματα) / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Cash Ratio = Ταμειακά Διαθέσιμα και Ισοδύναμα / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Asset Turnover = Πωλήσεις / Μέσο Σύνολο Ενεργητικού

Inventory Turnover = Κόστος Πωληθέντων / Μέσα Αποθέματα

Receivables Turnover = Πωλήσεις / Μέσες Εμπορικές Απαιτήσεις

Debt Ratio = Σύνολο Υποχρεώσεων / Σύνολο Ενεργητικού

Debt to Equity Ratio = Σύνολο Υποχρεώσεων / Ίδια Κεφάλαια

Financial Leverage = Μέσο Σύνολο Ενεργητικού / Μέσα Ίδια Κεφάλαια

Gross Profit Margin = Μικτό Κέρδος / Πωλήσεις

Operating Profit Margin = EBIT / Πωλήσεις

Net Profit Margin = Καθαρά Κέρδη / Πωλήσεις

ROA = Καθαρά Κέρδη / Μέσο Σύνολο Ενεργητικού

ROE = Καθαρά Κέρδη / Μέσα Ίδια Κεφάλαια

Η DuPont Analysis εφαρμόζεται για την ερμηνεία της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων. Στην τριμερή μορφή της, η μέθοδος εκφράζει το ROE ως γινόμενο του καθαρού περιθωρίου κέρδους, της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού και του χρηματοοικονομικού μοχλού:

ROE = Net Profit Margin × Asset Turnover × Financial Leverage

Η χρήση της DuPont Analysis επιτρέπει να εξεταστεί αν η απόδοση ιδίων κεφαλαίων προέρχεται κυρίως από την κερδοφορία των πωλήσεων, από την αποτελεσματική χρήση του ενεργητικού ή από τη μόχλευση. Στον κλάδο των supermarket, η μέθοδος αυτή έχει ιδιαίτερη αξία, επειδή οι επιχειρήσεις λειτουργούν συνήθως με χαμηλά περιθώρια κέρδους και υψηλή ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού και αποθεμάτων.

Για την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής ανθεκτικότητας χρησιμοποιείται το τροποποιημένο Altman Z’-Score για μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Ο τύπος είναι:

Z’ = 0,717X1 + 0,847X2 + 3,107X3 + 0,420X4 + 0,998X5

όπου:

X1 = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού

X2 = Κέρδη εις Νέον / Σύνολο Ενεργητικού

X3 = EBIT / Σύνολο Ενεργητικού

X4 = Ίδια Κεφάλαια / Σύνολο Υποχρεώσεων

X5 = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Το Altman Z'-Score δεν χρησιμοποιείται ως απόλυτη πρόβλεψη πτώχευσης αλλά ως συμπληρωματική ένδειξη χρηματοοικονομικής υγείας. Η ερμηνεία του γίνεται προσεκτικά, επειδή το επιχειρηματικό μοντέλο των supermarket μπορεί να οδηγεί σε χαμηλό ή αρνητικό κεφάλαιο κίνησης χωρίς αυτό να σημαίνει απαραίτητα άμεση χρηματοοικονομική αδυναμία.

3.4 Μακροοικονομικές μεταβλητές και λογική επιλογής τους

Πέρα από τους εσωτερικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες, η εργασία εξετάζει και επιλεγμένες μακροοικονομικές μεταβλητές. Η επιλογή τους βασίζεται στη λογική ότι η αποδοτικότητα των επιχειρήσεων supermarket μπορεί να επηρεάζεται από το γενικό οικονομικό περιβάλλον, κυρίως μέσω του κόστους, της ζήτησης και της χρηματοδότησης.

Η πρώτη μακροοικονομική μεταβλητή είναι ο πληθωρισμός τροφίμων. Η επιλογή του κρίνεται καταλληλότερη από τον γενικό πληθωρισμό για τα βασικά υποδείγματα ανθεκτικότητας, επειδή το δείγμα αφορά επιχειρήσεις του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων. Ο πληθωρισμός τροφίμων μπορεί να επηρεάσει το κόστος προμηθειών, τις τιμές πώλησης, τα περιθώρια κέρδους και τη συμπεριφορά των καταναλωτών. Η δεύτερη μεταβλητή είναι το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ, το οποίο χρησιμοποιείται ως ένδειξη του περιβάλλοντος νομισματικής πολιτικής και του κόστους χρήματος. Η αύξηση των επιτοκίων μπορεί να επιβαρύνει επιχειρήσεις με υψηλότερη μόχλευση ή δανειακές υποχρεώσεις. Η τρίτη μεταβλητή είναι ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ, ο οποίος χρησιμοποιείται ως ένδειξη της γενικότερης οικονομικής δραστηριότητας και της συνολικής ζήτησης στην οικονομία.

Στα υποδείγματα δεν χρησιμοποιούνται ταυτόχρονα πολλές παρόμοιες μακροοικονομικές μεταβλητές, όπως γενικός πληθωρισμός, πληθωρισμός τροφίμων και ενεργειακός πληθωρισμός, ώστε να περιοριστεί ο κίνδυνος πολυσυγγραμμικότητας. Για τον ίδιο λόγο δεν χρησιμοποιούνται ταυτόχρονα διαφορετικά επιτόκια της ΕΚΤ που κινούνται παρόμοια. Η επιλογή λίγων και στοχευμένων μακροοικονομικών μεταβλητών είναι αναγκαία λόγω του περιορισμένου μεγέθους του δείγματος.

Επιπλέον στα υποδείγματα που περιλαμβάνουν μακροοικονομικές μεταβλητές δεν εισάγονται ψευδομεταβλητές έτους. Οι μακροοικονομικές μεταβλητές είναι ίδιες για όλες τις επιχειρήσεις εντός του ίδιου έτους. Συνεπώς, η ταυτόχρονη χρήση year dummies θα μπορούσε να δημιουργήσει πρόβλημα συγγραμμικότητας και να απορροφήσει τη διαχρονική μεταβολή των μακροοικονομικών δεικτών.

3.5 Οικονομετρική προσέγγιση και υποδείγματα panel data

Για την οικονομετρική διερεύνηση χρησιμοποιούνται δεδομένα panel επειδή το δείγμα περιλαμβάνει τέσσερις επιχειρήσεις που παρατηρούνται για δέκα έτη. Τα δεδομένα panel επιτρέπουν τη συνδυαστική αξιοποίηση της διαστρωματικής διάστασηςδηλαδή των διαφορών μεταξύ επιχειρήσεων και της διαχρονικής διάστασης μέσα στον χρόνο (Baltagi, 2021)(Wooldridge, 2010). Η βασική μορφή ενός υποδείγματος panel μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$Yit = \alpha i + \beta 1X1it + \beta 2X2it + \ldots + \beta kXkit + uit$$

όπου Yit είναι η εξαρτημένη μεταβλητή της επιχείρησης i στο έτος t, αi είναι η σταθερή επίδραση της κάθε επιχείρησης, Xkit είναι οι ανεξάρτητες μεταβλητές και uit είναι ο διαταρακτικός όρος. Η χρήση σταθερών επιδράσεων επιτρέπει να ληφθούν υπόψη μη παρατηρούμενα χαρακτηριστικά κάθε επιχείρησης που παραμένουν σχετικά σταθερά στον χρόνο όπως η εταιρική κουλτούρα, το επιχειρηματικό μοντέλο, η θέση στην αγορά ή η γενικότερη στρατηγική.

Τα βασικά εσωτερικά υποδείγματα της εργασίας έχουν ως εξαρτημένες μεταβλητές το ROA και το ROE. Το ROA χρησιμοποιείται επειδή αποτυπώνει την αποδοτικότητα του ενεργητικού και τη συνολική ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη από τους πόρους της. Το ROE χρησιμοποιείται επειδή αποτυπώνει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων και συνδέεται άμεσα με τη DuPont Analysis.

Το κύριο εσωτερικό υπόδειγμα ROA διατυπώνεται ως εξής:

$$ROAit = \beta 0 + \beta 1AssetTurnoverit + \beta 2InventoryTurnoverit + \beta 3DebtRatioit + \beta 4QuickRatioit + \beta 5lnTotalAssetsit + uit$$

Στο υπόδειγμα αυτό το Asset Turnover και το Inventory Turnover αποτυπώνουν την αποτελεσματικότητα χρήσης του ενεργητικού και της διαχείρισης αποθεμάτων. Το Debt Ratio αποτυπώνει τη δανειακή επιβάρυνση, το Quick Ratio τη βραχυπρόθεσμη ρευστότητα και το lnTotalAssets το μέγεθος της επιχείρησης. Η χρήση του φυσικού λογαρίθμου του συνολικού ενεργητικού επιτρέπει την πιο ομαλή εισαγωγή του μεγέθους στο υπόδειγμα και περιορίζει την επίδραση ακραίων διαφορών κλίμακας μεταξύ επιχειρήσεων.

Το κύριο εσωτερικό υπόδειγμα ROE διατυπώνεται ως εξής:

$$ROEit = \beta0 + \beta1AssetTurnoverit + \beta2InventoryTurnoverit + \beta3FinancialLeverageit + \beta4QuickRatioit + \beta5lnTotalAssetsit + uit$$

Στο υπόδειγμα ROE χρησιμοποιείται το Financial Leverage αντί του Debt Ratio επειδή η χρηματοοικονομική μόχλευση αποτελεί βασική συνιστώσα της DuPont Analysis του ROE. Δεν χρησιμοποιούνται ταυτόχρονα Debt Ratio και Financial Leverage στο ίδιο βασικό υπόδειγμα ROE ώστε να αποφευχθεί πιθανό πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας λόγω της συγγένειας των δύο μεταβλητών.

Πέρα από τα κύρια εσωτερικά υποδείγματα εκτιμώνται υποδείγματα ανθεκτικότητας με προσθήκη μακροοικονομικών μεταβλητών. Ο σκοπός τους είναι να εξεταστεί αν τα βασικά εσωτερικά ευρήματα διατηρούνται όταν ληφθεί υπόψη και το εξωτερικό οικονομικό περιβάλλον.

Το διευρυμένο υπόδειγμα ROA διατυπώνεται ως εξής:

$$ROAit = \beta0 + \beta1AssetTurnoverit + \beta2InventoryTurnoverit + \beta3DebtRatioit + \beta4FoodInflationt + \beta5ECBDepositRatet + uit$$

Το διευρυμένο υπόδειγμα ROE διατυπώνεται ως εξής:

$$ROEit = \beta0 + \beta1InventoryTurnoverit + \beta2FinancialLeverageit + \beta3QuickRatioit + \beta4FoodInflationt + \beta5ECBDepositRatet + uit$$

Εκτός από τα παραπάνω, εκτιμάται και ένα καθαρά μακροοικονομικό υπόδειγμα ROA με σκοπό να εξεταστεί αν η αποδοτικότητα του ενεργητικού συνδέεται αποκλειστικά με εξωτερικούς οικονομικούς παράγοντες:

$$ROAit = \beta0 + \beta1FoodInflationt + \beta2ECBDepositRatet + \beta3GDPGrowtht + uit$$

Το υπόδειγμα αυτό έχει συμπληρωματικό χαρακτήρα και δεν αποτελεί το κύριο οικονομετρικό μοντέλο της εργασίας. Χρησιμοποιείται για να αξιολογηθεί αν οι μακροοικονομικές μεταβλητές από μόνες τους διαθέτουν σημαντική ερμηνευτική ικανότητα σε σχέση με το ROA.

Τα υποδείγματα εκτιμώνται με σταθερές επιδράσεις και με αξιόπιστα τυπικά σφάλματα ομαδοποιημένα ανά επιχείρηση δηλαδή clustered standard errors by unit. Η επιλογή αυτή γίνεται επειδή οι ίδιες επιχειρήσεις παρατηρούνται διαχρονικά και τα σφάλματα εντός της ίδιας

επιχείρησης μπορεί να παρουσιάζουν συσχέτιση. Τα clustered standard errors παρέχουν πιο προσεκτική εκτίμηση της στατιστικής σημαντικότητας των συντελεστών. Ωστόσο, λόγω του μικρού αριθμού επιχειρήσεων, τα αποτελέσματα ερμηνεύονται με επιφύλαξη και παρουσιάζονται ως ενδείξεις.

Για κάθε υπόδειγμα εξετάζονται τα πρόσημα των συντελεστών, τα p-values, το R^2, το adjusted R^2 ή within R^2, καθώς και οι έλεγχοι συνολικής στατιστικής σημαντικότητας. Η μηδενική υπόθεση για κάθε συντελεστή είναι ότι η αντίστοιχη ανεξάρτητη μεταβλητή δεν έχει στατιστικά σημαντική σχέση με την εξαρτημένη μεταβλητή:

$H0: \beta j = 0$

Η εναλλακτική υπόθεση είναι ότι η μεταβλητή έχει στατιστικά σημαντική σχέση με την εξαρτημένη μεταβλητή:

$H1: \beta j \neq 0$

Σε επίπεδο συνολικού υποδείγματος, η μηδενική υπόθεση είναι ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές δεν έχουν από κοινού στατιστικά σημαντική ερμηνευτική ισχύ:

$H0: \beta 1 = \beta 2 = \ldots = \beta k = 0$

Η εναλλακτική υπόθεση είναι ότι τουλάχιστον μία ανεξάρτητη μεταβλητή είναι στατιστικά σημαντική:

$H1:$ τουλάχιστον ένα $\beta j \neq 0$

Η αξιολόγηση γίνεται κυρίως στα επίπεδα σημαντικότητας 1%, 5% και 10%. Ένα p-value μικρότερο από 0,05 θεωρείται ένδειξη στατιστικής σημαντικότητας στο 5%, ενώ p-value μεταξύ 0,05 και 0,10 ερμηνεύεται ως οριακή ή ασθενής στατιστική ένδειξη. Σε κάθε περίπτωση, τα αποτελέσματα ερμηνεύονται σε συνδυασμό με τη θεωρητική βάση των μεταβλητών και όχι αποκομμένα από το οικονομικό τους νόημα (Gujarati and Porter, 2009).

3.6 Περιορισμοί και αξιοπιστία της μεθοδολογίας

Η μεθοδολογία της εργασίας υπόκειται σε ορισμένους περιορισμούς οι οποίοι πρέπει να ληφθούν υπόψη κατά την ερμηνεία των αποτελεσμάτων. Ο πρώτος περιορισμός αφορά τη φύση των δεδομένων. Η ανάλυση βασίζεται σε δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και όχι σε εσωτερικά διοικητικά στοιχεία. Συνεπώς, δεν είναι δυνατόν να εξεταστούν λεπτομέρειες

όπως οι ακριβείς εμπορικές συμφωνίες με προμηθευτές η διαχείριση αποθεμάτων ανά κατηγορία προϊόντος, το κόστος ανά κατάστημα ή οι επιμέρους πολιτικές τιμολόγησης.

Ο δεύτερος περιορισμός αφορά το μέγεθος του δείγματος. Το δείγμα περιλαμβάνει τέσσερις επιχειρήσεις και δέκα έτη δηλαδή 40 εταιρικές-ετήσιες παρατηρήσεις. Το μέγεθος αυτό είναι κατάλληλο για συγκριτική χρηματοοικονομική ανάλυση και για απλά panel data υποδείγματα αλλά δεν επιτρέπει την εκτίμηση πολύ σύνθετων οικονομετρικών μοντέλων με μεγάλο αριθμό ανεξάρτητων μεταβλητών. Για τον λόγο αυτό, τα υποδείγματα της εργασίας διατηρούνται περιορισμένα και οι μεταβλητές επιλέγονται με βάση θεωρητική και κλαδική συνάφεια.

Ο τρίτος περιορισμός αφορά τη συγκρισιμότητα μεταξύ επιχειρήσεων και ετών. Οι εταιρείες μπορεί να παρουσιάζουν ορισμένα λογιστικά κονδύλια με διαφορετικό τρόπο ή να επηρεάζονται από εταιρικά γεγονότα που δυσκολεύουν τη διαχρονική σύγκριση. Η περίπτωση του Σκλαβενίτη μετά την ενσωμάτωση του δικτύου Μαρινόπουλου αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα μεταβολής εταιρικής κλίμακας. Επιπλέον, η εφαρμογή του ΔΠΧΑ 16 από το 2019 και μετά μπορεί να επηρεάζει στοιχεία ενεργητικού και υποχρεώσεων άρα και δείκτες όπως Asset Turnover, Debt Ratio και ROA.

Ο τέταρτος περιορισμός αφορά την ερμηνεία του Altman Z’-Score. Το υπόδειγμα έχει αναπτυχθεί σε διαφορετικό θεσμικό και επιχειρηματικό περιβάλλον και δεν πρέπει να χρησιμοποιείται μηχανιστικά για την πρόβλεψη πτώχευσης των ελληνικών μη εισηγμένων επιχειρήσεων supermarket. Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιείται ως συμπληρωματικό εργαλείο χρηματοοικονομικής ανθεκτικότητας και όχι ως απόλυτος μηχανισμός πρόβλεψης.

Παρά τους παραπάνω περιορισμούς, η μεθοδολογία θεωρείται κατάλληλη για τους σκοπούς της εργασίας. Η χρήση τεσσάρων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου και δεκαετούς περιόδου επιτρέπει τη συγκριτική και διαχρονική ανάλυση. Η συνδυαστική χρήση αριθμοδεικτών, DuPont Analysis, Altman Z’-Score και οικονομετρικών υποδειγμάτων ενισχύει την πληρότητα της αξιολόγησης. Τέλος, η χρήση σταθερών επιδράσεων και clustered standard errors προσφέρει πιο προσεκτική οικονομετρική προσέγγιση λαμβάνοντας υπόψη τη δομή των panel data.

Κεφάλαιο 4: Ανάλυση και Ερμηνεία Αποτελεσμάτων

4.1 Παρουσίαση των εξεταζόμενων επιχειρήσεων

Η παρούσα ενότητα παρουσιάζει συνοπτικά τις τέσσερις επιχειρήσεις που αποτελούν το δείγμα της εργασίας δηλαδή τον Σκλαβενίτη, τον Διαμαντή Μασούτη, την ΑΝΕΔΗΚ Κρητικός και την ΑΒ Βασιλόπουλος. Όλες οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται στον κλάδο του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων ωστόσο διαφοροποιούνται ως προς το μέγεθος, τη γεωγραφική ανάπτυξη, τη στρατηγική επέκτασης, την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη διαχρονική εξέλιξη των οικονομικών τους μεγεθών. Η παρουσίαση αυτή λειτουργεί ως εισαγωγικό πλαίσιο για την ανάλυση των βασικών οικονομικών μεγεθών, των αριθμοδεικτών, της DuPont Analysis, του Altman Z'-Score και των οικονομετρικών υποδειγμάτων που ακολουθούν.

Ο Σκλαβενίτης αποτελεί τη μεγαλύτερη επιχείρηση του δείγματος σε όρους κύκλου εργασιών και συνολικού ενεργητικού. Η πορεία του κατά την περίοδο 2015–2024 πρέπει να ερμηνευθεί λαμβάνοντας υπόψη τη σημαντική εταιρική μεταβολή που συνδέεται με την εξυγίανση και την ενσωμάτωση του δικτύου Μαρινόπουλος. Τα έτη 2017–2019 μπορούν να θεωρηθούν μεταβατική περίοδος καθώς η επιχείρηση απορρόφησε μεγάλο αριθμό καταστημάτων, υποδομές, προσωπικό, λειτουργικές ανάγκες και υποχρεώσεις. Η εξέλιξη αυτή επηρέασε βραχυχρόνια την κερδοφορία και τη χρηματοοικονομική εικόνα της εταιρείας αλλά παράλληλα αύξησε σημαντικά την κλίμακα δραστηριότητας, την εμπορική ισχύ και τη διαπραγματευτική της θέση στην ελληνική αγορά.

Ο Διαμαντής Μασούτης παρουσιάζει μια πιο σταθερή και σταδιακή αναπτυξιακή πορεία. Η εταιρεία ξεκίνησε με ισχυρή παρουσία στη Βόρεια Ελλάδα και στη συνέχεια επεκτάθηκε σε ευρύτερη γεωγραφική βάση. Σημαντικό σημείο στη διαχρονική της εξέλιξη αποτελεί η εξαγορά της Προμηθευτικής Τροφίμων το 2018 η οποία διευκόλυνε την είσοδο και ενίσχυση της εταιρείας στην αγορά της Αττικής. Σε σύγκριση με άλλες επιχειρήσεις του δείγματος, ο Μασούτης εμφανίζει πιο ισορροπημένο προφίλ ανάπτυξης, καθώς η αύξηση του μεγέθους του συνδέεται με επέκταση του δικτύου, αλλά και με ανάγκη διατήρησης της λειτουργικής αποτελεσματικότητας σε ένα περιβάλλον αυξημένου κόστους και έντονου ανταγωνισμού.

Η ΑΝΕΔΗΚ Κρητικός παρουσιάζει την πιο έντονη αναπτυξιακή πορεία σε ποσοστιαία βάση. Η εταιρεία ξεκινά από μικρότερη κλίμακα σε σχέση με τους μεγαλύτερους ανταγωνιστές του δείγματος και κατά τη διάρκεια της περιόδου 2015–2024 διευρύνει σημαντικά το μέγεθος, το δίκτυο και τη γεωγραφική της παρουσία. Η ανάπτυξη αυτή συνδέεται τόσο με οργανική

επέκταση όσο και με εταιρικές κινήσεις οι οποίες ενίσχυσαν την παρουσία της στην αγορά. Η περίπτωση του Κρητικού είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα, διότι επιτρέπει την εξέταση μιας επιχείρησης που αναπτύσσεται δυναμικά αλλά ταυτόχρονα καλείται να διαχειριστεί τις χρηματοδοτικές και λειτουργικές ανάγκες που συνοδεύουν την ταχεία μεγέθυνση.

Η ΑΒ Βασιλόπουλος αποτελεί ώριμη και αναγνωρίσιμη αλυσίδα supermarket με σημαντική παρουσία στην ελληνική αγορά. Η επιχείρηση διαθέτει υψηλό κύκλο εργασιών, εκτεταμένο δίκτυο καταστημάτων και ισχυρή εμπορική αναγνωρισιμότητα. Σε αντίθεση με τις επιχειρήσεις που βρίσκονται σε φάση ταχείας επέκτασης η ΑΒ Βασιλόπουλος αντιπροσωπεύει περισσότερο την περίπτωση μιας μεγάλης και εγκατεστημένης αλυσίδας, η οποία καλείται να διατηρήσει την αποδοτικότητα και την ανταγωνιστικότητά της σε ένα περιβάλλον πιέσεων στα περιθώρια κέρδους, αυξημένου κόστους και μεταβολών στην καταναλωτική συμπεριφορά.

Συνολικά, οι τέσσερις επιχειρήσεις προσφέρουν ένα αντιπροσωπευτικό πλαίσιο σύγκρισης για τον κλάδο του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων στην Ελλάδα. Ο Σκλαβενίτης αντιπροσωπεύει την περίπτωση της μεγαλύτερης αλυσίδας με έντονη μεταβολή κλίμακας μετά την ενσωμάτωση του Μαρινόπουλου. Ο Μασούτης αντιπροσωπεύει μια σταθερή στρατηγική γεωγραφικής επέκτασης. Ο Κρητικός αποτυπώνει την περίπτωση δυναμικής μεγέθυνσης από μικρότερη βάση, ενώ η ΑΒ Βασιλόπουλος αντιπροσωπεύει μια ώριμη επιχείρηση με ισχυρή θέση στην αγορά. Η διαφορετική αφετηρία και εξέλιξη των επιχειρήσεων καθιστά αναγκαία τη συγκριτική και διαχρονική ανάλυση που ακολουθεί.

4.2 Βασικά οικονομικά μεγέθη 2015–2024

Πριν από την παρουσίαση των αριθμοδεικτών, είναι χρήσιμο να αποτυπωθεί συνοπτικά η εξέλιξη βασικών οικονομικών μεγεθών των τεσσάρων επιχειρήσεων. Ο κύκλος εργασιών δείχνει την κλίμακα δραστηριότητας, τα καθαρά αποτελέσματα αποτυπώνουν την τελική κερδοφορία ενώ το σύνολο ενεργητικού και τα ίδια κεφάλαια βοηθούν στην ερμηνεία των δεικτών αποδοτικότητας και μόχλευσης. Επειδή οι εξεταζόμενες εταιρείες έχουν διαφορετικό μέγεθος οι απόλυτες τιμές δεν αρκούν από μόνες τους για την εξαγωγή τελικών συμπερασμάτων. Αποτελούν όμως το αναγκαίο πλαίσιο μέσα στο οποίο ερμηνεύονται οι αριθμοδείκτες και τα οικονομετρικά αποτελέσματα που ακολουθούν.

Ο Πίνακας 4.1 παρουσιάζει συγκεντρωτικά τις πωλήσεις, τη μεταβολή των πωλήσεων, το καθαρό αποτέλεσμα, το ενεργητικό και τα ίδια κεφάλαια των επιχειρήσεων. Η παρουσίαση περιορίζεται στα βασικά μεγέθη αρχής και τέλους της περιόδου, ώστε να δοθεί μια πρώτη εικόνα της κατεύθυνσης και της έντασης των μεταβολών κατά τη δεκαετία 2015–2024.

Πίνακας 4.1: Βασικά οικονομικά μεγέθη των εξεταζόμενων επιχειρήσεων, 2015–2024

Εταιρεία	Πωλήσεις 2015	Πωλήσεις 2024	Μεταβολή πωλήσεων	Καθ. αποτέλεσμα 2015	Καθ. αποτέλεσμα 2024	Ενεργητικό 2024	Ίδια κεφάλαια 2024
ΑΒ Βασιλόπουλος	1.945,89	1.935,88	-0,51%	49,86	-15,79	1.416,19	416,71
Κρητικός	144,07	777,72	439,81%	0,62	3,94	419,21	26,77
Μασούτης	751,66	1.140,64	51,75%	16,77	5,62	811,23	120,15
Σκλαβενίτης	1.304,72	4.651,07	256,48%	19,35	89,76	3.109,05	330,38

Σημείωση: Ποσά σε εκατ. ευρώ. Για τις εταιρείες όπου τα πρωτογενή δεδομένα ήταν διαθέσιμα σε χιλιάδες ευρώ, τα ποσά μετατράπηκαν σε εκατομμύρια για λόγους συγκρισιμότητας.

Από τα στοιχεία του πίνακα προκύπτει αρχικά η έντονη διαφοροποίηση μεγέθους μεταξύ των επιχειρήσεων. Ο Σκλαβενίτης εμφανίζει το υψηλότερο επίπεδο πωλήσεων και ενεργητικού το 2024 γεγονός που συνδέεται με τη μεγάλη κλίμακα δραστηριότητας που απέκτησε μετά την ενσωμάτωση του δικτύου Μαρινόπουλος. Οι πωλήσεις του αυξάνονται από 1.304,72 εκατ. ευρώ το 2015 σε 4.651,07 εκατ. ευρώ το 2024 καταγράφοντας μεταβολή 256,48%. Η αύξηση αυτή δεν πρέπει να ερμηνευθεί μόνο ως οργανική ανάπτυξη καθώς επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τη σημαντική εταιρική μεταβολή της περιόδου. Παράλληλα, το καθαρό αποτέλεσμα του 2024 είναι θετικό και σημαντικά υψηλότερο από το αντίστοιχο του 2015, γεγονός που δείχνει βελτίωση της τελικής κερδοφορίας μετά τη μεταβατική φάση των πρώτων ετών μετά την εξαγορά.

Ο Κρητικός παρουσιάζει τη μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση πωλήσεων στο δείγμα. Ο κύκλος εργασιών του αυξάνεται από 144,07 εκατ. ευρώ το 2015 σε 777,72 εκατ. ευρώ το 2024 δηλαδή κατά 439,81%. Η μεταβολή αυτή αντανακλά την ταχεία μεγέθυνση της εταιρείας, την επέκταση του δικτύου και την ενίσχυση της παρουσίας της στην αγορά. Ωστόσο η αύξηση του μεγέθους συνοδεύεται από ανάγκες χρηματοδότησης, επενδύσεις, αύξηση υποχρεώσεων και πίεση στη διατήρηση αποδοτικότητας. Για τον λόγο αυτό η εξέλιξη των απόλυτων μεγεθών πρέπει να αξιολογηθεί σε συνδυασμό με τους δείκτες μόχλευσης, ρευστότητας και αποδοτικότητας που παρουσιάζονται στις επόμενες ενότητες.

Ο Μασούτης εμφανίζει πιο ήπια αλλά σταθερή αύξηση του κύκλου εργασιών. Οι πωλήσεις αυξάνονται από 751,66 εκατ. ευρώ το 2015 σε 1.140,64 εκατ. ευρώ το 2024, με συνολική μεταβολή 51,75%. Η πορεία αυτή συνδέεται με τη σταδιακή γεωγραφική επέκταση της εταιρείας και την ενίσχυση της παρουσίας της στην αγορά. Παρά την αύξηση των πωλήσεων το καθαρό αποτέλεσμα του 2024 είναι χαμηλότερο από εκείνο του 2015 γεγονός που

υποδηλώνει ότι η αύξηση της δραστηριότητας δεν μεταφράστηκε αναλογικά σε αύξηση τελικής κερδοφορίας. Το στοιχείο αυτό καθιστά αναγκαία την εξέταση των περιθωρίων κέρδους και της λειτουργικής αποδοτικότητας.

Η ΑΒ Βασιλόπουλος εμφανίζει διαφορετική εικόνα σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις. Παρά το υψηλό επίπεδο πωλήσεων ο κύκλος εργασιών παραμένει σχεδόν σταθερός μεταξύ 2015 και 2024 με μικρή μείωση κατά 0,51%. Η στασιμότητα αυτή δείχνει πιο ώριμη πορεία σε σχέση με τις επιχειρήσεις που βρίσκονται σε φάση ταχύτερης επέκτασης. Παράλληλα, η εταιρεία εμφανίζει αρνητικό καθαρό αποτέλεσμα το 2024, ενώ το 2015 είχε θετικό αποτέλεσμα. Το εύρημα αυτό δείχνει ότι οι υψηλές πωλήσεις δεν συνεπάγονται απαραίτητα υψηλή κερδοφορία, ιδίως σε ένα περιβάλλον αυξημένου κόστους, πίεσης περιθωρίων και έντονου ανταγωνισμού.

Συνολικά η παρουσίαση των βασικών οικονομικών μεγεθών αναδεικνύει ότι η αύξηση του κύκλου εργασιών και του μεγέθους δεν ταυτίζεται πάντοτε με βελτίωση της αποδοτικότητας. Ο Σκλαβενίτης και ο Κρητικός εμφανίζουν την εντονότερη μεγέθυνση, αλλά για διαφορετικούς λόγους και από διαφορετική αφετηρία. Ο Μασούτης παρουσιάζει πιο σταδιακή ανάπτυξη ενώ η ΑΒ εμφανίζει χαρακτηριστικά ώριμης επιχείρησης με υψηλό μέγεθος αλλά πιεσμένη τελική κερδοφορία στο τέλος της περιόδου. Για τον λόγο αυτό η ανάλυση που ακολουθεί δεν περιορίζεται στα απόλυτα μεγέθη, αλλά εξετάζει αριθμοδείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, μόχλευσης, κερδοφορίας και αποδοτικότητας, ώστε να αξιολογηθεί πιο ολοκληρωμένα η χρηματοοικονομική επίδοση των επιχειρήσεων.

4.3 Ανάλυση αριθμοδεικτών

Στην παρούσα ενότητα οι δείκτες παρουσιάζονται ομαδοποιημένοι σε τέσσερις κατηγορίες: ρευστότητα, δραστηριότητα, μόχλευση και κερδοφορία/αποδοτικότητα. Η ερμηνεία των αποτελεσμάτων γίνεται με προσοχή, καθώς οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο αλλά έχουν διαφορετικό μέγεθος, διαφορετική φάση ανάπτυξης και διαφορετική κεφαλαιακή διάρθρωση.

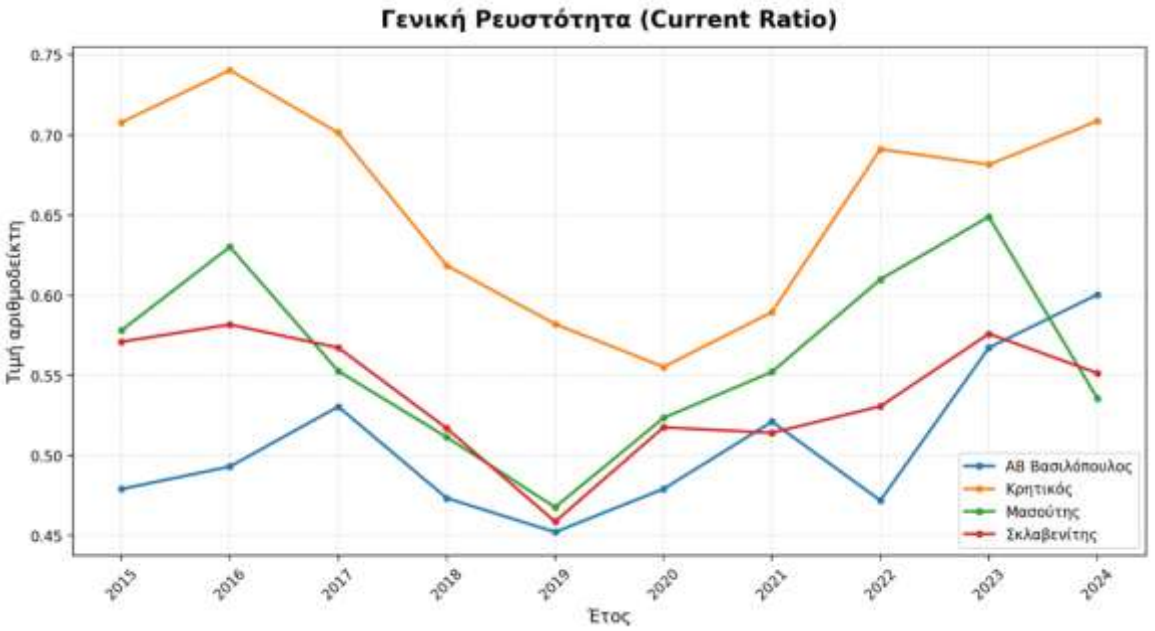
4.3.1 Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Οι δείκτες ρευστότητας εξετάζουν την ικανότητα των επιχειρήσεων να καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους. Στα supermarket, όμως, οι δείκτες αυτοί δεν πρέπει να ερμηνεύονται με τον ίδιο τρόπο όπως σε κλάδους με πιο αργή ανακύκλωση αποθεμάτων. Οι επιχειρήσεις του κλάδου εισπράττουν κυρίως άμεσα από τους καταναλωτές ενώ συχνά εξοφλούν τους προμηθευτές σε μεταγενέστερο χρόνο. Επομένως τιμές κάτω από τη μονάδα

δεν σημαίνουν αυτομάτως αδυναμία λειτουργίας αλλά αποτυπώνουν σε μεγάλο βαθμό τη λειτουργική δομή του κλάδου.

Πίνακας 4.2: Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current Ratio), 2015–2024

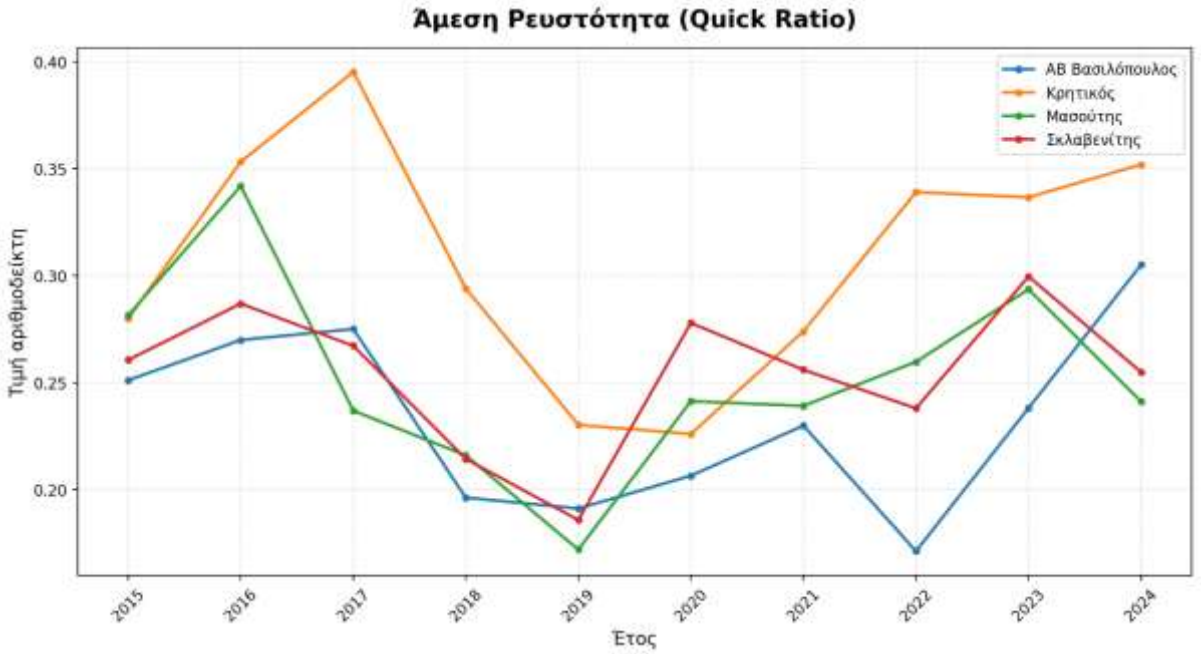
Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ΑΒ Βασιλόπουλος	0,48	0,49	0,53	0,47	0,45	0,48	0,52	0,47	0,57	0,60
Κρητικός	0,71	0,74	0,70	0,62	0,58	0,56	0,59	0,69	0,68	0,71
Μασούτης	0,58	0,63	0,55	0,51	0,47	0,52	0,55	0,61	0,65	0,54
Σκλαβενίτης	0,57	0,58	0,57	0,52	0,46	0,52	0,51	0,53	0,58	0,55



Ο δείκτης γενικής ρευστότητας παραμένει κάτω από τη μονάδα σε όλες τις επιχειρήσεις και σε όλη την περίοδο. Ο Κρητικός εμφανίζει συχνά τις υψηλότερες τιμές, ενώ η ΑΒ Βασιλόπουλος παρουσιάζει βελτίωση προς το τέλος της περιόδου. Ο Μασούτης κινείται σε σχετικά σταθερό εύρος ενώ ο Σκλαβενίτης εμφανίζει σταδιακή σταθεροποίηση μετά τη μεταβατική περίοδο που ακολούθησε την ενσωμάτωση του δικτύου Μαρινόπουλου.

Πίνακας 4.3: Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας (Quick Ratio), 2015–2024

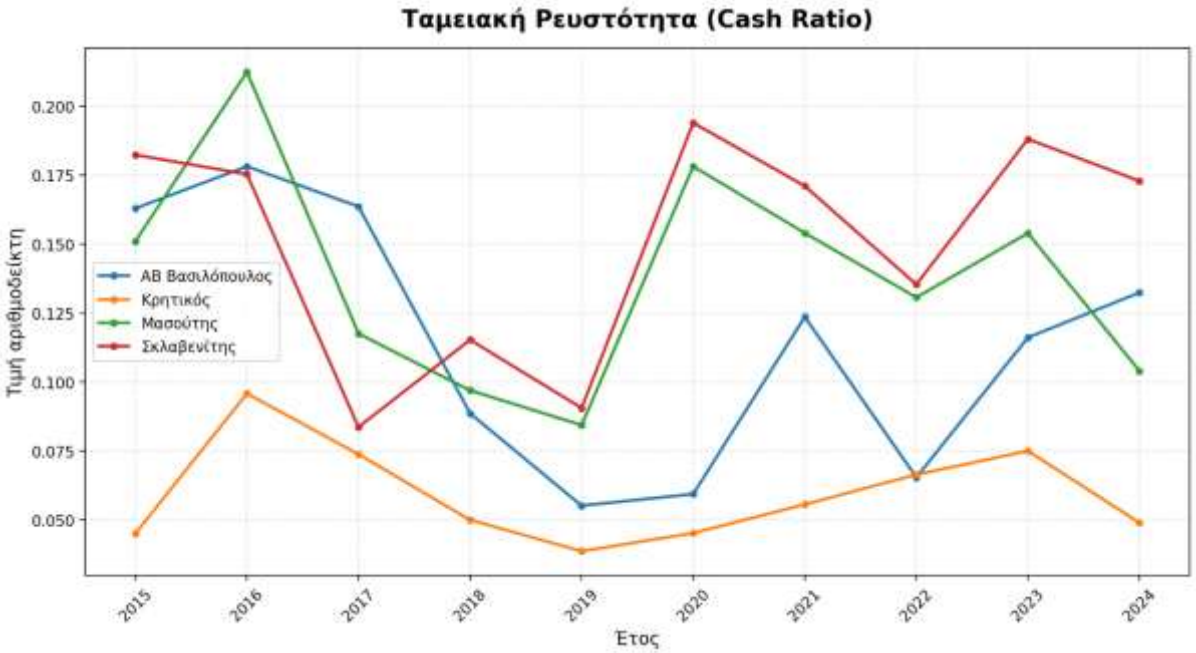
Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ΑΒ Βασιλόπουλος	0,25	0,27	0,28	0,20	0,19	0,21	0,23	0,17	0,24	0,31
Κρητικός	0,28	0,35	0,40	0,29	0,23	0,23	0,27	0,34	0,34	0,35
Μασούτης	0,28	0,34	0,24	0,22	0,17	0,24	0,24	0,26	0,29	0,24
Σκλαβενίτης	0,26	0,29	0,27	0,21	0,19	0,28	0,26	0,24	0,30	0,25



Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας είναι χαμηλότερος από τον δείκτη γενικής ρευστότητας επειδή αφαιρεί τα αποθέματα από το κυκλοφορούν ενεργητικό. Η διαφορά αυτή είναι αναμενόμενη στον κλάδο των supermarket, όπου τα αποθέματα αποτελούν βασικό στοιχείο της καθημερινής λειτουργίας. Οι τιμές δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις στηρίζονται περισσότερο στην ταχεία μετατροπή των αποθεμάτων σε πωλήσεις και λιγότερο στη διατήρηση υψηλών άμεσα ρευστοποιήσιμων στοιχείων.

Πίνακας 4.4: Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας (Cash Ratio), 2015–2024

Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ΑΒ Βασιλόπουλος	0,16	0,18	0,16	0,09	0,06	0,06	0,12	0,07	0,12	0,13
Κρητικός	0,04	0,10	0,07	0,05	0,04	0,05	0,06	0,07	0,07	0,05
Μασούτης	0,15	0,21	0,12	0,10	0,08	0,18	0,15	0,13	0,15	0,10
Σκλαβενίτης	0,18	0,18	0,08	0,12	0,09	0,19	0,17	0,14	0,19	0,17



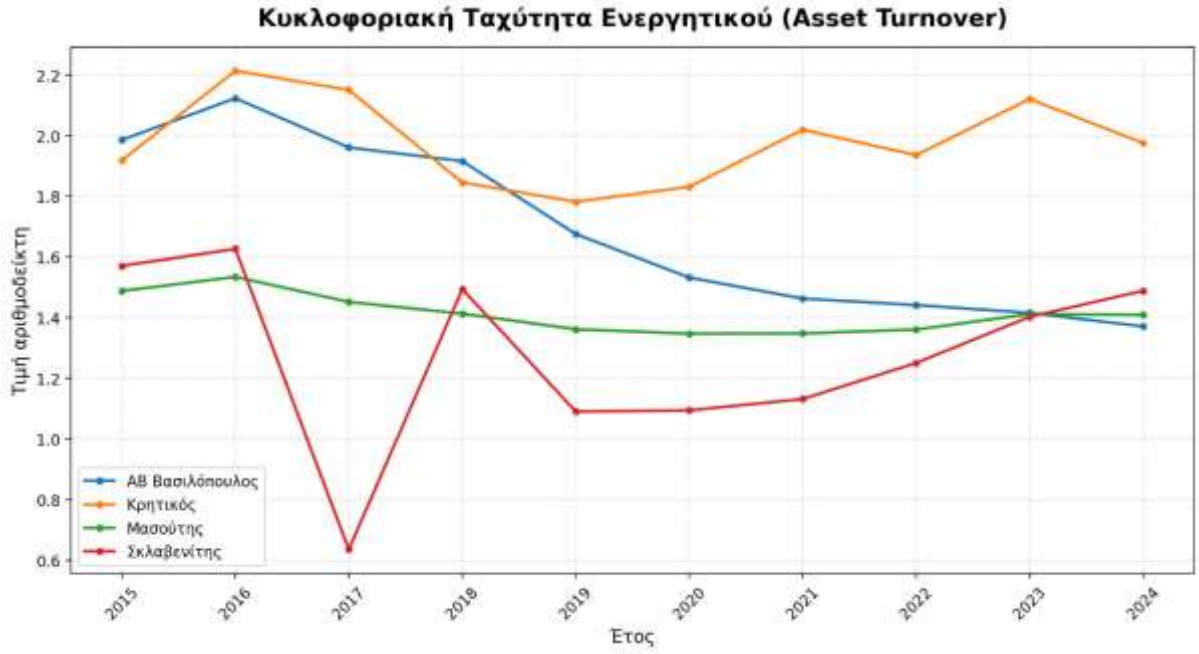
Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας είναι ο πιο αυστηρός δείκτης καθώς λαμβάνει υπόψη μόνο τα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα. Καμία επιχείρηση δεν καλύπτει μεγάλο μέρος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων αποκλειστικά με ταμειακά διαθέσιμα. Η εικόνα αυτή δεν είναι απαραίτητα αρνητική για τον κλάδο αλλά πρέπει να εξετάζεται σε συνδυασμό με τις καθημερινές εισπράξεις, τον εμπορικό κύκλο και την ταχύτητα κυκλοφορίας των αποθεμάτων.

4.3.2 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας

Οι δείκτες δραστηριότητας έχουν κεντρική σημασία για την παρούσα εργασία, επειδή ο κλάδος των supermarket λειτουργεί με υψηλό όγκο πωλήσεων και σχετικά χαμηλά περιθώρια κέρδους. Η αποτελεσματική αξιοποίηση του ενεργητικού και η γρήγορη ανακύκλωση των αποθεμάτων μπορούν να ενισχύσουν την αποδοτικότητα ακόμη και όταν τα περιθώρια παραμένουν περιορισμένα.

Πίνακας 4.5: Ταχύτητα Κυκλοφορίας Ενεργητικού (Asset Turnover), 2015–2024

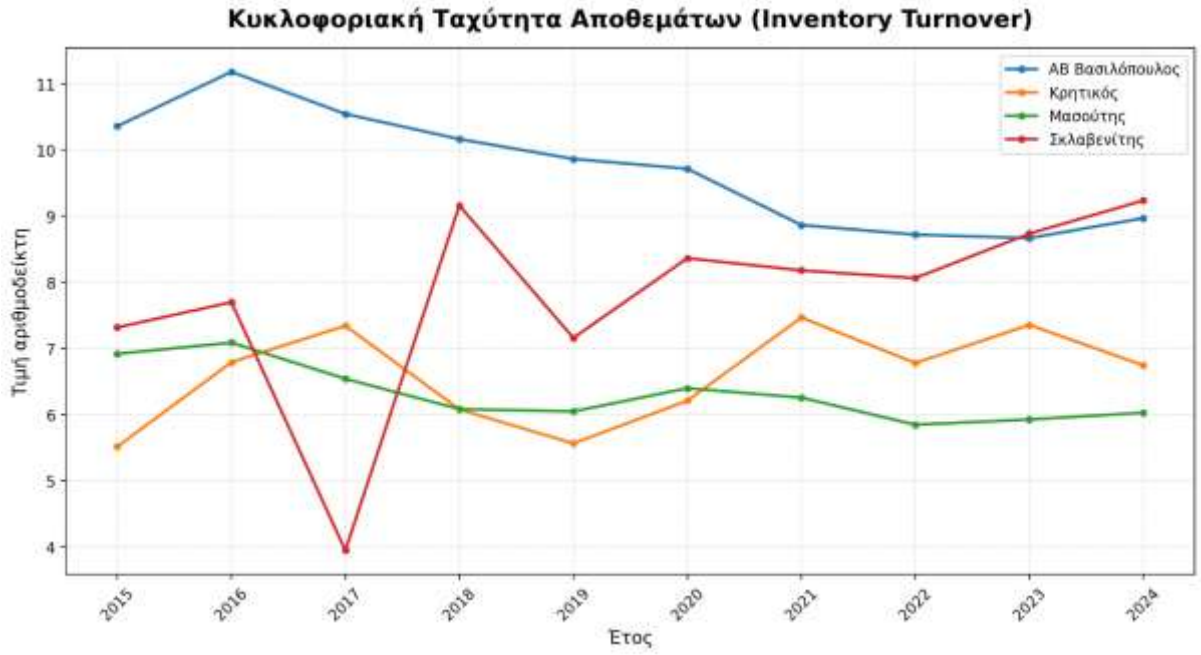
Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ΑΒ Βασιλόπουλος	1,99	2,12	1,96	1,92	1,68	1,53	1,46	1,44	1,42	1,37
Κρητικός	1,92	2,21	2,15	1,85	1,78	1,83	2,02	1,94	2,12	1,98
Μασούτης	1,49	1,53	1,45	1,41	1,36	1,35	1,35	1,36	1,41	1,41
Σκλαβενίτης	1,57	1,63	0,64	1,49	1,09	1,09	1,13	1,25	1,40	1,49



Η ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού δείχνει τις πωλήσεις που δημιουργούνται ανά μονάδα μέσου ενεργητικού. Ο Κρητικός εμφανίζει σε αρκετά έτη την υψηλότερη τιμή γεγονός που συνδέεται με τη δυναμική ανάπτυξη και την αποτελεσματική αξιοποίηση της περιουσιακής βάσης σε σχέση με τις πωλήσεις. Η ΑΒ ξεκινά από υψηλό επίπεδο αλλά υποχωρεί σταδιακά ενώ ο Σκλαβενίτης παρουσιάζει σημαντική διακύμανση το 2017 λόγω της εταιρικής μεταβολής και στη συνέχεια βελτιώνεται. Ο Μασούτης εμφανίζει πιο σταθερή και ήπια εικόνα.

Πίνακας 4.6: Ταχύτητα Κυκλοφορίας Αποθεμάτων (Inventory Turnover), 2015–2024

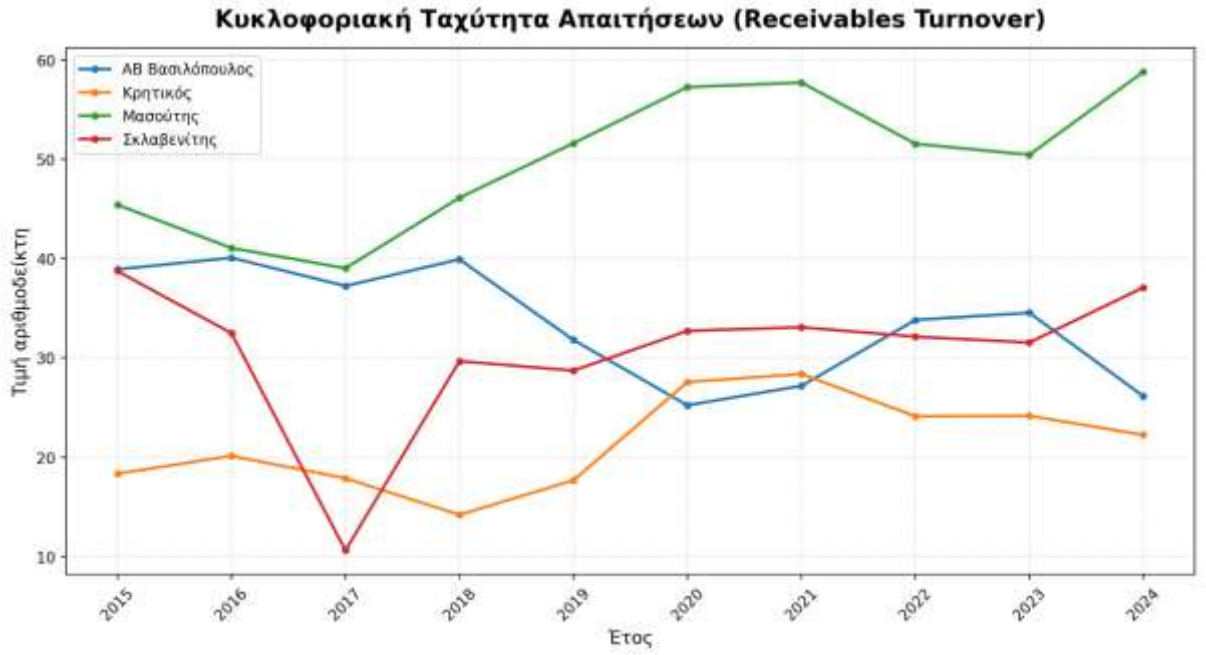
Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ΑΒ Βασιλόπουλος	10,36	11,18	10,54	10,16	9,86	9,71	8,86	8,72	8,66	8,97
Κρητικός	5,51	6,79	7,34	6,08	5,56	6,21	7,46	6,78	7,35	6,74
Μασούτης	6,92	7,08	6,54	6,08	6,05	6,40	6,25	5,84	5,92	6,02
Σκλαβενίτης	7,31	7,70	3,95	9,16	7,16	8,36	8,18	8,06	8,73	9,23



Η ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων αποτυπώνει πόσο γρήγορα ανανεώνονται τα αποθέματα. Η ΑΒ και ο Σκλαβενίτης εμφανίζουν υψηλές τιμές σε αρκετά έτη ενώ ο Κρητικός παρουσιάζει διακυμάνσεις που συνδέονται με την ταχεία επέκταση του δικτύου του. Ο δείκτης αυτός έχει ιδιαίτερη σημασία για τον κλάδο καθώς η αποτελεσματική διαχείριση αποθεμάτων μειώνει δεσμευμένα κεφάλαια, κόστη αποθήκευσης και κινδύνους απαξίωσης των προϊόντων.

Πίνακας 4.7: Ταχύτητα Είσπραξης Απαιτήσεων (Receivables Turnover), 2015–2024

Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ΑΒ Βασιλόπουλος	38,90	40,07	37,23	39,91	31,80	25,22	27,18	33,81	34,53	26,14
Κρητικός	18,33	20,12	17,88	14,20	17,67	27,56	28,38	24,12	24,16	22,25
Μασούτης	45,40	41,05	39,02	46,11	51,60	57,25	57,71	51,54	50,44	58,78
Σκλαβενίτης	38,73	32,48	10,62	29,66	28,71	32,71	33,07	32,13	31,53	37,09



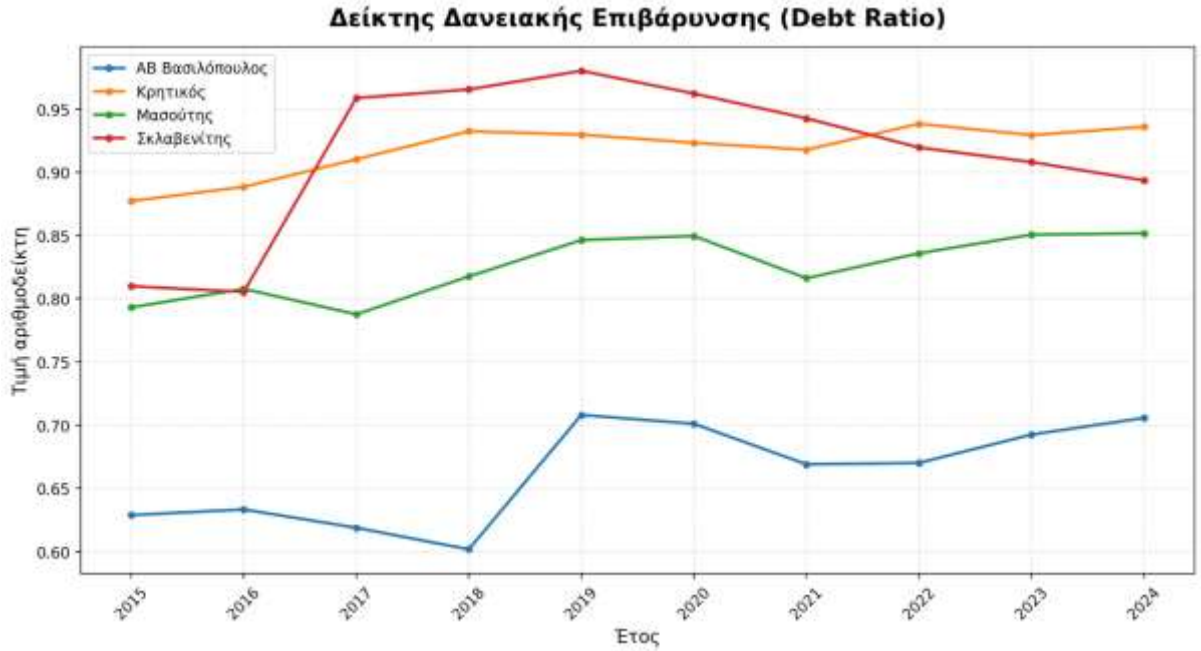
Η ταχύτητα είσπραξης απαιτήσεων είναι γενικά υψηλή όπως αναμένεται σε επιχειρήσεις λιανικής πώλησης με σημαντικό ποσοστό άμεσων εισπράξεων. Ο Μασούτης εμφανίζει ιδιαίτερα υψηλές τιμές στο τέλος της περιόδου ενώ η ΑΒ παρουσιάζει χαμηλότερες τιμές σε σχέση με την αρχή της δεκαετίας. Συνολικά, οι απαιτήσεις δεν φαίνεται να αποτελούν τον βασικό παράγοντα διαφοροποίησης της αποδοτικότητας αλλά συμπληρώνουν την εικόνα της λειτουργικής αποτελεσματικότητας.

4.3.3 Αριθμοδείκτες μόχλευσης και κεφαλαιακής διάρθρωσης

Οι δείκτες μόχλευσης εξετάζουν τον βαθμό χρηματοδότησης των επιχειρήσεων μέσω υποχρεώσεων και τη σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια. Η ερμηνεία τους είναι σημαντική επειδή η αυξημένη μόχλευση μπορεί να ενισχύσει την απόδοση ιδίων κεφαλαίων σε περιόδους κερδοφορίας αλλά ταυτόχρονα αυξάνει τη χρηματοοικονομική πίεση και τον κίνδυνο σε περιόδους αυξημένων επιτοκίων ή περιορισμένων περιθωρίων.

Πίνακας 4.8: Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης (Debt Ratio), 2015–2024

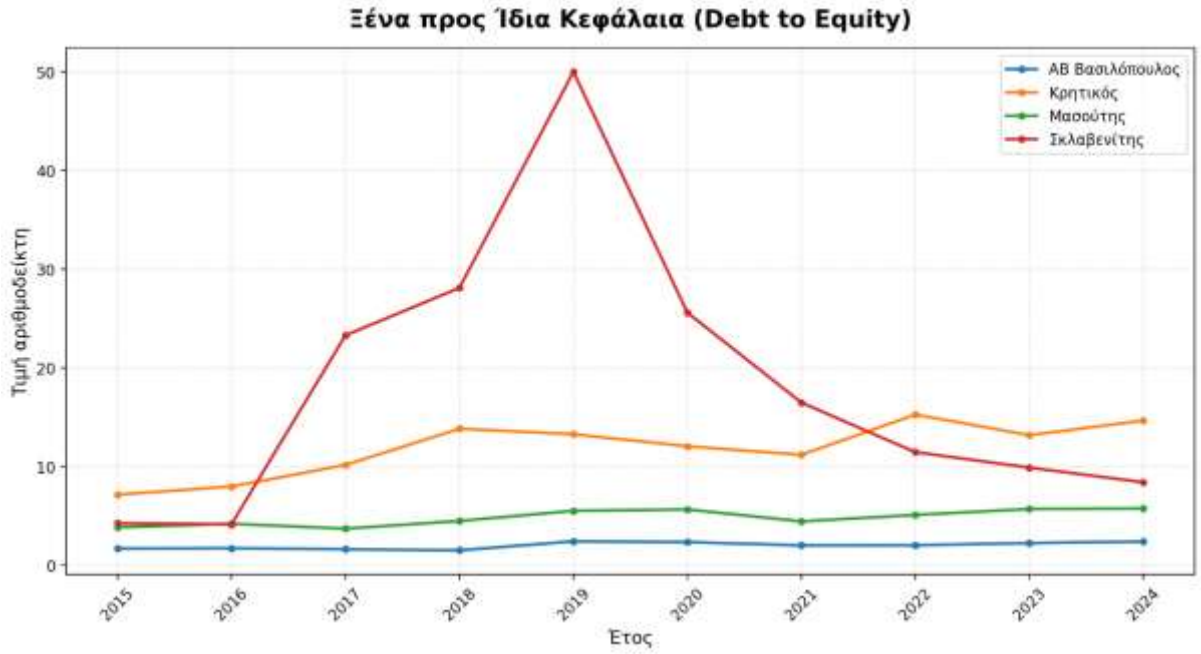
Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ΑΒ Βασιλόπουλος	62,89%	63,34%	61,89%	60,18%	70,81%	70,11%	66,91%	67,02%	69,26%	70,58%
Κρητικός	87,74%	88,86%	91,04%	93,26%	93,00%	92,34%	91,79%	93,85%	92,95%	93,61%
Μασούτης	79,32%	80,79%	78,78%	81,77%	84,65%	84,98%	81,63%	83,60%	85,08%	85,19%
Σκλαβενίτης	81,00%	80,54%	95,88%	96,56%	98,04%	96,24%	94,28%	91,97%	90,82%	89,37%



Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης είναι υψηλός σε όλες τις επιχειρήσεις γεγονός που δείχνει ότι σημαντικό μέρος του ενεργητικού χρηματοδοτείται από υποχρεώσεις. Ο Κρητικός και ο Σκλαβενίτης εμφανίζουν ιδιαίτερα υψηλές τιμές, ενώ η ΑΒ και ο Μασούτης κινούνται σε χαμηλότερα αλλά επίσης σημαντικά, επίπεδα. Η υψηλή δανειακή επιβάρυνση πρέπει να ερμηνευθεί σε συνδυασμό με το επιχειρηματικό μοντέλο του κλάδου και τις πιστώσεις προμηθευτών.

Πίνακας 4.9: Δείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια (Debt to Equity), 2015–2024

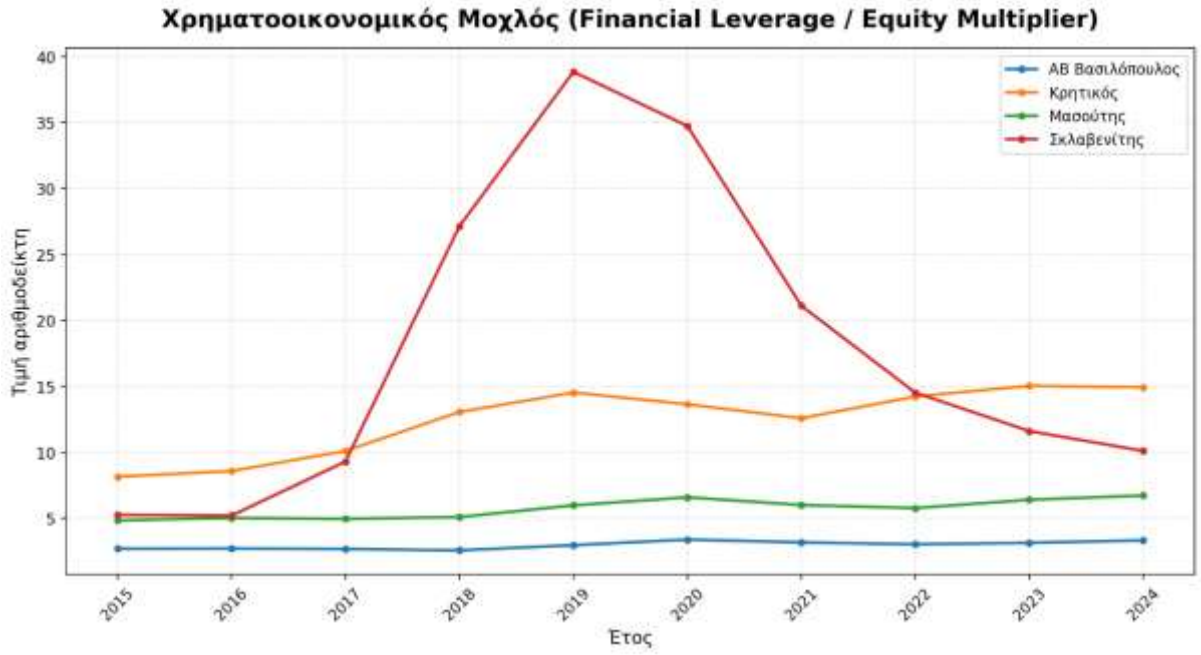
Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ΑΒ Βασιλόπουλος	1,69	1,73	1,62	1,51	2,43	2,35	2,02	2,03	2,25	2,40
Κρητικός	7,15	7,98	10,16	13,83	13,28	12,06	11,19	15,27	13,18	14,66
Μασούτης	3,84	4,20	3,71	4,49	5,51	5,66	4,44	5,10	5,70	5,75
Σκλαβενίτης	4,26	4,14	23,30	28,11	50,00	25,60	16,48	11,46	9,89	8,41



Ο δείκτης ξένων προς ίδια κεφάλαια επιβεβαιώνει τις σημαντικές διαφορές κεφαλαιακής διάρθρωσης μεταξύ των επιχειρήσεων. Ο Σκλαβενίτης εμφανίζει πολύ υψηλές τιμές στα έτη της μεταβατικής περιόδου λόγω της χαμηλής βάσης ιδίων κεφαλαίων και της αύξησης των υποχρεώσεων μετά την εταιρική μεταβολή. Ο Κρητικός εμφανίζει επίσης υψηλές τιμές, στοιχείο που συνδέεται με τη δυναμική ανάπτυξη και τις χρηματοδοτικές ανάγκες επέκτασης.

Πίνακας 4.10: Χρηματοοικονομική Μόχλευση / Equity Multiplier, 2015–2024

Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ΑΒ Βασιλόπουλος	2,69	2,71	2,67	2,57	2,96	3,39	3,17	3,03	3,14	3,32
Κρητικός	8,15	8,58	10,10	13,06	14,53	13,64	12,58	14,23	15,04	14,93
Μασούτης	4,84	5,02	4,95	5,09	5,98	6,59	6,00	5,77	6,40	6,73
Σκλαβενίτης	5,26	5,20	9,30	27,14	38,84	34,73	21,11	14,51	11,61	10,10



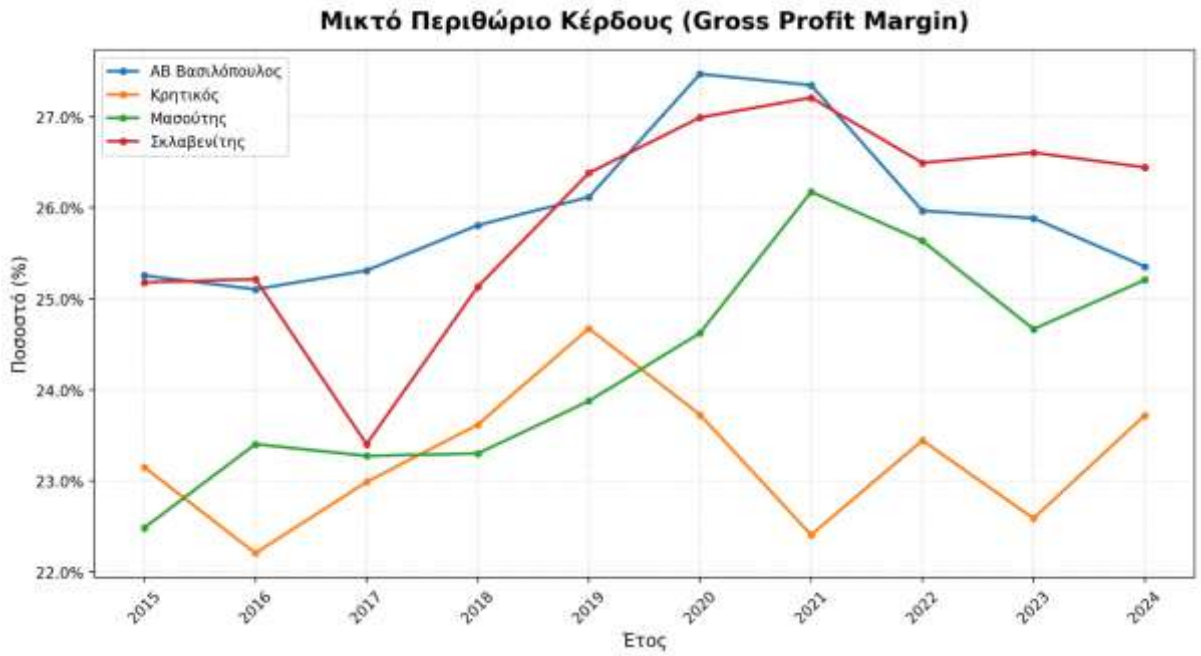
Η χρηματοοικονομική Μοχλευση, (Equity Multiplier) συνδέεται άμεσα με τη DuPont Analysis καθώς δείχνει πόσες μονάδες ενεργητικού αντιστοιχούν σε κάθε μονάδα ιδίων κεφαλαίων. Οι υψηλές τιμές του δείκτη σε ορισμένες επιχειρήσεις δείχνουν ότι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων πρέπει να ερμηνεύεται προσεκτικά διότι μπορεί να επηρεάζεται έντονα από τη μόχλευση και όχι μόνο από την καθαρή λειτουργική κερδοφορία.

4.3.4 Αριθμοδείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας

Οι δείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας αποτυπώνουν την ικανότητα των επιχειρήσεων να μετατρέπουν τις πωλήσεις και τους χρησιμοποιούμενους πόρους σε κέρδη. Στον κλάδο των supermarket, η κερδοφορία πρέπει να αξιολογείται σε συνδυασμό με την κυκλοφοριακή ταχύτητα επειδή οι επιχειρήσεις λειτουργούν με υψηλό όγκο πωλήσεων αλλά χαμηλά καθαρά περιθώρια.

Πίνακας 4.11: Περιθώριο Μικτού Κέρδους (Gross Profit Margin), 2015–2024

Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ΑΒ Βασιλόπουλος	25,26 %	25,10%	25,31%	25,81%	26,12%	27,47%	27,35%	25,97%	25,89%	25,35%
Κρητικός	23,15 %	22,21%	22,99%	23,62%	24,67%	23,73%	22,41%	23,44%	22,59%	23,72%
Μασούτης	22,48 %	23,40%	23,27%	23,30%	23,88%	24,62%	26,17%	25,64%	24,67%	25,21%
Σκλαβενίτης	25,18 %	25,22%	23,40%	25,13%	26,38%	26,99%	27,21%	26,49%	26,61%	26,44%



Το μικτό περιθώριο κέρδους κινείται σε σχετικά σταθερά επίπεδα για τις περισσότερες επιχειρήσεις, με μικρές διαφοροποιήσεις μεταξύ εταιρειών και ετών. Η σταθερότητα αυτή δείχνει ότι οι επιχειρήσεις διατηρούν σε μεγάλο βαθμό την εμπορική τους πολιτική αν και οι διαφορές στο κόστος προμηθειών, στις εκπτώσεις και στη σύνθεση των προϊόντων μπορούν να επηρεάζουν τις τελικές τιμές του δείκτη.

Πίνακας 4.12: Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους (EBIT Margin), 2015–2024

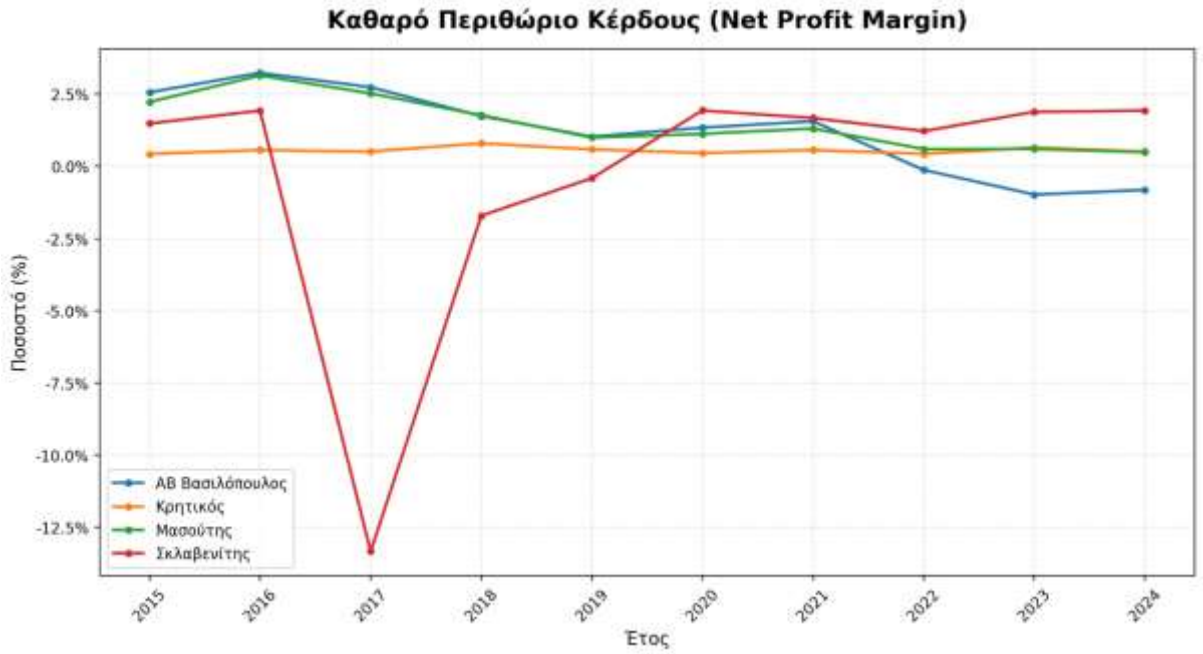
Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ΑΒ Βασιλόπουλος	4,45%	5,29%	4,53%	3,02%	2,96%	3,18%	3,39%	1,02%	0,32%	0,71%
Κρητικός	2,27%	1,99%	1,81%	2,10%	1,89%	2,07%	1,82%	1,43%	2,03%	1,96%
Μασούτης	4,39%	5,31%	4,03%	2,47%	2,53%	2,51%	2,46%	1,87%	2,37%	2,36%
Σκλαβενίτης	3,45%	4,02%	-16,82%	-0,71%	2,20%	3,69%	4,28%	3,26%	4,35%	4,15%



Το λειτουργικό περιθώριο κέρδους δείχνει την ικανότητα δημιουργίας λειτουργικού αποτελέσματος πριν από τόκους και φόρους. Η ΑΒ εμφανίζει σημαντική υποχώρηση μετά το 2021 ενώ ο Σκλαβενίτης περνά από αρνητικές τιμές στη μεταβατική φάση σε θετικότερη εικόνα μετά το 2020. Ο Μασούτης και ο Κρητικός εμφανίζουν χαμηλότερα αλλά σχετικά σταθερά λειτουργικά περιθώρια, γεγονός που αντανακλά τις πιέσεις κόστους και ανταγωνισμού στον κλάδο.

Πίνακας 4.13: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους (Net Profit Margin), 2015–2024

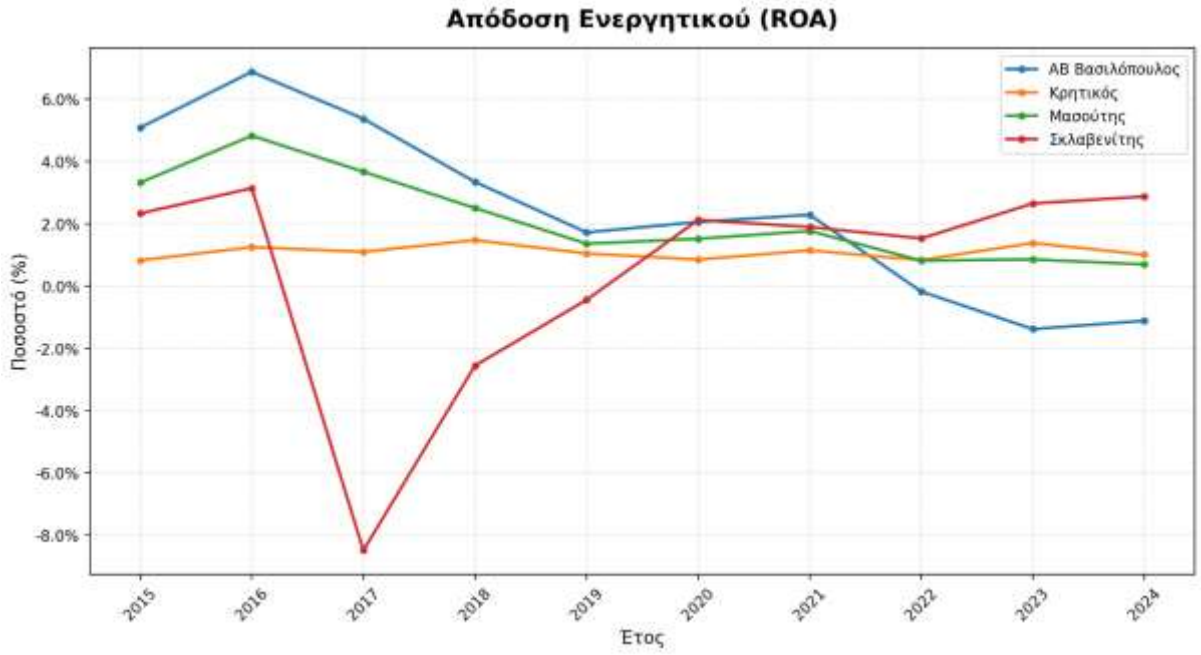
Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ΑΒ Βασιλόπουλος	2,56%	3,24%	2,74%	1,74%	1,03%	1,34%	1,56%	-0,12%	-0,98%	-0,82%
Κρητικός	0,43%	0,56%	0,51%	0,80%	0,59%	0,46%	0,57%	0,43%	0,65%	0,51%
Μασούτης	2,23%	3,15%	2,53%	1,77%	1,00%	1,12%	1,31%	0,60%	0,60%	0,49%
Σκλαβενίτης	1,48%	1,93%	-13,34%	-1,71%	-0,41%	1,93%	1,67%	1,22%	1,89%	1,93%



Το καθαρό περιθώριο κέρδους είναι χαμηλό σε όλες τις επιχειρήσεις, όπως είναι αναμενόμενο στον κλάδο του λιανεμπορίου τροφίμων. Η ΑΒ εμφανίζει αρνητικό καθαρό περιθώριο στα τελευταία έτη, ενώ ο Σκλαβενίτης παρουσιάζει αρνητικές τιμές στα έτη της μετάβασης και θετική εικόνα μετά το 2020. Ο Κρητικός και ο Μασούτης διατηρούν θετικά αλλά περιορισμένα καθαρά περιθώρια.

Πίνακας 4.14: Απόδοση Ενεργητικού (ROA), 2015–2024

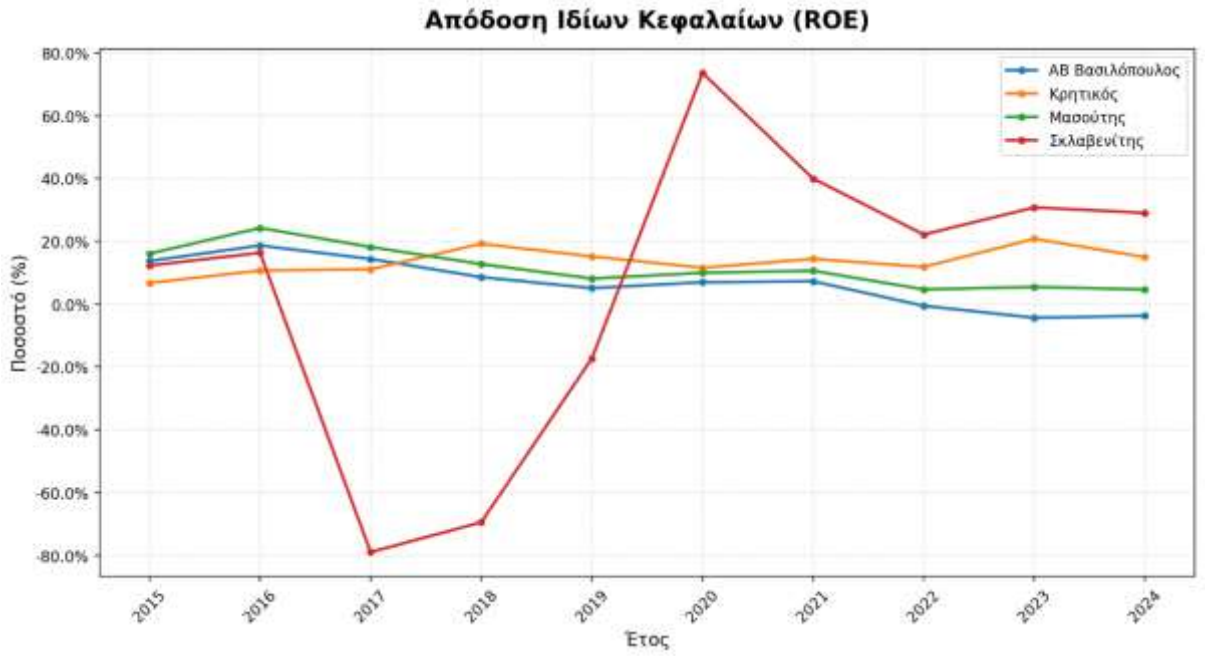
Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ΑΒ Βασιλόπουλος	5,09%	6,88%	5,37%	3,34%	1,72%	2,06%	2,29%	-0,18%	-1,39%	-1,12%
Κρητικός	0,82%	1,25%	1,10%	1,47%	1,04%	0,85%	1,14%	0,83%	1,38%	1,00%
Μασούτης	3,32%	4,83%	3,67%	2,50%	1,36%	1,52%	1,77%	0,81%	0,85%	0,69%
Σκλαβενίτης	2,33%	3,14%	-8,49%	-2,56%	-0,45%	2,12%	1,89%	1,53%	2,65%	2,87%



Το ROA δείχνει την ικανότητα παραγωγής καθαρών κερδών από το μέσο σύνολο ενεργητικού. Η ΑΒ εμφανίζει επιδείνωση στο τέλος της περιόδου, ενώ ο Σκλαβενίτης βελτιώνεται αισθητά μετά την ολοκλήρωση της μεταβατικής φάσης. Ο Κρητικός διατηρεί θετικές τιμές σε όλη την περίοδο ενώ ο Μασούτης παρουσιάζει υποχώρηση σε σχέση με τα πρώτα έτη. Το ROA είναι ιδιαίτερα σημαντικό για την οικονομετρική ανάλυση επειδή αποτυπώνει τη συνολική αποδοτικότητα του ενεργητικού.

Πίνακας 4.15: Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE), 2015–2024

Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ΑΒ Βασιλόπουλος	13,71%	18,65%	14,37%	8,58%	5,09%	6,96%	7,25%	-0,55%	-4,35%	-3,72%
Κρητικός	6,73%	10,68%	11,08%	19,22%	15,17%	11,55%	14,39%	11,82%	20,79%	14,95%
Μασούτης	16,06%	24,23%	18,17%	12,75%	8,11%	9,98%	10,60%	4,69%	5,45%	4,67%
Σκλαβενίτης	12,26%	16,33%	-78,94%	-69,42%	-17,29%	73,57%	39,94%	22,15%	30,76%	29,02%



Το ROE εμφανίζει μεγαλύτερες διακυμάνσεις από το ROA επειδή επηρεάζεται όχι μόνο από την κερδοφορία αλλά και από το επίπεδο των ιδίων κεφαλαίων και τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Ο Σκλαβενίτης παρουσιάζει έντονα αρνητικές τιμές στα έτη 2017–2019 και πολύ υψηλή ανάκαμψη μετά το 2020 γεγονός που συνδέεται με τη μεταβολή της κερδοφορίας και της κεφαλαιακής βάσης. Ο Κρητικός εμφανίζει υψηλές θετικές τιμές σε αρκετά έτη, ενώ ο Μασούτης παρουσιάζει σταδιακή υποχώρηση και η ΑΒ αρνητική εικόνα στο τέλος της περιόδου. Η ερμηνεία του ROE πρέπει επομένως να συνδυάζεται με τη DuPont Analysis και τους δείκτες μόχλευσης.

Συνολικά, η ανάλυση αριθμοδεικτών δείχνει ότι οι επιχειρήσεις του δείγματος διαφοροποιούνται κυρίως ως προς τη δυναμική ανάπτυξης, τη μόχλευση και την αποδοτικότητα, παρά ως προς τη βασική λειτουργική λογική του κλάδου. Οι δείκτες ρευστότητας παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα αλλά αυτό συνδέεται με τη φύση του λιανεμπορίου τροφίμων. Οι δείκτες δραστηριότητας αναδεικνύουν τη σημασία της ταχείας κυκλοφορίας ενεργητικού και αποθεμάτων ενώ οι δείκτες μόχλευσης δείχνουν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση επηρεάζει σημαντικά την ερμηνεία του ROE. Οι δείκτες κερδοφορίας

επιβεβαιώνουν ότι ο κλάδος λειτουργεί με περιορισμένα καθαρά περιθώρια γεγονός που καθιστά κρίσιμη την αποτελεσματική αξιοποίηση των πόρων και τη διαχείριση του κόστους.

4.4 DuPont Analysis

Η DuPont Analysis χρησιμοποιείται στην παρούσα εργασία για να αναλυθεί η απόδοση ιδίων κεφαλαίων σε τρεις βασικές συνιστώσες: το καθαρό περιθώριο κέρδους, την κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού και την Χρηματοοικονομική μόχλευση. Με αυτόν τον τρόπο το ROE δεν αντιμετωπίζεται μόνο ως τελικό αποτέλεσμα αλλά ως σύνθεση λειτουργικής κερδοφορίας, αποτελεσματικής αξιοποίησης του ενεργητικού και κεφαλαιακής διάρθρωσης. Η βασική σχέση που εφαρμόζεται είναι: ROE = Net Profit Margin × Asset Turnover × Equity Multiplier.

Η συγκεκριμένη ανάλυση είναι ιδιαίτερα χρήσιμη στον κλάδο του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων, επειδή οι επιχειρήσεις supermarket λειτουργούν συνήθως με χαμηλά καθαρά περιθώρια κέρδους, αλλά με υψηλό όγκο πωλήσεων και ταχεία κυκλοφορία ενεργητικού και αποθεμάτων. Συνεπώς, μια επιχείρηση μπορεί να εμφανίζει ικανοποιητικό ROE όχι λόγω υψηλού περιθωρίου κέρδους αλλά λόγω υψηλής ταχύτητας ενεργητικού ή αυξημένης χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Από τον πίνακα του καθαρού περιθωρίου κέρδους προκύπτει ότι οι επιχειρήσεις του δείγματος λειτουργούν με σχετικά περιορισμένα καθαρά περιθώρια, γεγονός που είναι συμβατό με τη φύση του κλάδου. Ο Μασούτης και η ΑΒ Βασιλόπουλος εμφανίζουν υψηλότερα περιθώρια στα πρώτα έτη της περιόδου όμως στη συνέχεια παρουσιάζεται σταδιακή συμπίεση. Η ΑΒ καταγράφει αρνητικό καθαρό περιθώριο κατά τα έτη 2022–2024 γεγονός που επηρεάζει αρνητικά και το ROE βάσει DuPont. Ο Σκλαβενίτης παρουσιάζει έντονα αρνητικά περιθώρια την περίοδο 2017–2019, η οποία συνδέεται με τη μεταβατική φάση μετά την εξαγορά και ενσωμάτωση του δικτύου Μαρινόπουλου ενώ από το 2020 και μετά επιστρέφει σε θετικά περιθώρια. Ο Κρητικός εμφανίζει χαμηλότερα αλλά σταθερά θετικά καθαρά περιθώρια σε όλη την περίοδο.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού αναδεικνύει την ικανότητα των επιχειρήσεων να δημιουργούν πωλήσεις από το ενεργητικό τους. Ο Κρητικός και η ΑΒ Βασιλόπουλος εμφανίζουν γενικά υψηλές τιμές Asset Turnover γεγονός που δείχνει σημαντική εμπορική δραστηριότητα σε σχέση με το απασχολούμενο ενεργητικό. Ο Σκλαβενίτης παρουσιάζει έντονη διακύμανση κυρίως λόγω της μεταβολής κλίμακας μετά το 2017 αλλά σταδιακά

ανακάμπτει και φτάνει σε υψηλότερα επίπεδα το 2023–2024. Ο Μασούτης παρουσιάζει πιο σταθερή εικόνα με μικρή υποχώρηση σε σχέση με τα πρώτα έτη αλλά χωρίς ακραίες διακυμάνσεις.

Η χρηματοοικονομική μόχλευση διαφοροποιεί σημαντικά τις επιχειρήσεις. Η AB Βασιλόπουλος κινείται σε σχετικά χαμηλότερα επίπεδα μόχλευσης σε σχέση με τις υπόλοιπες επιχειρήσεις. Ο Μασούτης εμφανίζει σταδιακή αύξηση του Equity Multiplier κάτι που σημαίνει μεγαλύτερη χρήση ξένων κεφαλαίων σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια. Ο Κρητικός παρουσιάζει υψηλή μόχλευση σε όλη την περίοδο στοιχείο που ενισχύει το ROE αλλά αυξάνει και την ευαισθησία της επιχείρησης σε μεταβολές της κερδοφορίας. Ο Σκλαβενίτης εμφανίζει εξαιρετικά υψηλές τιμές κυρίως την περίοδο 2018–2021, γεγονός που συνδέεται με τη χαμηλή βάση ιδίων κεφαλαίων και τη μεγάλη μεταβολή της εταιρικής κλίμακας μετά την ενσωμάτωση του Μαρινόπουλου.

Πίνακας 4.4.4: ROE βάσει DuPont, 2015–2024

Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Σκλαβενίτης	12,26%	16,33%	-78,94%	-69,42%	-17,29%	73,57%	39,94%	22,15%	30,76%	29,02%
Μασούτης	16,06%	24,23%	18,17%	12,75%	8,11%	9,98%	10,60%	4,69%	5,45%	4,67%
Κρητικός	6,73%	10,68%	11,08%	19,22%	15,17%	11,55%	14,39%	11,82%	20,79%	14,95%
AB Βασιλόπουλος	13,71%	18,65%	14,37%	8,58%	5,09%	6,96%	7,25%	-0,55%	-4,35%	-3,72%

Η τελική εικόνα του ROE βάσει DuPont δείχνει ότι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων διαμορφώνεται από διαφορετικούς μηχανισμούς ανά επιχείρηση. Η AB Βασιλόπουλος εμφανίζει θετικό ROE έως το 2021 αλλά αρνητικές τιμές από το 2022 έως το 2024, κυρίως λόγω αρνητικού καθαρού περιθωρίου κέρδους. Ο Μασούτης εμφανίζει θετικό ROE σε όλη την περίοδο με υψηλότερες τιμές στα πρώτα έτη και χαμηλότερη απόδοση μετά το 2022. Ο Κρητικός διατηρεί θετικό ROE σε όλα τα έτη το οποίο στηρίζεται περισσότερο στην υψηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού και στον υψηλή μόχλευση παρά σε υψηλά περιθώρια κέρδους. Ο Σκλαβενίτης εμφανίζει αρνητικό ROE την περίοδο 2017–2019 αλλά από το 2020 και μετά παρουσιάζει ισχυρή ανάκαμψη η οποία όμως πρέπει να ερμηνευθεί με προσοχή καθώς επηρεάζεται έντονα από την υψηλή μόχλευση.

Συνολικά η DuPont Analysis δείχνει ότι στον κλάδο των supermarket η αποδοτικότητα δεν εξαρτάται μόνο από το καθαρό περιθώριο κέρδους. Η υψηλή ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού και η μόχλευση διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του ROE. Αυτό είναι ιδιαίτερα εμφανές στον Κρητικό και στον Σκλαβενίτη όπου η απόδοση ιδίων

κεφαλαίων επηρεάζεται έντονα από τη μόχλευση. Αντίθετα, η ΑΒ δείχνει ότι όταν το καθαρό περιθώριο γίνεται αρνητικό, η DuPont Analysis μεταφέρει αυτή την επίδραση απευθείας στο ROE ακόμη και αν η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού παραμένει σε ικανοποιητικά επίπεδα.

4.5 Altman Z'-Score

Για τις μη εισηγμένες επιχειρήσεις, τιμές άνω του 2,90 θεωρούνται ενδεικτικά ασφαλής ζώνη, τιμές μεταξύ 1,23 και 2,90 γκρίζα ζώνη ενώ τιμές κάτω από 1,23 συνδέονται με αυξημένο κίνδυνο χρηματοοικονομικής δυσχέρειας. Στον κλάδο των supermarket η ερμηνεία του δείκτη πρέπει να λαμβάνει υπόψη ότι το κεφάλαιο κίνησης μπορεί να είναι χαμηλό ή αρνητικό λόγω του εμπορικού κύκλου χωρίς αυτό να σημαίνει απαραίτητα άμεση αδυναμία λειτουργίας.

Πίνακας 4.5.1: Altman Z'-Score ανά επιχείρηση, 2015–2024

Εταιρεία	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Σκλαβενίτης	1,82	1,86	0,12	1,03	0,88	1,10	1,21	1,31	1,54	1,68
Μασούτης	1,79	1,83	1,75	1,43	1,36	1,40	1,53	1,41	1,48	1,48
Κρητικός	2,04	2,18	1,91	1,52	1,58	1,79	1,89	1,68	1,94	1,89
ΑΒ Βασιλόπουλος	2,41	2,52	2,47	2,39	1,72	1,81	1,79	1,68	1,61	1,58

Πίνακας 4.5.2: Σύνοψη Altman Z'-Score ανά επιχείρηση

Εταιρεία	Μέσος όρος	Ελάχιστο	Μέγιστο	Ζώνη 2024
Σκλαβενίτης	1,26	0,12	1,86	Γκρίζα
Μασούτης	1,54	1,36	1,83	Γκρίζα
Κρητικός	1,84	1,52	2,18	Γκρίζα
ΑΒ Βασιλόπουλος	2,00	1,58	2,52	Γκρίζα

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι καμία από τις τέσσερις επιχειρήσεις δεν βρίσκεται στην ασφαλή ζώνη του Altman Z'-Score κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Η εικόνα αυτή δεν σημαίνει απαραίτητα άμεσο κίνδυνο πτώχευσης αλλά δείχνει ότι ο κλάδος χαρακτηρίζεται από περιορισμένο κεφάλαιο κίνησης, υψηλές υποχρεώσεις και έντονη ανάγκη αποτελεσματικής διαχείρισης της χρηματοοικονομικής δομής. Η γκρίζα ζώνη είναι συχνή για επιχειρήσεις supermarket επειδή το επιχειρηματικό τους μοντέλο βασίζεται σε άμεσες εισπράξεις από πελάτες και μεταγενέστερες πληρωμές προς προμηθευτές.

Η ΑΒ Βασιλόπουλος εμφανίζει τις υψηλότερες τιμές στην αρχή της περιόδου, όμως παρουσιάζει καθοδική πορεία μετά το 2018 και φτάνει σε χαμηλότερα επίπεδα το 2024. Η μεταβολή αυτή συνδέεται με την επιδείνωση της κερδοφορίας και τη μείωση του τελικού δείκτη Z'-Score, παρότι η επιχείρηση παραμένει στη γκρίζα ζώνη. Ο Μασούτης κινείται επίσης σταθερά στη γκρίζα ζώνη με σχετικά ήπια αλλά εμφανή υποχώρηση σε σχέση με τα πρώτα έτη. Ο Κρητικός διατηρεί τιμές εντός της γκρίζας ζώνης σε όλη την περίοδο με σχετική

σταθερότητα παρά την ταχεία μεγέθυνση της εταιρείας. Η περίπτωση του Σκλαβενίτη είναι η πιο ιδιαίτερη καθώς ο δείκτης υποχωρεί έντονα την περίοδο 2017–2021 και στη συνέχεια ανακάμπτει σταδιακά γεγονός που αντανακλά τη μεταβατική περίοδο μετά την ενσωμάτωση του δικτύου Μαρινόπουλου και τη σταδιακή βελτίωση της χρηματοοικονομικής εικόνας από το 2022 και μετά.

Συνολικά, το Altman Z'-Score προσφέρει μια διαφορετική οπτική από την απλή ανάλυση κερδοφορίας. Επιχειρήσεις με θετικό ROE ή υψηλή εμπορική δραστηριότητα δεν κατατάσσονται απαραίτητα στην ασφαλή ζώνη επειδή ο δείκτης λαμβάνει υπόψη και στοιχεία ρευστότητας, συσσωρευμένης κερδοφορίας και κεφαλαιακής διάρθρωσης. Για τον λόγο αυτό η ερμηνεία του Z'-Score πρέπει να συνδυάζεται με τους αριθμοδείκτες, τη DuPont Analysis και την ποιοτική κατανόηση του κλάδου.

Μεθοδολογική σημείωση: Για την ΑΝΕΔΗΚ Κρητικός, στα έτη 2015 και 2016 οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις ήταν συνοπτικές και δεν εμφάνιζαν αναλυτικά τα «Αποτελέσματα εις νέον». Για τον υπολογισμό της συνιστώσας X2 του Altman Z'-Score χρησιμοποιήθηκε ως προσέγγιση η γραμμή «Λοιπά στοιχεία καθαρής θέσης». Η επιλογή αυτή έγινε για λόγους συνέχειας της δεκαετούς ανάλυσης και λαμβάνεται υπόψη κατά την ερμηνεία των αποτελεσμάτων.

4.6 SWOT Analysis

Η SWOT Analysis χρησιμοποιείται στην παρούσα ενότητα ως συμπληρωματικό εργαλείο στρατηγικής ερμηνείας των χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων. Σε αντίθεση με τους αριθμοδείκτες, τη DuPont Analysis και το Altman Z'-Score, τα οποία βασίζονται σε αριθμητικά δεδομένα, η SWOT Analysis επιτρέπει τη συνολική αξιολόγηση των δυνάμεων, αδυναμιών, ευκαιριών και απειλών που επηρεάζουν τις εξεταζόμενες επιχειρήσεις και τον κλάδο του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων. Η ανάλυση δεν υποκαθιστά τα ποσοτικά ευρήματα, αλλά τα πλαισιώνει και βοηθά στην ερμηνεία τους με βάση το επιχειρηματικό περιβάλλον.

Η χρηματοοικονομική εικόνα των τεσσάρων επιχειρήσεων δεν μπορεί να αποκοπεί από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κλάδου. Οι επιχειρήσεις supermarket δραστηριοποιούνται σε αγορά βασικών αγαθών, με καθημερινή ζήτηση, υψηλό όγκο συναλλαγών και έντονη ανάγκη αποτελεσματικής εφοδιαστικής αλυσίδας. Παράλληλα, λειτουργούν με περιορισμένα καθαρά περιθώρια κέρδους, σημαντικά λειτουργικά έξοδα, υψηλές ανάγκες σε αποθέματα, μισθώσεις, δίκτυα καταστημάτων και συστήματα logistics. Για τον λόγο αυτό η SWOT Analysis

συνδέεται άμεσα με τα ευρήματα των αριθμοδεικτών ιδίως με τους δείκτες κερδοφορίας, δραστηριότητας, μόχλευσης και ρευστότητας.

Πίνακας 4.6.1: SWOT Analysis του κλάδου και των εξεταζόμενων επιχειρήσεων

Κατηγορία	Κύρια σημεία	Χρηματοοικονομική / στρατηγική ερμηνεία
Δυνάμεις (Strengths)	Καθημερινή ζήτηση βασικών αγαθών, μεγάλος όγκος πωλήσεων, εκτεταμένα δίκτυα καταστημάτων, εμπειρία στη διαχείριση logistics, διαπραγματευτική δύναμη έναντι προμηθευτών και αναγνωρισιμότητα εμπορικών σημάτων.	Οι δυνάμεις αυτές στηρίζουν τη σταθερότητα των πωλήσεων και την ταχεία κυκλοφορία αποθεμάτων. Η μεγάλη κλίμακα μπορεί να ενισχύσει την εμπορική ισχύ, αλλά απαιτεί αποτελεσματικό έλεγχο κόστους.
Αδυναμίες (Weaknesses)	Χαμηλά καθαρά περιθώρια κέρδους, υψηλά λειτουργικά έξοδα, σημαντικές μισθώσεις, αυξημένες υποχρεώσεις, ανάγκες χρηματοδότησης και ευαισθησία σε μεταβολές κόστους.	Οι αδυναμίες αυτές εξηγούν γιατί η αύξηση πωλήσεων δεν οδηγεί πάντα σε αντίστοιχη βελτίωση καθαρής κερδοφορίας. Η μόχλευση και το κόστος λειτουργίας μπορούν να πιέσουν ROA, ROE και Z'-Score.
Ευκαιρίες (Opportunities)	Ανάπτυξη προϊόντων ιδιωτικής ετικέτας, ψηφιακά κανάλια πωλήσεων, βελτίωση συστημάτων logistics, ενεργειακή εξοικονόμηση, αυτοματοποίηση και στοχευμένη επέκταση δικτύου.	Οι ευκαιρίες μπορούν να βελτιώσουν τα περιθώρια και την αποτελεσματικότητα. Η ιδιωτική ετικέτα και η καλύτερη διαχείριση αποθεμάτων μπορούν να ενισχύσουν την αποδοτικότητα, ειδικά σε περιβάλλον πίεσης τιμών.
Απειλές (Threats)	Πληθωρισμός τροφίμων, αυξημένο ενεργειακό κόστος, άνοδος επιτοκίων, έντονος ανταγωνισμός τιμών, μείωση αγοραστικής δύναμης, γεωπολιτικές διαταραχές και πιέσεις στις εφοδιαστικές αλυσίδες.	Οι απειλές αυτές επηρεάζουν άμεσα το κόστος, τη ζήτηση και τη χρηματοδότηση. Σε επιχειρήσεις με χαμηλά περιθώρια και υψηλές υποχρεώσεις, οι εξωτερικές πιέσεις μπορούν να συμπιέσουν την κερδοφορία και τη χρηματοοικονομική ανθεκτικότητα.

Οι δυνάμεις του κλάδου συνδέονται κυρίως με τη σταθερότητα της ζήτησης και την καθημερινή κατανάλωση βασικών αγαθών. Ακόμη και σε περιόδους ύφεσης ή πληθωριστικών πιέσεων, τα τρόφιμα και τα είδη πρώτης ανάγκης διατηρούν σημαντικό βαθμό ανελαστικότητας. Αυτό προσφέρει στις αλυσίδες supermarket ένα σχετικά σταθερό υπόβαθρο πωλήσεων. Επιπλέον, τα μεγάλα δίκτυα καταστημάτων και η εμπειρία στη διαχείριση προμηθειών και διανομής αποτελούν βασικά πλεονεκτήματα, καθώς επιτρέπουν οικονομίες κλίμακας, καλύτερη διαπραγμάτευση με προμηθευτές και ταχύτερη αναπλήρωση αποθεμάτων.

Οι αδυναμίες εντοπίζονται κυρίως στη χαμηλή καθαρή κερδοφορία και στην έντονη εξάρτηση από το κόστος λειτουργίας. Ο κλάδος supermarket χαρακτηρίζεται από υψηλό κύκλο εργασιών, αλλά τα καθαρά περιθώρια είναι περιορισμένα. Συνεπώς ακόμη και μικρές μεταβολές στο κόστος ενέργειας, μεταφορών, μισθοδοσίας ή αγορών μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά το τελικό αποτέλεσμα. Η ύπαρξη σημαντικών μισθώσεων, υποχρεώσεων και επενδυτικών αναγκών επιβαρύνει επίσης τη χρηματοοικονομική εικόνα ειδικά όταν συνδυάζεται με αύξηση των επιτοκίων.

Οι ευκαιρίες του κλάδου συνδέονται με την προσαρμογή των επιχειρήσεων στις νέες καταναλωτικές και τεχνολογικές συνθήκες. Η ανάπτυξη προϊόντων ιδιωτικής ετικέτας μπορεί να ενισχύσει τα περιθώρια κέρδους και να προσφέρει ανταγωνιστικές τιμές σε περιόδους μειωμένης αγοραστικής δύναμης. Παράλληλα, η ψηφιοποίηση, τα ηλεκτρονικά κανάλια πωλήσεων και η βελτίωση των συστημάτων logistics μπορούν να αυξήσουν την αποτελεσματικότητα και να περιορίσουν απώλειες και λειτουργικά κόστη. Η ενεργειακή εξοικονόμηση αποτελεί επίσης σημαντική ευκαιρία, ιδιαίτερα για επιχειρήσεις με μεγάλο δίκτυο καταστημάτων και ψυκτικών εγκαταστάσεων.

Οι απειλές προέρχονται κυρίως από το εξωτερικό οικονομικό περιβάλλον. Ο πληθωρισμός τροφίμων αυξάνει το κόστος προμηθειών και πιέζει την αγοραστική δύναμη των καταναλωτών. Το αυξημένο ενεργειακό κόστος επηρεάζει άμεσα τις λειτουργικές δαπάνες, ενώ η άνοδος των επιτοκίων αυξάνει το κόστος χρηματοδότησης. Ο έντονος ανταγωνισμός τιμών περιορίζει τη δυνατότητα πλήρους μετακύλισης του κόστους στους καταναλωτές. Επομένως, οι επιχειρήσεις πρέπει να ισορροπούν μεταξύ διατήρησης ανταγωνιστικών τιμών και προστασίας των περιθωρίων κέρδους.

Πίνακας 4.6.2: Συνοπτική SWOT ερμηνεία ανά επιχείρηση

Επιχείρηση	Βασικές δυνάμεις / ευκαιρίες	Βασικές αδυναμίες / απειλές
Σκλαβενίτης	Μεγάλη κλίμακα δραστηριότητας, ισχυρή θέση στην αγορά, εκτεταμένο δίκτυο, αυξημένη διαπραγματευτική δύναμη και δυνατότητα αξιοποίησης οικονομιών κλίμακας.	Υψηλή πολυπλοκότητα δικτύου μετά την ενσωμάτωση Μαρινόπουλου, αυξημένες λειτουργικές ανάγκες, σημαντικές υποχρεώσεις και ανάγκη συνεχούς ελέγχου κόστους.
Διαμαντής Μασούτης	Σταθερή εταιρική εικόνα, ισχυρή παρουσία στη Βόρεια Ελλάδα, γεωγραφική επέκταση και δυνατότητα περαιτέρω ανάπτυξης σε νέες αγορές.	Πίεση αποδοτικότητας σε περιβάλλον αυξημένου κόστους, ανάγκη διατήρησης ανταγωνιστικών τιμών και περιορισμός περιθωρίων κέρδους.
ΑΝΕΔΗΚ Κρητικός	Δυναμική ανάπτυξη, επέκταση δικτύου, ενίσχυση γεωγραφικής παρουσίας και δυνατότητα αύξησης μεριδίου αγοράς από μικρότερη αρχική βάση.	Ταχεία μεγέθυνση που απαιτεί χρηματοδοτική πειθαρχία, προσεκτική διαχείριση υποχρεώσεων, αποθεμάτων και λειτουργικής πολυπλοκότητας.
ΑΒ Βασιλόπουλος	Ισχυρή αναγνωρισιμότητα, καθιερωμένη παρουσία στην αγορά, μεγάλο δίκτυο και δυνατότητα αξιοποίησης εμπειρίας, τεχνογνωσίας και εμπορικής θέσης.	Πίεση στην κερδοφορία, ανάγκη αναπροσαρμογής στρατηγικής, έντονος ανταγωνισμός τιμών και ευαισθησία σε αύξηση κόστους και μεταβολές καταναλωτικής συμπεριφοράς.

Η σύγκριση των επιχειρήσεων δείχνει ότι η SWOT Analysis δεν οδηγεί σε ενιαία εικόνα για όλες τις αλυσίδες. Ο Σκλαβενίτης εμφανίζει τη μεγαλύτερη κλίμακα και ισχυρή θέση στην αγορά, αλλά η ίδια αυτή κλίμακα συνοδεύεται από αυξημένη πολυπλοκότητα και ανάγκη αποτελεσματικής διαχείρισης κόστους. Ο Μασούτης παρουσιάζει πιο σταθερό προφίλ με ισχυρή περιφερειακή βάση και επέκταση αλλά καλείται να διατηρήσει την αποδοτικότητά του σε περιβάλλον αυξημένου ανταγωνισμού. Ο Κρητικός εμφανίζει δυναμική ανάπτυξη γεγονός που αποτελεί ευκαιρία αλλά ταυτόχρονα δημιουργεί ανάγκη προσεκτικής διαχείρισης χρηματοδότησης και λειτουργικής οργάνωσης. Η ΑΒ Βασιλόπουλος διαθέτει ισχυρό εμπορικό

σήμα και μεγάλη αναγνωρισιμότητα, όμως η πίεση στην κερδοφορία αποτελεί βασικό σημείο προσοχής.

Συνολικά η SWOT Analysis επιβεβαιώνει ότι τα ποσοτικά αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης πρέπει να ερμηνεύονται σε συνδυασμό με τη στρατηγική θέση κάθε επιχείρησης. Η υψηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων, η διαχείριση κόστους, η κεφαλαιακή διάρθρωση και η ικανότητα προσαρμογής στο μακροοικονομικό περιβάλλον αποτελούν κρίσιμους παράγοντες για τη διατήρηση της αποδοτικότητας. Επομένως η SWOT Analysis λειτουργεί ως γέφυρα ανάμεσα στα αριθμητικά ευρήματα των προηγούμενων ενοτήτων και στην οικονομετρική διερεύνηση που ακολουθεί.

4.7 Αποτελέσματα οικονομετρικών υποδειγμάτων

Η παρούσα ενότητα παρουσιάζει τα αποτελέσματα των οικονομετρικών υποδειγμάτων που εκτιμήθηκαν με panel data για τις τέσσερις επιχειρήσεις του δείγματος κατά την περίοδο 2015–2024. Το δείγμα αποτελείται από 40 εταιρικές-ετήσιες παρατηρήσεις, δηλαδή 4 επιχειρήσεις επί 10 έτη. Ως βασικές εξαρτημένες μεταβλητές χρησιμοποιούνται η απόδοση ενεργητικού (ROA) και η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE), ενώ οι ανεξάρτητες μεταβλητές περιλαμβάνουν δείκτες δραστηριότητας, ρευστότητας, μόχλευσης, μέγεθος επιχείρησης και επιλεγμένες μακροοικονομικές μεταβλητές.

Η οικονομετρική ανάλυση δεν αποσκοπεί στην απόδειξη αιτιώδους σχέσης με απόλυτο τρόπο αλλά στη διερεύνηση στατιστικών ενδείξεων σχετικά με τους παράγοντες που συνδέονται με την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων. Για τον λόγο αυτό τα αποτελέσματα ερμηνεύονται σε συνδυασμό με τη χρηματοοικονομική θεωρία, τη λογική της DuPont Analysis και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κλάδου των supermarket. Η τελική ερμηνεία βασίζεται κυρίως στα υποδείγματα με clustered standard errors by unit καθώς αυτά παρέχουν αυστηρότερο έλεγχο των τυπικών σφαλμάτων σε δεδομένα panel.

Για κάθε υπόδειγμα παρουσιάζεται ο έλεγχος υποθέσεων. Σε επίπεδο 5%, η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται όταν p-value < 0,05. Σε επίπεδο 10%, ένα αποτέλεσμα χαρακτηρίζεται ως οριακά στατιστικά σημαντικό όταν p-value < 0,10. Οι έλεγχοι αφορούν τόσο τη συνολική σημαντικότητα του υποδείγματος όσο και τη στατιστική σημαντικότητα των επιμέρους μεταβλητών.

Πίνακας 4.7.0: Γενικό πλαίσιο ελέγχου υποθέσεων των υποδειγμάτων

Έλεγχος	Μηδενική υπόθεση (H0)	Εναλλακτική υπόθεση (H1)	p-value	Απόφαση / ερμηνεία

Συνολική σημαντικότητα υποδείγματος	$\beta1 = \beta2 = \ldots = \beta k = 0$	Τουλάχιστον ένας συντελεστής είναι διαφορετικός από το μηδέν.	Ανά υπόδειγμα	Αν $p < 0,05$, το υπόδειγμα έχει συνολική στατιστική ένδειξη.
Επιμέρους συντελεστής	$\beta j = 0$	$\beta j \neq 0$	Ανά μεταβλητή	Αν $p < 0,05$, η μεταβλητή θεωρείται σημαντική στο 5%. Αν $p < 0,10$, θεωρείται οριακή.
Σταθερές επιδράσεις	Οι επιχειρήσεις έχουν κοινό σταθερό όρο.	Τουλάχιστον μία επιχείρηση έχει διαφορετικό σταθερό όρο.	Ανά υπόδειγμα	Χαμηλό p-value στηρίζει τη χρήση fixed effects.

4.7.1 Κύριο εσωτερικό υπόδειγμα ROA

Το πρώτο κύριο εσωτερικό υπόδειγμα εξετάζει κατά πόσο το ROA επηρεάζεται από βασικούς εσωτερικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η απόδοση ενεργητικού ενώ οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού, η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων, ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης, ο δείκτης άμεσης ρευστότητας και το μέγεθος της επιχείρησης, το οποίο προσεγγίζεται με τον φυσικό λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 AssetTurnover_{it} + \beta_2 InventoryTurnover_{it} + \beta_3 DebtRatio_{it} + \beta_4 QuickRatio_{it} + \beta_5 ln(TotalAssets)_{it} + \mu_i + u_{it}$$

Πίνακας 4.7.1: Κύριο εσωτερικό υπόδειγμα ROA με clustered standard errors by unit

Μεταβλητή	Συντελεστής	p-value	Ερμηνεία
Asset Turnover	-0,0234154	0,6574	Μη στατιστικά σημαντική σχέση.
Inventory Turnover	0,0190313	0,0646	Θετική και οριακά σημαντική σχέση στο 10%.
Debt Ratio	-0,331065	0,1348	Αρνητικό πρόσημο, αλλά μη σημαντικό μετά τη διόρθωση.
Quick Ratio	-0,000893720	0,0609	Αρνητική και οριακά σημαντική σχέση στο 10%.
ln(Total Assets)	0,0000116605	0,9831	Μη στατιστικά σημαντική σχέση.
LSDV R^2 / Within R^2	0,7735 / 0,7475	-	Υψηλή ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος.

Πίνακας 4.7.1α: Έλεγχος υποθέσεων κύριου εσωτερικού υποδείγματος ROA

Έλεγχος	Μηδενική υπόθεση (H0)	Εναλλακτική υπόθεση (H1)	p-value	Απόφαση / ερμηνεία
Συνολικός έλεγχος παλινδρομητών	$\beta1 = \beta2 = \beta3 = \beta4 = \beta5 = 0$	Τουλάχιστον ένας $\beta j \neq 0$	4,02763e-23	Απορρίπτεται η H0. Οι μεταβλητές έχουν από κοινού ερμηνευτική ισχύ.
Inventory Turnover	$\beta2 = 0$	$\beta2 \neq 0$	0,0646	Δεν απορρίπτεται στο 5%, αλλά απορρίπτεται στο 10%. Θετική οριακή ένδειξη.
Quick Ratio	$\beta4 = 0$	$\beta4 \neq 0$	0,0609	Δεν απορρίπτεται στο 5%, αλλά απορρίπτεται στο 10%. Αρνητική οριακή ένδειξη.
Debt Ratio	$\beta3 = 0$	$\beta3 \neq 0$	0,1348	Δεν απορρίπτεται η H0. Το αρνητικό πρόσημο ερμηνεύεται με επιφύλαξη.
Fixed effects	Κοινός σταθερός όρος ανά επιχείρηση	Διαφορετικοί σταθεροί όροι	0,6384	Με τον αξιόπιστο έλεγχο δεν απορρίπτεται η H0. Το FE διατηρείται για λόγους panel δομής και συγκρισιμότητας.

Με βάση τον έλεγχο υποθέσεων, το κύριο εσωτερικό υπόδειγμα ROA είναι συνολικά στατιστικά ισχυρό καθώς απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές δεν έχουν από κοινού ερμηνευτική ισχύ. Η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων εμφανίζεται θετική και οριακά σημαντική στο 10%, γεγονός που παρέχει ένδειξη ότι η αποτελεσματικότερη διαχείριση των αποθεμάτων συνδέεται με υψηλότερη αποδοτικότητα ενεργητικού. Το Quick Ratio εμφανίζει επίσης οριακή αρνητική ένδειξη ενώ το Debt Ratio δεν παραμένει στατιστικά σημαντικό στην clustered εκδοχή.

4.7.2 Κύριο εσωτερικό υπόδειγμα ROE

Το δεύτερο κύριο εσωτερικό υπόδειγμα χρησιμοποιεί ως εξαρτημένη μεταβλητή το ROE. Η επιλογή του ROE συνδέεται με τη DuPont Analysis, καθώς η απόδοση ιδίων κεφαλαίων επηρεάζεται από τη λειτουργική κερδοφορία, την κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού

και τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Για τον λόγο αυτό στο υπόδειγμα ROE χρησιμοποιείται ως ανεξάρτητη μεταβλητή η χρηματοοικονομική μόχλευση αντί του Debt Ratio.

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 AssetTurnover_{it} + \beta_2 InventoryTurnover_{it} + \beta_3 FinancialLeverage_{it} + \beta_4 QuickRatio_{it} + \beta_5 ln(TotalAssets)_{it} + \mu_i + u_{it}$$

Πίνακας 4.7.2: Κύριο εσωτερικό υπόδειγμα ROE με clustered standard errors by unit

Μεταβλητή	Συντελεστής	p-value	Ερμηνεία
Asset Turnover	-0,3418	0,1514	Μη στατιστικά σημαντική σχέση.
Inventory Turnover	0,1875	0,0120	Θετική και σημαντική σχέση στο 5%.
Financial Leverage	-0,0073	0,0481	Αρνητική και σημαντική σχέση στο 5%.
Quick Ratio	-0,0045	0,0442	Αρνητική και σημαντική σχέση στο 5%.
ln(Total Assets)	0,0473	0,1862	Μη στατιστικά σημαντική σχέση.
LSDV R^2 / Within R^2	0,3112 / 0,2976	-	Μέτρια έως περιορισμένη ερμηνευτική ικανότητα.

Πίνακας 4.7.2α: Έλεγχος υποθέσεων κύριου εσωτερικού υποδείγματος ROE

Έλεγχος	Μηδενική υπόθεση (H0)	Εναλλακτική υπόθεση (H1)	p-value	Απόφαση / ερμηνεία
Συνολικός έλεγχος παλινδρομητών	$\beta1 = \beta2 = \beta3 = \beta4 = \beta5 = 0$	Τουλάχιστον ένας $\beta j \neq 0$	0,0430	Στην απλή εκδοχή απορρίπτεται η H0 στο 5%. Η τελική ερμηνεία συντελεστών γίνεται με clustered SE.
Inventory Turnover	$\beta2 = 0$	$\beta2 \neq 0$	0,0120	Απορρίπτεται η H0 στο 5%. Θετική και στατιστικά σημαντική σχέση με ROE.
Financial Leverage	$\beta3 = 0$	$\beta3 \neq 0$	0,0481	Απορρίπτεται η H0 στο 5%. Αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση.
Quick Ratio	$\beta4 = 0$	$\beta4 \neq 0$	0,0442	Απορρίπτεται η H0 στο 5%. Αρνητική και στατιστικά σημαντική σχέση.
Fixed effects	Κοινός σταθερός όρος ανά επιχείρηση	Διαφορετικοί σταθεροί όροι	0,0518	Οριακή ένδειξη στο 10%. Η χρήση fixed effects στηρίζεται με προσοχή.

Ο έλεγχος υποθέσεων του κύριου ROE υποδείγματος δείχνει ότι η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων αποτελεί τη σημαντικότερη θετική εσωτερική μεταβλητή. Η μηδενική υπόθεση για τον συντελεστή της Inventory Turnover απορρίπτεται στο 5%, γεγονός που στηρίζει την ερμηνεία ότι η ταχύτερη ανακύκλωση αποθεμάτων συνδέεται με υψηλότερη απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Η Financial Leverage και η Quick Ratio εμφανίζονται αρνητικές και στατιστικά σημαντικές, στοιχείο που δείχνει ότι στο συγκεκριμένο δείγμα η αύξηση της μόχλευσης ή της άμεσης ρευστότητας δεν μεταφράζεται απαραίτητα σε υψηλότερο ROE.

4.7.3 Διευρυμένο υπόδειγμα ROA με μακροοικονομικές μεταβλητές

Το διευρυμένο υπόδειγμα ROA χρησιμοποιείται ως έλεγχος ανθεκτικότητας του βασικού εσωτερικού υποδείγματος. Στο μοντέλο αυτό προστίθενται ο πληθωρισμός τροφίμων και το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ, ώστε να εξεταστεί αν τα βασικά εσωτερικά

ευρήματα παραμένουν σταθερά όταν ληφθούν υπόψη παράγοντες του εξωτερικού οικονομικού περιβάλλοντος.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 AssetTurnover_{it} + \beta_2 InventoryTurnover_{it} + \beta_3 DebtRatio_{it} + \beta_4 FoodInflation_t + \beta_5 ECBDepositRate_t + \mu_i + u_{it}$$

Πίνακας 4.7.3: Διευρυμένο υπόδειγμα ROA - έλεγχος ανθεκτικότητας

Μεταβλητή	Συντελεστής	p-value	Ερμηνεία
Asset Turnover	-0,0326225	0,5292	Μη στατιστικά σημαντική σχέση.
Inventory Turnover	0,0208058	0,0268	Θετική και σημαντική σχέση στο 5%.
Debt Ratio	-0,355320	0,0401	Αρνητική και σημαντική σχέση στο 5%.
Food Inflation	-0,000320892	0,3700	Μη στατιστικά σημαντική σχέση.
ECB Deposit Rate	-0,00182657	0,0504	Αρνητική και οριακά σημαντική σχέση στο 10%.
LSDV R^2 / Within R^2	0,7829 / 0,7579	-	Υψηλή ερμηνευτική ικανότητα.

Πίνακας 4.7.3α: Έλεγχος υποθέσεων διευρυμένου υποδείγματος ROA

Έλεγχος	Μηδενική υπόθεση (H0)	Εναλλακτική υπόθεση (H1)	p-value	Απόφαση / ερμηνεία
Inventory Turnover	$\beta 2 = 0$	$\beta 2 \neq 0$	0,0268	Απορρίπτεται η H0 στο 5%. Θετική σχέση με ROA.
Debt Ratio	$\beta 3 = 0$	$\beta 3 \neq 0$	0,0401	Απορρίπτεται η H0 στο 5%. Αρνητική σχέση με ROA.
Food Inflation	$\beta 4 = 0$	$\beta 4 \neq 0$	0,3700	Δεν απορρίπτεται η H0. Δεν τεκμηριώνεται ατομική επίδραση.
ECB Deposit Rate	$\beta 5 = 0$	$\beta 5 \neq 0$	0,0504	Οριακά δεν απορρίπτεται στο 5%, αλλά υπάρχει ασθενής αρνητική ένδειξη στο 10%.
Fixed effects	Κοινός σταθερός όρος ανά επιχείρηση	Διαφορετικοί σταθεροί όροι	0,0099	Απορρίπτεται η H0. Δικαιολογείται η χρήση fixed effects.

Στο διευρυμένο ROA υπόδειγμα, ο έλεγχος υποθέσεων ενισχύει την αξιοπιστία των εσωτερικών ευρημάτων. Η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται για την Inventory Turnover και το Debt Ratio στο 5%. Επομένως, η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων συνδέεται θετικά με το ROA ενώ η δανειακή επιβάρυνση συνδέεται αρνητικά. Οι μακροοικονομικές μεταβλητές δεν εμφανίζουν ισχυρή ατομική στατιστική σημαντικότητα με εξαίρεση το επιτόκιο της ΕΚΤ που παρουσιάζει οριακή αρνητική ένδειξη.

4.7.4 Διευρυμένο υπόδειγμα ROE με μακροοικονομικές μεταβλητές

Το διευρυμένο υπόδειγμα ROE αποτελεί έλεγχο ανθεκτικότητας του βασικού ROE υποδείγματος. Σκοπός του είναι να εξεταστεί αν η θετική σχέση της κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων με το ROE παραμένει ισχυρή μετά την προσθήκη μακροοικονομικών μεταβλητών.

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 InventoryTurnover_{it} + \beta_2 FinancialLeverage_{it} + \beta_3 QuickRatio_{it} + \beta_4 ECBDepositRate_t + \beta_5 FoodInflation_t + \mu_i + u_{it}$$

Πίνακας 4.8.4: Διευρυμένο υπόδειγμα ROE - έλεγχος ανθεκτικότητας

Μεταβλητή	Συντελεστής	p-value	Ερμηνεία
Inventory Turnover	0,128258	0,0018	Θετική και σημαντική σχέση στο 1%.
Financial Leverage	-0,00101853	0,3677	Μη στατιστικά σημαντική σχέση.
Quick Ratio	-0,00447011	0,0966	Αρνητική και οριακά σημαντική σχέση στο 10%.
ECB Deposit Rate	-0,00356332	0,5367	Μη στατιστικά σημαντική σχέση.
Food Inflation	0,00642411	0,3824	Μη στατιστικά σημαντική σχέση.
LSDV R^2 / Within R^2	0,2818 / 0,2677	-	Περιορισμένη ερμηνευτική ικανότητα, αλλά καθαρή ένδειξη για Inventory Turnover.

Πίνακας 4.7.4α: Έλεγχος υποθέσεων διευρυμένου υποδείγματος ROE

Έλεγχος	Μηδενική υπόθεση (H0)	Εναλλακτική υπόθεση (H1)	p-value	Απόφαση / ερμηνεία
Συνολικός έλεγχος παλινδρομητών	$\beta1 = \beta2 = \beta3 = \beta4 = \beta5 = 0$	Τουλάχιστον ένας $\beta j \neq 0$	5,47894e-23	Απορρίπτεται η H0. Οι μεταβλητές έχουν από κοινού ερμηνευτική ισχύ.
Inventory Turnover	$\beta1 = 0$	$\beta1 \neq 0$	0,0018	Απορρίπτεται η H0 στο 1%. Ισχυρή θετική σχέση με ROE.
Quick Ratio	$\beta3 = 0$	$\beta3 \neq 0$	0,0966	Δεν απορρίπτεται στο 5%, αλλά απορρίπτεται οριακά στο 10%. Αρνητική ένδειξη.
ECB Deposit Rate και Food Inflation	$\beta4 = \beta5 = 0$ ως ατομικοί συντελεστές	Οι συντελεστές διαφέρουν από το μηδέν	0,5367 / 0,3824	Δεν απορρίπτεται η H0. Δεν τεκμηριώνεται ατομική επίδραση των macro.
Fixed effects	Κοινός σταθερός όρος ανά επιχείρηση	Διαφορετικοί σταθεροί όροι	1,81829e-05	Απορρίπτεται η H0. Δικαιολογείται η χρήση fixed effects.

Το διευρυμένο ROE υπόδειγμα επιβεβαιώνει το βασικό εύρημα του κύριου ROE υποδείγματος. Η μηδενική υπόθεση για το Inventory Turnover απορρίπτεται στο επίπεδο 1%, γεγονός που δείχνει ισχυρή θετική σχέση με την απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Η προσθήκη των μακροοικονομικών μεταβλητών δεν αναιρεί το εύρημα αυτό. Αντίθετα, ενισχύει την ερμηνεία ότι η διαχείριση αποθεμάτων αποτελεί τον πιο σταθερό εσωτερικό παράγοντα που συνδέεται με το ROE στο δείγμα.

4.7.5 Καθαρό μακροοικονομικό υπόδειγμα ROA

Για να αξιολογηθεί η αυτόνομη ερμηνευτική ικανότητα των μακροοικονομικών μεταβλητών, εκτιμήθηκε και ένα καθαρό μακροοικονομικό υπόδειγμα ROA. Το υπόδειγμα αυτό περιλαμβάνει μόνο τον πληθωρισμό τροφίμων, το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ και τον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 FoodInflation_t + \beta_2 ECBDepositRate_t + \beta_3 GDPGrowth_t + \mu_i + u_{it}$$

Πίνακας 4.8.5: Καθαρό μακροοικονομικό υπόδειγμα ROA

Μεταβλητή / Έλεγχος	Συντελεστής ή τιμή	p-value	Ερμηνεία
Food Inflation	-0,000550881	0,6242	Μη στατιστικά σημαντική σχέση.
ECB Deposit Rate	-0,00127857	0,6865	Μη στατιστικά σημαντική σχέση.
GDP Growth	-0,000350560	0,3364	Μη στατιστικά σημαντική σχέση.
Από κοινού έλεγχος	F(3,3)=7,5218	0,0658	Οριακή συνολική ένδειξη στο 10%.
Ελεγχος fixed effects	Welch F=2,7605	0,0739	Οριακή ένδειξη διαφορών ανά επιχείρηση.
LSDV R^2 / Within R^2	0,1371 / 0,0378	-	Περιορισμένη ερμηνευτική ικανότητα.

Πίνακας 4.7.5α: Έλεγχος υποθέσεων καθαρού μακροοικονομικού υποδείγματος ROA

Ελεγχος	Μηδενική υπόθεση (H0)	Εναλλακτική υπόθεση (H1)	p-value	Απόφαση / ερμηνεία
Συνολικός έλεγχος macro μεταβλητών	$\beta1 = \beta2 = \beta3 = 0$	Τουλάχιστον ένας $\beta j \neq 0$	0,0658	Δεν απορρίπτεται στο 5%, αλλά υπάρχει οριακή ένδειξη στο 10%.
Food Inflation	$\beta1 = 0$	$\beta1 \neq 0$	0,6242	Δεν απορρίπτεται η H0. Δεν τεκμηριώνεται ατομική επίδραση.
ECB Deposit Rate	$\beta2 = 0$	$\beta2 \neq 0$	0,6865	Δεν απορρίπτεται η H0. Δεν τεκμηριώνεται ατομική επίδραση.
GDP Growth	$\beta3 = 0$	$\beta3 \neq 0$	0,3364	Δεν απορρίπτεται η H0. Δεν τεκμηριώνεται ατομική επίδραση.
Fixed effects	Κοινός σταθερός όρος ανά επιχείρηση	Διαφορετικοί σταθεροί όροι	0,0739	Οριακή ένδειξη στο 10%, όχι ισχυρή στο 5%.

Το καθαρό μακροοικονομικό υπόδειγμα ROA έχει περιορισμένη ερμηνευτική ικανότητα. Σε επίπεδο 5%, δεν απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση ούτε για τις επιμέρους μακροοικονομικές μεταβλητές ούτε για τον συνολικό έλεγχο. Ο συνολικός έλεγχος είναι οριακά σημαντικός μόνο στο 10%, γεγονός που παρέχει ασθενείς ενδείξεις επίδρασης του εξωτερικού περιβάλλοντος. Συνεπώς οι μακροοικονομικές μεταβλητές από μόνες τους δεν επαρκούν για να εξηγήσουν την αποδοτικότητα του ενεργητικού των επιχειρήσεων του δείγματος.

4.7.6 Συγκριτική σύνοψη οικονομετρικών αποτελεσμάτων

Πίνακας 4.8.6: Συνοπτική εικόνα βασικών ευρημάτων

Υπόδειγμα	Εξαρτημένη	Κύριο εύρημα	Απόφαση βάσει H0
Κύριο εσωτερικό ROA	ROA	Inventory Turnover θετικό και οριακά σημαντικό. Quick Ratio αρνητικό και οριακό.	Απορρίπτεται η H0 για Inventory και Quick μόνο στο 10%.
Κύριο εσωτερικό ROE	ROE	Inventory Turnover θετικό και σημαντικό. Financial Leverage και Quick Ratio αρνητικά.	Απορρίπτεται η H0 στο 5% για Inventory, Financial Leverage και Quick Ratio.
Robustness ROA	ROA	Inventory Turnover θετικό και σημαντικό. Debt Ratio αρνητικό και σημαντικό.	Απορρίπτεται η H0 στο 5% για Inventory και Debt Ratio.
Robustness ROE	ROE	Inventory Turnover θετικό και σημαντικό στο 1%.	Απορρίπτεται η H0 στο 1% για Inventory Turnover.
Καθαρό macro ROA	ROA	Οι μακρομεταβλητές δεν είναι ατομικά σημαντικές.	Δεν απορρίπτεται η H0 στο 5%. Μόνο οριακή συνολική ένδειξη στο 10%.

Η σύγκριση των υποδειγμάτων δείχνει ότι η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων αποτελεί τη μεταβλητή με την πιο συνεπή θετική σχέση με την αποδοτικότητα. Το εύρημα εμφανίζεται τόσο στα υποδείγματα ROA όσο και στα υποδείγματα ROE και παραμένει σημαντικό στα διευρυμένα υποδείγματα με μακροοικονομικές μεταβλητές. Αντίθετα, οι καθαρά μακροοικονομικές μεταβλητές δεν παρουσιάζουν ισχυρή ατομική στατιστική σημαντικότητα, γεγονός που περιορίζει την ερμηνευτική τους βαρύτητα στο συγκεκριμένο δείγμα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

5.1 Σύνοψη βασικών ευρημάτων

Η παρούσα διπλωματική εργασία είχε ως σκοπό τη συγκριτική χρηματοοικονομική αξιολόγηση τεσσάρων σημαντικών επιχειρήσεων του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων στην Ελλάδα, δηλαδή του Σκλαβενίτη, του Διαμαντή Μασούτη, της ΑΝΕΔΗΚ Κρητικός και της ΑΒ Βασιλόπουλος, κατά την περίοδο 2015–2024. Η ανάλυση βασίστηκε σε αριθμοδείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, μόχλευσης, κερδοφορίας και αποδοτικότητας, στην DuPont Analysis, στο υπόδειγμα Altman Z’-Score, στη SWOT Analysis και σε οικονομετρικά υποδείγματα panel data.

Τα ευρήματα δείχνουν ότι οι τέσσερις επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο, αλλά δεν ακολούθησαν την ίδια χρηματοοικονομική διαδρομή. Ο Σκλαβενίτης εμφάνισε τη μεγαλύτερη μεταβολή κλίμακας μετά την ενσωμάτωση του δικτύου Μαρινόπουλου. Ο Μασούτης παρουσίασε πιο σταθερή και ισορροπημένη αναπτυξιακή πορεία. Ο Κρητικός ξεχώρισε για τη δυναμική μεγέθυνση από μικρότερη βάση, ενώ η ΑΒ Βασιλόπουλος

λειτούργησε ως ώριμη και εγκατεστημένη αλυσίδα με ισχυρή παρουσία στην αγορά αλλά με πιέσεις στην αποδοτικότητα τα τελευταία έτη.

Σε επίπεδο κλάδου η ανάλυση ανέδειξε ότι η αποδοτικότητα των επιχειρήσεων supermarket δεν μπορεί να ερμηνευθεί μόνο από το ύψος των πωλήσεων. Ο κλάδος χαρακτηρίζεται από υψηλό όγκο συναλλαγών, περιορισμένα καθαρά περιθώρια κέρδους και αυξημένη ανάγκη αποτελεσματικής διαχείρισης ενεργητικού, αποθεμάτων και χρηματοδοτικής διάρθρωσης. Επομένως, η λειτουργική αποτελεσματικότητα και η ποιότητα της χρηματοοικονομικής διαχείρισης αποτελούν κρίσιμους παράγοντες για την κατανόηση της συνολικής επίδοσης.

Το πιο σταθερό οικονομετρικό εύρημα είναι η θετική σχέση της κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων με την αποδοτικότητα. Το Inventory Turnover εμφανίστηκε θετικό και οριακά σημαντικό στο κύριο υπόδειγμα ROA, θετικό και σημαντικό στο διευρυμένο υπόδειγμα ROA, θετικό και σημαντικό στο κύριο υπόδειγμα ROE και ιδιαίτερα ισχυρό στο διευρυμένο υπόδειγμα ROE. Συνεπώς, η αποτελεσματική διαχείριση αποθεμάτων αναδεικνύεται ως ο σημαντικότερος εσωτερικός παράγοντας αποδοτικότητας στο συγκεκριμένο δείγμα.

5.2 Απάντηση στα ερευνητικά ερωτήματα

Το πρώτο ερευνητικό ερώτημα αφορούσε την εξέλιξη των βασικών αριθμοδεικτών ρευστότητας, δραστηριότητας, μόχλευσης, κερδοφορίας και αποδοτικότητας. Η ανάλυση έδειξε ότι οι επιχειρήσεις δεν ακολούθησαν ενιαία πορεία. Οι δείκτες επηρεάστηκαν από το μέγεθος, τη στρατηγική ανάπτυξης, τη λειτουργική δομή και τα ιδιαίτερα εταιρικά γεγονότα κάθε επιχείρησης. Οι δείκτες δραστηριότητας, και κυρίως η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων, αποδείχθηκαν ιδιαίτερα χρήσιμοι για την κατανόηση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας του κλάδου.

Το δεύτερο ερευνητικό ερώτημα αφορούσε τις διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων ως προς τη συνολική χρηματοοικονομική επίδοση και ανθεκτικότητα. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι ο Σκλαβενίτης κυριαρχεί σε όρους μεγέθους, αλλά η αποδοτικότητά του πρέπει να αξιολογείται λαμβάνοντας υπόψη την περίοδο αναδιάρθρωσης μετά την εξαγορά Μαρινόπουλου. Ο Μασούτης εμφανίζει σταθερότητα, ο Κρητικός παρουσιάζει δυναμική ανάπτυξη και η ΑΒ Βασιλόπουλος, παρά την αναγνωρισιμότητα και την ισχυρή της θέση, φαίνεται να αντιμετωπίζει πιέσεις στα περιθώρια και στην αποδοτικότητα.

Το τρίτο ερευνητικό ερώτημα αφορούσε την ερμηνεία του ROE μέσω της DuPont Analysis. Η ανάλυση έδειξε ότι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων δεν έχει ενιαία πηγή για όλες τις επιχειρήσεις. Σε ορισμένες περιπτώσεις ενισχύεται από την καλύτερη λειτουργική κερδοφορία

ή από την ταχύτερη αξιοποίηση του ενεργητικού ενώ σε άλλες επηρεάζεται από τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Συνεπώς η υψηλή απόδοση ιδίων κεφαλαίων δεν πρέπει να ερμηνεύεται αυτόματα ως ένδειξη λειτουργικής υπεροχής καθώς μπορεί να συνδέεται και με τη χρηματοδοτική διάρθρωση.

Το τέταρτο ερευνητικό ερώτημα αφορούσε τους εσωτερικούς χρηματοοικονομικούς παράγοντες που συνδέονται με την αποδοτικότητα. Τα οικονομετρικά υποδείγματα έδειξαν ότι το Inventory Turnover αποτελεί την πιο συνεπή θετική μεταβλητή. Η σχέση αυτή έχει σαφή οικονομική ερμηνεία, καθώς στον κλάδο των supermarket τα αποθέματα αποτελούν βασικό στοιχείο της καθημερινής λειτουργίας.

Παράλληλα, η δανειακή επιβάρυνση και η χρηματοοικονομική μόχλευση εμφάνισαν αρνητική σχέση με την αποδοτικότητα σε συγκεκριμένα υποδείγματα. Στο διευρυμένο υπόδειγμα ROA, το Debt Ratio είχε αρνητικό και στατιστικά σημαντικό συντελεστή, ενώ στο κύριο υπόδειγμα ROE η Financial Leverage εμφανίστηκε επίσης αρνητική και στατιστικά σημαντική. Τα ευρήματα αυτά δείχνουν ότι η αύξηση των υποχρεώσεων ή της μόχλευσης δεν λειτούργησε απαραίτητα ενισχυτικά για την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων του δείγματος.

Το πέμπτο ερευνητικό ερώτημα αφορούσε την επίδραση των μακροοικονομικών μεταβλητών. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι το μακροοικονομικό περιβάλλον είναι σημαντικό για την ερμηνεία του πλαισίου λειτουργίας, αλλά οι επιλεγμένες μακροοικονομικές μεταβλητές δεν εμφάνισαν σταθερή ατομική στατιστική σημαντικότητα. Ο πληθωρισμός τροφίμων δεν ήταν σημαντικός στα διευρυμένα υποδείγματα, ενώ το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων της ΕΚΤ παρουσίασε μόνο οριακή αρνητική ένδειξη στο διευρυμένο υπόδειγμα ROA. Το καθαρά μακροοικονομικό υπόδειγμα ROA εμφάνισε περιορισμένη ερμηνευτική ικανότητα. Επομένως, η αποδοτικότητα των επιχειρήσεων του δείγματος φαίνεται να συνδέεται περισσότερο με εσωτερικούς παράγοντες παρά με την άμεση επίδραση των μακροοικονομικών μεταβλητών.

5.3 Συμπεράσματα ανά επιχείρηση

Σε επίπεδο επιχειρήσεων τα αποτελέσματα ανέδειξαν διαφορετικά χρηματοοικονομικά προφίλ. Ο Σκλαβενίτης χαρακτηρίστηκε από έντονη μεταβολή κλίμακας και βελτίωση μετά τη μεταβατική περίοδο,Ο Μασούτης από μεγαλύτερη σταθερότητα, ο Κρητικός από ισχυρή ανάπτυξη με αυξημένες χρηματοδοτικές απαιτήσεις και η ΑΒ Βασιλόπουλος από ώριμη επιχειρηματική θέση αλλά επιδείνωση της αποδοτικότητας προς το τέλος της περιόδου. Συνεπώς, το μέγεθος και η ανάπτυξη δεν ταυτίζονται κατ’ ανάγκη με υψηλότερη χρηματοοικονομική απόδοση.

5.4 Συμπεράσματα ανά εργαλείο ανάλυσης

Η ανάλυση αριθμοδεικτών προσέφερε τη βασική εικόνα της χρηματοοικονομικής πορείας των επιχειρήσεων. Ανέδειξε διαφοροποιήσεις στη ρευστότητα στη μόχλευση, στα περιθώρια κέρδους και στην αποδοτικότητα. Το βασικό συμπέρασμα είναι ότι οι πωλήσεις και το μέγεθος δεν επαρκούν για την αξιολόγηση μιας επιχείρησης supermarket. Η ποιότητα της αποδοτικότητας εξαρτάται από τη χρήση του ενεργητικού, τη διαχείριση αποθεμάτων, τη δομή χρηματοδότησης και την ικανότητα διατήρησης κερδοφορίας.

Η DuPont Analysis συμπλήρωσε την εικόνα δείχνοντας ότι το ROE πρέπει να αναλύεται στις επιμέρους πηγές του και όχι να ερμηνεύεται απομονωμένα. Το Altman Z'-Score παρείχε μια συνολική ένδειξη χρηματοοικονομικής ανθεκτικότητας. Η ερμηνεία του έγινε με προσοχή διότι το επιχειρηματικό μοντέλο των supermarket μπορεί να οδηγεί σε χαμηλό ή αρνητικό κεφάλαιο κίνησης χωρίς αυτό να σημαίνει απαραίτητα άμεση αδυναμία λειτουργίας.

Η SWOT Analysis ανέδειξε ότι οι επιχειρήσεις διαθέτουν σημαντικές δυνάμεις όπως εκτεταμένα δίκτυα καταστημάτων, αναγνωρισιμότητα, διαπραγματευτική δύναμη και εμπειρία στη διαχείριση εφοδιαστικής αλυσίδας. Παράλληλα αντιμετωπίζουν αδυναμίες και απειλές που σχετίζονται με τα χαμηλά περιθώρια κέρδους, το υψηλό κόστος ενέργειας και προμηθειών, τον πληθωρισμό, την άνοδο των επιτοκίων και τον έντονο ανταγωνισμό. Οι ευκαιρίες συνδέονται κυρίως με την ανάπτυξη προϊόντων ιδιωτικής ετικέτας, τον ψηφιακό μετασχηματισμό, την ενίσχυση των logistics και τη βελτίωση της εμπειρίας πελάτη.

Η οικονομετρική ανάλυση ενίσχυσε την ερμηνευτική διάσταση της εργασίας. Δεν χρησιμοποιήθηκε για να αποδείξει απόλυτη αιτιότητα αλλά για να διερευνήσει στατιστικές ενδείξεις. Το βασικό εύρημα είναι η θετική σχέση της κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων με την αποδοτικότητα κυρίως με το ROE. Το εύρημα αυτό συνδέει την κερδοφορία με έναν κρίσιμο λειτουργικό δείκτη του κλάδου και επιβεβαιώνει ότι η διαχείριση αποθεμάτων έχει κεντρική σημασία για τις επιχειρήσεις supermarket.

5.5 Προτάσεις προς τις επιχειρήσεις και μελλοντική έρευνα

Με βάση τα ευρήματα οι επιχειρήσεις του κλάδου πρέπει να δώσουν ιδιαίτερη έμφαση στη διαχείριση αποθεμάτων. Η κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων αναδείχθηκε ως ο πιο σταθερός θετικός παράγοντας αποδοτικότητας. Αυτό δείχνει ότι η αποτελεσματική αναπλήρωση προϊόντων, ο περιορισμός απωλειών, η μείωση δεσμευμένου κεφαλαίου και η καλύτερη οργάνωση της εφοδιαστικής αλυσίδας μπορούν να συμβάλουν στη βελτίωση των αποτελεσμάτων.

Παράλληλα η δανειακή επιβάρυνση και η χρηματοοικονομική μόχλευση πρέπει να παρακολουθούνται προσεκτικά, ιδιαίτερα σε περιβάλλον αυξημένων επιτοκίων. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η μόχλευση δεν λειτουργεί πάντοτε ενισχυτικά για την απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Επομένως οι επιχειρήσεις πρέπει να επιδιώκουν ισορροπία μεταξύ ανάπτυξης, χρηματοδότησης και λειτουργικής κερδοφορίας.

Σε στρατηγικό επίπεδο, οι επιχειρήσεις μπορούν να αξιοποιήσουν ευκαιρίες που συνδέονται με την ανάπτυξη προϊόντων ιδιωτικής ετικέτας, την ψηφιοποίηση, την ενίσχυση των logistics και την καλύτερη αξιοποίηση δεδομένων ζήτησης. Οι κατευθύνσεις αυτές μπορούν να περιορίσουν λειτουργικά κόστη, να βελτιώσουν την εμπειρία πελάτη και να ενισχύσουν την προσαρμοστικότητα σε περιόδους πληθωριστικών πιέσεων ή μεταβολών στην καταναλωτική συμπεριφορά.

Για μελλοντική έρευνα θα ήταν χρήσιμη η επέκταση του δείγματος σε περισσότερες επιχειρήσεις του κλάδου ή η χρήση μεγαλύτερης χρονικής περιόδου. Επίσης θα μπορούσαν να ενσωματωθούν στοιχεία αγοράς όπως μερίδια αγοράς, αριθμός καταστημάτων, εργαζόμενοι, γεωγραφική κάλυψη και δείκτες ηλεκτρονικού εμπορίου. Τέλος, η χρήση εσωτερικών λειτουργικών δεδομένων, εφόσον είναι διαθέσιμα, θα επέτρεπε πιο αναλυτική εξέταση της σχέσης μεταξύ αποθεμάτων, κόστους, πωλήσεων και αποδοτικότητας.

5.6 Τελική σύνοψη

Συνολικά η παρούσα εργασία ανέδειξε ότι η χρηματοοικονομική επίδοση των επιχειρήσεων του οργανωμένου λιανεμπορίου τροφίμων διαμορφώνεται από έναν συνδυασμό λειτουργικών, χρηματοοικονομικών και εξωτερικών παραγόντων. Η συνδυαστική χρήση αριθμοδεικτών, DuPont Analysis, Altman Z'-Score, SWOT Analysis και οικονομετρικών υποδειγμάτων επέτρεψε μια ολοκληρωμένη αξιολόγηση της πορείας των τεσσάρων επιχειρήσεων κατά την περίοδο 2015–2024. Ιδιαίτερη σημασία αναδείχθηκε στη λειτουργική αποτελεσματικότητα και στη διαχείριση των αποθεμάτων ενώ η χρηματοδοτική διάρθρωση επηρεάζει επίσης την αποδοτικότητα. Παράλληλα, οι μακροοικονομικές μεταβλητές συνέβαλαν κυρίως στην ερμηνεία του ευρύτερου περιβάλλοντος λειτουργίας. Παρά τους περιορισμούς του δείγματος. Η εργασία προσφέρει ένα συνεκτικό πλαίσιο συγκριτικής χρηματοοικονομικής αξιολόγησης του ελληνικού κλάδου supermarket και μπορεί να αποτελέσει βάση για περαιτέρω έρευνα.

Βιβλιογραφία

Aday, S. and Aday, M.S. (2020) 'Impact of COVID-19 on the food supply chain', *Food Quality and Safety*, 4(4), pp. 167–180.

Altman, E.I. (1968) ‘Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy’, *The Journal of Finance*, 23(4), pp. 589–609.

Altman, E.I. (2000) *Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and ZETA Models*. New York: Stern School of Business, New York University.

Baltagi, B.H. (2021) *Econometric Analysis of Panel Data*. 6th edn. Cham: Springer.

Bank of Greece (2023) *Annual Report 2022*. Athens: Bank of Greece.

Bank of Greece (2024) *Annual Report 2023*. Athens: Bank of Greece.

Barbier, P.J.A. (2020) ‘Financial return on equity (FROE): A new extended DuPont approach’, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 24(2).

Deconinck, K., Avery, E. and Jackson, L.A. (2021) ‘Food supply chains and COVID-19: Impacts and policy lessons’, *EuroChoices*, 20(1), pp. 34–39.

Deloof, M. (2003) ‘Does working capital management affect profitability of Belgian firms?’, *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3–4), pp. 573–588. DOI: 10.1111/1468-5957.00008

ECB (2023) *Annual Report 2022*. Frankfurt am Main: European Central Bank.

Egbunike, C.F. and Okerekeoti, C.U. (2018) ‘Macroeconomic factors, firm characteristics and financial performance: A study of selected quoted manufacturing firms in Nigeria’, *Asian Journal of Accounting Research*, 3(2), pp. 142–168.

Enqvist, J., Graham, M. and Nikkinen, J. (2014) ‘The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland’, *Research in International Business and Finance*, 32, pp. 36–49. DOI: 10.1016/j.ribaf.2014.03.005**.**

European Commission (2023) *2023 Country Report – Greece*. Brussels: European Commission.

European Commission (2024) *European Economic Forecast, Spring 2024*. Brussels: European Commission.

Eurostat (2024) *Harmonised Index of Consumer Prices and National Accounts Statistics*. Luxembourg: Eurostat.

García-Teruel, P.J. and Martínez-Solano, P. (2007) 'Effects of working capital management on SME profitability', *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), pp. 164–177. DOI: 10.1108/17439130710738718**.**

Gujarati, D.N. and Porter, D.C. (2009) *Basic Econometrics*. 5th edn. New York: McGraw-Hill.

Harrison, W.T., Horngren, C.T. and Thomas, C.W. (2015) *Financial Accounting*. Harlow: Pearson.

KPMG (2023) *The Future of Retail: A Deep Dive into Grocery Retail in Greece*. Athens: KPMG Greece.

Nissim, D. and Penman, S.H. (2001) 'Ratio analysis and equity valuation: From research to practice', *Review of Accounting Studies*, 6(1), pp. 109–154.

OECD (2020) *Food Supply Chains and COVID-19: Impacts and Policy Lessons*. Paris: OECD.

Palepu, K.G., Healy, P.M. and Peek, E. (2016) *Business Analysis and Valuation: IFRS Edition*. 4th edn. Andover: Cengage Learning.

Soliman, M.T. (2008) 'The use of DuPont analysis by market participants', *The Accounting Review*, 83(3), pp. 823–853.

Wooldridge, J.M. (2010) *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. 2nd edn. Cambridge, MA: MIT Press.

Αλεξάκης, Π. και Χαλικιάς, Μ. (2016) *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Rosili.

Βασιλείου, Δ. και Ηρειώτης, Ν. (2015) *Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Θεωρία και Πρακτική*. Αθήνα: Εκδόσεις Rosili.

Νιάρχος, Ν. (2004) *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλη.

Παπαδάκης, Β. (2016) *Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων και Αποτίμηση Επιχειρήσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Σύνδεσμος.

Διαδικτυακές πηγές:

Eurostat (2026a) *Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) – annual data, annual average rate of change*, dataset code: prc_hicp_ainr. Luxembourg: Eurostat. Available via Eurostat Data Browser

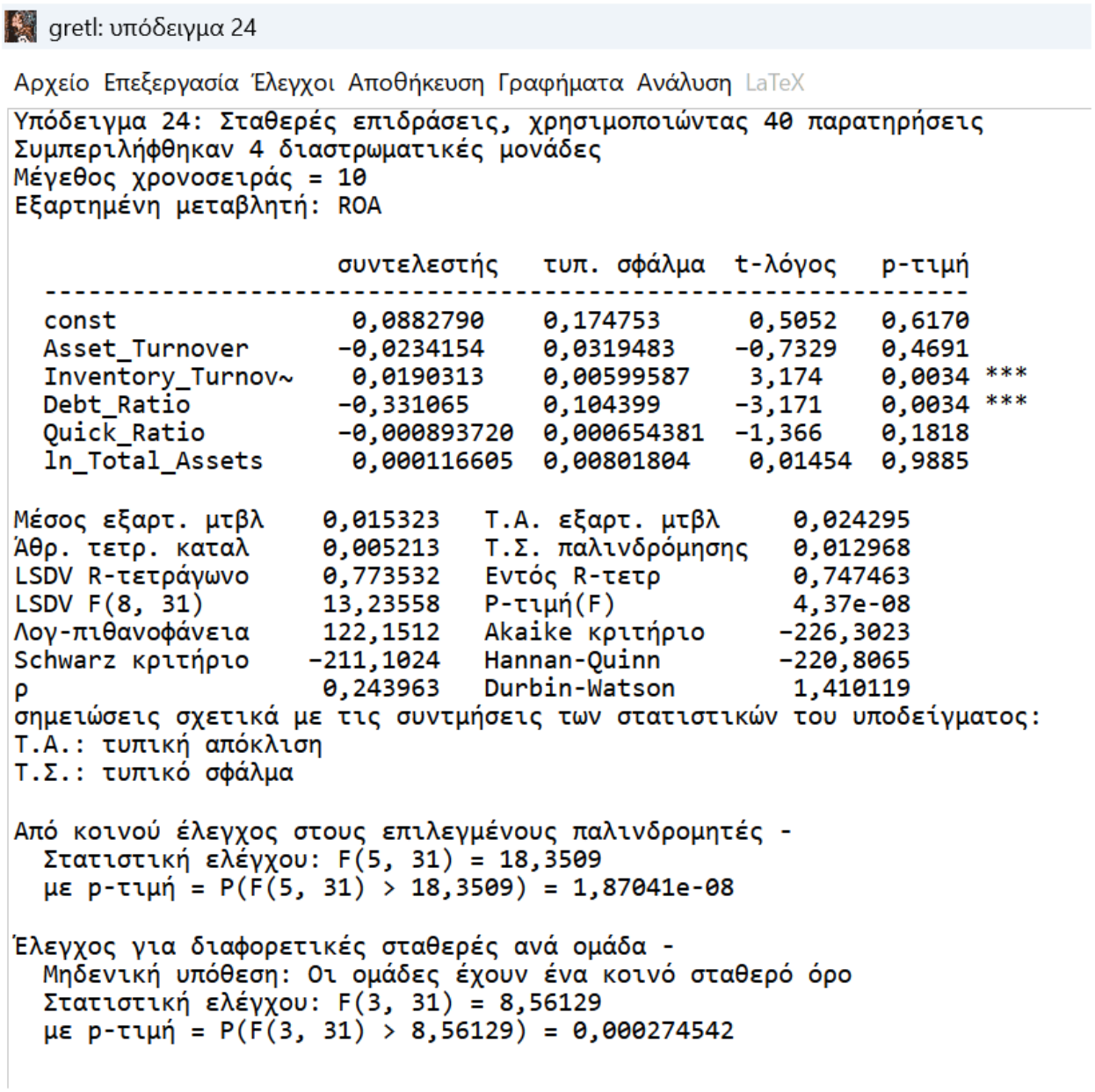
Eurostat (2026b) *Real GDP growth rate – volume*, dataset code: tec00115, based on dataset nama_10_gdp. Luxembourg: Eurostat. Available via Eurostat Data Browser

European Central Bank (2026) *Deposit facility rate – Euro area*, https://data.ecb.europa.eu/data/datasets/FM/FM.B.U2.EUR.4F.KR.DFR.LEV

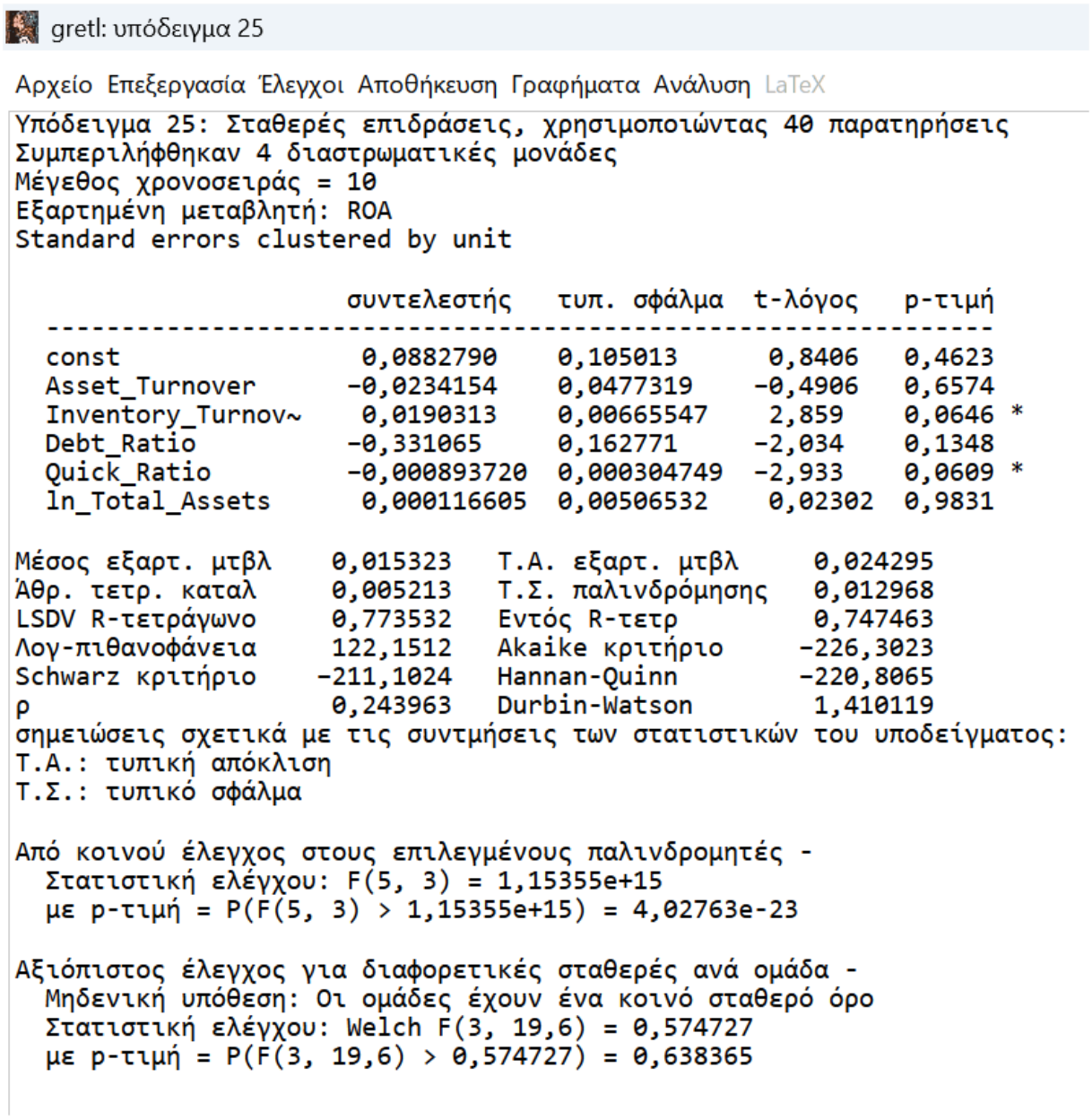
Διαγράμματα Gretl σε μορφή εικόνων

Περίοδος ανάλυσης: 2015–2024 | Δείγμα: 4 επιχειρήσεις

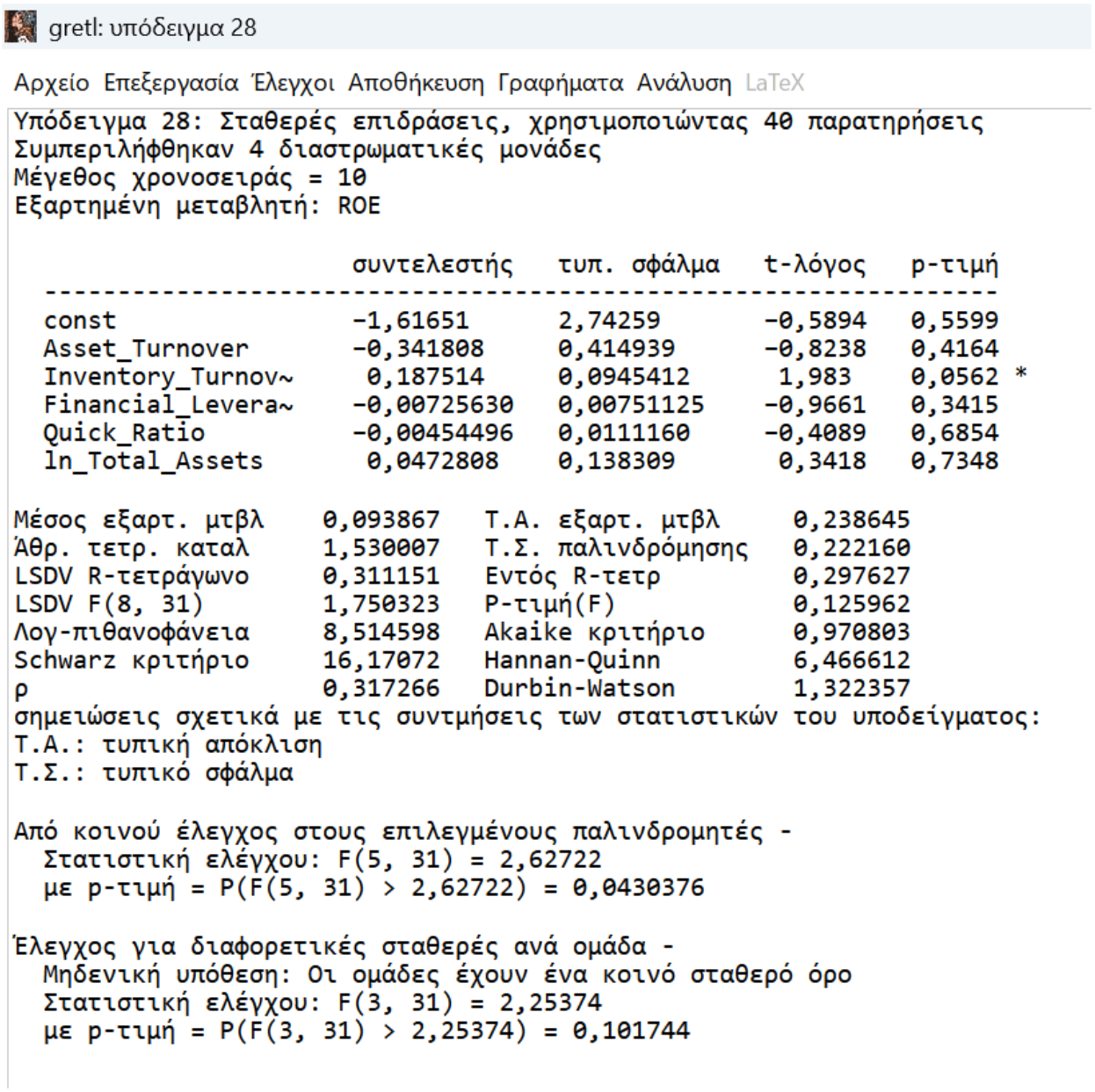
Παράρτημα Α: Αποτελέσματα Gretl



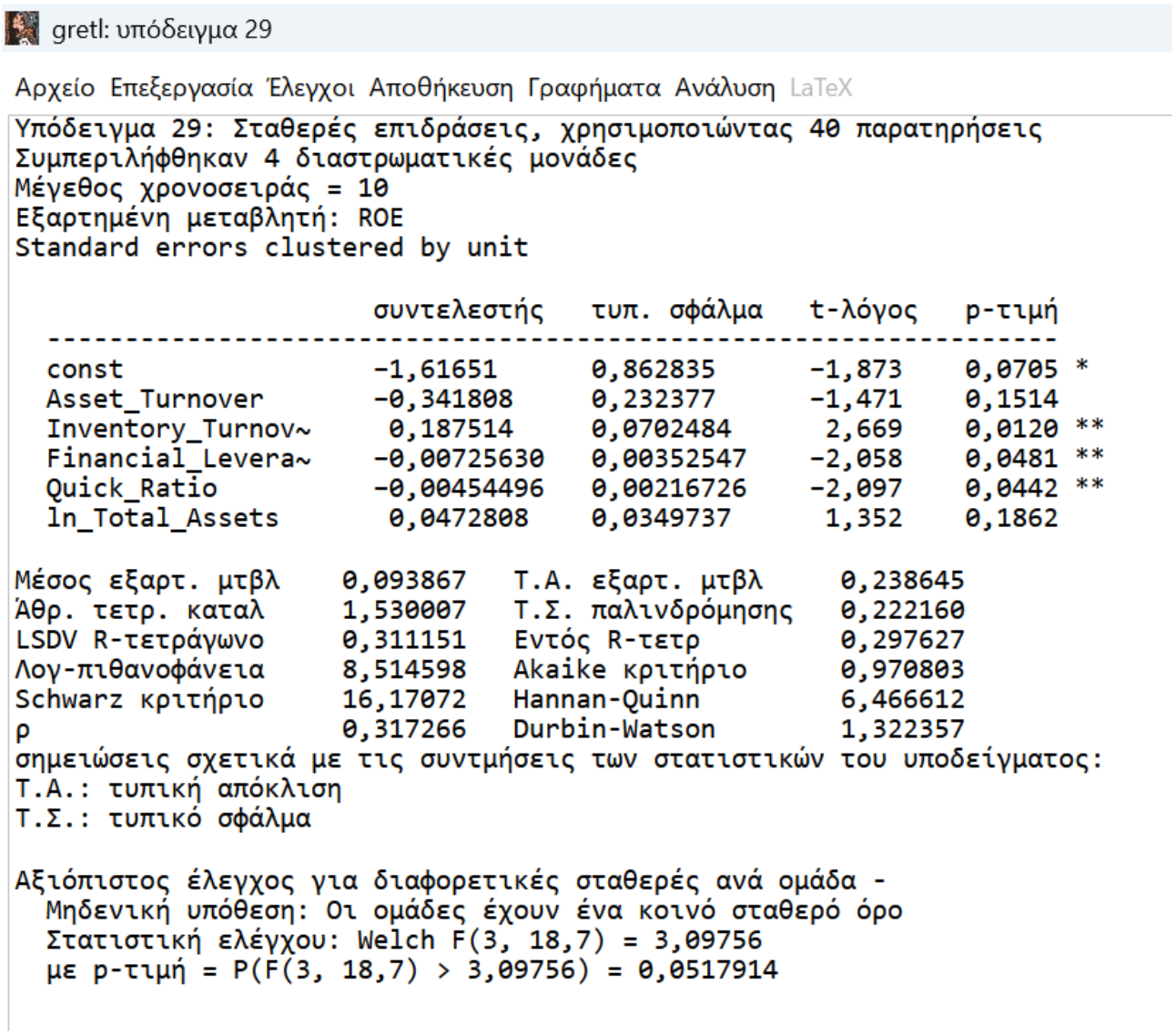
Εικόνα Π.17: Υπόδειγμα 24 - ROA, fixed effects χωρίς clustered τυπικά σφάλματα.



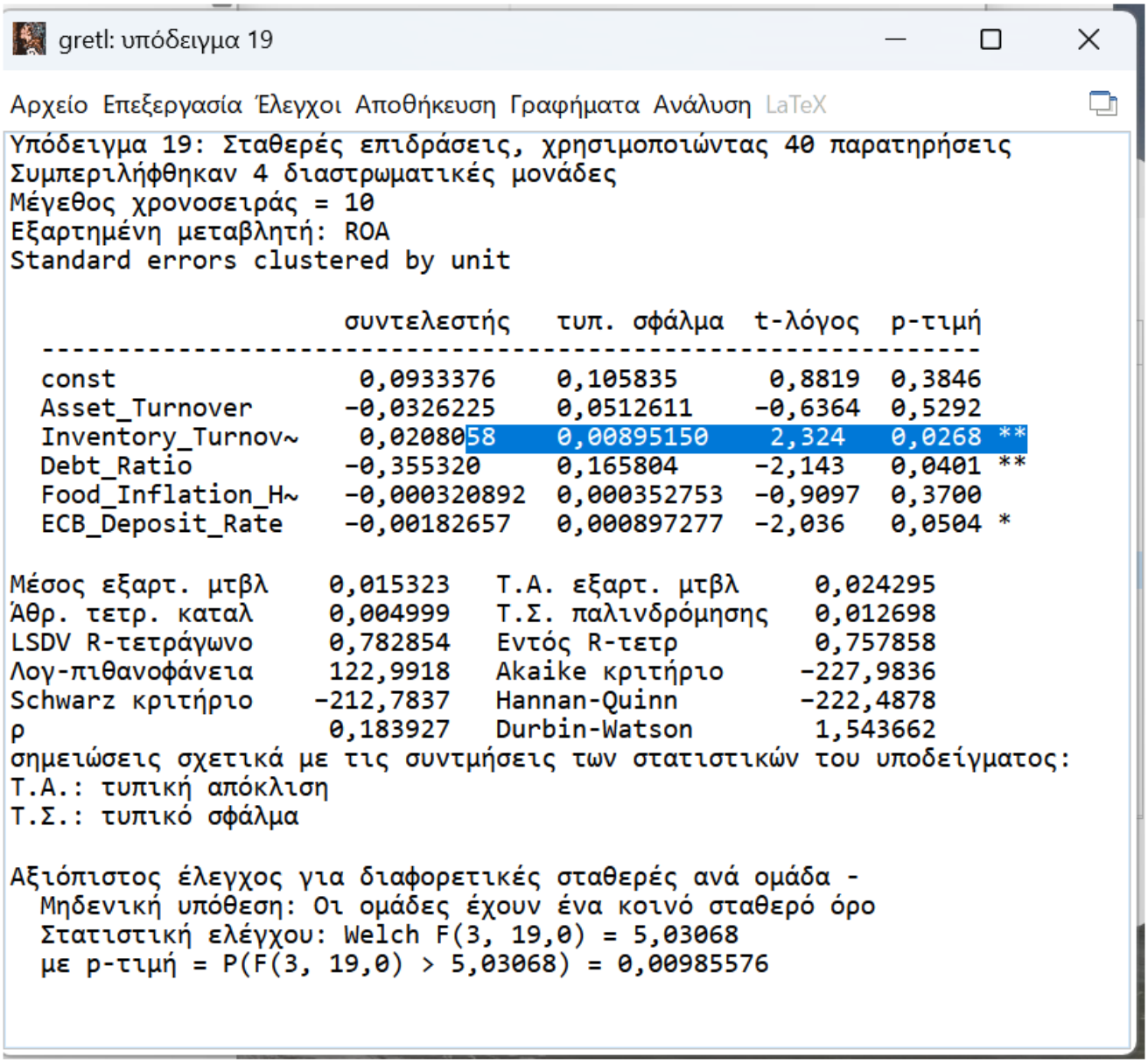
Εικόνα Π.18: Υπόδειγμα 25 - ROA, fixed effects με clustered standard errors by unit.



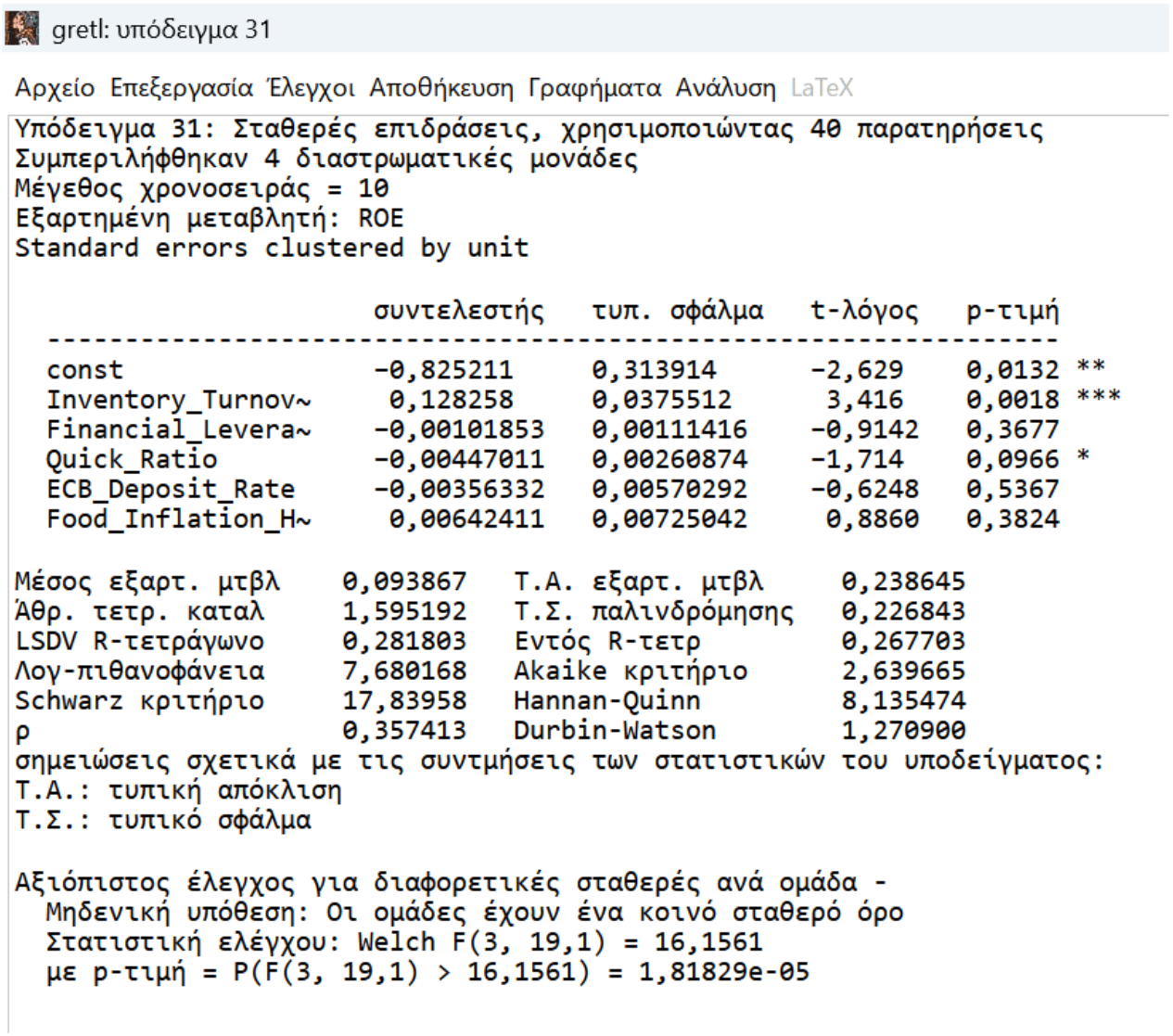
Εικόνα Π.19: Υπόδειγμα 28 - ROE, fixed effects χωρίς clustered τυπικά σφάλματα.



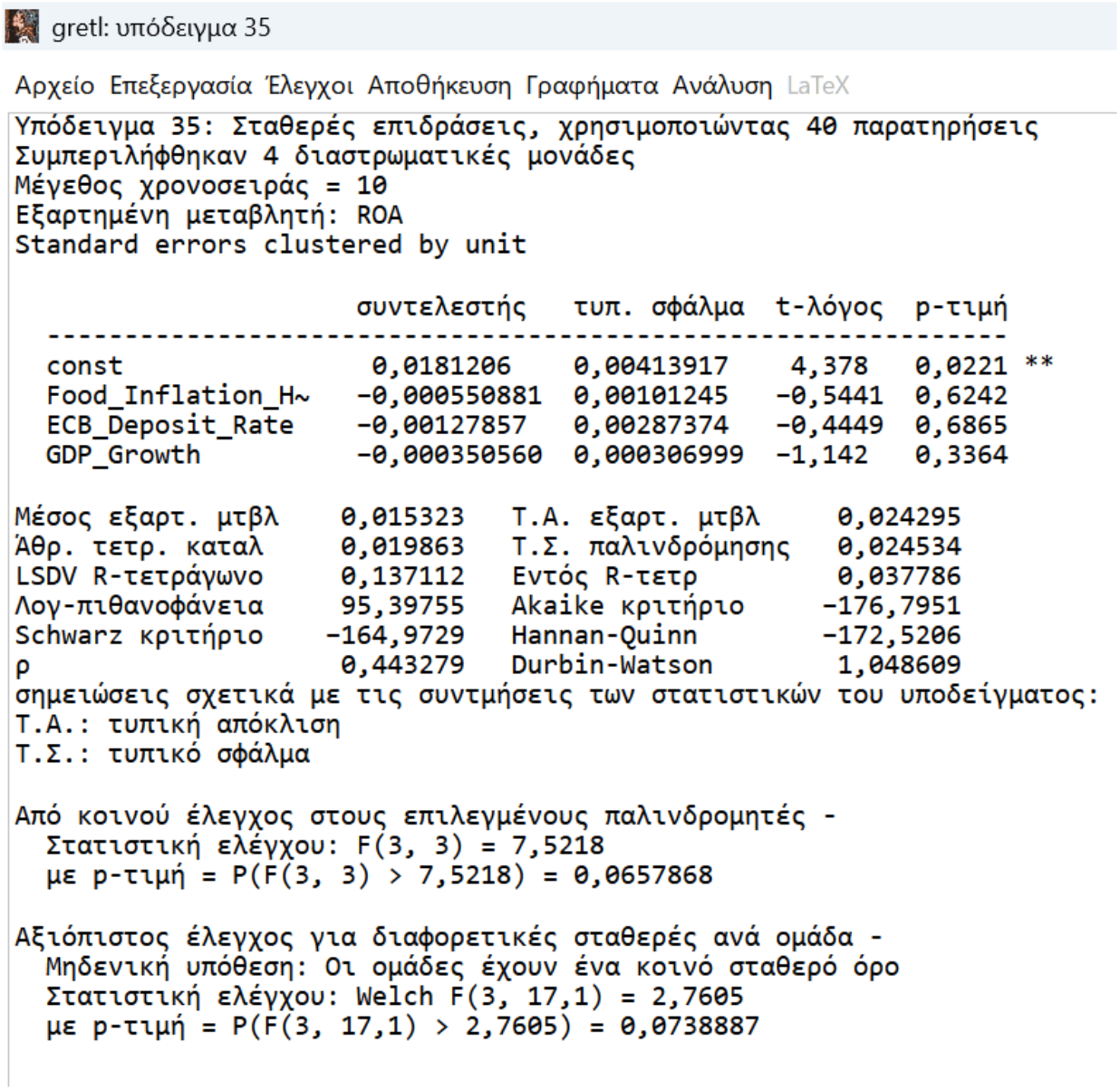
Εικόνα Π.20: Υπόδειγμα 29 - ROE, fixed effects με clustered standard errors by unit.



Εικόνα Π.21: Υπόδειγμα 19 - ROA, διευρυμένο υπόδειγμα με εσωτερικές και μακροοικονομικές μεταβλητές.



Εικόνα Π.22: Υπόδειγμα 31 - ROE, διευρυμένο υπόδειγμα με εσωτερικές και μακροοικονομικές μεταβλητές.



Εικόνα Π.23: Υπόδειγμα 35 - ROA, καθαρό μακροοικονομικό υπόδειγμα.