



**Χρηματοοικονομική Ανάλυση της εταιρείας  
ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.  
για την περίοδο 2011 - 2015  
Συγκριτική ανάλυση κλάδου.  
Συμπεράσματα για τις αιτίες που οδήγησαν στην  
κατάρρευσή της.**

**Ευστράτιος Νικολάου Πατσατζής**

Εργασία υποβληθείσα στο  
Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής  
του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών  
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση  
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα

Αύγουστος, 2017



Εγκρίνουμε την εργασία του  
**Ευστράτιου Πατσατζή του Νικολάου**

Ο Επιβλέπων Καθηγητής  
**Δημήτριος Γκίκας**

Οι Συνεξεταστές Καθηγητές  
**Απόστολος Μπάλλας** **Γεωργία Σιουγλέ**

Αθήνα  
Αύγουστος, 2017



### **ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

**Ευστράτιος Νικολάου Πατσατζής**



## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

*Ευχαριστώ θερμά τον καθηγητή μου Δημήτριο Γκίκα, του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, για την δυνατότητα που μου έδωσε να προχωρήσω στην εκπόνηση της διπλωματικής μου εργασίας, για την πολύτιμη βοήθειά του, αλλά και την εμπιστοσύνη που μου έδειξε.*

*Επίσης δεν θα μπορούσα να μην αναφερθώ στους γονείς μου, Νίκο και Ερωφίλη, που μου πρόσφεραν απλόχερα όλη την αγάπη τους, με δίδαξαν να είμαι δίκαιος και υπομονετικός, μου έμαθαν να βάζω στόχους και να πετυχαίνω.*

*Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την σύντροφό μου Ευαγγελία για την αγάπη της και την υπομονή που έδειξε αυτά τα δύο χρόνια. Χωρίς την υποστήριξή της τίποτα δεν θα ήταν το ίδιο.*

## Περιεχόμενα

Περίληψη .....	10
Εισαγωγή.....	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 <sup>ο</sup> .....	13
Θεωρητικό Πλαίσιο Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης.....	13
1.1 Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις.....	13
1.1.1 Η Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος ή Αποτελεσμάτων Χρήσης.....	13
1.1.2 Η Κατάσταση Οικονομικής Θέσης ή Ισολογισμός.....	13
1.1.3 Η Κατάσταση Μεταβολών των Ιδίων κεφαλαίων .....	14
1.1.4 Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών .....	15
1.1.5 Λογιστικές, Πολιτικές και Επεξηγηματικές σημειώσεις.....	16
1.2 Μέθοδοι Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης.....	16
1.2.1 Διαστρωματική ή Κάθετη Μέθοδος Ανάλυσης .....	16
1.2.2 Οριζόντια, Διαχρονική ή Συγκριτική Μέθοδος Ανάλυσης.....	17
1.2.3 Αριθμοδείκτες Τάσεως.....	17
1.2.4 Χρηματοοικονομικοί Δείκτες.....	17
1.3 Προβλήματα και Περιοριστικοί Παράγοντες στην Ανάλυση των Οικονομικών Καταστάσεων .....	18
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 <sup>ο</sup> .....	21
Χρηματοοικονομικοί Αριθμοδείκτες .....	21
2.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	21
2.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας.....	22
2.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας.....	24
2.4 Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας.....	26
2.5 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες.....	27
2.6 Αριθμοδείκτες Καταστάσεων Ταμειακών Ροών .....	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 <sup>ο</sup> .....	30
Προφίλ εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε και επισκόπηση του κλάδου των Σουπερμάρκετ .....	30
3.1 Ιστορικά Στοιχεία.....	30
3.2 Επισκόπηση Κλάδου Τροφίμων και Ποτών και Σουπερμάρκετ.....	31
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 <sup>ο</sup> .....	36
Χρηματοοικονομική Ανάλυση της ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.....	36
4.1 Εισαγωγή.....	36
4.2 Ανάλυση Κατάστασης Συνολικού Εισοδήματος .....	36
4.3 Ανάλυση Κατάστασης Οικονομικής Θέσης .....	37
4.4 Ανάλυση Κατάστασης Ταμειακών Ροών .....	40



4.5	Ανάλυση Αριθμοδεικτών .....	41
4.5.1	Ανάλυση Αριθμοδεικτών Ρευστότητας.....	41
4.5.2	Ανάλυση Αριθμοδεικτών Δραστηριότητας.....	41
4.5.3	Ανάλυση Αριθμοδεικτών Αποδοτικότητας.....	43
4.5.4	Ανάλυση Αριθμοδεικτών Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας.....	44
4.5.5	Ανάλυση Αριθμοδεικτών Ταμειακών Ροών.....	44
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 <sup>ο</sup> .....	46
	Χρηματοοικονομική και Συγκριτική Ανάλυση της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. με τους κυριότερους ανταγωνιστές.....	46
5.1	Εισαγωγή.....	46
5.2	Συγκριτική Ανάλυση των Κυριότερων Στοιχείων των Καταστάσεων Συνολικού Εισοδήματος του Ανταγωνισμού με την ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ....	46
5.2.1	Κύκλος Εργασιών .....	46
5.2.2	Κόστος Πωλήσεων.....	48
5.2.3	Μικτό Κέρδος .....	49
5.2.4	Έξοδα Διοίκησης, Διάθεσης και Λοιπά .....	51
5.2.5	Κέρδη προ Φόρων και Τόκων.....	52
5.2.6	Χρηματοοικονομικά Έξοδα .....	54
5.2.7	Κέρδη μετά Φόρων .....	55
5.3	Συγκριτική Ανάλυση των Κυριότερων Στοιχείων των Καταστάσεων Οικονομικής Θέσης (Ισολογισμού) του Ανταγωνισμού με την ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ....	57
5.3.1	Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία .....	57
5.3.2	Αποθέματα .....	59
5.3.3	Εμπορικές Απαιτήσεις.....	61
5.3.4	Ταμειακά Διαθέσιμα .....	63
5.3.5	Ίδια Κεφάλαια.....	65
5.3.6	Δανειακές Υποχρεώσεις.....	67
5.3.7	Υποχρεώσεις σε Προμηθευτές.....	69
5.4	Σύγκριση Ανάλυσης Αριθμοδεικτών με τα μεγέθη του κλάδου .....	70
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 <sup>ο</sup> .....	76
	Προσδιορισμός Οικονομικής Αξίας της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. - Συμπεράσματα .....	76
6.1	Προσδιορισμός Οικονομικής Αξίας της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ....	76
6.2	Συμπεράσματα .....	78
	Βιβλιογραφία.....	82
	Παραρτήματα.....	84

## Περίληψη

---

Στη παρούσα έκθεση πραγματοποιείται χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. Σκοπός είναι η παρουσίαση της πραγματικής εικόνας της εταιρείας μέσω διάφορων μεθόδων της θεμελιώδους ανάλυσης κάνοντας χρήση των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας. Ποια ήταν η οικονομική κατάσταση της εταιρείας, ποια η θέση της εταιρείας στην αγορά και πώς οδηγήθηκε στην κατάρρευση;. Έτσι, μέσω χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών καθώς και με οριζόντια-κάθετη ανάλυση σημαντικών στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων αλλά και μέσω της ανάλυσης του ανταγωνισμού, καταλήγουμε σε σημαντικά συμπεράσματα για την διαδρομή της εταιρείας. Η περίοδος ανάλυσης είναι από το έτος 2011 έως και το 2015 ενώ, οι οικονομικές καταστάσεις αντλήθηκαν από τις επίσημες ιστοσελίδες των εταιρειών.

Αναλυτικότερα, στο πρώτο κεφάλαιο αναπτύσσεται το θεωρητικό πλαίσιο της χρηματοοικονομικής ανάλυσης όπου καθορίζονται οι οικονομικές καταστάσεις, αναλύονται οι μέθοδοι χρηματοοικονομικής ανάλυσης και παρατίθενται τα προβλήματα και οι περιοριστικοί παράγοντες στην χρηματοοικονομική ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων.

Περνώντας στο δεύτερο κεφάλαιο, παρουσιάζονται και αναλύονται οι κύριοι αριθμοδείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας αποδοτικότητας, διάρθρωσης κεφαλαίων, βιωσιμότητας καθώς επίσης και οι αριθμοδείκτες των ταμειακών ροών.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται ιστορικά στοιχεία και αναλύεται εταιρικό προφίλ της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. καθώς επίσης η επισκόπηση του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται.

Οι ενότητες του τέταρτου κεφαλαίου εμπεριέχουν μεταξύ άλλων οριζόντια και κάθετη χρηματοοικονομική ανάλυση της κατάστασης συνολικού εισοδήματος, οικονομικής θέσης και ταμειακών ροών της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. Ακολουθεί ανάλυση των αριθμοδεικτών για να περάσουμε στο πέμπτο κεφάλαιο όπου πραγματοποιείται μια προσέγγιση και σύγκριση της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. με τα αντίστοιχα μεγέθη του κλάδου των σουπερμάρκετ μέσω της χρηματοοικονομικής ανάλυσης τεσσάρων μεγάλων ανταγωνιστών της.

Κλείνοντας στο έκτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την οικονομική ανάλυση της ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. και της εργασίας συνολικά.

## Εισαγωγή

---

Σαν βόμβα μεγατόνων «έσκασε» η είδηση για το αίτημα που έκανε η εταιρεία ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. τον Ιούνιο του 2016 για ένταξη στο άρθρο 99 περί προστασίας από τους πιστωτές. Η αγορά πάγωσε, δεν μπορούσε να πιστέψει πως μια ιστορική εταιρεία οδηγείται στην πτώχευση ενώ, φοβόταν ότι με χρέη πολλών εκατομμυρίων ευρώ, θα μπορούσε να τινάξει την αγορά στον αέρα. Η εταιρεία δεχόταν μεγάλες πιέσεις από τις διεκδικήσεις αρκετών εταιριών/συνεργατών της που επιχειρούσαν να εισπράξουν τα οφειλόμενα τους. Οι εργαζόμενοι ζητούσαν τους μισθούς τους που έως τότε λάμβαναν μέρος αυτών με καθυστερήσεις. Ακάλυπτες επιταγές, μεγάλες οφειλές στο κράτος, λάθος χειρισμοί από διευθυντικά στελέχη που άλλαζαν σαν τα πουκάμισα και άπλωμα εκατομμυρίων ευρώ οδήγησαν την εταιρεία από το απόγειο της δόξας στη χρεοκοπία.

Η παρούσα εργασία πραγματεύεται τη χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. Ήταν εμφανή τα σημάδια διαχρονικά ότι η εταιρεία δεν πάει καλά; Ποια ήταν τα μεγαλύτερα λάθη της εταιρείας; Πώς οδηγήθηκε σταδιακά στη πτώχευση; Αυτά είναι κάποια από τα ερωτήματα που καλείται να καλύψει η εργασία.

Οι οικονομικές καταστάσεις είναι ιστορικά στοιχεία όπου μας πληροφορούν για το τι συνέβη σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο του παρελθόντος. Ωστόσο, οι περισσότεροι χρήστες των λογιστικών καταστάσεων ενδιαφέρονται για το τι πρόκειται να συμβεί στο μέλλον. Έτσι οι μέτοχοι της εταιρείας ενδιαφέρονται για τα μελλοντικά κέρδη και τα μερίσματα που θα διανεμηθούν, οι πιστωτές για την δυνατότητα της εταιρείας να αποπληρώσει τα δάνεια της ενώ, η διοίκηση της εταιρείας για να χρηματοδοτήσει τα μελλοντικά σχέδια ανάπτυξης της προς ίδιον όφελος (Garrison Norren, 2003). Εφαρμόζοντας οριζόντια και κάθετη ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε., αναλύοντας το μέσο ρυθμό ανάπτυξης των κυριότερων στοιχείων της, αλλά και με τη χρήση χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών, πραγματοποιείται η χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας για την εξακρίβωση της ρευστότητας, της δραστηριότητας, της βιωσιμότητας και της αποδοτικότητάς της. Τέλος, παρουσιάζεται συγκριτική χρηματοοικονομική ανάλυση τεσσάρων κύριων ανταγωνιστών της εταιρείας ώστε να δούμε σε τι θέση βρισκόταν η εταιρεία στον κλάδο από το 2011 έως το 2015.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>

### Θεωρητικό Πλαίσιο Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης

---

#### 1.1 Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία και τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα οι οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης είναι:

##### 1.1.1 Η Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος ή Αποτελεσμάτων Χρήσης

Η Κατάσταση Συνολικού Εισοδήματος, εμφανίζει το κέρδος ή τη ζημιά της επιχείρησης στο διάστημα μιας περιόδου. Σύμφωνα με το ΔΛΠ1, παρέχει πληροφορίες για την αποδοτικότητα της επιχείρησης, αξιολογεί την πορεία της επιχείρησης και παρέχει προβλέψεις για την πιθανή πορεία των πωλήσεων και των κερδών (Thornton, 2006). Συνεπώς η κατάσταση αυτή αποδίδει την κερδοφορία της επιχείρησης, η οποία θεωρείται απαραίτητη για την πορεία της και μπορεί να γίνει σύγκριση τόσο με τις ανταγωνίστριες επιχειρήσεις όσο και με τον κλάδο έτσι ώστε να βρεθεί το μερίδιο της αγοράς που ανήκει στη συγκεκριμένη επιχείρηση (Λαζαρίδης και Ευθύμογλου, 2000).

Με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και συγκεκριμένα το ΔΛΠ1 γενικότερα διορθώνεται κατά πολύ η σύσταση των αποτελεσμάτων χρήσης όπως για παράδειγμα σημαντικά έσοδα-έξοδα που αφορούσαν προηγούμενες χρήσεις στα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα εμφανιζόταν στα μη οργανικά αποτελέσματα ενώ με τα ΔΛΠ αναπροσαρμόζονται οι καταστάσεις των προηγούμενων χρήσεων ώστε να μην επιδρούν στα αποτελέσματα της τωρινής χρήσης.

##### 1.1.2 Η Κατάσταση Οικονομικής Θέσης ή Ισολογισμός

Ο Ισολογισμός είναι η λογιστική κατάσταση η οποία εμφανίζει τη χρηματοοικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης σε μια δεδομένη χρονική στιγμή. Δείχνει τα μέσα δράσης της οικονομικής μονάδας, τις υποχρεώσεις της προς τρίτους και τις υποχρεώσεις προς τους φορείς του κεφαλαίου. Ο ισολογισμός αποτελεί πηγή πληροφόρησης για τους χρήστες όσο αναφορά τις πηγές κεφαλαίων και τις χρήσεις αυτών μέσα από το παθητικό και το ενεργητικό. Απεικονίζει πλήρως την παρουσία της επιχείρησης, υλική και άυλη ενώ, καθορίζεται και η αξία αυτής. Αναμενόμενο είναι ότι από τη στιγμή που η μία πλευρά απεικονίζει τις χρήσεις των κεφαλαίων και

από την άλλη πλευρά τις υποχρεώσεις της επιχείρησης, αυτά τα δύο μέρη να είναι ίσα (Λαζαρίδης και Ευθύμογλου, 2000).

Το ΔΛΠ 1 υποχρεώνει τις επιχειρήσεις να παρουσιάζουν μαζί με τις οικονομικές καταστάσεις και επεξηγηματικές σημειώσεις στις οποίες υπάρχει πλήρης πληροφόρηση για στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού τα οποία με τη σειρά τους αναλύονται σε ξεχωριστά ΔΛΠ (Thornton, 2006). Επομένως η εφαρμογή του συγκεκριμένου προτύπου καθιστά πιο αξιόπιστες τις εταιρείες και οι πληροφορίες που παρέχουν είναι άμεσα και εύκολα κατανοητές από τους χρήστες που έχουν μια μέτρια γνώση των οικονομικών καταστάσεων.

### **1.1.3 Η Κατάσταση Μεταβολών των Ιδίων κεφαλαίων<sup>1</sup>**

Η Κατάσταση Μεταβολών των Ιδίων Κεφαλαίων περιλαμβάνει τις πληροφορίες σχετικά με τη μεταβολή που επήλθε στα ίδια κεφάλαια κατά τη διάρκεια της χρήσης αύξηση ή μείωση του μετοχικού κεφαλαίου, αναπροσαρμογές, επιχορηγήσεις κ.λπ., αλλά και στο τέλος της χρήσης μέσω της διανομής των αποτελεσμάτων. Η αυξομείωση των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης αποτελεί πολύ σημαντική πηγή πληροφόρησης για όλους τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων ειδικά για τους επενδυτές.

Απαιτείται η κατάσταση μεταβολών στα ίδια κεφάλαια και παρουσιάζει τις μεταβολές των ιδίων κεφαλαίων, περιλαμβάνοντας:

- Τη συμφωνία μεταξύ έναρξης και λήξης του υπολοίπου του κάθε στοιχείου των ιδίων κεφαλαίων.
- Το σύνολο των εσόδων για κάθε περίοδο
- Τις συναλλαγές με τους ιδιοκτήτες με τη δική τους ιδιότητα ως ιδιοκτήτες όπως: μερίσματα, μετοχές, αλλαγές στα δικαιώματα ιδιοκτησίας κ.λπ.
- Τις επιδράσεις των αλλαγών στις λογιστικές πολιτικές και την διόρθωση των σφαλμάτων.

Αν και μόνο εάν οι μεταβολές των ιδίων κεφαλαίων προκύπτουν από κέρδος ή ζημία, μερίσματα, αλλαγές λογιστικών πολιτικών και την διόρθωση των λαθών, μπορούν να παρουσιάζονται σε μια συνδυασμένη κατάσταση εσόδων και κερδών

---

<sup>1</sup> Τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα απαιτούν την σύνταξη της Κατάστασης Μεταβολής των Ιδίων Κεφαλαίων ή Καθαρής θέσης όπου δεν προβλέπεται από την Ελληνική Νομοθεσία.

εις νέον. Σύμφωνα με τις απαιτήσεις των Διεθνών Λογιστικών Χρηματοοικονομικών Προτύπων (ΔΛΧΠ) δεν επιτρέπεται η κατάσταση μεταβολών των ιδίων κεφαλαίων να είναι σε συνδυασμό με την κατάσταση συνολικού εισοδήματος. Απαιτείται μεγαλύτερη γνωστοποίηση σχετικά με τα μερίσματα και των συνδεδεμένων ποσών ανά μετοχή (UK GAAP, 2010).

#### 1.1.4 Η Κατάσταση Ταμειακών Ροών<sup>2</sup>

Σύμφωνα με τον Grant Thornton το 2006 στο Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο 7 (ΔΛΠ7), η κατάσταση ταμειακών ροών είναι μια νέα χρηματοοικονομική κατάσταση με την οποία παρέχονται πληροφορίες για τις μεταβολές στα ταμειακά διαθέσιμα και στα ταμειακά ισοδύναμα της επιχείρησης. Η κατάσταση ταμειακών ροών κατατάσσει τις ταμειακές ροές της χρήσης σε ροές από επιχειρηματικές, επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες.

Κάποιες συνοπτικές διευκρινήσεις σύμφωνα με τα ΔΛΧΠ είναι (UK GAAP, 2010):

- τα ταμειακά ισοδύναμα περιλαμβάνουν τις βραχυπρόθεσμες επενδύσεις, υψηλής ρευστότητας που χρησιμοποιήθηκαν για την κάλυψη βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, είτε για επενδυτικούς και άλλους σκοπούς.
- Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες μπορούν να παρουσιαστούν είτε με την άμεση είτε με την έμμεση μέθοδο.
- Οι ταμειακές ροές που προκύπτουν από συναλλαγές σε ξένο νόμισμα μετατρέπονται με βάση τη συναλλαγματική ισοτιμία κατά την ημερομηνία των ταμειακών ροών.
- Οι ταμειακές ροές από τόκους και μερίσματα που εισπράχθηκαν παρουσιάζονται ξεχωριστά και ταξινομούνται ως εξής:

-Οι ταμειακές ροές από τόκους και μερίσματα που εισπράχθηκαν μπορούν να ταξινομηθούν είτε ως λειτουργικές είτε ως επενδυτικές δραστηριότητες, με συνέπεια από περίοδο σε περίοδο.

---

<sup>2</sup> Τα Διεθνή λογιστικά Πρότυπα απαιτούν την σύνταξη της Κατάστασης Ταμειακών Ροών με συγκεκριμένη δομή και ταξινόμηση πληροφοριών.

-Οι ταμειακές ροές από τόκους και μερίσματα που καταβλήθηκαν μπορούν να ταξινομηθούν είτε ως λειτουργικές είτε ως χρηματοδοτικές δραστηριότητες ,με συνέπεια από περίοδο σε περίοδο.

Απαιτείται η σύνταξη της Κατάστασης των Ταμειακών Ροών από όλες τις επιχειρήσεις ανεξαιρέτως. Ενώ, αυξάνει τη συγκρισιμότητα της επιχείρησης με άλλες γιατί περιορίζει τις επιδράσεις από πιθανούς διαφορετικούς λογιστικούς χειρισμούς.

### **1.1.5 Λογιστικές, Πολιτικές και Επεξηγηματικές σημειώσεις**

Σύμφωνα με τα ΔΛΠ οι Επεξηγηματικές Σημειώσεις ή Προσάρτημα των οικονομικών καταστάσεων αποτελούν αναπόσπαστο μέρος των οικονομικών καταστάσεων. Στις Επεξηγηματικές Σημειώσεις ή Προσάρτημα των οικονομικών καταστάσεων εμφανίζονται άλλες επεξηγηματικές και σημαντικές πληροφορίες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων που δεν παρουσιάζονται στις υπόλοιπες καταστάσεις. Δίνουν πληροφορίες για τις βάσεις προετοιμασίας, συγκεκριμένων λογιστικών πολιτικών που ακολουθήθηκαν για κάθε τομέα δραστηριότητας και γεωγραφική περιοχή της επιχείρησης. Ακόμη, παρουσιάζονται κριτικές κατά την εφαρμογή λογιστικών πολιτικών που ακολουθήθηκαν, όπως και σημαντικά θέματα εκτιμήσεων (UK GAAP, 2010).

## **1.2 Μέθοδοι Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης**

Σε αυτή την ενότητα παρουσιάζονται οι βασικές μέθοδοι χρηματοοικονομικής ανάλυσης εταιρειών μέσω των οικονομικών τους καταστάσεων:

### **1.2.1 Διαστρωματική ή Κάθετη Μέθοδος Ανάλυσης**

Σε αυτή την ανάλυση, ένα στοιχείο μιας οικονομικής κατάστασης, χρησιμοποιείται ως βάση υπολογισμού και όλα τα άλλα στοιχεία της συγκρίνονται με αυτό. Αυτή η διαδικασία συνεπάγεται ότι όλα τα στοιχεία της χρηματοοικονομικής κατάστασης εκφράζονται ως ποσοστά του μεγέθους που λήφθηκε ως βάση υπολογισμού. Συνεπώς, πραγματοποιείται διαχρονική σύγκριση ως προς τη σχετική σημασία καθενός στοιχείου, οπότε και προκύπτουν πιο αξιόπιστα συμπεράσματα από τις οικονομικές καταστάσεις (Νιάρχος, 2004).



Εναλλακτικά, παρουσιάζεται η συγκεκριμένη μέθοδος ως ανάλυση «κοινού μεγέθους», όπου εν’ ολίγη, κάθε στοιχείο της κατάστασης οικονομικής θέσης, ανάλογα με την φύση του, διαιρείται με το σύνολο (ή και υποσύνολο) του ενεργητικού ή του παθητικού, ενώ κάθε στοιχείο της κατάστασης συνολικού εισοδήματος διαιρείται με το σύνολο των καθαρών πωλήσεων. Έτσι η εκάστοτε κατάσταση (ισολογισμός, κατάσταση αποτελεσμάτων) παρουσιάζει το κάθε στοιχείο ως ποσοστό επί τις εκατό του συνόλου του ενεργητικού/παθητικού και των καθαρών πωλήσεων της χρήσης αντίστοιχα.

### **1.2.2 Οριζόντια, Διαχρονική ή Συγκριτική Μέθοδος Ανάλυσης**

Σε αυτή τη μέθοδο σύμφωνα με τον Νιάρχο το 2004, συγκρίνονται οι μεταβολές των διαφόρων στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης, για δύο ή περισσότερα έτη. Έτσι παρακολουθείται η διαχρονική τους εξέλιξη, καθώς και οι σχέσεις που υπάρχουν μεταξύ των διάφορων ποσών ή κατηγοριών των λογιστικών καταστάσεων. Ειδικότερα, μέσα από μια σειρά χρήσεων επιλέγεται μία βασική περίοδος και όλες οι άλλες εμφανίζονται ως ποσοστά, διαφορά, ή λόγοι ως προς τη βασική περίοδο. Συνεπώς, πραγματοποιείται πιο ικανοποιητική σύγκριση μεταξύ των στοιχείων διαδοχικών χρονολογικών περιόδων όμοιων μεταξύ τους, οπότε αναδεικνύεται ο διαχρονικός ρυθμός και η τάση τους.

### **1.2.3 Αριθμοδείκτες Τάσεως**

Στις περιπτώσεις που η συγκριτική ή διαχρονική ή οριζόντια ανάλυση των μεγεθών των λογιστικών καταστάσεων αφορά μεγάλη χρονική περίοδο δηλαδή πενταετία ή δεκαετία η παρακολούθηση των μεταβολών διαχρονικά είναι χρονοβόρα και κουραστική. Σε αυτή την περίπτωση χρησιμοποιείται συνήθως η μέθοδος των αριθμοδεικτών τάσεως. Ο υπολογισμός του αριθμοδείκτη τάσεως προϋποθέτει την επιλογή ενός έτους η μιας χρονικής στιγμής που αποτελεί τη βάση.

### **1.2.4 Χρηματοοικονομικοί Δείκτες**

Οι αριθμοδείκτες εκφράζουν μια μαθηματική σχέση μεταξύ ενός ποσού το οποίο περιέχεται στον αριθμητή και ενός άλλου το οποίο περιέχεται στον παρονομαστή του αριθμοδείκτη. Ένας αριθμοδείκτης είναι σημαντικός εάν η σχέση

μεταξύ αριθμητή και παρονομαστή μπορεί να ερμηνευθεί δηλαδή εάν είναι μια λογική και κατανοητή σχέση η οποία μπορεί να επηρεάσει τη λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων (Γκίκας, 2002). Ένας αριθμοδείκτης από μόνος του, δεν έχει καμία αξία αν δεν συγκριθεί με κάποιον άλλον. Συνήθως γίνεται σύγκριση με τον ίδιο αριθμοδείκτη των προηγούμενων ετών της ίδιας επιχείρησης, με τον ίδιο αριθμοδείκτη του ίδιου έτους αλλά με άλλη επιχείρηση του ίδιου κλάδου, με τον μέσο όρο των αριθμοδεικτών του κλάδου ή με πρότυπο αριθμοδείκτη εντός ή εκτός επιχείρησης σύμφωνα με λογικά πρότυπα του αναλυτή.

Στις διαχρονικές συγκρίσεις ο αριθμοδείκτης ενός έτους συγκρίνεται με τις μετρήσεις του ίδιου αριθμοδείκτη των άλλων ετών. Εξετάζεται επίσης η τάση και η διακύμανση του αριθμοδείκτη. Ειδικότερα, η τάση ενός αριθμοδείκτη μπορεί να εξεταστεί με την επιλογή ενός έτους ως βάση και τη διαίρεση των μετρήσεων μεταγενεστέρων ετών με τη μέτρηση του έτους βάσης. Η διακύμανση εξετάζεται είτε με τη μέτρηση της τυπικής απόκλισης του αριθμοδείκτη είτε με τη μέτρηση της διαφοράς μεταξύ της μέγιστης και της ελάχιστης τιμής του αριθμοδείκτη εκφρασμένης ως ποσοστό της μέσης τιμής του. Στις διαστρωματικές συγκρίσεις, ο αριθμοδείκτης μιας επιχείρησης συγκρίνεται με τον αντίστοιχο αριθμοδείκτη μιας άλλης επιχείρησης από τον ίδιο κλάδο ή με τον μέσο όρο του αντίστοιχου αριθμοδείκτη του κλάδου (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2008).

Χρησιμοποιώντας και συγκρίνοντας τους αριθμοδείκτες, σύμφωνα με τον Αδαμίδη το 1998, μπορούμε να προάγουμε κάποια αποτελέσματα όπως:

- Να δούμε εάν ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης έχει ανοδική ή καθοδική τάση σε σχέση με τα προηγούμενα έτη.
- Να δούμε τη θέση της επιχείρησης σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου ή με τον κλάδο.
- Να εξετάσουμε κατά πόσο επιτεύχθηκαν οι στόχοι της επιχείρησης και που υστερεί ή υπερέρχει.

### **1.3 Προβλήματα και Περιοριστικοί Παράγοντες στην Ανάλυση των Οικονομικών Καταστάσεων**

Οι Weston και Brigham το 1986 τονίζουν κάποια προβλήματα και περιοριστικούς παράγοντες που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων:

1. **Η συνοπτική μορφή των χρηματοοικονομικών καταστάσεων:** Επειδή οι δημοσιευόμενες χρηματοοικονομικές καταστάσεις είναι συνοπτικές, δεν αναφέρονται σε λεπτομέρειες. Έτσι, τα εκτός της επιχείρησης ενδιαφερόμενα άτομα στερούνται πολλών άλλων πληροφοριών, ορισμένες από τις οποίες, ανάλογα με τα ενδιαφέροντα των ατόμων αυτών, μπορεί να είναι σημαντικές. Σχετικός με τον προκείμενο παράγοντα είναι και ο επόμενος:
2. **Η παράλειψη στοιχείων από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις:** Υπάρχουν πτυχές της επιχείρησης, οι οποίες είναι σημαντικές, αλλά δεν περιλαμβάνονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, όπως: η σχέση της εταιρείας με τους προμηθευτές και τους πιστωτές της, καθώς και με τους αγοραστές/καταναλωτές των προϊόντων της, η φήμη και η ικανότητα της διευθυντικής ομάδας, τα μελλοντικά σχέδια για συγκεκριμένα προϊόντα, το επίπεδο της εκπαίδευσης του προσωπικού, οι σχέσεις της διοίκησης με τα σωματεία των εργαζομένων, η περιβαλλοντική διαχείριση και συμπεριφορά της επιχείρησης και άλλα. Είναι αυτονόητο ότι μια εταιρεία δεν δημοσιεύει τα παραπάνω στοιχεία, πολλά από τα οποία και από λόγους ανταγωνισμού.
3. **Οι λογιστικές αρχές και παραδοχές:** Ο αναλυτής, ιδίως ο εκτός της επιχείρησης, στις πλείστες των περιπτώσεων, προκειμένου να ερμηνεύσει τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και τους σχετικούς δείκτες, έχει ανάγκη από επί πλέον διευκρινήσεις, που σχετίζονται με τις λογιστικές αρχές και παραδοχές τις οποίες εφαρμόζει η επιχείρηση και οι οποίες δεν εμφανίζονται στις καταστάσεις.
4. **Το φαινόμενο δημιουργίας καλών εντυπώσεων:** Το φαινόμενο αυτό σχετίζεται με τη διερεύνηση της βραχυχρόνιας ρευστότητας. Στον δημοσιευόμενο ισολογισμό περιλαμβάνονται κάποια στοιχεία ενώ αποκλείονται κάποια άλλα, με αποτέλεσμα ο σχετικός δείκτης γενικής ρευστότητας να εμφανίζεται ευνοϊκότερος του πραγματικού.
5. **Το πρόβλημα του επιπέδου τιμών:** Το οικονομικό αποτέλεσμα και η χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης μετρούνται με βάση το ιστορικό κόστος. Όταν η καθαρή θέση στο τέλος της περιόδου είναι μεγαλύτερη από την καθαρή θέση στην αρχή της περιόδου η εταιρεία έχει κέρδη, στην αντίθετη περίπτωση έχει ζημιές. Αυτό, όμως, ισχύει σε περιόδους σταθερότητας των τιμών, όταν δηλαδή δεν μεσολαβούν παράγοντες, όπως άνοδος των τιμών, πληθωρισμός κ.α., οι οποίοι αλλοιώνουν αρκετά τα αποτελέσματα.

6. **Οι περιορισμοί των ενδείξεων τάσης:** Η επεξεργασία και αξιοποίηση των τεχνικών και μεθόδων ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων οδηγούν στην διαπίστωση και εκτίμηση συγκεκριμένων τάσεων. Οι τάσεις αυτές στηρίζονται κυρίως στους όρους λειτουργίας της επιχείρησης κατά τον χρονικό ορίζοντα της εμπειρίας και κατά το παρόν. Η πιθανότητα, ορισμένες τωρινές ή μελλοντικές αποφάσεις της διοίκησης να βρίσκονται εκτός των ορίων και των όρων λειτουργίας της επιχείρησης κατά τον χρονικό ορίζοντα της εμπειρίας, δημιουργεί τις προϋποθέσεις να ανατραπούν οι τάσεις, με βάση τις οποίες εκτιμάται - προδιαγράφεται - προβλέπεται η μελλοντική πορεία της επιχείρησης. Εξ άλλου, η σωστά επιλεγμένη διοίκηση μιας επιχείρησης, πρέπει να βρίσκεται πάντοτε σε ετοιμότητα και να προετοιμάζει βραχυπρόθεσμες, μεσοπρόθεσμες και στρατηγικές αποφάσεις, οι οποίες θα ανατρέψουν τις οποιεσδήποτε δυσμενείς ή θα ισχυροποιούν τις ευνοϊκές μέχρι τώρα εξελίξεις.

7. **Ο τύπος εγκατάστασης και η μορφή της επιχείρησης:** Η γεωγραφική θέση μιας επιχείρησης καθώς και ο κλάδος στον οποίο αυτή ανήκει, επηρεάζουν κάποια αποτελέσματα της ανάλυσης, οπότε αφ' ενός αυτά πρέπει να είναι γνωστά στον αναλυτή και αφ' ετέρου πρέπει να συνεκτιμώνται από μέρος του.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>

### Χρηματοοικονομικοί Αριθμοδείκτες

#### 2.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Η επαρκής ρευστότητα είναι βασικό συστατικό στοιχείο της καλής οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης. Όσο αφορά στα κεφάλαια κίνησης, μια επιχείρηση βρίσκεται σε καλή οικονομική κατάσταση, αν μπορεί να ανταποκρίνεται στις καθημερινές ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της και να ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις των μετόχων της. Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας συσχετίζουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις και τα κυκλοφοριακά στοιχεία μιας επιχείρησης, τα οποία αποτελούν τις πηγές κάλυψης των υποχρεώσεων. Το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελείται από τα διαθέσιμα, τα χρεόγραφα, τις απαιτήσεις και τα αποθέματα, που είναι ρευστοποιήσιμα σύμφωνα με τη σειρά παρουσίασής τους (Παπάς, 2006). Οι βασικοί αριθμοδείκτες της κατηγορίας είναι οι εξής:

##### ➤ Δείκτης Κυκλοφοριακής κίνησης ή Γενικής Ρευστότητας

Ο δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας ή δείκτης Γενικής Ρευστότητας ορίζεται ως ο λόγος του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις:

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

Συνήθως ένας δείκτης πάνω από την 1 και κοντά στο 2 για βιομηχανικές ή εμπορικές επιχειρήσεις είναι καλός. Βέβαια, μια μεγάλη αύξηση του δείκτη λόγω αποθεμάτων δεν προσδίδει ρευστότητα στην επιχείρηση.

##### ➤ Δείκτης Άμεσης ή Ειδικής Ρευστότητας

Ο δείκτης Άμεσης Ρευστότητας, ή Quick Ratio, ορίζεται ως ο λόγος του Κυκλοφορούν Ενεργητικού μείον των Αποθεμάτων, προς τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις, δηλαδή,

$$\text{Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Εάν ο δείκτης αυτός κυμαίνεται γύρω στη μονάδα είναι καλή ένδειξη για την επιχείρηση εφόσον μπορεί να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Αντίθετα, αν ο δείκτης παρουσιάζει αποτέλεσμα μικρότερο της μονάδας, μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχείρησης δεν επαρκούν για να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

#### ➤ Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας

Ο δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας, ορίζεται ως ο λόγος των ταμειακών διαθέσιμων του Ενεργητικού, προς τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

$$\text{Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας} = \frac{\text{Διαθέσιμα Ενεργητικού}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Η επιθυμητή τιμή του δείκτη είναι όσο το δυνατόν μεγαλύτερη. Γενικά τιμές > 0,40 θεωρούνται καλές. Όταν έχουμε μια υψηλή τιμή, δηλώνει ισχυρή ρευστότητα και ελάχιστο κίνδυνο για την κάλυψη των υποχρεώσεων της. Αντίθετα, μια χαμηλή τιμή φανερώνει ταμειακά προβλήματα και μελλοντικές αδυναμίες στην εξόφληση των υποχρεώσεων της.

## 2.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

Οι επιχειρήσεις επενδύουν κεφάλαια (Παθητικό) σε περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό), αποσκοπώντας στη δημιουργία πωλήσεων οπότε και επίτευξη κερδών. Αυτή η διαδικασία συνεπάγεται ότι η καλύτερη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων, οδηγεί σε υψηλότερες πωλήσεις και κέρδη. Οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας μετρούν πόσο αποτελεσματικά η επιχείρηση διαχειρίζεται τους πόρους της με σκοπό την δημιουργία πωλήσεων ενώ, ονομάζονται και δείκτες ταχύτητας κυκλοφορίας γιατί δείχνουν την ταχύτητα με την οποία τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία ανακυκλώνονται μέσω των πωλήσεων (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2008). Οι πιο διαδεδομένοι αριθμοδείκτες της κατηγορίας είναι:

#### ➤ Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού

Η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού, ορίζεται ως ο λόγος των Πωλήσεων προς το σύνολο του Ενεργητικού, δηλαδή:

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει την αποτελεσματικότητα της διοίκησης του ενεργητικού στη δημιουργία πωλήσεων. Αν για παράδειγμα, ο δείκτης πάρει τη τιμή 1, συνεπάγεται ότι η επιχείρηση πραγματοποίησε πωλήσεις 1 ευρώ για κάθε ένα

ευρώ που επενδύθηκε στο ενεργητικό της. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης, τόσο πιο μεγάλη είναι η ένδειξη ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιήσει τις πωλήσεις της. Άρα, η υψηλή τιμή του δείκτη είναι ζητούμενο για την επιχείρηση (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2008).

➤ **Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων**

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων μας δείχνει τον βαθμό ρευστότητας των αποθεμάτων. Η ταχύτητα κυκλοφορίας των αποθεμάτων υπολογίζεται είτε σε σύγκριση με το συνολικό κόστος πωληθέντων, είτε σε σύγκριση με το σύνολο εσόδων πωλήσεων (σύνολο κύκλου εργασιών).δηλαδή:

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων ή Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσο Απόθεμα χρήσης}}$$

Ο δείκτης δείχνει στην ουσία πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα μέσα σε ένα έτος. Ενώ, αν θέλουμε να δούμε το χρόνο που παρέμειναν τα αποθέματα στην επιχείρηση έως ότου πωληθούν ή αλλιώς τις ημέρες που χρειάζονται για να ανανεωθούν τα αποθέματα κάνουμε αντίστροφα τον δείκτη και τον πολλαπλασιάζουμε με τις ημέρες του έτους (365).

Μεγάλος όγκος αποθεμάτων συνεπάγεται αφενός κακή αξιοποίηση κεφαλαίων, αφού αυτά θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σε εναλλακτικές χρήσεις κι αφετέρου κόστος φύλαξης των αποθεμάτων καθώς και κίνδυνος απαξίωσής τους. Ζητούμενο για την επιχείρηση είναι η υψηλή τιμή (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2008).

➤ **Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου Κινήσεως**

Η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Καθαρού Κεφαλαίου Κινήσεως ορίζεται ως ο λόγος των Καθαρών Πωλήσεων προς το Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης, δηλαδή:

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης}}$$

Ο αριθμοδείκτης δείχνει αν το ποσό του καθαρού κεφαλαίου κίνησης, σε σχέση με τις πωλήσεις, είναι κανονικό. Ζητούμενο για την επιχείρηση είναι ο δείκτης να λαμβάνει μεγάλες τιμές γιατί αυτό δείχνει πιο αποτελεσματική διαχείριση του καθαρού κεφαλαίου κίνησης. Όμως μια πολύ υψηλή τιμή μπορεί να σημαίνει ότι η επιχείρηση άρχισε να αντιμετωπίζει το πρόβλημα της ανεπάρκειας του καθαρού κεφαλαίου κίνησης (Βασιλείου και Ηρειώτης 2008).

➤ **Δείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων ή Μέση Περίοδος Είσπραξης**

Ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων ορίζεται ως ο λόγος των Καθαρών Πωλήσεων προς τον μέσο όρο των απαιτήσεων δηλαδή:

$$\text{Δείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Απαιτήσεις}}$$

Η ταχύτητα εισπράξεως ή κυκλοφορίας των απαιτήσεων μετρά την αποτελεσματική διαχείριση των απαιτήσεων της επιχείρησης, καθώς και το βαθμό ρευστότητάς τους. Αν οι απαιτήσεις, σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων, είναι μεγάλες, τότε, σημαίνει αφενός ότι τα κεφάλαια δεσμεύονται σε απαιτήσεις ενώ θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν κάπου αλλού. Αφετέρου, σημαίνει κόστος διαχείρισης καθώς και πιθανότητα μη είσπραξης κάποιων απαιτήσεων λόγω αφερεγγυότητας. Γενικά η υψηλή τιμή (αλλά όχι υπερβολικά υψηλή), είναι το ζητούμενο για την επιχείρηση. Συμπερασματικά, μια πολιτική όπου οι απαιτήσεις διατηρούνται σε ένα ορθολογικό επίπεδο, είναι η ενδεδειγμένη, καθώς διασφαλίζεται η ρευστότητα και η αποδοτικότητα της επιχείρησης.

➤ **Δείκτης Ταχύτητας Εξόφλησης Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων ή Μέση Περίοδος Πληρωμής**

Ο δείκτης ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων δείχνει πόσες φορές καλύπτει το κόστος πωληθέντων της επιχείρησης τις βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις της.

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχ. Υποχρ.} = \frac{\text{Αγορές ή Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Αν θέλουμε να δούμε το χρονικό διάστημα το οποίο οι υποχρεώσεις της επιχείρησης παραμένουν απλήρωτες παίρνουμε αντίστροφα τον δείκτη και τον πολλαπλασιάζουμε με τις ημέρες ενός έτους (365).

### 2.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας αξιολογούν την κερδοφορία της επιχείρησης. Από τους δείκτες αυτούς εξάγονται συμπεράσματα για την αποτελεσματικότητα της διοίκησης, με βάση το επίπεδο των κερδών, την αξιοποίηση των κεφαλαίων της και την απόδοση (Γκίκας, 2002). Οι βασικότεροι δείκτες αποδοτικότητας είναι οι εξής:



➤ **Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (Return on Assets) ROA**

Ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού ή ROA μετρά την απόδοση όλων των επενδυμένων κεφαλαίων της επιχείρησης, ιδίων και ξένων. Ορίζεται ως ο λόγος των κερδών προ φόρων και τόκων προς το σύνολο του ενεργητικού του προηγούμενου έτους:

$$\text{Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (ROA)} = \frac{\text{Κέρδη προ Φόρων και Τόκων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} * 100$$

Η ικανότητα της διοίκησης να χρησιμοποιεί τους οικονομικούς πόρους της επιχείρησης και να δημιουργεί καθαρά κέρδη αντανακλάται από την απόδοση του ενεργητικού της επιχείρησης (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2008).

➤ **Δείκτης Απόδοσης Ίδιων Κεφαλαίων (Return on Equity) ROE**

Ο δείκτης ROE δείχνει την αποτελεσματικότητα με την οποία η επιχείρηση χρησιμοποιεί τα Ίδια Κεφάλαια, δηλαδή τα κεφάλαια των ιδιοκτητών της. Ορίζεται ως ο λόγος των καθαρών κερδών προς το μέσο ύψος των ιδίων κεφαλαίων του προηγούμενου έτους:

$$\text{Δείκτης Απόδοσης Ίδιων Κεφαλαίων (ROE)} = \frac{\text{Κέρδη προ Φόρων και Τόκων}}{\text{Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων}} * 100$$

Η θεωρία λέει ότι η απόδοση των Ίδιων Κεφαλαίων εξαρτάται από την απόδοση του ενεργητικού και το πολλαπλασιαστική μόχλευσης. Όπου ο πολλαπλασιαστική μόχλευσης ισούται με τον λόγο του συνολικού ενεργητικού προς τα ίδια κεφάλαια (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2008).

➤ **Δείκτης Μικτού Περιθωρίου ή Μικτού Κέρδους**

Ο δείκτης αυτός μετρά την απόδοση των πωλήσεων σε σχέση με το μικτό αποτέλεσμα. Εκφράζει την ποσοστιαία συμβολή του μικτού αποτελέσματος στην κάλυψη των εξόδων διοίκησης, διάθεσης και λοιπών εξόδων μέχρι να προκύψει το καθαρό κέρδος χρήσης. Ο δείκτης υπολογίζεται από τη σχέση:

$$\text{Δείκτης Μικτού Κέρδους} = \frac{\text{Μικτό κέρδος}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} * 100$$

➤ **Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους**

Ο δείκτης εκφράζει την αποδοτικότητα των ιδίων και συνολικών κεφαλαίων της επιχείρησης και ορίζεται ως ο λόγος των καθαρών κερδών προς καθαρές πωλήσεις:

$$\text{Δείκτης Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{Κέρδη προ Φόρων και Τόκων}}{\text{Πωλήσεις}} * 100$$

Συγκεκριμένα, μια τιμή ίση με 0,10 ή 10% δείχνει ότι για κάθε 1.000 ευρώ πωλήσεων το καθαρό κέρδος είναι 100 ευρώ. Το περιθώριο καθαρού κέρδους αντανακλά την ικανότητα της να ελέγχει τα λειτουργικά και χρηματοοικονομικά της έξοδα. Αν η επιχείρηση επιτυγχάνει υψηλό ποσοστό καθαρού κέρδους, το οποίο, σε συνδυασμό με το ύψος των πωλήσεων, εξασφαλίζει στην επιχείρηση ικανοποιητικό επίπεδο καθαρών κερδών, σε σχέση με τα απασχολούμενα κεφάλαια, τότε η επιχείρηση είναι επιτυχημένη. Συνεπώς, όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη καθαρού κέρδους, τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση.

#### 2.4 Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας

Κατά την χρηματοοικονομική ανάλυση πρέπει να αξιολογείται η διάρθρωση των κεφαλαίων της επιχείρησης, που είναι τα ίδια κεφάλαια και οι βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Η ανάλυση αυτή απαιτείται καθώς πρέπει να αξιολογείται η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης, μακροχρόνια. Καθώς, μια πιθανή καλή τρέχουσα οικονομική εύκολα αντιστρέφεται λόγω διαφόρων παραγόντων, όπως, κακής διαχείρισης, αλλά και κακής διάρθρωσης κεφαλαίων (Νιάρχος, 2004). Κάποιοι βασικοί αριθμοδείκτες είναι οι εξής:

##### ➤ Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας

Ο δείκτης αυτός εκφράζεται από τον λόγο της αξίας των παγίων περιουσιακών στοιχείων προς την συνολική αξία του ενεργητικού της επιχείρησης.

$$\text{Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας} = \frac{\text{Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία}}{\text{Συνολο Ενεργητικού}} * 100$$

Ανάλογα με την τιμή αυτού του δείκτη έχουμε τη διάκριση των εταιρειών σε έντασης παγίων περιουσιακών στοιχείων ή σε έντασης κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων.

##### ➤ Δείκτης Ιδίων προς Συνολικά Κεφάλαια

Η σχέση αυτή δείχνει το ποσοστό του συνόλου των ενεργητικών στοιχείων μιας επιχείρησης που έχει χρηματοδοτηθεί από τους φορείς της.

$$\text{Δείκτης Ιδίων προς Συνολικά Κεφάλαια} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}} * 100$$

Ο δείκτης δείχνει αφενός τη διάρθρωση των κεφαλαίων της επιχείρησης κι αφετέρου τη μακροπρόθεσμη ρευστότητα της. Το ζητούμενο για την επιχείρηση είναι ένας μεγάλος δείκτης, καθώς τότε η επιχείρηση είναι πιο ανεξάρτητη οικονομικά. Όμως, μια πολύ υψηλή τιμή συνεπάγεται ότι η επιχείρηση δεν χρησιμοποιεί μόχλευση κεφαλαίων, που με τη σειρά του σημαίνει ότι η επιχείρηση πιθανόν να μην αναπτύσσεται δυναμικά (Νιάρχος, 2004).

#### ➤ Δείκτης Ιδίων προς Δανειακά (ξένα) Κεφάλαια

Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί αν υπάρχει ή όχι υπερδανεισμός σε μια επιχείρηση και εκφράζει την σχέση μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων (μετοχικό κεφάλαιο & αποθεματικά) προς το σύνολο των δανειακών κεφαλαίων (μακροπρόθεσμες και βραχυχρόνιες υποχρεώσεις). Ακόμη, δείχνει την ασφάλεια που παρέχει η επιχείρηση προς τους δανειστές της.

$$\text{Δείκτης Ιδίων προς Δανειακά Κεφάλαια} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Δανειακά Κεφάλαια}} * 100$$

## 2.5 Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

Οι αριθμοδείκτες αυτοί συσχετίζουν τον αριθμό των μετοχών μιας επιχείρησης και τη χρηματιστηριακή τους τιμή με τα κέρδη, τα μερίσματα και τα άλλα περιουσιακά στοιχεία της.

#### ➤ Κέρδη ανά Μετοχή (EPS)

Τα κέρδη ανά μετοχή είναι από τους πιο σπουδαίους δείκτες που χρησιμοποιείται στην χρηματοοικονομική ανάλυση, αλλά συγχρόνως και ο πιο παραπλανητικός. Δείχνει το ύψος των καθαρών κερδών, που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή της επιχείρησης και επηρεάζεται τόσο από το συνολικό ύψος των κερδών της επιχείρησης όσο και από τον αριθμό των μετοχών της. Το ύψος των κερδών, κατά μετοχή, αντανακλά την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης, με βάση τη μια μετοχή της και χρησιμοποιείται ευρύτατα. Υπολογίζεται:

$$\text{Κέρδη ανά Μετοχή (EPS)} = \frac{\text{Σύνολο Καθαρών Κερδών}}{\text{Αριθμός Κοινών Μετοχών σε Κυκλοφορία}}$$

➤ **Τιμή προς Κέρδος (P/E):**

Δείχνει κατά πόσο η τιμή της μετοχής καλύπτει τα κέρδη της. Μας δείχνει επίσης τη δυναμικότητα της μετοχής σε σχέση με τις μετοχές του κλάδου. Η διοίκηση μέσα από τον δείκτη παρακολουθεί τον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές αξιολογούν την επιχείρηση (μελλοντικά της κέρδη). Όσο μικρότερος είναι τόσο πιο ελκυστική είναι η μετοχή.

$$\text{Τιμή μετοχής προς Κέρδος (P/E)} = \frac{\text{Τρέχουσα Χρηματιστηριακή τιμή}}{\text{Κέρδη ανά Μετοχή}}$$

➤ **Μερισματική Απόδοση**

Απεικονίζει τη σχέση που υπάρχει μεταξύ του μερίσματος και της τιμής της κοινής μετοχής της επιχείρησης. Δείχνει το πόσο συμφέρουσα είναι η επένδυση σε μετοχές μιας δεδομένης επιχείρησης με βάση το μέρισμα το οποίο εισπράττει και την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία (Νιάρχος, 2004).

$$\text{Μερισματική Απόδοση} = \frac{\text{Μέρισμα ανά Μετοχή}}{\text{Τρέχουσα Χρηματιστηριακή Τιμή}}$$

## 2.6 Αριθμοδείκτες Καταστάσεων Ταμειακών Ροών

Από τις καταστάσεις των ταμειακών ροών μιας εταιρείας μπορούν εξαχθούν κάποιοι χρηματοοικονομικοί δείκτες οι οποίοι μας βοηθούν να βγάλουμε κάποια συμπεράσματα για την εικόνα της επιχείρησης. Οι βασικότεροι είναι:

➤ **Δείκτης Λειτουργικών Ροών προς Πωλήσεις**

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης δείχνει σε ποιο ποσοστό οι πωλήσεις μετατρέπονται σε ρευστά κεφάλαια:

$$\text{Δείκτης Λειτουργικών Ροών προς Πωλήσεις} = \frac{\text{Λειτουργικές Ταμειακές Ροές}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Ο δείκτης αυτός, εκφράζεται ως ποσοστό επί τοις εκατό, και συγκρίνει τις λειτουργικές ταμειακές ροές της εταιρείας με τις καθαρές πωλήσεις, όπου δίνει στους επενδυτές μια ιδέα για την ικανότητα της εταιρείας να μετατρέψει τις πωλήσεις σε μετρητά. Θα ήταν ανησυχητικό να αυξάνονται οι πωλήσεις της εταιρείας χωρίς παράλληλη αύξηση των λειτουργικών ταμειακών ροών. Θετικές και αρνητικές αλλαγές στους όρους μιας εταιρείας από την πώληση και των

εισπρακτέων λογαριασμών εμφανίζονται σε αυτό το δείκτη (<http://www.investopedia.com>).

➤ **Δείκτης Ικανότητας Εξόφλησης Δανειακών Κεφαλαίων**

$$\text{Δείκτης Ικανότητας Εξόφλησης Δανειακών Κεφαλαίων} = \frac{\text{Δανειακά (Ξένα) Κεφάλαια}}{\text{Λειτουργικές Ταμειακές ροές}}$$

Ο δείκτης αυτός εκφράζεται σε έτη και δείχνει πόσα χρόνια χρειάζεται η επιχείρηση προκειμένου να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της με βάση τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Ένας δείκτης γύρω στο 5 θεωρείται καλός δηλαδή μια επιχείρηση χρειάζεται 5 έτη προκειμένου να εξοφλήσει τις δανειακές της υποχρεώσεις με βάση τα ταμειακά πλεονάσματα (Βλάχος, Λουκά, 2007).

➤ **Δείκτης Ικανότητας Εξόφλησης Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων**

$$\text{Δείκτης Ικανότητας Εξόφλησης Βραχ. Υποχρ.} = \frac{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις-Διαθέσιμα}}{\text{Λειτουργικές Ταμειακές ροές}}$$

Ο δείκτης αυτός εκφράζεται σε έτη και δείχνει πόσα χρόνια χρειάζεται η επιχείρηση προκειμένου να εξοφλήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με βάση τις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Μια τιμή του δείκτη ίση με 2,5 θεωρείται καλή, δηλαδή μια επιχείρηση να χρειάζεται 2,5 έτη προκειμένου να εξοφλήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>

### Προφίλ εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε και επισκόπηση του κλάδου των Σουπερμάρκετ

---

#### 3.1 Ιστορικά Στοιχεία

Η γενεσιουργός επιχειρηματική κίνηση για την ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε έγινε το 1893. όταν ο Δημήτριος Μαρινόπουλος με καταγωγή από την Ελίκη Αιγιαλείας, άνοιξε το πρώτο φαρμακείο στη Νεάπολη της Αθήνας. Στις αρχές του 1900 το φαρμακείο μεταφέρθηκε σε μεγαλύτερο κτήριο στη συμβολή των οδών Σόλωνος και Ζωοδόχου Πηγής, ενώ το 1905, ανοίγουν μαζί με τον αδερφό του Πάνο ένα ακόμη φαρμακείο στην οδό Φιλελλήνων. Το 1908 τα δύο αδέλφια προχώρησαν στην δημιουργία του φαρμακείου στην πλατεία Ομονοίας, ενώ το 1949, οι γιοι του Πάνου Μαρινόπουλου, Δημήτρης και Ιωάννης, πέρασαν στη βιομηχανική παραγωγή φαρμάκων, ιδρύοντας τη φαρμακοβιομηχανία ΦΑΜΑΡ. Η ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ιδρύθηκε τελικά το 1962 δημιουργώντας τα πρώτα καταστήματα αυτοεξυπηρέτησης στην Ελλάδα, δηλαδή αυτό που σήμερα γνωρίζουμε ως σουπερμάρκετ, με την επωνυμία Self Service Μαρινόπουλος. Ένα χρόνο μετά, με αφορμή τη συνεργασία με τον γαλλικό όμιλο Le Printemps, τα καταστήματα μετονομάζονται σε Prisunic Μαρινόπουλος, ή αλλιώς ΡΜ, όπως έγιναν γνωστά τη δεκαετία του '70.

Ο Στέφανος Μαρινόπουλος «λάνσαρε» στην ελληνική αγορά ορισμένες από τις μεγαλύτερες φίρμες ένδυσης το 1999. Η βρετανική Marks & Spencer και η αμερικανική GAP κέρδισαν την προτίμηση των Ελλήνων καταναλωτών, με τη συνεργασία του ομίλου με τη βρετανική εταιρεία να μετράει πάνω από τριάντα χρόνια. Το 2003 μετά από ιδέα του Πάνου Μαρινόπουλου ήλθε στην Ελλάδα το brand της αμερικανικής πολυεθνικής αλυσίδας καφέ Starbucks. Στο σχέδιο των Μαρινόπουλων ήταν η δημιουργία μιας αγοράς «gourmet καταναλωτών», οι οποίοι θα έχουν τη δυνατότητα να απολαμβάνουν ξεχωριστές γεύσεις κρύου ή ζεστού καφέ. Το όνομα Μαρινόπουλος βρέθηκε πίσω και από τα καταστήματα καλλυντικών Sephora, τα οποία επίσης δεν έμειναν αλώβητα από την έλευση της κρίσης. Αυτό ανάγκασε τον Π. Μαρινόπουλο, προκειμένου να «θωρακίσει» περαιτέρω τον όμιλό του, να αποχωρήσει το 2012 από την λιανική αγορά των καλλυντικών, πουλώντας

το μερίδιο 50% που κατείχε στο μετοχικό κεφάλαιο της Sephora<sup>3</sup>. Το 2012 ο Μαρινόπουλος κατέστη αποκλειστικός δικαιούχος των σημάτων Carrefour στην Ελλάδα, την Κύπρο και τα Βαλκάνια. Την περίοδο από το 2010 ως το 2012, η εταιρεία λειτουργούσε περίπου 800 καταστήματα, εκ των οποίων, τα 41 ήταν μεγάλα υπερμάρκετ και τα 290 σουπερμάρκετ. Στην πορεία η συνεργασία με την Carrefour διεκόπη και η εταιρεία επέστρεψε στα χέρια των Μαρινόπουλων. Έφτασε να απασχολεί περί τους 12 χιλιάδες εργαζόμενους, όντας ένας από τους μεγαλύτερους εργοδότες της χώρας, μετά τη MIG (51.000 εργαζόμενοι), τη ΔΕΗ (πάνω από 22.000) τον ΟΤΕ και την ΕΥΔΑΠ!<sup>4</sup>

### 3.2 Επισκόπηση Κλάδου Τροφίμων και Ποτών και Σουπερμάρκετ

Ο τομέας των τροφίμων στην Ελλάδα είναι ο πιο δυναμικός με υψηλό ρυθμό ανάπτυξης. Το 25% εκατό των πιο κερδοφόρων ελληνικών εταιρειών είναι εταιρείες τροφίμων και ποτών. Σύμφωνα με άρθρο του xrimatistirio.gr<sup>5</sup>, οι εισηγμένες εταιρείες του κλάδου των τροφίμων και ποτών άρχισαν να στέλνουν θετικά «μηνύματα» προς την ελληνική οικονομία, καταγράφοντας μεγάλη αύξηση της κερδοφορίας τους, κατά τη διάρκεια του 9μήνου του 2014. Αναλυτικότερα, Από την επεξεργασία 42 επιχειρήσεων του κλάδου παρατηρούνται τα εξής: το σύνολο του ενεργητικού τους αυξήθηκε κατά 4,2% το 2014/13, ενώ αύξηση 3,3% παρουσίασαν και τα ίδια κεφάλαια. Οι συνολικές τους πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 1,0% και τα μεικτά κέρδη κατά 3,7% την ίδια περίοδο<sup>6</sup>.

Το 2015 η εγχώρια Βιομηχανία τροφίμων καλύπτει πάνω από το 1/4 (26%) του συνόλου των επιχειρήσεων της ελληνικής μεταποίησης, γεγονός που την κατατάσσει πρώτη ανάμεσα στους κλάδους της μεταποίησης. Ταυτόχρονα, συνιστά και το μεγαλύτερο εργοδότη της εγχώριας μεταποίησης, αφού σε αυτήν απασχολείται επίσης πάνω από το 1/3 (36%) του συνόλου των απασχολούμενων το 2015 (Εικόνα 3.2.1). Ακόμη, τα τρόφιμα και ποτά είναι ο πρώτος σκοπός

---

<sup>3</sup> <http://www.economy365.gr/article/5556/marinopoylos-i-istoria-toy-farmakeioy-poy-egine-aytokratoria>

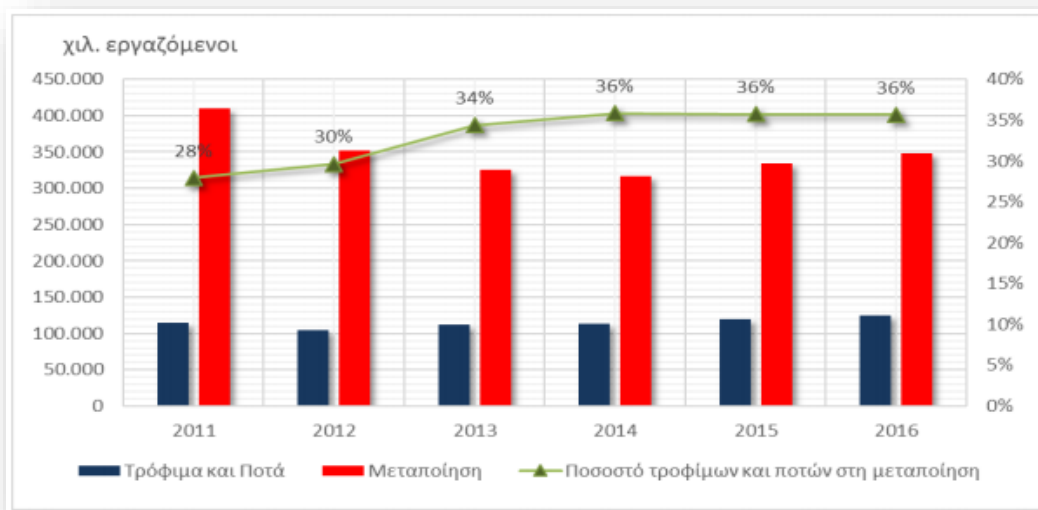
<sup>4</sup> <http://www.liberal.gr/arthro/62007/oikonomia/epicheiriseis/marinopoulos-apo-to-mikro-farmakeio-stous-megaluterous-ergodotes-tis-choras.html>,

<sup>5</sup> [http://www.xrimatistirio.gr/index\\_afieromata.asp?TitleAfieroma=trofima&id\\_afieroma\\_vie=45481&ekdosi=5393](http://www.xrimatistirio.gr/index_afieromata.asp?TitleAfieroma=trofima&id_afieroma_vie=45481&ekdosi=5393)

<sup>6</sup> <http://www.rizopoulospost.com/icap-o-klados-twn-soyper-market-einai-o-monos-pou-exei-epiviwsei-apo-thn-oikonomikh-krish/>

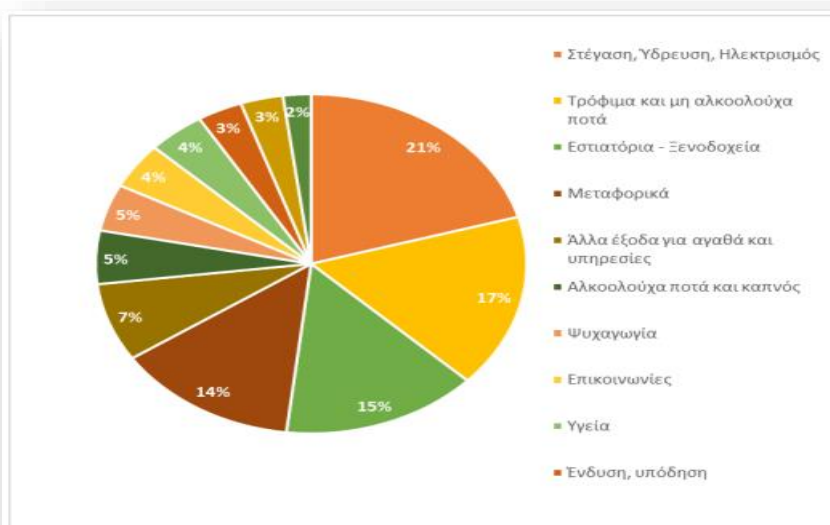
κατανάλωσης όπου δαπανούν οι καταναλωτές το 21% του εισοδήματός τους (Γράφημα 3.2.2). Η παρουσία του τομέα είναι επίσης θεμελιώδους σημασίας υπό καθαρά οικονομικούς όρους, αφού βρίσκεται ανάμεσα στους πρώτους κλάδους της μεταποίησης, με την αξία παραγωγής να αγγίζει το 20%, την ακαθάριστη προστιθέμενη αξία να ξεπερνά το 26%, ενώ καταλαμβάνει τη δεύτερη θέση και σε όρους κύκλου εργασιών ( $\approx 22\%$ ) (IOBE, 2017).

*Εικόνα 3.2.1: Εργαζόμενοι σε μεταποίηση τροφίμων-ποτών*



Πηγή: Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών (2017).

*Γράφημα 3.2.2: Κατανομή δαπάνης νοικοκυριών ανά σκοπό κατανάλωσης 2015.*

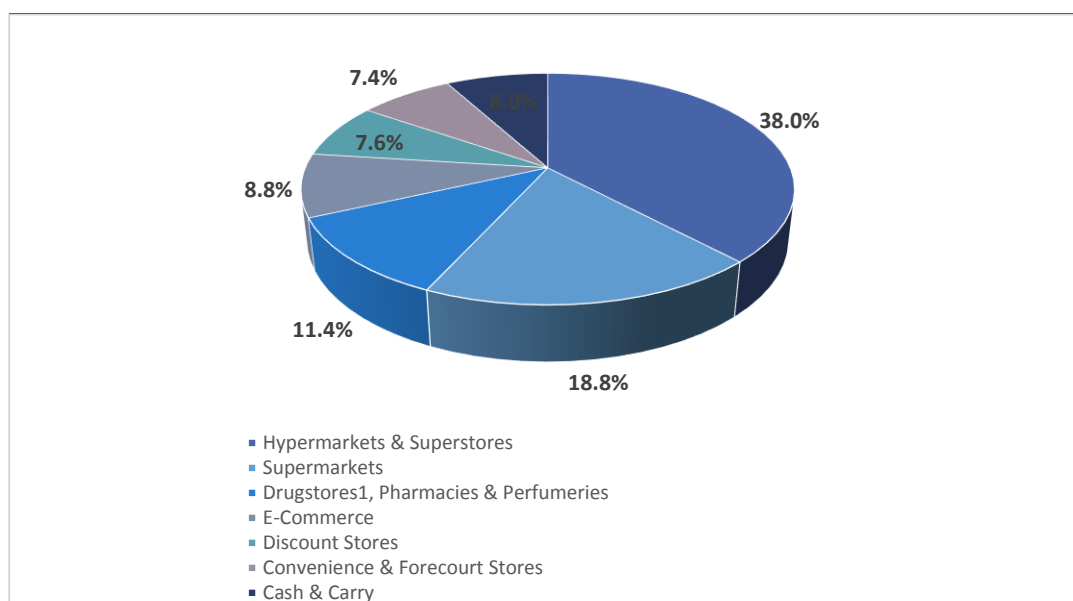


Πηγή: Ίδρυμα Οικονομικών & Βιομηχανικών Ερευνών (2017).



Τέλος, σύμφωνα με άρθρο του Κουτρομπή Γιάννη<sup>7</sup> πρόσφατη μελέτη της ICAP έδειξε ότι ένας από τους πλέον ισχυρούς και ανθεκτικούς τομείς της ελληνικής οικονομίας είναι ο τομέας των σουπερμάρκετ. Ειδικότερα, έχει παρουσιαστεί πτωτική πορεία στις πωλήσεις, αλλά ο ετήσιος ρυθμός μείωσης των πωλήσεων είναι πολύ χαμηλότερος από άλλους τομείς της ελληνικής οικονομίας. Σύμφωνα με τις ισχύουσες συνθήκες και τάσεις της αγοράς, παράγοντες του κλάδου εκτιμούν ότι οι πωλήσεις του κλάδου το 2018 αναμένεται να παρουσιάσει οριακές μεταβολές της τάξεως του -1% έως +1% σε ετήσια βάση. Όσο αναφορά την παγκόσμια αγορά σύμφωνα με τον οίκο Planet Retail, το 2018 οι συνολικές πωλήσεις ειδών παντοπωλείου παγκοσμίως (Grocery Retail) αναμένεται να ξεπεράσουν τα \$5,7 τρις. Οι πωλήσεις των hypermarkets & superstores εκτιμάται ότι θα αποσπάσουν το 38,0% του συνόλου της παγκόσμιας αγοράς. Ακολουθούν τα supermarkets με ποσοστό 18,8% ενώ, εκτιμάται ότι οι πωλήσεις μέσω διαδικτύου (e-commerce) θα καταλάβουν μερίδιο 11,4% και θα ξεπεράσουν τις πωλήσεις των discount stores (ICAP, 2017) (Γράφημα 3.2.3).

*Γράφημα 3.2.3: Προβλέψεις μεριδίου παγκόσμιας αγοράς για το 2018*



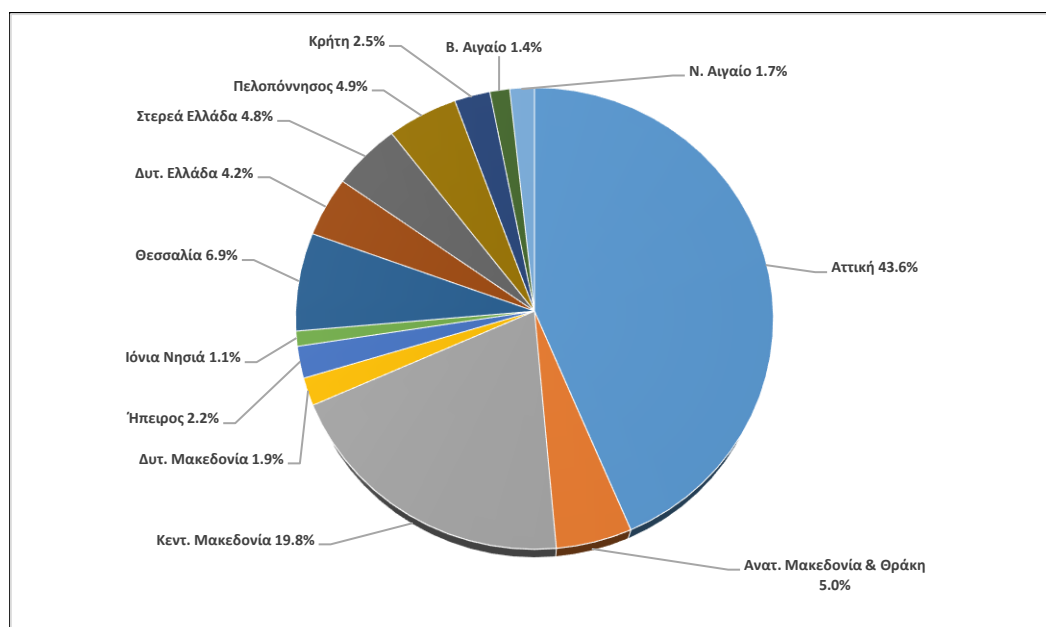
*Πηγή: ICAP (2017)*

<sup>7</sup> <http://www.rizopoulospost.com/icap-o-klados-twn-soyper-market-einai-o-monos-pou-exei-epiivsei-apo-thn-oikonomikh-krish/>

Ο κλάδος των σουπερμάρκετ και Cash & Carry περιλαμβάνει μεγάλο αριθμό εταιρειών, οι κυριότερες των οποίων ελέγχουν γνωστές αλυσίδες καταστημάτων. Όσο αναφορά στο βαθμό συγκέντρωσης στον κλάδο, τέσσερις μεγάλες εταιρείες αλυσίδες καταστημάτων απέσπασαν το 50% περίπου των συνολικών πωλήσεων του κλάδου το 2015.

Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνεται η γεωγραφική κατανομή των καταστημάτων των δέκα μεγαλύτερων αλυσίδων σουπερμάρκετ:

*Διάγραμμα 3.2.4: Γεωγραφική κατανομή των καταστημάτων των δέκα μεγαλύτερων αλυσίδων σουπερμάρκετ και cash & carry ανά διοικητική περιφέρεια (2015)*



Πηγή: ICAP (2017)

Από το διάγραμμα βλέπουμε ότι η πλειοψηφία των καταστημάτων των δέκα μεγαλύτερων αλυσίδων του κλάδου βρίσκεται στην Αττική με ποσοστό 43,6%, ακολουθεί η περιφέρεια της Κεντρικής Μακεδονίας με 19,8% και η Θεσσαλία με 6,9%. Ενώ, τα λιγότερα καταστήματα βρίσκονται στο Ν. Αιγαίο, Β. Αιγαίο, Ιόνια νησιά και Δυτική Μακεδονία όπου κατέχουν ποσοστά συγκέντρωσης κάτω από το 2%.

Τέλος, παρουσιάζονται οι βασικότεροι αριθμοδείκτες του κλάδου τα αποτελέσματα των οποίων βγήκαν με τη χρήση δείγματος 57 εταιρειών για τα έτη 2014 και 2015 :

**Πίνακας 3.2.5: Βασικοί αριθμοδείκτες κλάδου σουπερμάρκετ και Cash & Carry**

Αριθμοδείκτες	2014	2015
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) %	11,17	-58,27
Μικτό Περιθώριο Κέρδους (Gross Margin) %	20,69	21,02
Καθαρό περιθώριο κέρδους προ φόρων (EBT Margin) %	1,37	-3,55
Ίδια προς Ξένα Κεφάλαια (Equity to Debt ratio) %	25,29	11,18
Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας (Acid ratio)	0,36	0,30
Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας (Cash ratio)	0,10	0,11
Μέση περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων (ημέρες)	9	12
Μέση περίοδος Πληρωμής Βραχυ Υποχρεώσεων (ημέρες)	98	104
Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων (ημέρες)	47	43

Πηγή: ICAP (2017)

Από τους αριθμοδείκτες του κλάδου βλέπουμε αρχικά μια χαμηλή ρευστότητα. Συγκεκριμένα ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας κυμαίνεται γύρω στις 0,30 φορές που σημαίνει ότι ο μέσος όρος των ταχέως ρευστοποιήσιμων στοιχείων δεν καλύπτει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις. Το ίδιο παρατηρείται και από τον αριθμοδείκτη άμεσης ρευστότητας ο οποίος κυμαίνεται στο 0,1 (κάτω από 0,4).

Όσο αναφορά την δραστηριότητα του κλάδου η κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων είναι καλή και γύρω στο 45 που σημαίνει ότι ο μέσος χρόνος ανανέωσης των αποθεμάτων είναι 45 ημέρες.

Η μέση περίοδος είσπραξης απαιτήσεων του κλάδου επίσης φαίνεται καλή εφόσον το μέσο χρονικό διάστημα είσπραξης των απαιτήσεων είναι 10 ημέρες περίπου. Η μέση περίοδος πληρωμής του κλάδου είναι σχετικά μεγάλη γύρω στις 100 ημέρες. Το θετικό είναι ότι το χρονικό διάστημα είσπραξης των απαιτήσεων είναι μικρότερο από αυτό της πληρωμής που σημαίνει ότι κάποιες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μπορούν να χρηματοδοτηθούν από τις απαιτήσεις.

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων είναι αρνητικός για το έτος 2015 βλέποντας μια μεγάλη μείωση ενώ, ο δείκτης ίδια προς ξένα κεφάλαια μειώνεται από 25% σε 11%. Αυτό σημαίνει ότι κάθε μονάδα υποχρεώσεως καλύπτεται κατά 25% το 2014 και κατά 11% το 2015 από τα Ίδια Κεφάλαια. Για να έχουν φυσικά ουσία οι αριθμοδείκτες του κλάδου θα πρέπει να συγκριθούν με αυτούς της εταιρείας που εξετάζουμε όπου, και θα πραγματοποιηθεί παρακάτω.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

### Χρηματοοικονομική Ανάλυση της ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.

---

#### 4.1 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάζεται η χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε για την περίοδο 2011 με 2015. Αρχικά ασχολούμαστε με την ανάλυση της κατάστασης συνολικού εισοδήματος όπου γίνεται οριζόντια ανάλυση των βασικών στοιχείων της εταιρείας παρακολουθώντας τον ρυθμό ανάπτυξής τους σε όλη την διάρκεια της περιόδου. Συνεχίζουμε με κάθετη χρηματοοικονομική ανάλυση των ισολογισμών της εταιρείας δίνοντας βαρύτητα στα πιο σημαντικά στοιχεία ενώ ακολουθεί η ανάλυση των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης όπου ουσιαστικά γίνεται η ανάλυση κέρδους ή ζημίας της επιχείρησης παρακολουθώντας τον ρυθμό ανάπτυξης της περιόδου. Ακολουθεί η ανάλυση της κατάστασης ταμειακών ροών και συνεχίζουμε την ανάλυση μας μέσω χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών σε όλο το εύρος των οικονομικών καταστάσεων προκειμένου συνδυαστικά να προκύψουν σημαντικά συμπεράσματα σε σύγκριση με τα μεγέθη που έχουν προκύψει από την ανάλυση του κλάδου για τα έτη 2014 και 2015.

#### 4.2 Ανάλυση Κατάστασης Συνολικού Εισοδήματος

Σύμφωνα με τον πίνακα 4.2.1 η εταιρεία είχε μια ετήσια μείωση των πωλήσεων της κατά 7% με αποτέλεσμα τα έσοδα της να συρρικνωθούν στα 1,3 δισεκατομμύρια ευρώ το 2015 από 1,8 δισεκατομμύρια ευρώ το 2011. Το μικτό κέρδος μειώθηκε με ετήσιο ρυθμό 10% και διαμορφώθηκε στα 188 εκ. ευρώ το 2015 ενώ, στο μικτό περιθώριο κέρδους παρατηρήθηκε περεταίρω ετήσια μείωση κατά 3,5% περίπου. Οι δαπάνες για έξοδα διοίκησης και διάθεσης αυξήθηκαν με σταθερό ετήσιο ρυθμό περίπου 1% κατά την πενταετία. Αποθαρρυντικά τα αποτελέσματα των καθαρών κερδών προ φόρων και τόκων και κερδών μετά φόρων όπου εκτός των αρνητικών μεγεθών (ζημιές) καθ' όλη την περίοδο, παρατηρήθηκε περαιτέρω αύξηση των ζημιών κατά μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής 11% και 10% αντίστοιχα. Κατά συνέπεια παρατηρούνται αρνητικά περιθώρια κέρδους προ φόρων και τόκων καθώς και του καθαρού περιθωρίου κέρδους τα οποία βαίνουν αρνητικότερα με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής 20% και 18% αντίστοιχα! Το αποτέλεσμα είναι να

παρατηρούνται τεράστιες ζημιές στις χρήσεις ειδικά από το 2011 μέχρι και το 2014 που αντί να ανατρέπονται πολλαπλασιάζονται με αποκορύφωμα τις ζημιές μετά φόρων του έτους 2015 ύψους 400 εκ. ευρώ. Η εταιρεία κατάφερε την τελευταία πενταετία (2011-2015) να σωρεύσει ζημιές ύψους 850 εκ. ευρώ!

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	ποσά εκφρασμένα σε € '000	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR%
	Κύκλος εργασιών		1.832.940	1.521.544	1.413.724	1.552.849	1.271.234
Κόστος πωληθέντων		-1.511.090	-1.259.249	-1.166.979	-1.321.156	-1.082.974	-6,45%
<b>Μικτά κέρδη</b>		<b>321.850</b>	<b>262.295</b>	<b>246.745</b>	<b>231.693</b>	<b>188.260</b>	<b>-10,17%</b>
Μικτό περιθώριο κέρδους %		17,56%	17,24%	17,45%	14,92%	14,81%	-3,35%
Έξοδα διοίκηση, διάθεσης, λοιπά		-532.223	-360.765	-288.603	-224.853	-551.303	0,71%
<b>Λειτουργικό αποτέλεσμα</b>		<b>-210.373</b>	<b>-98.470</b>	<b>-41.858</b>	<b>6.840</b>	<b>-363.043</b>	<b>11,53%</b>
Περιθώριο κέρδους προ φόρων και τόκων %		-11,48%	-6,47%	-2,96%	0,44%	-28,56%	20,00%
Χρηματοοικονομικά έσοδα/(έξοδα)		-25.355	-12.170	-18.697	-31.765	-41.883	10,56%
<b>Κέρδη/(ζημιές) προ φόρων</b>		<b>-235.728</b>	<b>-110.640</b>	<b>-60.555</b>	<b>-24.925</b>	<b>-404.926</b>	<b>11,43%</b>
Περιθώριο κέρδους προ φόρων %		-12,86%	-7,27%	-4,28%	-1,61%	-31,85%	19,89%
Φόρος		-19.446	0	-640	0	0	-100,00%
<b>Κέρδη/(ζημιές) μετά φόρων</b>		<b>-255.174</b>	<b>-110.640</b>	<b>-61.195</b>	<b>-24.925</b>	<b>-404.926</b>	<b>9,68%</b>
Καθαρό περιθώριο κέρδους %		-13,92%	-7,27%	-4,33%	-1,61%	-31,85%	18,00%

Πίνακας 4.2.1: ανάλυση κατάστασης συνολικού εισοδήματος περιόδου 2011-2015

### 4.3 Ανάλυση Κατάστασης Οικονομικής Θέσης

Η κατάσταση οικονομικής θέσης μας βοηθάει να κατανοήσουμε καλύτερα πως διαμορφώνεται η περιουσιακή κατάσταση της εταιρείας (πάγια περιουσιακά στοιχεία, αποθέματα, πελάτες, διαθέσιμα) και πως αυτή μπορεί να την εκμεταλλευτεί καλύτερα για να δημιουργήσει πρόσφορο έδαφος στην ανάπτυξη και την δημιουργία πλούτου και νέων ευκαιριών, ενώ την ίδια στιγμή μπορεί να μας δώσει μια πολύ καθαρή εικόνα για τις υποχρεώσεις της εταιρείας τόσο ως προς τους τρίτους (πιστωτές, προμηθευτές), όσο ως προς τους μετόχους της.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη των βασικών στοιχείων του ισολογισμού του Μαρινόπουλου Α.Ε υπολογίζοντας τον μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης της περιόδου 2011 με 2015:

ποσά εκφρασμένα σε € '000		2011	2012	2013	2014	2015	CAGR%
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	Ενσώματα πάγια	727.843	666.226	658.040	663.809	642.002	-2,48%
	Άυλα περιουσιακά στοιχεία	10.926	11.414	11.839	11.954	12.781	3,19%
	Λοιπα μη κυκλοφορούντα στοιχεία	115.328	120.566	122.495	112.489	150.412	5,46%
		<b>854.097</b>	<b>798.206</b>	<b>792.374</b>	<b>788.252</b>	<b>805.195</b>	<b>-1,17%</b>
	Αποθέματα	133.080	114.834	136.741	153.298	76.122	-10,57%
	Εμπορικές απαιτήσεις	199.999	240.451	294.822	443.106	346.816	11,64%
	Λοιπές Απαιτήσεις	17.102	17.956	21.492	26.242	28.634	10,86%
	Ταμειακά διαθέσιμα	12.101	21.839	23.427	19.778	6.156	-12,64%
		<b>362.282</b>	<b>395.080</b>	<b>476.482</b>	<b>642.424</b>	<b>457.728</b>	<b>4,79%</b>
	<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>1.216.379</b>	<b>1.193.286</b>	<b>1.268.856</b>	<b>1.430.676</b>	<b>1.262.923</b>	<b>0,75%</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>	Μετοχικό κεφάλαιο	215.254	251.709	252.709	253.210	258.222	3,71%
	Λοιπα στοιχεία ιδίων κεφαλαίων	-114.603	71.164	18.614	-30.118	-442.933	31,05%
		<b>100.651</b>	<b>322.873</b>	<b>271.323</b>	<b>223.092</b>	<b>-184.711</b>	<b>-212,91%</b>
	Μακροπρόθεσμα Δάνεια	450.895	230.097	165.283	346.237	409.058	-1,93%
	Προβλέψεις / Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	18.892	15.462	12.864	9.780	17.893	-1,08%
		<b>469.787</b>	<b>245.559</b>	<b>178.147</b>	<b>356.017</b>	<b>426.951</b>	<b>-1,89%</b>
	Βραχυπρόθεσμα δάνεια	8.048	53.660	188.469	100.729	174.296	84,98%
	Εμπορικές υποχρεώσεις	583.137	534.292	577.137	593.678	733.094	4,68%
	Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	54.756	36.902	53.780	157.160	113.293	15,65%
		<b>645.941</b>	<b>624.854</b>	<b>819.386</b>	<b>851.567</b>	<b>1.020.683</b>	<b>9,58%</b>
<b>Σύνολο Παθητικού</b>	<b>1.216.379</b>	<b>1.193.286</b>	<b>1.268.856</b>	<b>1.430.676</b>	<b>1.262.923</b>	<b>0,75%</b>	

Πίνακας 4.3.1: οριζόντια ανάλυση ισολογισμού περιόδου 2011-2015

Η πρώτη εικόνα της ανάλυσης δεν είναι καλή. Έντονη εντύπωση κάνει η τεράστια μείωση των ιδίων κεφαλαίων της τάξεως του 200% η οποία εξηγείται από τις σωρευμένες ζημιές που καταγράφονται από το 2013 και μετά. Ενώ το 2012 αυξήθηκαν, στη συνέχεια μειώθηκαν, καταγράφοντας το 2015 αρνητικό μέγεθος ύψους -180 εκ. ευρώ. Αυτό δείχνει μια κακή περίοδο διοίκησης μετά το 2012, κατά την οποία η εταιρεία δεν κατάφερε να ανταπεξέλθει στις απαιτήσεις και τα υψηλά στάνταρ της αγοράς και του ανταγωνισμού. Επίσης, οι εμπορικές απαιτήσεις αυξήθηκαν κατά μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής κατά 12% διαχρονικά, από 200 εκ. ευρώ το 2011 σε 350 εκ. ευρώ το 2015, δείχνοντας την αδυναμία της εταιρείας να εισπράξει έγκαιρα ενώ, την ίδια στιγμή οι υποχρεώσεις της προς τους προμηθευτές εκτοξεύονται στα 730 εκ. ευρώ το 2015 από 580 εκ. ευρώ το 2012 καταγράφοντας κατά μέσο όρο μια ετήσια αύξηση περίπου 5%. Επίσης, παρατηρούνται πολύ μεγάλα ποσά στις μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις καθώς, οι δεύτερες αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής 10% σε όλη την περίοδο. Τέλος, τα ταμειακά διαθέσιμα μειώθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής 12,6% δείχνοντας μειωμένη ρευστότητα. Αισθητή είναι και η μείωση των αποθεμάτων της εταιρείας το 2015.

Από την κατάσταση κοινού μεγέθους (πίνακας 4.3.2), παρατηρούμε ότι το ποσοστό που καταλαμβάνουν τα πάγια μειώνεται διαχρονικά από 60% σε 50%. Ακόμη, τα αποθέματα καταλαμβάνουν μικρό ποσοστό, γύρω στο 6% επί του συνολικού ενεργητικού το 2015, γεγονός που οφείλεται προφανώς στην έλλειψη ετικετών στα ράφια λόγω κακής εμπορικής σχέσης που έχει αναπτυχθεί με τους προμηθευτές. Οι απαιτήσεις κατέχουν σημαντικό χώρο στο ενεργητικό της εταιρείας καθώς αυξάνονται φτάνοντας σε ποσοστό 30% το 2015. Πολύ μικρό ποσοστό καταλαμβάνουν τα ταμειακά διαθέσιμα, παρατηρώντας μια σχεδόν μηδενική ποσοστιαία ρευστότητα. Σημαντικότερα συμπεράσματα όμως απορρέουν από τις υποχρεώσεις! Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις διογκώθηκαν τόσο πολύ, όπου άγγιξαν το 81% του συνολικού παθητικού της εταιρείας για το 2015. Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις επίσης αυξήθηκαν φτάνοντας το 34% περίπου ενώ, οι συνολικές υποχρεώσεις έφτασαν στο 114% του παθητικού της εταιρείας εφόσον, το -14% αντανakλούσε το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων για το 2015. Αυτό δείχνει ένα μεγάλο άνοιγμα-άπλωμα της εταιρείας όπου εκτός του ότι προσέφευγε στο μακροχρόνιο δανεισμό κατανάλωσε και όλα τα ίδια κεφάλαια της. Παράλληλα δεν κάλυπτε τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της οι οποίες αυξάνονταν επικίνδυνα (βραχυπρόθεσμα δάνεια, προμηθευτές, φόρους, υποχρεώσεις προς ασφαλιστικούς οργανισμούς κ.λπ.).

	2011	2012	2013	2014	2015	
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	Ενσώματα πάγια	59,84%	55,83%	51,86%	46,40%	50,83%
	Άυλα περιουσιακά στοιχεία	0,90%	0,96%	0,93%	0,84%	1,01%
	Λοιπα μη κυκλοφορούντα στοιχεία	9,48%	10,10%	9,65%	7,86%	11,91%
		<b>70,22%</b>	<b>66,89%</b>	<b>62,45%</b>	<b>55,10%</b>	<b>63,76%</b>
	Αποθέματα	10,94%	9,62%	10,78%	10,72%	6,03%
	Εμπορικές απαιτήσεις	16,44%	20,15%	23,24%	30,97%	27,46%
	Λοιπές Απαιτήσεις	1,41%	1,50%	1,69%	1,83%	2,27%
	Ταμειακά διαθέσιμα	0,99%	1,83%	1,85%	1,38%	0,49%
		<b>29,78%</b>	<b>33,11%</b>	<b>37,55%</b>	<b>44,90%</b>	<b>36,24%</b>
	<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>	Μετοχικό κεφάλαιο	17,70%	21,09%	19,92%	17,70%	20,45%
	Λοιπα στοιχεία ιδίων κεφαλαίων	-9,42%	5,96%	1,47%	-2,11%	-35,07%
		<b>8,27%</b>	<b>27,06%</b>	<b>21,38%</b>	<b>15,59%</b>	<b>-14,63%</b>
	Μακροπρόθεσμα Δάνεια	37,07%	19,28%	13,03%	24,20%	32,39%
	Προβλέψεις / Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	1,55%	1,30%	1,01%	0,68%	1,42%
		<b>38,62%</b>	<b>20,58%</b>	<b>14,04%</b>	<b>24,88%</b>	<b>33,81%</b>
	Βραχυπρόθεσμα δάνεια	0,66%	4,50%	14,85%	7,04%	13,80%
	Εμπορικές υποχρεώσεις	47,94%	44,77%	45,48%	41,50%	58,05%
	Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	4,50%	3,09%	4,24%	10,99%	8,97%
		<b>53,10%</b>	<b>52,36%</b>	<b>64,58%</b>	<b>59,52%</b>	<b>80,82%</b>
<b>Σύνολο Παθητικού</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	

Πίνακας 4.3.2: κατάσταση Ισολογισμού κοινού μεγέθους περιόδου 2011 - 2015

#### 4.4 Ανάλυση Κατάστασης Ταμειακών Ροών

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται η ανάλυση των καταστάσεων ταμειακών ροών της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. για τα έτη από το 2011 ως το 2015:

ποσά εκφρασμένα σε € '000		2011	2012	2013	2014	2015	CAGR%
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	<b>Αποτελέσματα προ φόρων</b>	<b>-235.728</b>	<b>-110.640</b>	<b>-60.555</b>	<b>-24.925</b>	<b>-404.926</b>	<b>11,43%</b>
	Πλέον/(μείον) προσαρμογες (αποσβέσεις προβλέψεις, χρημ/κα)	215.303	50.106	22.018	-16.653	311.886	7,69%
	<b>Σύνολο</b>	<b>-20.425</b>	<b>-60.534</b>	<b>-38.537</b>	<b>-41.578</b>	<b>-93.040</b>	<b>35,43%</b>
	Μείωση/(αύξηση) αποθεμάτων	34.784	23.524	-18.947	-45.045	77.269	17,31%
	Μείωση/(αύξηση) απαιτήσεων	-106.898	-34.937	-29.583	-107.587	-99.097	-1,50%
	Αύξηση/(μείωση) υποχρεώσεων	93.932	-26.148	56.659	113.700	67.032	-6,53%
	Αύξηση/(μείωση) υποχρεώσεων σε εργαζόμενους	-5.341	-4.045	-3.416	-2.658	-4.409	-3,76%
	<b>Μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης</b>	<b>16.477</b>	<b>-41.606</b>	<b>4.713</b>	<b>-41.590</b>	<b>40.795</b>	<b>19,88%</b>
	Τόκοι	-25.835	-7.997	-15.618	-29.656	-22.117	-3,06%
	Φόροι	-4.138	-12	-454	-74	-158	-47,96%
	<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) λειτουργικών δραστηριοτήτων</b>	<b>-33.921</b>	<b>-110.149</b>	<b>-49.896</b>	<b>-112.898</b>	<b>-74.520</b>	<b>17,05%</b>
	<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) επενδυτικών δραστηριοτήτων</b>	<b>-45.001</b>	<b>-14.082</b>	<b>-26.012</b>	<b>-38.878</b>	<b>-24.639</b>	<b>-11,35%</b>
	<b>Σύνολο εισροών/(εκροών) χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων</b>	<b>70.822</b>	<b>133.969</b>	<b>77.496</b>	<b>148.127</b>	<b>85.537</b>	<b>3,85%</b>
	<b>Καθαρή μεταβολή ταμειακών διαθεσίμων</b>	<b>-8.100</b>	<b>9.738</b>	<b>1.588</b>	<b>-3.649</b>	<b>-13.622</b>	<b>10,96%</b>
	<b>Ταμειακά ισοδύναμα στο τέλος της περιόδου</b>	<b>12.101</b>	<b>21.839</b>	<b>23.427</b>	<b>19.778</b>	<b>6.156</b>	<b>-12,64%</b>

Πίνακας 4.4.1: ανάλυση κατάστασης ταμειακών ροών για την περίοδο 2011-2015

Από την ανάλυση των καταστάσεων των ταμειακών ροών για την πενταετία 2011-2015, προκύπτει ότι οι ροές από την λειτουργική δραστηριότητα της εταιρείας παρουσιάζουν καθ' όλη την περίοδο αρνητικά ποσά που σημαίνει ότι η εταιρεία από την επιχειρηματική της δραστηριότητα δεν καταφέρνει να δημιουργήσει εισροή χρήματος. Θα λέγαμε αλλιώς πως η δραστηριότητά της την «βάζει μέσα» και μάλιστα με μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης αυτής της τάσης κατά 17%. Είναι επίσης ξεκάθαρο ότι προκειμένου να καλυφθούν οι ανάγκες των ταμειακών διαθεσίμων για την απρόσκοπτη λειτουργία της εταιρείας καθώς επίσης και την κάλυψη των επενδυτικών της αναγκών (οι οποίες βαίνουν μειούμενες με ετήσιο μέσο ρυθμό μείωσης 11%), παρουσιάζει αύξηση στις ταμειακές εισροές από χρηματοδότηση, που σημαίνει πρακτικά ότι δεν αποπληρώνει δάνεια, αλλά σωρεύει νέα με σκοπό την βιωσιμότητά της (μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης χρηματοδοτικών εισροών 4%).



## 4.5 Ανάλυση Αριθμοδεικτών

Στην ενότητα αυτή θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε τους αριθμοδείκτες που προσδιορίζουν την ρευστότητα, την αποδοτικότητα, την δραστηριότητα, την διάρθρωση των κεφαλαίων και την βιωσιμότητα της εταιρείας.

### 4.5.1 Ανάλυση Αριθμοδεικτών Ρευστότητας

Από την ανάλυση των αριθμοδεικτών παρατηρείται αρχικά η πολύ χαμηλή ρευστότητα της εταιρείας (πίνακας 4.5.1). Συγκεκριμένα ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας κινείται κοντά στο 0,60 πολύ χαμηλότερα από το 2,0 που θα ήταν μια αποδεκτή τιμή με μέσο ετήσιο ρυθμό μείωσης περίπου 1%. Την ίδια στιγμή ο δείκτης άμεσης ρευστότητας κυμαίνεται γύρω στις 0,35 επίσης χαμηλότερα από την ελάχιστη τιμή 1,0 που θα ήταν αποδεκτή για το συγκεκριμένο αριθμοδείκτη. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της εταιρείας δεν καλύπτουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της και η εταιρεία διαθέτει μόνο 0,35 ευρώ για κάθε 1 ευρώ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. Ο ρυθμός ανάπτυξης διαχρονικά είναι οριακά θετικός σχεδόν 1%. Το ίδιο φαίνεται και από τον αριθμοδείκτη μετρητών ο οποίος εκτός ότι είναι σχεδόν μηδενικός μειώνεται ραγδαία με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής 20%. Αυτό συμβαίνει γιατί τα ταμειακά διαθέσιμα της εταιρείας μειώνονται διαχρονικά σε σχέση με τις τρέχουσες λειτουργικές της ανάγκες και άρα τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία υστερούν κατά πολύ στο να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Προφανώς η επιχείρηση ακολούθησε έντονη πολιτική επιχειρηματικής επένδυσης και ανάληψης δανείων για την βιωσιμότητα της λειτουργίας της και των δραστηριοτήτων της.

Αριθμοδείκτες Ρευστότητας	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR%
Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας (current ratio)	0,56	0,63	0,58	0,75	0,45	-4,37%
Αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας (quick/acid ratio)	0,33	0,42	0,39	0,54	0,35	1,04%
Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας (cash ratio)	0,02	0,03	0,03	0,02	0,01	-20,28%

Πίνακας 4.5.1: ανάλυση αριθμοδεικτών για την περίοδο 2011 με 2015

### 4.5.2 Ανάλυση Αριθμοδεικτών Δραστηριότητας

Αναφορικά με την δραστηριότητα της εταιρείας, η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού δεν είναι καλή (πίνακας 4.5.2). Η εταιρεία το 2015 φαίνεται ότι

πραγματοποιεί πωλήσεις αξίας ενός ευρώ για κάθε ένα ευρώ που επενδύει. Παράλληλα, ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων της κινείται οριακά θετικά (CAGR, 4,5%), ενώ φαίνεται ότι η εταιρεία ανανέωσε περίπου 14 φορές τα αποθέματα της μέσα στο 2015. Οι ημέρες που διατηρούνται τα αποθέματα εντός της επιχείρησης βαίνουν μειούμενες από το 2011 καταγράφοντας μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής 4,5% και διαμορφώνονται στις 26 ημέρες στο τέλος

Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR%
Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού	1,51	1,28	1,11	1,09	1,01	-7,75%
Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων	11,35	10,97	8,53	8,62	14,23	4,61%
Ημέρες Διατήρησης Αποθεμάτων (DIO)	32,15	33,29	42,77	42,35	25,66	-4,41%
Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Κεφ. Κίνησης	- 7,33	- 8,50	- 9,71	569,64	- 4,10	-10,98%
Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων	9,16	6,33	4,80	3,50	3,67	-16,75%
Ημέρες Είσπραξης Απαιτήσεων (DSO)	39,83	57,68	76,12	104,15	99,58	20,12%
Αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Εξόφλησης Υποχρεώσεων	2,59	2,36	2,02	2,23	1,48	-10,63%
Ημέρες Εξόφλησης Υποχρεώσεων (DPO) του 2015.	140,86	154,87	180,51	164,02	247,08	11,90%

*Πίνακας 4.5.2: ανάλυση αριθμοδεικτών δραστηριότητας για την περίοδο 2011 έως 2015*

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας του καθαρού κεφαλαίου κίνησης είναι αρνητικός υποδηλώνοντας την κακή απόδοση των πωλήσεων που έχουν πραγματοποιηθεί. Ειδικότερα για το 2014, η ακραία τιμή του αριθμοδείκτη, δηλώνει καθαρά ότι η επιχείρηση αντιμετωπίζει πρόβλημα ανεπάρκειας καθαρού κεφαλαίου κίνησης (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2008). Την ίδια στιγμή, η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων της εταιρείας, δεν φαίνεται να εξελίσσεται θετικά διαχρονικά, ειδικά από το 2013 και μετά όπου, ο δείκτης αυξάνεται με μέσο ρυθμό μεταβολής 20% ετησίως, διαμορφώνοντας τις ημέρες είσπραξης απαιτήσεων σε 100. Ο αριθμοδείκτης της κυκλοφοριακής ταχύτητας εισπράξεως των απαιτήσεων δείχνει πως από το 2012 και μετά οι εμπορικές απαιτήσεις είναι μεγαλύτερες σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων, που σημαίνει αφενός ότι τα κεφάλαια δεσμεύονται σε απαιτήσεις ενώ θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν σε ποιο προσοδοφόρες επενδύσεις, αφετέρου το κόστος της διαχείρισης και η πιθανότητα μη είσπραξης κάποιων απαιτήσεων λόγω αφερεγγυότητας είναι υπαρκτά. Από τα παραπάνω προκύπτει επίσης πως οι πιστώσεις της εταιρείας ανανεώνονταν σχετικά αργά και είχε πρόβλημα στην ικανότητα της να εισπράττει έγκαιρα.

Η μέση περίοδος πληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρείας σε ημέρες αυξήθηκε διαχρονικά καταλήγοντας σε 247 ημέρες το 2015 από 141 το 2011 (CAGR, 12%). Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας εξόφλησης υποχρεώσεων αποτυπώνει πως το κόστος των πωλήσεων για το 2015 καλύπτει περίπου 1,5 φορά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρείας προς τους προμηθευτές της και άρα η εταιρεία έχει σταματήσει άτυπα να πληρώνει. Το φαινόμενο αυτό οδηγεί σε έλλειψη εμπιστοσύνης τους προμηθευτές με αποτέλεσμα προκειμένου να αναλάβουν το ρίσκο να πωλούν στην εταιρεία σε μη ανταγωνιστικές τιμές και να χρεώνουν τόκους υπερημερίας για να διασφαλιστούν. Έτσι, δημιουργούνται ασταθείς εμπορικές σχέσεις που οδηγούν την εταιρεία στον αφανισμό και την κατάρρευση. Θα πρέπει εδώ να σημειωθεί ότι οι καθυστερήσεις στις πληρωμές των προμηθευτών είναι μονόδρομος με την οικονομική κατάσταση που παρουσιάζει η εταιρεία και θα έπρεπε να έχουν αναληφθεί διοικητικές ευθύνες για τις αιτίες που οδηγήθηκε εκεί. Οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες είναι αρνητικές καθ' όλη την διάρκεια της πενταετίας και μια ενδεχόμενη μείωση των υποχρεώσεων θα σήμαινε αυτόματα την μείωση περαιτέρω αυτών των ροών (αύξηση των εκροών) ενώ πιθανότατα να αυξανόντουσαν και οι χρηματοδοτικές εισροές ισόποσα εφόσον δεν βελτιώνονταν οι εισπράξεις των απαιτήσεων.

#### 4.5.3 Ανάλυση Αριθμοδεικτών Αποδοτικότητας

Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται και αναλύονται οι κυριότεροι αριθμοδείκτες που προσδιορίζουν την αποδοτικότητα της εταιρείας:

Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας	2012	2013	2014	2015	CAGR%
Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (ROA)	-8,10%	-3,51%	0,54%	-25,38%	33,06%
Αριθμοδείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	-97,83%	-12,96%	2,52%	-162,73%	13,57%

*Πίνακας 4.5.3: ανάλυση αριθμοδεικτών αποδοτικότητας για την περίοδο 2011 έως 2015*

Οι αριθμοδείκτες απόδοσης ενεργητικού και ιδίων κεφαλαίων είναι αρνητικοί για τα έτη 2011-2015 λόγω των αρνητικών κερδών προ φόρων και τόκων ενώ, η συρρίκνωση των ιδίων κεφαλαίων και οι ολοένα αυξανόμενες ζημιές διαχρονικά διαμορφώνουν μια αυξανόμενα αρνητική τάση του μέσου ρυθμού

μεταβολής στο 33% για τον δείκτη ROA και στο 14% για τον δείκτη ROE. Η ικανότητα της διοίκησης να δημιουργεί καθαρά κέρδη όπως επίσης και να χρησιμοποιεί τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης αποτελεσματικά δεν αντανακλάται από τους συγκεκριμένους αριθμοδείκτες.

#### 4.5.4 Ανάλυση Αριθμοδεικτών Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας

Από τον αριθμοδείκτη παγιοποίησης περιουσίας φαίνεται πως η εταιρεία δεν διακρίνεται εύκολα σε έντασης παγίων περιουσιακών στοιχείων ή σε έντασης κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων. Θα περίμενε να δει κανείς να συμβαίνει το δεύτερο (πίνακας 4.5.4.). Αντ' αυτού, φαίνεται ότι τα μεγέθη μοιάζουν περισσότερο με μεγέθη «βαριάς βιομηχανίας» δημιουργώντας υποψίες άναρχων υπερεπενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν τα προηγούμενα χρόνια.

Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR%
Αριθμοδείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας	59,84%	55,83%	51,86%	46,40%	50,83%	-3,21%
Αριθμοδείκτης Ιδίων προς Συνολικά Κεφάλαια	17,99%	53,22%	43,41%	33,29%	-46,33%	-220,83%
Αριθμοδείκτης Ιδίων προς Δανειακά Κεφάλαια	21,93%	113,79%	76,70%	49,91%	-31,66%	-207,62%

*Πίνακας 4.5.4: ανάλυση αριθμοδεικτών διάρθρωση κεφαλαίων και βιωσιμότητας για την περίοδο 2011 έως 2015*

Ο αριθμοδείκτης ιδίων προς ξένα κεφάλαια επίσης δεν είναι καλός έχει τεράστια μείωση κατά 207% ενώ, την τελευταία χρονιά είναι και αρνητικός. Αυτό σημαίνει ότι μια μονάδα υποχρέωσης καλύπτεται ελάχιστα από τα ίδια κεφάλαια και ως εκ τούτου υπάρχει πολύ περιορισμένη διασφάλιση των πιστωτών της επιχείρησης. Συνεπώς, στην επιχείρηση υπάρχει υπερδανεισμός που δείχνει μια επισφαλή κατάσταση για την ίδια και τους πιστωτές της. Είναι παραπάνω από σαφές ότι η εταιρεία βρίσκεται σε πολύ επικίνδυνη θέση λόγω των σωρευμένων ζημιών διαχρονικά στο λογαριασμό των ιδίων κεφαλαίων.

#### 4.5.5 Ανάλυση Αριθμοδεικτών Ταμειακών Ροών

Ο δείκτης ικανότητας εξόφλησης δανειακών κεφαλαίων έχει αρνητικές τιμές σε όλα τα έτη αναδεικνύοντας την αδυναμία της εταιρείας να αποπληρώσει τα δάνειά της με ρευστά διαθέσιμα που προέρχονται από τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Ίδια είναι η εικόνα και για τον αριθμοδείκτη ικανότητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πίνακας 4.5.5). Τέλος, ο αριθμοδείκτης των

λειτουργικών ταμειακών ροών προς τις πωλήσεις παρουσιάζεται αρνητικός, δείχνοντας την ανικανότητα της εταιρείας να μετατρέψει τις πωλήσεις σε μετρητά διαθέσιμα.

Αριθμοδείκτες Ταμειακών Ροών	2011	2012	2013	2014	2015	CAGR%
Αριθμοδείκτης Λειτουργικών Ταμειακών Ροών / Πωλήσεις	-1,85%	-7,24%	-3,53%	-7,27%	-5,86%	25,93%
Αριθμοδείκτης Ικανότητας Εξόφλησης Δανειακών Κεφαλαίων	- 13,53	- 2,58	- 7,09	- 3,96	- 7,83	-10,37%
Αριθμοδείκτης Ικανότητας Εξόφλησης Βράχυ Υποχρεώσεων	- 17,19	- 4,85	- 11,57	- 5,26	- 9,84	-10,56%

*Πίνακας 4.5.5: ανάλυση αριθμοδεικτών ταμειακών ροών για την περίοδο 2011 έως 2015*

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### Χρηματοοικονομική και Συγκριτική Ανάλυση της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. με τους κυριότερους ανταγωνιστές

---

#### 5.1 Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο θα προσπαθήσουμε να παρουσιάσουμε αναλυτικότερα την εικόνα του κλάδου των σουπερμάρκετ σε σχέση με την ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. προχωρώντας σε χρηματοοικονομική ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων τεσσάρων μεγάλων εταιρειών που είναι και οι βασικοί ανταγωνιστές της ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. και δραστηριοποιούνται στην χώρα μας. Στη συνέχεια γίνεται συγκριτική ανάλυση των ευρημάτων με τα μεγέθη της εξεταζόμενης εταιρείας. Οι εταιρείες οι οποίες αναλύονται σε σχέση με την εξεταζόμενη εταιρεία είναι οι εξής: ΑΛΦΑ ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε., ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε, ΜΑΣΟΥΤΗΣ Α.Ε και ΜΕΤΡΟ Α.Ε.Β.Ε. Η περίοδος ανάλυσης και εδώ είναι από το 2011 έως το 2015 ενώ οι οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών αντλήθηκαν από τις επίσημες ιστοσελίδες τους και την ιστοσελίδα του εθνικού τυπογραφείου.

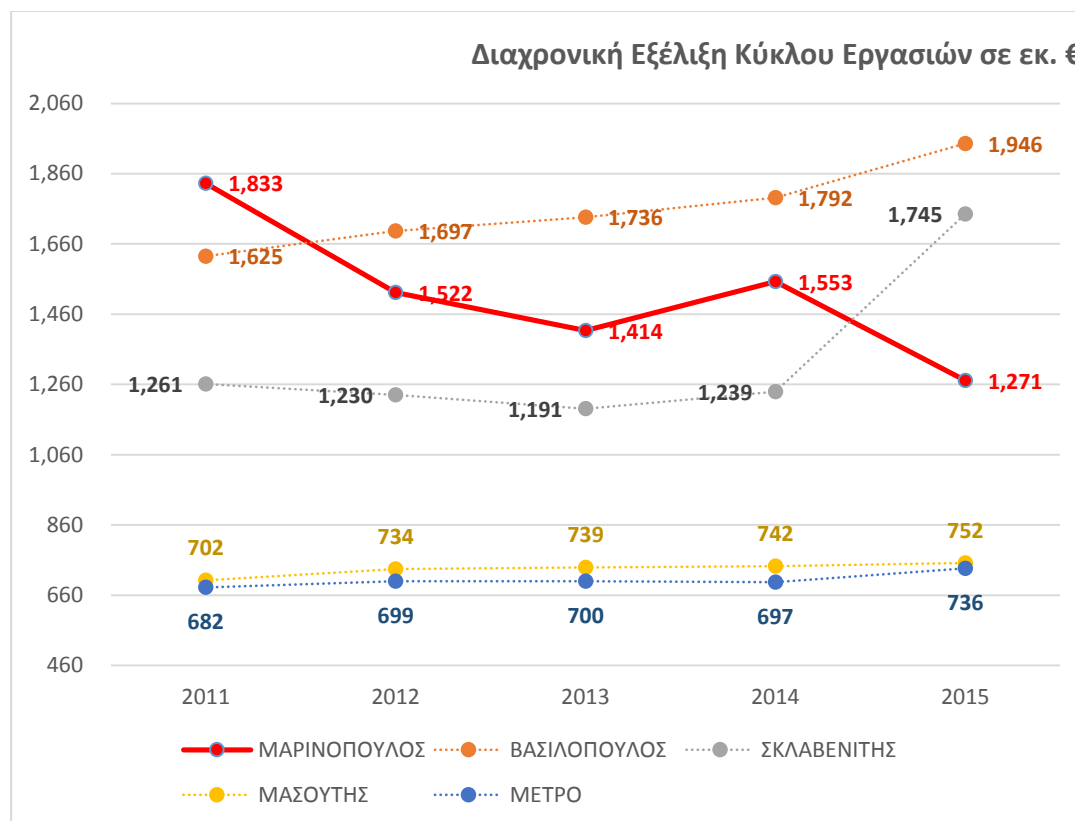
#### 5.2 Συγκριτική Ανάλυση των Κυριότερων Στοιχείων των Καταστάσεων Συνολικού Εισοδήματος του Ανταγωνισμού με την ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.

##### 5.2.1 Κύκλος Εργασιών

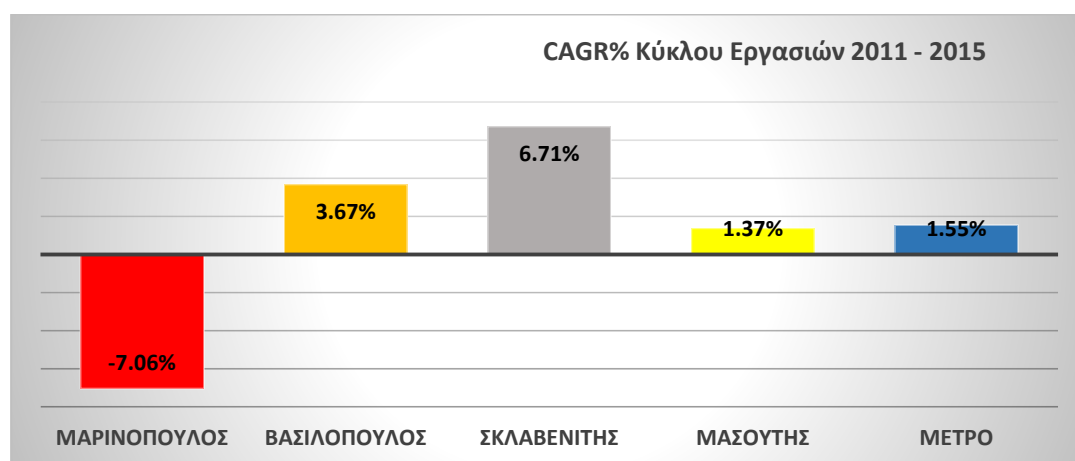
Στην πρώτη γραμμή της κατάστασης συνολικού εισοδήματος, συναντάμε τον λογαριασμό του εσόδου της χρήσης, μέγεθος πολύ σημαντικό για την λειτουργία της επιχείρησης αφού διασφαλίζει την κανονικότητα της δραστηριότητας καθώς επίσης και την εισροή χρήματος εντός της επιχείρησης. Από την οριζόντια ανάλυση του συγκεκριμένου λογαριασμού για όλες τις εταιρείες του δείγματος, προκύπτουν τα γραφήματα 5.2.1.1 και 5.2.1.2.

Παρατηρείται ότι ο ετήσιος τζίρος για την ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. συρρικνώθηκε κατά 550 εκατομμύρια ευρώ στο διάστημα από το 2011 έως το 2015 καταγράφοντας ετήσιο μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής 7%. Δεν συνέβη το ίδιο για την εταιρεία ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε. και ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ οι οποίες αύξησαν το ετήσιο τους εισόδημα με μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης 7% και 4%,

φθάνοντας το 2015 το ύψος των 1,7 και 1,9 δισεκατομμυρίων ευρώ αντίστοιχα. Σταθερά ανοδικά κινήθηκαν οι πωλήσεις στο ίδιο διάστημα και για τις εταιρείες ΜΑΣΟΥΤΗΣ Α.Ε. και ΜΕΤΡΟ Α.Ε.Β.Ε. σημειώνοντας οριακά θετικό μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης (CAGR).



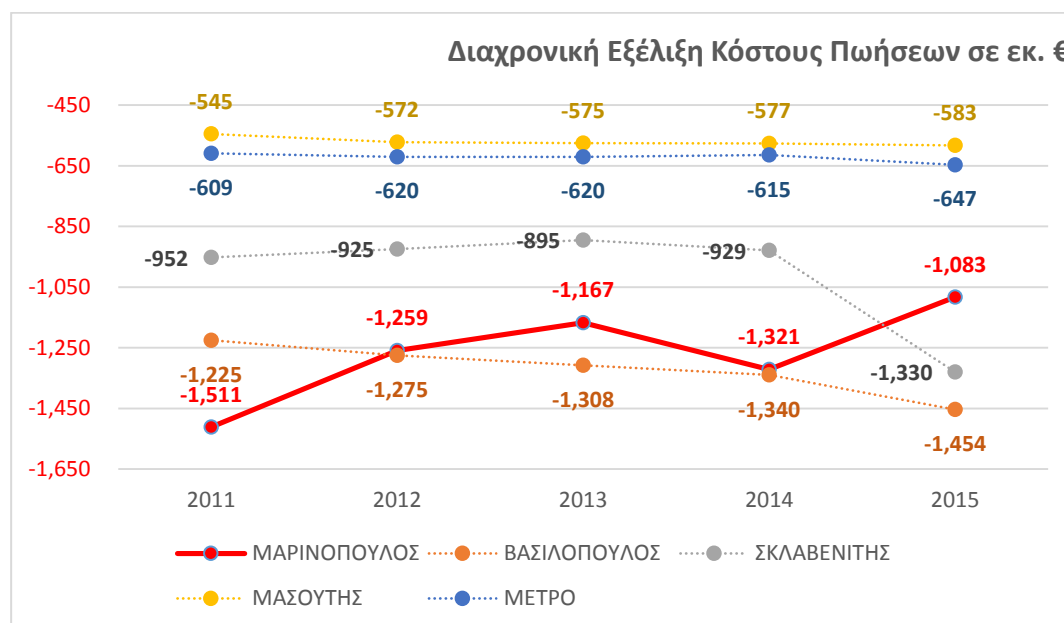
Γράφημα 5.2.1.1: οριζόντια ανάλυση εσόδων για την περίοδο 2011-2015



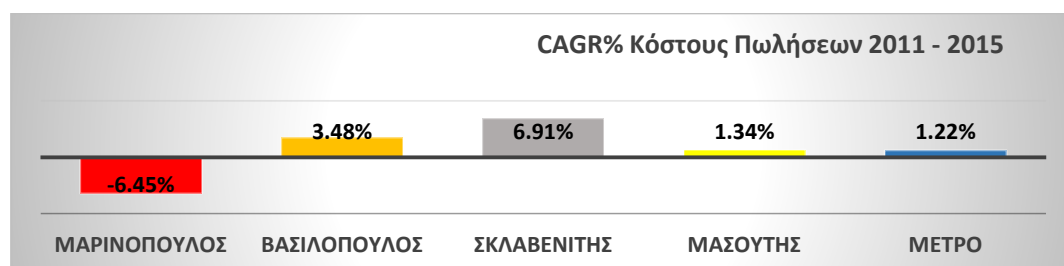
Γράφημα 5.2.1.2: ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης (CAGR) εσόδων για την περίοδο 2011-2015

## 5.2.2 Κόστος Πωλήσεων

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής του κόστους πωλήσεων ακολουθεί την τάση του κύκλου εργασιών σε όλες τις εταιρείες όπως φαίνεται στο γράφημα 5.2.2.2, καταγράφοντας σημαντική μείωση της τάξης του 6,5% για την ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. της οποίας το κόστος πωλήσεων για το 2015 διαμορφώθηκε στο 1,0 δισεκατομμύριο από 1,5 δισεκατομμύρια ευρώ το 2011 (γράφημα 5.2.2.1). Για τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου σουπερμάρκετ ο δείκτης CAGR (μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης) κινήθηκε με ανοδική τάση από 1,2% για την ΜΕΤΡΟ Α.Ε.Β.Ε. μέχρι 6,9% για την ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε. Το κόστος πωλήσεων για το 2015 αναλυτικά διαμορφώθηκε στα 1,5 δις ευρώ για την ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ, 1,3 δις ευρώ για την ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε., 650 εκατομμύρια ευρώ για την ΜΕΤΡΟ Α.Ε.Β.Ε. και 580 εκατομμύρια ευρώ για την ΜΑΣΟΥΤΗΣ Α.Ε.



Γράφημα 5.2.2.1: οριζόντια ανάλυση κόστους πωλήσεων για την περίοδο 2011-2015

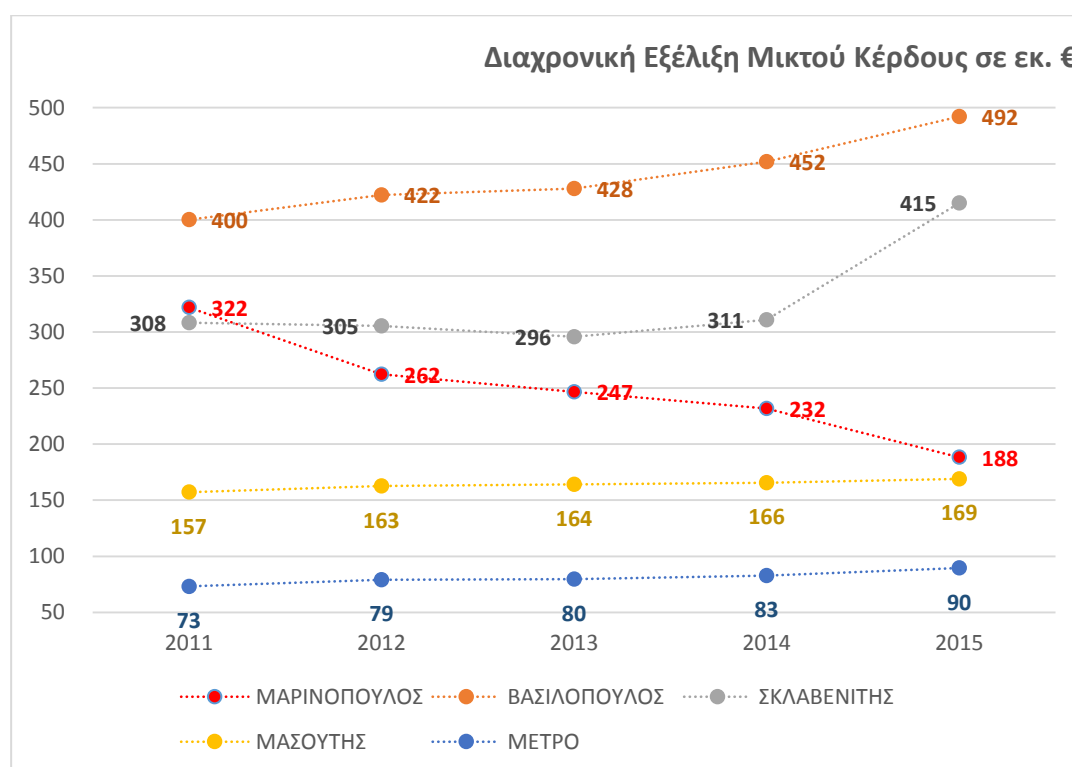


Γράφημα 5.2.2.2: ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης (CAGR) κόστους πωλήσεων για την περίοδο 2011-2015

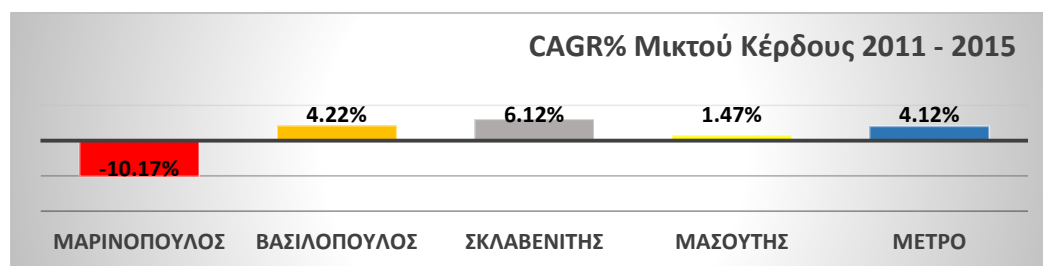


### 5.2.3 Μικτό Κέρδος

Ο λογαριασμός του μικτού κέρδους προκύπτει από την διαφορά του λογαριασμού των εσόδων μείον το κόστος πωλήσεων και αποτελεί έναν από τους πιο σημαντικούς λογαριασμούς όχι μόνο γιατί διαμορφώνει κατά μεγάλο ποσοστό την τιμολογιακή πολιτική και τις ενέργειες που πρέπει να αναληφθούν έναντι του ανταγωνισμού, αλλά γιατί το θετικό του μέγεθος είναι επιτακτικό προκειμένου να καλυφθούν όλα τα υπόλοιπα έξοδα (διοικητικά, χρηματοοικονομικά) προκειμένου να οδηγηθεί η εταιρεία σε κέρδη. Η οριζόντια ανάλυση του λογαριασμού σε όλο το δείγμα των εταιρειών που εξετάζουμε παρουσιάζεται στα γραφήματα που ακολουθούν:



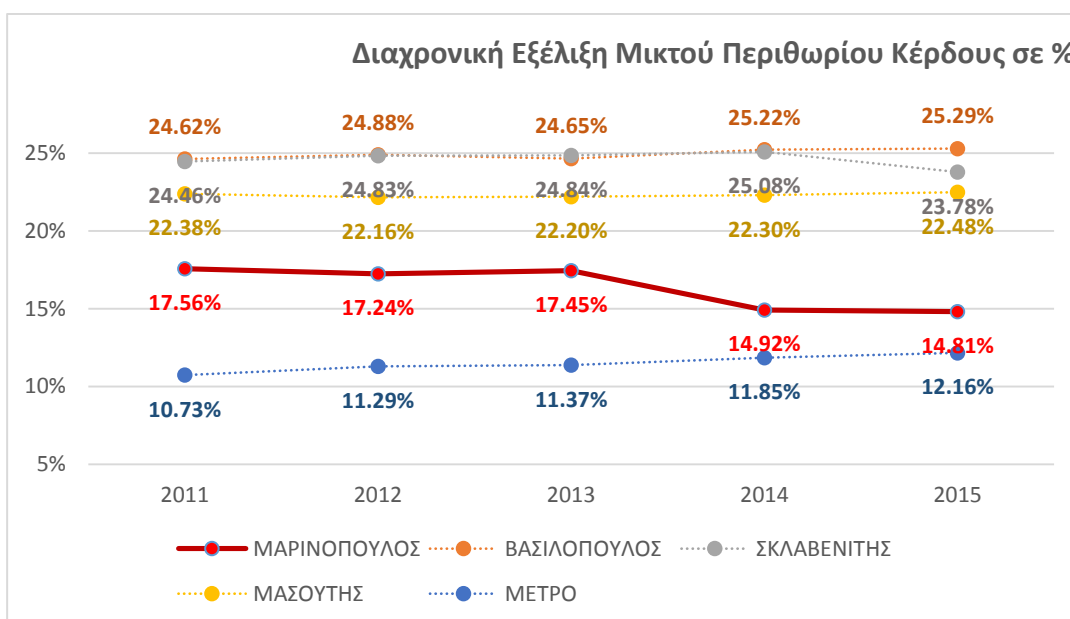
Γράφημα 5.2.3.1: οριζόντια ανάλυση μικτού κέρδους για την περίοδο 2011-2015



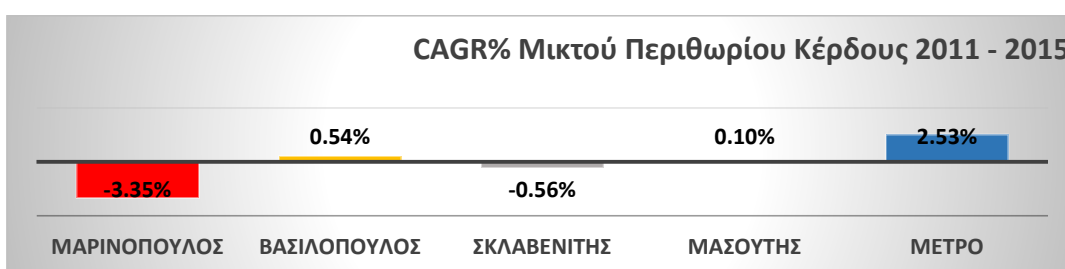
Γράφημα 5.2.3.2: ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης (CAGR) μικτού κέρδους για την περίοδο 2011-2015

Είναι ξεκάθαρο ότι η εταιρεία ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. αποτυπώνει στις οικονομικές τις καταστάσεις μια τεράστια μείωση του μικτού κέρδους η οποία «έτρεχε» με μέσο ρυθμό μεταβολής 10% κάθε χρόνο από το 2011. Την ίδια στιγμή όλες οι υπόλοιπες εταιρείες του ανταγωνισμού πραγματοποιούν άνοδο της μικτής κερδοφορίας του με σταθερά ανοδικό ρυθμό. Η μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση παρατηρείται στην εταιρεία ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε. 6% κατά μέσο όρο ετησίως ενώ, με μικρότερη αύξηση ύψους 4% περίπου αυξάνονται τα μικτά κέρδη της ΜΑΣΟΥΤΗΣ Α.Ε. και ΜΕΤΡΟ Α.Ε.Β.Ε.

Ενδιαφέρον υπάρχει και στην διαστρωματική ανάλυση κοινού μεγέθους (γράφημα 5.2.3.3 και 5.2.3.4), όπου για την εταιρεία ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ παρατηρείται σημαντική μείωση του δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους (Gross Profit Margin %) και μάλιστα με μέσο αρνητικό ετήσιο ρυθμό μεταβολής 3,5% περίπου.



Γράφημα 5.2.3.3: ανάλυση κοινού μεγέθους μικτού κέρδους για την περίοδο 2011-2015



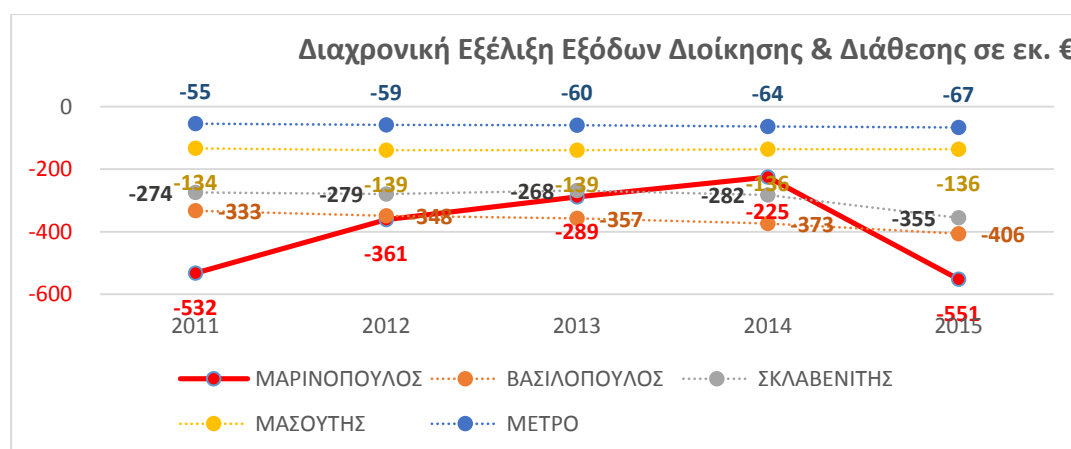
Γράφημα 5.2.3.4: ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης (CAGR) μικτού περιθωρίου κέρδους για την περίοδο 2011-2015

Οι εταιρείες ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ, ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε. και ΜΑΣΟΥΤΗΣ Α.Ε. καταφέρνουν να διατηρήσουν τον δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους σταθερό πάνω από 20% και μέχρι 25% για όλη την διάρκεια της πενταετίας 2011-2015, ενώ και η ΜΕΤΡΟ Α.Ε.Β.Ε. η οποία στέκεται χαμηλότερα από τους υπόλοιπους βελτίωσε τον συγκεκριμένο δείκτη κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες μέσα στην πενταετία.

Το μεγαλύτερο μερίδιο ευθύνης γι' αυτήν την τάση της ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. φέρουν αφενός οι συρρικνωμένες πωλήσεις, αφετέρου η διοίκηση η οποία δεν κατάφερε να προσαρμόσει τα νέα κόστη της εταιρείας με βάση τα καινούρια επίπεδα πωλήσεων.

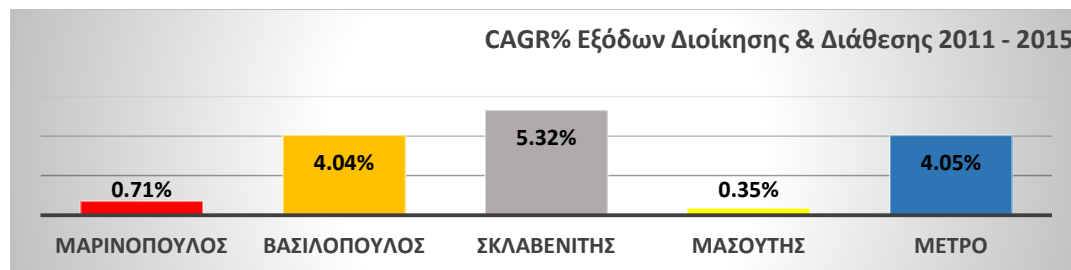
#### 5.2.4 Έξοδα Διοίκησης, Διάθεσης και Λοιπά

Στο γράφημα 5.2.4.1, παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη των εξόδων διοίκησης και διάθεσης από το 2011 έως το 2015 των εταιρειών σύμφωνα με τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις τους. Αξιοσημείωτο είναι ότι η ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε., ενώ μέχρι το 2014 φαίνεται να πετυχαίνει μια σημαντική μείωση των εξόδων της με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής 19%, στην χρονιά 2015 σημειώνει υπερδιπλασιασμό έναντι της προηγούμενης χρονιάς, παρουσιάζοντας στην κατάσταση συνολικού εισοδήματος έξοδα ύψους 550 εκατομμυρίων ευρώ. Σύμφωνα με τις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων, 110 εκατομμύρια ευρώ τα οποία συμπεριλαμβάνονται στα έξοδα διοίκησης, αφορούν προβλέψεις επισφαλών πελατών και εμπορικών υποχρεώσεων. Στα λοιπά έξοδα περιλαμβάνονται και μη επαναλαμβανόμενα έξοδα ύψους 105 εκατομμυρίων ευρώ.



Γράφημα 5.2.4.1: οριζόντια ανάλυση εξόδων διοίκησης και διάθεσης για την περίοδο 2011-2015

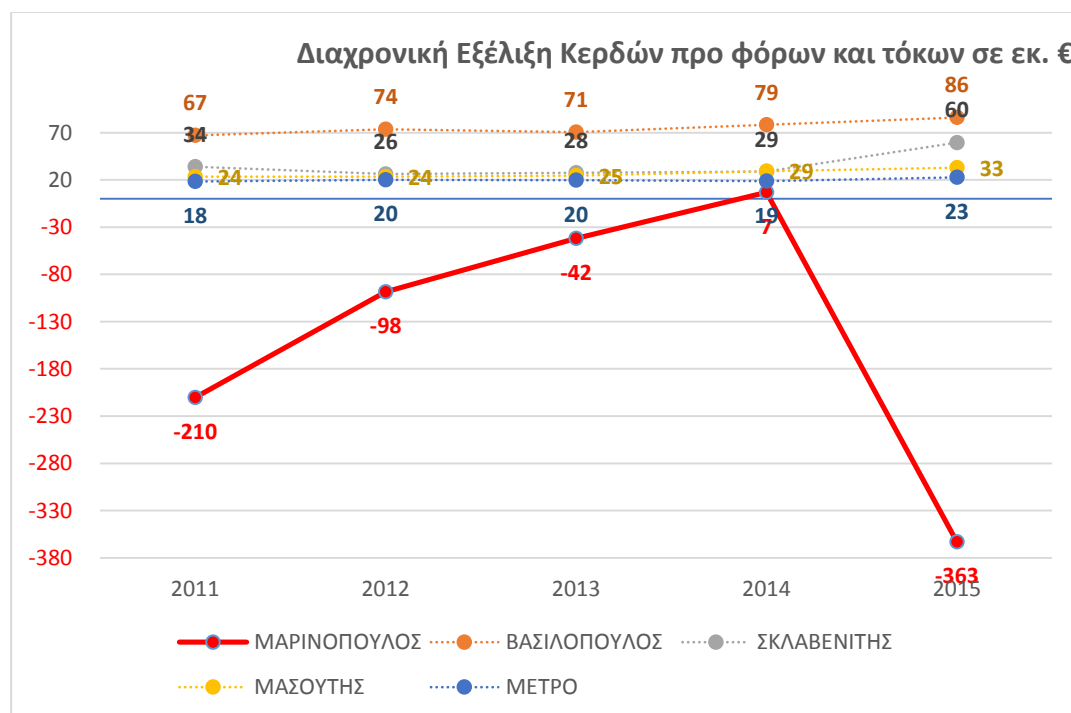
Οι υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου έχουν ελαφρώς αυξημένα τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξη των εξόδων διοίκησης και διάθεσής των εταιρειών για την περίοδο 2011-2015 φαίνεται στο γράφημα 5.2.4.2 που ακολουθεί:



Γράφημα 5.2.4.2: ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης (CAGR) εξόδων διοίκησης και διάθεσης για την περίοδο 2011-2015

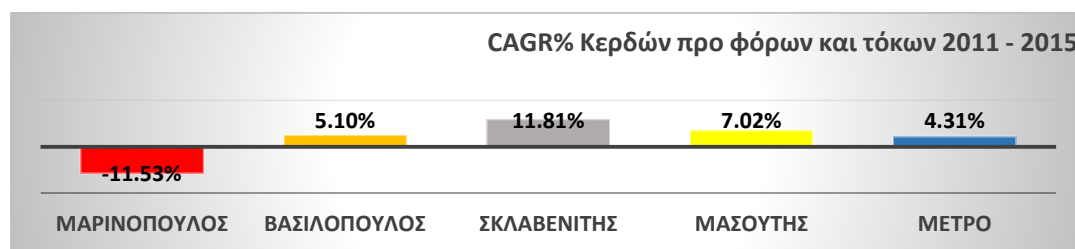
### 5.2.5 Κέρδη προ Φόρων και Τόκων

Τα κέρδη προ φόρων και τόκων για την ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. κινούνται σε αρνητικά επίπεδα καθ' όλη την διάρκεια της πενταετίας (γράφημα 5.2.5.1) με εξαίρεση την χρήση του 2014 όπου είναι οριακά θετικά. Έτσι το ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής τους διαμορφώνεται διαχρονικά αρνητικός -11,5% (γράφημα 5.2.5.2) παρουσιάζοντας για την χρήση 2015 ζημιές ύψους 363 εκατομμυρίων ευρώ.



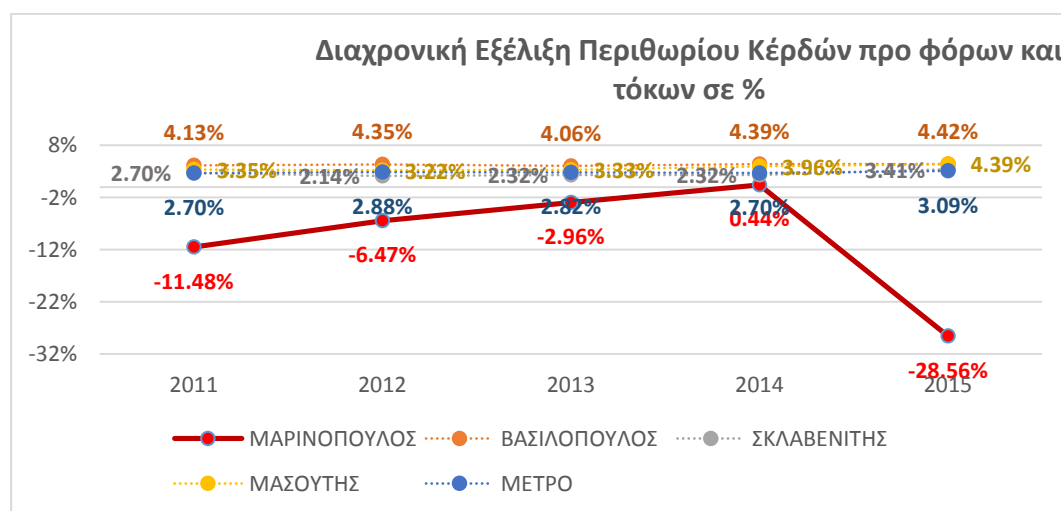
Γράφημα 5.2.5.1: οριζόντια ανάλυση κερδών προ φόρων και τόκων για την περίοδο 2011-2015

Οι υπόλοιπες τέσσερις ανταγωνίστριες εταιρείες καταφέρνουν να διατηρήσουν θετικά τα κέρδη προ φόρων και τόκων με τάση αύξησης σύμφωνα με το γράφημα 5.2.5.2.

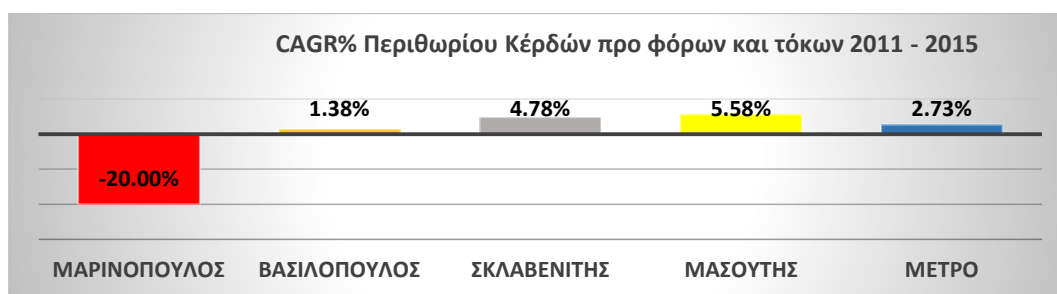


Γράφημα 5.2.5.2: ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης (CAGR) κερδών προ φόρων και τόκων για την περίοδο 2011-2015

Από την κάθετη ανάλυση του κέρδους προ φόρων και τόκων για όλες τις εταιρείες προκύπτει ο δείκτης περιθωρίου κέρδους προ φόρων και τόκων (EBIT Margin %) ο οποίος είναι αρνητικός για την εταιρεία ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. αγγίζοντας μάλιστα το -28,5% το έτος 2015 (γράφημα 5.2.5.3) από -11,5% που ήταν το 2011, πραγματοποιώντας μέσο ετήσιο ρυθμό μείωσης 20% τον χρόνο (γράφημα 5.2.5.4). Ο δείκτης περιθωρίου κέρδους προ φόρων και τόκων για την εταιρεία ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ είναι ο μεγαλύτερος μεταξύ του ανταγωνισμού (4,1% το 2011 έως 4,4% το 2015) καταγράφοντας μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης 1,4%. Λίγο πιο πίσω η εταιρεία ΜΑΣΟΥΤΗΣ Α.Ε. με το δείκτη να αγγίζει το 4,4% το 2015 (3,3% το 2011) και CAGR 5.6%. Ακολουθούν οι εταιρείες ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε. και ΜΕΤΡΟ Α.Ε.Β.Ε. με το περιθώριο κέρδους προ φόρων και τόκων 3,4% και 3,1% αντίστοιχα στο 2015 και ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης κοντά στο 5%.



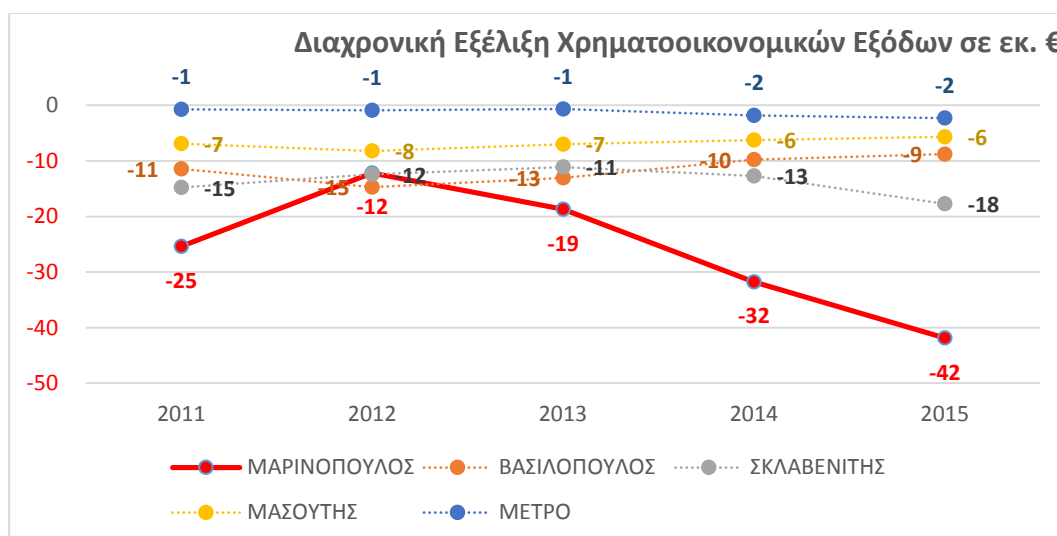
Γράφημα 5.2.5.3: ανάλυση κοινού μεγέθους περιθωρίου κέρδους προ φόρων και τόκων για την περίοδο 2011-2015



Γράφημα 5.2.5.4: ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης (CAGR) περιθωρίου κέρδους προ φόρων και τόκων για την περίοδο 2011-2015

### 5.2.6 Χρηματοοικονομικά Έξοδα

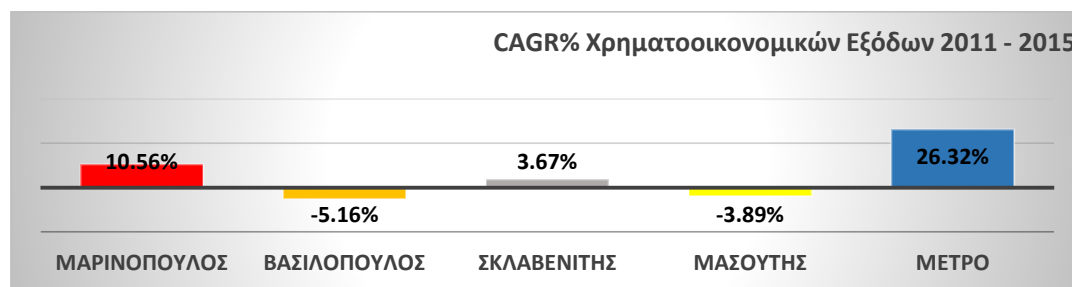
Τα χαμηλότερα χρηματοοικονομικά έξοδα καταγράφει στις οικονομικές της καταστάσεις η ΜΕΤΡΟ Α.Ε.Β.Ε. από ένα έως δύο εκατομμύρια το χρόνο διαχρονικά από το 2011 (γράφημα 5.2.6.1). Είναι προφανές ότι η εταιρεία δεν διατηρεί μεγάλα δάνεια στον ισολογισμό της.



Γράφημα 5.2.6.1: οριζόντια ανάλυση χρηματοοικονομικών εξόδων για την περίοδο 2011-2015

Χαμηλά διατηρούνται και τα χρηματοοικονομικά έξοδα της ΜΑΣΟΥΤΗΣ Α.Ε. καταγράφοντας μάλιστα μια ετήσια μέση μείωση περίπου 4% (γράφημα 5.2.6.2). Ίδια είναι η τάση και για την ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ με 9 εκατομμύρια χρηματοοικονομικά έξοδα για το 2015 (11 εκ. ευρώ το 2011) και ετήσιο μέσο ρυθμό μείωσης 5%. Η ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε. παρουσιάζει ελαφρώς αυξημένα χρηματοοικονομικά έξοδα για το 2015 (18εκ. ευρώ έναντι 15εκ. ευρώ το 2011) και μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 3,7%. Στον αντίποδα των καλών δεικτών των ανταγωνιστών, η ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. διόγκωσε τα χρηματοοικονομικά της

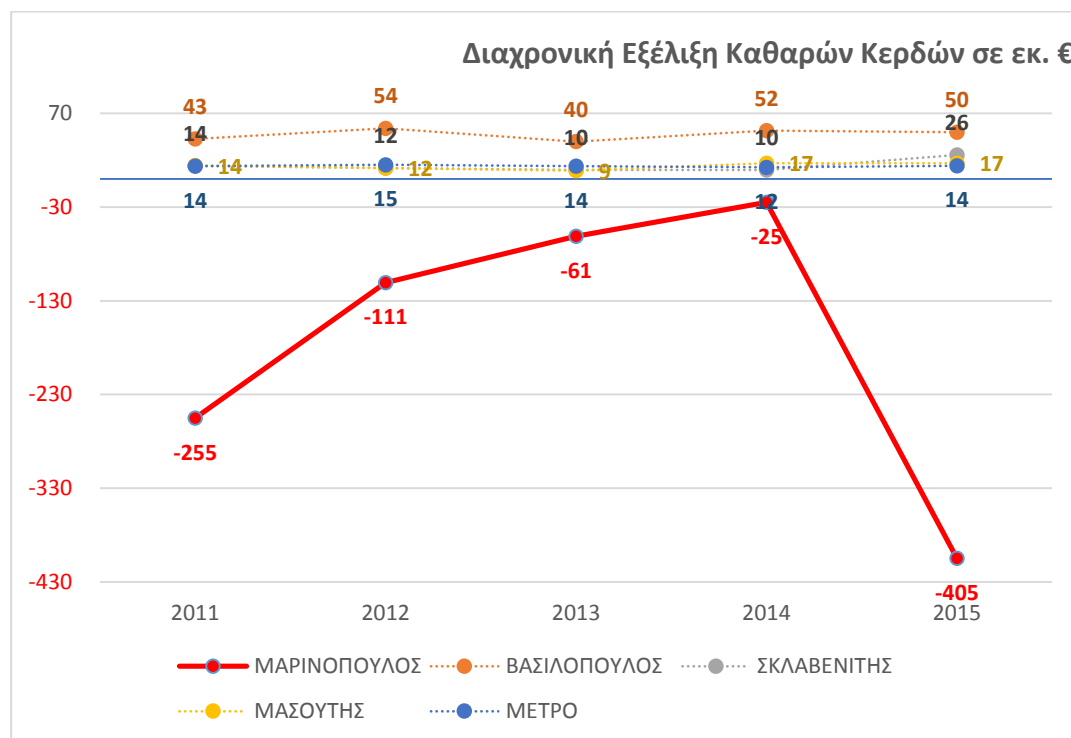
έξοδα σε 42 εκατομμύρια ευρώ το 2015 από 25 εκατομμύρια το 2012 πετυχαίνοντας μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης ύψους 10,6%.



Γράφημα 5.2.6.2: ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης (CAGR) χρηματοοικονομικών εξόδων για την περίοδο 2011-2015

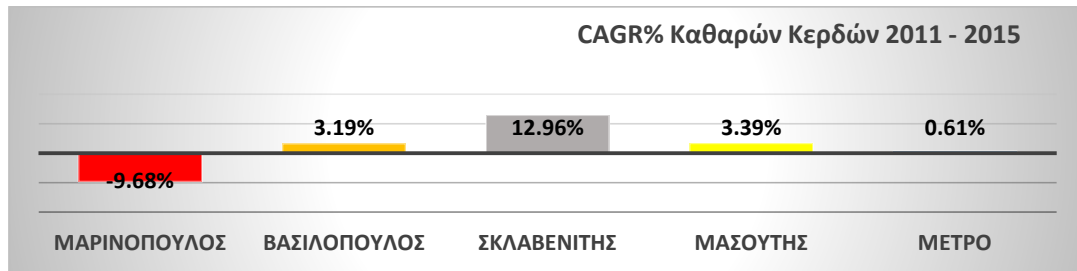
### 5.2.7 Κέρδη μετά Φόρων

Την περίοδο από το 2011 έως το 2015, η επιχείρηση ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. κατέγραψε συνολικές ζημιές μετά από φόρους ύψους 857 εκατομμυρίων ευρώ (γράφημα 5.2.7.1). Πιο συγκεκριμένα, το 2015 συσσωρεύθηκαν στα ίδια κεφάλαια της εταιρείας ζημιές 405 εκατομμυρίων ευρώ (2011, -255εκ., 2012, -111εκ., 2013, -61εκ., 2014, -25εκ.). Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης των ζημιών διαχρονικά αγγίζει το 10% όπως φαίνεται στον δείκτη CAGR του γραφήματος 5.2.7.2.



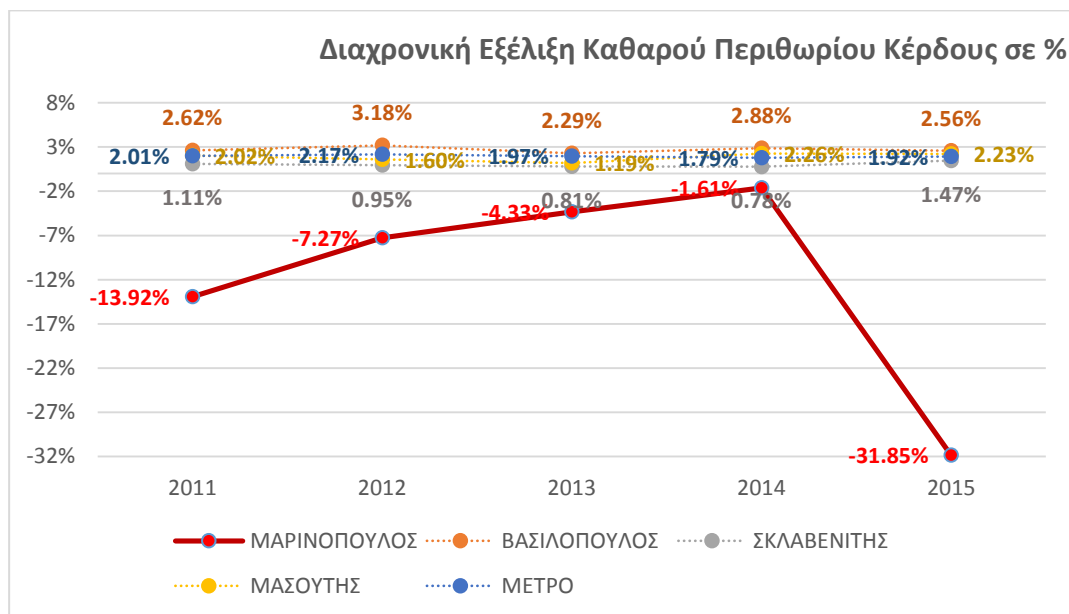
Γράφημα 5.2.6.1: οριζόντια ανάλυση κερδών μετά φόρων για την περίοδο 2011-2015

Στην ίδια περίοδο οι τέσσερις ανταγωνίστριες εταιρείες του κλάδου των σουπερμάρκετ, κατέγραψαν κέρδη με πρωτοπόρο την ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ που σημείωσε την μεγαλύτερη επίδοση (238εκ. ευρώ συνολικά, 50εκ. το 2015) και μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης της κερδοφορίας 3,2%. Ακολουθούν οι ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε., ΜΕΤΡΟ Α.Ε.Β.Ε. και ΜΑΣΟΥΤΗΣ Α.Ε. με συνολικά καθαρά κέρδη 71, 69 και 68 εκατομμύρια ευρώ αντίστοιχα (2015, 26εκ, 14εκ. και 17εκ. ευρώ) και μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης της κερδοφορίας 12,9%, 0,6% και 3,4%.



Γράφημα 5.2.7.2: ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης (CAGR) κερδών μετά φόρων για την περίοδο 2011-2015

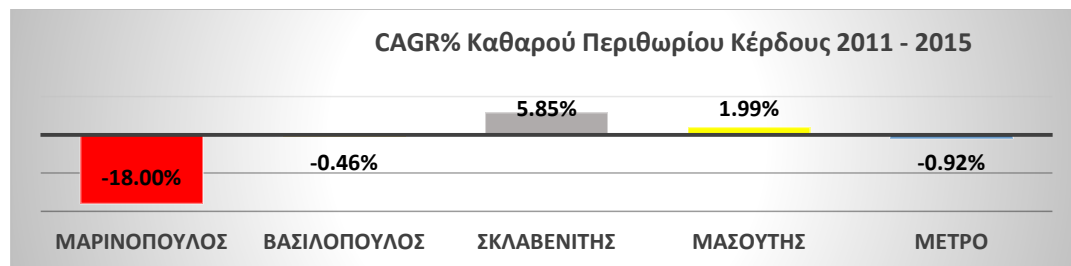
Μεγάλο ενδιαφέρον παρουσιάζει και ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους (Net Profit Margin %) των εταιρειών. Στο γράφημα 5.2.7.3 φαίνεται η δυσχερής κατάσταση στην οποία έχει περιέλθει η ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. την τελευταία πενταετία παρουσιάζοντας αρνητικούς δείκτες σε όλες τις χρονιές από το 2011 με χαμηλότερο αυτόν του 2015 στο -31,8% των συνολικών πωλήσεων. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός κατάρρευσης αγγίζει το 18% (γράφημα 5.2.7.4).



Γράφημα 5.2.7.3: ανάλυση κοινού μεγέθους καθαρού περιθωρίου κέρδους για την περίοδο 2011-2015



Οι δείκτες καθαρού περιθωρίου κέρδους για τους κύριους ανταγωνιστές του κλάδου κυμαίνονται από 1% έως 3% διαχρονικά για την περίοδο 2011-2015 με μικρές αυξομειώσεις στους μέσους ετήσιους δείκτες ρυθμού μεταβολής (από -1% έως 6%).

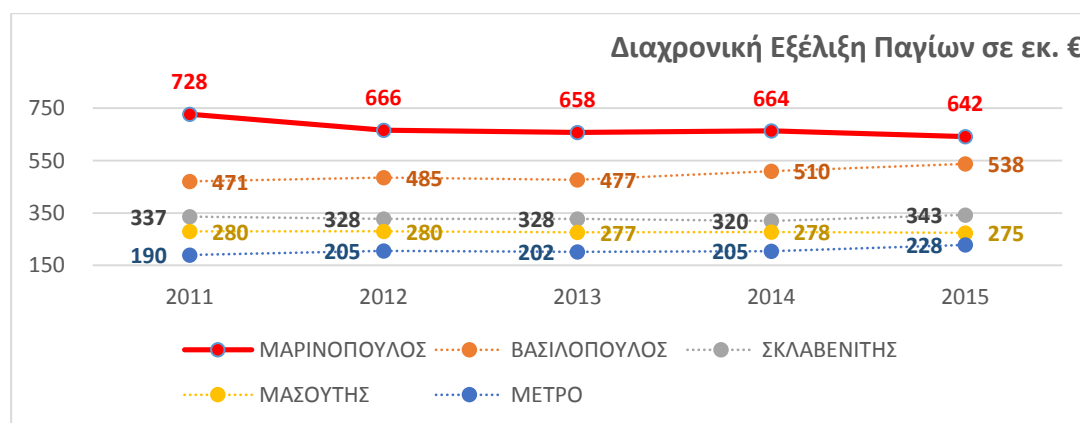


Γράφημα 5.2.5.3: ανάλυση κοινού μεγέθους καθαρού περιθωρίου κέρδους για την περίοδο 2011-2015

### 5.3 Συγκριτική Ανάλυση των Κυριότερων Στοιχείων των Καταστάσεων Οικονομικής Θέσης (Ισολογισμού) του Ανταγωνισμού με την ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.

#### 5.3.1 Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία

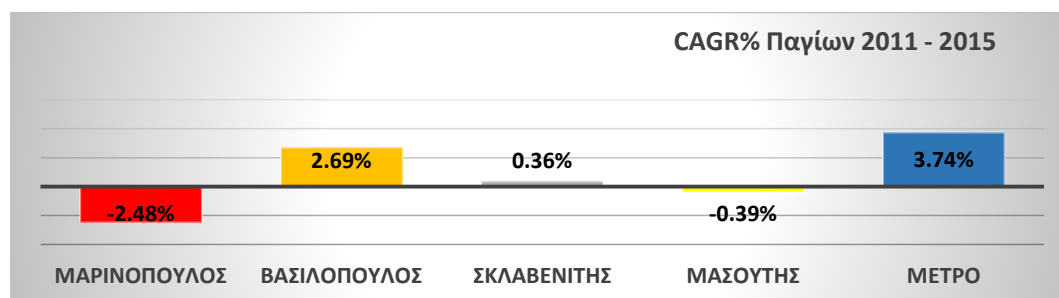
Στο γράφημα που ακολουθεί, αναλύεται οριζόντια η εξέλιξη των μεγεθών των παγίων περιουσιακών στοιχείων της ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. και των κυριότερων εγχώριων ανταγωνιστών,



Γράφημα 5.3.1.1: οριζόντια ανάλυση παγίων για την περίοδο 2011-2015

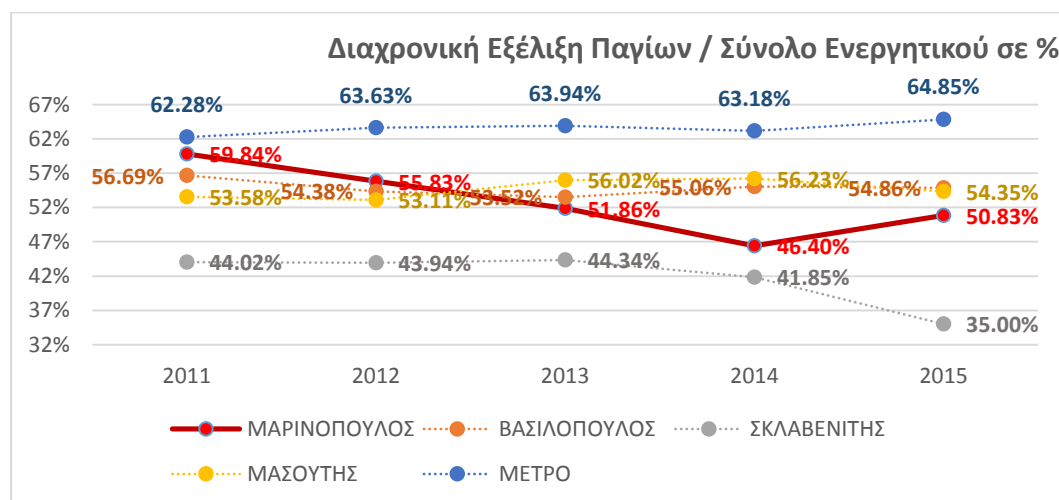
Από το συγκεκριμένο γράφημα προκύπτει πως ενώ ο ανταγωνισμός κινείται από σταθερά έως σταθερά ανοδικά στον τομέα των επενδύσεων, η Μαρινόπουλος σωρεύει μεγαλύτερες αποσβέσεις στα αποτελέσματα της και τα πάγια της φαίνεται ότι παλιώνουν και φθίνουν με το πέρασμα των χρόνων χωρίς να γίνονται οι ανάλογες

επενδύσεις για να συντηρηθούν ή να αντικατασταθούν. Προφανώς, η «τρύπα» που έχει προκύψει στις λειτουργικές ταμειακές εισροές δεν αφήνουν πολλά περιθώρια για επενδύσεις, οι οποίες καλύπτονται από την αύξηση του δανεισμού. Στο γράφημα που ακολουθεί (5.3.1.2) φαίνεται καθαρά ή αρνητική τάση του μέσου ετήσιου ρυθμού ανάπτυξης (CAGR).



Γράφημα 5.3.1.2: ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης (CAGR) παγίων για την περίοδο 2011-2015

Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η διαχρονική εξέλιξη του ποσοστού των παγίων της ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ και του ανταγωνισμού ως προς το συνολικό μέγεθος του ενεργητικού. Στο γράφημα που ακολουθεί παρουσιάζονται συνοπτικά οι δείκτες.

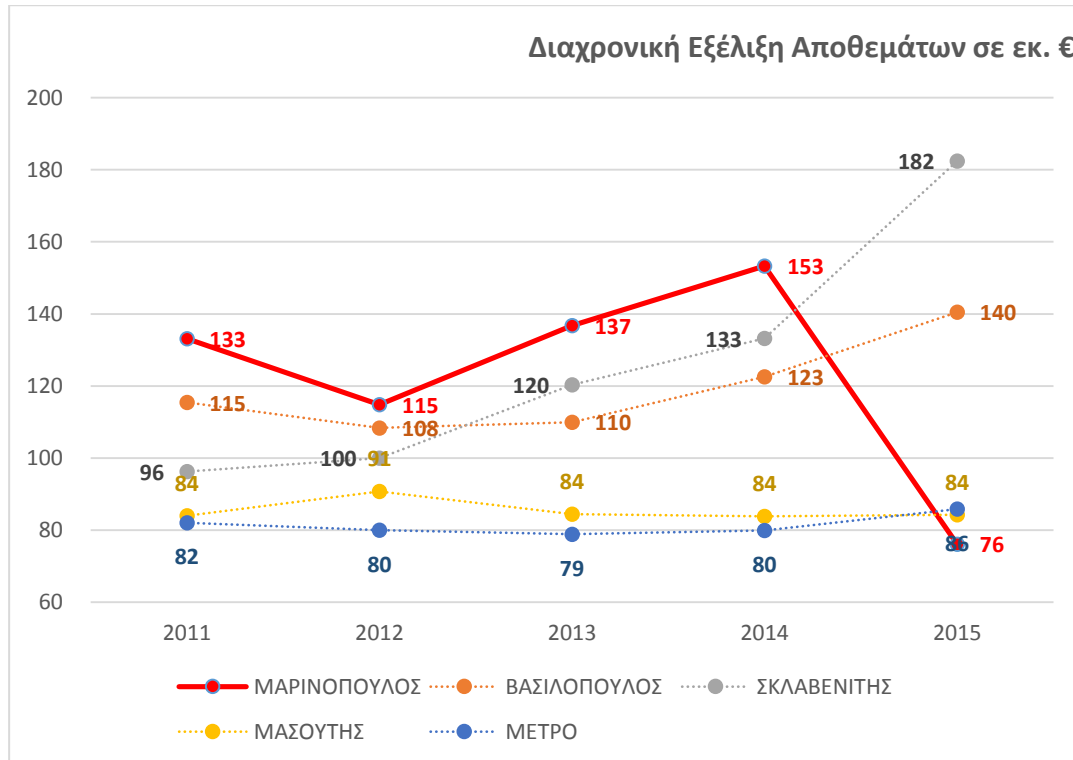


Γράφημα 5.3.1.3: ανάλυση κοινού μεγέθους παγίων για την περίοδο 2011-2015

Σχεδόν το σύνολο των σουπερμάρκετ είναι εταιρείες εντάσεως παγίων περιουσιακών στοιχείων με εξαίρεση την εταιρεία ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε. η οποία καταγράφει μια καθοδική τάση και φαίνεται ότι απασχολεί μεγαλύτερο μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού για την απρόσκοπτη λειτουργία της επιχείρησης.

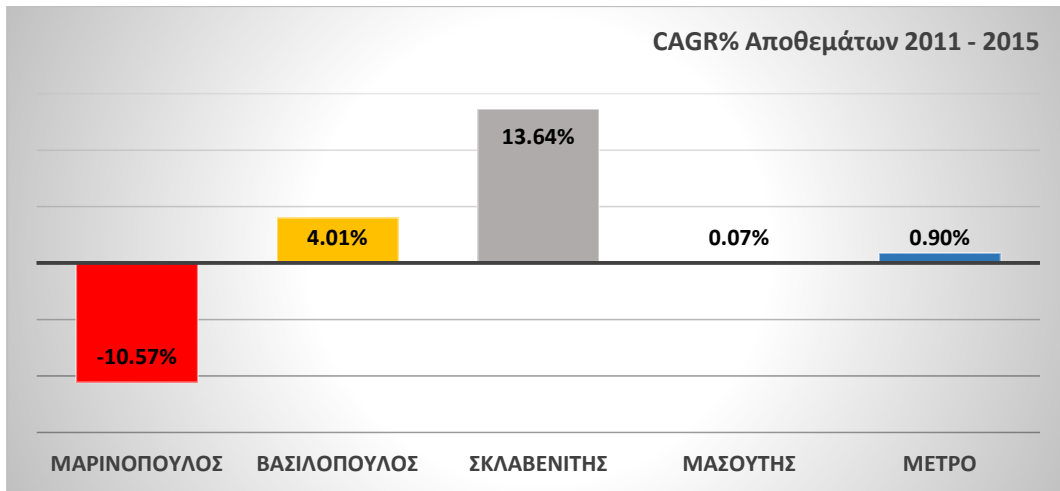
### 5.3.2 Αποθέματα

Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η εξέλιξη των αποθεμάτων για την περίοδο από το 2011 έως το 2015, τόσο για την ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ όσο και για τον ανταγωνισμό. Στο γράφημα που ακολουθεί δίνονται τα μεγέθη των αποθεμάτων διαχρονικά των μεγαλύτερων σουπερμάρκετ:



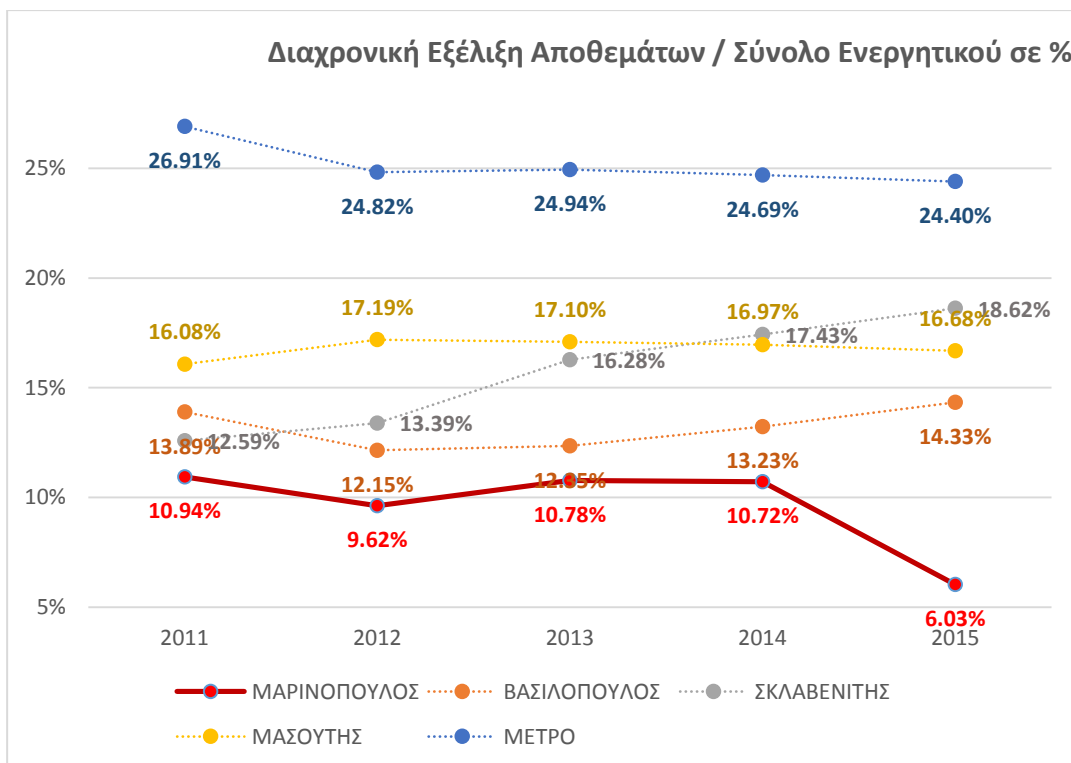
Γράφημα 5.2.2.1: οριζόντια ανάλυση αποθεμάτων για την περίοδο 2011-2015

Η εταιρεία ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. φαίνεται ότι είναι πρωτοπόρος στις αρνητική τάση έναντι των υπολοίπων της αγοράς. Τα αποθέματά της τον τελευταίο χρόνο έχουν πέσει δραματικά, κάτι που εξηγείται αφενός από την έλλειψη διαθέσιμων για να προμηθευτεί εμπορεύματα, αφετέρου λόγω της κακής εικόνας που έχει διαμορφωθεί γύρω από το όνομά της στην αγορά από τους προμηθευτές, οι οποίοι βλέπουν τις απαιτήσεις τους από τον ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟ να διογκώνονται, με αποτέλεσμα να «κλείνουν» σιγά-σιγά τις πιστώσεις προς την εταιρεία και την αφερεγγυότητά της. Η τάση αυτή διακρίνεται ξεκάθαρα στο επόμενο γράφημα όπου καταγράφεται η συγκεκριμένη τάση μέσω του ετήσιου ρυθμού ανάπτυξης (CAGR) για την περίοδο 2011-2015 (5.3.2.2).



Γράφημα 5.3.2.2: ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης (CAGR) αποθεμάτων για την περίοδο 2011-2015

Πραγματοποιώντας την ανάλυση κοινού μεγέθους προκύπτουν τα παρακάτω πολύ ενδιαφέροντα ευρήματα:



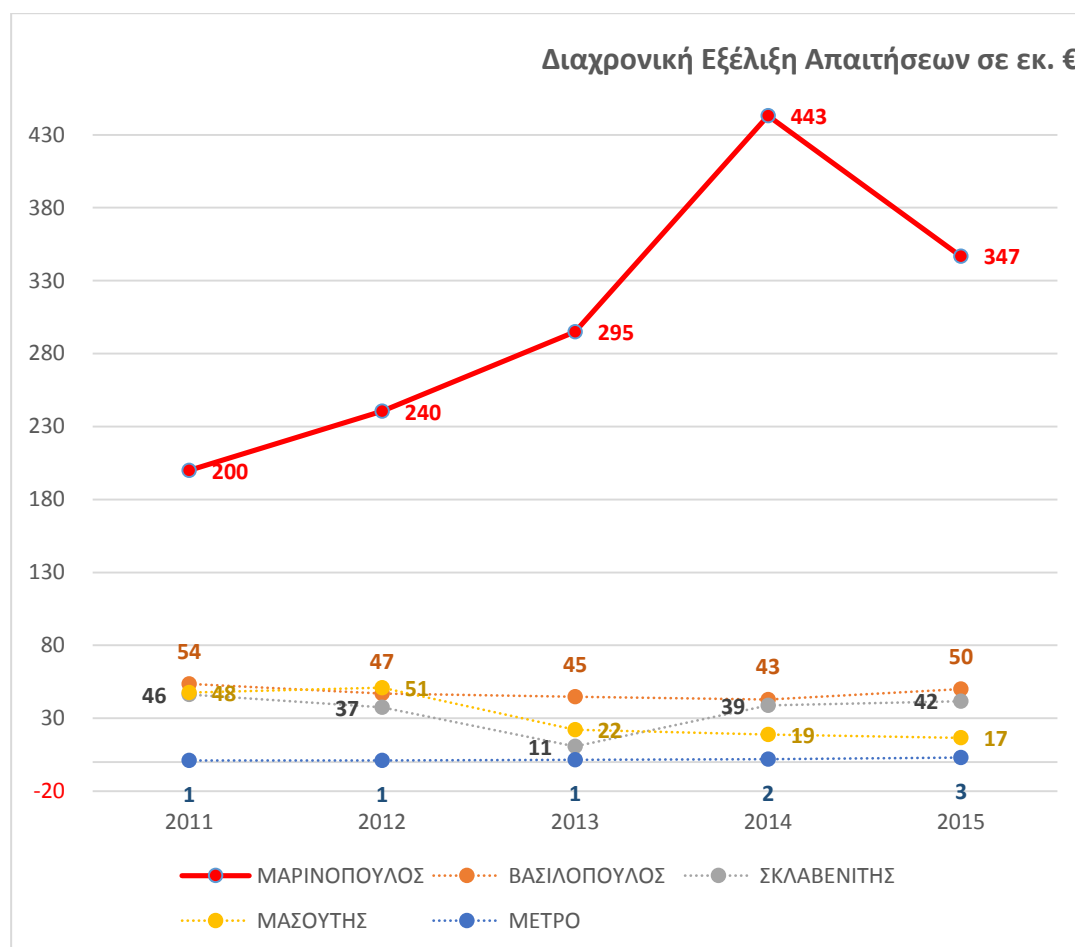
Γράφημα 5.3.2.3: ανάλυση κοινού μεγέθους αποθεμάτων για την περίοδο 2011-2015

Ο εγχώριος ανταγωνισμός καταγράφει υψηλά ποσοστά αποθεμάτων προς το σύνολο του ενεργητικού. Πρωτοπόρος είναι η εταιρεία ΜΕΤΡΟ Α.Ε.Β.Ε. με ποσοστό 24% για το 2015. Ακολουθούν οι ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε., ΜΑΣΟΥΤΗΣ Α.Ε. και ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. με 19%, 17% και 14% αντίστοιχα ενώ, στην

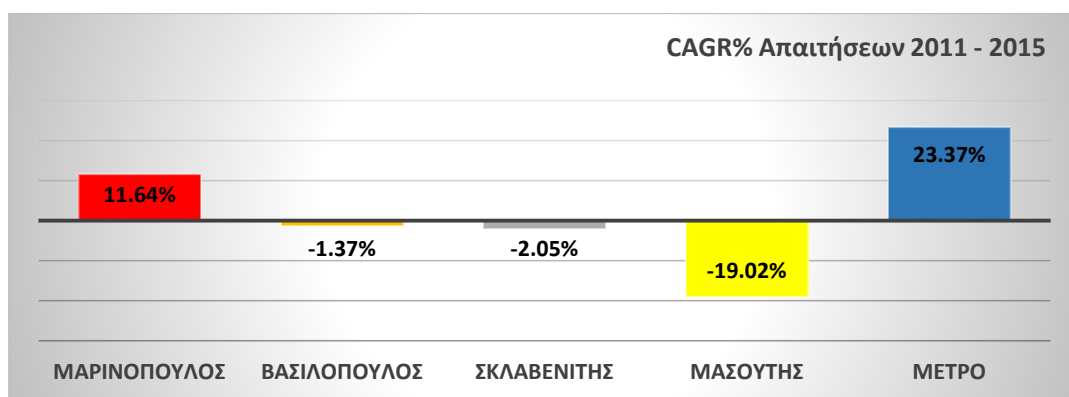
τελευταία θέση είναι η εταιρεία ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. με μόλις 6% ποσοστό αποθεμάτων επί του συνολικού της ενεργητικού.

### 5.3.3 Εμπορικές Απαιτήσεις

Το ύψος των εμπορικών απαιτήσεων ενός ισολογισμού, σε συνδυασμό με πληροφορίες που παρέχονται και από άλλα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων διαμορφώνουν την εικόνα του κατά πόσο η διοίκηση της εταιρείας εφαρμόζει σωστή πιστωτική πολιτική για τους πελάτες της και αν καταφέρνει να εισπράξει έγκαιρα. Στο συγκεκριμένο δείγμα εταιρειών όλες είναι πολύ μεγάλο μεγέθους και ξεπερνούν τα 500 εκατομμύρια ευρώ κύκλο εργασιών σε ετήσια βάση. Από το γράφημα της οριζόντιας ανάλυσης που ακολουθεί (5.3.3.1) και το γράφημα του μέσου ετήσιου ρυθμού αύξησης των εμπορικών απαιτήσεων (5.3.3.2), εξάγονται πολύ σημαντικά συμπεράσματα για την εικόνα του κλάδου των σουπερμάρκετ την περίοδο 2011-2015.



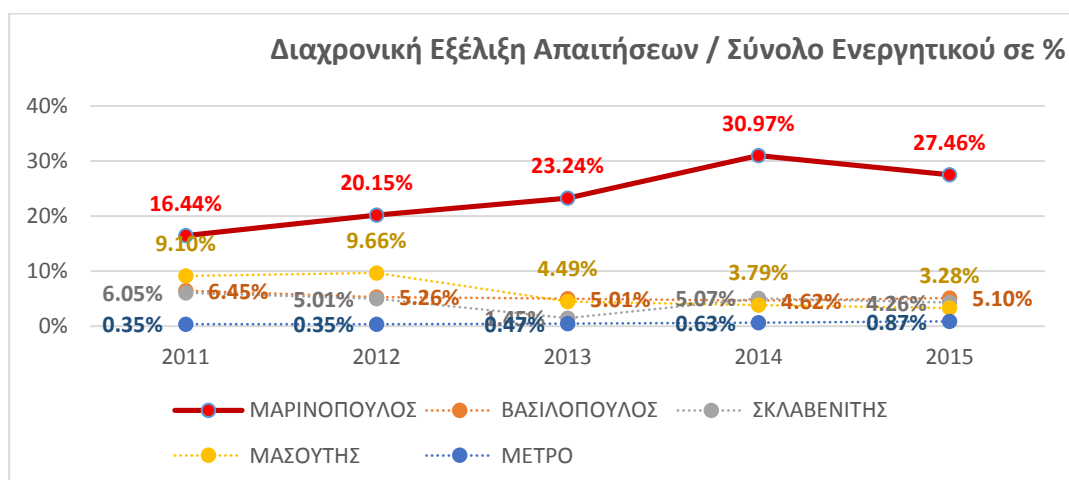
Γράφημα 5.3.3.1: οριζόντια ανάλυση εμπορικών απαιτήσεων για την περίοδο 2011-2015



Γράφημα 5.3.3.2: ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης (CAGR) εμπορικών απαιτήσεων για την περίοδο 2011-2015

Οι εμπορικές απαιτήσεις της εταιρείας ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. παραμένουν στα ίδια επίπεδα διαχρονικά, κοντά στα 50 εκ. ευρώ το 2015, με μέσο ετήσιο ρυθμό μείωσης 1,5%. Αρκετά πιο εντυπωσιακά κινείται η εταιρεία ΜΑΣΟΥΤΗΣ Α.Ε., η οποία, από το 2011 μέχρι το 2015 κατέγραψε μέσο ετήσιο ρυθμό μείωσης των εμπορικών της απαιτήσεων 20% περίπου διαμορφώνοντας τις συνολικές τις εμπορικές απαιτήσεις στα 17 εκατομμύρια ευρώ για το 2015 (48 εκ. ευρώ το 2011). Το σουπερμάρκετ ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ διατηρεί τις απαιτήσεις του στα επίπεδα των 43 εκ. ευρώ. Από την άλλη, η εταιρεία ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. φαίνεται ότι δεν μπορεί να πάρει δραστικά μέτρα για την διαχείριση των απαιτήσεων της και να προχωρήσει στην έγκαιρη είσπραξή τους διαμορφώνοντας το υπόλοιπό τους στα 347 εκ. ευρώ το 2015 (150 εκ. ευρώ περισσότερα σε σχέση με το 2011).

Στο γράφημα που ακολουθεί παρουσιάζεται η ανάλυση κοινού μεγέθους των απαιτήσεων προς το σύνολο του ενεργητικού:

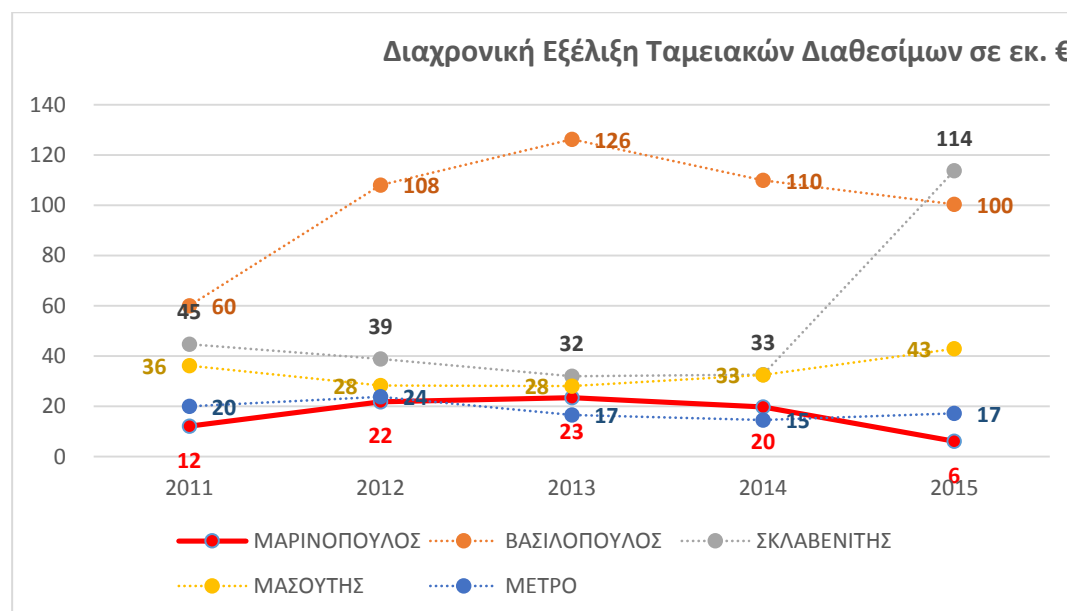


Γράφημα 5.2.3.3: ανάλυση κοινού μεγέθους εμπορικών απαιτήσεων για την περίοδο 2011-2015

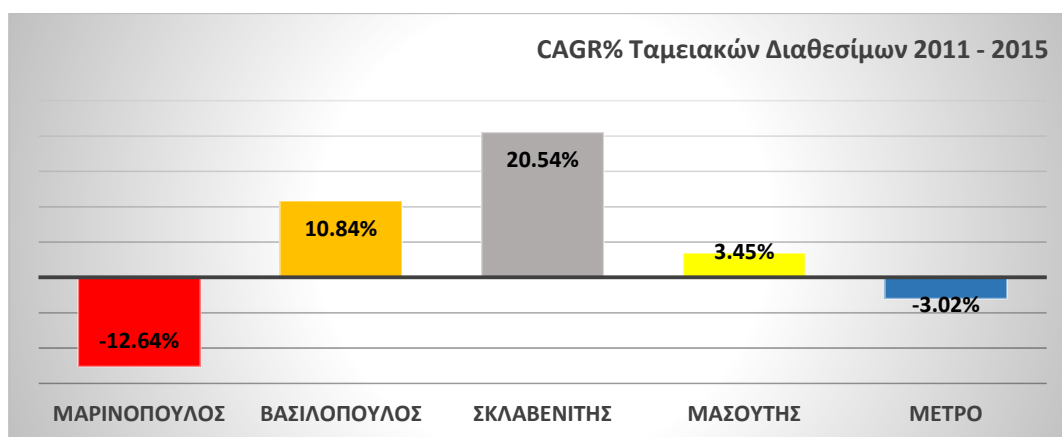
Από την παραπάνω ανάλυση προκύπτει ότι η ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. διατηρεί σταθερά σε χαμηλά επίπεδα το ποσοστό των εμπορικών της απαιτήσεων, μόλις στο 5% για το 2015 έναντι του συνολικού ενεργητικού της, σε αντίθεση με την ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. της οποίας το αντίστοιχο μέγεθος πλησιάζει το 28% στην ίδια χρήση. Στα ίδια επίπεδα με τα σουπερμάρκετ ΑΒ κινείται όλος ο κλάδος σημειώνοντας ποσοστά από 1% έως 6%. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονίσουμε πως ο ανταγωνισμός δεν εφαρμόζει απλώς καλύτερα την πιστωτική του πολιτική, αλλά περιορίζει και πολύ δραστικά το ρίσκο που αναλαμβάνει η εταιρεία ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε., καθώς πρέπει να ανταπεξέλθει του κόστους της διαχείρισης των σωρευμένων απαιτήσεων όπως επίσης και να αναλάβει τον κίνδυνο μιας ενδεχόμενης επισφάλειας είσπραξης των απαιτήσεων λόγω αφερεγγυότητας.

### 5.3.4 Ταμειακά Διαθέσιμα

Με μια πρώτη ματιά εντοπίζουμε σχετικά εύκολα τον αυξητικό ρυθμό (CAGR, 11%) των ταμειακών διαθεσίμων της ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. (γράφημα 5.3.4.2) που διαμορφώνει το υπόλοιπο της στα 100 εκ. ευρώ το 2015 από 59 εκ. ευρώ το 2011 (γράφημα 5.3.4.1), Σε αντίθεση με την ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. η οποία διατηρεί στο ταμείο της μόλις 6 εκ. ευρώ το 2015 ακολουθώντας έναν μέσο ετήσιο ρυθμό πτώσης της τάξης του 12%.

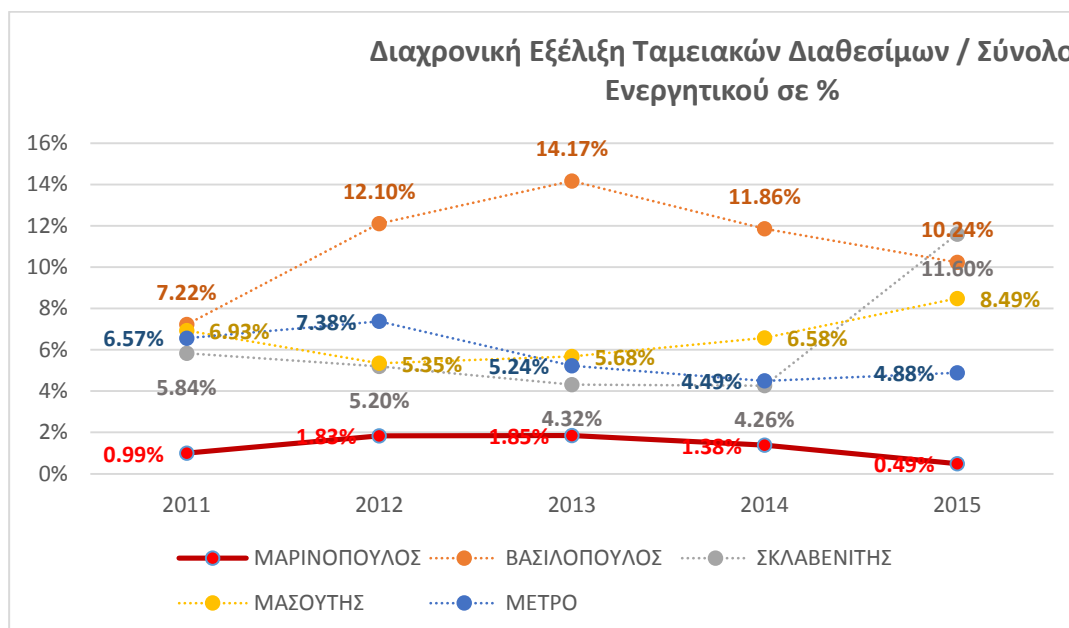


Γράφημα 5.3.4.1: οριζόντια ανάλυση ταμειακών διαθεσίμων για την περίοδο 2011-2015



Γράφημα 5.3.4.2: ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης (CAGR) εμπορικών απαιτήσεων για την περίοδο 2011-2015

Ιδιαίτερα εντυπωσιακά κινείται η ρευστότητα που πραγματοποίησε η ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε. από το 2014 στο 2015, πραγματοποιώντας επίδοση του μέσου ετήσιου ρυθμού ανάπτυξης περίπου 21% από το 2011 και ύψος ταμειακών διαθεσίμων 114 εκατομμυρίων ευρώ. Οι υπόλοιπες εταιρείες του δείγματος κινήθηκαν διαχρονικά σε σταθερά μεγέθη.



Γράφημα 5.3.4.3: ανάλυση κοινού μεγέθους ταμειακών διαθεσίμων για την περίοδο 2011-2015

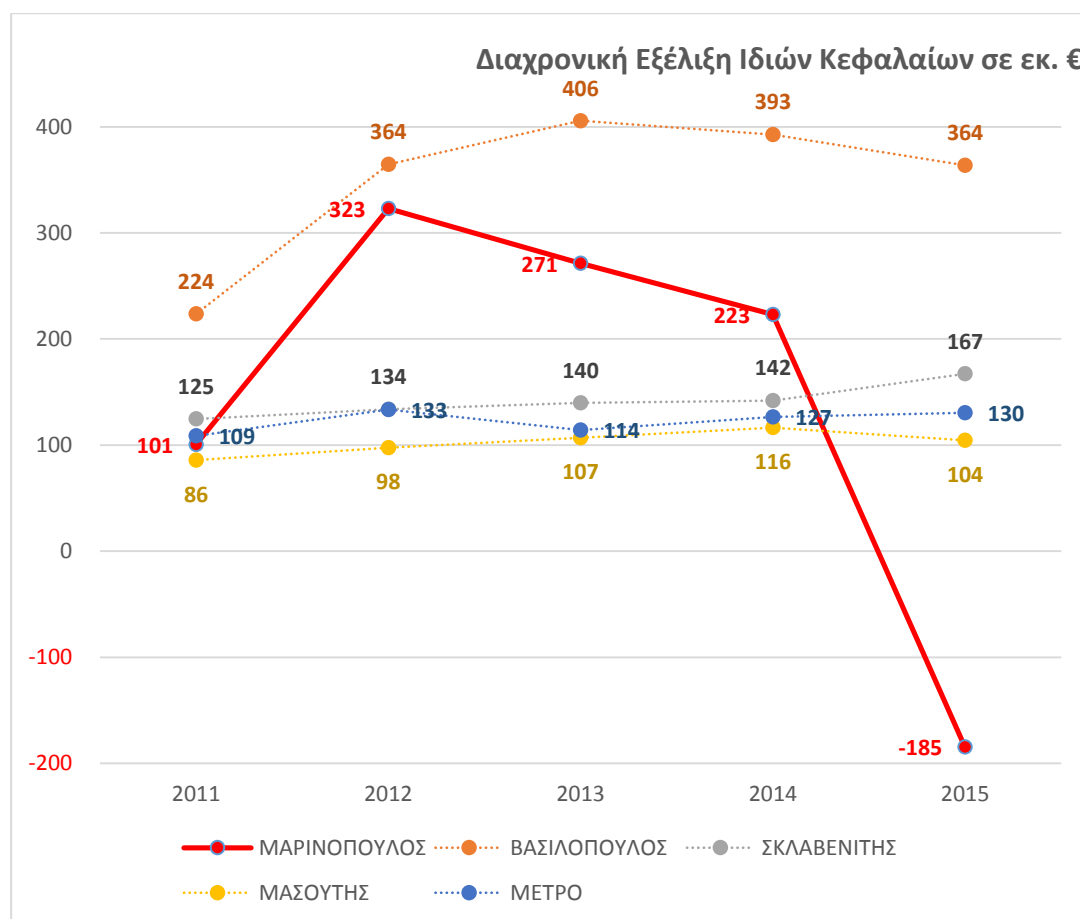
Ένα ακόμη σημαντικό στοιχείο που παρατηρούμε αναλύοντας τα στοιχεία του ισολογισμού, είναι το ύψος του ποσοστού των ταμειακών διαθεσίμων των εταιρειών προς το σύνολο του ενεργητικού τους, καθώς το έτος 2015, για την ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε., αντιπροσωπεύει το 10% και για την ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ



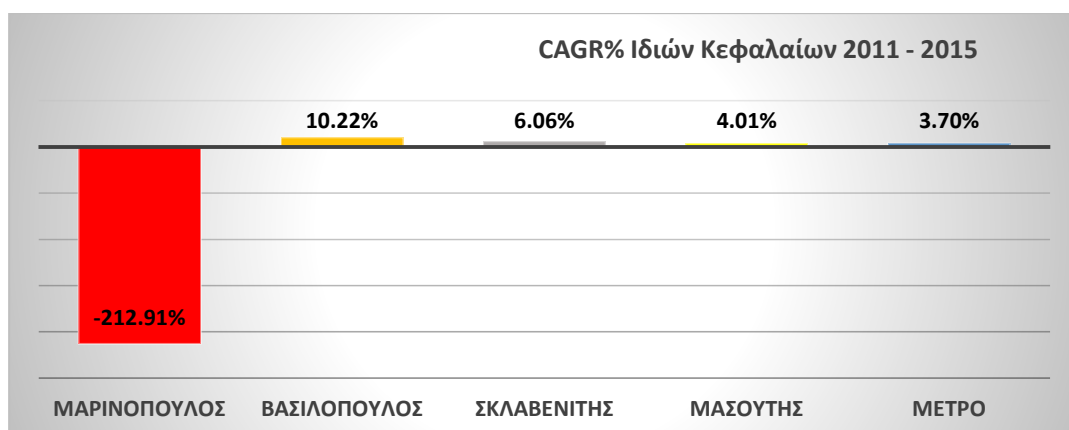
Α.Ε.Ε το 11% (γράφημα 5.3.4.3). Οι υπόλοιπες εταιρείες του ανταγωνισμού διατηρούν διαθέσιμα που ξεπερνούν το 5% του συνολικού του ενεργητικού τους για το 2015, πλην της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε., της οποίας ο συγκεκριμένος δείκτης μετά βίας αγγίζει το 1,5% για την περίοδο 2011- 2015 ενώ για την χρήση 2015 είναι οριακά θετικός (0,5%).

### 5.3.5 Ίδια Κεφάλαια

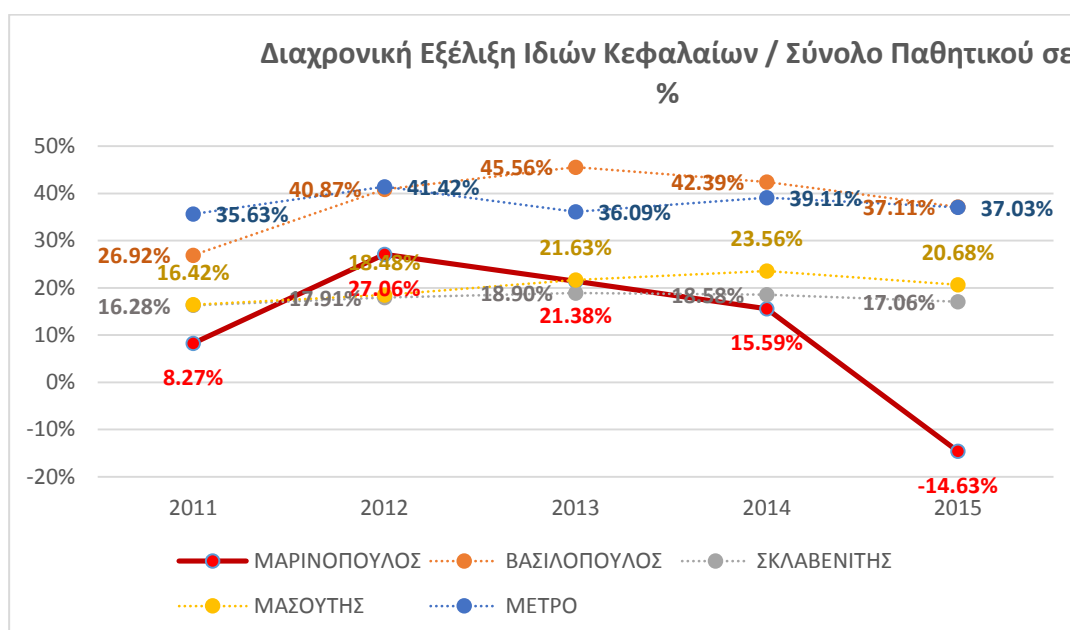
Μελετώντας τους ισολογισμούς του δείγματος των εταιρειών που έχουν επιλεγεί για την συγκριτική ανάλυση και συγκεκριμένα αυτόν της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε., στεκόμαστε στο παθητικό και συγκεκριμένα στο λογαριασμό των ιδίων κεφαλαίων. Κάνοντας οριζόντια ανάλυση της διαχρονικής εξέλιξης του εν λόγω λογαριασμού, καθώς επίσης και ανάλυση κοινού μεγέθους για όλες τις εταιρείες προκύπτουν τα παρακάτω γραφήματα:



Γράφημα 5.3.5.1: οριζόντια ανάλυση ιδίων κεφαλαίων για την περίοδο 2011-2015



Γράφημα 5.3.5.2: ετήσιος ρυθμός μεταβολής (CAGR) ιδίων κεφαλαίων για την περίοδο 2011-2015



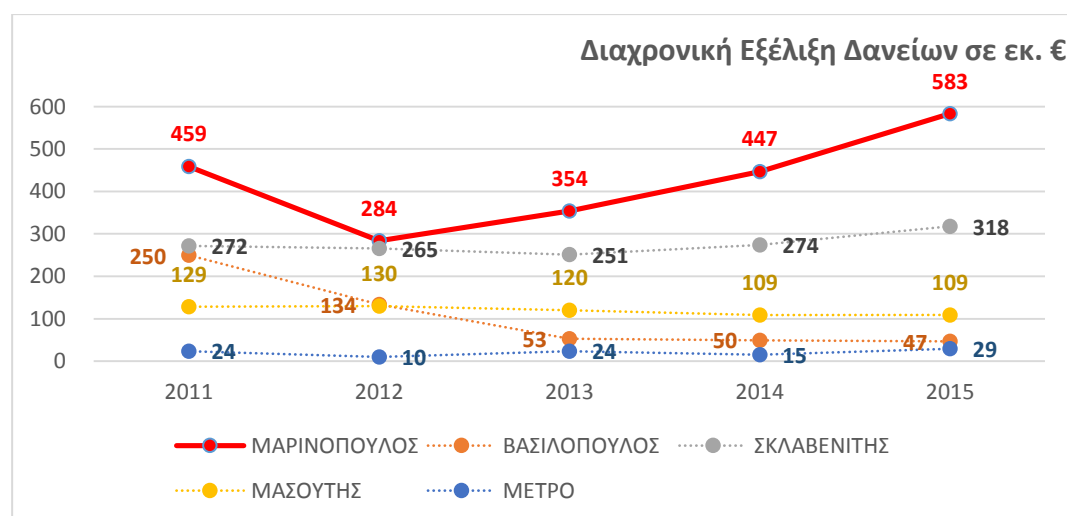
Γράφημα 5.3.5.3: ανάλυση κοινού μεγέθους ταμειακών διαθεσίμων για την περίοδο 2011-2015

Από την ανάλυση προκύπτουν τα εξής ευρήματα. Η εταιρεία ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. έχει καταφέρει να αυξήσει την αξία των ιδίων κεφαλαίων από το 2011 έως το 2015 με μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης 10% (γράφημα 5.3.5.2) στα 364 εκατομμύρια ευρώ (224 εκ. ευρώ το 2011) (γράφημα 5.3.5.1). Η συνολική αξία των ιδίων κεφαλαίων αντιπροσωπεύουν το 37% του συνολικού παθητικού της επιχείρησης (γράφημα 5.3.5.3) καθιστώντας την πρωτοπόρο στην εγχώρια αγορά των σουπερμάρκετ για το 2015. Στο ίδιο μήκος κύματος κινείται και η ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε. η οποία καταγράφει μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης των ιδίων κεφαλαίων της περίπου 6%, διαμορφώνοντας την αξία τους στα 167 εκ. ευρώ

το 2015, τα οποία αποτελούν την ίδια στιγμή το 17% της συνολικής αξίας του παθητικού. Μικρότερος αλλά θετικός είναι ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης των ιδίων κεφαλαίων των εταιρειών ΜΕΤΡΟ Α.Ε.Β.Ε. και ΜΑΣΟΥΤΗΣ Α.Ε., καταγράφοντας μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης της τάξης του 4% στην πενταετία 2011-2015, διαμορφώνοντας την αξία τους στο τέλος του 2015 στα 130 και 104 εκατομμύρια ευρώ αντίστοιχα. Το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων επί του σύνολου του παθητικού στο τέλος της πενταετίας αποτελεί το 37% για την ΜΕΤΡΟ Α.Ε.Β.Ε. και 21% για την ΜΑΣΟΥΤΗΣ Α.Ε. Στον αντίποδα, το αντίστοιχο μέγεθος της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. για την περίοδο 2011 -2015 μόλις που αγγίζει το 11%, ενώ, το 2015 προκύπτει αρνητικό -14,6%! Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μείωσης που καταγράφεται είναι πάνω από 200% με αποτέλεσμα η αξία των ιδίων κεφαλαίων στο τέλος της χρήσης 2015 να παρουσιάζεται αρνητική κατά 185 εκατομμύρια ευρώ!

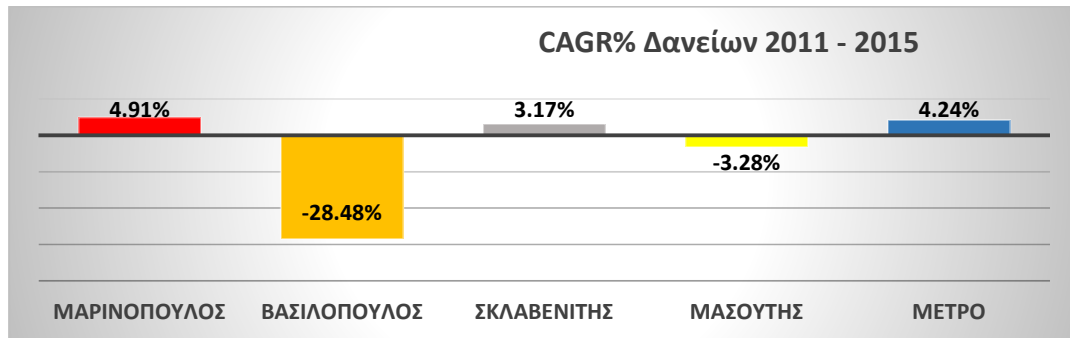
### 5.3.6 Δανειακές Υποχρεώσεις

Από την οριζόντια ανάλυση των δανειακών υποχρεώσεων της κάθε εταιρείας προκύπτει ότι η εταιρεία ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. διαχρονικά από το 2011 διατηρούσε τον μεγαλύτερο δανεισμό από τις υπόλοιπες του κλάδου. Αυτό θα μπορούσε να εξηγηθεί κατά ένα μέρος από το μέγεθος της εταιρείας καθώς είχε ηγετικό ρόλο στην εγχώρια αγορά, αλλά δυστυχώς η εξέλιξη της σε μια υπερδανεισμένη εταιρεία το 2015 υποδηλώνει πως η αύξηση των δανειακών τις υποχρεώσεων χρησιμοποιήθηκε για να καλύψει «τρύπες» που δημιούργησε η κακή διαχείριση της διοίκησης.



Γράφημα 5.3.6.1: οριζόντια ανάλυση δανείων για την περίοδο 2011-2015

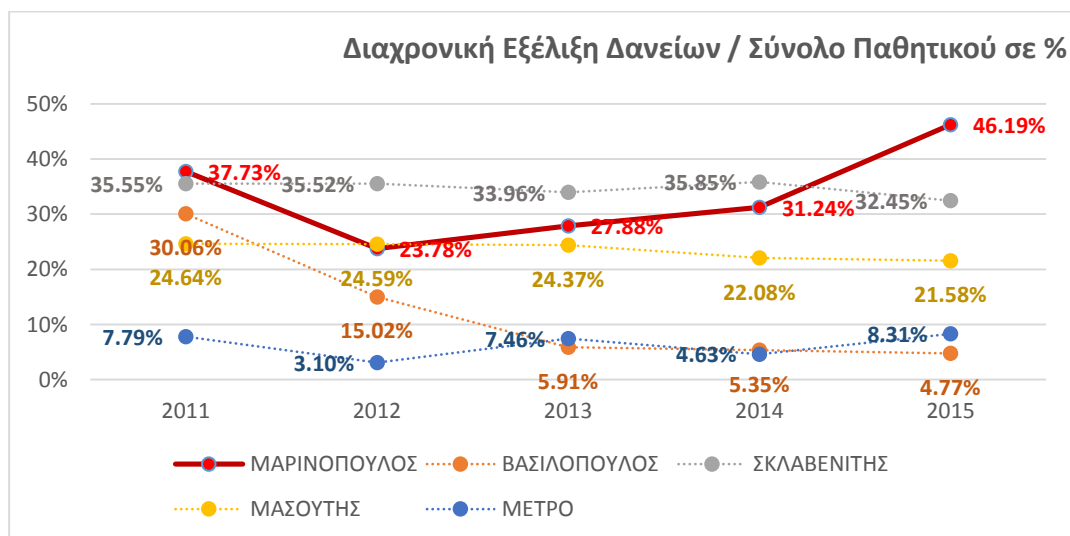
Το γράφημα 5.2.6.2 προκύπτει από την ανάλυση του μέσου ετήσιου ρυθμού μεταβολής των δανείων των εταιρειών που εξετάζονται:



Γράφημα 5.3.6.2: ετήσιος ρυθμός μεταβολής (CAGR) δανείων για την περίοδο 2011-2015

Η εταιρεία ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. φαίνεται ότι μειώνει δραστικά τα επίπεδα του δανεισμού της από 250 εκατομμύρια ευρώ το 2011 στα 47 μόλις εκατομμύρια ευρώ το 2015, καταγράφοντας έναν μέσο ετήσιο ρυθμό μείωσης της τάξης του 28%. Την ίδια στιγμή οι εταιρείες ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε., ΜΑΣΟΥΤΗΣ Α.Ε. και ΜΕΤΡΟ Α.Ε.Β.Ε. διατηρούν σταθερές και ελεγχόμενες τις δανειακές τους υποχρεώσεις με μικρές αυξομειώσεις και μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολή από -3% έως 4%. Η ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. κατάφερε να διογκώσει τα σωρευμένα της δάνεια από τα 459 εκατομμύρια ευρώ το 2011, στα 583 εκατομμύρια ευρώ το 2015 καταγράφοντας έναν μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης ύψους 5%.

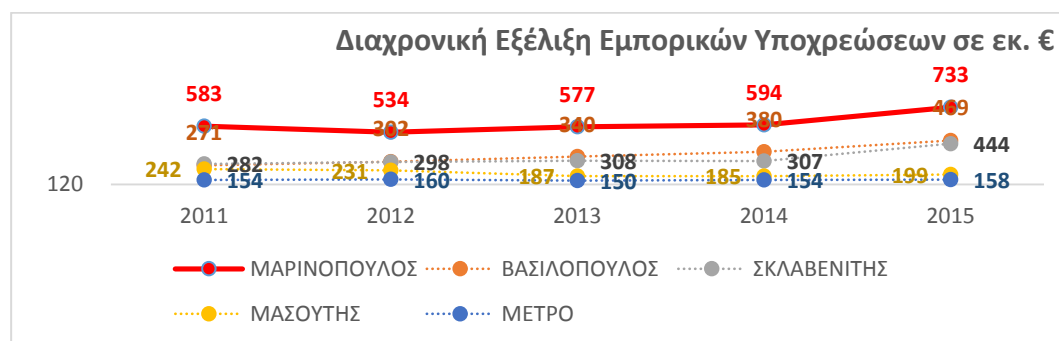
Το ποσοστό των δανείων επί το συνολικού παθητικού για τις εταιρείες φαίνεται στο γράφημα 5.3.6.3.



Γράφημα 5.3.6.3: ανάλυση κοινού μεγέθους δανείων για την περίοδο 2011-2015

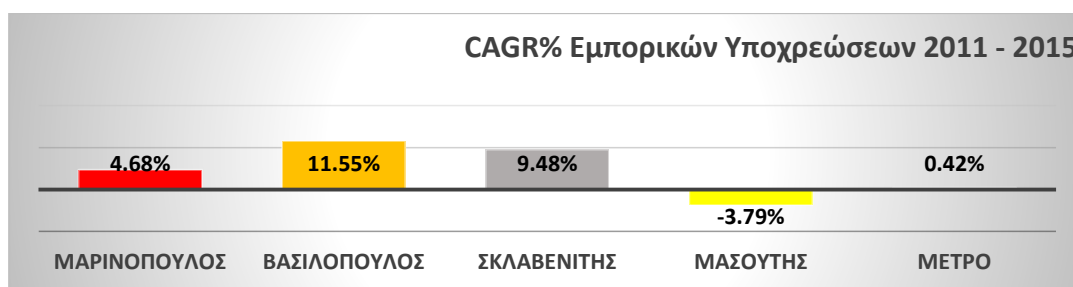
### 5.3.7 Υποχρεώσεις σε Προμηθευτές

Κατά την ανάγνωση των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε., ένας έμπειρος αναλυτής δεν μπορεί να μην εστιάσει στον λογαριασμό των εμπορικών υποχρεώσεων της. Ίσως να πρόκειται για το πιο ουσιώδες στοιχείο το οποίο σε συνδυασμό με τον υπερδανεισμένο ισολογισμό και τα αρνητικά ίδια κεφάλαια, στα οποία σωρεύθηκαν εκατομμύρια ζημιών την πενταετία 2011-2015, στήνουν το σκηνικό της κατάρρευσης. Η εταιρεία το 2015 κατάφερε να συσσωρεύσει 733 εκατομμύρια ευρώ υποχρεώσεων προς τους προμηθευτές της (γράφημα 5.3.7.1) και να εκτοξεύσει το ποσοστό τους επί του συνολικού παθητικού της στο 58% (γράφημα 5.3.7.3), καταγράφοντας μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης υποχρεώσεων (CAGR) περίπου 5% την περίοδο 2011-2015 (γράφημα 5.3.7.2).

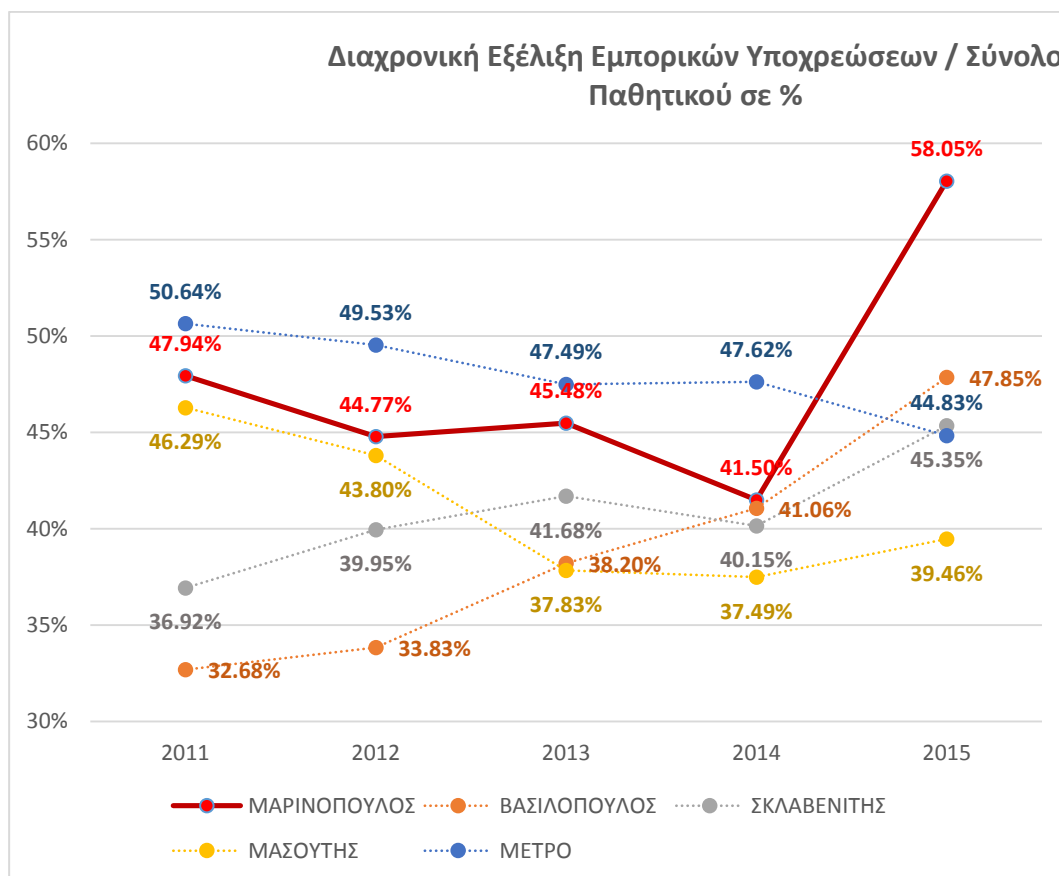


Γράφημα 5.3.7.1: οριζόντια ανάλυση εμπορικών υποχρεώσεων για την περίοδο 2011-2015

Ακολουθεί η εταιρεία ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. με υποχρεώσεις σε προμηθευτές 469 εκατομμύρια ευρώ για το 2015, μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης από το 2011 κοντά στο 12% και ποσοστό επί του συνολικού παθητικού στο 48%. Λίγο χαμηλότερα κινήθηκε η ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε. της οποίας οι εμπορικές υποχρεώσεις ανήλθαν στα 444 εκατομμύρια ευρώ το 2015 καταγράφοντας μέσο ρυθμό μεταβολής 9% σε ετήσια βάση. Οι συγκεκριμένες υποχρεώσεις αποτελούσαν το 45% του συνολικού της παθητικού την συγκεκριμένη χρονιά. Ίδιος ήταν και ο λόγος των εμπορικών υποχρεώσεων προς το συνολικό παθητικό για την ΜΕΤΡΟ Α.Ε.Β.Ε., η οποία έδειχνε για το 2015, 158 εκατομμύρια ευρώ υποχρεώσεις σε προμηθευτές, αρκετά χαμηλότερα από αυτές της ΜΑΣΟΥΤΗΣ Α.Ε. που έφτασαν τα 200 εκατομμύρια ευρώ μειούμενες με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής κοντά στο 4% από το 2011. Το ποσοστό των υποχρεώσεων της επί του συνολικού παθητικού ανήλθε σε 40% για το 2015 από 46% που ήταν το 2011.



Γράφημα 5.3.7.2: ετήσιος ρυθμός μεταβολής (CAGR) εμπορικών υποχρεώσεων για την περίοδο 2011-2015



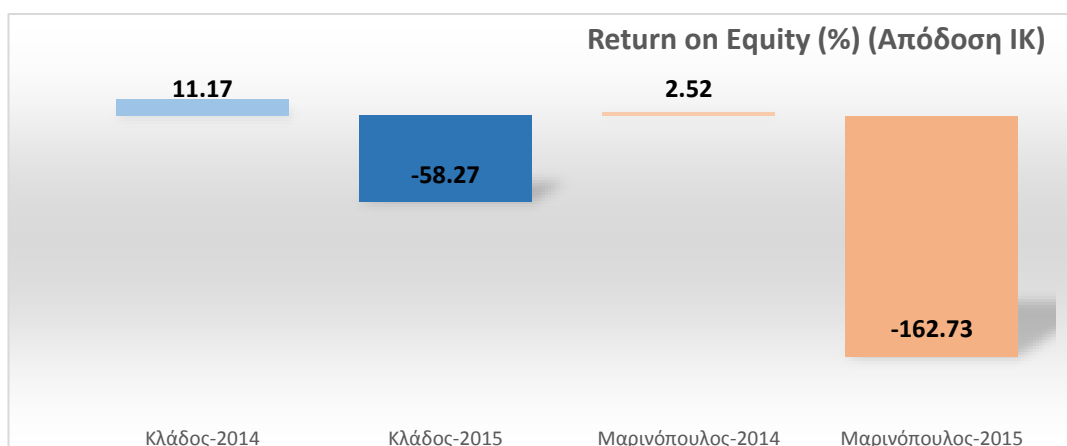
Γράφημα 5.3.7.3: ανάλυση κοινού μεγέθους εμπορικών υποχρεώσεων για την περίοδο 2011-2015

#### 5.4 Σύγκριση Ανάλυσης Αριθμοδεικτών με τα μεγέθη του κλάδου

Σε αυτή την ενότητα παρουσιάζεται συγκριτική ανάλυση μέσω γραφημάτων βασικών αριθμοδεικτών της εταιρείας Μαρινόπουλου με τον κλάδο<sup>8</sup> για τα έτη 2014 και 2015.

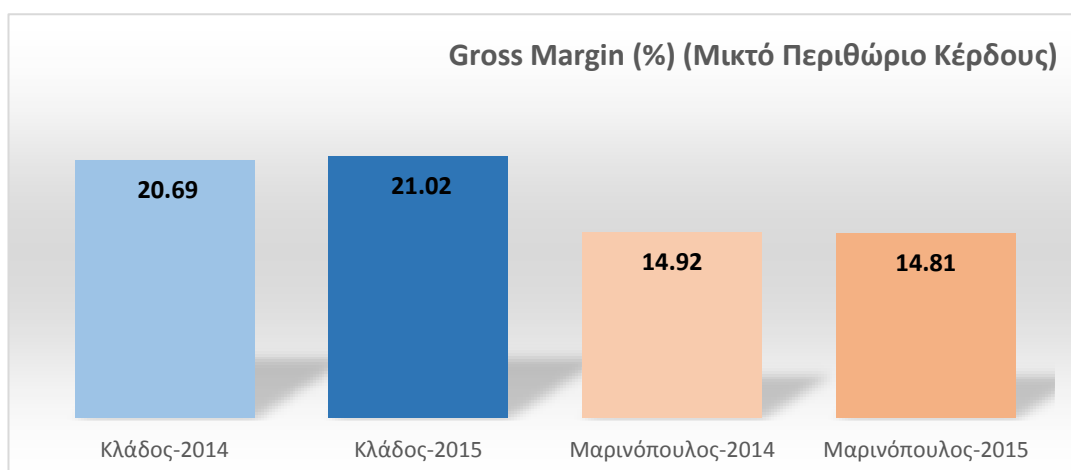
<sup>8</sup> Οι τιμές των αριθμοδεικτών του κλάδου βγήκαν από την έρευνα της ICAP (2017) όπου χρησιμοποίησαν δείγμα 57 εταιρειών

Συγκρίνοντας τον δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίου του Μαρινόπουλου με τον κλάδο βλέπουμε ότι για το 2014 ο κλάδος έχει θετική απόδοση της τάξεως του 11% ενώ ο Μαρινόπουλος χαμηλότερη, αλλά θετική, 3%. Για το 2015 ο δείκτης του κλάδου ήταν αρνητικός πάνω από 50% δείχνοντας την μη αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων κατά μέσο όρο στον κλάδο. Στο ίδιο μήκος κύματος κινήθηκε και ο Μαρινόπουλος με σημαντικά αρνητικότερη επίδοση που ξεπέρασε το 160%.



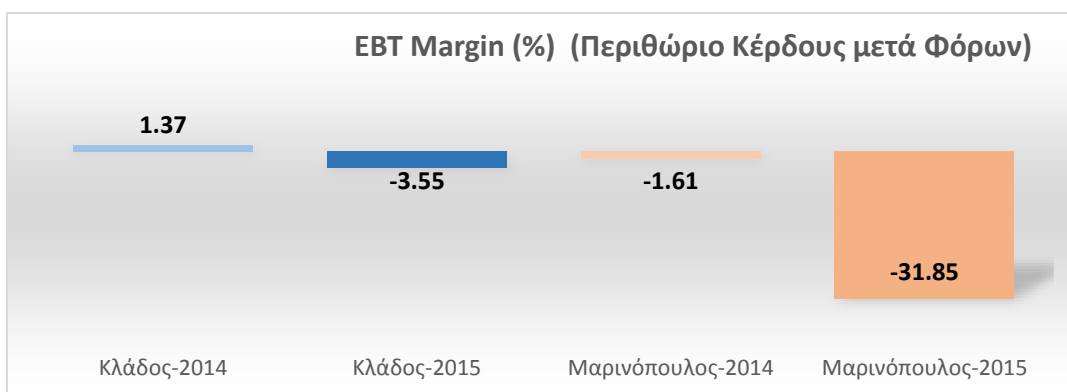
Γράφημα 5.4..1: Αριθμοδείκτης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων κλάδου-Μαρινόπουλου για τα έτη 2014 και 2015

Σύμφωνα με το γράφημα 5.4.2 το μικτό περιθώριο κέρδους του Μαρινόπουλου ήταν καλό αλλά μικρότερο σε σχέση με αυτό του κλάδου. Μειώθηκε ελαφρώς το 2015 αλλά κυμάνθηκε γύρω στα 15% ενώ, ο αντίστοιχος αριθμοδείκτης του κλάδου ήταν περίπου στο 20% και τις δύο χρονιές.



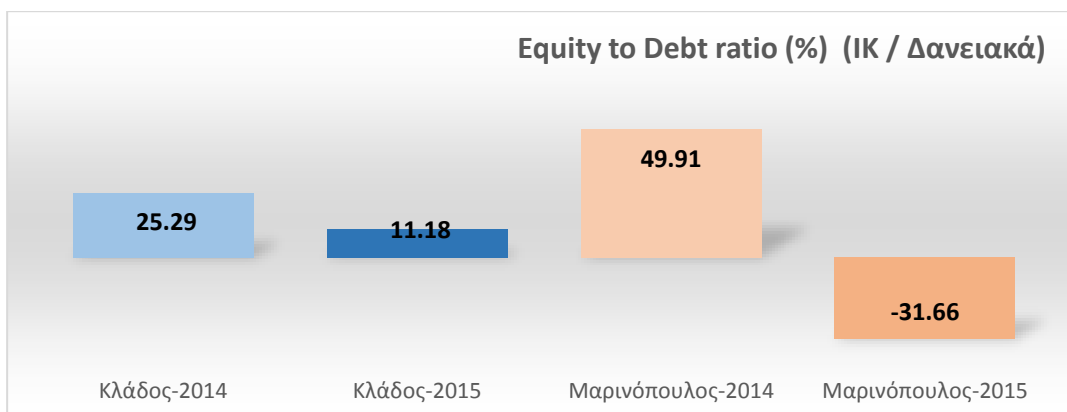
Γράφημα 5.4.2: Αριθμοδείκτης μεικτού περιθωρίου κέρδους κλάδου-Μαρινόπουλου για τα έτη 2014 και 2015

Ο δείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους είναι αρνητικός στον κλάδο (γράφημα 5.4.3) για το 2015 αλλά και στον Μαρινόπουλο και για τα δυο έτη. Σε σύγκριση με το προηγούμενο γράφημα όπου το μικτό περιθώριο κέρδους ήταν θετικό και υψηλό βλέπουμε μια δυσανάλογη αύξηση των εξόδων λειτουργίας της επιχείρησης και του μέσου όρου του κλάδου σε σχέση με τις πωλήσεις. Αναλυτικότερα, βλέπουμε ότι ο κλάδος το 2014 είχε πολύ χαμηλό δείκτη όπου το 2015 κατέληξε να είναι αρνητικός αυτό δείχνει μια αρνητική τάση. Ο Μαρινόπουλος είχε αρνητικό δείκτη και για τις δυο χρήσεις με το έτος 2015 να σημειώνει τραγική μείωση ξεπερνώντας το -30%.



Γράφημα 5.4.3: Αριθμοδείκτης περιθωρίου κέρδους μετά φόρων κλάδου-Μαρινόπουλου για τα έτη 2014 και 2015

Στη συνέχεια ακολουθεί το γράφημα σύγκρισης κλάδου- Μαρινόπουλου του αριθμοδείκτη ιδίων κεφαλαίων προς ξένα κεφάλαια:



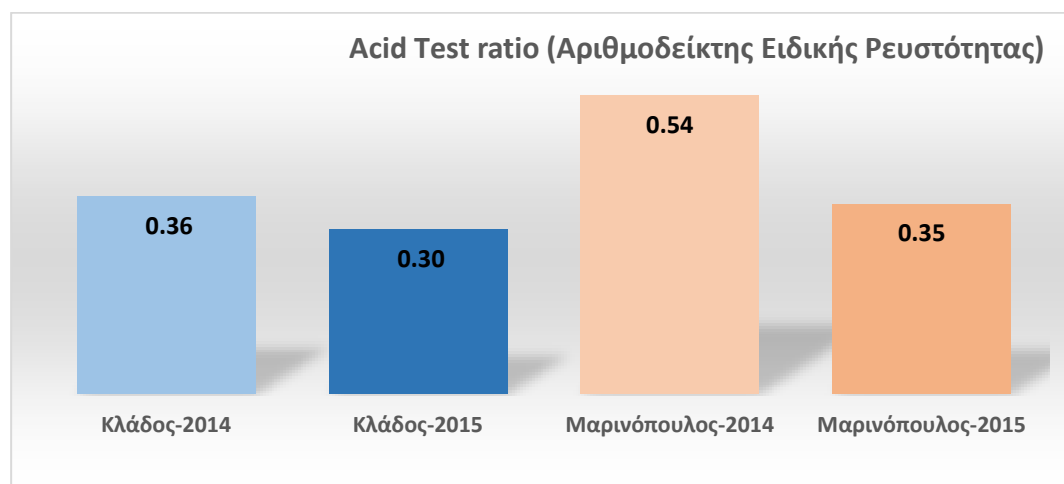
Γράφημα 5.4.4: Αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς ξένα κεφάλαια κλάδου-Μαρινόπουλου για τα έτη 2014 και 2015

Ο κλάδος είχε θετικό δείκτη και για τις δυο χρήσεις αλλά σημείωσε μια μεγάλη μείωση το 2015 φτάνοντας στο 11% περίπου. Έτσι, βλέπουμε ότι μια μονάδα υποχρεώσεως καλύπτεται μόνο κατά 10% από τα ίδια κεφάλαια. Στον Μαρινόπουλο



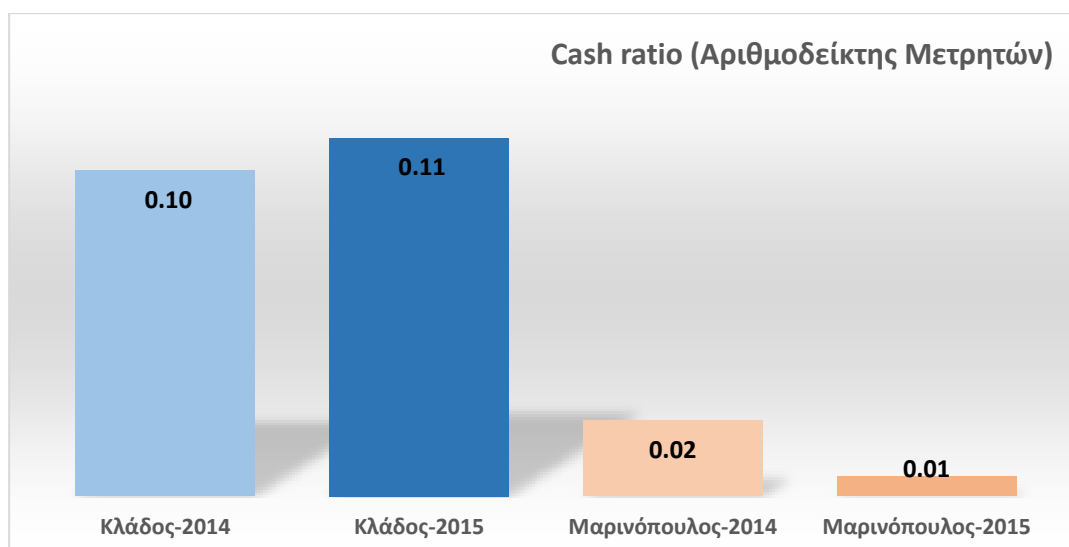
βλέπουμε έναν υψηλό δείκτη για το 2014 και μια οξεία μείωσή του για το 2015 διαμορφώνοντάς τον στο -31%! Ως εκ τούτου φαίνεται ότι η τάση του κλάδου ήταν πτωτική. Είναι πασιφανές για την εταιρεία ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ ότι τα ίδια κεφάλαια της δεν κατάφεραν να αντέξουν τις ζημιές του 2015, που έφτασαν τα 400 εκατομμύρια ευρώ, με αποτέλεσμα να κατακρημνιστεί ο συγκεκριμένος δείκτης βάζοντας την εταιρεία σε επισφαλή κατάσταση για την ίδια και τους πιστωτές της.

Από το γράφημα 5.4.5 παρατηρείται ότι ο κλάδος είχε χαμηλό δείκτη ειδικής ρευστότητας (<1) ο οποίος μάλιστα κινείται σε δυσχερέστερα επίπεδα από του Μαρινόπουλου το 2014 ενώ κινήθηκε στα ίδια επίπεδα για το 2015. Έτσι, τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία δεν καλύπτουν ικανοποιητικά τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις. Επίσης, βλέπουμε μια πτώση του δείκτη και στον κλάδο και στον Μαρινόπουλο για το έτος 2015.



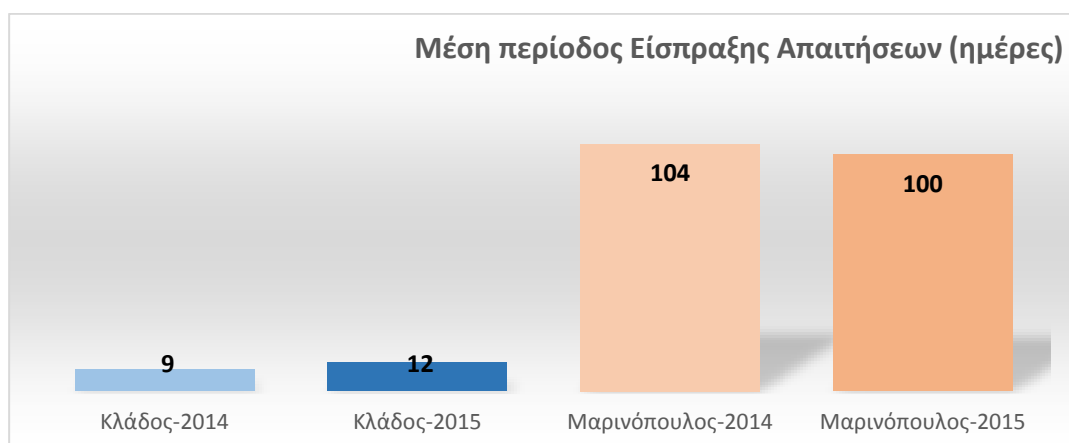
*Γράφημα 5.4.5: Αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας κλάδου-Μαρινόπουλου για τα έτη 2014 και 2015*

Όσο αναφορά τον δείκτη μετρητών οι τιμές του κλάδου είναι πολύ υψηλότερες από αυτές του Μαρινόπουλου (γράφημα 5.4.6). Ο δείκτης μάλιστα για τον κλάδο παρουσιάζεται ελαφρώς βελτιωμένος για τον κλάδο την χρονιά 2015. Αντιθέτως, ο ίδιος δείκτης για τον Μαρινόπουλο μειώνεται από το 2014 στο 2015 κατά 0,01. Παρουσιάζεται μια σχεδόν ανύπαρκτη ταμειακή ρευστότητα για την εταιρεία την ίδια στιγμή που ο κλάδος ανακάμπτει έστω και συντηρητικά.



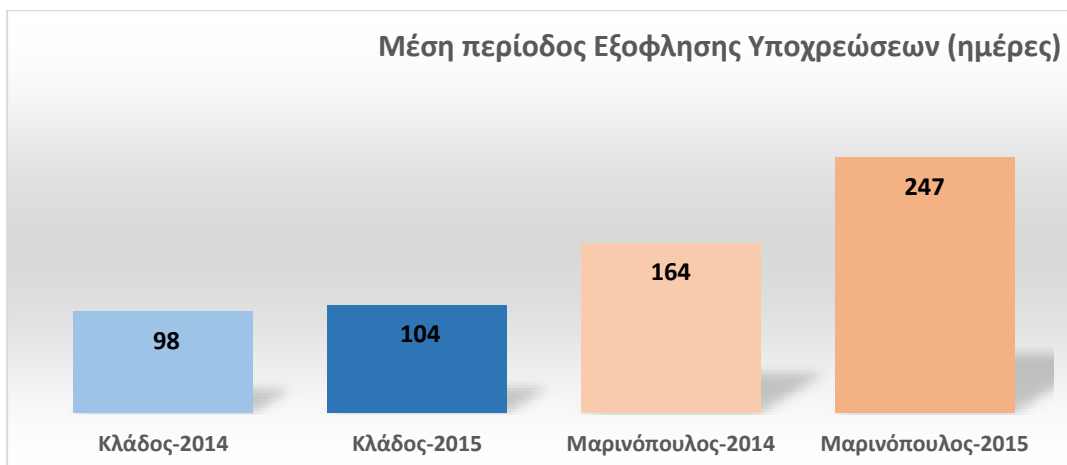
Γράφημα 5.4.6: Αριθμοδείκτης μετρητών κλάδου-Μαρινόπουλου για τα έτη 2014 και 2015

Η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων του Μαρινόπουλου σε ημέρες ήταν πολλαπλάσια του κλάδου δείχνοντας την ανικανότητα της εταιρείας να εισπράττει έγκαιρα και να διαμορφώσει μια αποδοτικότερη πιστωτική πολιτική. Συνεπώς, η εταιρεία απέχει πολύ από το μέσο όρο του κλάδου και για τα δυο έτη (γράφημα 5.4.7).



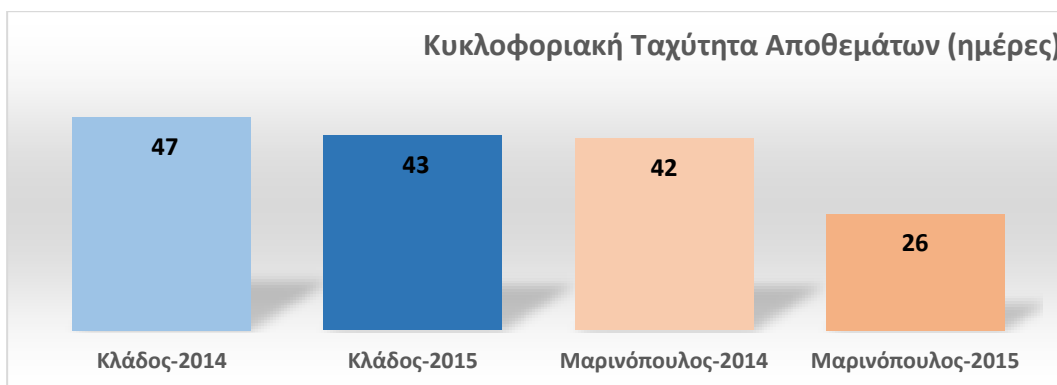
Γράφημα 5.4.7: Αριθμοδείκτης είσπραξης απαιτήσεων κλάδου-Μαρινόπουλου για τα έτη 2014 και 2015

Σύμφωνα με το γράφημα 5.4.8 η μέση περίοδος πληρωμής του Μαρινόπουλου σε ημέρες για το 2014 είναι η διπλάσια του κλάδου ενώ, το 2015 σχεδόν δύομισι φορές πάνω. Από του δείκτες προκύπτει ότι η εταιρεία έχει ξεπεράσει κατά πολύ την μέση περίοδο πληρωμής του κλάδου οδηγώντας την σε διόγκωση των υποχρεώσεων της και σε αδυναμία να λειτουργήσει κανονικά.



Γράφημα 5.4.8: Αριθμοδείκτης μέσης περιόδου πληρωμής κλάδου-Μαρινόπουλου για τα έτη 2014 και 2015

Τέλος, από το γράφημα 5.4.9 βλέπουμε ότι η κυκλοφοριακή των ταχύτητα αποθεμάτων του κλάδου σε ημέρες, ήταν πολύ μικρή, ενώ στα ίδια επίπεδα διατηρείται και του Μαρινόπουλου με εξαίρεση το έτος 2015 όπου ο δείκτης δεν καλυτερεύει λόγω καλύτερης διαχείρισης των αποθεμάτων του, αλλά διότι οι προμηθευτές του έχουν σταματήσει να τον προμηθεύουν προσπαθώντας να διαχειριστούν το ρίσκο ενός ενδεχόμενου «κανονιού», καθώς μένουν απλήρωτοι για μεγάλα χρονικά διαστήματα.



Γράφημα 5.4.9: Αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων κλάδου-Μαρινόπουλου για τα έτη 2014 και 2015

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>

### Προσδιορισμός Οικονομικής Αξίας της εταιρείας

#### ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. - Συμπεράσματα

---

##### 6.1 Προσδιορισμός Οικονομικής Αξίας της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.

Για να προσδιοριστεί η οικονομική αξία της ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε., καταρτίσθηκαν προϋπολογιστικά (pro-forma) οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας σε ορίζοντα δεκαετίας και εφαρμόστηκε η μέθοδος της αποτίμησης του εναπομείναντος εισοδήματος (residual income valuation) για όλη την περίοδο.

Για τους υπολογισμούς μας χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο των Russel Lundholm και Richard Sloan (e-val), το οποίο έχει καταρτισθεί σε μορφή υπολογιστικών λογιστικών φύλλων (Spreadsheets - Microsoft Excel) και παρατίθεται στο Παράρτημα Ι της παρούσας εργασίας.

Πρακτικά το εγχείρημα μας βασίστηκε σε παραδοχές που προκύπτουν από εκτιμήσεις για την ανάπτυξη του κλάδου και του ανταγωνισμού για την επόμενη δεκαετία καθώς είναι πραγματικά πολύ δύσκολο να προβλέψουμε το μέλλον μιας ουσιαστικά «χρεωκοπημένης» εταιρείας με αρνητικά ίδια κεφάλαια.

Για τον ετήσιο ρυθμό αύξησης του κύκλου εργασιών της ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. η παραδοχή μας βασίστηκε στον μέσο όρο του μέσου ετήσιου ρυθμού ανάπτυξης (CAGR) των εσόδων των τεσσάρων ανταγωνιστών της εταιρείας (3,3%) για την πενταετία 2011-2015. Έτσι τα έσοδα της εταιρείας το 2026 θα διαμορφωθούν περίπου στα ίδια επίπεδα με αυτά που είχαν επιτευχθεί το 2011 κοντά στα 1,8 δις ευρώ.

Προκειμένου να προσδιορίσουμε το ποσοστό του κόστους πωλήσεων ως προς τις πωλήσεις προβήκαμε στον υπολογισμό του μέσου όρου του ποσοστού μικτού περιθωρίου κέρδους των εταιρειών ΑΒ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. και ΣΚΛΑΒΕΝΙΤΗΣ Α.Ε.Ε. την διετία 2014-2015, το οποίο διαμορφώθηκε περίπου στο 25%. Έτσι για την εταιρεία ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. το ποσοστό του κόστους πωλήσεων ως προς τις πωλήσεις της, διαμορφώνεται από το 85% το 2015 (1,1 δις ευρώ) στο 75% το 2026 αγγίζοντας τα 1,4 δις ευρώ.

Η εξέλιξη του ποσοστού των εξόδων διοίκησης και διάθεσής προς τις πωλήσεις βαίνει μειούμενη από 18,2% το 2016 στο 14,9% το 2026 ενώ η προσέγγισή

μας προϋποθέτει έξοδα τόκων που ανέρχονται στο 5% επί του καθαρού δανεισμού της εταιρείας για όλη την περίοδο της δεκαετίας.

Οι παραδοχές για τα βασικότερα μεγέθη του ισολογισμού για την περίοδο που καταρτίζονται προϋπολογιστικά αναλύονται ως εξής:

#### Παραδοχές Κεφαλαίου Κίνησης

- Ταμειακά Διαθέσιμα / Πωλήσεις προϋπολογιστικά στο 8,5% το 2026 από 1,2% το 2016 και 0,5% το 2015 απολογιστικά,
- Εμπορικές Απαιτήσεις / Πωλήσεις από 27,3% απολογιστικά το 2015, στο 26,2% προϋπολογιστικά το 2016 καταλήγοντας στο 15,2% το 2026,
- Αποθέματα / Κόστος Πωλήσεων στο 12,3% το 2026,
- Υποχρεώσεις σε Προμηθευτές / Κόστος πωλήσεων από 67,7% απολογιστικά το 2015, στο 65,2% προϋπολογιστικά το 2016 και στο 40,1% το 2026.

#### Παραδοχές Παγίων

- Πάγια Περιουσιακά στοιχεία / Πωλήσεις προϋπολογιστικά στο 35,6% το 2026 από 49,1% το 2016 και 50,5% το 2015 απολογιστικά.

#### Παραδοχές Δανεισμού

- Βραχυπρόθεσμα Δάνεια / Πωλήσεις στο 10,5% το 2026
- Μακροπρόθεσμα Δάνεια / Πωλήσεις σταθερά στο 32,4% για όλη την περίοδο της πρόβλεψης

Για να εκτιμήσουμε (αποτιμήσουμε) την οικονομική αξία της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. θα πρέπει να προσδιορίσουμε ο κόστος κεφαλαίου (cost of equity) καθώς επίσης και το κόστος του καθαρού δανεισμού (cost of net debt). Για τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου αρκεί να λύσουμε την εξίσωση:

$$\text{Cost of Equity} = \text{Risk free rate}^9 + (\text{beta}^{10} * \text{Country risk premium}^{11})$$

Άρα,

$$\text{Cost of Equity} = 0,08210 + ( 0,46000 * 0,14210 ) = 0,14747$$

Ως κόστος καθαρού δανεισμού χρησιμοποιούμε το κόστος δανεισμού για την χρήση 2015 που προκύπτει από τα έξοδα τόκων προς το συνολικό δανεισμό (8,1%)

<sup>9</sup>[http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/rates\\_markets/titloioldimosiou/titloioldimosiou.aspx?Year=2015](http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/rates_markets/titloioldimosiou/titloioldimosiou.aspx?Year=2015)

<sup>10</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/totalbeta.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html)

<sup>11</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

Από την ανάλυση όπως αυτή παρουσιάζεται στο Παράρτημα I, η εκτίμηση της τιμής ανά μετοχή της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. είναι 1,98 ευρώ, που σημαίνει πως η οικονομική αξία της εταιρείας στο τέλος του 2015 εκτιμάται στα 14.123.736 ευρώ (7.133.200 μετοχές \* 1,98 ευρώ).

## 6.2 Συμπεράσματα

Ολοκληρώνοντας την χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε για τα έτη 2011 με 2015, και έχοντας εικόνα του κλάδου και των κυριότερων ανταγωνιστών της εταιρείας, για την ίδια περίοδο, καταλήγουμε στη σύνοψη και τον εντοπισμό των κυριότερων σημείων της εργασίας. Συγκεκριμένα εστιάζουμε στα κυριότερα μειονεκτήματα αλλά και προτερήματα ή στις δυνάμεις και αδυναμίες της εταιρείας τις οποίες θα έπρεπε να εκμεταλλευτεί ή να διορθώσει ώστε να ανατρέψει την πτώχευση.

Όσον αφορά τις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης, διαμορφώθηκε μια μείωση στις πωλήσεις της τάξης του 7% καθ' όλη την περίοδο. Το μικτό κέρδος εξελισσόταν θετικά στην πενταετία και το μικτό περιθώριο κέρδους σταθερά πάνω από το 14%. Παρόλα αυτά κατέληγε σε ζημιές προ και μετά φόρων. Οι σωρευμένες ζημιές της περιόδου από το 2011 έως το 2015 άγγιξαν τα 857 εκατομμύρια ευρώ! Φαίνεται ότι η εταιρεία δεν κατάφερε να αξιολογήσει σωστά τις προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις και υποχρεώσεις της, καθώς επίσης δεν προσπάθησε να μειώσει τις ενδιάμεσες δαπάνες όπως τα έξοδα διοίκησης και διάθεσης. Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους της ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ήταν αρνητικός διαχρονικά για όλη την περίοδο από το 2011 έως το 2015, φτάνοντας την τελευταία χρονιά το -32%!

Μελετώντας τα βασικά στοιχεία των ισολογισμών της Εταιρείας Μαρινόπουλος διαχρονικά με την ανάλυση κοινού μεγέθους διαπιστώνεται ότι τα ποσοστά των παγίων ως προς το σύνολο του ενεργητικού, με εξαίρεση το έτος 2014 που μειώνεται ελαφρώς, είναι πάνω από 50%. Έτσι, η εταιρεία χαρακτηρίζεται ως έντασης παγίων στοιχείων πράγμα που την καθιστά δυσκίνητη σε ένα περιβάλλον εξαιρετικά ανταγωνιστικό και ευμετάβλητο. Οι επενδύσεις κεφαλαίων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, τα οποία δεν αξιοποιούνται προς όφελος της εταιρείας, έχουν δυσμενή επίδραση διαχρονικά, επιβαρύνοντας με έξοδα και αυξημένες υποχρεώσεις.

Το μεγαλύτερο ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρείας αποτελείται κυρίως από εμπορικές απαιτήσεις, προδίδοντας την «χαλαρή» πελατειακή πολιτική της, ενώ, εντοπίζονται χαμηλά, σχεδόν μηδενικά, τα ποσοστά των ταμειακών διαθέσιμων ως προς το σύνολο του ενεργητικού.

Η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε ήταν αρκετών περισσότερων ημερών σε σχέση με αυτές που εισέπραττε ο ανταγωνισμός, παρουσιάζοντας έναν μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 20% από το 2011 έως το 2015 και ημέρες είσπραξης απαιτήσεων κοντά στις 100. Οι πιστώσεις της εταιρείας ανανεώνονταν σχετικά αργά και είχε πρόβλημα στην ικανότητα της να εισπράττει κανονικά και έγκαιρα.

Μελετώντας την ρευστότητα διαχρονικά, αλλά και σε σχέση με τις ανταγωνίστριες εταιρείες του κλάδου, η ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. μπορεί να χαρακτηριστεί ως η λιγότερο προσοδοφόρα και ανταγωνιστική των υπολοίπων. Ο δείκτης ειδικής ρευστότητας σημειώνεται λίγο καλύτερος από αυτόν των μετρητών όπου ήταν σχεδόν μηδενικός. Συνεπώς, τα ταμειακά διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία υστερούσαν κατά πολύ στο να υποστηρίξουν την κανονικότητα και συνέχιση της λειτουργικής της δραστηριότητας.

Ένα από τα δυσμενέστερα στοιχεία του ισολογισμού της εταιρείας, αποτελεί το πολύ μικρό έως και αρνητικό ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων επί του συνολικού παθητικού της, γεγονός που υποδηλώνει την αδυναμία της να καλύψει τις υποχρεώσεις της με δικά της κεφάλαια, τόσο ως προς τους μετόχους όσο ως και προς τους πιστωτές της. Με βάση τους αριθμοδείκτες αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. διαχρονικά παρατηρείται αρνητική απόδοση.

Από τα σημαντικότερα μειονεκτήματα της εταιρείας, αποτελεί η παράλογη αύξηση των εμπορικών υποχρεώσεων της. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις διογκώθηκαν τόσο πολύ όπου άγγιζαν το 81% του συνολικού παθητικού της εταιρείας το 2015, με το 51% να αντιπροσωπεύει καθαρές υποχρεώσεις προς προμηθευτές οι οποίοι εξοφλούνταν κατά μέσο όρο σε 250 ημέρες! Οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της επίσης αυξήθηκαν φτάνοντας το 34% περίπου, ενώ, οι συνολικές υποχρεώσεις έφτασαν στο 114% του συνολικού παθητικού της εταιρείας εφόσον, το 14% ήταν το αρνητικό ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων για την ίδια χρονιά. Αυτό δείχνει ένα μεγάλο άνοιγμα - άπλωμα της εταιρείας όπου, εκτός

ότι προσέφευγε στο μακροχρόνιο δανεισμό, κατανάλωνε διαχρονικά το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της, ενώ παράλληλα, δεν κάλυπτε τις υποχρεώσεις της.

Στην επιχείρηση υπήρχε υπερδανεισμός, εφόσον η αναλογία ιδίων προς ξένα κεφάλαια ήταν χαμηλή διαχρονικά ακόμη και αρνητική το 2015. Έτσι, δημιουργήθηκε μια επισφαλής κατάσταση όπου σε συνδυασμό με τις ζημιές που σημειώθηκαν η εταιρεία οδήγησε τα ίδια κεφάλαια της σε κατάρρευση.

Συμπερασματικά η εταιρεία ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε δεν ήταν κερδοφόρα τα τελευταία έτη και σκοπός της θα έπρεπε να είναι η αποστροφή αυτής της κατάστασης και η επανένταξή της σε κερδοφόρα πορεία. Πολλοί ήταν οι παράγοντες που οδήγησαν την εταιρεία σε αυτή τη θέση, κάποιοι εσωτερικοί και κάποιοι εξωτερικοί.

Στους εξωτερικούς παράγοντες συμπεριλαμβάνεται το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον, οι μεταβολές στους οικονομικούς δείκτες, η αύξηση του ανταγωνισμού, οι τεχνολογικές, κοινωνικές, δημογραφικές και πολιτικές αλλαγές. Η χρηματοπιστωτική κρίση επηρέασε σοβαρά τον κλάδο ο οποίος, παρόλα αυτά, το 2015 κάλυπτε πάνω από το 1/4 του συνόλου των επιχειρήσεων της ελληνικής μεταποίησης και αποτελούσε τον πρώτο σκοπό κατανάλωσης (τρόφιμα και ποτά), αφού οι καταναλωτές δαπανούσαν το 21% του εισοδήματός τους. Ο κλάδος των σουπερμάρκετ καταλάμβανε τη δεύτερη θέση σε όρους κύκλου εργασιών, υστερούσε από ρευστότητα, είχε αρνητική απόδοση ιδίων κεφαλαίων και στηριζόταν στον δανεισμό.

Οι εσωτερικοί παράγοντες που οδήγησαν την εταιρεία σε δυσμενή θέση έχουν να κάνουν με τα εξής: Η εταιρεία ακολούθησε επί πολλά έτη στρατηγικές ανάπτυξης τις οποίες έπρεπε να σταματήσει. Η υπερεπένδυση κεφαλαίων που έγινε σε περιουσιακά στοιχεία είχε ως αποτέλεσμα επιβαρυνμένες υποχρεώσεις. Πράγματι η εταιρεία το 2012 άνοιξε δυο νέα ιδιόκτητα καταστήματα και επεκτάθηκε στο χώρο του franchise όπου άνοιξε 18 καταστήματα. Παρομοίως, το 2013 εγκαινίασε 4 νέα ιδιόκτητα καταστήματα και 19 franchise ενώ, πραγματοποίησε εξαγορές τριών εταιρειών. Το 2014 υπέγραψε χρήση δικαιόχρησης με την εταιρεία Αρβανιτίδης όπου, 143 καταστήματα στη βόρεια Ελλάδα πήραν τον τίτλο Carrefour Μαρινόπουλος και Carrefour Express. Το 2015 προχώρησε σε εξαγορά τριών ακόμη εταιρειών. Σαφώς, η εταιρεία για να καλύψει κάποιες επενδύσεις σύναψε πολλά ομολογιακά δάνεια μακροπρόθεσμα αλλά κυρίως βραχυπρόθεσμα και προχώρησε



και σε ανάληψη χρηματοδοτικών μισθώσεων. Συνεπώς, θα έπρεπε η διοίκηση να μελετήσει καλύτερα αυτές τις επενδύσεις διότι δέσμευσε πολλά κεφάλαια που δεν διέθετε, εκτοξεύοντας τις υποχρεώσεις της εταιρείας στα ύψη εξανεμίζοντας παράλληλα το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων. Εφόσον, δεν απέφεραν κέρδη κάποιες από τις επενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν, η εταιρεία θα έπρεπε να προβεί σε αποεπένδυση μέρους αυτών. Έτσι, περιουσιακά στοιχεία που δεν παράγουν αξία και κοστίζουν πολύ, εκποιούνται και τα κεφάλαια επενδύονται σε πιο παραγωγικούς τομείς ή τοποθετούνται στα ταμειακά διαθέσιμα βελτιώνοντας αισθητά την ρευστότητα.

Μεγάλη βαρύτητα έπρεπε να δοθεί από την διοίκηση στη μείωση του κόστους της. Όπως αναφέρθηκε το περιθώριο μικτού και καθαρού κέρδους διαφέρει σημαντικά από τους αντίστοιχους δείκτες του ανταγωνισμού καθώς επίσης και η εξέλιξη των εξόδων διοίκησης και διάθεσης παρουσιάζει μια δυσαναλογία σε σχέση με τις πωλήσεις της. Συνεπώς, θα έπρεπε να εξεταστούν οι επί μέρους κατηγορίες εξόδων προκειμένου επαναδομηθούν. Η εταιρεία έπρεπε να προσαρμόσει τις λειτουργίες της στις υπάρχουσες συνθήκες μειώνοντας στο ελάχιστο τις δαπάνες της ακολουθώντας στρατηγική συρρίκνωσης. Θα μπορούσε να μειώσει τα εργατικά κόστη ή της ανώτατης διοίκησης, να εντείνει τους οικονομικούς ελέγχους στα έξοδα, να επιταχύνει τις εισπράξεις των απαιτήσεων όπου υπήρχε μεγάλη καθυστέρηση και να καταργήσει τις μη επικερδείς δραστηριότητες.

Κάπως έτσι πτώχευσε μια θρυλική εταιρεία και φυσικά αυτή η κατάρρευση αποδίδεται στη διοίκηση της εταιρείας. Σωρευμένες ζημιές, ασύδοτα κόστη και έξοδα, δεσμευμένα κεφάλαια, επισφαλείς απαιτήσεις, ξεχειλωμένες ημέρες πληρωμής των υποχρεώσεων, συρρικνωμένα ίδια κεφάλαια και εκτοξευμένα δάνεια και κανείς δεν πρόσεξε την ανύπαρκτη ρευστότητα για να προχωρήσει σε αποεπενδύσεις και «νοικοκύρεμα» της εταιρείας, ώστε να σώσει και να διατηρήσει το κύρος της και την ιστορία της.

## Βιβλιογραφία

1. Αδαμίδης Α. (1988), Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων, Θεσσαλονίκη, University Studio Press.
2. Βασιλείου Δ, Ηρειώτης Ν, (2008), *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Θεωρία και Πρακτική*, Rosili.
3. Βλάχος Χ., Λουκά Α.,(2007). Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα , 4<sup>η</sup> έκδοση, Global Training.
4. Γκίκας Δ., (2002), Η Ανάλυση και οι χρήσεις των Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Μπένου.
5. Λαζαρίδης Ι., Ευθύμογλου Π., (2000), Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Τεύχος ‘Α.
6. Νιάρχος Ν, (2004), *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών καταστάσεων*, Σταμούλη
7. Παπάς Α, (2008), Χρηματοοικονομική Λογιστική, Μπένου.
8. Thornton G., (2006), Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης, Τόμος Α.
9. Garrison H. Ray, Noreen w. Eric. (2003), *Managerial Accounting*, McGraw-Hill, 10<sup>th</sup> edition.
10. ukGAAP, (2010). IFRS for SMEs in your pocket- UK edition, Deloitte
11. Weston J. F. and E.F. Brigham, 1986. Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής. Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα, σελ928.
12. IOBE (2015). Βιομηχανία Τροφίμων και Ποτών, διαθέσιμο:  
[http://iobe.gr/docs/research/RES\\_01\\_7042016\\_REP\\_GR.pdf](http://iobe.gr/docs/research/RES_01_7042016_REP_GR.pdf)
13. ICAP (2017). Σούπερ Μάρκετ, Δελτίο Τύπου, διαθέσιμο:  
<http://www.icap.gr/Default.aspx?id=10345&nt=146&lang=1>

## Ιστοσελίδες

- <http://www.liberal.gr/arthro/62007/oikonomia/epicheiriseis/marinopoulos-apo-to-mikro-farmakeio-stous-megaluterous-ergodotes-tis-choras.html>
- [http://www.xrimatistirio.gr/index\\_afieromata.asp?TitleAfieroma=trofima&id\\_afieroma\\_view=45481&ekdosi=5393](http://www.xrimatistirio.gr/index_afieromata.asp?TitleAfieroma=trofima&id_afieroma_view=45481&ekdosi=5393)
- <http://www.rizopoulospost.com/icap-o-klados-twn-soyper-market-einai-o-monos-pou-exei-epiviwsei-apo-thn-oikonomikh-krish/>

- <http://www.rizopoulospost.com/icap-o-klados-twn-soyper-market-einai-o-monos-pou-exei-epivwsei-apo-thn-oikonomikh-krish/>
- [http://iobe.gr/docs/research/RES\\_05\\_B\\_06042017\\_REP\\_GR.pdf](http://iobe.gr/docs/research/RES_05_B_06042017_REP_GR.pdf)
- <http://www.investopedia.com>
- <http://www.economy365.gr/article/5556/marinopoylos-i-istoria-toy-farmakeiow-poy-egine-aytokratoria>

# Παραρτήματα

## Παράρτημα Ι

### Financial Statements (€000s)

Data can be entered manually in financial statements or as a block out-and-paste from the Case Data Sheet to the Raw Data Input section below.

Company Name and Ticker	MARINOPOULOS SA		Link to Form 10-Ks		Link to Raw Data Input		Actual (in 000s at most recent fiscal year end)																		
	Common Shares Outstanding	Estimated P/E Ratio	Actual	Actual	Actual	Actual	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027		
<b>Income Statement</b>																									
Sales (Net)			1,832,940	1,521,544	1,413,724	1,552,849	1,271,234																		
Cost of Goods Sold			(1,511,000)	(1,259,249)	(1,166,973)	(1,321,155)	(1,032,974)																		
Gross Profit			321,940	262,295	246,751	231,694	188,260																		
R&D Expense			0	0	0	0	0																		
SG&A Expense			(694,833)	(324,892)	(364,957)	(300,223)	(532,355)																		
EBITDA			(172,893)	(62,597)	(17,122)	(31,470)	(35,095)																		
Depreciation & Amortization			(37,590)	(35,873)	(24,446)	(24,833)	(27,982)																		
EBIT			(210,473)	(98,470)	(41,968)	(56,303)	(63,077)																		
Net Interest Expense			(25,951)	(12,170)	(18,997)	(31,765)	(41,883)																		
Non-Operating Income (Loss)			0	0	0	0	0																		
EBT			(235,728)	(110,640)	(60,965)	(24,925)	(404,926)																		
Income Taxes			(19,446)	0	0	(640)	0																		
Other Income (Loss)			0	0	0	0	0																		
Net Income Before Ex. Items			(255,174)	(110,640)	(61,965)	(24,925)	(404,926)																		
E.k. Items & Disc. Ops.			0	0	0	0	0																		
Minority Interest in Earnings			0	0	0	0	0																		
Preferred Dividends			0	0	0	0	0																		
Net Income (available to common)			(255,174)	(110,640)	(61,965)	(24,925)	(404,926)																		
<b>Balance Sheet</b>																									
Operating Cash and Market Sec.			12,101	21,838	23,427	19,778	6,156																		
Receivables			199,889	249,451	294,822	443,106	346,816																		
Inventories			133,060	114,824	136,741	153,289	76,122																		
Other Current Assets			17,102	17,958	21,492	28,242	28,634																		
Total Current Assets			362,292	398,069	476,462	644,244	457,728																		
PP&E (Net)			727,843	688,226	658,040	653,809	642,010																		
Investments			0	0	0	0	0																		
Intangibles			10,826	11,414	11,638	11,954	12,779																		
Other Assets			115,539	120,958	122,485	112,489	159,412																		
Total Assets			1,216,979	1,153,286	1,288,656	1,430,676	1,282,923																		
Current Debt			8,048	59,660	188,469	109,729	174,296																		
Accounts Payable			593,137	534,292	577,137	593,678	733,094																		
Income Taxes Payable			0	0	0	0	0																		
Other Current Liabilities			54,256	38,902	53,760	157,160	113,293																		
Total Current Liabilities			645,441	632,854	819,366	861,567	1,020,683																		
Long Term Debt			(450,665)	(293,097)	(165,263)	(342,237)	(409,055)																		
Other Liabilities			18,892	15,462	12,864	3,739	17,893																		
Deferred Taxes			0	0	0	0	0																		
Total Liabilities			(229,438)	(270,433)	(217,663)	(234,520)	(430,262)																		
Minority Interest			0	0	0	0	0																		
Preferred Stock			0	0	0	0	0																		
Paid in Common Capital (Net)			215,264	251,709	252,709	253,210	238,222																		
Retained Earnings			(114,803)	71,164	18,614	(30,118)	(442,933)																		
Total Common Equity			100,461	322,873	271,323	223,092	(184,711)																		
Total Liabilities and Equity			1,216,979	1,153,286	1,288,656	1,430,676	1,282,923																		
<b>Statement of Retained Earnings</b>																									
Beg. Retained Earnings			(114,803)	71,164	18,614	16,614	(30,118)																		
+Net Income			(110,640)	(110,640)	(110,640)	(110,640)	(110,640)																		
-Common Dividends			0	0	0	0	0																		
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)			298,407	8,845	23,807	(7,889)	(7,889)																		
=End. Retained Earnings			71,164	18,614	18,614	(442,933)	(442,933)																		
<b>Values for Dupont Analysis and Valuation</b>																									
Net Operating Income			(227,277)	(88,470)	(42,300)	6,840	(363,043)																		
Net Financial Expense			(27,447)	(12,170)	(18,965)	(31,765)	(41,883)																		
Net Income			(255,174)	(110,640)	(61,965)	(24,925)	(404,926)																		
Effective Tax Rate			(0.0825)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)																		
Net Operating Assets			559,994	606,630	625,075	670,598	398,643																		
Net Financial Obligations			458,943	283,577	353,752	446,986	583,354																		
Total Common Equity			100,461	322,873	271,323	223,092	(184,711)																		

**Ratio Analysis**

Company Name	MARINOPOULOS SA																
Fiscal Year End Date	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast					
	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027
<b>Annual Growth Rates</b>																	
Sales		-17.0%	-7.1%	9.8%	-18.1%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
Assets		-1.9%	6.3%	12.8%	-11.7%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	3.3%
Common Equity		220.8%	-16.0%	-17.8%	-182.8%	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	191.2%	67.5%	41.4%	3.3%
Earnings		#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	870.9%	95.2%	51.7%	36.1%	28.1%	4.1%
Free Cash Flow to Investors		#N/A	-134.5%	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	1554.7%	99.8%	53.1%	36.8%	28.5%	12.8%
Sustainable Growth Rate			-20.6%	-10.1%	-2110.0%	51.3%	48.3%	43.7%	36.2%	23.0%	-4.7%	-92.6%	4442.8%	246.5%	168.5%	142.8%	124.8%
<b>Profitability</b>																	
Return on Equity		(0.522)	(0.206)	(0.101)	(21.100)	0.513	0.483	0.437	0.362	0.230	(0.047)	(0.926)	44.428	2.465	1.685	1.428	1.248
Return on Equity (b4 non-recurring)		(0.522)	(0.206)	(0.101)	(21.100)	0.513	0.483	0.437	0.362	0.230	(0.047)	(0.926)	44.428	2.465	1.685	1.428	1.248
Return on Net Operating Assets		(0.169)	(0.069)	0.011	(0.679)	(0.145)	(0.098)	(0.055)	(0.015)	0.023	0.059	0.093	0.126	0.157	0.187	0.217	0.216
<b>Basic Dupont Model</b>																	
Net Profit Margin		(0.139)	(0.043)	(0.016)	(0.319)	(0.068)	(0.054)	(0.040)	(0.026)	(0.012)	0.002	0.015	0.029	0.042	0.056	0.069	0.070
x Total Asset Turnover		1.263	1.148	1.150	0.944	1.031	1.046	1.063	1.079	1.097	1.115	1.134	1.153	1.174	1.195	1.217	1.229
= Return on Equity		5.690	4.144	5.460	70.181	(7.336)	(8.573)	(10.309)	(12.921)	(17.295)	(26.128)	(53.331)	1330.907	49.414	25.182	16.899	14.526
<b>Advanced Dupont Model</b>																	
Net Operating Margin		(0.124)	(0.030)	0.004	(0.286)	(0.046)	(0.032)	(0.018)	(0.005)	0.008	0.022	0.035	0.048	0.061	0.074	0.087	0.087
x Net Operating Asset Turnover		2.609	2.296	2.398	2.379	3.181	3.071	2.973	2.886	2.808	2.738	2.676	2.620	2.570	2.526	2.486	2.468
= Return on Net Operating Assets		(0.169)	(0.069)	0.011	(0.679)	(0.145)	(0.098)	(0.055)	(0.015)	0.023	0.059	0.093	0.126	0.157	0.187	0.217	0.216
Net Borrowing Cost (NBC)		0.033	0.059	0.079	0.081	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050	0.050
Spread (RNOA - NBC)		(0.202)	(0.128)	(0.069)	(0.761)	(0.195)	(0.148)	(0.105)	(0.065)	(0.027)	0.009	0.043	0.076	0.107	0.137	0.167	0.166
Financial Leverage (LEV)		1.754	1.073	1.620	26.845	(3.377)	(3.921)	(4.685)	(5.833)	(7.756)	(11.638)	(23.596)	584.879	21.568	10.916	7.275	6.232
ROE = RNOA + LEV*Spread		(0.522)	(0.206)	(0.101)	(21.100)	0.513	0.483	0.437	0.362	0.230	(0.047)	(0.926)	44.428	2.465	1.685	1.428	1.248
<b>Margin Analysis</b>																	
Gross Margin		0.176	0.172	0.175	0.149	0.157	0.167	0.176	0.186	0.195	0.204	0.214	0.223	0.232	0.242	0.251	0.251
EBITDA Margin		(0.094)	(0.041)	(0.012)	(0.264)	(0.025)	(0.012)	0.001	0.014	0.027	0.040	0.052	0.065	0.077	0.090	0.102	0.102
EBIT Margin		(0.115)	(0.065)	(0.030)	(0.286)	(0.046)	(0.032)	(0.018)	(0.005)	0.008	0.022	0.035	0.048	0.061	0.074	0.087	0.087
Net Operating Margin (b4 non-rec.)		(0.124)	(0.065)	(0.030)	(0.286)	(0.046)	(0.032)	(0.018)	(0.005)	0.008	0.022	0.035	0.048	0.061	0.074	0.087	0.087
Net Operating Margin		(0.124)	(0.065)	(0.030)	(0.286)	(0.046)	(0.032)	(0.018)	(0.005)	0.008	0.022	0.035	0.048	0.061	0.074	0.087	0.087
<b>Turnover Analysis</b>																	
Net Operating Asset Turnover		2.609	2.296	2.398	2.379	3.181	3.071	2.973	2.886	2.808	2.738	2.676	2.620	2.570	2.526	2.486	2.468
Net Working Capital Turnover		(6.737)	(8.554)	(11.816)	(5.115)	(3.468)	(3.788)	(4.164)	(4.610)	(5.148)	(5.811)	(6.644)	(7.724)	(9.176)	(11.232)	(14.359)	(16.601)
Age Days to Collect Receivables		52.829	69.099	86.726	113.402	95.974	92.030	88.085	84.141	80.196	76.252	72.307	68.362	64.418	60.473	56.529	54.589
Age Inventory Holding Period		35.930	39.343	40.065	38.661	26.256	27.988	29.720	31.453	33.185	34.918	36.652	38.385	40.119	41.853	43.588	44.174
Age Days to Pay Payables		164.327	170.610	159.731	240.740	238.358	229.350	220.343	211.337	202.332	193.328	184.325	175.323	166.322	157.322	148.322	143.446
PP&E Turnover		2.183	2.135	2.350	1.947	2.040	2.097	2.158	2.222	2.289	2.361	2.438	2.520	2.608	2.701	2.802	2.855
<b>Analysis of Leverage</b>																	
- Long-Term Capital Structure		4.560	0.879	1.304	2.004	(3.626)	(4.265)	(5.190)	(6.648)	(9.288)	(15.532)	(48.615)	42.015	14.546	8.749	6.232	6.232
Debt to Equity Ratio		(0.211)	(0.123)	(0.086)	(0.133)	(0.105)	(0.076)	(0.047)	(0.016)	0.016	0.049	0.084	0.120	0.158	0.198	0.239	0.244
FFO to Total Debt		(0.452)	(0.186)	(0.133)	(0.198)	(0.122)	(0.094)	(0.065)	(0.034)	(0.003)	0.030	0.064	0.101	0.139	0.178	0.219	0.257
<b>Analysis of Leverage</b>																	
- Short-Term Liquidity																	
Current Ratio		0.561	0.632	0.582	0.754	0.465	0.483	0.501	0.521	0.542	0.564	0.588	0.613	0.640	0.668	0.699	0.699
Quick Ratio		0.328	0.420	0.388	0.544	0.355	0.364	0.375	0.385	0.397	0.409	0.421	0.435	0.449	0.465	0.482	0.482
EBIT Interest Coverage		(8.297)	(8.091)	(2.239)	0.215	(8.668)	(2.040)	(1.463)	(0.864)	(0.241)	1.082	1.795	2.519	3.286	4.087	4.926	5.005
EBITDA Interest Coverage		(6.822)	(5.144)	(0.931)	0.991	(1.099)	(0.529)	0.064	0.680	1.321	1.988	2.683	3.409	4.166	4.958	5.786	5.860
Fiscal Year	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027

**Cash Flow Analysis**  
(€000)

Company Name		MARINOPOULOS SA														
Fiscal Year End Date	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
Pro Forma Statement of Cash Flows	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	Forecast
Operating:																
Net Income	-110,640	-61,195	-24,925	-404,928	-89,164	-73,057	-55,887	-37,604	-18,153	2,521	24,477	47,774	72,478	96,653	126,368	131,518
+Depreciation & Amortization	35,873	24,446	24,630	27,953	27,562	27,712	27,620	27,905	27,985	27,986	28,002	27,976	27,976	27,823	27,693	28,076
+Increase in Deferred Taxes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Increase in Other Liabilities	3,430	2,598	-3,084	8,113	107	95	81	67	51	34	17	-3	-23	-45	-68	604
+Minority Interest in Earnings	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Preferred Dividends	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=Funds From Operations	-78,197	-39,347	-3,379	-388,860	-61,474	-45,249	-27,985	-9,632	9,863	30,553	52,495	75,748	100,372	126,431	153,393	160,199
-Increase in Receivables	-40,452	-54,371	-48,284	96,200	2,912	3,487	4,098	4,745	5,631	6,157	6,926	7,738	8,597	9,505	10,463	-9,188
-Increase in Inventory	18,246	-21,907	-16,557	77,176	-6,966	-7,223	-7,486	-7,753	-8,026	-8,304	-8,587	-8,875	-9,168	-9,465	-9,766	-5,569
-Increase in Other Current Assets	854	-3,536	-4,750	-2,332	-52	-24	6	38	72	109	147	188	232	279	328	-907
+Increase in Accounts Payable	-48,845	-42,845	16,541	139,716	-11,738	-12,689	-13,668	-14,677	-15,715	-16,783	-17,880	-19,007	-20,162	-21,347	-22,562	18,156
+Increase in Taxes Payable	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Increase in Other Curr. Liabilities	-17,854	16,878	103,380	-43,867	5,857	5,908	6,169	6,441	6,725	7,020	7,327	7,647	7,980	8,326	8,687	6,347
=Cash From Operations	-167,956	-59,438	-53,049	-102,237	-71,662	-55,790	-38,866	-20,838	-1,650	18,752	40,428	63,439	87,851	113,729	141,143	169,038
Investing:																
-Capital Expenditures	25,744	-16,260	-30,399	-6,146	-31,103	-30,759	-30,358	-29,896	-29,371	-28,777	-28,112	-27,370	-26,549	-25,643	-24,647	-49,596
-Increase in Investments	0	0	0	0	-8,597	-9,168	-9,767	-10,396	-11,066	-11,748	-12,475	-13,236	-14,034	-14,871	-15,747	-4,352
-Purchases of Intangibles	-488	-425	-115	-827	179	205	233	282	325	325	359	396	434	475	517	-302
-Increase in Other Assets	-5,238	-1,929	10,006	-37,823	3,164	3,540	3,937	4,357	4,800	5,268	5,762	6,283	6,832	7,410	8,020	-3,022
=Cash From Investing	20,018	-18,614	-20,508	-44,936	-36,357	-36,182	-35,955	-35,674	-35,304	-34,932	-34,465	-33,928	-33,317	-32,628	-31,857	-57,273
Financing:																
+Increase in Debt	-175,186	69,995	93,214	136,388	6,619	6,480	6,326	6,159	5,978	5,781	5,569	5,340	5,083	4,829	4,547	21,450
-Dividends Paid to Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-Dividends Paid on Preferred	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Increase in Pref. Stock	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-Dividends Paid on Common	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+/-Net Issuance of Common Stock	36,455	1,000	501	5,012	111,175	95,910	79,567	62,151	48,548	23,719	2,605	-19,859	-43,738	-69,100	-96,018	-128,076
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	286,407	8,645	-23,807	-7,989	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=Cash From Financing	157,676	79,640	69,908	133,511	117,794	102,390	85,913	68,311	48,526	29,500	8,173	-14,520	-36,644	-64,271	-91,471	-106,627
Net Change in Cash	9,738	1,588	-3,649	-13,622	9,775	10,418	11,092	11,799	12,542	13,320	14,136	14,992	15,889	16,830	17,815	5,138
+ Beginning Cash Balance	12,101	21,839	23,427	19,778	6,156	15,931	26,349	37,441	49,241	61,782	75,102	89,239	104,231	120,121	136,950	154,765
= Ending Cash Balance	21,839	23,427	19,778	6,156	15,931	26,349	37,441	49,241	61,782	75,102	89,239	104,231	120,121	136,950	154,765	159,903

Free Cash Flow to all Investors																
Net Operating Income	-98,470	-42,900	6,840	-363,043	-59,831	-43,996	-25,906	-7,311	12,443	33,411	55,651	79,221	104,185	130,608	158,588	164,958
- Increase in Net Operating Assets	-47,036	-18,445	-44,983	271,415	-28,630	-29,333	-30,026	-30,707	-31,373	-32,021	-32,650	-33,255	-33,833	-34,382	-34,897	-24,932
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	296,407	8,645	-23,807	-7,889	-88,461	-72,729	-55,933	-38,018	-18,929	1,390	23,001	45,966	70,352	96,226	123,661	139,467
=Free Cash Flow to Investors	150,901	-52,100	-61,950	-99,517	-88,461	-72,729	-55,933	-38,018	-18,929	1,390	23,001	45,966	70,352	96,226	123,661	139,467
Computation based on SCF:																
Cash From Operations	-167,956	-59,438	53,049	-102,237	-71,662	-55,750	-38,866	-20,838	-11,650	18,752	40,428	63,439	87,851	113,729	141,143	169,038
- Increase in Operating Cash	-9,738	-1,968	3,649	13,622	-9,175	-10,418	-11,092	-11,789	-12,542	-13,320	-14,136	-14,982	-15,889	-16,830	-17,815	-5,138
+Cash from Investing	20,018	-18,614	-20,508	-44,896	-36,357	-36,182	-35,955	-34,674	-35,334	-34,932	-34,465	-33,928	-33,417	-32,828	-31,857	-57,273
+Interest Expense	12,170	18,697	31,765	41,883	29,333	29,661	29,991	30,293	30,566	30,890	31,174	31,447	31,708	31,956	32,190	32,440
-Tax Shield on Interest	0	198	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	296,407	8,645	-23,807	-7,889	-88,461	-72,729	-55,933	-38,018	-18,929	1,390	23,001	45,966	70,352	96,226	123,661	139,467
=Free Cash Flow to Investors	150,901	-52,100	-61,950	-99,517	-88,461	-72,729	-55,933	-38,018	-18,929	1,390	23,001	45,966	70,352	96,226	123,661	139,467
Financing Flows:																
+Dividends on Common Stock	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Interest Expense	12,170	18,697	31,765	41,883	29,333	29,661	29,991	30,293	30,566	30,890	31,174	31,447	31,708	31,956	32,190	32,440
-Tax Shield on Interest	0	198	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Dividends on Preferred Stock	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Dividends Paid to Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-Net Issuance of Common Stock	-36,455	-1,000	-501	-5,012	-111,175	-95,910	-79,597	-62,151	-43,548	-23,719	-2,605	19,659	43,738	69,100	96,018	128,076
-Net Issuance of Debt	175,186	-69,995	-93,214	-136,388	-6,819	-6,480	-6,326	-6,159	-5,978	-5,781	-5,589	-5,340	-5,093	-4,829	-4,547	-21,450
-Net Issuance of Preferred Stock	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=Free Cash Flow to Investors	150,901	-52,100	-61,950	-99,517	-88,461	-72,729	-55,933	-38,018	-18,929	1,390	23,001	45,966	70,352	96,226	123,661	139,467
Traditional Computation of FCF:																
EBIT	-98,470	-41,858	6,840	-363,043	-59,831	-43,996	-25,906	-7,311	12,443	33,411	55,651	79,221	104,185	130,608	158,588	164,958
-Taxes on EBIT	0	-442	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Increase in Deferred Taxes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=NOPLAT	-98,470	-42,300	6,840	-363,043	-59,831	-43,996	-25,906	-7,311	12,443	33,411	55,651	79,221	104,185	130,608	158,588	164,958
+Depreciation & Amortization	35,873	24,446	24,630	27,953	27,582	27,712	27,820	27,905	27,965	27,998	28,002	27,976	27,917	27,823	27,693	28,076
+Non-Operating Income (Loss)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Other Income (Loss)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+Ext. Items & Disc. Ops.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=Gross Cash Flow	-62,597	-17,854	31,470	-335,090	-32,248	-15,694	-1,914	20,595	40,408	61,409	83,653	107,197	132,102	158,432	186,251	192,435
-Increase in Working Capital	-99,497	-21,679	-46,021	-280,245	-19,963	-20,958	-21,973	-23,005	-24,055	-25,122	-26,204	-27,300	-28,410	-29,532	-30,665	-3,701
-Capital Expenditures	25,744	-16,260	-30,399	-6,146	-31,103	-30,759	-30,358	-29,896	-29,371	-28,777	-28,112	-27,370	-26,549	-25,643	-24,647	-49,596
-Increase in Investments	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-Purchases of Intangibles	-488	-425	-115	-827	179	205	233	262	293	325	359	396	434	475	517	-302
-Increase in Other Assets	-5,238	-1,929	10,006	-37,923	3,164	3,940	3,937	4,357	4,800	5,268	5,762	6,283	6,832	7,410	8,020	-3,022
+Increase in Other Liabilities	-3,430	-2,598	-3,084	8,113	107	96	81	67	51	34	17	-3	-23	-45	-68	604
+/-Clean Surplus Plug (Ignore)	296,407	8,645	-23,807	-7,889	-88,461	-72,729	-55,933	-38,018	-18,929	1,390	23,001	45,966	70,352	96,226	123,661	139,467
=Free Cash Flow to Investors	150,901	-52,100	-61,950	-99,517	-88,461	-72,729	-55,933	-38,018	-18,929	1,390	23,001	45,966	70,352	96,226	123,661	139,467
Analysis of Earnings Quality																
(Red Shading = Quality Flag)																
Current Op. Accruals/NOA	0.164	0.034	0.083	(0.410)	0.026	0.026	0.025	0.025	0.025	0.024	0.024	0.023	0.023	0.023	0.022	(0.015)
+ Non-Current Op. Accruals/NOA	(0.096)	(0.006)	(0.002)	0.014	0.022	0.020	0.019	0.017	0.016	0.014	0.013	0.011	0.010	0.009	0.007	0.048
= Operating Accruals/NOA	0.068	0.029	0.081	(0.396)	0.048	0.046	0.044	0.042	0.040	0.038	0.037	0.035	0.033	0.031	0.030	0.033
Sales Growth	(0.170)	(0.071)	0.098	(0.181)	0.033	0.033	0.033	0.033	0.033	0.033	0.033	0.033	0.033	0.033	0.033	0.033
- NOA Turnover Growth	0.287	0.107	(0.016)	(0.263)	0.014	0.012	0.010	0.009	0.007	0.005	0.003	0.002	(0.000)	(0.002)	(0.004)	0.000
- Interaction	(0.008)	(0.008)	(0.002)	(0.048)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
= Operating Accruals/NOA	0.068	0.029	0.081	(0.396)	0.048	0.046	0.044	0.042	0.040	0.038	0.037	0.035	0.033	0.031	0.030	0.033
Fiscal Year	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027

Forecasting Assumptions

Company Name	MARINOPOULOS SA												TERMINAL YEAR				
	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	
	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027
<b>Estimated Price/Share=£1.98</b>																	
<b>Fiscal Year End Date</b>																	
<b>Implied Return on Equity</b>		(0.522)	(0.206)	(0.101)	(21.100)	0.513	0.483	0.437	0.362	0.230	(0.047)	(0.926)	44.428	2.465	1.685	1.428	1.248
<b>Income Statement Assumptions</b>																	
Sales Growth		-17.0%	-7.1%	9.8%	-18.1%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
Cost of Goods Sold/Sales	82.4%	82.8%	82.5%	85.1%	85.2%	84.3%	83.3%	82.4%	81.4%	80.5%	79.6%	78.6%	77.7%	76.8%	75.8%	74.9%	74.9%
R&D/Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
SG&A/Sales	27.0%	21.4%	18.7%	12.9%	41.2%	18.2%	17.8%	17.5%	17.1%	16.8%	16.5%	16.1%	15.8%	15.5%	15.2%	14.9%	14.9%
Dep&Amort/Avg PP&E and Intang.		5.1%	3.6%	3.7%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
Net Interest Expense/Avg Net Debt		3.3%	5.9%	7.9%	8.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Non-Operating Income/Sales		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Effective Tax Rate		-8.2%	-1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Minority Interest/After Tax Income		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Other Income/Sales		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Ext. Items & Disc. Ops./Sales		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Pref. Dividends/Avg Pref. Stock		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Balance Sheet Assumptions</b>																	
<b>Working Capital Assumptions</b>																	
Ending Operating Cash/Sales	0.7%	1.4%	1.7%	1.3%	0.5%	1.2%	1.9%	2.7%	3.4%	4.1%	4.9%	5.6%	6.3%	7.0%	7.8%	8.5%	8.5%
Ending Receivables/Sales	10.9%	15.8%	20.9%	28.5%	27.3%	26.2%	25.1%	24.0%	22.9%	21.8%	20.7%	19.6%	18.5%	17.4%	16.3%	15.2%	15.2%
Ending Inventories/COGS	8.8%	9.1%	11.7%	11.6%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	8.9%	9.4%	9.9%	10.4%	10.9%	11.3%	11.8%	12.3%	12.3%
Ending Other Current Assets/Sales	0.9%	1.2%	1.5%	1.7%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
Ending Accounts Payable/COGS	38.6%	42.4%	49.5%	44.9%	67.7%	65.2%	62.7%	60.2%	57.7%	55.2%	52.6%	50.1%	47.6%	45.1%	42.6%	40.1%	40.1%
Ending Taxes Payable/Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Ending Other Current Liabs/Sales	3.0%	2.4%	3.8%	10.1%	8.9%	9.1%	9.2%	9.3%	9.5%	9.6%	9.8%	9.9%	10.1%	10.2%	10.4%	10.5%	10.5%
<b>Other Operating Asset Assumptions</b>																	
Ending Net PP&E/Sales	39.7%	43.8%	46.5%	42.7%	50.5%	49.1%	47.8%	46.4%	45.1%	43.7%	42.4%	41.0%	39.7%	38.3%	37.0%	35.6%	35.6%
Ending Investments/Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	1.3%	2.0%	2.6%	3.3%	3.9%	4.6%	5.2%	5.9%	6.5%	7.2%	7.2%
Ending Intangibles/Sales	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
Ending Other Assets/Sales	6.3%	7.9%	8.7%	7.2%	11.8%	11.2%	10.6%	10.0%	9.3%	8.7%	8.1%	7.5%	6.9%	6.2%	5.6%	5.0%	5.0%
<b>Other Operating Liability Assumptions</b>																	
Other Liabilities/Sales	1.0%	1.0%	0.9%	0.6%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
Deferred Taxes/Sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Financing Assumptions</b>																	
Current Debt/Total Assets	0.7%	4.5%	14.9%	7.0%	13.8%	13.5%	13.2%	12.9%	12.6%	12.3%	12.0%	11.7%	11.4%	11.1%	10.8%	10.5%	10.5%
Long-Term Debt/Total Assets	37.1%	19.3%	13.0%	24.2%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%
Minority Interest/Total Assets	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Preferred Stock/Total Assets	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend Payout Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



## Valuation Parameters

Estimated Price/Share= € 1.98

Company Name: MARINOPOULOS SA

Required Valuation Parameters (to compute value of common equity):

Enter Cost of Equity Capital:

Enter Value of Contingent Claims on Common Equity (\$000):

Enter Date of Valuation:

Enter Dilution Factor for Splits Occurring Since Latest Fiscal Year End:

14.75%
0
31/12/2015
1.00

Optional Valuation Parameters (to compute value to all investors):

Enter Cost of Net Debt:

Enter Cost of Preferred Stock:

Enter Cost of Minority Interest:

8.10%

Adjust the Weighted Average Cost of Capital Input

such that the two equity values below are approximately equal:

12.8725% down

Equity Value computed directly      Equity Value computed indirectly      approximate weighted average  
 from flows to equityholders:      as the Entity Value less non-equity claims: cost of capital to use as starting point:  
 1.98      1.98      8.40%

**Residual Income Valuation (€000)**

Company Name	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027
MARINOPOULOS SA												
Most Recent Fiscal Year End	31/12/2015											
Date of Valuation	31/12/2015											
Cost of Common Equity	14.75%											
Terminal Growth Rate	3.32%											
<b>Fiscal Year of Forecast</b>	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027
<b>Valuation to Common Equity</b>												
Net Income	-89,164	-73,057	-55,887	-37,604	-18,153	2,521	24,477	47,774	72,478	98,653	126,368	131,518
Common Equity at Beginning of Year	-184,711	-162,700	-139,846	-116,146	-91,599	-66,204	-39,963	-12,882	15,033	43,773	73,325	103,675
Residual Income	-61,924	-49,063	-35,264	-20,476	-4,645	12,284	30,370	49,674	70,261	92,198	115,555	116,229
Present Value of Residual Income	-53,966	-37,263	-23,340	-11,811	-2,335	5,381	11,595	16,527	20,372	23,297	25,447	22,306
Present Value Beyond 10 Years	249,437											
Present Value of First 10 Years	-51,542											
Common Equity as of 31/12/2015	-184,711											
Forecast Equity Value Before Time Adj.	13,184											
Forecasted Value as of Valuation Date	14,156											
Less Value of Contingent Equity Claims	0											
Value Attributable to Common Equity	14,156											
Common Shares Outstanding at BS Date	7,133											
Equivalent Shares at Valuation Date	7,133											
Forecast Price/Share	1.98 €											
<b>Valuation to All Investors</b>												
Cost of Debt	8.10%											
Cost of Preferred Stock	0.00%											
Cost of Minority Interest	0.00%											
After Tax Weighted Average Cost of Capital	12.87%											
Net Interest Expense to Net Debtholders	29,333	29,661	29,981	30,293	30,596	30,890	31,174	31,447	31,708	31,966	32,190	32,840
Beginning Book Value of Debt	583,354	589,973	596,453	602,779	608,939	614,917	620,698	626,266	631,606	636,699	641,529	646,076
Residual Interest Expense	-17,918	-18,127	-18,332	-18,532	-18,728	-18,918	-19,102	-19,281	-19,452	-19,617	-19,774	-19,492
Present Value of Residual Interest Income	-16,576	-15,512	-14,512	-13,571	-12,687	-11,855	-11,074	-10,340	-9,650	-9,003	-8,395	-7,655
Value of Debt	277,058											
Dividends to Preferred Stockholders	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Beginning Book Value of Preferred Stock	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Residual Income to Preferred Stock	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Present Value of Preferred Residual Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Value of Preferred Stock	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority Interest in Earnings	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Beginning Book Value of Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Residual Income to Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Present Value of MI Residual Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Value of Minority Interest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Operating Income	-59,831	-43,396	-25,906	-7,311	12,443	33,411	55,651	79,221	104,185	130,608	158,558	164,358
Beginning Net Operating Assets	398,643	427,273	456,607	486,633	517,340	548,713	580,734	613,384	646,639	680,472	714,854	749,751
Residual Income to all Investors	-111,146	-98,397	-84,683	-69,953	-54,151	-37,222	-19,104	263	20,947	43,015	66,539	67,847
Present Value of Residual Investor Income	-98,470	-77,233	-58,889	-43,097	-29,557	-18,000	-8,185	100	7,044	12,815	17,563	15,866
Entity Value	290,208											
Less Value of Debt	-277,058											
Less Value of Preferred Stock	0											
Less Value of Minority Interest	0											
Forecast Equity Value Before Time Adj.	13,150											
Forecasted Value as of Valuation Date	14,120											
Less Value of Contingent Equity Claims	0											
Value Attributable to Common Equity	14,120											
Common Shares Outstanding at BS Date	7,133											
Equivalent Shares at Valuation Date	7,133											
Forecast Price/Share	1.98 €											

## Model Summary

### Historical Data For:

MARINOPOULOS SA

Most Recent Fiscal Year End:	31/12/2015
Average ROE (last five years)	-548.24%
Sales Growth (last five years)	-8.74%

### Forecast Data:

Forecast Horizon	10 years
This Year's ROE	51.33%
Terminal Year's ROE	142.79%
This Year's Sales Growth	3.32%
Terminal Year's Sales Growth	3.32%
This Year's Forecast EPS	-2.83 €
Forecast 5 Year EPS Growth	-135.84%

### Valuation Data:

Cost of Equity Capital	14.75%
Valuation Date	31/12/2015
Estimated Price/Share	<b>1.98 €</b>
Estimated Price/Earnings Ratio	-0.70
Estimated Market/Book Ratio	-0.08