

---

---

**Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ  
ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ & ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ  
ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ  
Μέθοδοι, Πρακτικές και Επισημάνσεις**

---

[ ΜΕΡΟΣ Α' ]

Η Αναζήτηση της Πραγματικής Αξίας των Ακινήτων ως  
Αφετηρία στην Ορθή Αποτίμηση των Εταιριών

---

---

Χορηγοί Ακαδημαϊκής Έρευνας & Ανάλυσης  
Αγορών Χρεογράφων  
της **“Valuation & Research Specialists”**  
και του **“Investment Research & Analysis Journal”**



---

**V**aluation &  
**R**esearch  
**S**pecialists

---

Ο Οίκος Έρευνας & Ανάλυσης “VRS” δραστηριοποιείται στην παροχή εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε εταιρικούς πελάτες υψηλών προδιαγραφών που δραστηριοποιούνται σήμερα στην εγχώρια και τη διεθνή κεφαλαιαγορά.

Κύρια αποστολή του είναι η προσφορά υψηλού επιπέδου έρευνας, ανάλυσης και αποτίμησης εταιριών, μέσω της συστηματικής παρακολούθησης και μελέτης όλων των χρηματοοικονομικών εξελίξεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Οι συντελεστές του οίκου “VRS” διαθέτουν πολυετή εμπειρία στο χώρο της εγχώριας και διεθνούς οικονομίας καθώς και σε πεδία έρευνας και ανάλυσης των κεφαλαιαγορών, με παράλληλη εξειδίκευση στους τομείς της ανάλυσης και αποτίμησης εισηγμένων και μη εταιριών.

# Οι ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ των ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ και των ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ τους ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ στην ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (\*)

## Η Μέθοδος της Καθαρής Λογιστικής Αξίας Ακίνητης Περιουσίας, Αποτιμημένης σε Τρέχουσες Τιμές

Η Μέθοδος της Καθαρής Λογιστικής Αξίας Ακίνητης Περιουσίας («Net Property Book Value») αποτελεί μία από τις πλέον διαδεδομένες μεθόδους αποτίμησης εταιριών ακινήτων στη σύγχρονη χρηματοοικονομική επιστήμη, αλλά και βάσει των πρακτικών που εφαρμόζονται από τους ανά τον κόσμο χρηματιστηριακούς αναλυτές. Η συγκεκριμένη μέθοδος συγκρίνει την πραγματική περιουσιακή αξία της εξεταζόμενης εταιρίας – τα χαρτοφυλάκια γης και ακινήτων της, αποτιμημένα σε τρέχουσες τιμές και προσαρμοσμένα βάσει του καθαρού της δανεισμού – με την τρέχουσα χρηματιστηριακή της αξία, ενώ ανάλογα με το ποσοστό της εξαγόμενης έκπτωσης («discount») ή υπερτίμησης («premium») διαμορφώνονται τα σχετικά συμπεράσματα περί φθηνής ή ακριβής εταιρίας / μετοχής.

Πριν από την εξέταση των αναλυτικών παραμέτρων που περιλαμβάνονται στο σχετικό μοντέλο εκτίμησης της αξίας μιας εταιρίας ακινήτων, θα πρέπει να επισημανθεί ότι κατά τη διαδικασία της αποτίμησης, τα σημαντικότερα ποιοτικά κριτήρια τα οποία λαμβάνονται υπόψη είναι τα ακόλουθα:

### ΠΟΙΟΤΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

- (α) Μία «απλή» («παθητική») εταιρία ακινήτων, δηλαδή ένας όμιλος συμμετοχών σε θυγατρικές εταιρίες ακινήτων ή σε αμοιβαία κεφάλαια ακινήτων δεν κρίνεται συνήθως ως ιδανική επενδυτική επιλογή.
- (β) Για τη διοίκηση μιας εταιρίας, η γνώση ενός εξειδικευμένου τμήματος της αγοράς ακινήτων θεωρείται ως ιδιαίτερα σημαντική παράμετρος που βαραίνει στη διαμόρφωση των μελλοντικών προοπτικών.
- (γ) Επίσης θεωρείται ως πλεονέκτημα η έμπειρη διοικητική ομάδα, η οποία

διαθέτει συγκεκριμένες ικανότητες σε επίπεδο πρόβλεψης των τάσεων και των εν γένει εξελίξεων της αγοράς ακινήτων.

(δ) Η διαφάνεια των εσόδων και η αποσαφηνισμένη κατανομή πωλήσεων, η οποία δύναται να παρακολουθείται από αναλυτές και θεσμικούς επενδυτές σε τακτά χρονικά διαστήματα είναι άκρως επιθυμητή.

(ε) Η υιοθέτηση και η εφαρμογή στην πράξη χρηματοοικονομικών τεχνικών, όπως το «sale and lease back», μάλλον θεωρείται πλεονέκτημα για μια εταιρία ακινήτων, εφόσον αυτές οι τεχνικές δεν προκαλούν σύγχυση στη διαφάνεια των πηγών εσόδων της.

(στ) Σε γενικές γραμμές, οι πολύπλοκες δομές των εταιριών ακινήτων και οι όποιες δραστηριότητες που δεν είναι εκ φύσεως κατανοητές ως προς την αποδοτικότητά τους, δυσκολεύουν την ευελιξία και εγκυρότητα των αποτιμήσεων.

(ζ) Εταιρίες ακινήτων οι οποίες στην πράξη είναι «επιρρεπείς» απέναντι στους κύκλους της οικονομίας δεν τείνουν να προσελκύουν το ενδιαφέρον των θεσμικών επενδυτών, και σε δεύτερο βαθμό, του ευρύτερου επενδυτικού κοινού.

(η) Τέλος, διαφαίνεται η τάση, εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε «έξυπνα» τμήματα της αγοράς ακινήτων (δηλαδή με υψηλό «δείκτη νοημοσύνης», όπως για παράδειγμα “έξυπνα κτίρια”) να εμφανίζονται ως ιδιαίτερα ελκυστικές για τους επενδυτές.

Όπως προαναφέρθηκε, η «δίκαιη» αποτίμηση μιας εταιρίας ακινήτων προϋποθέτει την εκτίμηση του λεγόμενου «Property Book Value» ή της Λογιστικής Αξίας της Ακίνητης Περιουσίας, η οποία βρίσκεται στην πλήρη και αποκλειστική ιδιοκτησία της εξεταζόμενης εταιρίας. Σε θεωρητικό επίπεδο, το εν λόγω μέγεθος τείνει να αποτελείται από τα ακόλουθα – πλην όμως ενδεικτικά - επιμέρους μεγέθη:

(1) Την τρέχουσα συνολική αξία της ακίνητης περιουσίας της εξεταζόμενης εταιρίας (αποτελείται από την ιδιόκτητη γη και τα ιδιόκτητα κτίρια).

(2) Τα διάφορα έργα τα οποία βρίσκονται υπό ανάπτυξη (στάδιο κατασκευής), αλλά διαθέτουν ήδη ένα σημαντικό τους τμήμα σε φάση ολοκλήρωσης.

(3) Τα δικαιώματα ενοικίων και τις συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης.

(4) Τα διάφορα δευτερεύοντα στοιχεία ακίνητης περιουσίας (χώροι ιδιόχρησης, κ.λ.π.).

**Η τρέχουσα συνολική αξία της ακίνητης περιουσίας** – που όπως προαναφέρθηκε περιλαμβάνει τόσο τη γη όσο και τα κτίρια μιας εταιρίας ακινήτων – **πρέπει να αποτιμάται από ανεξάρτητους εκτιμητές σε σημερινές αγοραίες τιμές.** Υπογραμμίζεται ότι οι τρέχουσες (σημερινές αγοραίες) τιμές αναφέρονται σε αξίες εμπορικής (επαγγελματικής) χρήσης και όχι ιδιωτικής χρήσης. Παράλληλα, στην περίπτωση μιας εισηγμένης εταιρίας ακινήτων, το «Property Book Value» πρέπει να ενημερώνεται σε τακτά χρονικά διαστήματα και να γνωστοποιείται στο ευρύτερο επενδυτικό

κοινό, ώστε να καθίσταται εφικτή η μελέτη των διαχρονικών τάσεων και επιδράσεων από τις εξελίξεις της αγοράς γης και ακινήτων στις οικονομικές ισορροπίες της αντίστοιχης εταιρίας.

Η Καθαρή Λογιστική Αξία της Ακίνητης Περιουσίας (ή το λεγόμενο «Net Property Book Value»), εξάγεται μέσω της αφαίρεσης του συνολικού δανεισμού της εταιρίας ακινήτων από το «Property Book Value», ο υπολογισμός του οποίου παρουσιάστηκε αμέσως πιο πάνω. Ο καθαρός δανεισμός περιλαμβάνει βέβαια τόσο τις μακροπρόθεσμες όσο και τις βραχυπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις, καθώς και την παρούσα αξία μελλοντικών μισθωμάτων για τις εταιρίες που χρησιμοποιούν την τεχνική “sale and lease back” (εφόσον οι εταιρίες αυτές προσθέτουν την αξία των μελλοντικά «επαναπατριζόμενων» αντίστοιχων κτιρίων στο «Property Book Value»).

**Κανόνας του Αντίχειρα:** Όπως σε όλους τους επιμέρους τομείς των Χρηματοοικονομικών Επιστημών, ο κανόνας του αντίχειρα τείνει να εμφανίζεται και στην αποτίμηση εταιριών ακινήτων μέσω του «Net Property Book Value». Οι επαγγελματίες των διεθνών κεφαλαιαγορών υποστηρίζουν συνήθως ότι **όταν η χρηματιστηριακή αξία μιας εισηγμένης εταιρίας ακινήτων υπολείπεται κατά τουλάχιστο 15% της δίκαιης τιμής** («Net Property Book Value» δια του συνολικού αριθμού μετοχών) που εξάγεται μέσω της προαναφερθείσας μεθόδου, **τότε η μετοχή της εξεταζόμενης εταιρίας ενδέχεται – σε συνδυασμό και με άλλους όμως παράγοντες – να αποτελεί επενδυτική ευκαιρία.** Η έκπτωση («discount») της τάξεως του 15% είναι επίσης επιθυμητό να υπολείπεται του κόστους κεφαλαίου («cost of equity» ή «required return») που αντιστοιχεί στην ίδια εταιρία.

### **Σημεία Προσοχής στη Διαδικασία Αποτίμησης**

**(1) Η Μέθοδος της Καθαρής Λογιστικής Αξίας Ακίνητης Περιουσίας («Net Property Book Value») θεωρείται ως λιγότερο κατάλληλη για εταιρίες ακινήτων που δραστηριοποιούνται κυρίως στην ανάπτυξη και την πώληση ακινήτων ή το μείγμα πωλήσεών τους εμπεριέχει σε μεγαλύτερο βαθμό έσοδα από την ανάπτυξη και την πώληση ακινήτων, τα οποία οι ίδιες κατασκευάζουν.** Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι όσο λιγότερο χρονικό διάστημα πρόκειται να διατηρηθούν τα ακίνητα μιας εταιρίας στο χαρτοφυλάκιο της, τόσο λιγότερο αντιπροσωπευτική θεωρείται η συμμετοχή τους ή η βαρύτητά τους στην αποτίμηση της εν λόγω επιχείρησης. Αντιθέτως, η μέθοδος αυτή είναι καταλληλότερη για τις εταιρίες διαχείρισης ακινήτων («property management»).

**(2) Σε μία εταιρία ακινήτων, το μείγμα των εσόδων και των εν γένει πωλήσεων διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο στη διαδικασία αποτίμησης.** Για παράδειγμα, σε μία εταιρία με έσοδα από την ανάπτυξη ακίνητης περιουσίας («property development»), αλλά και από τη διαχείριση ακίνητης περιουσίας («property management»), όσο το δεύτερο τμήμα εσόδων αυξάνεται, τόσο χαμηλότερο καθίσταται το επιχειρηματικό της ρίσκο και πιο σταθερές οι μελλοντικές πρόσοδοι (όταν βέβαια οι άλλες παράμετροι παραμένουν σταθερές). Συνεπώς, μια εταιρία ακινήτων με

μεγάλη έμφαση στο «property development» είναι θεμιτό να επιδιώκει μία αξιολογη συγκομιδή εσόδων και από το «property management», προκειμένου να μην είναι έντονα εξαρτημένη σε αστάθμητα έσοδα τα οποία δεν θεωρούνται ως “δεδομένα” σε βάθος χρόνου.

(3) Σε εταιρίες ακινήτων όπου κυριαρχούν έσοδα τόσο από «property development» όσο και από «property management», αλλά από την άλλη πλευρά **αυξάνεται διαρκώς η βαρύτητα του δευτέρου τομέα στις συνολικές πωλήσεις**, αναμένεται συνήθως μια μελλοντική συρρίκνωση του ανά τετραγωνικού μέτρου εσόδου τους. Το στοιχείο αυτό βαρύνει με τη σειρά του τις αντίστοιχες υποθέσεις αποτίμησης.

(4) Τέλος, **το χαρτοφυλάκιο γης μιας εταιρίας ακινήτων (γνωστό και ως «land bank») είναι επιθυμητό να ανανεώνεται με φθηνότερη γη στο μέλλον**, ώστε να μειώνεται το μέσο κόστος κτήσης του και παράλληλα να βελτιώνονται τα μέσα επίπεδα οικονομικής απόδοσης ή τα μέσα περιθώρια κέρδους, ιδιαίτερα όταν πρόκειται για εταιρίες ανάπτυξης και αξιοποίησης γης ή / και ακινήτων.

### Υπολογισμός του «Net Property Book Value» ή της Καθαρής Λογιστικής Αξίας Ακίνητης Περιουσίας

=			
Ιδιότητα Οικόπεδα - Γη	Τετραγωνικά Μέτρα (m2)	Τρέχουσα Αξία ανά m2	Συνολική Αξία
+			
Ιδιότητα Κτίρια - Κτίσματα	Τετραγωνικά Μέτρα (m2)	Τρέχουσα Αξία ανά m2	Συνολική Αξία
+			
Ακίνητη Περιουσία υπό Κατασκευή	Μ/Δ	Μ/Δ	Συνολική Αξία
+			
Συμβάσεις Ενοικίων - Χρηματοδοτικής Μίσθωσης			Συνολική Αξία
-			
Καθαρός Τραπεζικός Δανεισμός			Συνολική Αξία

### Σύγκριση του «Net Property Book Value» με την Τρέχουσα Χρηματιστηριακή Αξία

(\*) Υπεύθυνος Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών  
“VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS”

Value Invest - [www.valueinvest.gr](http://www.valueinvest.gr)  
Investment Research & Analysis Journal - [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr)

---

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ**

---



---

**Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη**

---

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

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

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

---