



ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ
ΑΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ
ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ 2^η
ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΜΕ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΤΑ ΑΚΙΝΗΤΑ
ΕΤΑΙΡΙΚΗ, ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ, ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ
ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

ΠΑΡΙΟΣ ΣΑΒΒΑΝΗΣ ΔΗΜΗΤΡΗΣ

A.M.: 0816M031

ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ:
ΛΙΑΠΗΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ (ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ)
ΡΟΒΟΛΗΣ ΑΝΤΩΝΗΣ
ΚΑΡΑΓΑΝΗΣ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΣ

ΑΘΗΝΑ, ΜΑΙΟΣ 2018

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία διερευνά το ακίνητο ως αντικείμενο επιχειρηματικής εκμετάλλευσης από τους τέσσερις βασικούς άξονες της αγοράς ακινήτων. Ο κάθε άξονας αντιπροσωπεύεται από μια εταιρία του κλάδου. Ο άξονας των κατασκευών εξετάζεται μέσα από τον ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε., ο άξονας της ανάπτυξης και διαχείρισης ακινήτων εξετάζεται μέσα από την LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε., ο άξονας των REITs εξετάζεται μέσα από την GRIVALIA Α.Ε.Ε.Π. και ο τελευταίος άξονας της εκτίμησης ακινήτων εξετάζεται από την ΑΤΡΙΑ Α.Ε. θυγατρική της CBRE. Αρχικά γίνεται αναφορά στα οικονομικά και εννοιολογικά στοιχεία που συνθέτουν την αγορά της Αγοράς Ακινήτων. Στη συνέχεια μελετήθηκαν οι τέσσερις εταιρίες που συμμετέχουν στην αγορά ως προς την εταιρική, λογιστική, φορολογική και χρηματοοικονομική τους λειτουργία. Τέλος, από την χρηματοοικονομική ανάλυση της κάθε εταιρίας προέκυψαν αριθμοδείκτες που μας δείχνουν ενδεικτικά την πορεία του κάθε κλάδου από το 2006 έως και το 2016, δηλαδή λίγο πριν αλλά και κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης.

Λέξεις κλειδιά: Αγορά Ακινήτων, Κατασκευή Ακινήτων, Διαχείριση Ακινήτων, ΑΕΕΑΠ, Εκτίμηση Ακινήτων

ABSTRACT

The aim of this thesis is to examine Real Estate as a business object of the four main market categories. Each category is represented by a company of the field. The first category is about construction and is analyzed through the company ΕΛΛΑΚΤΩΡ S.A., the second is about Real Estate development and is analyzed through the company LAMDA DEVELOPMENT S.A., the third category is about REITs and is analyzed through the company GRIVALIA Properties S.A. and the last category is about Real Estate evaluation and is analyzed through the company ΑΤΡΙΑ S.A. The first part of this thesis contains the financial and conceptual data which synthesize the Real Estate market. The second part of this thesis examines the corporate, taxation, accounting and financial function of the four companies above. In conclusion the result of the financial analysis is four numeric indicators one for each company. The numeric indicators shows us how each field varies before and during the period of the economical crisis.

Key words: Real Estate, Constructions, Development, REITs, Evaluation

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
1.2 ΣΚΟΠΟΣ	7
1.3 ΣΤΟΧΟΣ.....	7
1.4 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ	8
1.5 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	8
1.6 ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ	9
2. ΟΙ ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	10
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	10
2.2 ΟΡΙΟΘΕΤΗΣΗ ΕΔΑΦΟΥΣ – ΓΗΣ.....	11
2.3 ΟΡΙΟΘΕΤΗΣΗ ΤΟΥ ΚΤΙΡΙΟΥ	12
2.4 Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	12
2.5 Η ΘΕΣΗ ΤΟΥ ΑΚΙΝΗΤΟΥ ΣΤΟ ΧΩΡΟ	14
2.6 Η ΣΥΝΔΕΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΜΕ ΤΟ ΕΥΡΥΤΕΡΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ	14
2.7 Η ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ	15
2.8 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	16
3. ΤΑ ΑΚΙΝΗΤΑ ΩΣ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΦΑΣΕΙΣ ΖΩΗΣ ΤΟΥ ΑΚΙΝΗΤΟΥ	17
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	17
3.2 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΠΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΟΥΝΤΑΙ ΣΤΑ ΑΚΙΝΗΤΑ	18
3.2.1 ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ.....	18
3.2.2 ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	19
3.2.3 ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	20
3.2.4 ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ – ΜΕΣΗΤΕΙΑ – ΕΚΤΙΜΗΣΗ	20
3.3 ΦΑΣΕΙΣ ΖΩΗΣ ΑΚΙΝΗΤΟΥ	21
3.5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	23
4. ΝΟΜΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ	24
4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	24
4.2 ΑΤΟΜΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ	25
4.3 ΠΡΟΣΩΠΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ	26
4.4 ΚΕΦΑΛΑΙΟΥΧΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ	26

4.5 ΙΔΙΑΙΤΕΡΑ ΓΝΩΡΙΣΜΑΤΑ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥΧΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ	28
4.5.1 ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ (ΕΠΕ).....	28
4.5.2 ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥΧΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ (ΙΚΕ).....	28
4.5.3 ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ (ΑΕ)	29
4.5.4 ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ (ΑΕΕΑΠ)	30
4.6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ.....	31
5. ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ.....	33
5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	33
5.2 ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ.....	33
5.3 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	34
5.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	35
6. ΠΑΡΟΥΡΙΑΣΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε., LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε., GRIVALIA PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π., ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)	36
6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	36
6.2 ΕΛΛΑΚΤΩΡ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ	37
6.2.1 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ.....	37
6.2.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε. ..38	
6.2.3 ΕΞΑΓΩΓΗ ΚΥΡΙΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ 2006–2016.....	40
6.3 LAMDA DEVELOPMENT ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ.....	40
6.3.1 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ.....	41
6.3.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.....	42
6.3.3 ΕΞΑΓΩΓΗ ΚΥΡΙΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ 2006–2016.....	43
6.4 GRIVALIA PROPERTIES ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ	44
6.4.1 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ.....	44
6.4.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ GRIVALIA PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π.	45
6.4.3 ΕΞΑΓΩΓΗ ΚΥΡΙΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ 2006 – 2016.....	46
6.5 ΑΤΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ (CBRE GROUP).....	46
6.5.1 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP) ..47	
6.5.2 ΕΞΑΓΩΓΗ ΚΥΡΙΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ 2011 – 2016.....	48

6.6 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	49
6.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ.....	55
6.8 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ.....	60
6.9 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ	64
6.10 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	65
6.11 ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΥΡΩΣΤΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ ALTMAN’S Z-SCORE	70
6.12 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΒΕΤΑ ΚΑΙ WACC ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ CAPM, ΣΥΓΚΡΙΣΗ ROTA ΜΕ WACC.....	72
6. 13 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜVA	78
6. 14 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΑΓΟΡΑΙΑΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ EVA	79
6.15 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ FCF	81
6.16 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ECF	83
6.17 ΔΙΚΑΙΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ GORDON	84
7. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	86
8. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	92
9. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	94

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα ακίνητα στο σημερινό οικονομικό σύστημα αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος της οικονομικής δραστηριότητας των ανεπτυγμένων οικονομιών και υπάρχει ένα μεγάλο εύρος επιχειρήσεων που έχουν το ακίνητο ως κύριο αντικείμενο επιχειρηματικής εκμετάλλευσης. Ο κλάδος της ακίνητης περιουσίας συμβάλει σημαντικά στην ανάπτυξη μιας χώρας και αποτελεί πάγια τοποθέτηση κεφαλαίων των επενδυτών. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η κατεύθυνση της αγοράς ακινήτων να επηρεάζει και να επηρεάζεται από σύνολο της οικονομίας. Η λειτουργία αυτή της αγοράς καλείται ως οικονομικές διακυμάνσεις όπου ορίζονται ως οι διαδοχικές αυξομειώσεις της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας μέσα σε μια οικονομία (Roulac, 1995). Λέγονται αλλιώς και κυκλικές διακυμάνσεις ή οικονομικοί κύκλοι.

Σήμερα η Ελλάδα βρίσκεται στη κάμψη του οικονομικού κύκλου, σε μια βαθιά υφεσιακή τροχιά, λόγω της αδυναμίας της εγχώριας οικονομίας να περιορίσει τις συνέπειες της παγκόσμιας κρίσης του χρηματοπιστωτικού τομέα. Το σύνολο της οικονομίας έχει τη δύναμη να επηρεάσει μεμονωμένους κλάδους αλλά και μεμονωμένοι κλάδοι έχουν τη δύναμη να επηρεάσουν τη συνολική οικονομία. Η πρώτη περίπτωση συνέβη στην Ελλάδα όπου μια γενικευμένη ύφεση διέλυσε την αγορά ακινήτων καθώς οι κύριες αδυναμίες της χώρας είναι η χαμηλή παραγωγικότητα και η οργανωτική ανεπάρκεια του κράτους. Για την κρίση στην Ελλάδα δεν είναι υπαίτια η διεθνής ύφεση αλλά οι οικονομικές ανισορροπίες της χώρας τις οποίες αποκάλυψε η κρίση (Buiters, & Rahbari, 2010). Η δεύτερη περίπτωση συνέβη στις ΗΠΑ το 2007 με τη μη αποπληρωμή των στεγαστικών δάνειων χαμηλής εξασφάλισης να πλήττει την αγορά και συγκεκριμένα τις κατοικίες. Τα ακίνητα είναι τα πιο ακριβά διαπραγματεύσιμα προϊόντα στη αγορά και από τη στιγμή που κατέχουν το μεγαλύτερο ποσοστό του πλούτου μιας οικονομίας, γίνεται αντιληπτό πως μια κρίση στο κλάδο αυτό, στη μεγαλύτερη οικονομία μετατρέπεται σε παγκόσμια ύφεση μέσω των χρηματαγορών. Έχει παρατηρηθεί στη διεθνή όψη των οικονομικών κύκλων ότι οι αναπτυγμένες βιομηχανικά χώρες συχνά παρουσιάζουν ταυτόχρονες κάμψεις και επεκτάσεις (Κολλίντζας, & Ψαλιδόπουλος, & Καραμούζης, & Χαρδούβελης, 2009).

Ένα από τα σημαντικότερα ζητήματα της ελληνικής οικονομίας σήμερα, αποτελεί η βύθιση της αγοράς ακινήτων, η οποία αποτελούσε διαχρονικά σημαντικό κλάδο που συνέβαλε θετικά στο ΑΕΠ και την απασχόληση (Σαμπανιώτης, & Χαρδούβελης, 2009).

Το παρόν κεφάλαιο αποτελεί την εισαγωγή της διπλωματικής εργασίας, ώστε να καταστεί σαφές το θέμα, ο σκοπός και η σημαντικότητα της. Η εξαγωγή των συμπερασμάτων θα πραγματοποιηθεί από τους στόχους που θα τεθούν και θα αναλυθούν εκτενώς στα επόμενα κεφάλαια.

1.2 ΣΚΟΠΟΣ

Ο σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η αποτύπωση της αγοράς ακινήτων πριν την οικονομική κρίση και σήμερα μέσα από τη σύγκριση των εταιριών που εμπλέκονται στην αγορά ακινήτων με αντικείμενο επιχειρηματικής δραστηριότητας τα ακίνητα. Η χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιριών του εξεταζόμενου κλάδου αποτελούν ένδειξη για τη βιωσιμότητα και την εξέλιξη του κλάδου αλλά και των ίδιων των εταιριών, σε μια περίοδο που η αγορά ακινήτων πλήττεται διαρκώς. Η σημαντικότητα της έρευνας οφείλεται στο γεγονός ότι τα ακίνητα αποτελούν το εμπορεύσιμο αγαθό που επενδύεται το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου μιας οικονομίας. Στην ελληνική οικονομία το μέσο νοικοκυριό, οι επιχειρήσεις και οι φορείς του δημόσιου τομέα όπως τα ασφαλιστικά ταμεία, είχαν τοποθετήσει πριν την οικονομική κρίση, μεγάλο μέρος του εισοδήματος στην ακίνητη περιουσία, γεγονός που αναδεικνύει την ανάγκη για την ανάλυση της αγοράς ακινήτων.

1.3 ΣΤΟΧΟΣ

Οι στόχοι που πρέπει να επιτευχθούν για την εξαγωγή απαντήσεων στο βασικό θέμα είναι οι εξής:

- Τα ακίνητα ως αντικείμενο επιχειρηματικής δραστηριότητας ανά φάση ζωής τους.
- Ανάλυση της εταιρικής μορφής, της λογιστής - φορολογικής λειτουργίας και της χρηματοοικονομικής δομής των εμπλεκόμενων εταιριών.
- Τη στατική και δυναμική συγκριτική ανάλυση των ανωτέρω για την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων και την δημιουργία ενός υποδείγματος "αράχνης" για τη σύγκριση των βασικών αριθμοδεικτών των εμπλεκόμενων εταιριών.

Οι εταιρίες που θα εξεταστούν είναι τέσσερις, μια από κάθε βασικό κλάδο της αγοράς ακινήτων.

Από τον κλάδο των κατασκευών είναι η ΕΛΛΑΚΤΩΡ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ, η οποία αναλαμβάνει μεγάλα έργα υψηλών απαιτήσεων.

Από τον κλάδο της ανάπτυξης και διαχείρισης η LAMDA DEVELOPMENT ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ, η οποία έχει ως βασική δραστηριότητα την διαχείριση εμπορικών κέντρων.

Από τον κλάδο των επενδύσεων σε ακίνητα με στόχο την απόκτηση και διαχείριση αυτών είναι η GRIVALIA PROPERTIES ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ, η οποία αποτελεί τον νέο εταιρικό τύπο για την ενίσχυση και τον εκσυγχρονισμό της αγοράς ακινήτων στην ελληνική οικονομία.

Από τον κλάδο της εκτίμησης και των συμβουλευτικών υπηρεσιών είναι η ΑΤΡΙΑ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ ΣΥΜΒΟΥΛΕΥΤΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ, η οποία αποτελεί θυγατρική εταιρία στην Ελλάδα της CBRE GROUP INC μιας από τις μεγαλύτερες εταιρίες συμβουλευτικών υπηρεσιών στην αγορά ακινήτων παγκοσμίως.

Όλες οι παραπάνω εταιρίες έχουν έντονη παρουσία και επιρροή στον κλάδο της αγοράς ακινήτων. Η ανάλυση τους θα μας δώσει τους βασικούς άξονες που είχαν κινηθεί πριν την οικονομική κρίση, σήμερα και την τάση της αγοράς για το μέλλον.

1.4 ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

Για την ανάλυση των ανωτέρω στόχων και την εξαγωγή συμπερασμάτων της παρούσας διπλωματικής εργασίας, η ανάλυση βασίζεται στις εξής υποθέσεις:

- Τα δεδομένα της ελληνικής αγοράς από επίσημους οργανισμούς είναι αληθή.
- Δεν υπάρχει αιφνίδια τροποποίηση της ελληνικής νομοθεσίας.
- Οι εξεταζόμενες εταιρίες έχουν δηλωμένα αληθή στοιχεία (δραστηριότητα, οικονομικές καταστάσεις, μετοχική σύνθεση, προοπτικές επενδύσεων, εκθέσεις διαχείρισης, βασικούς πελάτες, μερίδιο αγοράς) στις επίσημες ιστοσελίδες τους.
- Τα στοιχεία για τις τιμές κλεισίματος των εταιριών και του γενικού δείκτη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών που χρησιμοποιήθηκαν για την μοντελοποίηση των οικονομικών καταστάσεων προέρχονται από την ιστοσελίδα Capital.gr της εταιρίας GAPITAL.GR ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ και θεωρούνται ακριβή.

1.5 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Για την ανάλυση των ανωτέρω στόχων και την εξαγωγή συμπερασμάτων της παρούσας διπλωματικής εργασίας, η ανάλυση βασίζεται στην παρακάτω μεθοδολογία:

- Στο πρώτο μέρος θα γίνει μια βιβλιογραφική ανασκόπηση που θα αφορά τις βασικές έννοιες της αγοράς ακινήτων. Θα εξεταστεί η γη, το ακίνητο, η αγορά, οι φάσεις ζωής του ακινήτου, οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις που έχουν ως αντικείμενο επιχειρηματικής δραστηριότητας το ακίνητο, την νομική τους υπόσταση και την λογιστική τους λειτουργία.
- Στο δεύτερο μέρος χρησιμοποιώντας τα στοιχεία που έχουμε συλλέξει από τις ιστοσελίδες των εταιριών και από το Γ.Ε.ΜΗ., θα προχωρήσουμε σε

επεξεργασία και μοντελοποίηση των παρακάτω οικονομικών καταστάσεων κάθε εταιρία:

1. Ισολογισμού
2. Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης
3. Πίνακα μεταβολής της καθαρής θέσης
4. Πίνακα των ταμειακών ροών

Με τα παραπάνω θα εξάγουμε τους απαιτούμενους αριθμοδείκτες που είναι αναγκαίοι για την ανάλυση της επόμενης ενότητας.

- Στο τρίτο μέρος θα ακολουθήσει μια στατική και δυναμική συγκριτική ανάλυση των αποτελεσμάτων των αριθμοδεικτών σε ένα έτος πριν την οικονομική κρίση, το 2008 και στο 2016.
- Στο τέταρτο και τελευταίο μέρος θα γίνει η παρουσίαση των αποτελεσμάτων και η εξαγωγή των συμπερασμάτων τόσο των εξεταζόμενων εταιριών, όσο και η ανάλυση για την τάση της αγοράς ακινήτων στο σύνολο της.

1.6 ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ

Για την ανάλυση των ανωτέρω στόχων και την εξαγωγή συμπερασμάτων της παρούσας διπλωματικής εργασίας, η ανάλυση βασίζεται στους εξής περιορισμούς:

- Η χρονική περίοδος ανάλυσης είναι μεταξύ του έτους 2006 και έτους 2016.
- Η μοντελοποίηση πραγματοποιήθηκε κατά προσέγγιση στις χιλιάδες όπως αναφέρονται στις οικονομικές καταστάσεις των εξεταζόμενων εταιριών.
- Για την εξαγωγή των αριθμοδεικτών που χρειάζονται τον αριθμό των μετοχών για να υπολογιστούν, χρησιμοποιήθηκε ο μέσος όρος του αριθμού των μετοχών σε κάθε έτος χρήσης.
- Τα ευρήματα της εργασίας δεν είναι δεσμευτικά για την επιλογή επιχειρηματικής απόφασης των εξεταζόμενων εταιριών.
- Τα συμπεράσματα της εργασίας για την αγορά ακινήτων είναι ενδεικτικά από τα στοιχεία των εξεταζόμενων εταιριών.
- Για τον υπολογισμό του WACC γίνεται χρήση του επιτοκίου των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου για την περίοδο πριν την κρίση, ενώ από την περίοδο που η χώρα μπήκε σε οικονομική εποπτεία και δεν εκδίδει ομολόγα γίνεται χρήση των εξαμηνων έντοκων γραμματίων.

2. ΟΙ ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Από την εποχή που ξεκίνησε η ανθρώπινη ύπαρξη γίνεται φανερή η ανάγκη για συνεργασία και επικοινωνία ώστε να επιτευχθεί η επιβίωση. Η οργάνωση της συμβίωσης των ανθρώπων αποτελεί την κοινωνία. Οι άνθρωποι αντιλήφθηκαν την αξία της γης καθώς τους παρείχε τροφή από τους καρπούς, πόσιμο νερό και τις σπηλιές για προστασία. Ακόμα και σε αυτά τα πρώτα στάδια της δημιουργίας του ανθρώπου γίνεται φανερή η αξία που είχε γη σε διαφορετικά τμήματα της. Τμήματα γης πετρώδη ή μη καλλιεργήσιμα δεν είχαν αξία. Σε αντίθεση τμήματα χρήσιμα όπως οι πηγές, τα καρποφόρα δέντρα και οι σπηλιές προστατεύονταν από τα μέλη των κοινωνιών. Οι αρχικές κοινωνίες βασίζονταν στη σωματική δύναμη. Άρα η κοινωνία με την μεγαλύτερη “δύναμη” γινόταν ο κάτοχος της γης. Εξέλιξη αυτού είναι η σταδιακή κατάτμηση της γης.

Στο πέρασμα των αιώνων ο άνθρωπος ανακάλυψε την καλλιέργεια και μετέπειτα τη δόμηση. Βασικό σημείο που ενίσχυσε την αξία της γης είναι ότι οι άνθρωποι δεν καλλιεργούσαν μόνο ότι χρειαζόνταν για την επιβίωση τους αλλά δημιουργούσαν πλεόνασμα με στόχο να το ανταλλάξουν. Ενώ τα κτίσματα για πολλούς αιώνες δεν αποτελούσαν μέρος της παραγωγικής διαδικασίας αλλά παρείχαν προστασία και στέγη.

Από την αρχαιότητα μέχρι σήμερα έχουν υπάρξει πολλά οικονομικά συστήματα, όλα όμως με κοινά χαρακτηριστικά την γη, την εργασία, το κεφάλαιο και τους κανόνες (θεσμούς). Σε όλες τις κοινωνίες υπάρχουν άτυποι κανόνες που περιορίζουν τα φυσικά ένστικτα, έτσι ώστε να περιοριστεί η ιδιοτέλεια του ατόμου. Η διαφορά των συστημάτων βρίσκεται στον τρόπο λειτουργίας του κάθε χαρακτηριστικού. Το κάθε οικονομικό σύστημα εξαρτάται από την κοινωνία. Τα περισσότερα από αυτά που σκέφτονται οι άνθρωποι είναι προϊόν της κοινωνίας που ζούνε και όχι βιολογικές ανάγκες. Άρα σε κάθε εποχή με διαφορετική κοινωνία, δηλαδή διαφορετικές σχέσεις μεταξύ των ανθρώπων, είναι διαφορετικό και το οικονομικό σύστημα (Heilbroner, 2000).

Όλα τα παραπάνω αποτελούν πρόδρομο στην εξέλιξη των κοινωνιών, η οποία οφείλεται στην αποδοτικότερη σύνδεση των παραγωγικών συντελεστών και την αλλαγή των κανόνων. Το σημερινό οικονομικό σύστημα βασίζεται σε δομημένες αγορές. Οι βασικές αρχές του σημερινού οικονομικού συστήματος είναι η ατομική ιδιοκτησία, η κατανομή των μέσων παραγωγής, η διανομή του προϊόντος και του εισοδήματος. Διαχρονικά η γη αποτελεί βασικό παραγωγικό συντελεστή. Η εξέλιξη του οικονομικού συστήματος οδήγησε στην δόμηση της κτηματαγοράς και της ακίνητης περιουσίας που αποτελούν σταθερό παράγοντα στη διαμόρφωση μακροχρόνιων οικονομικών αποτελεσμάτων. Μια λοιπόν από τις αγορές που συνθέτουν το σημερινό οικονομικό σύστημα είναι η αγορά ακινήτων.

Το παρόν κεφάλαιο αποτελεί εισαγωγή στις βασικές έννοιες της αγοράς ακινήτων και τον τρόπο με τον οποίο τοποθετείται το ακίνητο στο χώρο και τον τρόπο που συνδέεται, επηρεάζεται και αλληλεπιδρά ο κλάδος των ακινήτων με το σύνολο της οικονομικής δραστηριότητας. Ως αγορά ορίζεται το σύνολο των θεσμών, σχέσεων και κανόνων που καθιστούν δυνατή τη συναλλαγή μεταξύ συμβαλλόμενων, δηλαδή του αγοραστή και πωλητή σε δομημένο τόπο. Το ακίνητο προσεγγίζεται εννοιολογικά με τρεις τρόπους. Πρώτον, με την φυσική του υπόσταση, δηλαδή τη γη και τα κτίρια, τα οποία αποτελούν αντικείμενο πολλών επιστημονικών κλάδων, όπως των μηχανικών και αρχιτεκτόνων. Δεύτερον, την νομική του υπόσταση με τα δικαιώματα και υποχρεώσεις που απορρέουν από το συμβατικό δικαίωμα της ιδιοκτησίας, δηλαδή το νομικό δικαίωμα αποκλεισμού οποιουδήποτε άλλου πέραν του ιδιοκτήτη (Ζεντέλης, 2015). Ειδικότερα γίνεται αναφορά στον αστικό κώδικα εμπράγματος δίκαιου στα άρθ. 947, 973 για την έννοια του ακινήτου, στα άρθ. 974, 998 για τη νομή του ακινήτου και στα άρθ. 999, 1040, 1056, 1112 στην κυριότητα του ακινήτου. Και τρίτον, την οικονομική του υπόσταση που αποτελεί και το αντικείμενο μελέτης της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

2.2 ΟΡΙΟΘΕΤΗΣΗ ΕΛΑΦΟΥΣ – ΓΗΣ

Το έδαφος – γη είναι πεπερασμένη και άρα αποτελεί σταθερό παράγοντα στη μελέτη της οικονομικής επιστήμης, δηλαδή η προσφορά είναι σταθερή. Η αξία της γης προέρχεται από τη δόμηση της σύγχρονης οικονομίας η οποία αποτελείται από κανόνες και θεσμούς. Κάθε δομημένο κράτος κατοχυρώνει συνταγματικά τις χρήσεις γης.¹ Το νομικό πλαίσιο διακρίνει το αστικό, το αγροτικό και το δασικό χώρο. Δεδομένου ότι η δασική γη προστατεύεται, το μερίδιο της αξιοποιήσιμης γης μειώνεται και η αξία του εναπομείναντος χώρου αυξάνεται.

Η αξιοποίηση της γης αποτελείται από δύο μέρη. Πρώτον, τη δυνατότητα εγκατάστασης σε αυτήν και δεύτερον την απόκτηση πρώτων υλών, ο συντελεστής γη περιλαμβάνει όλα τα στοιχεία που παρέχει η φύση τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν στην παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών. Οι πόροι αυτοί χωρίζονται σε ανανεώσιμους (π.χ. τα ποτάμια) και μη ανανεώσιμους (π.χ. το πετρέλαιο). Είναι φανερό ότι ο συντελεστής έδαφος δεν είναι ομοιογενής αλλά περιλαμβάνει πολλά διαφορετικά στοιχεία. Το κοινό γνώρισμά τους είναι ότι προσφέρονται στον άνθρωπο από τη φύση, χωρίς αυτός να καταβάλλει προσπάθεια για να αποκτήσουν τα στοιχεία αυτά τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους, για τον λόγο αυτό και η γη καλείται ως πρωτογενής παραγωγικός συντελεστής.

¹ ΣΧΕΔΙΟ ΠΡΟΕΔΡΙΚΟΥ ΔΙΑΤΑΓΜΑΤΟΣ «ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΚΑΙ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΧΡΗΣΕΩΝ ΓΗΣ» Με τη νομοθετική αυτή πρωτοβουλία καθορίζονται το εύρος και περιεχόμενο των νέων κατηγοριών χρήσεων γης σε αντικατάσταση του Κεφ. Β του νόμου 4269/2014 που καταργήθηκε το 2016 (ν. 4389/2016) και με στόχο την προσαρμογή στην σύγχρονη πραγματικότητα των προβλέψεων του ΠΔ της 23/2/1987 (Δ' 166). Το νέο Προεδρικό Διάταγμα προβλέπει 15 γενικές κατηγορίες χρήσεων γης, οι οποίες καλύπτουν τον αστικό και αγροτικό χώρο, σε αντιστοιχία με το πεδίο εφαρμογής των πολεοδομικών σχεδίων.

Η γη σύμφωνα με την οικονομική επιστήμη αποτελεί έναν από τους τέσσερις βασικούς παραγωγικούς συντελεστές για την άσκηση της οικονομικής δραστηριότητας. Τα τμήματα γης που υπόκεινται σε συναλλαγές καλούνται γεωτεμάχια ή οικοπέδα. Καθορίζονται με κλειστά όρια και ανήκουν σε έναν ή περισσότερους κυρίους εξ' αδιαίρετου, φυσικά ή νομικά πρόσωπα ή το δημόσιο.

2.3 ΟΡΙΟΘΕΤΗΣΗ ΤΟΥ ΚΤΙΡΙΟΥ

Με τον όρο κτίριο, το Υπουργείο Περιβάλλοντος και Ενέργειας με τον νόμο «Νέος Οικοδομικός Κανονισμός» 4067/2012 άρθρο 2, θεωρεί κάθε μόνιμη και ανεξάρτητη οικοδομική κατασκευή, η οποία έχει τοίχους και στέγη, αποτελείται από ένα ή περισσότερα δωμάτια ή άλλους χώρους και έχει επιφάνεια 4 τ.μ. και άνω. Ανεξάρτητα από το σκοπό για τον οποίο σχεδιάστηκε. Μόνιμο κτίριο νοείται το κτίριο το οποίο κατασκευάστηκε να είναι οικοδομικός σταθερό για 10 τουλάχιστον χρόνια. Τα συνεχόμενα κτίρια θεωρούνται χωριστά κτίρια αν υπάρχει ενιαίος τοίχος που τα χωρίζει από τα θεμέλια μέχρι τη στέγη τους. Το κτίριο είναι "πράγμα" και ορίζεται κάθε ενσώματο, απρόσωπο, αυθύπαρκτο και δεκτικό ανθρώπινης εξουσίας αντικείμενο (Αστικός Κώδικας, Εμπράγματο Δίκαιο, Κεφάλαιο 1).

Το κτίριο στην αγορά ακινήτων αποτελεί στέγη για τα νοικοκυριά και παραγωγικό συντελεστή ή προϊόν για τις επιχειρήσεις.

2.4 Η ΑΓΟΡΑ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Το ακίνητο αποτελεί ένα σταθερό περιουσιακό στοιχείο. Το σύνολο των ακινήτων, δηλαδή το σύνολο του αποθέματος κτιρίων και οικοπέδων στο επίπεδο μιας χώρας αποτελούν την αγορά ακινήτων (real estate). Είναι λοιπόν εύκολα υπολογίσιμο ότι η αγορά αυτή κατέχει το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου μιας οικονομίας. Ο συνολικός τζίρος που αντιστοιχεί στην κατασκευή, πώληση, μίσθωση ή διαχείριση αντιπροσωπεύει σημαντικό ποσοστό του ΑΕΠ των πλούσιων χωρών. Τα ακίνητα βρίσκονται στο επίκεντρο της οικονομικής δραστηριότητας και κατέχονται από τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις. Η αγορά ακινήτων θεωρείται ως μια ιδιαίτερη αγορά που ασκεί σημαντική επίδραση στη χρηματοοικονομική και εν συνεχεία μακροοικονομική σταθερότητα μιας χώρας καθώς το απόθεμα σε ανεπτυγμένες οικονομίες είναι σταθερό. Ο διαχωρισμός στην αγορά ακινήτων ξεκινάει με τη μελέτη της χρήσης του αποθέματος (Λαμπρινή & Ροβολής, 2014).

Για ένα τυπικό νοικοκυριό το ακίνητο αποτελεί το μεγαλύτερο περιουσιακό στοιχείο και ένα διαρκές καταναλωτικό αγαθό που εξασφαλίζει την βιολογική ανάγκη του ανθρώπου για στέγαση και η απόκτηση του οποίου γίνεται με την τοποθέτηση του μεγαλύτερου μέρους του εισοδήματος του. Η αγορά πραγματοποιείται είτε μέσα από τις αποταμιεύσεις του νοικοκυριού και θεωρείται ένας τρόπος διασφάλισης αυτών από μεταγενέστερες μεταβολές της οικονομίας, είτε από μακροχρόνιο τραπεζικό δανεισμό, με αποτέλεσμα το νοικοκυριό να καταναλώνει το αγαθό (κατοικία) σήμερα και να το εξοφλεί με τα μελλοντικά εισοδήματα. Ενώ στόχος του νοικοκυριού είναι η

μεγιστοποίηση των ωφελειών του, δηλαδή της χρησιμότητας και της απόλαυσης του αγαθού που κατέχει, η κατοικία λογίζεται ως επενδυτικό² αγαθό του νοικοκυριού (Χαρδούβελης, 2009). Μελετώντας την ελληνική οικονομία πριν την οικονομική κρίση φαίνεται ότι η πλειοψηφία τοποθετούσε το μεγαλύτερο μέρος του εισοδήματος στην απόκτηση ή συντήρηση ήδη υπάρχουσας ακίνητης περιουσίας. Αυτή η απόφαση εξαρτάται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ελληνικής κοινωνίας δηλαδή την κουλτούρα, αλλά και από την έλλειψη ή δυσπιστία εναλλακτικών επενδύσεων κυρίως του χρηματοπιστωτικού τομέα (Σαμπανιώτης, & Χαρδούβελης, 2012). Σήμερα που τα εισοδήματα είναι μειωμένα και η ακίνητη περιουσία αποτελεί εύκολο στόχο είσπραξης φόρων και η επιλογή τοποθέτησης των εισοδημάτων σε αυτά παρουσιάζει στασιμότητα.

Για τις επιχειρήσεις το ακίνητο αποτελεί επένδυση σε περιουσιακό στοιχείο χαμηλού ρίσκου και μικρής απόδοσης. Στόχος των επιχειρήσεων είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους. Μπορεί να αποφέρει άμεσα κέρδος κατά την κατασκευή, που πρόκειται ουσιαστικά για μια προσθήκη στο απόθεμα κεφαλαίου μιας χώρας. Κατά τη μίσθωση, την πώληση του, μετατρέποντας το ακίνητο ως χρηματοεπενδυτική δραστηριότητα ή έμμεσα καθώς μπορεί να αποτελεί συντελεστή παράγωγης για την παραγωγή άλλων προϊόντων και υπηρεσιών μιας επιχείρησης. Η αγορά ακινήτων αποτελεί ένα κύκλο μεγάλης οικονομικής δραστηριότητας πολλών και διαφορετικών επιχειρήσεων που συμμετέχουν, συνεργάζονται και εναλλάσσονται σε πολλές διαφορετικές φάσεις ζωής του ακινήτου.

Ο οικονομικός ορισμός του ακινήτου μπορεί να εκφραστεί ως εξής:

- Ακίνητο = Έδαφος + Βελτιώσεις ή
- Ακίνητο = Έδαφος + Εργασία + Κεφάλαιο

Όπως αναλύθηκε και παραπάνω ο συντελεστής έδαφος είναι πεπερασμένος, δεν είναι όμως πεπερασμένη η συνολική αξία που διαμορφώνεται από την βελτίωση που μπορεί να πραγματοποιηθεί από τις ανθρώπινες παρεμβάσεις. Η βελτίωση περιέχει την Εργασία και το Κεφάλαιο και ο συνδυασμός τους οδηγεί στην υπεραξία του ακινήτου που λειτουργεί ως μοχλός επιτάχυνσης των επενδύσεων και οδηγεί στην ταχύτερη ανάπτυξη.

Εργασία είναι το ανθρώπινο κεφάλαιο, δηλαδή όλες οι ανθρώπινες προσπάθειες, πνευματικές και σωματικές, που καταβάλλονται για την παραγωγή, τη μεταφορά και το εμπόριο αγαθών και υπηρεσιών. Η εργασία είναι ο πλέον ευέλικτος παραγωγικός συντελεστής καθώς μπορεί να συμμετέχει σε διαφορετικά στάδια της παραγωγής, να εκπαιδευτεί και να εξειδικευτεί ώστε να αποκτήσει νέες δεξιότητες. Για να θεωρηθεί η καταβολή προσπάθειας ως εργασία, πρέπει να αποβλέπει στην παραγωγή

² Επένδυση ονομάζουμε τη διαδικασία κατά την οποία σχηματίζεται νέο κεφάλαιο που προστίθεται στο ήδη υπάρχον. Όταν μία επιχείρηση δαπανά χρήματα με σκοπό την αγορά εξοπλισμού τότε λέμε ότι η επιχείρηση αυξάνει την παραγωγική της ικανότητα διότι αυξάνει το κεφάλαιό της. Στην περίπτωση του νοικοκυριού δεν αυξάνεται η παραγωγική ικανότητα.

οικονομικών αγαθών ή υπηρεσιών και όχι στην ψυχική ικανοποίηση εκείνου που την καταβάλλει.

Κεφάλαιο θεωρούνται όλα τα παραγόμενα αγαθά που δεν καταναλώνονται, αλλά χρησιμοποιούνται στην παραγωγική διαδικασία ώστε να κατασκευαστούν νέα προϊόντα ή υπηρεσίες. Με τον όρο Κεφάλαιο δεν νοείται το χρήμα. Η κατοχή του χρήματος δεν συμμετέχει στην παραγωγή κανενός αγαθού. Απλά με το χρήμα μπορούμε να αγοράσουμε νέα μηχανήματα και άλλα εργαλεία που θα βοηθήσουν στην παραγωγή άλλων αγαθών. Το κεφάλαιο δεν είναι πρωτογενής αλλά παράγωγος συντελεστής, δηλαδή συντελεστής που έχει και ο ίδιος έχει παραχθεί.

Οι εταιρίες που εμπλέκονται στον κλάδο της Ακίνητης Περιουσίας ή όπως είναι διεθνώς γνωστός ως Real Estate ή Property Market είναι οι εξής:

- Κατασκευή
- Μεσιτεία
- Εκτίμηση
- Αγοροπωλησία
- Αξιοποίηση και διαχείριση
- Χρηματοδότηση

2.5 Η ΘΕΣΗ ΤΟΥ ΑΚΙΝΗΤΟΥ ΣΤΟ ΧΩΡΟ

Το ακίνητο ανεξαρτήτως της χρήσης του, πρόκειται για ένα ετερογενές αγαθό το οποίο χαρακτηρίζεται από ένα πλήθος υποκατηγοριών και περιγραφικών στοιχείων. Βασικό παράγοντα στην διαμόρφωση της αξίας κατέχει η διαφοροποίηση του χώρου, γεγονός που αποτελεί και τον βασικό παράγοντα εγκατάστασης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Η υψηλή συγκέντρωση αποθέματος στο χώρο δημιουργεί την πόλη, το κέντρο της οικονομικής δραστηριότητας. Όλοι θέλουν να βρίσκονται στο κέντρο της οικονομικής δραστηριότητας. Από την στιγμή λοιπόν που το ακίνητο αποτελεί εμπορεύσιμο αγαθό, έχει τιμή η οποία προσδιορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση. Η επιλογή του χώρου και της τιμής αποτελεί αντικείμενο της αστικής οικονομικής θεωρίας. Άρα σημαντικό παράγοντα επιλογής ακινήτου δεν αποτελεί κυρίως η κτιριακή εγκατάσταση αλλά η θέση (O'Sullivan, 2011, σελ.59). Ακόμα και αν το σύνολο της οικονομίας βρίσκεται σε μακροχρόνια ανάπτυξη, σταθερότητα ή ύφεση θα υπάρχουν περιοχές όπου η αξία των ακινήτων θα μένει ανεπηρέαστη και δεν θα ακολουθεί την πορεία της γενικής οικονομίας, αλλά μια πορεία που δημιουργείται από τα ειδικά χαρακτηριστικά της περιοχής ή του ακινήτου που θα δημιουργεί ή θα καταστρέφει αντίστοιχα τη δική του ζήτηση.

2.6 Η ΣΥΝΔΕΣΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΜΕ ΤΟ ΕΥΡΥΤΕΡΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Η αγορά ακινήτων αποτελεί έναν κλάδο μεγάλης οικονομικής δραστηριότητας και επένδυσης υψηλών κεφαλαίων από πλήθος επιχειρήσεων και νοικοκυριών. Ο αριθμός

των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται γύρω από τον κλάδο των ακινήτων είναι τόσο υψηλός, που η αγορά ακινήτων συνδέεται στενά αλληλεπιδρά και αλληλοεπηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό με το σύνολο της οικονομίας. Όπως όλες οι αγορές έτσι και η αγορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από διακυμάνσεις οι οποίες μπορεί να οφείλονται κυρίως στις μεταβολές του κόστους κατασκευής, του χρηματοπιστωτικού τομέα με την αλλαγή των επιτοκίων, των δημογραφικών αλλαγών, την εσωτερική μετανάστευση, των φυσικών καταστροφών και το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών (Λιανός, & Μπένου, 1998).

Η τοποθέτηση του πλούτου μιας οικονομίας σε ακίνητα εξασφαλίζει μακροχρόνια σταθερότητα καθώς η αγορά ακινήτων παρουσιάζει μεγάλο βαθμό αδράνειας στις μεταβολές της οικονομίας και ταυτόχρονα οι τιμές είναι άκαμπτες προς τα κάτω βραχυχρόνια, γιατί τα νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις δυσκολεύονται να δεχτούν τη μείωση της αξίας των περιουσιακών τους στοιχείων. Σε περίπτωση οικονομικής αστάθειας, ύφεσης, νομισματικών κρίσεων ή πληθωρισμού και λόγω της αβεβαιότητας που αναπτύσσεται, θεωρείται προτιμότερη η κατοχή ακινήτων αντί ρευστού διαθέσιμου. Αντίθετα σε περίοδο οικονομικής ανάπτυξης τα άτομα νιώθουν ότι η αξία των περιουσιακών τους στοιχείων έχει αυξηθεί και αυξάνουν την κατανάλωση.

Το ανησυχητικό είναι ότι η ελληνική αγορά ακινήτων θα αργήσει να εξέλθει από την κρίση καθώς σύμφωνα με τα στοιχεία (Βλάμης, 2015), εκλείπουν εκείνοι οι παράγοντες που συνέβαλλαν καθοριστικά στην ανάπτυξή της. Οι παράγοντες που συνέβαλλαν και δεν υπάρχουν σήμερα είναι οι εξής:

- Μειωμένο κόστος χρηματοδότησης.
- Απουσία δημοσίων επενδύσεων και έργων υποδομής.
- Τα κοινοτικά κονδύλια που διοχετεύονταν στα προγράμματα περιφερειακής ανάπτυξης στρέφονται πλέον προς τα καινούργια μέλη της ΕΕ, τα οποία έχουν μεγαλύτερη ανάγκη χρηματοδότησης έργων υποδομής.

2.7 Η ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Η αγορά ακινήτων λειτουργεί στα πλαίσια του μονοπωλιακού ανταγωνισμού, δηλαδή η μορφή της αγοράς στην οποία πολλές επιχειρήσεις πωλούν προϊόντα που είναι παρόμοια αλλά όχι εντελώς ίδια (Mankiw, & Taylor, 2011). Αυτό συμβαίνει γιατί κάθε ακίνητο είναι μοναδικό. Τα χαρακτηριστικά της αγοράς είναι λοιπόν τα εξής:

- Μεγάλος αριθμός μικρών επιχειρήσεων, άρα οι αποφάσεις κάθε επιχείρησης δεν επιδρούν στη συμπεριφορά των άλλων.
- Ελευθερία εισόδου και εξόδου από την αγορά.
- Διαφοροποιημένο προϊόν.
- Πλήρης γνώση των συνθηκών αγοράς.

Σύμφωνα με τα παραπάνω κριτική ασκείται κυρίως στην ελευθερία εξόδου μιας επιχείρησης από την αγορά καθώς η ρευστοποίηση ακινήτων δεν είναι εύκολη και απαιτεί χρόνο.

Στην ελληνική αγορά ακινήτων βέβαια η κριτική ασκείται σε πολλά επίπεδα καθώς δεν υπάρχει οργάνωση και θεσμοθέτηση από την πλευρά του κράτους. Βασικό όμως εμπόδιο αποτελεί η γνώση των συνθηκών της αγοράς. Δεν υπάρχουν στοιχεία για τις τιμές και για τις συναλλαγές των ακινήτων. Επίσης οι μεταβολές στην ιδιοκτησία των ακινήτων είναι λιγιστές και τέλος υπάρχει μεγάλος βαθμός υπερβάσεων και παραβάσεων στις κατασκευές. Όλα αυτά συντελούν ώστε η ελληνική αγορά ακινήτων να χαρακτηρίζεται ως ανώριμη.

Κύριος στόχος του κλάδου είναι η ανάπτυξη και αξιοποίηση ακινήτων με την δημιουργία υπεραξίας στο στάδιο του σχεδιασμού, της εκτέλεσης, της εκμετάλλευσης και της ανακύκλωσης του. Οι βασικές ομάδες που συμμετέχουν στο χώρο της αγοράς ακινήτων είναι οι εξής:

- Developer
Εταιρίες μελετών, κατασκευαστικές εταιρίες, αντιπρόσωποι οικοδόμησης, οικονομικοί διαχειριστές.
- Πηγές κεφαλαίου
Τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες, χρηματιστήριο, ασφαλιστικά ταμεία.
- Χρήστες
Ιδιώτες, επιχειρήσεις, δημόσιο, οργανισμοί, ιδρύματα.
- Ιδιοκτήτες
Developer, πηγές κεφαλαίου, χρήστες.
- Παροχή υπηρεσιών
Εκτιμητές, κτηματομεσίτες, σύμβουλοι, συμβολαιογράφοι, μηχανικοί.
- Παρατηρητές & Ελεγκτές
Κυβερνητικές επιτροπές, οργανισμοί ελέγχου, ερευνητικά ιδρύματα.

2.8 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο κεφάλαιο αυτό παρατέθηκαν οι τρεις βασικοί παράγοντες που καθορίζουν την αγορά ακινήτων. Η φυσική υπόσταση, η νομική υπόσταση και η οικονομική υπόσταση. Εν συνεχεία αναλύθηκε η σημασία του χώρου στη διαμόρφωση της αγοράς και ακολούθησε η διασύνδεση της αγοράς ακινήτων με το σύνολο των δραστηριοτήτων μιας οικονομίας. Τέλος, παρουσιάστηκε η δομή της αγοράς μέσα στο οικονομικό σύστημα.

Από την ανωτέρω ανάλυση τίθενται οι βασικοί πυλώνες για την ανάπτυξη της παρούσας εργασίας η οποία θα παρουσιάσει τη σύγκριση των εταιριών που έχουν ως αντικείμενο επιχειρηματικής δραστηριότητας τα ακίνητα.

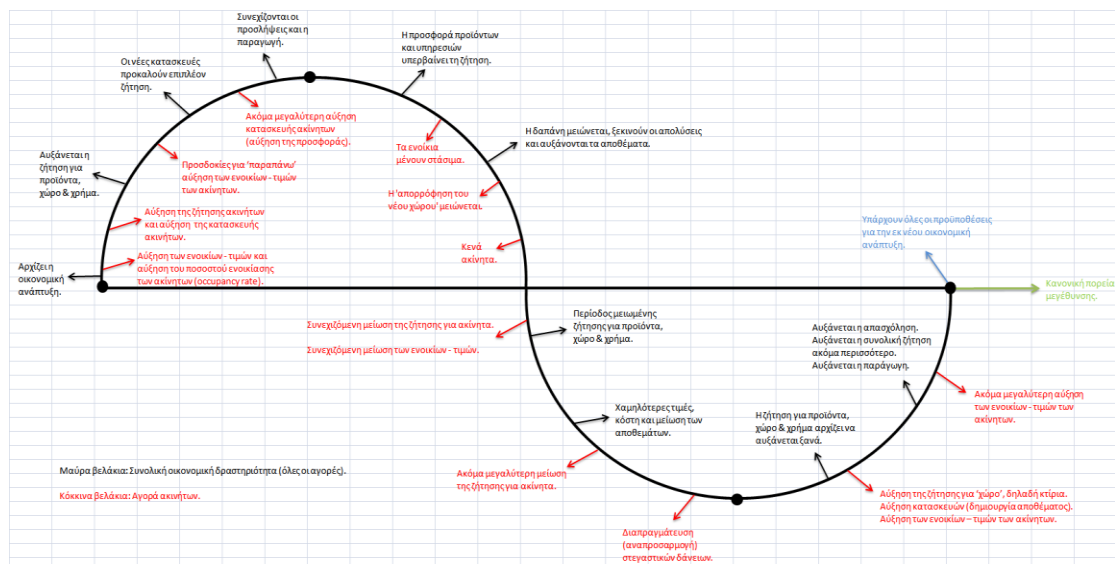
3. ΤΑ ΑΚΙΝΗΤΑ ΩΣ ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΦΑΣΕΙΣ ΖΩΗΣ ΤΟΥ ΑΚΙΝΗΤΟΥ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μια επιχείρηση που λειτουργεί στην αγορά ακινήτων εξετάζει το ακίνητο ως οικονομική μονάδα που στόχο έχει τη βέλτιστη χρήση του ώστε να αποφέρει την μέγιστη απόδοση. Το ακίνητο παράγει σταθερό εισόδημα (μίσθωμα) για τον ιδιοκτήτη, αποτελεί παραγόμενο προϊόν για τον κατασκευαστή ή τον μεσάζοντα και αντικείμενο επιχειρηματικής εκμετάλλευσης για τις υπόλοιπες εταιρίες που εμπλέκονται στον κλάδο, όπως γραφεία τεχνικών μελετών, συμβουλευτικών υπηρεσιών, μεσιτικά γραφεία, τεχνικές και κατασκευαστικές εταιρίες που λειτουργούν όχι κατά την κατασκευή αλλά σε μεταγενέστερες φάσεις της ζωής του ακινήτου δηλαδή σε ανακαίνιση, αλλαγή χρήσης ή συντήρησης του.

Στο παρόν κεφάλαιο θα παρουσιαστούν οι φάσεις ζωής ενός ακινήτου και οι εμπλεκόμενες εταιρίες του κλάδου, οι οποίες λειτουργούν με πλήρη αλληλεξάρτηση της συνολικής οικονομίας.

Το παρακάτω σχήμα απεικονίζει έναν ολοκληρωμένο οικονομικό κύκλο που παρουσιάζει ταυτόχρονα τις μεταβολές της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας (όλων των αγορών) και τις μεταβολές στην αγορά ακινήτων.



Σχήμα 1 - Οικονομικός κύκλος αγοράς ακινήτων

Είναι λοιπόν φανερό πως ο οικονομικός κύκλος χωρίζεται σε τέσσερα στάδια³. Τόσο από την πλευρά της συνολικής οικονομίας, όσο και από τη πλευρά της αγοράς ακινήτων. Αρχικά έχει τη φάση της ανόδου, δηλαδή την ανάπτυξη της οικονομίας που ωθεί νοικοκυριά και επιχειρήσεις να αυξήσουν την κατανάλωση τους και κατ' επέκταση τις υπόλοιπες δραστηριότητες τους, με άμεση συνέπεια την αύξηση της ζήτησης για χρήση διαθέσιμου αποθέματος (χώρου). Η δεύτερη φάση είναι το ανώτατο σημείο, εκεί που η ζήτηση είναι ίση με τη προσφορά. Η τρίτη φάση είναι η ύφεση. Η προσφορά αποθέματος είναι μεγαλύτερη από τη ζήτηση με αποτέλεσμα να υπάρχουν κενά – αναξιοποίητα ακίνητα. Τέλος, η τέταρτη φάση είναι όταν η ζήτηση είναι ίση με τη προσφορά όπως στο ‘ανώτατο σημείο’ αλλά με τη διαφορά ότι δεν ακολουθεί ύφεση αλλά δημιουργούνται από την αρχή οι προϋποθέσεις για την ανάπτυξη.

Η παραπάνω ανάλυση των οικονομικών διακυμάνσεων αποτελεί βασικό σημείο της μελέτης της αγοράς ακινήτων καθώς η λειτουργία των εμπλεκόμενων εταιριών και η χρονική στιγμή που θα επενδύσουν είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με το σύνολο της οικονομικής δραστηριότητας.

3.2 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΠΟΥ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΠΟΙΟΥΝΤΑΙ ΣΤΑ ΑΚΙΝΗΤΑ

3.2.1 ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ

Οι κατασκευές αποτελούν έναν από τους βασικούς τομείς της ελληνικής οικονομίας και έναν από τους κινητήριους μοχλούς ανάπτυξης της. Τα κατασκευαστικά έργα περιλαμβάνουν τις επενδύσεις υποδομής από το δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα και την ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα, ο ευρύτερος τομέας των κατασκευών ενσωματώνει κλάδους της βιομηχανίας, του εμπορίου και των επαγγελματικών υπηρεσιών με σημαντική συνεισφορά στην ελληνική οικονομία. Επίσης περιλαμβάνει πλήθος προϊόντων και υπηρεσιών, οι οποίες διαφοροποιούνται ανάλογα με τη θέση που έχουν στη διαδικασία παραγωγής και αξιοποίησης των κατασκευαστικών έργων. Στον πυρήνα του τομέα βρίσκονται οι δραστηριότητες κατασκευής κτηρίων και έργων υποδομής (π.χ. δρόμοι και κοινωφελή έργα) από τεχνικές και οικοδομικές επιχειρήσεις, καθώς και άλλες εξειδικευμένες κατασκευαστικές δραστηριότητες (κατεδαφίσεις, ηλεκτρολογικές και υδραυλικές εγκαταστάσεις). Στην ευρύτερη αλυσίδα εφοδιασμού των Κατασκευών ενσωματώνονται και άλλες δραστηριότητες από τους κλάδους εξόρυξης, μεταποίησης, εμπορίου και υπηρεσιών (Παύλου & Μανιάτη, 2015).

Η οικονομική κρίση έπληξε από την αρχή την κατασκευαστική δραστηριότητα και η συρρίκνωση της ήταν αποτέλεσμα της δραστηρικής μείωσης των επενδύσεων σε κατοικίες και άλλα κατασκευαστικά έργα του δημόσιου ή ιδιωτικού τομέα. Ανάλογες επιπτώσεις έφερε και στην απασχόληση. Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ ο

³ Πίνακας 3 σελίδας 10, Philippe Bracke, “How Long Do Housing Cycles Last?” IMF Working Paper, October.

κύκλος εργασιών του κλάδου των κατασκευών το 2008 ήταν 18,88 δισ. € και αντιπροσώπευε το 8,1% του ΑΕΠ, με τον αριθμό των επιχειρήσεων να είναι 114,152 χιλ. και ο αριθμός των απασχολούμενων να είναι 289,520 χιλ. Για το 2015 που υπάρχουν και τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία προς μελέτη ο κύκλος εργασιών του κλάδου διαμορφώθηκε στα 10,37 δισ. € μειωμένος κατά 45,88% και αντιπροσώπευε το 5,6% του ΑΕΠ με τον αριθμό των επιχειρήσεων να είναι μειωμένος κατά 34,88% στις 74,337 χιλ και τον αριθμό των απασχολούμενων μειωμένο κατά 54,38% να διαμορφώνεται σε 132,071 χιλ. Σημαντικό σημείο της μελέτης αποτελεί το γεγονός ότι το 97,93% των επιχειρήσεων του κλάδου απασχολούν μέχρι 9 εργαζόμενους, ενώ οι κατασκευαστικές που απασχολούν πάνω από 250 άτομα είναι μόλις 11.

Από τα παραπάνω στοιχεία γίνεται αντιληπτός ο ρόλος του κλάδου των κατασκευών στο σύνολο της ελληνικής οικονομίας

3.2.2 ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Οι εταιρίες ανάπτυξης και διαχείρισης ακινήτων αποτελούν σημαντικό κρίκο της αλυσίδας του κλάδου των ακινήτων. Δημιουργούν ένα επιχειρηματικό πλάνο, συμμετέχουν στην οργάνωση και διαχείριση του έργου, τη διοίκηση της κατασκευής και στην οικονομική διαχείριση της επένδυσης. Επίσης, οι εταιρίες αυτές στοχεύουν και στην ανάπτυξη, επένδυση και διαχείριση των δικών τους ακινήτων. Κύριος στόχος των εταιριών αυτών είναι εμπορικά και ψυχαγωγικά κέντρα υψηλής ποιότητας και μεγάλου μεγέθους, συγκροτήματα γραφείων, οικιστικά συγκροτήματα, μητροπολιτικά πάρκα και μεμονωμένα ακίνητα πολύ υψηλής εμπορικής αξίας.

- Βασικό στοιχείο της στρατηγικής των εταιριών ανάπτυξης και διαχείρισης ακινήτων στα εμπορικά και ψυχαγωγικά κέντρα είναι η συνεχής βελτίωση των υφιστάμενων επενδύσεων μέσω έργων ανάπλασης και επέκτασης ώστε να επιτευχθεί η εξατομίκευση της αγοραστικής εμπειρίας και η απόλαυση του επισκέπτη.
- Η στρατηγική στα συγκροτήματα γραφείων είναι ο σχεδιασμός κτιρίων που επιτρέπουν την λειτουργικότητα γιατί αποτελούν έναν εργασιακό πυρήνα. Βασικό στοιχείο της διαχείρισης των ακινήτων γραφείων είναι η δημιουργία καλής μακροχρόνιας συνεργασίας με τις μισθώτριες εταιρίες.
- Τα οικιστικά συγκροτήματα και τα μεμονωμένα ακίνητα πολύ υψηλής εμπορικής αξίας αποτελούν εξαιρετικά παραδείγματα πρωτότυπων νέων αστικών και αρχιτεκτονικών σχεδίων με τεχνικές και αισθητικές καινοτομίες με στόχο οι ένοικοι απολαμβάνουν μία λειτουργική κατοικία, ασφάλεια και αναβαθμισμένο επίπεδο ποιότητας ζωής.
- Τα μητροπολιτικά πάρκα αποτελούν μεικτή επένδυση που περιλαμβάνει οικιστικές αναπτύξεις, ξενοδοχειακές μονάδες, εμπορικές δραστηριότητες, χώρους οικογενειακής απασχόλησης – διασκέδασης, μουσεία, κέντρα πολιτισμού, κέντρα υγείας και ευεξίας, αθλητικές εγκαταστάσεις, χώρους αναψυχής και πρασίνου. Στόχος των εταιριών ανάπτυξης και διαχείρισης ακινήτων για μια τόσο υψηλή επένδυση είναι η βέλτιστη υλοποίηση και

διαχείριση του έργου, η συνεχής βελτίωση και συντήρηση της επένδυσης ώστε να υπάρξει μακροχρόνια κερδοφορία.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ ο κύκλος εργασιών του κλάδου ανάπτυξης και διαχείρισης ακινήτων κινήθηκε διαφορικά από τις κατασκευές. Συγκεκριμένα, το 2008 ήταν 392.548 εκ. € και αντιπροσώπευε το 0,168% του ΑΕΠ, με τον αριθμό των επιχειρήσεων να είναι 5963 χιλ. και ο αριθμός των απασχολούμενων να είναι 9354 χιλ. Για το 2015 που υπάρχουν και τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία προς μελέτη ο κύκλος εργασιών του κλάδου διαμορφώθηκε στα 1,335 δισ. € αυξανόμενος κατά 340% και αντιπροσώπευε το 0.72% του ΑΕΠ με τον αριθμό των επιχειρήσεων να είναι αυξημένος κατά 49,5% στις 8917 χιλ. και τον αριθμό των απασχολούμενων αυξημένο κατά 35,25% να διαμορφώνεται σε 12651 χιλ. Από τα στοιχεία του 2015 αντλούμε ότι το 98% των επιχειρήσεων του κλάδου απασχολούν μέχρι 9 εργαζόμενους, ενώ το υπόλοιπο 2% απασχολεί έως 19 εργαζόμενους.

3.2.3 ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

Οι ΑΕΕΑΠ αποτελούν εταιρίες που αποκτούν και διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια ακινήτων πολύ υψηλής εμπορικής αξίας. Απευθύνονται σε περισσότερο συντηρητικούς και μακροπρόθεσμους επενδυτές, ωστόσο λόγω του πλαισίου λειτουργίας τους αποτελούν σταθερή επιλογή. Η διαφορά από τις εταιρίες ανάπτυξης και διαχείρισης ακινήτων είναι δύο. Πρώτον το ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς το οποίο υπάρχει ως συνέπεια του δεύτερου βασικού χαρακτηριστικού τους που είναι οι σημαντικοί περιορισμοί που έχουν από την νομοθεσία στην ανάπτυξη του χαρτοφυλακίου τους. Στόχος των Εταιρειών είναι η ανάπτυξη στην αγορά ακινήτων, με έμφαση στα κτίρια γραφείων, καταστημάτων, αποθηκευτικών και βιομηχανικών χώρων σε γεωγραφικές περιοχές υψηλής εμπορικότητας. Η διαφάνεια που προσφέρουν οι ΑΕΕΑΠ, η πληθώρα των επενδυτικών επιλογών που έχουν, η ευκολία προσέλκυσης στρατηγικών επενδυτών και άντλησης κεφαλαίων, αλλά και τα προφανή φορολογικά πλεονεκτήματα που διαθέτουν έναντι άλλου είδους σχημάτων κατοχής, εκμετάλλευσης και ανάπτυξης ακινήτων, έχουν καταστήσει τις εταιρίες του κλάδου σε πρωταγωνίστριες κυρίως σε ακίνητα που δεν μπορούσαν να αξιοποιηθούν από άλλες εταιρίες του κλάδου λόγω υψηλού κόστους που προέρχεται κυρίως από την φορολογία (Καρυτινός, 2009).

3.2.4 ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ – ΜΕΣΗΤΕΙΑ – ΕΚΤΙΜΗΣΗ

Οι εταιρίες αυτές βρίσκονται σε κάθε στάδιο της αγοράς ακινήτων, εμπλέκονται σε κάθε επιχειρηματική κίνηση του κλάδου και σε όλες τις διαφορετικές φάσεις ζωής του ακινήτου.

- Ο σύμβουλος ακίνητης περιουσίας εξετάζει τη βέλτιστη χρήση του ακινήτου ώστε να αποφέρει την μέγιστη απόδοση.
- Ο μεσίτης φέρνει σε επικοινωνία τα συμβαλλόμενα μέρη, πωλητή και αγοραστή ή μισθωτή.

- Ο εκτιμητής προσδιορίζει την αγοραία αξία ενός ακινήτου ή αλλιώς την τιμή ανταλλαγής του στην αγορά.

Συνήθως όλα τα προαναφερόμενα αποτελούν δραστηριότητα μιας επιχείρησης για την καλύτερη εξυπηρέτηση του πελάτη. Οι επιχειρήσεις αυτές δεν ήταν ευρέως διαδεδομένες στην εγχώρια οικονομία, όσο όμως η αγορά ακινήτων εξελίσσεται και αποκτά πλαίσια λειτουργίας μιας οργανωμένης αγοράς οι ανάγκες για συμβουλευτικές υπηρεσίες αξιοποίησης και εκτίμησης ακινήτων γίνονται απαραίτητες καθώς η τιμή του ακινήτου αντανακλά τα εξής:

- Τις οικονομικές συνθήκες της αγοράς
- Το νομικό καθεστώς
- Τα φυσικά χαρακτηριστικά και τους περιορισμούς του ακινήτου
- Το πολεοδομικό καθεστώς
- Τη διαθεσιμότητα κεφαλαίου χρηματοδότησης
- Την ζήτηση και προσφορά παρόμοιων ακινήτων

Η γη και τα κτίσματα αποτελούν συντελεστές παραγωγής, έτσι η αξία του ακινήτου πρέπει να προέρχεται από την χρήση του η οποία πρέπει να αντανακλά τις συνθήκες της αγοράς. Η σωστή εκτίμηση ενός ακινήτου είναι λοιπόν αναγκαία καθώς τα λογιστικά βιβλία των εταιριών λειτουργούν με βάση τα διεθνή λογιστικά πρότυπα. Η αξία των ακινήτων διαμορφώνεται από την αγοραία αξία που πιστοποιεί ο εκτιμητής και αυτό με την σειρά του διαμορφώνει την αξία της επιχείρησης με βάση την οποία αποδίδεται η φορολογία και διαμορφώνεται ο δανεισμός της.

3.3 ΦΑΣΕΙΣ ΖΩΗΣ ΑΚΙΝΗΤΟΥ

Η ζωή του ακινήτου χωρίζεται σε 3 κατηγορίες ως εξής:

- Η δημιουργία
- Η εκμετάλλευση
- Η εγκατάλειψη

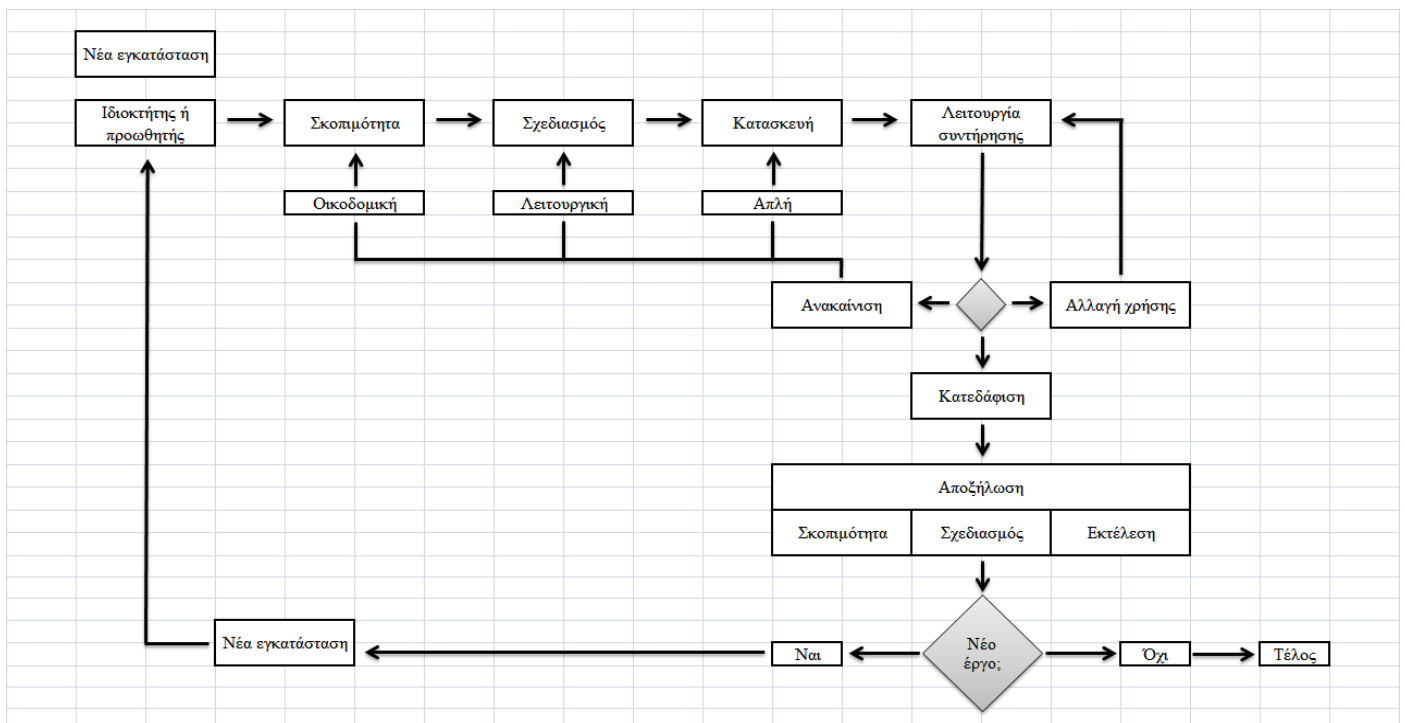
Η ζωή του ακινήτου αρχίζει από την ημέρα ολοκλήρωσης του. Η ωφέλιμη διάρκεια ζωής του ακινήτου εξαρτάται από την κατασκευή, την χρήση και από τη συντήρηση του. Για τα εμπορικά ακίνητα ωφέλιμη ζωή είναι ο χρόνος που το ακίνητο συμμετέχει στην παραγωγική διαδικασία, ενώ για την κατοικία είναι ο χρόνος που το ακίνητο παρέχει “απόλαυση”. Για τη δημιουργία λοιπόν του ακινήτου σημασία έχει ο σκοπός που θα εξυπηρετεί. Η απάντηση του ερωτήματος αυτού οδηγεί στον σχεδιασμό και εν συνεχεία στην κατασκευή της κτιριακής εγκατάστασης.

Μετά την ολοκλήρωση του έργου, δηλαδή τη δημιουργία του ακινήτου υπάρχει το κόστος συντήρησης το οποίο οφείλεται στη φθορά του χρόνου αλλά και στη φθορά από την χρήση. Το κόστος αυτό γίνεται υψηλότερο στη διάρκεια των ετών. Όταν το κόστος συντήρησης γίνει πλέον μεγαλύτερο από την ωφέλεια που προσφέρει το ακίνητο τότε υπάρχουν 3 επιλογές.

- Πρώτον, η ανακαίνιση του ακινήτου ώστε να αποκτήσει ξανά ωφέλιμη ζωή. Η ανακαίνιση μπορεί να είναι μια απλή αναβάθμιση του ακινήτου, να συμβάλει στη συντήρηση του φέρων οργανισμού του κτιρίου ή στη βελτίωση της λειτουργικότητά του.
- Δεύτερον, η αλλαγή χρήσης του ακινήτου. Αυτό απαιτεί νέο σχεδιασμό ώστε οι νέες ανάγκες να καλύπτονται από τη νέα χρήση του.
- Τρίτον, η πλήρης εγκατάλειψη του όταν το κόστος για τις δυο προαναφερόμενες επιλογές είναι πολύ υψηλό ή η θέση του ακινήτου δεν είναι πλέον εκμεταλλεύσιμη λόγω μη εμπορικότητας, υψηλούς κόστους λειτουργίας ή λοιπούς παράγοντες όπως η νομοθεσία.

Ολόκληρη η φάση της ζωής ενός ακινήτου απεικονίζεται στο παρακάτω σχήμα.

Φάσεις ζωής ακινήτου



Σχήμα 2

Οι προαναφερόμενες εταιρίες συμμετέχουν, συνεργάζονται και εναλλάσσονται σε διαφορετικές φάσεις της ζωής ενός ακινήτου. Σε κάθε διαφορετική φάση το ακίνητο αποτελεί αντικείμενο επιχειρηματικής εκμετάλλευσης από διαφορετική επιχείρηση του κλάδου της αγοράς ακινήτων, ενώ μπορεί να αποτελεί και κοινό αντικείμενο εκμετάλλευσης σε περισσότερες από μια εταιρίες στην ίδια φάση. Οι εταιρίες ανάπτυξης και διαχείρισης ακινήτων καθώς και οι ΑΕΕΑΠ αποτελούν τον “ιδιοκτήτη” του παραπάνω σχήματος. Έχουν το επιχειρηματικό πλάνο αξιοποίησης του ακινήτου και αναθέτουν την κατασκευή. Όταν το ακίνητο ολοκληρωθεί αναλαμβάνουν την οικονομική του διαχείριση και εξέλιξη. Η κατασκευαστική συμμετέχει στην αρχική δημιουργία του ακινήτου και σε κάθε μεταγενέστερη ανακαίνιση, αλλαγή χρήσης ή διαδικασίες εγκατάλειψης του ακινήτου. Τέλος, οι

εταιρίες που παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας, μεσιτείας ή εκτίμησης ενός ακινήτου υπάρχουν σε κάθε στάδιο του παραπάνω σχήματος. Συγκεκριμένα κάθε φορά που η γη ή το ακίνητο αλλάζει ιδιοκτήτη ή μισθωτή, ανακαινίζεται, αλλάζει χρήση ή αποτελεί περιουσιακό στοιχείο ενεργητικού μιας επιχείρησης και πρέπει να αποτιμηθεί η αξία του.

3.5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάστηκαν οι διακυμάνσεις της αγοράς ακινήτων ταυτόχρονα με τις διακυμάνσεις της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας μέσα από έναν ολοκληρωμένο οικονομικό κύκλο. Στη συνέχεια παρουσιάστηκαν οι βασικές εμπλεκόμενες εταιρίες του κλάδου που έχουν ως αντικείμενο επιχειρηματική δραστηριότητας το ακίνητο και τέλος αναλύθηκαν οι φάσεις της ζωής ενός ακινήτου.

4. ΝΟΜΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στη σύγχρονη διαμόρφωση της οικονομικής και κοινωνικής ζωής η σημασία των ενώσεων προσώπων είναι πολύ σημαντική. Η οργανωμένη συγκέντρωση και συνεργασία προσώπων και κεφαλαίων καθιστά δυνατή την λειτουργία ενώσεων προσώπων επιτυγχάνοντας στόχους που δεν θα μπορούσαν να πραγματοποιηθούν από μεμονωμένα άτομα. Οι ενώσεις προσώπων εξυπηρετούν ποικίλους σκοπούς όμως στην παρούσα εργασία θα αναλυθεί μόνο ο κερδοσκοπικός σκοπός ίδρυσης.

Στον παρόν κεφάλαιο θα εξεταστούν οι νομικές μορφές των εταιριών που εμπλέκονται στην αγορά ακινήτων, ώστε να γίνει κατανοητός ο τρόπος που μια εταιρία αποφασίζει την νομική της υπόσταση. Μια νομική οντότητα μπορεί να δημιουργηθεί από φυσικά και νομικά πρόσωπα ή συνδυασμό αυτών. Η σύσταση πραγματοποιείται με την σύνταξη της εταιρικής σύμβασης που αποτελεί το δικαιοπρακτικό θεμέλιο της εισόδου κάθε μέλους στην ένωση. Τα σημαντικότερα σημεία της εταιρικής σύμβασης είναι δυο, οι εισφορές και ο κοινός σκοπός. Η σύγκρουση των διαφορών συμφερόντων που δημιουργούνται από τη συμμετοχή των μελών στην ένωση εξισορροπείται και εξομαλύνεται με την έννοια του εταιρικού συμφέροντος που απορρέει από την εταιρική σύμβαση. Ουσιαστικά επιβάλλει στα μέλη να κατευθύνουν τη συμπεριφορά τους λαμβάνοντας υπόψη τις δεσμεύσεις που απορρέουν από τον κοινό σκοπό και να μην εκμεταλλεύονται τη συμμετοχή τους στην ένωση και μέσω αυτής να επιδιώκουν την ικανοποίηση των ατομικών τους συμφερόντων, τα οποία έρχονται σε αντίθεση με το εταιρικό συμφέρον (Ρόκας, 2008). Με τον τρόπο αυτό καθορίζονται όρια μεταξύ των μελών και της εταιρίας ώστε η εταιρία να λειτουργεί με βάση το κοινό πλαίσιο της ένωσης και όχι μεμονωμένα με το ατομικό.

Οι κυριότεροι παράγοντες για την επιλογή της νομικής μορφής αποτελούν:

- ο σκοπός της εταιρίας
- το είδος της δραστηριότητας
- ο όγκος των συναλλαγών
- αν η εργασία επιτυγχάνεται κυρίως από τα μέλη της εταιρίας ή αυτά συμβάλουν στα κεφάλαια της εταιρίας
- το ύψος των συγκεντρωμένων κεφαλαίων
- την ευθύνη των μελών της εταιρίας
- τη διαιώνιση της εταιρίας
- την φορολογία
- την χρηματοδότηση και
- τον τρόπο λήψης αποφάσεων

Βασικό σημείο της ανάλυσης αποτελεί η λογιστική λειτουργία των εταιρών η οποία διακρίνεται από τον όγκο των συναλλαγών και την νομική υπόσταση της εταιρίας. Η διαφοροποίηση γίνεται ως εξής:

- Απλογραφικό λογιστικό σύστημα, δηλαδή έσοδα μείον έξοδα και δεν συντάσσεται ισολογισμός. Αφορά πολύ μικρές οικονομικές οντότητες.
- Διπλογραφικό σύστημα είναι το λογιστικό σύστημα που πρέπει να παρακολουθεί τα τηρούμενα αρχεία, με ανάλυση των συναλλαγών και των γεγονότων που έχουν επίπτωση στην καταχώρηση των πληροφοριών στο ημερολόγιο το οποίο αποτελεί πηγή χρήσιμων πληροφοριών σχετικά με τη διαχρονική εξέλιξη της δραστηριότητας της επιχείρησης και την ενημέρωση των λογαριασμών διαμόρφωση του ισολογισμού.

4.2 ΑΤΟΜΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

Η μορφή αυτή είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη για μικρές και μεσαίου μεγέθους αγροτικές, βιοτεχνικές και εμπορικές επιχειρήσεις στις οποίες η προσωπική επίβλεψη και πρωτοβουλία είναι μεγάλης σημασίας. Χαρακτηρίζεται από μεγάλη ευελιξία και προσαρμοστικότητα στις αλλαγές της αγοράς. Ιδρύεται και διοικείται από ένα άτομο, το οποίο ως ιδιοκτήτης και διοικητής έχει την ευθύνη όλων των αποφάσεων και των συνεπειών αυτών. Κατά κανόνα η ατομική επιχείρηση είναι μικρή και οικογενειακή, γεγονός που επιτυγχάνει την άμεση λήψη αποφάσεων και την οικονομία των δαπανών λειτουργίας. Επιπλέον, η φορολογία εφαρμόζεται ως εξής:

22% για ετήσια εισοδήματα έως 20.000 χιλ ευρώ

29% για ετήσια εισοδήματα από 20.001 έως 30.000 χιλ ευρώ

37% για ετήσια εισοδήματα από 30.001 έως 40.000 χιλ ευρώ

45% για ετήσια εισοδήματα από 40.000 χιλ ευρώ

Επίσης εφαρμόζεται εισφορά αλληλεγγύης ως εξής:

2,2% στο ετήσιο εισόδημα από 12.001 έως τα 20.000 χιλ ευρώ

5% στο ετήσιο εισόδημα από 20.001 ως 30.000 χιλ ευρώ

6,5% στο ετήσιο εισόδημα από 30.001 ως 40.000 χιλ ευρώ

7,5% στο ετήσιο εισόδημα από 40.001 ως και 65.000 χιλ ευρώ

9% στο ετήσιο εισόδημα από 65.001 ως και 220.000 χιλ ευρώ

10% στο ετήσιο εισόδημα από 220.001 χιλ ευρώ

Επειδή η ατομική επιχείρηση χαρακτηρίζεται ως μικρή οντότητα ακολουθεί απλογραφικό λογιστικό σύστημα (έσοδα – έξοδα) και δεν συντάσσει ισολογισμό. Τέτοιες επιχειρήσεις εμφανίζονται στον κλάδο των ακινήτων κυρίως σε ελευθέρους επαγγελματίες όπως μεσίτες, ασφαλιστές, εκτιμητές.

4.3 ΠΡΟΣΩΠΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ

Στις προσωπικές εταιρίες το πρόσωπο και η προσωπική συμβολή κάθε εταίρου είναι βασικός παράγοντας της λειτουργίας της εταιρίας. Ο εταιρικός σκοπός επιτυγχάνεται κυρίως με τη διαρκή εργασία και σύμπραξη των εταίρων η οποία εκ των πραγμάτων είναι πάντα αναγκαία. Η συγκέντρωση κεφαλαίων αποτελεί δευτερεύον ζήτημα στις προσωπικές εταιρίες. Ο ενοχικός δεσμός που συνδέει τους εταίρους έχει προσωποπαγή χαρακτήρα, γι' αυτό και είσοδο ή έξοδο εταίρου χωρίς τη συναίνεση όλων δεν είναι εφικτή. Οι προσωπικές εταιρίες χωρίζονται στις ομόρρυθμες και ετερόρρυθμες εταιρίες. Η βασική διαφορά βρίσκεται στην ευθύνη των εταίρων. Στην ομόρρυθμη εταιρία κάθε εταίρος ευθύνεται με την προσωπική του περιουσία για τα χρέη της εταιρίας, ενώ στην ετερόρρυθμη εταιρία ο κάθε εταίρος πλην του ενός τουλάχιστον ομόρρυθμου εταίρου, δεν ευθύνεται με την προσωπική του περιουσία ούτε μέχρι το ύψος της εισφοράς του, αλλά η εισφορά του υπόκειται στον επιχειρηματικό κίνδυνο. Μόνο αν ο εταίρος δεν έχει καταβάλει την εισφορά του ευθύνεται μέχρι το ύψος της εισφοράς του. Οι προσωπικές εταιρίες βασίζονται στη στενή σχέση συνεργασίας και εμπιστοσύνης μεταξύ των εταίρων.

Οι αποφάσεις των εταίρων που δεν υπάγονται στη διαχείριση λαμβάνονται από όλους τους εταίρους. Μπορεί όμως να απαιτείται και συμφωνία των εταίρων για αποφάσεις που υπάγονται στη διαχείριση όταν πρόκειται για πράξη εκτός της συνήθους διαχείρισης. Επίσης η εταιρική σύμβαση μπορεί να προβλέπει ότι οι αποφάσεις θα λαμβάνονται με πλειοψηφία του αριθμού των εταίρων αλλά όχι από το ύψος των εισφορών τους. Συνήθως ιδιαίτερη σημασία έχουν οι αποφάσεις με τις οποίες τροποποιείται η εταιρική σύμβαση.

Η προσωπική εταιρία χαρακτηρίζεται ως μικρή οντότητα ακολουθεί απλογραφικό λογιστικό σύστημα (έσοδα – έξοδα) και δεν συντάσσει ισολογισμό. Εξαιρούνται οι εταιρίες οι οποίες έχουν κύκλο εργασιών άνω του 1,5 εκ. ευρώ και υποχρεωτικά ακολουθούν διπλογραφικό λογιστικό σύστημα.

Η φορολογία των προσωπικών εταιριών πραγματοποιείται επί του καθαρού κέρδους με συντελεστή 29% και συντελεστή φορολογίας των μερισμάτων με 15%.

Τέτοιες επιχειρήσεις εμφανίζονται στον κλάδο των ακινήτων ως μικρά και μεσαία γραφεία μεσιτών, εκτιμητών, διαχείρισης και ανάπτυξης ακίνητης περιουσίας και μικρές κατασκευαστικές εταιρίες.

4.4 ΚΕΦΑΛΑΙΟΥΧΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ

Σε αντίθεση με τις προσωπικές, βασικό προαπαιτούμενο για την ίδρυση κεφαλαιουχικής εταιρίας είναι η συγκέντρωση κεφαλαίων που ονομάζεται μετοχικό κεφάλαιο, το οποίο είναι διαιρεμένο σε ίσα μερίδια, τις μετοχές (Περάκης, 2016). Το πρόσωπο των εταίρων είναι αδιάφορο και γι' αυτό η μεταβίβαση της εταιρικής ιδιότητας είναι ελεύθερη, ενώ γεγονότα που επέρχονται στο πρόσωπο των εταίρων

δεν επηρεάζουν την εταιρία. Επίσης για τα χρέη της κεφαλαιουχικής εταιρίας ευθύνεται μόνο η εταιρία και οι εταίροι δεν έχουν καμία υποχρέωση έναντι τρίτον. Εκτός από την περίπτωση που υπάρχουν οφειλές της εταιρίας προς το Δημόσιο ευθύνονται προσωπικά και αλληλέγγυα και εις ολόκληρο, τα πρόσωπα που είναι νομικοί εκπρόσωποι, μέλη διοικητικού συμβουλίου, διευθύνοντες σύμβουλοι και εκκαθαριστές των νομικών προσώπων, κατά τον χρόνο διάλυσης ή συγχώνευσης της εταιρίας. Επίσης εις ολόκληρο ευθύνονται και οι μέτοχοι ή εταίροι με ποσοστό άνω του 10% όχι μόνο κατά τον χρόνο διάλυσης ή συγχώνευσης της εταιρίας, αλλά και μέτοχοι ή εταίροι που κατά τη χρονική περίοδο της ιδιότητας του μετόχου ή εταίρου δημιουργήθηκαν χρέη. Η θεσμοθέτηση αφορά το άρθρο 53 του νόμου «Ενιαίο Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλειας- Μεταρρύθμιση ασφαλιστικού - συνταξιοδοτικού συστήματος - Ρυθμίσεις φορολογίας εισοδήματος και τυχερών παιγνίων» με στόχο την προστασία του Δημοσίου, ενώ οι λοιποί πιστωτές δεν προστατεύονται. Το άρθρο αυτό δεν ισχύει για εταιρίες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή σε οποιοδήποτε αναγνωρισμένο Χρηματιστήριο Αξιών σε άλλο κράτος – μέλος της Ε.Ε.

Η θεσμοθέτηση εφαρμόστηκε γιατί σε πολλές περιπτώσεις γίνεται καταστρατηγημένη μη πληρωμή οφειλών από κυριαρχούντες εταίρους που ουσιαστικά ή τυπικά διοικούν την εταιρία ή υποδεικνύουν στα όργανα που λαμβάνουν τις αποφάσεις.

Η προστασία των πιστωτών υπάρχει μόνο στις περιπτώσεις που οι εταιρία είναι θυγατρική και η μητρική αναγνωρίζεται ως συνέχεια της εταιρίας και καλείται να καλύψει τα χρέη της θυγατρικής προς τον πιστωτή.

Η διαδικασία λήψης αποφάσεων χωρίζεται μεταξύ του ειδικού οργάνου που αναλαμβάνει τη διοίκηση και την εκπροσώπηση της εταιρίας, ενώ για σημαντικά ζητήματα αποφασίζει η συνέλευση των μελών, όπως η αλλαγή της εταιρικής σύμβασης. Στη διοίκηση η απόφαση πραγματοποιείται από την πλειοψηφία προσώπων, στη συνέλευση η απόφαση λαμβάνεται με κεφαλαιουχική πλειοψηφία, ενώ η έκταση των εταιρικών δικαιωμάτων εξαρτάται από το ύψος της εισφοράς. Η παραπάνω διαδικασία εφαρμόζεται με παραλλαγές ανάλογα τον τύπο της κεφαλαιουχικής εταιρίας όπως θα αναλυθεί στην επόμενη ενότητα του κεφαλαίου.

Οι νομικές οντότητες των κεφαλαιουχικών εταιριών είναι οι εξής:

- Εταιρία Περιορισμένης Ευθύνης (ΕΠΕ)
- Ιδιωτική Κεφαλαιουχική Εταιρία (ΙΚΕ)
- Ανώνυμη Εταιρία (ΑΕ)
- Ανώνυμη Εταιρία Επένδυσης σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ)

Οι κεφαλαιουχικές εταιρίες ακολουθούν υποχρεωτικά διπλογραφικό λογιστικό σύστημα.

Η φορολογία των κεφαλαιουχικών εταιριών πραγματοποιείται επί του καθαρού κέρδους με συντελεστή 29% και συντελεστή φορολογίας των μερισμάτων με 15% πλην της ΑΕΕΑΠ η οποία ακολουθεί διαφορετικό τρόπο φορολόγησης.

4.5 ΙΔΙΑΙΤΕΡΑ ΓΝΩΡΙΣΜΑΤΑ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥΧΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Η ύπαρξη όλων των προαναφερθέντων χαρακτηριστικών των κεφαλαιουχικών εταιριών δεν είναι πάντα δεδομένη. Μπορεί ο νομοθέτης να έχει δημιουργήσει εταιρικούς τύπους αλλά οι συμβαλλόμενοι μπορούν στο πλαίσιο που επιτρέπει η νομοθεσία να εισάγουν προσωπικά ή κεφαλαιουχικά στοιχεία στον εταιρικό τύπο που έχουν επιλέξει. Ενδεικτικό παράδειγμα αποτελεί τα μέλη να προβούν στον ορισμό διαχείρισης και εκπροσώπησης της εταιρίας ή να ορίσουν περιορισμούς στην μεταβίβαση των εταιρικών μεριδίων. Παρακάτω παρουσιάζονται τα βασικά γνωρίσματα σύμφωνα με την τυπική σύσταση του κάθε εταιρικού τύπου των κεφαλαιουχικών εταιριών.

4.5.1 ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΗΣ ΕΥΘΥΝΗΣ (ΕΠΕ)

Βασικό χαρακτηριστικό των ΕΠΕ είναι ο συνδυασμός προσωπικών και κεφαλαιουχικών στοιχείων. Οι εισφορές μπορεί να είναι σε χρήμα ή σε είδος. Υπάρχουν προσωπικά στοιχεία που εισάγονται ευθέως από το νόμο και άλλα που επιτρέπει ο νόμος να εισαχθούν με διατάξεις του καταστατικού. Τα προσωπικά στοιχεία είναι τα εξής:

- Για την λήψη απόφασης στη συνέλευση των εταίρων απαιτείται η πλειοψηφία κεφαλαιουχικής και αριθμητικής πλειοψηφίας των εταίρων.
- Η προβλεπόμενη αρχή της αυτοδιαχείρισης των εταίρων.
- Η δυνατότητα απαγόρευσης μεταβίβασης των εταιρικών μεριδίων.
- Η ύπαρξη δικαιώματος εξόδου και αποκλεισμού εταίρου.
- Η παροχή περισσότερων ατομικών δικαιωμάτων αντί δικαιωμάτων μειοψηφίας.
- Το δικαίωμα να ζητηθεί λύση της εταιρίας.

Η ΕΠΕ αποτελεί την πλειοψηφία των μεσαίων κατασκευαστικών εταιριών.

4.5.2 ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥΧΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ (ΙΚΕ)

Η ΙΚΕ αποτελεί τον τελευταίο εταιρικό τύπο που εισήχθη στο ελληνικό δίκαιο το 2012. Σε αντίθεση με τις υπόλοιπες κεφαλαιουχικές εταιρίες καταρτίζεται με ιδιωτικό έγγραφο και όχι με συμβολαιογραφικό έγγραφο, εκτός αν υπάρχει εισφορά ακινήτου που τότε απαιτείται συμβολαιογραφικό έγγραφο (Αντωνόπουλος, 2012). Η λειτουργία της ΙΚΕ έχει περισσότερη ευελιξία και απαλλάσσεται από πολλές διατυπώσεις.

Υπάρχουν προσωπικά στοιχεία που εισάγονται ευθέως από το νόμο και άλλα που επιτρέπει ο νόμος να εισαχθούν με διατάξεις του καταστατικού. Τα προσωπικά στοιχεία είναι τα εξής:

- Οι εισφορές μπορεί να είναι σε χρήμα ή εργασία.
- Οι εισφορές μπορεί να είναι εισφορές ευθύνης, δηλαδή ο εταίρος να αναλαμβάνει ευθύνη μέχρι ένα ποσό από τα χρέη της εταιρίας.
- Η σύσταση μπορεί να πραγματοποιηθεί χωρίς κεφάλαιο και ουσιαστικά να λειτουργεί ως πλήρως προσωπική εταιρία αλλά τυπικά αποτελεί κεφαλαιουχική επιχείρηση.

Αντίθετα περιέχει έντονα στοιχεία κεφαλαιακής εταιρίας όπως είναι η ευκολία στην μεταβίβαση των εταιρικών μεριδίων και η λήψη αποφάσεων, εκτός αν αναγράφεται διαφορετικά στο καταστατικό.

Οι αποφάσεις των εταίρων λαμβάνονται στη συνέλευση με απόλυτη πλειοψηφία του συνολικού αριθμού των εταιρικών μεριδίων. Επί θεμάτων μείζονος σημασίας όπως τροποποίηση καταστατικού ή αποκλεισμό εταίρου, απαιτείται αυξημένη πλειοψηφία των 2/3 του συνολικού αριθμού των εταιρικών μεριδίων.

Η ΙΚΕ αποτελεί την πλειοψηφία των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην παροχή υπηρεσιών. Στην αγορά ακινήτων εμφανίζονται συνήθως σε εταιρίες διαχείρισης ακινήτων γιατί η εταιρική μορφή είναι πρόσφατη και η αγορά είναι βυθισμένη για περισσότερα από 10 χρόνια οπότε δεν έχουν δημιουργηθεί ανάγκη για νέες κατασκευαστικές και γενικά δεν υπάρχουν νέες επιχειρήσεις με αντικείμενο την αγορά ακινήτων.

4.5.3 ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ (ΑΕ)

Σε αντίθεση με τις ΕΠΕ και ΙΚΕ οι ΑΕ δεν χαρακτηρίζονται από κανένα στοιχείο προσωπικής εταιρίας. Είναι καθαρά κεφαλαιουχική εταιρία και σημασία έχει η καταβολή των εισφορών και όχι το πρόσωπο των μετόχων.

Τα κεφαλαιουχικά στοιχεία είναι τα εξής:

- Ανωνυμία των μετόχων.
- Ευκολία στη μεταβίβαση μετοχών.
- Δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων από το Χρηματιστήριο Αξιών.
- Υπάρχουν διαφορετικές κατηγορίες μετόχων.
- Διαφοροποίηση του εταιρικού και του μετοχικού συμφέροντος.
- Μεγάλος έλεγχος.
- Ευελιξία στην χρηματοδότηση (μετοχικά δάνεια και τιτλοποίηση απαιτήσεων)
- Αυστηρή δημοσιότητα.
- Χωριστές αρμοδιότητες των οργάνων διοίκησης.

Λόγω του υψηλού κόστους και της πολυπλοκότητας στην λειτουργία οι ΑΕ επιλέγονται από μεγάλες εταιρίες με μεγάλο κύκλο και όγκο εργασιών. Στην αγορά ακινήτων όλες οι εμπλεκόμενες μεγάλες εταιρίες έχουν αυτό τον εταιρικό τύπο. Επίσης είναι ο συνηθέστερος εταιρικός τύπος θυγατρικών και συμμετοχικών εταιριών για την μεγαλύτερη διασφάλιση των μετόχων.

4.5.4 ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ (ΑΕΕΑΠ)

Αυτός ο εταιρικός τύπος αποτελεί την τελευταία προσθήκη στο θεσμικό πλαίσιο των εταιριών που έχουν ως αντικείμενο λειτουργίας την ακίνητη περιουσία. Στόχος είναι η αναβάθμιση της αγοράς ακινήτων στην ελληνική οικονομία, ακολουθώντας την διεθνή πρακτική των REITs (Real Estate Investment Trusts). Αυτό που τα καθιστά ελκυστικά σε θεσμικούς επενδυτές της εγχώριας και διεθνής αγοράς είναι το ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς. Οι Α.Ε.Ε.Α.Π. αναμένεται να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη της εγχώριας αγοράς ακινήτων, καθώς δημιουργούνται ευκαιρίες απόκτησης κυρίως εμπορικών ακινήτων (Καρυτινός, 2009). Η επένδυση σε έναν τέτοιο εταιρικό τύπο προϋποθέτει επένδυση μεγάλου κεφαλαίου.

Σύμφωνα με το ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο⁴ οι Α.Ε.Ε.Α.Π. αποτελούν Ανώνυμη Εταιρία Ειδικού Σκοπού επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, είναι ανώνυμη εταιρία με αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση και διαχείριση ακίνητης περιουσίας, δικαιώματος αγοράς ακινήτου δια προσυμφώνου και γενικώς τη διενέργεια επενδύσεων κατά τα προβλεπόμενα στο άρθρο 22 του νόμου 4141/2013. Σε αντίθεση με τις προαναφερόμενες εταιρικές μορφές, η άδεια λειτουργίας χορηγείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Το μετοχικό κεφάλαιο της ΑΕΕΑΠ έχει ελάχιστο ύψος είκοσι πέντε εκατομμύρια (25.000.000) ευρώ που εισφέρονται ολοσχερώς κατά τη σύστασή της. Το ύψος του ποσού αυτού μπορεί να μεταβάλλεται με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας συγκροτείται από εισφορές μετρητών, μέσω χρηματαγοράς, κινητών αξιών καθώς και άλλων κινητών ή ακινήτων, τα οποία εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρίας.

Σημαντικά σημεία της εταιρικής μορφής είναι τα εξής:

- Η ΑΕΕΑΠ εισάγει υποχρεωτικά τις μετοχές της σε οργανωμένη αγορά το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας πρέπει να έχει επενδυθεί σε ποσοστό τουλάχιστον πενήντα τοις εκατό (50%) σε ακίνητη περιουσία.
- Η σύναψη δανείων από την ΑΕΕΑΠ και η παροχή πιστώσεων σε αυτή, για ποσά τα οποία, στο σύνολό τους, δεν θα υπερβαίνουν το εβδομήντα πέντε τοις εκατό (75%) του ενεργητικού της.

⁴ Η λειτουργία τους στην Ελλάδα διέπεται από τις διατάξεις των άρθρων 21-31 του Ν. 2778/1999 όπως τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε από το Ν.2892/2001, το Ν. 2992/2002, το Ν. 3581/2007 και το Ν.4141/2013.

- Η ΑΕΕΑΠ υποχρεούται να διανέμει ετησίως στους μετόχους της τουλάχιστον το εβδομήντα τοις εκατό (70%) των ετήσιων καθαρών προς διανομή κερδών της. Τα κέρδη που σχετίζονται με την υπεραξία από την πώληση ακινήτων δεν συμπεριλαμβάνονται στη διανομή.
- Οι εκδιδόμενες από ΑΕΕΑΠ μετοχές, καθώς και η μεταβίβαση ακινήτων προς αυτή με επαχθή αιτία απαλλάσσονται παντός φόρου, τέλους, τέλους χαρτοσήμου, εισφοράς, δικαιώματος ή οποιασδήποτε άλλης επιβάρυνσης υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικά τρίτων, συμπεριλαμβανομένου του φόρου συγκέντρωσης κεφαλαίου κατά τη σύσταση της εταιρίας ή την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Οι μεταβιβάσεις ακινήτων από την εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία υπόκεινται σε φόρο μεταβίβασης ακινήτων με τον ισχύοντα συντελεστή.
- Οι εταιρίες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία απαλλάσσονται του φόρου εισοδήματος
- Οι ΑΕΕΑΠ καταβάλλουν φόρο, ο συντελεστής του οποίου ορίζεται σε δύο τοις χιλίοις (2‰) ετησίως και υπολογίζεται επί του μέσου όρου των επενδύσεων τους, πλέον των διαθεσίμων, σε τρέχουσες τιμές.

4.6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Συγκριτικός πίνακας νομικών μορφών εταιριών

		Α.Ε.Ε.Α.Π	Α.Ε.	Ε.Π.Ε.	Ι.Κ.Ε.	Ο.Ε.	Ε.Ε.	Ατομική
	ΚΡΙΤΗΡΙΑ							
	Είδος Επιχείρησης	Κεφαλαιουχική / Με ονομαστικές μετοχές	Κεφαλαιουχική / Με ανώνυμες μετοχές	Κεφαλαιουχική / Με ονομαστικές μετοχές	Κεφαλαιουχική / Με ονομαστικές μετοχές	Προσωπική	Προσωπική	Προσωπική
A	Διαδικασίες ίδρυσης ανά Τύπο Εταιρείας							
1	Ιδρυτικό Κεφάλαιο	2,500,000.00 €	24,000.00 €	4,500.00 €	1.00 €	- €	- €	- €
2	Εισφορές σε είδος	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Όχι	Όχι	Όχι
3	Εξοκεφαλαικές Εισφορές	Όχι	Όχι	Όχι	Ναι	Όχι	Όχι	Όχι
4	Ελάχιστος αριθμός Εταίρων	>2	>2	>2	>2	>2	>2	1
5	Ευθύνη Εταίρων	Περιορισμένη έως το ποσού της Εισφοράς τους	Περιορισμένη έως το ποσού της Εισφοράς τους	Περιορισμένη έως το ποσού της Εισφοράς τους	Η ευθύνη της ΙΚΕ και όχι των Εταίρων	Απεριόριστη	α. Οι Ομόρρυθμοι 100% & Προσωπική Περιουσία	Απεριόριστη
							β. Οι Ε.Ε. έως το ποσού της Εισφοράς τους	

6	Εκπροσώπηση και Διαχείριση	Α. Η Γενική Συνέλευση	Α. Η Γενική Συνέλευση	Α. Η Γενική Συνέλευση	Α. Η Γενική Συνέλευση	Οι Εταίροι της	Οι Εταίροι της	Οι Εταίροι της
		Β. Οι Διαχειριστές	Β. Οι Διαχειριστές	Β. Οι Διαχειριστές	Β. Οι Διαχειριστές			
7	Διάρκεια	> 50 ετών Συνήθως	> 50 ετών Συνήθως	Αορίστου	12 έτη	Αορίστου	Αορίστου	Αορίστου
8	Σημείο Έναρξης - Σύστασης	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	Συμβολαιογράφος	Συμβολαιογράφος	Γ.Ε.ΜΗ	Γ.Ε.ΜΗ	Γ.Ε.ΜΗ	Γ.Ε.ΜΗ
9	Ενδεικτικό Κόστος ίδρυσης στο ΓΕΜΗ		80	80	80	60	60	60
10	Άλλες Οικονομικές Επιβαρύνσεις, πχ Συμβολαιογράφου	500 € πλέον 6 € ανά φύλλο πλέον Φπα 24%	500 € πλέον 6 € ανά φύλλο πλέον Φπα 24%	44,02 πλέον 6 € ανά φύλλο πλέον Φπα 24%	0	0	0	0
12	Εισφορές υπέρ Ταμείου Νομικών	0	0,5% ή 1% επί του Κεφαλαίου της Εταιρείας	0,5% ή 1% επί του Κεφαλαίου της Εταιρείας	0,5% ή 1% επί του Κεφαλαίου της Εταιρείας	0,5% ή 1% επί του Κεφαλαίου της Εταιρείας	0,5% ή 1% επί του Κεφαλαίου της Εταιρείας	0
13	Φόρος συγκέντρωσης Κεφαλαίου	0%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
14	Τέλος υπέρ της Επιτροπής Ανταγωνισμού επί του Κεφαλαίου	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
B	Φορολογία ανά Τύπο Εταιρείας							
15	Εταιρικός Φόρος	[10% * (Επιτοκίου Αναφοράς + 1%)]* του μέσου όρου των επενδύσεών τους, πλέον των διαθεσίμων, σε τρέχουσες τιμές	29%	29%	29%	29%	29%	22% έως 20.000 29% από 20.001 έως 30.000 37% από 30.001 έως 40.000 45% από 40.000 + εισφορά αλληλεγγύης
16	Φόρος σε Μέρηματα	0	15%	15%	15%	0	0	0
17	Προκαταβολή Φόρου	0	100%	100%	100%	100%	100%	100%
18	Τέλος Επιτευδύματος	1000	1000	1000	1000	1000	1000	650
19	Φόρος Μεταβίβασης Ακινήτων	0	3%	3%	3%	3%	3%	3%

Πίνακας 1

5. ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα ακίνητα χωρίζονται σε δυο διαφορετικούς λογιστικούς λογαριασμούς. Όταν τα ακίνητα, οικοπέδα και γήπεδα εντάσσονται στην παραγωγική διαδικασία για την ομαλή λειτουργία της επιχείρησης τότε καλούνται ως ενσώματα πάγια ή ενσώματες ακινητοποιήσεις και καταχωρούνται στον αντίστοιχο λογαριασμό. Όταν η πρόθεση της διοίκησης της επιχείρησης δεν είναι να πουλήσει ή να χρησιμοποιήσει η ίδια τα ακίνητα στην παραγωγική διαδικασία, αλλά να τα μισθώσει σε τρίτους για να εξασφαλίσει έσοδα και ίσως μεταγενέστερα να τα πουλήσει και να αποκομίσει την υπεραξία που μπορεί να δημιουργηθεί μακροχρόνια, τότε καλείται επένδυση και καταχωρούνται στον λογαριασμό «Επενδύσεις σε ακίνητα» (Παπάς, 2011).

5.2 ΕΝΣΩΜΑΤΑ ΠΑΓΙΑ

Σύμφωνα με την λογιστική αρχή του ιστορικού κόστους, η κτήση και η απομάκρυνση των παγίων καταχωρούνται στα λογιστικά βιβλία με βάση το κόστος τους.

Οι πιο γνωστοί τρόποι κτήση παγίων στοιχείων είναι:

- Η αγορά
- Η κατασκευή
- Η δωρεά ή επιχορήγηση
- Η εταιρική εισφορά

Βασικά στοιχεία του κόστους αγοράς ακινήτου, οικοπέδου και γηπέδου είναι:

- Η τιμή τοις μετρητοίς, και
- Τα άμεσα, έμμεσα και ειδικά έξοδα κτήσης
- Τα διάφορα έξοδα προετοιμασίας τους για χρήση

Η τιμή της μετρητοίς είναι η αρχική τιμή του τιμολογίου. Ενώ τα έξοδα αφορούν κάθε σχετιζόμενο γεγονός για την κτήση του ενσώματου παγίου, όπως η αμοιβή μηχανικού, συμβολαιογράφου, μεσίτη, εκτιμητή, λοιπές αμοιβές και έξοδα και φόρος μεταβιβάσεις.

Βασικά στοιχεία του κόστους κατασκευής ακινήτου είναι:

- Το κόστος όλων των υλικών για την κατασκευή
- Τα εργατικά και λοιπά έξοδα που αφορούν την κατασκευή
- Το κόστος όλων των ηλεκτρικών, υδραυλικών, τηλεπικοινωνιακών και λοιπών εγκαταστάσεων που είναι αναγκαία για να συμπληρώσουν την λειτουργική ικανότητα του κτηρίου και χάνουν την αξία τους όταν αποσπαστούν από αυτό

Η κατασκευή μπορεί να πραγματοποιηθεί από την ίδια την επιχείρηση ή από τρίτο για λογαριασμό της.

Η δωρεά ή επιχορήγηση ενσώματου παγίου, συνήθως ακινήτου, οικοπέδου και γηπέδου αφορά συγκεκριμένες περιπτώσεις, όπου η παραχώρηση πραγματοποιείται από το Δημόσιο προς την επιχείρηση για την ανάπλαση και ανάπτυξη μιας περιοχής και την άσκηση οικονομικής δραστηριότητας κάτω από συγκεκριμένους όρους.

Η εισφορά ακινήτου, οικοπέδου και γηπέδου από τους μετόχους προς την εταιρία αποτελεί την πλέον συνήθη διαδικασία. Η τιμή κτήσης είναι η τρέχουσα αξία συμπεριλαμβανομένων όλων των απαιτούμενων εξόδων όπως και στην περίπτωση της αγοράς ενσώματου παγίου.

5.3 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ

Η επένδυση σε ακίνητα αναγνωρίζεται και καταχωρείται στα λογιστικά βιβλία ως στοιχείο του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού κατά τον χρόνο της αγοράς ή το χρόνο ολοκλήρωσης της κατασκευής τους. Αυτό συμβαίνει γιατί δεν είναι δυνατόν να εκτιμηθεί το ύψος του οφέλους που αναμένεται από την επένδυση και το συνολικό κόστος του. Το κόστος κτήσης του υπολογίζεται ακριβώς με τον ίδιο τρόπο που υπολογίζεται και η κτήση ενσώματων παγίων στοιχείων του ενεργητικού. Το ύψος της επένδυσης μπορεί να αυξάνεται στο μέλλον με διάφορες δαπάνες για βελτιώσεις, αντικαταστάσεις ή ριζικές επισκευές οι οποίες αυξάνουν την χρησιμότητα του. Ως χρησιμότητα νοείται το σύνολο των ωφελειών που προσδοκάται από την μίσθωση των ακινήτων ή την υπεραξία τους (Παπάς, 2011).

Ανεξάρτητα σε πιο λογιστικό λογαριασμό εντάσσονται τα ακίνητα, υπόκεινται σε αποσβέσεις οι οποίες μπορεί να είναι:

- Τακτικές αποσβέσεις, διενεργούνται στο τέλος κάθε λογιστικής χρήσης υποχρεωτικά, ανεξάρτητα από την ύπαρξη ή μη κερδών.
- Ετήσιες αποσβέσεις, υπολογίζονται από τότε που αρχίζει η λειτουργία του παγίου και όχι από τότε που αποκτήθηκε.

Οι αποσβέσεις υπολογίζονται με βάση τους συντελεστές, οι οποίοι καθορίζονται από την νομοθεσία και η διενέργεια της απόσβεσης κάθε παγίου διακόπτεται όταν το σύνολο των αποσβέσεων είναι ίσο με την αποσβεστέα αξία του. Στην περίπτωση που το ακίνητο είναι στο λογαριασμό «Επενδύσεις σε ακίνητα» η αξία τους υπόκεινται σε απαξίωση, δηλαδή σε μειώσεις πέραν αυτών που υποδηλώνει το έξοδο της απόσβεσης. Στο τέλος της χρήσης οι επενδύσεις σε ακίνητα πρέπει να αποτιμώνται στο κόστος τους ή στην εύλογη αξία τους (Ναούμ, 1994). Η επιχείρηση πρέπει να ακολουθεί πάντα τον ίδιο κανόνα αποτίμησης για όλες τις επενδύσεις σε ακίνητα.

- Το κόστος της επένδυσης είναι ίσο με το κόστος κτήσης των ακινήτων μείον τις συσσωρευμένες αποσβέσεις και τυχόν απομειώσεις.

- Η εύλογη αξία είναι η τρέχουσα αξία των ακινήτων στο τέλος της χρήσης και ορίζεται από ανεξάρτητο εκτιμητή.

5.4 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι η διοίκηση μιας επιχείρησης επιλέγει τον λογιστικό λογαριασμό που θα γράψει το ακίνητο με βάση την δραστηριότητα της και το όφελος που επιθυμεί να αποκομίσει από το ακίνητο. Αντίστοιχα επιλέγει και τον κανόνα αποτίμησης των επενδύσεων σε ακίνητα, που πρέπει να ακολουθεί.

Όλες οι εξεταζόμενες εταιρίες της παρούσας εργασίας ακολουθούν την μέθοδο αποτίμησης στην εύλογη αξία. Το βασικό πλεονέκτημα της εύλογης αξίας είναι ότι ενσωματώνει όλες τις τρέχουσες πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στην αγορά και επομένως αποτελεί αξιόπιστο μέτρο αποτιμήσεως, αφού αντανακλά την επιθυμία αγοραστών και πωλητών να συναλλαγούν σε ισότιμη βάση, στη συγκεκριμένη τιμή και τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή, δηλαδή τη στιγμή της αποτιμήσεως. Επίσης αντανακλά και την παρούσα αξία των μελλοντικών χρηματοροών με βάση τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς. Αντίλογος ασκείται στο γεγονός ότι η εύλογη αξία είναι ένα μέτρο ιδιαίτερα ευαίσθητο στις διακυμάνσεις των αγορών και παρουσιάζει πολλές και συχνά απότομες μεταβολές (Κόντος, 2005).

6. ΠΑΡΟΥΡΙΑΣΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε., LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε., GRIVALIA PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π., ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο παρόν κεφάλαιο θα παρουσιαστεί η επιχειρηματική δραστηριότητα των εταιριών, ο σκοπός, οι στόχοι και η επενδυτική στρατηγική τους. Στη συνέχεια θα αναλυθούν οι βασικοί χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες της κάθε εταιρίας για το έτος 2016 (στατική ανάλυση) και θα γίνει σύγκριση των αριθμοδεικτών μεταξύ του έτους 2008 και του έτους 2016 (δυναμική ανάλυση), δηλαδή την αμέσως προηγούμενη χρονιά του 2009 που ξεκάνει η οικονομική κρίση στην ελληνική αγορά, ώστε να παρακολουθήσουμε την πορεία των εταιριών στην περίοδο της κρίσης.

Για την παρακάτω ανάλυση των αριθμοδεικτών έγινε επεξεργασία των τεσσάρων κύριων οικονομικών καταστάσεων των ετήσιων εκθέσεων των τεσσάρων εταιριών του κλάδου που εξετάζουμε, από το έτος 2006 έως το έτος 2016. Οι οικονομικές καταστάσεις είναι οι εξής:

- Ο Ισολογισμός παρουσιάζει τα περιουσιακά στοιχεία από την αριστερή πλευρά και τις υποχρεώσεις και την καθαρή θέση από την άλλη. Η παρουσίαση του ισολογισμού στην παρούσα εργασία θα γίνει σε κάθετη παράθεση των στοιχείων. Ο Ισολογισμός παρέχει μια περιεκτική ανάλυση της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή.
- Ο πίνακας των αποτελεσμάτων χρήσης παρουσιάζει τα αποτελέσματα από την λειτουργία της επιχείρησης για μια χρονική περίοδο καταλήγοντας στα κέρδη ανά μετοχή στο τέλος του.
- Ο πίνακας μεταβολών της καθαρής θέσης και κυρίως των κερδών εις νέων παρουσιάζει τις μεταβολές στα κονδύλια της καθαρής θέσης και των κερδών εις νέο μεταξύ δύο διαδοχικών ημερομηνιών εκδόσεως ισολογισμού.
- Ο πίνακας των ταμειακών ροών παρουσιάζει το αποτέλεσμα των λειτουργικών, επενδυτικών και χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων επί των ταμειακών ροών μιας λογιστικής περιόδου.

Επίσης σημαντικές πληροφορίες αντλήθηκαν και από τις συνοδευτικές ετήσιες εκθέσεις του διοικητικού συμβουλίου των εταιριών και από τις εκθέσεις των ελεγκτών. Τα στοιχεία συλλέχθηκαν από τις ιστοσελίδες των εταιριών, από την ιστοσελίδα του χρηματιστηρίου Αθηνών και από το Γ.Ε.ΜΗ. Αυτό σημαίνει πως η ανάλυση είναι εξωτερική, δηλαδή πραγματοποιείται μόνο από τα δημοσιευμένα στοιχεία και δεν υπάρχουν πρόσθετες εσωτερικές πληροφορίες που μπορεί να διαφοροποιούν τους αριθμοδείκτες, την πορεία και κατ' επέκταση την αξία της

εταιρείας. Αν υπάρχουν οι πληροφορίες και η άμεση πρόσβαση στα λογιστικά βιβλία, επιμέρους λογαριασμούς και διάφορα λογιστικά έγγραφα τότε η ανάλυση καλείται ως εσωτερική.

Οι επενδυτές χρησιμοποιούν την πληροφορία που παρέχουν οι οικονομικές καταστάσεις αυτές διαμορφώνοντας τις προσδοκίες τους για τα μελλοντικά κέρδη και μερίσματα καθώς και για την αξιολόγηση του κινδύνου της εταιρείας.

6.2 ΕΛΛΑΚΤΩΡ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ

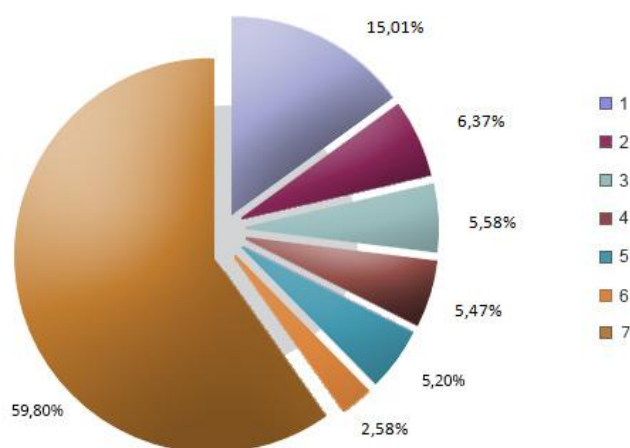
Βασική δραστηριότητα της εταιρείας είναι η κατασκευή μέσα από την θυγατρική εταιρεία ΑΚΤΩΡ ΑΤΕ που έχει αναλάβει όλη την κατασκευαστική δραστηριότητα του Ομίλου. Είναι εισηγμένη στην Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών και αποτελεί σταθερά μια από τις κορυφαίες κατασκευαστικές εταιρείες στην Ελλάδα και έχει σημαντική παρουσία σε 20 χώρες.

Επίσης η εταιρία δραστηριοποιείται στην ενέργεια μέσα από εργοστάσια διαχείρισης απορριμμάτων, επικίνδυνων αποβλήτων και την παραγωγή ηλεκτρικής ενέργειας μέσα από 13 αιολικά πάρκα, 1 φωτοβολταϊκό σταθμό και 1 υδροηλεκτρικό.

Τέλος, η εταιρία δραστηριοποιείται στη διαχείριση έργων, όπως η λειτουργία της Αττικής Οδού και της Γέφυρας Ρίου-Αντιρρίου, με μερίδιο 59,2 % και 22,00% αντίστοιχα.

Στόχος της Διοίκησης του Ομίλου είναι η ανάδειξή του σε έναν από τους κορυφαίους Ομίλους στους τομείς της κατασκευής και διαχείρισης υποδομών στη Νοτιοανατολική Ευρώπη και Μέση Ανατολή. Η εταιρία βασίζεται σε δύο άξονες. Πρώτον, την κατασκευή που έχει μικρό κύκλο ζωής και άμεση δημιουργία ταμειακών ροών και δεύτερον την λειτουργία μεγάλων έργων υποδομής που δημιουργεί έσοδα και κέρδη σε μεγάλο χρονικό ορίζοντα.

6.2.1 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ



Σχήμα 3

Μέτοχος > 5%

	Αρ. μετοχών	% Συμμετοχής
■ Λεωνίδας Μπόμπολας*	26.562.023	15,007%
■ Αναστάσιος Καλλιτσάντσης*	11.269.369	6,37%
■ Δημήτριος Κούτρας*	9.870.590	5,58%
■ Δημήτριος Καλλιτσάντσης**	9.674.100	5,47%
■ Amber Capital Management LP**	9.211.696	5,20%
■ Ίδιες Μετοχές	4.570.034	2,58%
■ Επενδυτικό κοινό	105.843.501	59,80%
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ	177.001.313	100,00%

* Άμεση και έμμεση συμμετοχή

** Έμμεση συμμετοχή

Σημείωση: Ενημέρωση από το μετοχολόγιο της Εταιρείας 25 Σεπτεμβρίου 2017.

6.2.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

Οικονομικές καταστάσεις εκφρασμένες σε χιλ. ευρώ ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.											
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ											
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ενεργητικό											
Επενδύσεις σε ακίνητα	116,652	110,581	120,773	128,261	140,183	154,272	171,055	139,206	137,187	130,589	148,450
Ενοίκια πάγια στοιχεία	211,572	338,416	443,553	474,570	479,338	471,586	463,622	430,357	470,450	508,414	468,567
Ασώματα πάγια στοιχεία	1,431	170,992	928,495	1,000,104	1,083,923	1,093,123	1,078,684	1,052,526	70,176	68,883	62,585
Επενδύσεις σε συγγενείς	163,937	140,368	154,146	184,631	201,391	135,863	134,891	149,879	157,292	137,580	126,138
Δικαιώματα Παραχώρησης									935,052	884,979	629,263
Επενδύσεις σε κοινοπραξίες	1,454	2,277	1,304	864	821	876	834	972			
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	42,930	3,054	7,777	7,783	7,355	284,851	149,335	68,587	89,336	55,047	64,411
Χρηματοδοτική συμβολή από Δημόσιο (ΕΔΔΠΧΑ 12)			2,613	106,679	43,948	43,284	16,269	51,078	33,552	34,395	264,150
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα		5,123	575	408	80						
Δεσμευμένες καταθέσεις										14,707	10,426
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	4,327	14,373	23,063	20,573	25,558	34,091	42,341	58,349	71,984	73,414	75,545
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διακρατούμενα ως τη λήξη									88,233	25,129	55,733
Προκαταβολές για μακροπρόθεσμες μισθώσεις		946,007	1,334	1,873	2,275	14,632	22,667	24,690	45,499	41,719	42,103
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	56,224	72,809	67,808	76,933	112,549	101,770	96,715	100,723	90,223	110,485	102,027
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	598,527	1,804,000	1,751,441	2,002,679	2,097,421	2,422,581	2,201,542	2,132,100	2,194,584	2,105,800	2,076,083
Αποθέματα	18,297	38,236	91,777	40,371	47,000	29,255	43,385	38,505	34,853	44,818	46,148
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	500,485	740,476	1,241,099	1,309,289	1,146,007	900,982	1,095,771	974,084	1,079,372	1,136,030	1,152,164
Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων		81	9	8	3	3	3	3	3	3	3
Χρηματοδοτική συμβολή από Δημόσιο (βραχυπρ. Μέρος-ΕΔΔΠΧΑ 12)			1,067		102,544	56,804	90,245	76,835	117,225	128,204	29,257
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διακρατούμενα ως τη λήξη					87,694	94,375	133,563	24,595	1,240	3,437	24,608
Προκαταβολές για μακροπρόθεσμες μισθώσεις (βραχυπρόθεσμο μέρος)						484	885			3,646	3,257
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση								8,413	2,002	51,683	17,643
Παράγωγα χρηματοοικονομικά εργαλεία								3,601	407		
Δεσμευμένες καταθέσεις							81,828	83,518	57,721	39,424	33,052
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία που κατέχονται προς πώληση	6,464							4,516			
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	326,257	692,636	794,793	743,204	826,119	854,097	706,835	815,352	679,918	450,379	496,393
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	851,503	1,471,429	2,128,745	2,092,872	2,209,367	1,936,000	2,152,515	2,030,662	1,974,938	1,916,106	1,802,525
Σύνολο Ενεργητικού	1,450,030	3,275,429	3,880,186	4,095,551	4,306,788	4,358,581	4,354,057	4,162,762	4,169,522	4,021,906	3,878,608
Υποχρεώσεις											
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	353,908	582,475	948,055	806,501	724,916	680,963	815,542	822,901	898,946	962,513	973,567
Μερίσματα Πληρωτέα	1,150	1,287	4,277	2,723	1,694	536	242	173	6,420	4,147	8,384
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	7,964	16,151	12,310	23,099	25,890	5,691	11,122	34,196	17,788	7,436	43,694
Δάνεια	154,200	316,971	273,463	311,146	540,436	477,990	552,827	247,987	275,316	322,348	238,685
Παράγωγα χρηματοοικονομικά εργαλεία					257	1,215			280		
Προκαταβολές χρηματοδοτικής συμβολής Δημοσίου (βραχυπρόθεσμο μέρος-Ε ΔΔΠΧΑ 12)			9,746								
Λοιπές προβλέψεις βραχυπρόθεσμες	948	3,539	4,656	16,023	11,418	39,723	42,445	48,012	36,582	18,900	53,015
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	518,170	920,423	1,252,507	1,159,492	1,304,611	1,206,118	1,422,178	1,153,269	1,235,332	1,315,344	1,317,345
Δάνεια	32,712	743,799	1,171,179	1,382,960	1,405,982	1,413,643	1,203,628	1,409,560	1,275,351	1,169,827	1,191,408
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	21,231	16,400	55,646	79,562	104,932	102,748	109,015	110,578	101,047	103,407	89,682
Παράγωγα χρηματοοικονομικά εργαλεία			54,926	50,422	68,102	114,259	147,874	111,661	174,817	155,637	152,669
Επιχορηγήσεις	22,386	365,076	31,358	42,727	42,551	56,649	62,023	78,253	73,305	69,105	64,187
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εφόδου από την υπηρεσία	3,553	6,893	7,774	8,523	8,824	7,640	9,407	7,752	9,842	10,818	11,626
Λοιπές προβλέψεις μακροπρόθεσμες	19,220	21,034	80,111	101,368	113,012	118,449	121,202	125,731	130,037	134,245	134,199
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	58,692	48,586	44,243	11,570	19,060	24,062	25,016	15,582	53,563	32,294	25,070
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	157,794	1,201,788	1,445,237	1,677,132	1,762,463	1,837,450	1,678,165	1,859,117	1,817,962	1,675,333	1,668,841
Σύνολο Υποχρεώσεων	675,964	2,122,211	2,697,744	2,836,624	3,067,074	3,043,568	3,100,343	3,012,386	3,053,294	2,990,677	2,986,186
Ίδια Κεφάλαια											
Μετοχικό κεφάλαιο	128,666	182,311	182,311	182,311	182,311	182,311	182,311	182,311	182,311	182,311	182,311
Λοιπά αποθεματικά	212,921	180,587	156,015	164,065	190,135	222,226	215,746	200,198	192,397	220,678	216,911
Αποτελέσματα εις νέον	(29,159)	71,623	97,871	141,485	88,621	152,045	71,189	12,942	9,825	(101,457)	(225,366)
Δικαιώματα μειοψηφίας	61,692	194,850	243,565	274,291	281,872	261,656	287,693	258,150	234,920	232,922	221,791
Ίδιες μετοχές			(21,167)	(27,072)	(27,072)	(27,072)	(27,072)	(27,072)	(27,072)	(27,072)	(27,072)
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	399,946	523,847	523,847	523,847	523,847	523,847	523,847	523,847	523,847	523,847	523,847
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων	774,066	1,153,218	1,182,442	1,258,927	1,239,714	1,315,013	1,253,714	1,150,376	1,116,228	1,031,229	892,422
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	1,450,030	3,275,429	3,880,186	4,095,551	4,306,788	4,358,581	4,354,057	4,162,762	4,169,522	4,021,906	3,878,608
Control συμφωνίας	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Πίνακας 3

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Καθαρές πωλήσεις	717,611	914,678	1,913,041	2,268,551	1,753,119	1,204,319	1,232,817	1,241,365	1,544,504	1,533,083	1,942,409
Κόστος πωληθέντων	(619,489)	(812,354)	(1,623,299)	(1,976,178)	(1,558,121)	(1,184,477)	(1,065,886)	(1,064,484)	(1,399,284)	(1,401,017)	(1,815,721)
Μεικτά κέρδη	98,122	102,324	289,742	292,373	194,998	19,842	166,931	176,881	145,220	132,066	126,688
	13.67%	11.19%	15.15%	12.89%	11.12%	1.65%	13.54%	14.25%	9.40%	8.61%	6.52%
Έξοδα διάθεσης	(4,880)	(4,645)	(10,095)	(13,985)	(10,549)	(9,271)	(6,812)	(6,348)	(3,782)	(3,943)	(4,218)
Έξοδα διοίκησης	(37,952)	(41,960)	(80,605)	(67,943)	(65,727)	(65,383)	(58,108)	(56,926)	(58,832)	(63,417)	(52,892)
Λοιπά έσοδα / (έξοδα) εκμετάλλευσης (καθαρά)	(3,473)	23,777	18,903	22,512	33,257	205,893	12,067	(37,890)	(25,729)	23,813	24,552
Κέρδη / (Ζημιές) από κοινοπραξίες	286	1,316	436	(8)	(589)	(324)	554			(59,688)	(62,984)
Λειτουργικά αποτελέσματα (EBIT)	52,103	80,812	218,381	232,949	151,390	150,757	114,632	75,717	56,877	28,831	31,146
Έσοδα από μερίσματα	317	122									731
Καθαρά χρηματοοικονομικά αποτελέσματα	(989)	92,879	(49,765)	(63,946)	(59,784)	(61,787)	(59,001)	(58,754)	(68,088)	(75,600)	(66,482)
Μερίδιο αποτελέσματος συνδεδεμένων επιχειρήσεων	28,787	(7,879)	6,103	3,236	(2,851)	1,064	2,288	(1,342)	434	(7,131)	(3,173)
Αποτελέσματα προ φόρων	80,218	165,934	174,719	172,239	88,755	90,034	57,919	15,621	(10,777)	(53,900)	(37,778)
	80,218	165,934	174,719	172,239	88,755	90,034	57,919	15,621	(10,777)	(53,900)	(37,778)
Φόροι εισοδήματος	(29,638)	(27,038)	(35,945)	(73,423)	(68,877)	(17,153)	(25,680)	(64,601)	(22,498)	(36,463)	(59,019)
Αποτελέσματα χρήσης	50,580	138,896	138,774	98,816	19,878	72,881	32,239	(48,980)	(33,275)	(90,363)	(96,797)
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ											
Λειτουργικές Δραστηριότητες											
Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	80,218	165,934	174,719	172,239	88,755	90,034	57,919	15,621	(10,777)	(53,900)	(37,778)
Αποσβέσεις	19,174	27,513	91,702	102,315	111,863	106,025	103,225	106,241	105,690	125,717	119,434
Απομειώσεις			463	18,085	76	6,371	3,484	46,062	54,495	66,997	29,520
Προβλέψεις	2,461	4,939	18,916	33,464	6,931	14,030	(5,947)	932	2,584	16,259	35,896
Συναλλαγματικές διαφορές	117	287	3,735	702	(1,449)	(834)	(2,243)	(2,767)	5,419	3,356	(1,614)
Αποτελέσματα (έσοδα, έξοδα, κέρδη και ζημιές) επενδυτικής δραστηριότητας	(35,884)	(124,383)	(53,346)	(26,386)	(30,896)	(44,852)	(46,508)	(40,558)	(19,384)	(10,119)	(22,679)
Πώληση συμμετοχών						(261,250)	(19,091)				
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα	8,884	18,434	74,242	70,711	79,827	97,010	95,113	91,865	85,104	85,000	89,600
Προσαρμογή αξίας δικαιώματος παραχώρησης λόγω τροποποίησης σύμβασης παραχώρησης											194,566
Αναγνώριση χρηματοδοτικής συμβολής λόγω τροποποίησης σύμβασης παραχώρησης											(193,530)
Προβλέψεις απομείωσης και διαγραφές						77,189	12,927	19,089	2,685	3,127	16,327
Μείωση / (αύξηση) αποθεμάτων	22,553	(10,255)	(38,743)	51,524	(7,562)	17,745	(14,008)	4,581	3,371	(9,286)	(993)
Μείωση / (αύξηση) απαιτήσεων	(46,720)	(96,591)	(512,400)	(178,083)	(9,126)	123,901	(88,459)	25,160	(159,210)	(79,598)	83,711
(Μείωση) / αύξηση υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)	86,594	79,813	359,278	(176,328)	(71,848)	(25,479)	145,590	59,960	89,441	10,702	36,590
Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα καταβληθέντα	(8,684)	(19,054)	(66,483)	(69,658)	(89,991)	(105,549)	(98,382)	(102,920)	(62,571)	(62,642)	(134,589)
Καταβληθέντα φόροι	(26,347)	(26,124)	(42,384)	(35,772)	(36,322)	(49,609)	(29,007)	(55,278)	(73,463)	(62,079)	(54,955)
Καθαρές ταμειακές εισροές από λειτουργικές δραστηριότητες	102,366	20,513	9,699	(37,187)	40,258	44,732	114,613	167,988	23,384	33,534	159,506
Επενδυτικές δραστηριότητες											
Πληρωμές για αγορές ενσώματων παγίων και επενδυτικών ακινήτων	(51,395)	(116,814)	(233,326)	(253,649)	(214,327)	(124,417)	(95,547)	(73,942)	(104,003)	(112,711)	(59,893)
Έσοδα από πώληση ενσώματων παγίων και επενδυτικών ακινήτων	8,369	35,678	28,661	14,693	7,785	10,850	7,407	2,308	8,690	3,330	3,313
Μερίσματα εισπραχθέντα	5,461	7,270	7,763	7,029	6,343	2,049	1,394	1,850	1,799	684	1,271
Δάνεια χορηγηθέντα σε συνδεδεμένα μέρη	(1,791)	(6,666)	(6,347)	(7,726)	319	(9)	367	(9,746)	(22,658)	(1,236)	107
Ταμειακά διαθέσιμα εταιρειών που μεταβλήθηκαν από συγγενείς σε θυγατρικές		305,826									
Τόκοι που εισπράχθηκαν	6,036	11,129	34,914	24,695	125,446	155,133	41,211	31,984	19,106	6,603	10,867
Πώληση συμμετοχών	(4,127)	(8,802)	(72,385)	(21,003)	(113,636)	(119,121)	112,697	59,692		34,248	97,252
Αύξηση συμμετοχών						93,898	7,931		3,223	(125,683)	(72,404)
Δεσμευμένες καταθέσεις							(33,886)	(1,690)	11,090	16,943	7,325
Εισπράξεις προθεσμιακών καταθέσεων							(101,100)	57,222	43,394	(5)	487
Καθαρές ταμειακές εκροές από επενδυτικές δραστηριότητες	(37,447)	258,877	(240,720)	(235,961)	(188,070)	18,383	(59,526)	67,678	(39,359)	(177,827)	(11,675)
Χρηματοδοτικές δραστηριότητες											
Εισπράξεις από την έκδοση κοινών μετοχών											
Δεσμευμένες καταθέσεις										5,635	(4,211)
Αγορά/πώληση ιδίων μετοχών			(21,166)	(5,906)							
Εισπράξεις από πώληση θυγατρικών						25,600	(10,993)	(288)	(2,315)		
Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θυγατρικών εταιρειών	377	3,051	20,002	9,706	574	563	745		35,067	(78)	2,723
Μερίσματα πληρωθέντα	(25,566)	(29,083)	(48,311)	(30,502)	(22,232)	(10,687)	(4,915)	(35,427)	(44,476)	(26,661)	(31,010)
Καταβληθείς φόροι μερισμάτων				(7,084)	(2,199)	(3,603)	(2,244)	(10,148)	(1,916)	(660)	(735)
Δάνεια αναληφθέντα	88,737	230,490	791,478	478,784	608,776	479,126	221,341	636,666	197,073	300,546	222,775
Αποπληρωμή κεφαλαίου χρηματοδοτικών μισθώσεων		(1,666)	(2,507)	(2,858)	(3,009)	(401)	(595)	(635)	(932)	(894)	(1,297)
Αποπληρωμή δανεισμού	(90,576)	(117,435)	(412,925)	(234,107)	(351,400)	(543,339)	(365,904)	(735,616)	(296,991)	(366,080)	(288,514)
Ληφθείσες επιχορηγήσεις	4,135	1,632	6,607	13,526	217	17,604	8,159	19,978	(1,918)		(2,248)
Λοιπά								79	(2,601)		
Καθαρές ταμειακές (εκροές)/εισροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες	(22,893)	86,989	333,178	221,559	230,727	(35,137)	(154,406)	(125,391)	(119,009)	(88,192)	(102,517)
Καθαρή μεταβολή χρηματικών διαθεσίμων	42,026	366,379	102,157	(51,589)	82,915	27,978	(99,319)	110,275	(134,984)	(232,485)	45,314
Μεταβολή Χρηματικών Διαθεσίμων											
Χρηματικά διαθέσιμα 1η Ιανουαρίου	284,231	326,257	692,636	794,793	743,204	826,119	854,097	706,835	815,352	679,918	450,379
Καθαρή αύξηση χρηματικών διαθεσίμων	42,026	366,379	102,157	(51,589)	82,915	27,978	(99,319)	110,275	(134,984)	(232,485)	45,314
Συναλλαγματικές διαφορές στα ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα							(47,943)	(1,758)	(450)	2,946	700
Χρηματικά διαθέσιμα 31η Δεκεμβρίου	326,257	692,636	794,793	743,204	826,119	854,097	706,835	815,352	679,918	450,379	496,393
Control συμφωνίας	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Πίνακας 4

Ενώ από το 2006 έως και το 2016 ο κύκλος εργασιών παρουσιάζει ανοδική πορεία, το μεικτό περιθώριο κέρδους μειώνεται σημαντικά από το 2014. Στα 10 χρόνια που εξετάζονται στην παρούσα διπλωματική το σύνολο των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων αυξήθηκαν κατά 154% όπου οφείλεται στην αύξηση των υποχρεώσεων προς προμηθευτές, ενώ οι μακροχρόνιες υποχρεώσεις αυξήθηκαν κατά 962% όπου οφείλεται στην αύξηση του δανεισμού. Παράλληλα για το 2015 και 2016 ο ισολογισμός καταγράφει μεγάλη ζημία από κοινοπραξίες που μειώνουν το λειτουργικό αποτέλεσμα. Τέλος η εταιρία εμφανίζει ζημία από το 2013.

6.2.3 ΕΞΑΓΩΓΗ ΚΥΡΙΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ 2006–2016

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Ρευστότητας											
Κεφάλαιο Κίνησης	333,333	551,006	876,238	933,380	904,756	729,882	730,337	877,393	739,606	600,762	485,180
Συντελεστής Ρευστότητας	1.643288882	1.598644319	1.699587308	1.804990461	1.69350634	1.605149745	1.513534171	1.760787813	1.598710306	1.456733752	1.368301394
Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων	1.433831184	1.235256781	1.541408864	1.732658718	1.529762907	1.336673763	1.125068103	1.274392147	1.430928355	1.349509256	1.68587892
Μέση Διάρκεια Παραμονής Απαιτήσεων	254.5627436	295.4851215	236.7963546	210.6589118	238.5990654	273.065882	324.4248051	286.4110556	255.0791581	270.4686896	216.504279
Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων	33.86	21.25	17.69	48.95	33.15	40.49	24.57	27.65	40.15	31.26	39.35
Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων	10.78	17.18	20.64	7.46	11.01	9.02	14.86	13.20	9.09	11.68	9.28
Κεφάλαιο Κίνησης προς σύνολο Ενεργητικού	22.99%	16.82%	22.58%	22.79%	21.01%	16.75%	16.77%	21.08%	17.74%	14.94%	12.51%
2. Κερδοφορίας											
ROTA	3.49%	4.24%	3.58%	2.41%	0.46%	1.67%	0.74%	-1.18%	-0.80%	-2.25%	-2.50%
ROE	6.53%	12.04%	11.74%	7.85%	1.60%	5.54%	2.57%	-4.26%	-2.98%	-8.76%	-10.85%
ROS	7.05%	15.19%	7.25%	4.36%	1.13%	6.05%	2.62%	-3.95%	-2.15%	-5.89%	-4.98%
ROWC	15.17%	25.21%	15.84%	10.59%	2.20%	9.99%	4.41%	-5.58%	-4.50%	-15.04%	-19.95%
Κέρδη εις νέο προς σύνολο Ενεργητικού	-2.01%	2.19%	2.52%	3.45%	2.06%	3.49%	1.64%	0.31%	0.24%	-2.52%	-5.81%
EBIT προς σύνολο Ενεργητικού	3.59%	2.47%	5.63%	5.69%	3.52%	3.46%	2.63%	1.82%	1.36%	0.72%	0.80%
3. Φερεγγυότητας											
DTE	87.33%	184.03%	228.15%	225.32%	247.40%	231.45%	247.29%	261.86%	273.54%	290.01%	3.35
DR	0.47	0.65	0.70	0.69	0.71	0.70	0.71	0.72	0.73	0.74	0.77
TIE	52.68	-0.87	4.39	3.64	2.53	2.44	1.94	1.29	0.84	0.38	0.47
Κεφάλαια (equity) προς σύνολο υποχρεώσεων	1.145129031	54.34%	43.83%	44.38%	40.42%	43.21%	40.44%	38.19%	36.56%	34.48%	29.89%

Πίνακας 5

6.3 LAMDA DEVELOPMENT ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ

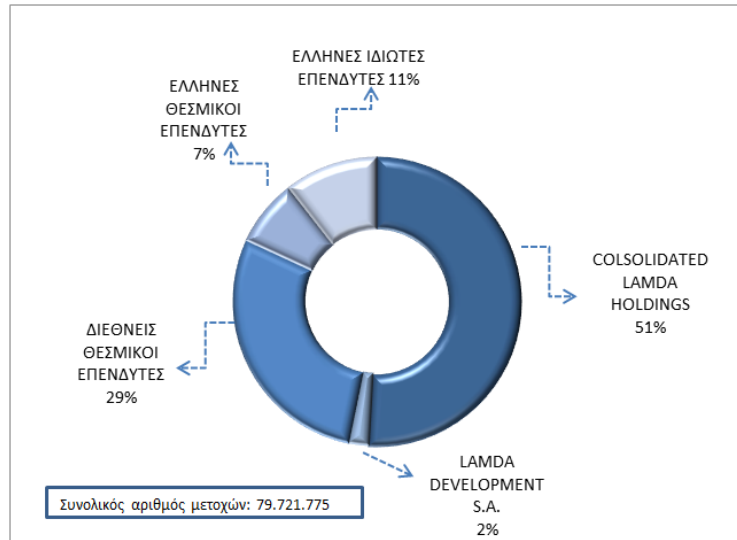
Η LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε. είναι εισηγμένη στην Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών, είναι εταιρία συμμετοχών και βασική της δραστηριότητα αποτελούν η ανάπτυξη, επένδυση και διαχείριση ακινήτων.

Η εταιρία διαδραματίζει πρωταγωνιστικό ρόλο στον κλάδο των μεγάλων εμπορικών και ψυχαγωγικών κέντρων στην Ελλάδα και έχει διαφοροποιηθεί με επιτυχία σε αναπτύξεις γραφείων και οικιστικές αναπτύξεις.

Στόχος της Διοίκησης του Ομίλου είναι να χαράξει ηγετική θέση στον τομέα των εμπορικών κέντρων. Αυτό επιτυγχάνεται μέχρι σήμερα με επιτυχημένες και επικερδής εξαγορές σε εμπορικά κέντρα υψηλής ποιότητας και μεγάλου μεγέθους. Η εταιρία στοχεύει στον εμπλουτισμό της συνολικής εμπειρίας του καταναλωτή μέσω καινοτομιών, επενδύσεων και τη συνεχή βελτίωση της αξίας των υφιστάμενων επενδύσεων μέσω έργων ανάπλασης και επέκτασης.

Σημαντική εξέλιξη για το 2018 αναμένεται με την έναρξη των εργασιών για την δημιουργία ενός Μητροπολιτικού Πάρκου διεθνής εμβέλειας στην έκταση του πρώην αεροδρομίου του Ελληνικού, της οποίας συμμετέχει μέσω της επενδυτικής κοινοπραξίας Global Investment Group.

6.3.1 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ



Σχήμα 4

Σημείωση: Ενημέρωση από το μετοχολόγιο της Εταιρείας 22 Δεκεμβρίου 2017.

6.3.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ LAMDA DEVELOPMENT A.E.

Οικονομικές καταστάσεις εκφρασμένες σε χιλ. ευρώ LAMDA DEVELOPMENT S.A.											
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ											
Ενεργητικό	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Επενδύσεις σε ακίνητα	439,018	505,474	622,594	675,189	643,580	603,804	550,863	388,177	379,862	379,362	379,955
Ενσώματα πάγια στοιχεία	48,335	163,573	152,967	43,310	43,994	44,129	38,875	4,651	3,818	4,010	3,761
Ασώματα πάγια στοιχεία	4,867	4,729	4,589	4,449	4,309	4,169					
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	957	1,561	4,343	4,636	4,413	4,668	4,855	115,024	112,018	106,571	109,457
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	42,428	56,712	38,675	70,177	53,586	34,268					
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	31	1,148	71	23	1						
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	21	550	487	221	972	1,952	5,434	6,706	11,551	15,947	17,601
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	75,377	23,840	14,060	12,724	7,591	5,490	14,851	4,780	4,161	3,347	869
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	611,034	757,587	837,786	810,729	758,446	698,480	614,878	519,338	511,410	509,237	511,643
Αποθέματα	58,395	48,133	45,799	135,744	133,361	131,975	130,194	83,190	70,064	61,419	58,186
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	30,453	86,461	116,079	44,117	42,506	35,214	29,202	30,423	29,593	25,987	29,299
Τρέχουσες φορολογικές απαιτήσεις	2,506	5,973	6,309	738	6,752	5,659	3,637	4,592	4,234	3,945	3,074
Χρηματοοικονομικά εργαλεία σε εύλογη αξία μέσω της καπίστασης αποτελεσμάτων										23,643	5,224
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	79,911	46,200	177,180	216,658	150,283	131,331	116,387	32,586	187,636	107,173	98,644
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	171,265	186,767	345,367	397,257	332,902	304,179	279,420	160,791	291,527	222,167	194,427
Σύνολο Ενεργητικού	782,299	944,354	1,183,153	1,207,986	1,091,348	1,002,659	894,298	670,129	802,937	731,404	706,070
Υποχρεώσεις											
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	43,464	45,900	62,446	42,125	34,620	32,960	34,159	28,695	33,666	28,961	30,014
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα					1,082		283	542			
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	295	3,492	1,328	3,578	3,418	225	681	915	212	3,266	581
Δάνεια	22,891	27,050	66,968	10,723	12,518	53,392	71,970	110,179	113,157	20,419	19,965
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	66,650	76,442	130,742	56,426	51,638	86,577	107,093	140,331	147,035	52,646	50,560
Δάνεια	252,924	349,027	513,574	596,878	571,037	498,794	427,091	240,078	225,319	269,186	248,642
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	44,671	64,756	66,032	61,829	58,264	54,628	46,218	23,862	25,250	31,572	34,172
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	125		2,063	3,548	2,358	2,748	1,680		906	903	651
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	303	369	433	498	613	671	435	405	565	634	1,005
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	9,393	1,746	2,449	2,088	4,309	4,700	10,775	15,898	16,340	15,857	15,970
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	307,416	415,898	584,551	664,841	636,581	561,541	486,199	280,243	268,380	318,152	300,440
Σύνολο Υποχρεώσεων	374,066	492,340	715,293	721,267	688,219	648,118	593,292	420,574	415,415	370,798	351,000
Ίδια Κεφάλαια											
Μετοχικό κεφάλαιο	235,723	235,282	225,770	217,668	220,732	220,220	219,591	219,953	382,167	377,289	374,863
Λοιπά αποθεματικά	23,358	6,250	(18,461)	4,157	(15,189)	(33,509)	11,718	9,579	5,417	5,808	6,545
Αποτελέσματα ες νέον	106,546	156,640	218,259	224,654	185,579	156,779	64,999	20,106	68	(22,323)	(26,147)
Δικαιώματα μειοψηφίας	42,606	54,842	42,292	40,240	12,007	11,051	4,698	(83)	(130)	(168)	(191)
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων	408,233	452,014	467,860	486,719	403,129	354,541	301,006	249,555	387,522	360,606	355,070
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	782,299	944,354	1,183,153	1,207,986	1,091,348	1,002,659	894,298	670,129	802,937	731,404	706,070
Control συμφωνίας	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Πίνακας 6

6.4 GRIVALIA PROPERTIES ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

Η GRIVALIA PROPERTIES είναι εισηγμένη στην Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η εταιρία δραστηριοποιείται στο ανερχόμενο κλάδο των επενδύσεων σε ακίνητα, που διέπεται από ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς μέσα από την νομική μορφή που διέπει τις Α.Ε.Ε.Α.Π..

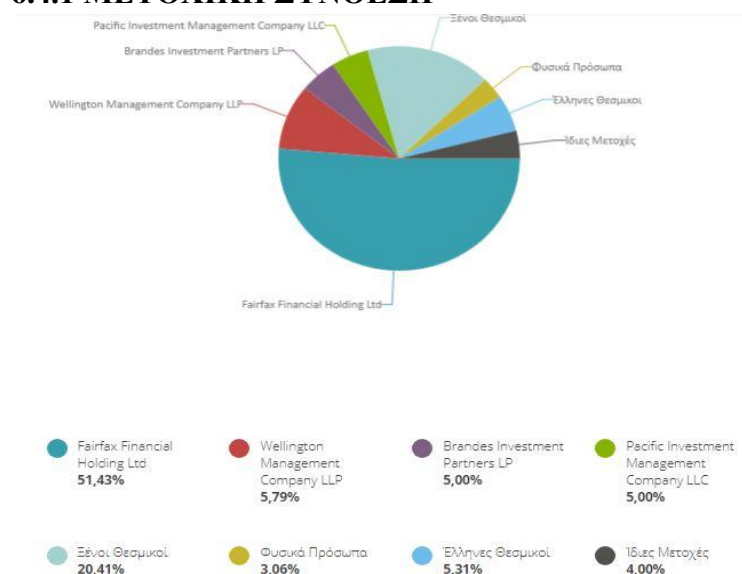
Η βασική δραστηριότητα της εταιρίας είναι η απόκτηση και μακροχρόνια μίσθωση των ακινήτων σε εταιρίες.

Στόχος της είναι ανάπτυξη στην αγορά ακινήτων, με έμφαση στα κτίρια γραφείων, καταστημάτων, αποθηκευτικών και βιομηχανικών χώρων σε γεωγραφικές περιοχές υψηλής εμπορικότητας,

Η επενδυτική στρατηγική της Εταιρείας, στοχεύει στην αύξηση των εσόδων και την συνεχή βελτίωση των αποτελεσμάτων της, με στόχο την δημιουργία υπεραξίας για τους μετόχους της. Ο σκοπός αυτός, επιτυγχάνεται μέσα από:

- Στοχευόμενες, μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις με ελκυστικές και στο μέγιστο δυνατό βαθμό εξασφαλισμένες αποδόσεις.
- Συνεργασίες με υψηλής φερεγγυότητας μισθωτές.
- Συνεχή παρακολούθηση και αξιολόγηση των μεγεθών και των τάσεων της οικονομίας και της αγοράς δραστηριοποίησης της Εταιρείας.
- Την ενεργή διαχείριση του χαρτοφυλακίου για την βελτιστοποίηση της σύνθεσής του και την υλοποίηση υπεραξιών καθώς και την συνεχή παρακολούθηση των κινδύνων του και την αντιμετώπισή του με την απαραίτητη διασπορά.

6.4.1 ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ



Σχήμα 5

Από το 2006 έως και το 2016 ο κύκλος εργασιών παρουσιάζει ανοδική πορεία, ενώ το μεικτό περιθώριο κέρδους παραμένει σταθερά υψηλό λόγω της δραστηριότητας της. Ο λογαριασμός του ενεργητικού «επενδύσεις σε ακίνητα» έχει αυξηθεί κατά 150%. Στα 10 χρόνια που εξετάζονται στην παρούσα διπλωματική το σύνολο των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων αυξήθηκε κατά 187,5% όπου οφείλεται στη αύξηση των υποχρεώσεων προς προμηθευτές και δάνεια, ενώ οι μακροχρόνιες υποχρεώσεις μειωθήκαν κατά 11% όπου οφείλεται στη μείωση του δανεισμού. Τα ίδια κεφάλαια ενισχύθηκαν κατά 141% ενώ η εταιρία εμφανίζει πάντα κέρδος.

6.4.3 ΕΞΑΓΩΓΗ ΚΥΡΙΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ 2006 – 2016

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Ρευστότητα											
Κεφάλαιο Κίνησης	69154	239174	195490	152256	121790	149830	146139	125498	177961	100158	49094
Συντελεστής Ρευστότητας	9.018	12.055	12.811	8.688	3.549	11.757	7.873	2.785	12.038	6.450	3.114
Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων	4.448134481	5.710666383	4.965696203	8.063878785	10.86382873	6.934682173	6.159087308	7.175809758	5.863362668	8.501917404	5.892445213
Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Κεφάλαιο Κίνησης προς σύνολο Ενεργητικού	16.51%	30.88%	24.16%	18.04%	15.02%	19.23%	20.33%	16.40%	19.14%	10.53%	5.26%
2. Κερδοφορία											
ROTA	7.47%	4.82%	4.75%	4.69%	1.00%	0.73%	-3.90%	0.36%	5.38%	6.51%	2.83%
ROE	8.76%	5.32%	5.33%	5.45%	1.16%	0.83%	-4.48%	0.43%	5.85%	7.04%	3.06%
ROS	144.27%	139.15%	97.95%	94.21%	18.58%	12.98%	-72.19%	7.44%	98.73%	107.51%	43.12%
ROWC	45.27%	15.61%	19.68%	26.01%	6.65%	3.77%	-19.20%	2.18%	28.09%	61.88%	53.85%
Κέρδη εις νέο προς σύνολο Ενεργητικού	18.87%	12.80%	14.42%	14.51%	11.80%	10.09%	3.64%	3.78%	6.33%	9.50%	9.20%
EBIT προς σύνολο Ενεργητικού	7.80%	5.29%	4.24%	4.72%	1.44%	0.81%	-4.38%	-1.53%	5.25%	6.62%	3.47%
3. Φερεγγυότητα											
DTE	17.27%	10.50%	12.32%	16.18%	16.01%	14.53%	14.64%	21.55%	8.88%	8.14%	8.13%
DR	14.73%	9.50%	10.97%	13.91%	13.80%	12.68%	12.77%	17.73%	8.16%	7.53%	7.52%
TIE	19.49	13.51	8.70	13.02	2.47	1.70	(10.64)	(5.30)	23.45	35.73	20.38
Κεφάλαια (equity) προς σύνολο υποχρεώσεων	5.790035991	9.520910585	811.86%	6.188031858	6.246896649	6.883569889	6.832387076	4.639753292	11.25923826	12.27799098	12.29715482

Πίνακας 11

6.5 ΑΤΡΙΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ (CBRE GROUP)

Η ΑΤΡΙΑ Α.Ε. είναι θυγατρική της CBRE Group στην Ελλάδα. Η εταιρία δεν είναι εισηγμένη στην Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών και δραστηριοποιείται στο κλάδο των ακινήτων μέσα από τις συμβουλευτικές υπηρεσίες που προσφέρει.

Στόχος της Διοίκησης της εταιρίας είναι να χαράξει ηγετική θέση στον τομέα των συμβουλευτικών υπηρεσιών μέσα από ισχυρές και μακροχρόνιες συνεργασίες με τους πελάτες της. Οι υπηρεσίες που προσφέρει είναι οι εξής:

- Διαχείριση εταιρικής ακίνητης περιουσίας.
- Έρευνα και συμβουλευτική καθοδήγηση την αγορά ακινήτων.
- Εκτίμηση ακινήτων.
- Συμβουλευτική αποτίμηση.

Η ΑΤΡΙΑ Α.Ε. είναι σαφώς πολύ μικρή οικονομική οντότητα σε σχέση με στις προαναφερόμενες εταιρίες, όμως αποτελεί σταθερό παίχτη στην εγχώρια αγορά ακινήτων και συμβάλει σημαντικά στη διαμόρφωση της αγοράς αφού πολλές επιχειρήσεις του κλάδου της ακίνητης περιουσίας και μη απευθύνονται στις υπηρεσίες που προσφέρει.

Οι διαφορές που υπάρχουν με την ανάλυση των προαναφερόμενων εταιριών διαφέρει καθώς η εταιρία δεν είναι εισηγμένη στην Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών οπότε αριθμοδείκτες που έχουν άμεση σχέση με την τιμή μετοχής της στην αγορά δεν υπολογίζονται. Επίσης δεν γνωρίζουμε την μετοχική της σύνθεση και τέλος δεν υπάρχουν δημοσιευμένα οικονομικές καταστάσεις και συνοδευτικά στοιχεία της εταιρίας πριν το 2011, άρα η ανάλυση θα πραγματοποιηθεί από το 2011 έως το 2016.

6.5.1 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

Οικονομικές καταστάσεις εκφρασμένες σε χιλ. ευρώ ΑΤΡΙΑ Α.Ε.						
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ενεργητικό						
Κτίρια - Τεχνικά έργα	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
Επιπλα και λοιτός εξοπλισμός	12,158.14	5,272.05	2,861.23	28,769.51	22,394.76	26,780.44
Μεταφορικά μέσα			5,650.65	5,650.65	5,000.00	
Συμμετόχες σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	15,000.00	15,000.00	15,000.00	15,000.00	23,620.00	23,620.00
Ομολογίες	2,286,964.05	2,511,818.42	2,605,620.28	2,649,266.38	2,679,898.96	2,764,969.08
Λοιπές μακροχρόνιες απαιτήσεις	8,381.55	8,381.55	14,381.55	13,982.55	13,982.55	15,787.55
Άυλα μην κυκλοφορούντα στοιχεία	5,745.05	2,394.92	1,688.27	981.56	377.98	0.75
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	2,328,248.85	2,542,867.00	2,645,202.04	2,713,650.71	2,745,274.31	2,831,157.88
Πελάτες	2,279,147.72	2,574,376.33	2,857,085.34	2,255,374.87	2,588,077.09	2,725,693.78
Επιταγές εισπρακτέες ματαχρονολογημένες	54,775.54	28,180.00	3,600.00			
Βραχυχρόνιες απαιτήσεις	296,673.79	346,752.83	223,915.22	166,282.07	132,963.03	
Χρεώστες διάφοροι	176,278.78	57,665.84	104,728.29	72,140.47	72,140.47	320,106.47
Προκαταβολές και πιστώσεις	130,381.15	118,200.00	118,200.00	118,200.00	118,200.00	
Έξοδα επόμενων χρήσεων	18,334.01	11,221.26	10,384.60	10,351.06	10,088.33	11,584.59
Δουλεωμένα έσοδα περιόδου					50,000.00	50,000.00
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	89,242.00	67,648.74	172,011.05	90,527.06	183,087.59	69,315.28
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	3,044,832.99	3,204,045.00	3,489,924.50	2,712,875.53	3,154,556.51	3,176,700.12
Σύνολο Ενεργητικού	5,373,081.84	5,746,912.00	6,135,126.54	5,426,526.24	5,899,830.82	6,007,858.00
Υποχρεώσεις						
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	559,464.84	832,619.99	879,524.53	216,655.73	203,523.28	545,693.03
Επιταγές πληρωτέες		20,279.40	9,415.85	904.90		
Δάνεια	1,049,999.75	1,100,587.12	1,157,880.54	1,158,480.54	1,158,480.54	1,152,931.25
Προκαταβολές πελατών	405,368.52	405,419.43	405,368.52	405,368.52	374,597.82	
Φόροι	330,241.16	221,730.89	252,518.07	100,607.70	257,437.68	396,794.70
Ασφαλιστικοί οργανισμοί	38,704.64	28,604.80	38,814.81	33,469.11	35,301.49	36,790.31
Έξοδα χρήσεως δουλεωμένα	2,349.90	1,306.43	837.62			18768.72
Πιστωτές διάφοροι	29,645.46	16,303.72	14,034.72	13,250.82		12,271.98
Λοιπές προβλέψεις βραχυπρόθεσμες	13,272.88				393,151.21	371,796.16
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	2,429,047.15	2,626,851.78	2,758,394.66	1,928,737.32	2,422,492.02	2,535,046.15
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	-	-	-	-	-	-
Σύνολο Υποχρεώσεων	2,429,047.15	2,626,851.78	2,758,394.66	1,928,737.32	2,422,492.02	2,535,046.15
Ίδια Κεφάλαια						
Μετοχικό κεφάλαιο	1,242,480.00	1,242,480.00	1,242,480.00	1,242,480.00	1,242,480.00	1,242,480.00
Λοιπά αποθεματικά	87,811.82	97,137.82	110,581.82	116,807.82	118,260.55	118,260.55
Αποτελέσματα εις νέον	1,613,742.87	1,780,442.40	2,023,670.06	2,138,501.10	2,116,598.25	2,112,071.30
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	2,944,034.69	3,120,060.22	3,376,731.88	3,497,788.92	3,477,338.80	3,472,811.85
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων	5,373,081.84	5,746,912.00	6,135,126.54	5,426,526.24	5,899,830.82	6,007,858.00
Control συμφωνίας	-	-	-	-	-	-

Πίνακας 12

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Καθαρές πωλήσεις	2,982,002.83	3,618,816.55	3,891,560.38	3,132,620.45	3,074,313.04	2,880,446.56
Κόστος πωληθέντων	(2,279,361.38)	(2,643,550.33)	(2,780,458.88)	(1,596,813.48)	(1,790,442.45)	(1,204,323.71)
Μεικτά κέρδη	702,641.45	975,266.22	1,111,101.50	1,535,806.97	1,283,870.59	1,676,122.85
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	11,514.28	9,942.84	9,942.84	9,942.84	10,874.92	11,142.84
Έξοδα διοίκησης	(258,119.07)	(693,150.85)	(690,973.59)	(1,150,740.35)	(1,274,614.08)	(1,708,528.55)
Έξοδα διάθεσης	(10,656.07)	(23,817.59)	(26,716.63)	(22,440.86)	(19,805.18)	(17,947.70)
Λειτουργικά αποτελέσματα (EBIT)	445,380.59	268,240.62	403,354.12	372,568.60	326.25	(39,210.56)
Έκτακτα έσοδα		13,272.88	4,143.78	23,507.20		5,108.44
Έσοδα από προβλέψεις προηγούμενων χρήσεων				51,720.70		
Έκτακτα έξοδα	(53,648.71)	(16,236.63)	(16,056.40)	(25,078.07)	(6,997.08)	(12,569.53)
Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους	(14,517.00)	(18,094.00)	(19,109.70)	(303,240.18)		
Πιστωτικοί τόκοι & συναφή έσοδα	51,940.27	51,871.47	51,772.14	51,707.96	51,575.47	51,578.52
Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έξοδα	(72,365.87)	(65,908.76)	(57,724.86)	(1,325.01)	(3,982.75)	(1,780.75)
Έξοδα προηγούμενων χρήσεων			(631.09)			
Αποτελέσματα προ φόρων	356,789.28	233,145.58	365,747.99	169,861.20	40,921.89	3,126.12
Φόροι εισοδήματος	(88,305.88)	(57,120.05)	(106,688.33)	(47,204.16)	(7,097.23)	(7,653.07)
Λοιπιά μη ενσ/μένοι στο λειτ. Κόστος φόροι	(570.00)		(2,388.00)	(1,600.00)		
Αποτελέσματα χρήσης	267,913.40	176,025.53	256,671.66	121,057.04	33,824.66	(4,526.95)

Πίνακας 13

Από το 2011 ο κύκλος εργασιών παρουσιάζει ανοδική πορεία έως το 2013 ενώ από το 2013 έως και το 2016 ο κύκλος εργασιών παρουσιάζει καθοδική πορεία, ενώ το μεικτό περιθώριο κέρδους από το 2011 έως το 2013 διαμορφώνεται κατά μέσο όρο στο 26,35% και από το 2014 έως και το 2016 διαμορφώνεται κατά μέσο όρο στο 49,66% γεγονός που μπορεί να σχετίζεται με την αύξηση του λογαριασμού «έξοδα διοίκησης» που καταγράφει άνοδο κατά 66,6%. Ο δανεισμός της εταιρίας είναι σταθερός και εξυπηρετείται. Μοναδικό πρόβλημα της εταιρίας είναι οι υψηλές απαιτήσεις που συγκεντρώνει από πελάτες και λοιπές βραχυχρόνιες απαιτήσεις. Τα ίδια κεφάλαια είναι ενισχυμένα ενώ η εταιρία κάθε χρόνο καταγράφει πτώση στην κερδοφορία της.

6.5.2 ΕΞΑΓΩΓΗ ΚΥΡΙΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ 2011 – 2016

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Ρευστότητας						
Κεφάλαιο Κίνησης	615,785.84	577,193.22	731,529.84	784,138.21	732,064.49	641,653.97
Συντελεστής Ρευστότητας	1.25	1.22	1.27	1.41	1.30	1.25
Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων	1.02	1.16	1.18	1.20	1.06	0.95
Μέση Διάρκεια Παραμονής Απαιτήσεων	359.52	315.21	310.22	304.34	345.66	385.95
Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων	-	-	-	-	-	-
Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων	-	-	-	-	-	-
Κεφάλαιο Κίνησης προς σύνολο Ενεργητικού	11.46%	10.04%	11.92%	14.45%	12.41%	10.68%
2. Κερδοφορίας						
ROTA	4.99%	3.06%	4.18%	2.23%	0.57%	-0.08%
ROE	9.10%	5.64%	7.60%	3.46%	0.97%	-0.13%
ROS	8.98%	4.86%	6.60%	3.86%	1.10%	-0.16%
ROWC	43.51%	30.50%	35.09%	15.44%	4.62%	-0.71%
Κέρδη εις νέο προς σύνολο Ενεργητικού	30.03%	30.98%	32.98%	39.41%	35.88%	35.16%
EBIT προς σύνολο Ενεργητικού	8.29%	4.67%	6.57%	6.87%	0.01%	-0.65%
3. Φερεγγυότητας						
DTE	82.51%	84.19%	81.69%	55.14%	69.67%	73.00%
DR	45.21%	45.71%	44.96%	35.54%	41.06%	42.20%
TIE	6.15	4.07	6.99	281.18	0.08	-22.02
Κεφάλαια (equity) προς σύνολο υποχρεώσεων	1.2120	1.1878	1.2242	1.8135	1.4354	1.3699

Πίνακας 14

6.6 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Οι δείκτες ρευστότητας μετρούν την ικανότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η χρηματοοικονομική θέση θεωρείται ότι είναι ισχυρή, όταν η επιχείρηση έχει την ικανότητα να ικανοποιεί απρόσκοπτα τους βραχυπρόθεσμους πιστωτές της και διατηρεί συνθήκες οι οποίες της εξασφαλίζουν την ευνοϊκή πιστοληπτική της κατάσταση. Η Ικανότητα αυτή της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της χρησιμοποιώντας στοιχεία του ενεργητικού που μπορούν να μετατραπούν σε μετρητά εντός της περιόδου λήξης των υποχρεώσεων. Ο δείκτης ρευστότητας χαρακτηρίζει και την επιχειρηματική προσωπικότητα της επιχείρησης αν είναι δηλαδή επιθετική ή συντηρητική. Τέλος, δείχνει αν η επιχείρηση δύναται να αντιμετωπίσει μια ανεπιθύμητη εξέλιξη στη ροή του κεφαλαίου κίνησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ

Κεφάλαιο Κίνησης = Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Ο αριθμοδείκτης του Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης δείχνει το ύψος των κυκλοφοριακών στοιχείων μιας επιχείρησης που απομένει αν υποτεθεί ότι εξοφλούνται όλες οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Συνεπώς παρέχει ένδειξη του βαθμού ικανότητας της επιχειρήσεως να ανταποκρίνεται στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της, με τη προϋπόθεση ότι κατά τη μετατροπή των κυκλοφοριακών στοιχείων σε ρευστά δεν προκύπτει κέρδος ή ζημιά. Το Κυκλοφορούν Κεφάλαιο Κίνησης προκύπτει αν από το Κυκλοφορούν Ενεργητικό αφαιρεθούν οι Βραχυχρόνιες Υποχρεώσεις.

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

Από τον Πίνακα 3 παρατηρούμε ότι η εταιρία από το 2006 έως το 2009 αυξάνει σημαντικά το κεφάλαιο κίνησης, ενώ από το 2010 αρχίζει να κινείται καθοδικά μέχρι και το 2016. Βέβαια η εταιρία δεν αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας καθώς στην ίδια θέση βρισκόταν και το 2006 – 2007 και σύμφωνα με τα στοιχεία των αριθμοδεικτών του πίνακα η εταιρία κατάφερε να αυξήσει το Κεφάλαιο Κίνησης περίπου κατά 2,8 φορές από το 2006 έως το 2009. Άρα η σημαντική αυτή πτώση δεν θέτει σε κίνδυνο την ικανότητα της να ικανοποιεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Ο κίνδυνος αυτός θα υπάρξει μόνο αν συνεχίσει να αυξάνει τις απαιτήσεις από τους πελάτες της όπως φαίνεται από το 2013 έως το 2016 ή αδυνατεί να εισπράξει τις απαιτήσεις της.



Γράφημα 1

LAMDA DEVELOPMENT A.E.

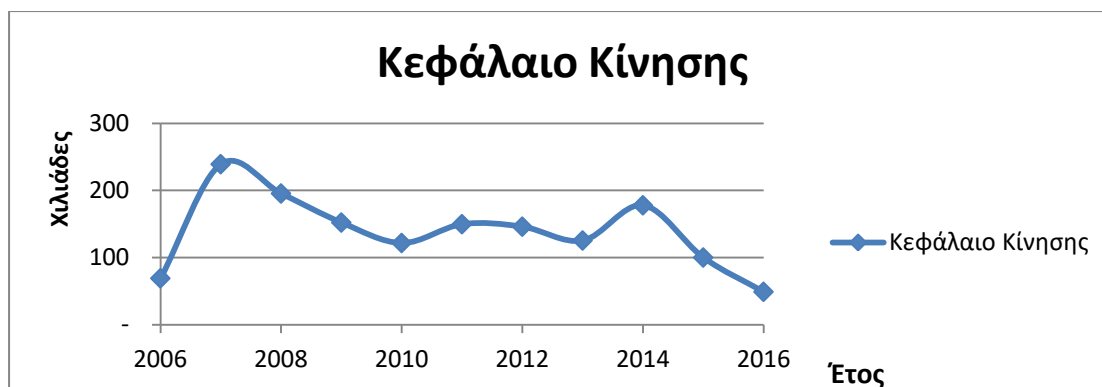
Από τον Πίνακα 6 παρατηρούμε ότι η εταιρία διαχρονικά έχει διακυμάνσεις στο Κεφάλαιο Κίνησης, οι οποίες οφείλονται κυρίως στις διακυμάνσεις των Κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού. Το 2008 ήταν υψηλότερο κατά 0,67 φορές σε σχέση με το 2016, επειδή όμως η εταιρία έχει προχωρήσει σε ανάλογη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της δεν υπάρχει κανένας κίνδυνος στην ικανότητα της εξυπηρετεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και εν συνεχεία την εύρυθμη λειτουργία της.



Γράφημα 2

GRIVALIA PROPERTIES A.E.E.A.Π.

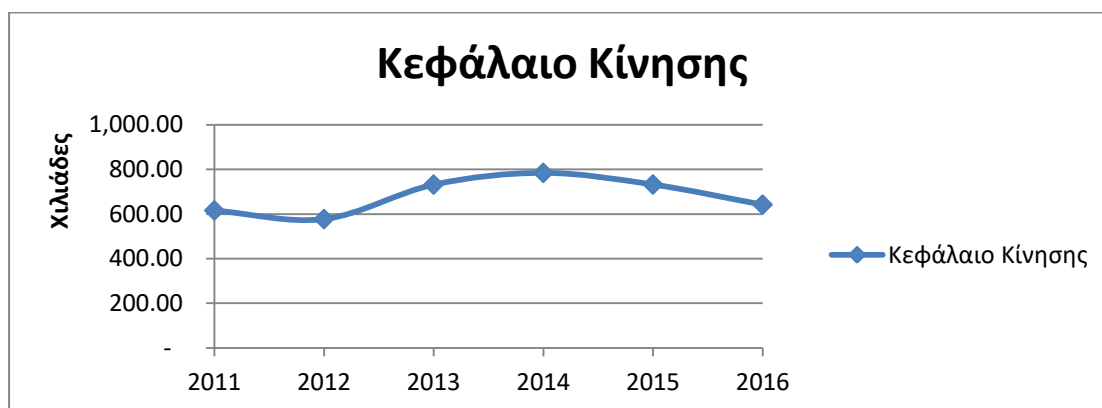
Από τον Πίνακα 9 παρατηρούμε ότι η εταιρία από το 2008 έως το 2016 έχει μειώσει συνολικά το Κεφάλαιο Κίνησης κατά 2,97 φορές. Η εταιρία τα περισσότερα χρόνια ενώ παρουσιάζει μια σταθερή μείωση των Κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού και ιδιαίτερα το 2016 με μεγάλη πτώση από το 2015 των χρηματικών διαθέσιμων, παράλληλα ορισμένες χρονιές παρουσιάζει πολύ υψηλές βραχυχρόνιες υποχρεώσεις όπως το 2010 και το 2013 με την αποπληρωμή μεγάλων δανειακών υποχρεώσεων. Βέβαια η σταθερή πορεία της εταιρίας δείχνει πως οι κινήσεις αυτές είναι προγραμματισμένες και δεν διατρέχει κίνδυνος στην ικανότητα της εξυπηρετεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.



Γράφημα 3

ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

Από τον Πίνακα 12 παρατηρούμε ότι η εταιρία από το 2011 έως και το 2016 δεν έχει μεταβάλλει το Κεφάλαιο Κίνησης και παρουσιάζει σταθερή πορεία τόσο στα Κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού όσο και των Βραχυχρόνιων Υποχρεώσεων της. Η εταιρία το 2014 και το 2015 προσπαθεί να μειώσει τις απαιτήσεις που έχει από πελάτες της το 2016 οι απαιτήσεις αυξάνονται ξανά σχεδόν στα επίπεδα του 2013. Κίνδυνος υπάρχει μόνο στην περίπτωση που συνεχίσει να αυξάνει τις απαιτήσεις ή αδυνατεί να τις εισπράξει καθώς μεγάλο μέρος των Βραχυχρόνιων Υποχρεώσεων αφορούν αποπληρωμή δανεισμού η οποία είναι και ιδιαιτέρως υψηλή για το κύκλο εργασιών της εταιρίας.



Γράφημα 4

ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Συντελεστής Ρευστότητας = Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθ. Υποχρεώσεις

Ο αριθμοδείκτης Ρευστότητας δείχνει το μέτρο ρευστότητας μιας επιχείρησης και τα περιθώρια ασφάλειας, ώστε αυτή να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στην πληρωμή των καθημερινών απαραίτητων υποχρεώσεων. Όσο πιο προβλέψιμες είναι οι εισροές χρημάτων μιας επιχείρησης τόσο είναι γενικότερα αποδεκτός ένας πιο χαμηλός δείκτης αν και αυτός είναι σε συνάρτηση κυρίως του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση.

Ο δείκτης αυτός πρέπει να λαμβάνει τιμές > 1. Όσο πιο μεγάλος ο δείκτης τόσο μεγαλύτερο το «περιθώριο ασφάλειας» των βραχυπρόθεσμων δανειστών της επιχείρησης. Ένας δείκτης 2 θεωρείται πολύ καλός.

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

Από τον Πίνακα 3 παρατηρούμε ότι η εταιρία διαχρονικά διαθέτει ικανή ρευστότητα να ανταποκριθεί στην πληρωμή των καθημερινών απαραίτητων υποχρεώσεων της.

Ο χαμηλότερος δείκτης παρατηρείται το 2016 όπου ήταν 1,37 ενώ το 2008 ήταν 1,7 σημαντικά καλύτερος. Βέβαια και οι 2 αυτές χρονιές δεν διαφέρουν σημαντικά από τον μέσο όρο του συντελεστή διαχρονικά που είναι στο 1,61. Ακόμα και στην περίοδο με τον υψηλότερο κύκλο εργασιών η εταιρία διατηρεί σταθερό τον Συντελεστή Ρευστότητας, γεγονός που αποδεικνύει ότι γνωρίζει τις εισροές χρημάτων και προγραμματίζει την πληρωμή των καθημερινών υποχρεώσεων. Επειδή ο ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε. αναλαμβάνει την κατασκευή και διαχείριση έργων μεγάλης κλίμακας είναι λογικό να υπάρχουν προγραμματισμένες εισροές χρημάτων (προκαταβολή για την εκκίνηση ενός έργου ή καθορισμένες τμηματικές δόσεις έως την ολοκλήρωση του έργου), άρα ο χαμηλός συντελεστής του 2016 είναι αποδεκτός.

LAMDA DEVELOPMENT A.E.

Από τον Πίνακα 6 παρατηρούμε ότι η εταιρία κάποιες χρονιές έχει υψηλό και κάποιες χρονιές χαμηλό δείκτη ρευστότητας. Εκτός από το 2013 που ήταν σημαντικά χαμηλός τις υπόλοιπες χρονιές ο δείκτης είναι μεγαλύτερος του 2 άρα η εταιρία έχει σημαντικό περιθώριο ασφάλειας. Το 2016 ήταν 3,85 ενώ το 2008 ήταν 2,64.

GRIVALIA PROPERTIES A.E.E.A.Π.

Από το Πίνακα 9 παρατηρούμε ότι η εταιρία από το 2006 έως και το 2016 δεν έχει σταθερό συντελεστή ρευστότητας αν και όλες τις χρονιές που εξετάζουμε ο δείκτης είναι μεγαλύτερος από 2 που θεωρείται πολύ καλός. Το 2016 ήταν 3,11 ενώ το 2008 ήταν 12,81 εξαιρετικά υψηλός. Αν και η εταιρία έχει σταθερές εισροές χρήματος από τις μισθώσεις που είναι η κύρια δραστηριότητα της, θα ήταν αποδεκτός και ένας αρκετά μικρότερος συντελεστής ρευστότητας.

ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

Από τον Πίνακα 10 παρατηρούμε ότι η εταιρία το 2011 και το 2016 έχει ακριβώς τον ίδιο συντελεστή ρευστότητας στο 1,25. Ο συντελεστής είναι χαμηλός για την μη προβλεψιμότητα των χρηματικών εισροών που έχει η επιχείρηση.

ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων = Πωλήσεις / Απαιτήσεις

Συμπληρωματικά: 365 / Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων

Ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων καταδεικνύει αν οι απαιτήσεις μιας επιχείρησης είναι πολύ μεγάλες σε σύγκριση με τις πωλήσεις της. Ανάλογος με τη ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων είναι ο χρόνος δέσμευσης των απαιτήσεων. Μεγάλη ταχύτητα στην είσπραξη των απαιτήσεων σημαίνει μικρότερη πιθανότητα ζημιάς από επισφαλείς πελάτες. Η παρακολούθηση της τάσης είναι διαχρονικά χρήσιμη για την αξιολόγηση της ποιότητας και της ρευστότητας των απαιτήσεων.

Το αποτέλεσμα του δείκτη ερμηνεύεται σε ημέρες. Για να προσδιοριστεί ο αριθμοδείκτης διαιρούμε τις πωλήσεις με τις απαιτήσεις της επιχείρησης όπως αυτές προκύπτουν από τα λογιστικά βιβλία.

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

Για το έτος 2016 ο δείκτης είναι 1,66. Άρα οι απαιτήσεις της επιχείρησης εισπράττονται μέσα στο έτος 1,66 φορές. Ενώ το 2008 ήταν 1,54. Από τον δείκτη αυτό και σε συνδυασμό με τα στοιχεία των καθαρών πωλήσεων, καταλαβαίνουμε ότι η εταιρία από το 2008 έως και το 2016 προσπαθεί να μειώσει τις απαιτήσεις από τους πελάτες της ώστε να μειώσει την πιθανότητα ζημιάς από επισφαλείς πελάτες.

Η Μέση Διάρκεια Παραμονής των Απαιτήσεων έχει μειωθεί κατά 20 ημέρες από τις 236 το 2008 στις 216 το 2016.

LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.

Για το έτος 2016 ο δείκτης είναι 1,68. Άρα οι απαιτήσεις της επιχείρησης εισπράττονται μέσα στο έτος 1,68 φορές. Ενώ το 2008 ήταν 0,64. Η διαφορά αυτή οφείλεται στο ότι η επιχείρηση έχει μειώσει σημαντικά τις απαιτήσεις της.

Η Μέση Διάρκεια Παραμονής των Απαιτήσεων έχει μειωθεί κατά 349 ημέρες από τις 567 το 2008 στις 218 το 2016.

GRIVALIA PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π.

Για το έτος 2016 ο δείκτης είναι 5,89. Άρα οι απαιτήσεις της επιχείρησης εισπράττονται μέσα στο έτος 5,89 φορές. Ενώ το 2008 ήταν 4,97. Η διαφορά αυτή οφείλεται στο ότι η επιχείρηση έχει αυξήσει των κύκλο εργασιών της 56,27% και έχει κρατήσει στα ίδια επίπεδα τις απαιτήσεις της.

Η Μέση Διάρκεια Παραμονής των Απαιτήσεων έχει μειωθεί κατά 11,56 ημέρες από τις 73,5 το 2008 στις 61,94 το 2016.

ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

Για το έτος 2016 ο δείκτης είναι 0,95. Άρα οι απαιτήσεις της επιχείρησης εισπράττονται μέσα στο έτος 0,95 φορές. Ενώ το 2008 ήταν 1,02.

Η Μέση Διάρκεια Παραμονής των Απαιτήσεων έχει αυξηθεί κατά 23,43 ημέρες από τις 359,52 το 2008 στις 385,95 το 2016. Σε σύγκριση με τις προφερόμενες επιχειρήσεις του κλάδου η εταιρία έχει πολύ μικρό συντελεστή Κυκλοφοριακής Ταχύτητας των Απαιτήσεων και είναι η μοναδική που αύξησε τις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων εν μέσω οικονομικής κρίσης.

ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων = Κόστος Πωληθέντων / Αποθέματα

Συμπληρωματικά: 365 / Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων

Ο αριθμοδείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων επιτρέπει να δούμε πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της μέσα στη χρήση. Χρησιμοποιείται δηλαδή για να διαπιστωθεί η ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα διατέθηκαν και αντικαταστάθηκαν κατά τη διάρκεια της χρήσης. Αν διαιρέσουμε τις συνολικές ημέρες του έτους (365) με τον αριθμό αυτόν διαπιστώνουμε τον αριθμό που παρέμειναν τα αποθέματα στην επιχείρηση μέχρι να πωληθούν. Όταν ο δείκτης είναι χαμηλός ή μειώνεται σημαίνει πως υπάρχουν δυσκολίες στην πώληση των προϊόντων, δεν γίνεται ικανοποιητικός έλεγχος αποθεμάτων, είναι ελλιπής και τέλος υπάρχουν υψηλά αποθέματα είτε λόγω συγκεκριμένου σκοπού είτε λόγω συγκυρίας. Βέβαια ο δείκτης εξαρτάται από κλάδο σε κλάδο από επιχείρηση σε επιχείρηση και πάντα λαμβάνουμε υπόψη μας πιθανή εποχικότητα των προϊόντων. Ο δείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων εμφανίζεται από τη διαίρεση του κόστους πωληθέντων με τα αποθέματα.

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

Για το 2016 ο δείκτης είναι 39,35. Άρα τα αποθέματα της επιχείρησης ανανεώνονται μέσα στο έτος 39,35 φορές. Ενώ το 2008 ήταν 17,18. Από τον δείκτη αυτό και σε συνδυασμό με τα στοιχεία του κόστους πωληθέντων, καταλαβαίνουμε ότι η εταιρία θέλει να μειώσει τα απόθετα της. Παρακολουθώντας διαχρονικά τα στοιχεία του αριθμοδείκτη η εταιρία δεν είχε ποτέ σημαντικά αποθέματα και αυτό έχει να κάνει με το είδος της δραστηριότητας της.

Το 2016 η Μέση Διάρκεια Παραμονής των αποθεμάτων ήταν 9,28 ημέρες, ενώ η μεγαλύτερη διάρκεια παραμονής ήταν το 2008 με 20,64 ημέρες. Άρα η επιχείρηση δεν αντιμετωπίζει κανένα πρόβλημα γιατί τα αποθέματα ήταν πάντα μικρά και αυτό οφείλεται στην δραστηριότητα της που δεν απαιτεί ύπαρξη αποθεμάτων.

LAMDA DEVELOPMENT A.E.

Για το 2016 ο δείκτης είναι 0,18. Άρα τα αποθέματα της επιχείρησης ανανεώνονται μέσα στο έτος 0,18 φορές. Ενώ το 2008 ήταν 0,59. Από τον δείκτη αυτό καταλαβαίνουμε ότι η επιχείρηση δεν ανανεώνει τα αποθέματα της, τα οποία ακολουθούν κάθε χρόνο την πορεία του κύκλου εργασιών της, δηλαδή αυξάνονται ή μειώνονται αντίστοιχα.

Το 2016 η Μέση Διάρκεια Παραμονής των αποθεμάτων ήταν 2022,27 ημέρες, ενώ το 2008 ήταν 617,58 ημέρες. Δηλαδή η μέση διάρκεια αυξήθηκε κατά 1404,69 ημέρες.

GRIVALIA PROPERTIES A.E.E.A.Π.

Δεν υπάρχουν αποθέματα.

ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

Δεν υπάρχουν αποθέματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Δείκτης Κεφαλαίου Κίνησης = (Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού) * 100

Ο αριθμοδείκτης δείχνει το ύψος των κυκλοφοριακών στοιχείων μιας επιχείρησης που απομένει αν υποθεθεί ότι εξοφλούνται όλες οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας. Συνεπώς παρέχει ένδειξη του βαθμού ικανότητας της επιχειρήσεως να ανταποκρίνεται στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της ως προς το σύνολο των περιουσιακών της στοιχείων.

Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον Πίνακα των Αριθμοδεικτών της κάθε εταιρίας και δεν χρίζουν περαιτέρω ανάλυση, καθώς πρόκειται για μια πρόσθετη πληροφορία, αφού η βασική ενημέρωση για την ικανότητα των εταιριών να ανταποκρίνεται στις Βραχυχρόνιες Υποχρεώσεις της έχει αναπτυχτεί παραπάνω.

6.7 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ

Όλες οι επιχειρήσεις έχουν ως βασικό σκοπό το κέρδος. Κατά συνέπεια οι ενδιαφερόμενοι δίνουν μεγάλη σημασία στο ποσό αποδοτική υπήρξε η επιχείρηση από απόψεως κερδών, καθώς και ποιες είναι οι προοπτικές της για το μέλλον (Δ. Βασιλείου, & Χ. Αλεξιάκη, 2008).

ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΣΥΝΟΛΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

ROTA (Return on Total Assets) = (Καθαρά Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού) * 100

Η Αποδοτικότητα του Συνόλου Ενεργητικού παρέχει σε μια εταιρία την απαραίτητη υποδομή για να προσφέρει ικανοποιητική απόδοση κεφαλαίου. Μια εταιρία χωρίς καλή Αποδοτικότητα Συνόλου Ενεργητικού είναι σχεδόν αδύνατο να δημιουργήσει ικανοποιητική Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων.

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

Για το έτος 2016 η Αποδοτικότητα Συνόλου του Ενεργητικού ήταν -2,5%. Δηλαδή η εταιρία παράγει ζημιά ίσες με το 2,5% του συνόλου των περιουσιακών της στοιχείων. Ενώ το 2008 ήταν 3,58%, δηλαδή η εταιρία παρήγαγε καθαρό κέρδος ίσο με το 3,58% του συνόλου των περιουσιακών της στοιχείων. Από τον Πίνακα 1 παρουσιάζεται διαχρονικά η πτώση του αριθμοδείκτη από το 2007 έως το 2016. Αυτό

σημαίνει πως κάθε χρόνο η αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας μειώνεται. Επίσης η εταιρία από το 2013 έως το 2016 κλείνει τη χρήση της με ζημιά.

LAMDA DEVELOPMENT A.E.

Για το έτος 2016 η Αποδοτικότητα Συνόλου του Ενεργητικού ήταν -0,45%. Δηλαδή η εταιρία παράγει ζημιά ίσες με το 0,45% του συνόλου των περιουσιακών της στοιχείων. Ενώ το 2008 ήταν 5,55%, δηλαδή η εταιρία παρήγαγε καθαρό κέρδος ίσο με το 5,55% του συνόλου των περιουσιακών της στοιχείων. Από τον Πίνακα 4 παρατηρούμε ότι ο δείκτης ROTA μειώνεται κάθε έτος από το 2007 έως το 2012, ενώ από το 2013 έως το 2016 η αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας βελτιώνεται. Επίσης η εταιρία από το 2010 έως το 2016 κλείνει τη χρήση της με ζημιά.

GRIVALIA PROPERTIES A.E.E.A.Π.

Για το έτος 2016 η Αποδοτικότητα Συνόλου του Ενεργητικού ήταν 2,83%. Δηλαδή η εταιρία παράγει καθαρό κέρδος ίσο με το 2,83% του συνόλου των περιουσιακών της στοιχείων. Ενώ το 2008 ήταν 4,75%, δηλαδή η εταιρία παρήγαγε καθαρό κέρδος ίσο με το 4,75% του συνόλου των περιουσιακών της στοιχείων. Σημαντικό αποτελεί το γεγονός ότι η εταιρία δεν έχει κλείσει καμία χρονιά με ζημιά, σε αντίθεση με όλες τις υπόλοιπες εξεταζόμενες εταιρίες.

ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

Για το έτος 2016 η Αποδοτικότητα Συνόλου του Ενεργητικού ήταν -0,08%. Δηλαδή η εταιρία παράγει ζημιά ίση με το 0,08% του συνόλου των περιουσιακών της στοιχείων. Ενώ το 2011 ήταν 4,99%, δηλαδή η εταιρία παρήγαγε καθαρό κέρδος ίσο με το 4,99% του συνόλου των περιουσιακών της στοιχείων. Επίσης η εταιρία το 2016 κλείνει τη χρήση της με ζημιά.

ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

$ROE \text{ (Return on Equity)} = (\text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Ίδια Κεφάλαια}) * 100$

Ο αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων δείχνει την αποτελεσματικότητα με την οποία μια επιχείρηση χρησιμοποιεί τα κεφάλαια των ιδιοκτητών της, καθώς παρουσιάζει το μέγεθος των κερδών που δημιουργήθηκαν από τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι της επιχείρησης. Ο αριθμοδείκτης αυτός αποτελεί σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις των μετόχων.

Από τους ισολογισμούς των εταιριών παρατηρούμε ότι ο δείκτης ROE ακολουθεί πάντα την πορεία του δείκτη ROTA και $ROE > ROTA$.

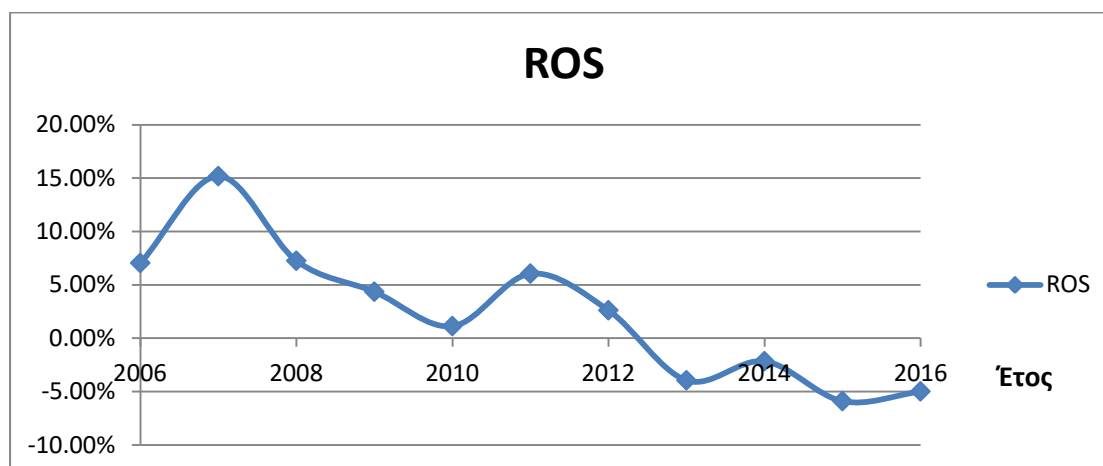
ΚΑΘΑΡΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ ΑΠΟ ΤΙΣ ΠΩΛΗΣΕΙΣ

$ROS \text{ (Return on Sales)} = (\text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Πωλήσεις}) * 100$

Ο αριθμοδείκτης Καθαρού Κέρδους δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που πετυχαίνει η οικονομική μονάδα από τις πωλήσεις της, δηλαδή μας πληροφορεί για το κέρδος που έχει από το σύνολο των δραστηριοτήτων της.

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

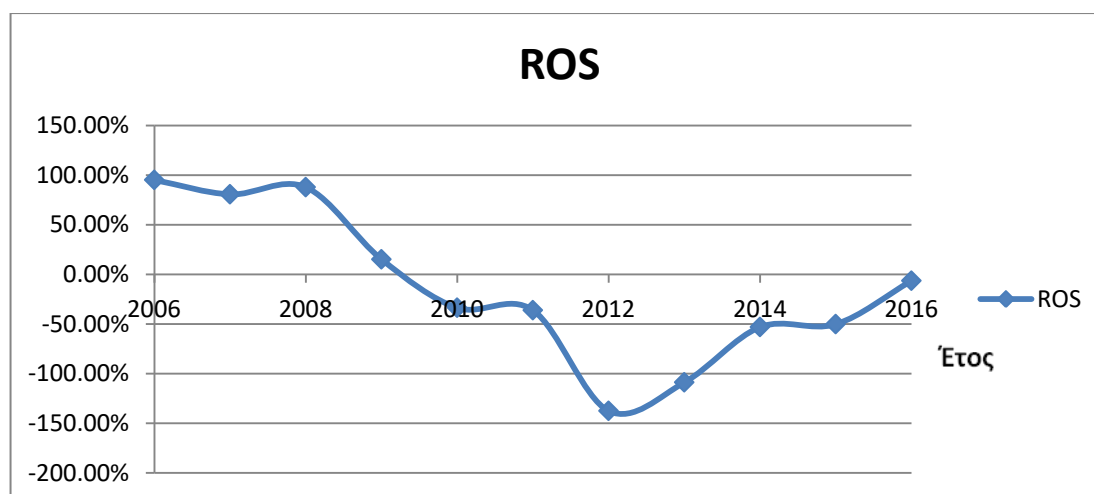
Για το έτος 2016 ο Δείκτης ROS είναι -4,98%. Παρόλο που η επιχείρηση πέτυχε τον υψηλότερο κύκλο εργασιών από το 2009, μεγαλύτερο και από το 2008 η χρήση έκλεισε με ζημιά και αυτό οφείλεται στο υψηλότερο κόστος πωληθέντων.



Γράφημα 5

LAMDA DEVELOPMENT A.E.

Για το έτος 2016 ο Δείκτης ROS είναι -6,47%. Η επιχείρηση είχε χαμηλότερο κύκλο εργασιών κατά 52% από το 2008 και υψηλότερο κόστος πωληθέντων κατά 16,21%.

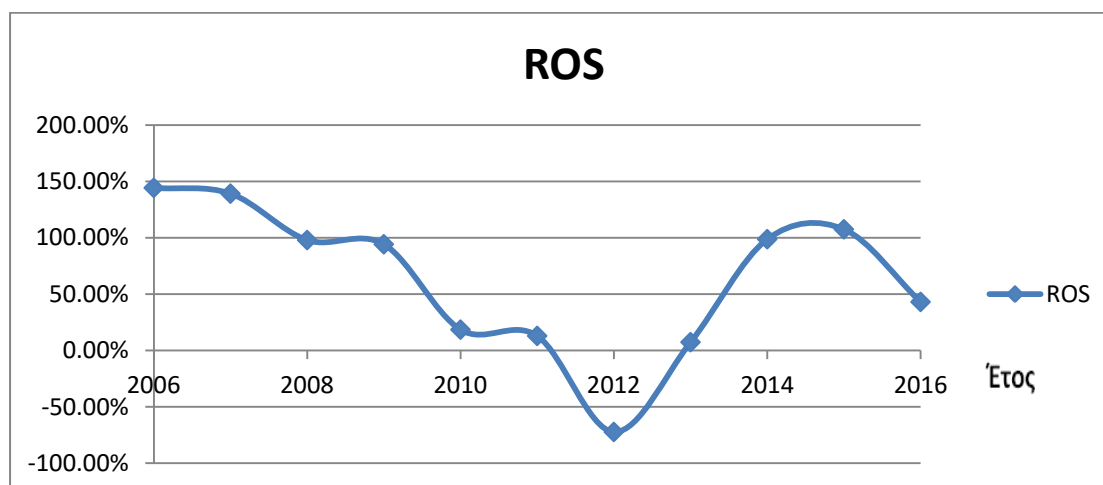


Γράφημα 6

GRIVALIA PROPERTIES A.E.E.A.Π.

Για το έτος 2016 ο δείκτης ROS είναι 43,12%. Η επιχείρηση είχε υψηλότερο κύκλο εργασιών κατά 56,27% από το 2008 ο δείκτης ROS όμως τότε ήταν 97,95%, δηλαδή εξαιρετικά μεγάλος καθώς σχεδόν το σύνολο του κύκλου εργασιών ήταν καθαρό

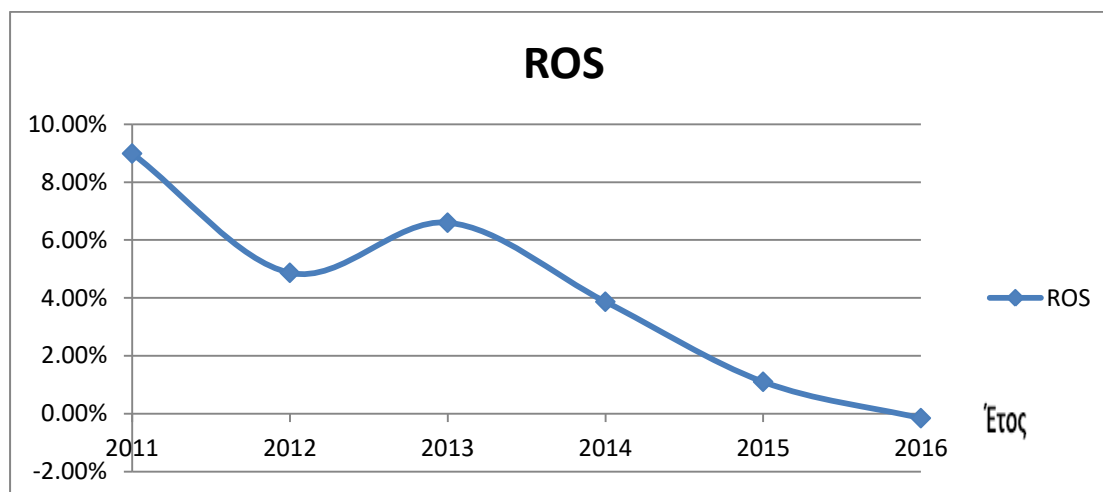
κέρδος. Από το 2006 έως το 2016 ο μέσος όρος του δείκτη ROS είναι 62,89% πολύ υψηλός όχι μόνο για τον κλάδο της αγοράς ακινήτων, αλλά και για το σύνολο των επιχειρήσεων στην οικονομία.



Γράφημα 7

ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

Για το έτος 2016 ο Δείκτης ROS είναι -0,16%. Η επιχείρηση είχε οριακά χαμηλότερο κύκλο εργασιών κατά 3,4% από το 2008, παράλληλα όμως είχε χαμηλότερο κόστος πωληθέντων κατά 34,63%. Ενώ ο κύκλος εργασιών δεν παρουσιάζει ιδιαίτερες μεταβολές η πτώση των κερδών από το 2011 έως το 2015 αλλά και η ζημιά για το 2016 οφείλεται στην αύξηση του λογαριασμού "Έξοδα Διοίκησης" ο οποίος έχει αυξηθεί σε 6 χρόνια κατά 561,91%.



Γράφημα 8

ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗ

Ο αριθμοδείκτης Καθαρών Κερδών προς το Κεφάλαιο Κίνησης δείχνει το ποσοστό των κερδών που υπάρχουν σε κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία εάν αφαιρεθούν οι βραχυχρόνιες υποχρεώσεις που έχει να καλύψει η επιχείρηση. Η ανάλυση του

αριθμοδείκτη είναι σημαντικός όταν η επιχείρηση έχει καθαρό κέρδος γιατί στην περίπτωση της ζημιάς δεν δίνει κάποιο σημαντικό αποτέλεσμα.

$ROWC$ (Return on Current Assets) = Καθαρά Κέρδη / Κεφάλαιο Κίνησης

Είναι η απόδοση επί των μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης.

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

Για το έτος 2016 ο δείκτης ROWC είναι -19,95% καθώς η χρήση έκλεισε με ζημιά. Ενώ το 2008 τα Καθαρά Κέρδη ήταν το 15,84% του Κεφαλαίου Κίνησης. Η επιχείρηση διαχρονικά έχει πολύ χαμηλό δείκτη ROWC. Το 2006 – 2007 ο δείκτης παρουσιάζει βελτίωση στη συνέχεια σταθερά φθίνει μέχρι και το 2016 και αυτό οφείλεται στις υψηλές απαιτήσεις που έχει από πελάτες όπως παρουσιάζει στον ισολογισμό της, στον Πίνακα 1.

LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.

Για το έτος 2016 ο δείκτης ROWC είναι -2,21% καθώς η χρήση έκλεισε με ζημιά. Ενώ το 2008 τα Καθαρά Κέρδη ήταν το 30,57% του Κεφαλαίου Κίνησης. Η επιχείρηση πριν την κρίση είχε πολύ υψηλό συντελεστή όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.

GRIVALIA PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π.

Για το έτος 2016 ο δείκτης ROWC είναι 53,85% καθώς η χρήση έκλεισε με ζημιά. Ενώ το 2008 τα Καθαρά Κέρδη ήταν το 19,66% του Κεφαλαίου Κίνησης. Από το 2006 έως και το 2016 η επιχείρηση ή θα εμφανίζει πολύ υψηλό δείκτη ROWC ή πολύ χαμηλό. Αυτό οφείλεται στις υψηλές βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της εταιρίας ορισμένες χρονιές, όπως αναλύθηκε πλήρως παραπάνω στο δείκτη του Κεφαλαίου Κίνησης και στο γράφημα 3.

ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

Από το 2011 έως το 2016 ο δείκτης ROWC σταθερά φθίνει καθώς η εταιρία μειώνει την κερδοφορία της, ενώ το κεφάλαιο κίνησης ακολουθεί την πορεία του κύκλου εργασιών.

ΚΕΡΔΗ ΕΙΣ ΝΕΟ ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το ποσοστό των κερδών που περνούν στην επομένη χρήση της εταιρίας προς των σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας. Ουσιαστικά είναι μια εσωτερική πηγή κεφαλαίων που προέρχεται από τα παρακρατηθέντα κέρδη που δεν έχουν διανεμηθεί στους μετόχους και χρησιμοποιούνται για την χρηματοδότηση νέων επενδύσεων.

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε. & LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.

Οι εταιρίες πριν το 2009 είχαν την τάση να συσσωρεύουν κέρδη για να μπορούν να χρηματοδοτούν νέες επενδύσεις. Από το 2010 τα κέρδη αυτά χρησιμοποιήθηκαν για να καλύψουν τις ζημιές που δημιουργούσαν, με αποτέλεσμα ο λογαριασμός «Κέρδη εις Νέον» να είναι αρνητικός. Ο ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε. κρατούσε μια σταθερή μερισματική πολιτική προς τους μετόχους και άφηνε λιγότερα χρήματα στην εταιρία, ενώ η LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε. από το 2006 δεν διένυμε μέρισμα και άφηνε τα κεφάλαια στη εταιρία.

GRIVALIA PROPERTIES A.E.E.A.Π.

Η GRIVALIA λόγω της ιδιαίτερης εταιρική μορφής που έχει είναι αναγκασμένη από το νόμο να ασκεί μερισματική πολιτική, οπότε δεν μπορούμε να εξετάσουμε τον δείκτη καθώς δεν είναι επιλογής της το ποσό των κερδών που θα περάσει στην επομένη χρήση από τον λογαριασμό «Κέρδη εις Νέον».

ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

Η εταιρία δεν δίνει μερίσματα στους μετόχους και όλα κατευθύνονται στην επομένη χρήση από τον λογαριασμό «Κέρδη εις Νέον». Η εταιρία από το 2011 έως και το 2016 παρουσιάζει υψηλό συντελεστή γιατί τα κέρδη μετατρέπονται σε ομόλογα στο μη κυκλοφορούν ενεργητικό.

EBIT ΠΡΟΣ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Είναι το ποσοστό του Λειτουργικού Αποτελέσματος Χρήσης προς το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Ο αριθμοδείκτης δείχνει την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

Σε όλες τις εξεταζόμενες εταιρίες ο δείκτης μειώνεται αισθητά και το γεγονός αυτό είναι σημαντικό καθώς τα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού κάθε χρόνο μειώνουν την απόδοσή τους. Άρα οι επιχειρήσεις του κλάδου έχουν δυσκολία να παράγουν λειτουργικά κέρδη.

6.8 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΦΕΡΕΓΓΥΟΤΗΤΑΣ

Στους αριθμοδείκτες φερεγγυότητας (solvency ratios) ή μακροπροθέσμων στοιχείων ισολογισμού (long term balance sheet) ανήκουν οι δείκτες των ξένων προς τα ίδια κεφάλαια όπως :

DTE (Debt to Equity) = Υποχρεώσεις / Ίδια Κεφάλαια

Οι πηγές ή σχέδιο κεφαλαίων αναφέρεται και ως προϋπολογισμός κεφαλαίων. Είναι ένα μέσο – μακροπρόθεσμο σχέδιο που προγραμματίζει το μέγεθος στη χρήση ιδίων και ξένων – δανειακών, κεφαλαίων.

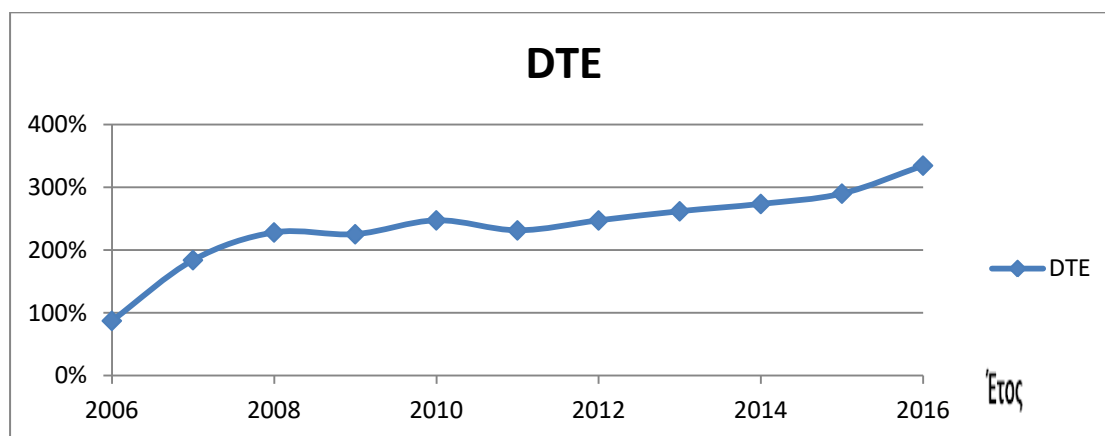
Οι επιχειρήσεις μέσω του σχεδίου αυτού προσπαθούν να διατηρούν σταθερή την σχέση μεταξύ του Δανεισμού (D) και των Ιδίων Κεφαλαίων (E) εντός κάποιων ορίων διακύμανσης οι οποίες ορίζουν ένα κανάλι εφικτών ή ανεκτών τιμών μόχλευσης

(leverage), αναλογίας ξένων ή δανειακών κεφαλαίων προς τα ίδια κεφάλαια. Οι περιπτώσεις είναι οι εξής:

- Σταθερή Σχέση $D/E = 1$
- Έντασης Χρέους $D/E > 1$
- Έντασης Κεφαλαίου $D/E < 1$

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

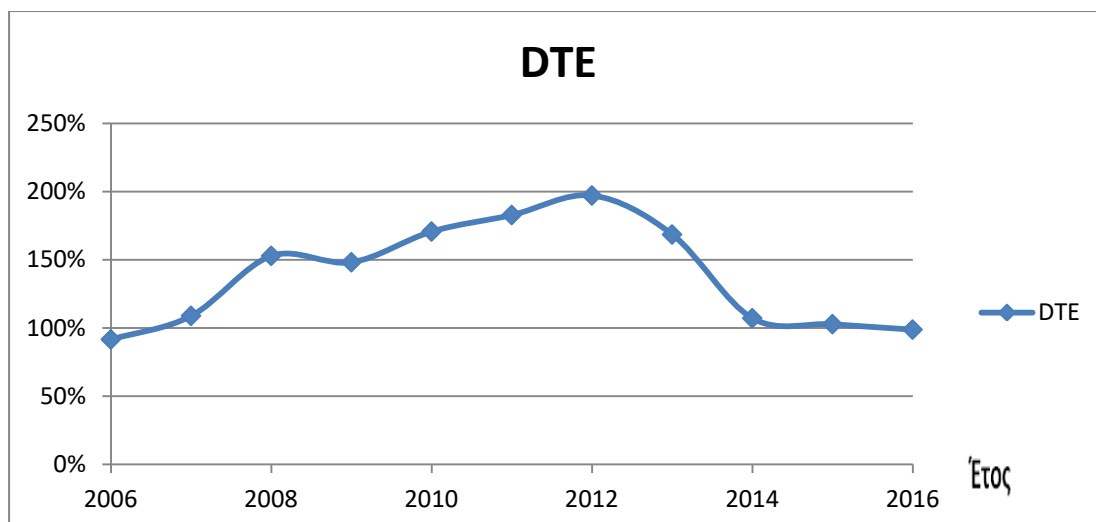
Για το έτος 2016 ο Δείκτης DTE είναι 334,62%, δηλαδή τα Ξένα προς τα Ίδια Κεφάλαια είναι 3,35 φορές υψηλότερα. Άρα η εταιρία έχει πολύ μεγάλο δανεισμό και βασίζεται στα Ξένα Κεφάλαια. Το 2008 ήταν 225,32% και μέχρι το 2016 ο δείκτης διαρκώς αυξάνεται. Χαμηλότερος ο δείκτης ήταν το 2006 στο 87,33%. Η εταιρία χαρακτηρίζεται έντασης χρέους.



Γράφημα 9

LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.

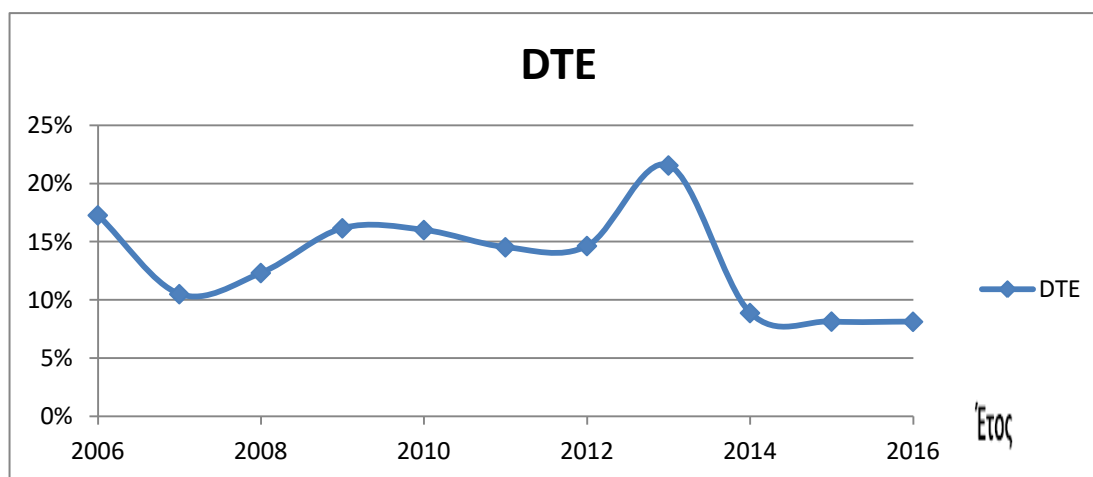
Για το έτος 2016 ο Δείκτης DTE είναι 98,85%, δηλαδή τα Ξένα προς τα Ίδια Κεφάλαια είναι περίπου ίδια. Άρα η εταιρία έχει δανεισμό όσα είναι και τα Ίδια Κεφάλαια. Το 2008 ήταν 152,89% και μέχρι το 2016 ο δείκτης διαρκώς μειώνεται καθώς το σύνολο των υποχρεώσεων της περιορίζεται σημαντικά. Από το 2008 έως το 2016 οι υποχρεώσεις έχουν μειωθεί στο μισό, ενώ τα Ίδια Κεφάλαια ενισχύονται από το 2013 από τους μετόχους μέσω της ενίσχυσης του Μετοχικού Κεφαλαίου. Για το 2016 εταιρία χαρακτηρίζεται έντασης κεφαλαίου.



Γράφημα 10

GRIVALIA PROPERTIES A.E.E.A.Π.

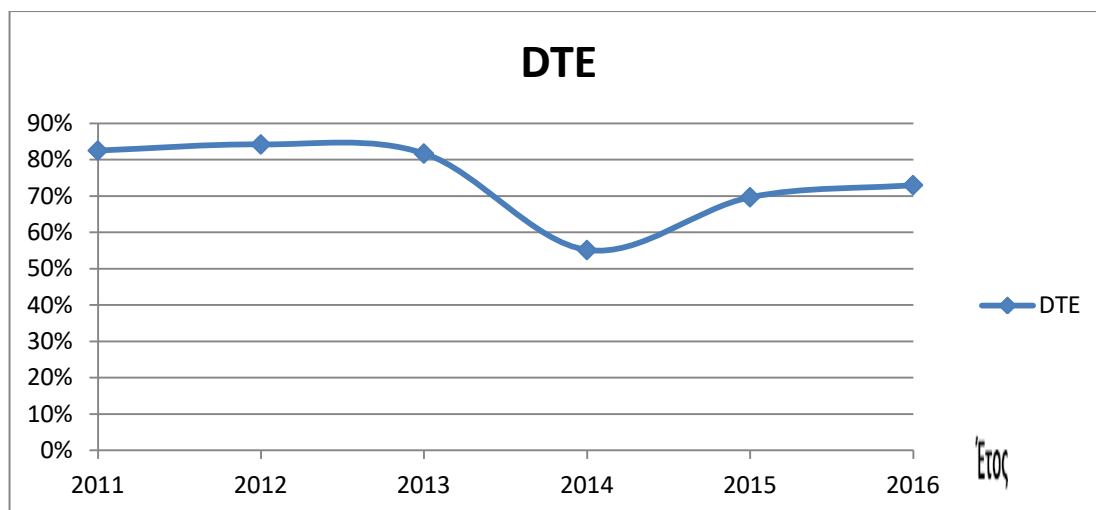
Για το έτος 2016 ο Δείκτης DTE είναι 8,13%. Το 2008 ήταν 12,32% και μέχρι το 2016 ο δείκτης διαρκώς μειώνεται καθώς το σύνολο των υποχρεώσεων της περιορίζεται σημαντικά ενώ τα Ίδια Κεφάλαια έχουν ενισχυθεί 2 φορές το 2007 και το 2013 από τους μετόχους και από το λογαριασμό «Κέρδη εις Νέον». Άρα η εταιρία δεν βασίζεται στο δανεισμό αλλά στα Ίδια Κεφάλαια. Η εταιρία χαρακτηρίζεται έντασης κεφαλαίου.



Γράφημα 11

ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

Για το έτος 2016 ο Δείκτης DTE είναι 73,00%. Το 2008 ήταν 82,51%. Άρα η εταιρία χαρακτηρίζεται έντασης κεφαλαίου.



Γράφημα 12

DR (Debt Ratio) = Υποχρεώσεις / Σύνολο Ενεργητικού

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

Για το έτος 2016 ο Δείκτης DR είναι 76,99%. Δηλαδή οι Υποχρεώσεις είναι 0,77 φορές το Σύνολο Ενεργητικού. Άρα η εταιρία έχει μεγάλο ποσοστό Υποχρεώσεων ως προς το Σύνολο των Περιουσιακών της στοιχείων. Το 2008 ήταν 69,53% και μέχρι το 2016 αυξάνεται διαρκώς.

LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.

Για το έτος 2016 ο Δείκτης DR είναι 49,71%. Δηλαδή οι Υποχρεώσεις είναι το μισό του Συνόλου των στοιχείων του Ενεργητικού. Το 2008 ήταν 60,46% και από το 2012 μέχρι το 2016 μειώνεται διαρκώς.

GRIVALIA PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π.

Για το έτος 2016 ο Δείκτης DR είναι 7,52%. Δηλαδή οι Υποχρεώσεις είναι πολύ μικρές προς το Σύνολο των στοιχείων του Ενεργητικού. Το 2008 ήταν 10,97%. Όλες τις χρονιές η επιχείρηση έχει πολύ χαμηλό δείκτη.

ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

Για το έτος 2016 ο Δείκτης DR είναι 42,20%. Το 2011 ήταν 45,21%. Η εταιρία έχει σταθερές Υποχρεώσεις προς το σύνολο των περιουσιακών της στοιχείων.

TIE (Times Interest Eamed) = EBIT / Καταβληθείς Τόκοι

Ένας αξιόλογος αριθμοδείκτης είναι αυτός που δείχνει πόσες φορές σε μία επιχείρηση κερδίζονται οι τόκοι έξοδα TIE δίνοντας εναλλακτικά το πόσες φορές μπορεί να αυξηθεί ο δανεισμός μίας επιχείρησης και η επιχείρηση να είναι σε θέση να τον εξυπηρετήσει.

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

Για το έτος 2016 ο Δείκτης ΤΙΕ είναι 0,47, δηλαδή η επιχείρηση μπορεί να αυξήσει και να εξυπηρετεί τον δανεισμό της κατά 0,47 φορές. Ενώ το 2008 η επιχείρηση μπορούσε να αυξήσει το δανεισμό της κατά 4,39.

LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.

Για το έτος 2016 ο Δείκτης ΤΙΕ είναι 1,23, δηλαδή η επιχείρηση μπορεί να αυξήσει και να εξυπηρετεί τον δανεισμό της κατά 1,23 φορές. Ενώ το 2008 η επιχείρηση μπορούσε να αυξήσει το δανεισμό της κατά 3,40.

GRIVALIA PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π.

Για το έτος 2016 ο Δείκτης ΤΙΕ είναι 20,38, δηλαδή η επιχείρηση μπορεί να αυξήσει και να εξυπηρετεί τον δανεισμό της κατά 20,38 φορές. Ενώ το 2008 η επιχείρηση μπορούσε να αυξήσει το δανεισμό της κατά 8,70.

ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

Για το έτος 2016 ο Δείκτης ΤΙΕ είναι -22,02, δηλαδή η επιχείρηση δεν μπορεί να αυξήσει τον δανεισμό της, επειδή έχει λειτουργική ζημιά. Η επιχείρηση όμως είναι σε θέση να εξυπηρετεί τον δανεισμό της γιατί έχει έσοδα από πιστωτικούς τόκους από χρεόγραφα. Το 2011 η επιχείρηση μπορούσε να αυξήσει το δανεισμό της κατά 6,15.

ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΠΡΟΣ ΣΥΝ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ = Ίδια Κεφάλαια / Συν. Υποχρεώσεων

Ο δείκτης είναι συμπληρωματικός διότι την ίδια πληροφορία αντλούμε και από τον αριθμοδείκτη DTE που αναλύθηκε παραπάνω.

6.9 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

<u>ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EQUITY TO ASSETS	53.38 %	35.21 %	30.47 %	30.74 %	28.79 %	30.17 %	28.79 %	27.63 %	26.77 %	25.64 %	23.01 %
LIABILITIES TO ASSETS	46.62 %	64.79 %	69.53 %	69.26 %	71.21 %	69.83 %	71.21 %	72.37 %	73.23 %	74.36 %	76.99 %
Σύνολο	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

Πίνακας 15

LAMDA DEVELOPMENT A.E.

<u>ΔΙΑΡΦΩΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EQUITY TO ASSETS	52.18 %	47.86 %	39.54 %	40.29 %	36.94 %	35.36 %	33.66 %	37.24 %	48.26 %	49.30 %	50.29 %
LIABILITIES TO ASSETS	47.82 %	52.14 %	60.46 %	59.71 %	63.06 %	64.64 %	66.34 %	62.76 %	51.74 %	50.70 %	49.71 %
Σύνολο	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

Πίνακας 16

GRIVALIA PROPERTIES A.E.E.A.Π.

<u>ΔΙΑΡΦΩΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EQUITY TO ASSETS	85.27 %	90.50 %	89.03 %	86.09 %	86.20 %	87.32 %	87.23 %	82.27 %	91.84 %	92.47 %	92.48 %
LIABILITIES TO ASSETS	14.73 %	9.50%	10.97 %	13.91 %	13.80 %	12.68 %	12.77 %	17.73 %	8.16%	7.53%	7.52%
Σύνολο	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

Πίνακας 17

ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

<u>ΔΙΑΡΦΩΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ</u>	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EQUITY TO ASSETS	54.79%	54.29%	55.04%	64.46%	58.94%	57.80%
LIABILITIES TO ASSETS	45.21%	45.71%	44.96%	35.54%	41.06%	42.20%
Σύνολο	1	1	1	1	1	1

Πίνακας 18

6.10 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ BOOK VALUE

Λογιστική αξία μιας επιχείρησης είναι ο συνολικός αριθμός των μετοχικών κεφαλαίων της.

Η λογιστική αξία μιας εταιρείας μπορεί να είναι υψηλότερη ή χαμηλότερη από την αγοραία αξία της, ενώ ονομάζεται αλλιώς:

- Καθαρή Θέση
- Αξία Εκκαθάρισης
- Καθαρό Ενεργητικό
- Ίδια Κεφάλαια

Η μέθοδος αυτή δεν χρησιμοποιείται για την αποτίμηση μιας επιχείρησης γιατί δεν βασίζεται στην κερδοφόρα δυναμικότητα της και η αξία των περιουσιακών στοιχείων αναφέρεται σε ιστορικές τιμές και όχι στην πραγματικότητα.

ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ

- ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ PER

Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει το ποσοστό των κερδών που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή. Ο αριθμοδείκτης αυτός μπορεί να αποτελεί έναν από τους πιο σημαντικούς στην χρηματοοικονομική ανάλυση αλλά είναι και παραπλανητικός καθώς είναι δύσκολο να ερμηνευτούν, αφού δεν έχουν όλες οι επιχειρήσεις τον ίδιο αριθμό μετοχών.

Ο δείκτης που απεικονίζει την αξία της επιχείρησης προκύπτει ως εξής:

$$\text{PER} = \text{Τιμή Μετοχής} / \text{Κέρδη ανά Μετοχή}$$

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \text{PER} * \text{Καθαρά Έσοδα}$$

- **ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ**

Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει το ποσοστό των κερδών που μοιράζονται στους μετόχους. Η πλειοψηφία των επιχειρήσεων έχουν σταθερή μερισματική πολιτική κάθε χρόνο προκειμένου να προσελκύει επενδύτες.

Ο δείκτης που απεικονίζει την αξία της επιχείρησης προκύπτει ως εξής:

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = (\text{Μέρισμα ανά Μετοχή} / \text{Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων}) * \text{Αριθμός Μετοχών}$$

ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ

Ως υπεραξία μιας επιχείρησης ορίζεται η διαφορά μεταξύ της συμφωνημένης τιμής πώλησης και της λογιστικής αξίας όπως προκύπτει από τα βιβλία της. Η υπεραξία αυτή μπορεί να προκύπτει από την υποτίμηση ή υπερτίμηση στοιχείων των απαιτήσεων ή υποχρεώσεων της ή στη φήμη και πελατεία που έχει αποκτήσει από τη δραστηριότητά της.

Η αξία της επιχείρησης προκύπτει ως εξής:

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \text{Καθαρό Ενεργητικό} + (3 * \text{Καθαρά Έσοδα})$$

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ BOOK VALUE

<u>ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΘΟΔΟΣ BOOK VALUE</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Σύνολο Ενεργητικού	1,450,030	3,275,429	3,880,186	4,095,551	4,306,788	4,358,581	4,354,057	4,162,762	4,169,522	4,021,906	3,878,608
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	518,170	920,423	1,252,507	1,159,492	1,304,611	1,206,118	1,422,178	1,153,269	1,235,332	1,315,344	1,317,345
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	157,794	1,201,788	1,445,237	1,677,132	1,762,463	1,837,450	1,678,165	1,859,117	1,817,962	1,675,333	1,668,841
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	774,066	1,153,218	1,182,442	1,258,927	1,239,714	1,315,013	1,253,714	1,150,376	1,116,228	1,031,229	892,422

Πίνακας 19

Το 2016 η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με την μέθοδο BOOK VALUE είναι 892.422 εκ. ευρώ, μειωμένη κατά 24,53% από το 2008.

ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ

• ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ PER

<u>I. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ PER</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Τιμή Μετοχής	8.46	9.80	4.28	5.15	3.35	1.21	1.92	3.18	2.13	1.45	1.09
Κέρδη ανά μετοχή	0.000318	0.000870	0.000791	0.000573	0.000115	0.000423	0.000187	(0.000284)	(0.000193)	(0.000524)	(0.000561)
PER (Price Earnings ratio)	26,569	11,261	5,411	8,995	29,059	2,863	10,269	(11,195)	(11,038)	(2,767)	(1,942)
Καθαρά Έσοδα (NET INCOME)	50,580	138,896	138,774	98,816	19,878	72,881	32,239	(48,980)	(33,275)	(90,363)	(96,797)
Αξία Επιχείρησης (Enterprise value)	1,343,845,620	1,564,119,200	750,968,800	888,884,850	577,643,850	208,641,510	331,067,520	548,330,580	367,278,030	250,024,950	187,949,790

Πίνακας 20

Το 2016 η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με την μέθοδο PER είναι 187.949,790 εκ. ευρώ, μειωμένη κατά 74,97% από το 2008.

• ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Η επιχείρηση δεν ακολουθεί σταθερή μερισματική πολιτική και δεν πραγματοποιεί διανομή κερδών στους μετόχους από το 2011, οπότε η αποτίμηση της αξίας της με την μέθοδο των μερισμάτων δεν μπορεί να υπολογιστεί.

ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ

<u>ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Σύνολο Ενεργητικού	1,450,030	3,275,429	3,880,186	4,095,551	4,306,788	4,358,581	4,354,057	4,162,762	4,169,522	4,021,906	3,878,608
Σύνολο βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	518,170	920,423	1,252,507	1,159,492	1,304,611	1,206,118	1,422,178	1,153,269	1,235,332	1,315,344	1,317,345
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	157,794	1,201,788	1,445,237	1,677,132	1,762,463	1,837,450	1,678,165	1,859,117	1,817,962	1,675,333	1,668,841
Καθαρό Ενεργητικό (NET ASSET)	774,066	1,153,218	1,182,442	1,258,927	1,239,714	1,315,013	1,253,714	1,150,376	1,116,228	1,031,229	892,422
Καθαρά Έσοδα	50,580	138,896	138,774	98,816	19,878	72,881	32,239	(48,980)	(33,275)	(90,363)	(96,797)
Αξία Επιχείρησης (Enterprise value)	925,806	1,569,906	1,598,764	1,555,375	1,299,348	1,533,656	1,350,431	1,003,436	1,016,403	760,140	602,031

Πίνακας 21

Το 2016 η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με την ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ είναι 602.031 εκ. ευρώ, μειωμένη κατά 62,34% από το 2008.

LAMDA DEVELOPMENT A.E.

ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ BOOK VALUE

<u>ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΘΟΔΟΣ BOOK VALUE</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Σύνολο Ενεργητικού	782,299	944,354	1,183,153	1,207,986	1,091,348	1,002,659	894,298	670,129	802,937	731,404	706,070
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	66,650	76,442	130,742	56,426	51,638	86,577	107,093	140,331	147,035	52,646	50,560
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	307,416	415,898	584,551	664,841	636,581	561,541	486,199	280,243	268,380	318,152	300,440
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	408,233	452,014	467,860	486,719	403,129	354,541	301,006	249,555	387,522	360,606	355,070

Πίνακας 22

Το 2016 η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με την μέθοδο BOOK VALUE είναι 355.070 εκ. ευρώ, μειωμένη κατά 24,11% από το 2008.

ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ

- ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ PER

<u>Ι. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ PER</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Τιμή Μετοχής	11.76	14.32	4.21	7.56	3.89	2.50	4.01	4.87	3.36	4.04	4.80
Κέρδη ανά μετοχή	0.00210	0.00159	0.00151	0.00031	(0.00068)	(0.00073)	(0.00244)	(0.00121)	(0.00040)	(0.00028)	(0.00004)
PER (Price Earnings ratio)	5,588	9,008	2,790	24,661	(5,692)	(3,437)	(1,646)	(4,029)	(8,342)	(14,371)	(116,906)
Καθαρά Έσοδα (NET INCOME)	92,651	70,062	65,617	12,659	(27,848)	(29,582)	(98,234)	(48,631)	(23,501)	(22,103)	(3,182)
Αξία Επιχείρησης (Enterprise value)	517,727,720	631,085,078	183,039,934	312,182,640	158,505,830	101,675,000	161,715,280	195,929,840	196,045,920	317,649,040	371,995,200

Πίνακας 23

Το 2016 η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με την μέθοδο PER είναι 371.995,200 εκ. ευρώ, αυξημένη κατά 103,23% από το 2008.

- ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Η επιχείρηση δεν ακολουθεί σταθερή μερισματική πολιτική και δεν πραγματοποιεί διανομή κερδών στους μετόχους από το 2010, γεγονός που οφείλεται στην μη ύπαρξη κερδών. Οπότε η αποτίμηση της αξίας της με την μέθοδο των μερισμάτων δεν μπορεί να υπολογιστεί.

ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ

<u>ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Σύνολο Ενεργητικού	782,299.00	944,354.00	1,183,153.00	1,207,986.00	1,091,348.00	1,002,659.00	894,298.00	670,129.00	802,937.00	731,404.00	706,070.00
Σύνολο βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	66,650.00	76,442.00	130,742.00	56,426.00	51,638.00	86,577.00	107,093.00	140,331.00	147,035.00	52,646.00	50,560.00
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	307,416.00	415,898.00	584,551.00	664,841.00	636,581.00	561,541.00	486,199.00	280,243.00	268,380.00	318,152.00	300,440.00
Καθαρό Ενεργητικό (NET ASSET)	408,233.00	452,014.00	467,860.00	486,719.00	403,129.00	354,541.00	301,006.00	249,555.00	387,522.00	360,606.00	355,070.00
Καθαρά Έσοδα	92,651.00	70,062.00	65,617.00	12,659.00	(27,848.00)	(29,582.00)	(98,234.00)	(48,631.00)	(23,501.00)	(22,103.00)	(3,182.00)
Αξία Επιχείρησης (Enterprise value)	686,186.00	662,200.00	664,711.00	524,696.00	319,585.00	265,795.00	6,304.00	103,662.00	317,019.00	294,297.00	345,524.00

Πίνακας 24

Το 2016 η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με την ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ είναι 345.524 εκ. ευρώ, μειωμένη κατά 48% από το 2008.

GRIVALIA PROPERTIES A.E.E.A.Π.

ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ BOOK VALUE

<u>ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΘΟΔΟΣ BOOK VALUE</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Σύνολο Ενεργητικού	418,823	774,581	809,142	843,839	811,091	779,283	718,739	765,354	929,900	951,461	933,314
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	8,625	21,635	16,552	19,805	47,783	13,929	21,263	70,322	16,123	18,377	23,227
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	52,796	51,756	71,980	97,445	64,138	84,920	70,502	65,385	59,730	53,280	46,962
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	357,402	701,190	720,610	726,589	699,170	680,434	626,974	629,647	854,047	879,804	863,125

Πίνακας 25

Το 2016 η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με την μέθοδο BOOK VALUE είναι 863.125 εκ. ευρώ, αυξημένη κατά 19,78% από το 2008.

ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ

- ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ PER

<u>1. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΕΡΔΩΝ PER</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Τιμή Μετοχής	17.020	9.100	5.580	8.300	5.950	3.800	4.900	8.080	7.570	7.370	7.660
Κέρδη ανά μετοχή	1.2829098	0.6118852	0.6299016	0.6508727	0.1353677	0.0938746	(0.4681114)	0.0457143	0.5206457	0.6120246	0.2616825
PER (Price Earnings ratio)	13.267	14.872	8.859	12.752	43.954	40.480	(10.468)	176.750	14.540	12.042	29.272
Καθαρά Έσοδα (NET INCOME)	31,303.000	37,325.000	38,424.000	39,603.000	8,100.000	5,652.000	(28,060.000)	2,736.000	49,995.000	61,973.000	26,437.000
Αξία Επιχείρησης (Enterprise value)	415,288.000	555,100.000	340,380.000	505,021.800	356,030.150	228,790.400	293,720.700	483,588.000	726,909.250	746,278.830	773,866.820

Πίνακας 26

Το 2016 η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με την μέθοδο PER είναι 773.866,820 εκ. ευρώ, αυξημένη κατά 127,35% από το 2008.

- ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

<u>2. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Μέρισμα ανά μετοχή	0.649754	0.267639	0.309934	0.521217	0.559052	0.386660	0.407053	-	0.189815	0.300003	0.305700
Κόστος ιδίων κεφαλαίων	1.28%	2.14%	2.02%	4.54%	3.78%	2.40%	3.84%	2.42%	0.73%	1.95%	2.20%
Αριθμός Μετοχών	24.400	61.000	61.000	60,846	59,837	60,208	59,943	59,850	96,025	101,259	101,027
Equity Value	1,238,593.750	762,897.196	935,940.594	698,546.256	884,973.545	970,000.000	635,416.667	-	2,496,849.315	1,557,846.154	1,403,818.182

Πίνακας 27

Το 2016 η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με την μέθοδο ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ είναι 1.403.818,182 εκ. ευρώ, αυξημένη κατά 50% από το 2008.

ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ

<u>ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Σύνολο Ενεργητικού	418,823	774,581	809,142	843,839	811,091	779,283	718,739	765,354	929,900	951,461	933,314
Σύνολο βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	8,625	21,635	16,552	19,805	47,783	13,929	21,263	70,322	16,123	18,377	23,227
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	52,796	51,756	71,980	97,445	64,138	84,920	70,502	65,385	59,730	53,280	46,962
Καθαρό Ενεργητικό (NET ASSET)	357,402	701,190	720,610	726,589	699,170	680,434	626,974	629,647	854,047	879,804	863,125
Καθαρά Έσοδα	31,303	37,325	38,424	39,603	8,100	5,652	(28,060)	2,736	49,995	61,973	26,437
Αξία Επιχείρησης (Enterprise value)	451,311	813,165	835,882	845,398	723,470	697,390	542,794	637,855	1,004,032	1,065,723	942,436

Πίνακας 28

Το 2016 η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με την ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ είναι 942.436 εκ. ευρώ, αυξημένη κατά 12,75% από το 2008.

ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

Η ΑΤΡΙΑ Α.Ε. επειδή δεν είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών δεν δημοσιεύει πράξεις και στοιχεία που είναι αναγκαία για τον υπολογισμό αριθμοδεικτών, όπως τον αριθμό των μετοχών. Επίσης δεν η τιμή της μετοχής δεν είναι διαπραγματεύσιμη στην αγορά. Οπότε μπορούμε να υπολογίσουμε την αξία της μόνο από με την μέθοδο BOOK VALUE και την ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ.

ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ BOOK VALUE

<u>ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕΘΟΔΟΣ BOOK VALUE</u>	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Σύνολο Ενεργητικού	5,373,081.84	5,746,912.00	6,135,126.54	5,426,526.24	5,899,830.82	6,007,858.00
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	2,429,047.15	2,626,851.78	2,758,394.66	1,928,737.32	2,422,492.02	2,535,046.15
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων						
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	2,944,035	3,120,060	3,376,732	3,497,789	3,477,339	3,472,812

Πίνακας 29

Το 2016 η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με την μέθοδο BOOK VALUE είναι 3.472,812 εκ. ευρώ, αυξημένη κατά 17,96% από το 2011.

ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ

<u>ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΣ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ</u>	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Σύνολο Ενεργητικού	5,373,082	5,746,912	6,135,127	5,426,526	5,899,831	6,007,858
Σύνολο βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	2,429,047	2,626,852	2,758,395	1,928,737	2,422,492	2,535,046
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων						
Καθαρό Ενεργητικό (NET ASSET)	2,944,035	3,120,060	3,376,732	3,497,789	3,477,339	3,472,812
Καθαρά Έσοδα	2,982,003	3,618,817	3,891,560	3,132,620	3,074,313	2,880,447
Αξία Επιχείρησης (Enterprise value)	11,890,043	13,976,510	15,051,413	12,895,650	12,700,278	12,114,152

Πίνακας 30

Το 2016 η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με την ΚΛΑΣΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟ ΥΠΕΡΑΞΙΑΣ είναι 12.114,152 εκ. ευρώ, αυξημένη κατά 1,88% από το 2011.

6.11 ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΥΡΩΣΤΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ ALTMAN'S Z-SCORE

Η μέτρηση της χρηματοοικονομικής ευρωστίας μιας επιχείρησης γίνεται μέσω της αξιολόγησης της επιχείρησης με υποδείγματα που στηρίζονται κυρίως σε ποσοτικά στοιχεία, σε τιμές αριθμοδεικτών, αλλά και σε ποιοτικά στοιχεία κυρίως σε σχέση με τη διοίκηση της επιχείρησης.

Το υπόδειγμα Altman's Z-score έχει αναπτυχθεί σε δύο μορφές το εξειδικευμένο που ισχύει για τις εισηγμένες μεταποιητικές επιχειρήσεις και το γενικευμένο που ισχύει για όλες τις επιχειρήσεις. Το εξειδικευμένο υπόδειγμα στηρίζεται σε πέντε δείκτες

που σταθμίζονται με συντελεστές αθροιζόμενοι οι οποίοι μεταξύ τους δίδουν την επίδοση για την επιχείρηση. Το γενικευμένο υπόδειγμα στηρίζεται σε τέσσερις δείκτες που σταθμίζονται με συντελεστές, αθροιζόμενοι οι οποίοι μεταξύ τους δίδουν την επίδοση για την επιχείρηση. Η οικονομική ευρωστία μιας επιχείρησης και για τα δύο υποδείγματα εξαρτάται ανάμεσα σε ποίο εύρος τιμών βρίσκεται η επίδοση της επιχείρησης.

Το γενικευμένο υπόδειγμα

Συντελεστές μετρήσεων	Αριθμοδείκτης Χ συντελεστής στάθμισης	Κριτικές τιμές αριθμοδεικτών	
		Πτώχευση	Μη πτώχευση
1.Μέτρηση Ρευστότητας	(Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού) *6,56	-0.06	0.41
2.Μέτρηση ιστορικής κερδοφορίας	(Κέρδη εις Νέον / Σύνολο Ενεργητικού) *3,26	-0.63	0.35
3.Μέτρηση τρέχουσας κερδοφορίας	(Κέρδη προ τόκων και φόρων / Σύνολο Ενεργητικού) *6,72	-0.32	0.15
4.Μέτρηση φερεγγυότητας	(Ίδια Κεφάλαια / Σύνολο Υποχρεώσεων) *1.05	0.49	2.68

Πίνακας 31

Η τιμή του Z-score είναι το άθροισμα των τεσσάρων αριθμοδεικτών πολλαπλασιαζόμενων με τον αντίστοιχο συντελεστή δηλαδή το άθροισμα των τιμών της δεύτερης στήλης. Οι κριτικές τιμές που συγκρίνεται η τιμή του Z-score είναι :

Επίδοση	Πιθανότητα Αποτυχίας
... < 1.80	Πολύ υψηλή
1.81 < ... < 2.67	Υψηλή
2.68 < ... < 2.99	Πιθανή
3.00 < ...	Χαμηλή
Κριτικές τιμές πτώχευσης	
Πτώχευση	1.62
Μη πτώχευση	4.45

Πίνακας 32

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Υπολογισμός τιμής Z-Score για εφαρμογή γενικευμένου Altman's Z-score	2.89	1.91	2.40	2.46	2.11	1.90	1.76	1.92	1.65	1.31	1.00

Πίνακας 33

Η εταιρεία δίνει πολύ χαμηλά αποτελέσματα στο γενικευμένο υπόδειγμα Altman-Z score και διαχρονικά ο δείκτης μειώνεται. Για το 2016 όπως αποτυπώνεται και στον πίνακα παραπάνω ο δείκτης είναι 1. Άρα η εταιρεία διατρέχει κίνδυνο πτώχευσης.

LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Υπολογισμός τιμής Z-Score για εφαρμογή γενικευμένου Altman's Z-score	3.67	3.03	2.98	3.40	2.81	2.44	1.38	0.64	2.07	2.51	2.46

Πίνακας 34

Η εταιρεία δίνει διαφορετικά αποτελέσματα στο γενικευμένο υπόδειγμα Altman-Z score κάθε χρονιά. Πριν την οικονομική κρίση η εταιρεία είχε χαμηλή πιθανότητα αποτυχίας ενώ από το 2010 και μετά έχει υψηλή πιθανότητα αποτυχίας.

GRIVALIA PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Υπολογισμός τιμής Z-Score για εφαρμογή γενικευμένου Altman's Z-score	8.30	12.80	10.86	8.47	8.03	8.87	8.33	5.97	13.64	14.35	13.79

Πίνακας 35

Η εταιρεία δίνει πολύ υψηλά αποτελέσματα στο γενικευμένο υπόδειγμα Altman-Z score. Ακόμα και στην αρχή της κρίσης η εταιρεία δεν διατρέχει κανένα κίνδυνο αποτυχίας. Για το 2016 όπως αποτυπώνεται και στον πίνακα παραπάνω ο δείκτης είναι 13,79. Άρα η εταιρεία δεν διατρέχει κανένα κίνδυνο πτώχευσης.

ΑΤΡΙΑ Α.Ε. (CBRE GROUP)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Υπολογισμός τιμής Z-Score για εφαρμογή γενικευμένου Altman's Z-score	3.56	3.23	3.58	4.60	3.49	3.24

Πίνακας 36

Η εταιρεία δίνει υψηλά αποτελέσματα στο γενικευμένο υπόδειγμα Altman-Z score. Διαχρονικά έχει χαμηλή πιθανότητα αποτυχίας. Για το 2016 όπως αποτυπώνεται και στον πίνακα παραπάνω ο δείκτης είναι 3,24. Άρα η εταιρεία δεν διατρέχει κίνδυνο πτώχευσης.

6.12 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΒΕΤΑ ΚΑΙ WACC ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ CAPM, ΣΥΓΚΡΙΣΗ ROTA ΜΕ WACC

Το Σταθμισμένο Κόστος Κεφαλαίων το οποίο συμβολίζεται και με WACC (weighted average cost of capital) είναι η ελάχιστη απόδοση που αναμένεται να καταβάλει η επιχείρηση κατά μέσο όρο στους μετόχους της για την χρηματοδότηση των

περιουσιακών της στοιχείων. Οι επιχειρήσεις για να χρηματοδοτήσουν τα διάφορα επενδυτικά τους προγράμματα χρησιμοποιούν ως πηγές χρηματοδότησης κυρίως δανειακά κεφάλαια, προνομιούχες μετοχές, κοινές μετοχές και παρακρατηθέντα κέρδη. Όταν η επιχείρηση αντλεί νέα κεφάλαια για την χρηματοδότηση νέων επενδυτικών προγραμμάτων, προσπαθεί η δομή των κεφαλαίων αυτών να είναι παρόμοια με την κεφαλαιακή της διάρθρωση έτσι ώστε αυτή να παραμένει σχετικά σταθερή διαχρονικά και η τιμή της μετοχής της επιχείρησης να διατηρείται αμετάβλητη. Επομένως, για να προσδιορίσουμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου πρέπει να έχουμε υπολογίσει προηγουμένως το κόστος της κάθε πηγής χρηματοδότησης. Ο δείκτης εξάγεται ως το μέσο σταθμικό επιτόκιο των δανειακών κεφαλαίων και του κεφαλαίου των μετόχων. Η αναλογία μεταξύ δανειακών και ιδίων κεφαλαίων επηρεάζει σημαντικά το κόστος κεφαλαίων.

$$WACC = Rd * D / (D + S) * (1 - T) + Rs * S / (D + S)$$

Το R_s θα υπολογιστεί με τη μέθοδο CAPM, όπου $R_s = R_f + \beta * (R_m - R_f)$ χρησιμοποιώντας τον συντελεστή κινδύνου BETA (β) (beta coefficient of risk factor), ο οποίος δείχνει τη μεταβλητότητα της μετοχής σε σχέση με τον γενικό δείκτη. Ο συντελεστής BETA εξάγεται από την παλινδρόμηση του απλού υποδείγματος συσχέτισης της τιμής της μετοχής της εταιρείας με την τιμή του δείκτη της χρηματιστηριακής αγοράς για όλες τις χρονιές μελέτης της παρούσας εργασίας, από το 2006 μέχρι και το 2016.

Η προστιθέμενη αξία των μετόχων μπορεί να μεταβληθεί σε εργαλείο διοίκησης επιχειρήσεων (Κ. Λιάπης, 2017) δηλαδή η επιχείρηση μπορεί να αυξήσει την προστιθέμενη αξία για τους μετόχους της:

- Πουλώντας περισσότερο
- Αυξάνοντας τις τιμές
- Μειώνοντας το λειτουργικό κόστος
- Μειώνοντας τους φόρους
- Αυξάνοντας το δανεισμό
- Μειώνοντας το κόστος του δανεισμού
- Αυξάνοντας τη χρήση των κεφαλαίων
- Μειώνοντας το BETA
- Μειώνοντας τα κεφάλαια
- Πουλώντας κακό ενεργητικό (στοιχεία με απόδοση <WACC)
- Αγοράζοντας καλό ενεργητικό (στοιχεία με απόδοση >WACC)

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

ΕΤΟΣ	BETA	RF	RM	RS
2016	1.136045	0.0297	0.000281	-0.00372
2015	1.456103	0.0297	-0.00073	-0.0146
2014	1.2166	0.0215	-0.00114	-0.00604
2013	1.390906	0.0415	0.001194	-0.01456

2012	1.243197	0.0438	0.001479	-0.00881
2011	1.198965	0.0495	-0.00264	-0.01301
2010	1.079853	0.0625	-0.00152	-0.00663
2009	0.80835	0.06	0.001055	0.012352
2008	0.899654	0.046	-0.004	0.001021
2007	0.978544	0.043	0.000703	0.00161
2006	1.064485	0.036	0.000271	-0.00203

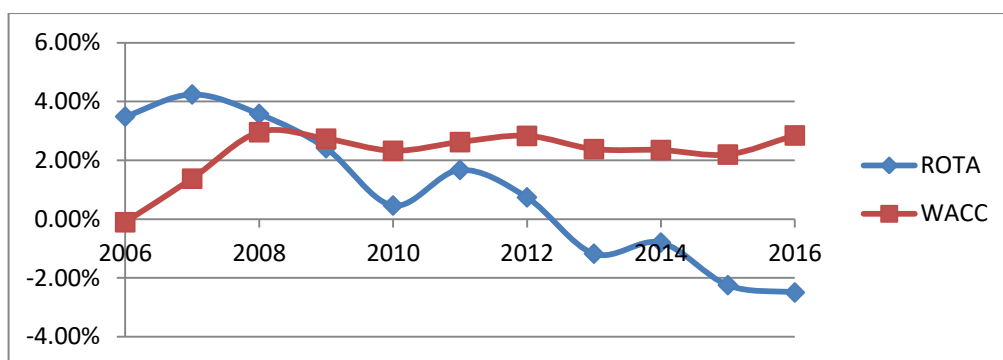
Πίνακας 37

<u>ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ</u> <u>ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ</u> <u>ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (WACC)</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	518,170	920,423	1,252,507	1,159,492	1,304,611	1,206,118	1,422,178	1,153,269	1,235,332	1,315,344	1,317,345
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	157,794	1,201,788	1,445,237	1,677,132	1,762,463	1,837,450	1,678,165	1,859,117	1,817,962	1,675,333	1,668,841
Σύνολο Υποχρεώσεων (D)	675,964	2,122,211	2,697,744	2,836,624	3,067,074	3,043,568	3,100,343	3,012,386	3,053,294	2,990,677	2,986,186
Καθαρή Περιουσία Μετόχων											
Σύνολο Καθαρής Περιουσίας Μετόχων (S)	774,066	1,153,218	1,182,442	1,258,927	1,239,714	1,315,013	1,253,714	1,150,376	1,116,228	1,031,229	892,422
Υπολογισμός Κόστους Δανείων											
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	157,794	1,201,788	1,445,237	1,677,132	1,762,463	1,837,450	1,678,165	1,859,117	1,817,962	1,675,333	1,668,841
Τόκοι καταβληθέντες	8,884	18,434	74,242	70,711	79,827	97,010	95,113	91,865	85,104	85,000	89,600
Μέσες Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις		679,791	1,323,513	1,561,185	1,719,798	1,799,957	1,757,808	1,768,641	1,838,540	1,746,648	1,672,087
Rd		2.71%	5.61%	4.53%	4.64%	5.39%	5.41%	5.19%	4.63%	4.87%	5.36%
Rs	-0.20%	0.16%	0.10%	1.24%	-0.66%	-1.30%	-0.88%	-1.46%	-0.60%	-1.46%	-0.37%
Σύνολο Δανειακών Κεφαλαίων 2004 (D)	675,964	2,122,211	2,697,744	2,836,624	3,067,074	3,043,568	3,100,343	3,012,386	3,053,294	2,990,677	2,986,186
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων 2004 (S)	774,066	1,153,218	1,182,442	1,258,927	1,239,714	1,315,013	1,253,714	1,150,376	1,116,228	1,031,229	892,422
D+S	1,450,030	3,275,429	3,880,186	4,095,551	4,306,788	4,358,581	4,354,057	4,162,762	4,169,522	4,021,906	3,878,608
D/(D+S)	0.46617	0.64792	0.69526	0.69261	0.71215	0.69829	0.71206	0.72365	0.73229	0.74360	0.76991
S/(D+S)	0.53383	0.35208	0.30474	0.30739	0.28785	0.30171	0.28794	0.27635	0.26771	0.25640	0.23009
T	29.00%	25.00%	25.00%	25.00%	24.00%	20.00%	20.00%	26.00%	26.00%	29.00%	29.00%
WACC	-0.11%	1.37%	2.96%	2.73%	2.32%	2.62%	2.83%	2.38%	2.35%	2.19%	2.84%

Πίνακας 38

<u>ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗΣ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ROTA and WACC</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROTA	3.49%	4.24%	3.58%	2.41%	0.46%	1.67%	0.74%	-1.18%	-0.80%	-2.25%	-2.50%
WACC	-0.11%	1.37%	2.96%	2.73%	2.32%	2.62%	2.83%	2.38%	2.35%	2.19%	2.84%

Πίνακας 39



Γράφημα 13

Από το Γράφημα 13 είναι φανερό πως κάθε χρόνο η αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων (ROTA) της εταιρίας μειώνεται, ενώ το Σταθμισμένο Κόστος Κεφαλαίων (WACC), δηλαδή την απόδοση που ζητούν οι μέτοχοι έχει μια σταθερή πορεία από το 2008 και μετά.

LAMDA DEVELOPMENT A.E.

ΕΤΟΣ	BETA	RF	RM	RS
2016	0.680511	2.97%	0.03%	0.97%
2015	0.741558	2.97%	-0.07%	0.71%
2014	0.644899	2.15%	-0.11%	0.69%
2013	0.448107	4.15%	0.12%	2.34%
2012	0.314262	4.38%	0.15%	3.05%
2011	0.342604	4.95%	-0.26%	3.16%
2010	0.53313	6.25%	-0.15%	2.84%
2009	0.493092	6.00%	0.11%	3.09%
2008	0.540752	4.60%	-0.40%	1.90%
2007	1.118195	4.30%	0.07%	-0.43%
2006	0.740169	3.60%	0.03%	0.96%

Πίνακας 40

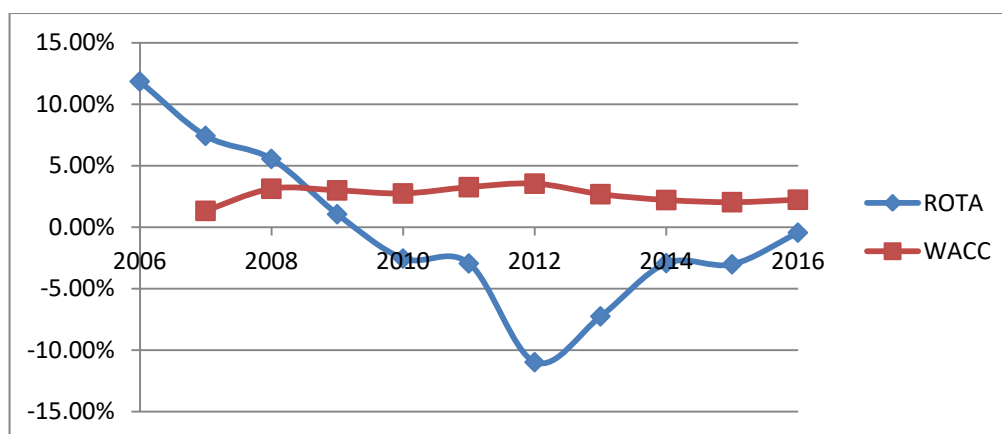
<u>ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (WACC)</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	66,650.0	76,442.0	130,742.0	56,426.0	51,638.0	86,577.0	107,093.0	140,331.0	147,035.0	52,646.0	50,560.0
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	307,416.0	415,898.0	584,551.0	664,841.0	636,581.0	561,541.0	486,199.0	280,243.0	268,380.0	318,152.0	300,440.0
Σύνολο Υποχρεώσεων (D)	374,066.0	492,340.0	715,293.0	721,267.0	688,219.0	648,118.0	593,292.0	420,574.0	415,415.0	370,798.0	351,000.0
Καθαρή Περιουσία Μετόχων											
Σύνολο Καθαρής Περιουσίας Μετόχων (S)	408,233.0	452,014.0	467,860.0	486,719.0	403,129.0	354,541.0	301,006.0	249,555.0	387,522.0	360,606.0	355,070.0
Υπολογισμός Κόστους Δανείων											
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	307,416.0	415,898.0	584,551.0	664,841.0	636,581.0	561,541.0	486,199.0	280,243.0	268,380.0	318,152.0	300,440.0
Τόκοι καταβληθέντες	16,919.0	14,133.0	26,165.0	24,308.0	22,913.0	24,682.0	24,763.0	14,908.0	13,399.0	13,678.0	15,240.0
Μέσες Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις		361,657.0	500,224.5	624,696.0	650,711.0	599,061.0	523,870.0	383,221.0	274,311.5	293,266.0	309,296.0
Rd		3.91%	5.23%	3.89%	3.52%	4.12%	4.73%	3.89%	4.88%	4.66%	4.93%
Rs	0.96%	-0.43%	1.90%	3.09%	2.84%	3.16%	3.05%	2.34%	0.69%	0.71%	0.97%
Σύνολο Δανειακών Κεφαλαίων 2004 (D)	374,066.0	492,340.0	715,293.0	721,267.0	688,219.0	648,118.0	593,292.0	420,574.0	415,415.0	370,798.0	351,000.0
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων 2004 (S)	408,233.0	452,014.0	467,860.0	486,719.0	403,129.0	354,541.0	301,006.0	249,555.0	387,522.0	360,606.0	355,070.0

D+S	782,299.0	944,354.0	1,183,153.0	1,207,986.0	1,091,348.0	1,002,659.0	894,298.0	670,129.0	802,937.0	731,404.0	706,070.0
D/(D+S)	0.48	0.52	0.60	0.60	0.63	0.65	0.66	0.63	0.52	0.51	0.50
S/(D+S)	0.52	0.48	0.40	0.40	0.37	0.35	0.34	0.37	0.48	0.49	0.50
T	29.00%	25.00%	25.00%	25.00%	24.00%	20.00%	20.00%	26.00%	26.00%	29.00%	29.00%
WACC		1.32%	3.12%	2.99%	2.74%	3.25%	3.54%	2.68%	2.20%	2.03%	2.23%

Πίνακας 41

ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗΣ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ROTA and WACC	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROTA	11.84%	7.42%	5.55%	1.05%	-2.55%	-2.95%	-10.98%	-7.26%	-2.93%	-3.02%	-0.45%
WACC		1.32%	3.12%	2.99%	2.74%	3.25%	3.54%	2.68%	2.20%	2.03%	2.23%

Πίνακας 42



Γράφημα 14

Από το Γράφημα 14 είναι φανερό πως κάθε χρόνο η αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων (ROTA) της εταιρίας μειώνεται έως το 2012 και μετά σταθερά αυξάνεται, ενώ το Σταθμισμένο Κόστος Κεφαλαίων (WACC), δηλαδή την απόδοση που ζητούν οι μέτοχοι έχει μια σταθερή πορεία από το 2006 έως και το 2016.

GRIVALIA PROPERTIES A.E.E.A.Π.

ΕΤΟΣ	BETA	RF	RM	RS
2016	0.260994	0.0297	0.000281	0.022022
2015	0.334688	0.0297	-0.00073	0.019517
2014	0.628091	0.0215	-0.00114	0.007281
2013	0.429909	0.0415	0.001194	0.024172
2012	0.126716	0.0438	0.001479	0.038437
2011	0.488356	0.0495	-0.00264	0.024039
2010	0.385347	0.0625	-0.00152	0.037832
2009	0.247522	0.06	0.001055	0.04541
2008	0.51656	0.046	-0.004	0.020174

2007	0.50986	0.043	0.000703	0.021434
2006	0.64801	0.036	0.000271	0.012848

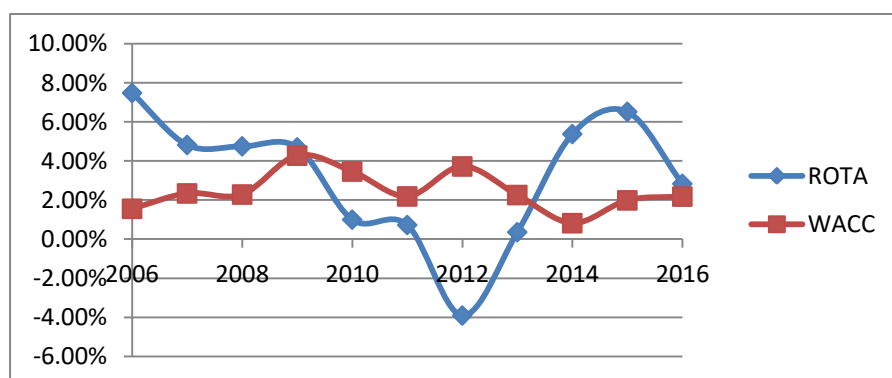
Πίνακας 43

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (WACC)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	8,625	21,635	16,552	19,805	47,783	13,929	21,263	70,322	16,123	18,377	23,227
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	52,796	51,756	71,980	97,445	64,138	84,920	70,502	65,385	59,730	53,280	46,962
Σύνολο Υποχρεώσεων (D)	61,682	73,623	88,735	117,395	111,921	98,849	91,765	135,707	75,853	71,657	70,189
Καθαρή Περιουσία Μετόχων											
Σύνολο Καθαρής Περιουσίας Μετόχων (S)	357,141	700,958	720,407	726,444	699,170	680,434	626,974	629,647	854,047	879,804	863,125
Υπολογισμός Κόστους Δανείων											
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	61,682	73,623	88,735	117,395	111,921	98,849	91,765	135,707	75,853	71,657	70,189
Τόκοι καταβληθέντες	1,677	3,032	3,941	3,058	4,744	3,714	2,959	2,208	2,083	1,817	1,590
Μέσες Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	51,541	67,653	81,179	103,065	114,658	105,385	95,307	113,736	105,780	73,755	70,923
Rd	3.25%	4.48%	4.85%	2.97%	4.14%	3.52%	3.10%	1.94%	1.97%	2.46%	2.24%
Rs	1.28%	2.14%	2.02%	4.54%	3.78%	2.40%	3.84%	2.42%	0.73%	1.95%	2.20%
Σύνολο Δανειακών Κεφαλαίων 2004 (D)	61,682	73,623	88,735	117,395	111,921	98,849	91,765	135,707	75,853	71,657	70,189
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων 2004 (S)	357,141	700,958	720,407	726,444	699,170	680,434	626,974	629,647	854,047	879,804	863,125
D+S	418,823	774,581	809,142	843,839	811,091	779,283	718,739	765,354	929,900	951,461	933,314
D/(D+S)	14.73%	9.50%	10.97%	13.91%	13.80%	12.68%	12.77%	17.73%	8.16%	7.53%	7.52%
S/(D+S)	85.27%	90.50%	89.03%	86.09%	86.20%	87.32%	87.23%	82.27%	91.84%	92.47%	92.48%
T	3.49%	5.70%	9.19%	11.92%	65.00%	80.00%	6.90%	23.30%	8.58%	2.33%	15.27%
WACC	1.55%	2.34%	2.28%	4.27%	3.46%	2.18%	3.72%	2.25%	0.82%	1.98%	2.18%

Πίνακας 44

ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗΣ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ROTA and WACC	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROTA	7.47%	4.82%	4.75%	4.69%	1.00%	0.73%	-3.90%	0.36%	5.38%	6.51%	2.83%
WACC	1.55%	2.34%	2.28%	4.27%	3.46%	2.18%	3.72%	2.25%	0.82%	1.98%	2.18%

Πίνακας 45



Γράφημα 15

Από το Γράφημα 15 είναι φανερό πως κάθε χρόνο η αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων (ROTA) της εταιρίας μειώνεται έως το 2012 και μετά σταθερά αυξάνεται έως το 2015 όπου μειώνετε ξανά, ενώ το Σταθμισμένο Κόστος Κεφαλαίων (WACC), δηλαδή την απόδοση που ζητούν οι μέτοχοι έχει μια σταθερή πορεία από το 2006 έως και το 2016, με εξαίρεση το 2009 που ανεβαίνει αισθητά και το 2014 που βρίσκεται στο χαμηλότερο σημείο της δεκαετίας.

6. 13 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ ΜΒΑ

Η έννοια της συγκεκριμένης μεθόδου μπορεί να αποδοθεί στην σχέση μεταξύ της αξίας αγοράς μιας επιχείρησης και του κεφαλαίου που έχουν τοποθετήσει οι μέτοχοι. Αποτελεί ένα σωρευτικό μέτρο αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης και απεικονίζει πόσο αποτελεσματικά έχει επενδύσει αυτή το κεφάλαιο της κατά το παρελθόν. Ο δείκτης, λοιπόν, της προστιθέμενης αγοραίας αξίας (Market Value Added ή ΜΒΑ) είναι ένα μέτρο ώστε οι διοικήσεις να μετρήσουν την πρόοδο που επιτυγχάνουν καθώς κύριος στόχος των επιχειρήσεων είναι η δημιουργία αξίας. Στρατηγική των διοικήσεων είναι η δημιουργία υψηλότερης αγοραίας αξίας από το υπενδεδυμένο κεφάλαιο.

Ο αριθμοδείκτης προκύπτει ως εξής:

$$MVA = \text{Book Value of Equity} - \text{Market Value of Equity}$$

$$\text{Market Value of Equity} = \text{Τιμή Μετοχής} * \text{Αριθμό Μετοχών}$$

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΒΑ	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Τιμή Μετοχής (price per share)	8.46	0.98	4.28	5.15	3.35	1.21	1.92	3.18	2.13	1.45	1.09
Αριθμός Μετοχών (number of shares)	158,847	159,604	175,460	172,599	172,431	172,431	172,431	172,431	172,431	172,431	172,431
Market Value of Equity	1,343,846	156,412	750,969	888,885	577,644	208,642	331,068	548,331	367,278	250,025	187,950
Book value of Equity	774,066	1,153,218	1,182,442	1,258,927	1,239,714	1,315,013	1,253,714	1,150,376	1,116,228	1,031,229	892,422
MVA	569,780	(996,806)	(431,473)	(370,042)	(662,070)	(1,106,371)	(922,646)	(602,045)	(748,950)	(781,204)	(704,472)

Πίνακας 46

Από τον παραπάνω πίνακα είναι σαφές ότι διαχρονικά η προστιθέμενη αγοραία αξία της εταιρίας μειώνεται. Παρουσιάζεται έντονα πριν από την αρχή της οικονομικής κρίσης και εν συνεχεία η πτώση που ακολουθεί είναι μεγάλη, γεγονός που οφείλεται στην συνολική συρρίκνωση του κλάδου των κατασκευών και τη δυσπιστία των επενδυτών ότι ο κλάδος θα δημιουργήσει κέρδη.

LAMDA DEVELOPMENT A.E.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΒΑ	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Τιμή Μετοχής (price per share)	11.76	14.32	4.21	7.56	3.89	2.5	4.01	4.87	3.36	4.04	4.8
Αριθμός Μετοχών (number of shares)	44,024	44,070	43,477	41,294	40,747	40,670	40,328	40,232	58,347	78,626	77,499
Market Value of Equity	517,722	631,082.40	183,038.17	312,182.64	158,505.83	101,675.00	161,715.28	195,929.84	196,045.92	317,649.04	371,995.20
Book value of Equity	408,233.00	452,014.00	467,860.00	486,719.00	403,129.00	354,541.00	301,006.00	249,555.00	387,522.00	360,606.00	355,070.00
MVA	109,489	179,068	(284,822)	(174,536)	(244,623)	(252,866)	(139,291)	(53,625)	(191,476)	(42,957)	16,925

Πίνακας 47

Από τον παραπάνω πίνακα παρατηρούμε ότι η αγοραία αξία της εταιρίας παραμένει μειωμένη στα χρόνια της οικονομικής κρίσης. Καθώς η εταιρία δραστηριοποιείται στον κλάδο της διαχείρισης ακινήτων η αγορά αποτιμά την αξία της με μεγαλύτερη

σταθερότητα από τον κλάδο των κατασκευών καθώς η δημιουργία κέρδους είναι σταθερότερη καθώς η εταιρία κατέχει τα ακίνητα και εισπράττει από τη διαχείριση. Σαφώς και επηρεάζεται από το σύνολο της οικονομικής δραστηριότητας της οικονομίας αλλά σε αντίθεση με τον κλάδο των κατασκευών έχει σταθερή δραστηριότητα λειτουργίας. Από το 2015 και μετά η προστιθέμενη οικονομική αξία της εταιρίας αυξάνεται και αυτό οφείλεται στην προσδοκία των επενδυτών για την έναρξη του μητροπολιτικού πάρκου του Ελληνικού που διαχειρίζεται η εταιρία.

GRIVALIA PROPERTIES A.E.E.A.Π.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΒΑ	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Τιμή Μετοχής (price per share)	17.020	9.100	5.580	8.300	5.950	3.800	4.900	8.080	7.570	7.370	7.660
Αριθμός Μετοχών (number of shares)	24,400	61,000	61,000	60,846	59,837	60,208	59,943	59,850	96,025	101,259	101,027
Market Value of Equity	415,288	555,100	340,380	505,022	356,030	228,790	293,721	483,588	726,909	746,279	773,867
Book value of Equity	357,402	701,190	720,610	726,589	699,170	680,434	626,974	629,647	854,047	879,804	863,125
MVA	57,886	(146,090)	(380,230)	(221,567)	(343,140)	(451,644)	(333,253)	(146,059)	(127,138)	(133,525)	(89,258)

Πίνακας 48

Όπως παρουσιάζεται από τον παραπάνω πίνακα με εξαίρεση το 2006 που η εταιρία για πρώτη φορά μπήκε στο Χρηματιστήριο Αθηνών (και ίσως γι' αυτό), πάντα καταγράφει μικρότερη αξία στην αγορά από ότι καταγράφει η ίδια στα βιβλία της. Βέβαια επειδή οι επενδύσεις αφορούν ακίνητα και η αύξηση της κερδοφορίας στο συγκεκριμένο κλάδο γίνεται σε μακροχρόνια βάση και με χαμηλές αποδόσεις ίσως δεν έχει πειστεί η αγορά σε κάποια εξέλιξη. Αξίζει να σημειωθεί ότι από το 2011 έως το 2016 η διαφορά κλείνει αισθητά. Επίσης ο ρυθμός επενδύσεων από ίδια κεφάλαια είναι συνεχώς αυξανόμενος. Σύμφωνα με τα στοιχεία, μέσα στα επόμενα χρόνια η αγορά θα αποτιμήσει διαφορετικά την εταιρία και η προστιθέμενη οικονομική αξία της θα αυξηθεί σημαντικά κυρίως λόγω των πλεονεκτημάτων που διέπουν τις ΑΕΕΑΠ τα οποία είναι η σταθερή στη μεριστική πολιτική και το χαμηλό ρίσκο των υπενδεδυμένων κεφαλαίων.

6. 14 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ ΑΓΟΡΑΙΑΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ EVA

Η Οικονομική Αγοραίας Αξία (Economic Value Added-EVA) είναι ένα από τα διαθέσιμα μέτρα που καθορίζουν την απόδοση της επιχείρησης. Η EVA μετρά τον πλούτο που δημιουργεί μια εταιρία κάθε έτος και καθορίζεται ως η ποσότητα που απομένει, αφαιρώντας το κόστος κεφαλαίου από το λειτουργικό κέρδος. Ουσιαστικά ο αριθμοδείκτης MVA είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών EVA. Ο EVA μπορεί να καταγράψει τις μεταβολές στην απόδοση ετησίως, ενώ ο MVA είναι μια στατική αποτύπωση της δημιουργημένης αξίας από την αρχή των εργασιών μιας επιχείρησης μέχρι το χρόνο υπολογισμού του. Τέλος, ο αριθμοδείκτης EVA δείχνει την προστιθέμενη αξία που δημιουργείται ή καταστρέφεται από τη διοίκηση μιας επιχείρησης.

Ο αριθμοδείκτης προκύπτει ως εξής:

$$EVA = NOPAT - (WACC * Operating Capital)$$

Όπου:

NOPAT = Καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά από φόρους

Operating Capital = Σύνολο Ενεργητικού – (Σύνολο Κυκλοφορούντων Περιούσιων Στοιχείων – Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων)

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

<u>ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ EVA</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	52,103	80,812	218,381	232,949	151,390	150,757	114,632	75,717	56,877	28,831	31,146
Φορολογικός Συντελεστής (tax rate)	29.00%	25.00%	25.00%	25.00%	24.00%	20.00%	20.00%	26.00%	26.00%	29.00%	29.00%
NOPAT	36,993	60,609	163,786	174,712	115,056	120,606	91,706	56,031	42,089	20,470	22,114
NOWC	333,333	551,006	876,238	933,380	904,756	729,882	730,337	877,393	739,606	600,762	485,180
Operating Capital	1,116,697	2,724,423	3,003,948	3,162,171	3,402,032	3,628,699	3,623,720	3,285,369	3,429,916	3,421,144	3,393,428
WACC	0.00	0.01	0.03	0.03	0.02	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.03
Cost of Capital	(1,192)	37,435	88,782	86,452	79,003	95,021	102,512	78,125	80,526	75,091	96,511
EVA	38,185	23,174	75,004	88,259	36,053	25,585	(10,806)	(22,095)	(38,437)	(54,621)	(74,398)

Πίνακας 49

Από τον παραπάνω πίνακα είναι φανερό πως η εταιρία δεν έχει σταθερή απόδοση και από το 2012 ο παραγόμενος πλούτος είναι αρνητικός που σημαίνει ότι κάθε χρόνο η προστιθέμενη αξία της μειώνεται.

LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.

<u>ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ EVA</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	139,658.00	107,417.00	89,146.00	42,287.00	(8,640.00)	(10,285.00)	(87,132.00)	(17,928.00)	(10,300.00)	7,529.00	18,808.00
Φορολογικός Συντελεστής (tax rate)	29.00%	25.00%	25.00%	25.00%	24.00%	20.00%	20.00%	26.00%	26.00%	29.00%	29.00%
NOPAT	99,157.18	80,562.75	66,859.50	31,715.25	(6,566.40)	(8,228.00)	(69,705.60)	(13,266.72)	(7,622.00)	5,345.59	13,353.68
NOWC	104,615.00	110,325.00	214,625.00	340,831.00	281,264.00	217,602.00	172,327.00	10,460.00	144,492.00	169,521.00	143,867.00
Operating Capital	677,684.00	834,029.00	968,528.00	867,155.00	810,084.00	785,057.00	721,971.00	659,669.00	658,445.00	561,883.00	562,203.00
WACC	0.00	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.03	0.02	0.02	0.02
Cost of Capital	0.00	11,027.54	30,247.40	25,906.50	22,169.26	25,498.41	25,524.00	17,666.67	14,506.19	11,399.79	12,519.76
EVA	99,157.18	69,535.21	36,612.10	5,808.75	(28,735.66)	(33,726.41)	(95,229.60)	(30,933.39)	(22,128.19)	(6,054.20)	833.92

Πίνακας 50

Από τον παραπάνω πίνακα είναι φανερό πως η εταιρία κάθε χρόνο η προστιθέμενη αξία της είναι μειωμένη από το 2006 έως και το 2009. Από το 2010 μέχρι και το 2015 έχει αρνητική προστιθέμενη αξία για κάθε χρονιά και από το 2016 αυξάνεται οριακά.

GRIVALIA PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π.

<u>ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ EVA</u>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	32,683	40,956	34,286	39,804	11,702	6,298	(31,471)	(11,695)	48,842	64,917	32,401

Φορολογικός Συντελεστής (tax rate)	3.49%	5.70%	9.19%	11.92%	65.00%	80.00%	6.90%	23.30%	8.58%	2.33%	15.27%
NOPAT	31,542	38,622	31,135	35,059	4,096	1,260	(29,300)	(8,970)	44,651	63,404	27,453
NOWC	69,154	239,174	195,490	152,256	121,798	149,830	146,139	125,498	177,961	100,158	49,094
Operating Capital	349,669	535,407	613,652	691,583	689,293	629,453	572,600	639,856	751,939	851,303	884,220
WACC	0.015540	0.023383	0.022819	0.042720	0.034582	0.021850	0.037188	0.022549	0.008173	0.019844	0.021774
Cost of Capital	5,434	12,519	14,003	29,544	23,837	13,753	21,294	14,428	6,146	16,893	19,253
EVA	26,109	26,102	17,132	5,515	(19,742)	(12,494)	(50,593)	(23,398)	38,506	46,512	8,200

Πίνακας 51

Από τον παραπάνω πίνακα φαίνεται πως η εταιρία δεν έχει μια στερρή πορεία στο να παράγει προστιθέμενη αξία, ούτε σταθερό ρυθμό. Από το 2006 έως και το 2009 η εταιρία κάθε χρόνο δημιουργεί προστιθέμενη αξία με φθίνοντα ρυθμό, από το 2010 έως και το 2013 η προστιθέμενη αξία είναι αρνητική με ρυθμό υψηλότερο από την θετική αξία που είχε δημιουργήσει τα προηγούμενα χρόνια. Τέλος, από το 2014 συνεχίζει να δημιουργεί προστιθέμενη αξία.

6.15 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ FCF

Οι επενδυτές και οι τράπεζες ενδιαφέρονται για το ποιά είναι τα αναμενόμενα ταμειακά κέρδη της εταιρείας παρά για τα δημοσιευμένα λογιστικά κέρδη γιατί είναι ταμειακά κέρδη και όχι κέρδη στα χαρτιά, τα οποία θα πληρώσουν με την σειρά τους τα μερίσματα και τους τόκους και θα συνεισφέρουν στην ανάπτυξη της εταιρείας με τα υπόλοιπα. Οι καθαρές ταμειακές ροές διαφοροποιούνται από τα λογιστικά κέρδη λόγω του ότι κάποια έσοδα και έξοδα που περιλαμβάνονται στα λογιστικά κέρδη δεν έχουν εισπραχθεί ή πληρωθεί στη διάρκεια του έτους αναφοράς. Οι αποσβέσεις αποτελούν μια τυπική περίπτωση μη ταμειακού εξόδου, έτσι οι καθαρές ταμειακές ροές μπορούν να εκφραστούν ως τα λογιστικά κέρδη συν τις αποσβέσεις.

Η ελεύθερη ταμειακή ροή (FCF) είναι οι διαθέσιμες ταμειοροές που μπορούν να κατανεμηθούν στους επενδυτές, μετόχους και πιστωτές αφού η επιχείρηση έχει πληρώσει όλα τα έξοδά της συμπεριλαμβανομένων και των φόρων και έχει κάνει όλες τις απαραίτητες επενδύσεις για να υποστηρίξει τη μεγέθυνση της. Είναι δηλαδή οι ταμειακές ροές που προέρχονται από τις λειτουργίες, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο δανεισμός (χρηματοοικονομικό χρέος). Πρόκειται για τα χρήματα που παράγονται από τα λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού μιας επιχείρησης και που είναι διαθέσιμα στην εταιρεία αφού αυτή έχει πρώτα καλύψει τις αναγκαίες επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία και τις επενδυτικές της ανάγκες για κεφάλαιο κίνησης, με την προϋπόθεση ότι δεν υπάρχει χρέος και, ως εκ τούτου, δεν υπάρχουν χρηματοοικονομικά έξοδα. Για τον υπολογισμό των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών, πρέπει να προβλέψουμε τα μετρητά που θα λάβουμε και πρέπει να πληρώσουμε σε κάθε περίοδο. Αυτή είναι η βασική προσέγγιση που χρησιμοποιείται για την κατάρτιση ενός προϋπολογισμού διαθεσίμων. Οι FCF δημιουργούν την αξία μιας επιχείρησης και όσο αυτές αυξάνονται, αυξάνεται και η αξία της επιχείρησης.

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ FREE CASH FLOW (FCF)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Ε2017
NOPAT	36,993	60,609	163,786	174,712	115,056	120,606	91,706	56,031	42,089	20,470	22,114	
Αποσβέσεις	19,174	27,513	91,702	102,315	111,863	106,025	103,225	106,241	105,690	125,717	119,434	
Δ Working Capital		217,673	325,232	57,142	(28,624)	(174,874)	455	147,056	(137,787)	(138,844)	(115,582)	
Δ Capex		290,334	872,832	110,114	100,509	15,537	(5,620)	(91,272)	(944,276)	30,073	(28,284)	
FCF		(419,885)	(942,576)	109,771	155,034	385,968	200,096	106,488	1,229,842	254,958	285,414	273,171
ΔFCF			80.86%	-215.02%	34.53%	91.21%	-65.70%	-63.08%	244.66%	-157.35%	11.28%	-4.29%
WACC	-0.11%	1.37%	2.96%	2.73%	2.32%	2.62%	2.83%	2.38%	2.35%	2.19%	2.84%	
Firms Value from FCF method	-											265,616.96

Πίνακας 52

Από τον παραπάνω πίνακα οι ελεύθερες ταμειακές ροές το έτος 2017, αυξάνονται με ρυθμό $g=4,29\%$ και σύμφωνα με την μέθοδο FCF είναι 265.616,96 εκ. ευρώ.

LAMDA DEVELOPMENT A.E.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ FREE CASH FLOW (FCF)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Ε2017
NOPAT	99,157.18	80,562.75	66,859.50	31,715.25	-6,566.40	-8,228.00	-69,705.60	-13,266.72	-7,622.00	5,345.59	13,353.68	
Αποσβέσεις	2,289	2,024	1,929	2,464	2,434	2,524	2,200	1,224	937	930	853	
Δ Working Capital		5,710.00	104,300.00	126,206.00	-59,567.00	-63,662.00	-45,275.00	-161,867.00	134,032.00	25,029.00	-25,654.00	
Δ Capex		181,556	106,374	(57,202)	(31,065)	(39,781)	(62,364)	(196,910)	(9,148)	(308)	344	
FCF		-104,679.25	-141,885.50	-34,824.75	86,499.60	97,739.00	40,133.40	346,734.28	-131,569.00	-18,445.41	39,516.68	35,239.32
ΔFCF			0.30	-1.40	0.91	0.12	-0.89	2.16	-0.97	-1.96	0.76	-10.82%
WACC	0.00%	1.32%	3.12%	2.99%	2.74%	3.25%	3.54%	2.68%	2.20%	2.03%	2.23%	
Firms Value from FCF method												34,471.66

Πίνακας 53

Από τον παραπάνω πίνακα οι ελεύθερες ταμειακές ροές το έτος 2017, μειώνονται με ρυθμό $g=10,82\%$ και σύμφωνα με την μέθοδο FCF είναι 34.471,66 εκ. ευρώ.

GRIVALIA PROPERTIES A.E.E.A.Π.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ FREE CASH FLOW (FCF)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Ε2017
NOPAT	31,542	38,622	31,135	35,059	4,096	1,260	(29,300)	(8,970)	44,651	63,404	27,453	
Αποσβέσεις	-	-	39	47	66	76	9	90	170	123	117	
Δ Working Capital		170,020	(43,684)	(43,234)	(30,458)	28,032	(3,691)	(20,641)	52,463	(77,803)	(51,064)	
Δ Capex		150,831	94,605	84,678	(30,242)	(25,694)	(65,960)	17,011	165,904	96,818	25,148	
FCF		(282,229)	(19,747)	(6,338)	64,862	(1,002)	40,360	(5,250)	(173,546)	44,512	53,486	43,602
ΔFCF			-265.97%	-113.65%	232.58%	-416.99%	369.55%	-203.96%	349.82%	-136.07%	18.37%	-18.48%
WACC	1.55%	2.34%	2.28%	4.27%	3.46%	2.18%	3.72%	2.25%	0.82%	1.98%	2.18%	
Firms Value from FCF method												42,672

Πίνακας 54

Από τον παραπάνω πίνακα οι ελεύθερες ταμειακές ροές το έτος 2017, μειώνονται με ρυθμό $g=18,48\%$ και σύμφωνα με την μέθοδο FCF είναι 42.672 εκ. ευρώ.

6.16 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ECF

Το cash flow to equity (ECF) είναι το ρευστό χρήμα που παράγει μία εταιρεία για τους μετόχους κάθε χρόνο. Δηλαδή είναι το ρευστό που μένει στην εταιρεία αφού πληρώσει τα λειτουργικά έξοδα, φόρους, κόστος δανεισμού, και τα κεφαλαιουχικά έξοδα συμπεριλαμβάνοντας και την αλλαγή στο κεφάλαιο κινήσεως.

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ EQUITY CASH FLOW (ECF)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	E2017
FCF	0	-419885	-942576.25	109770.75	155034.4	385967.6	200095.6	106487.58	1229841.98	254958.01	285413.66	
INTEREST PAYMENTS (πληρωμή τόκων)	8,884	18,434	74,242	70,711	79,827	97,010	95,113	91,865	85,104	85,000	89,600	
T	29.00%	25.00%	25.00%	25.00%	24.00%	20.00%	20.00%	26.00%	26.00%	29.00%	29.00%	
PRINCIPAL REPAYMENTS	90,576	117,435	412,925	234,107	351,400	543,339	365,904	735,616	296,991	366,080	288,514	
NEW DEBT		1,446,247	575,533	138,880	230,450	(23,506)	56,775	(87,957)	40,908	(62,617)	(4,491)	
ECF		895,101.50	(835,649.75)	(38,489.50)	(26,584.12)	(258,485.40)	(185,123.80)	(785,065.52)	910,782.02	(234,088.99)	(71,207.34)	-105,785.98
ΔECF			-193.36%	-95.39%	-30.93%	872.33%	-28.38%	324.08%	-216.01%	-125.70%	-69.58%	48.56%
Rs	-0.20%	0.16%	0.10%	1.24%	-0.66%	-1.30%	-0.88%	-1.46%	-0.60%	-1.46%	-0.37%	
Firms Value from ECF method												-106,178.84

Πίνακας 55

Από τον παραπάνω πίνακα οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τους μετόχους το έτος 2017, μειώνονται με ρυθμό $g=45,56\%$ και με την μέθοδο ECF είναι -106.178.84 εκ. ευρώ.

LAMDA DEVELOPMENT Α.Ε.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ EQUITY CASH FLOW (ECF)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	E2017
FCF	0	-104679.25	-141885.5	-34824.75	86499.6	97739	40133.4	346734.28	-131569	-18445.41	39516.68	
INTEREST PAYMENTS (πληρωμή τόκων)	16,919	14,133	26,165	24,308	22,913	24,682	24,763	14,908	13,399	13,678	15,240	
T	29.00%	25.00%	25.00%	25.00%	24.00%	20.00%	20.00%	26.00%	26.00%	29.00%	29.00%	
PRINCIPAL REPAYMENTS	257,464	21,000	55,573	9,356	25,538	30,936	147,693	23,879	11,090	180,121	17,050	
NEW DEBT		118,274	222,953	5,974	(33,048)	(40,101)	(54,826)	(172,718)	(5,159)	(44,617)	(19,798)	
ECF		(18,005.00)	5,870.75	(56,437.75)	10,499.72	6,956.40	(182,196.00)	139,105.36	(157,733.26)	(252,894.79)	(8,151.72)	32,530.75
ΔECF			-132.61%	-1061.34%	-118.60%	-33.75%	-2719.11%	-176.35%	-213.39%	60.33%	-96.78%	-499.07%
Rs	0.96%	-0.43%	1.90%	3.09%	2.84%	3.16%	3.05%	2.34%	0.69%	0.71%	0.97%	
Firms Value from ECF method												32,218.23

Πίνακας 56

Από τον παραπάνω πίνακα οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τους μετόχους το έτος 2017, μειώνονται με ρυθμό $g=499,07\%$ και με την μέθοδο ECF είναι 32.218.23 εκ. ευρώ.

GRIVALIA PROPERTIES A.E.E.A.Π.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ EQUITY CASH FLOW (ECF)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	E2017
FCF	-	(282,229)	(19,747)	(6,338)	64,862	(1,002)	40,360	(5,250)	(173,546)	44,512	53,486	
INTEREST PAYMENTS (πληρωμή τόκων)	1,677	3,032	3,941	3,058	4,744	3,714	2,959	2,208	2,083	1,817	1,590	
T	3.49%	5.70%	9.19%	11.92%	65.00%	80.00%	6.90%	23.30%	8.58%	2.33%	15.27%	
PRINCIPAL REPAYMENTS	1,561	31,362	13,444	4,841	4,226	31,955	5,175	11,325	2,700	2,192	4,240	
NEW DEBT	9,858	11,941	15,112	28,660	(5,474)	(13,072)	(7,084)	43,942	(59,854)	(4,196)	(1,468)	
ECF		(304,510)	(21,658)	14,788	53,501	(46,772)	25,347	25,673	(238,004)	36,350	46,431	-28,595.64
ΔECF			-92.89%	-168.28%	261.79%	-187.42%	-154.19%	1.29%	-1027.04%	-115.27%	27.73%	-161.59%
Rs	1.28%	2.14%	2.02%	4.54%	3.78%	2.40%	3.84%	2.42%	0.73%	1.95%	2.20%	
Firms Value from ECF method												-27,980.07

Πίνακας 57

Από τον παραπάνω πίνακα οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τους μετόχους το έτος 2017, μειώνονται με ρυθμό $g=161,59\%$ και με την μέθοδο ECF είναι -27.980.07 εκ. ευρώ.

6.17 ΔΙΚΑΙΗ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ GORDON

Το υπόδειγμα Gordon στηρίζεται στο ότι η παρούσα αξία της μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων της τα οποία αυξάνονται ή μειώνονται με μια σταθερή απόδοση g .

ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε.

Η επιχείρηση δεν ακολουθεί σταθερή μερισματική πολιτική και δεν πραγματοποιεί διανομή κερδών στους μετόχους από το 2011, γεγονός που οφείλεται στην μη ύπαρξη κερδών. Οπότε το υπόδειγμα Gordon δεν μπορεί να υπολογιστεί.

LAMDA DEVELOPMENT A.E.

Η επιχείρηση δεν ακολουθεί σταθερή μερισματική πολιτική και δεν πραγματοποιεί διανομή κερδών στους μετόχους από το 2010, γεγονός που οφείλεται στην μη ύπαρξη κερδών. Οπότε το υπόδειγμα Gordon δεν μπορεί να υπολογιστεί.

GRIVALIA PROPERTIES A.E.E.A.Π.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΔΙΚΑΙΗΣ ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΜΕΘΟΔΟΣ GORDON	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	E2017
Profit (Κέρδη) ανά μετοχή	1.2829	0.6119	0.6299	0.6509	0.1354	0.0939	(0.4681)	0.0457	0.5206	0.6120	0.2617	
Dividends (Μερίσμα ανά μετοχή)	0.6498	0.2676	0.3099	0.5212	0.5591	0.3867	0.4071	-	0.1898	0.3000	0.3057	30.67%

Retention Ratio	0.4935	0.5626	0.5080	0.1992	(3.1299)	(3.1189)	1.8696	1.0000	0.6354	0.5098	(0.1682)	
ROE	0.0876	0.0532	0.0533	0.0545	0.0116	0.0083	(0.0448)	0.0043	0.0585	0.0704	0.0306	
g (ρυθμός αύξησης μερίσματος ανά μετοχή)	0.0433	0.0300	0.0271	0.0109	(0.0363)	(0.0259)	(0.0837)	0.0043	0.0372	0.0359	(0.0052)	0.34%
Δίκαιη τιμή μετοχής έτους 2017	16.51											

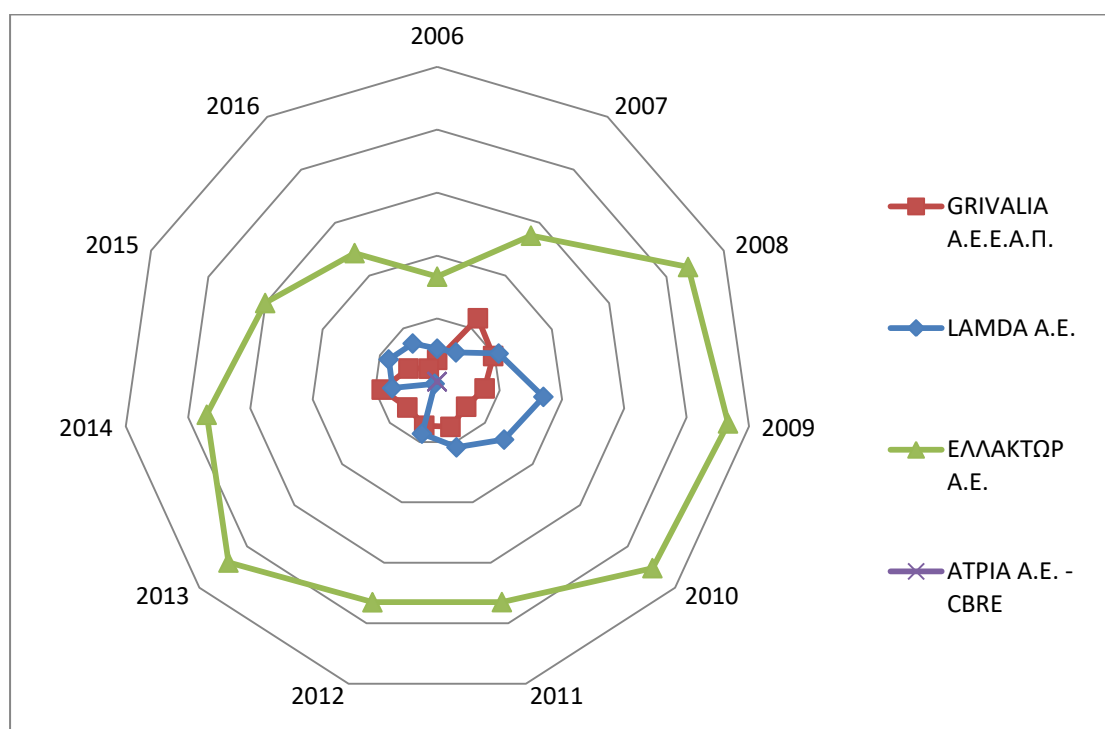
Πίνακας 58

Για την εταιρία η δίκαιη τιμή μετοχής για το 2017 είναι 16,51 ευρώ και είναι μεγαλύτερη από την Αγοραία τιμή της μετοχής που είναι 9,90 ευρώ. Άρα η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη.

7. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Στο παρόν κεφάλαιο θα συγκριθούν οι εξεταζόμενες εταιρίες μέσα από ένα διάγραμμα αράχνης στους βασικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες με στόχο να αποτυπωθεί ένα από τα αποτελέσματα της έρευνας που πραγματοποιήθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο..

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΑΡΑΧΝΗΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ – ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ



Γράφημα 16

Όλες οι εξεταζόμενες εταιρίες παρουσιάζουν μια διαχρονική σταθερότητα στο κεφάλαιο κίνησης. Ο ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε. έχει σε όλα τα χρόνια μελέτης το υψηλότερο κεφάλαιο κίνησης, η LAMDA Α.Ε. και η GRIVALIA Α.Ε.Ε.Α.Π ακολουθούν με μια σταθερή πορεία όμως με πολύ μικρότερο κεφάλαιο κίνησης λόγω του μικρότερου μεγέθους τους ως οικονομικές οντότητες και τέλος η ΑΤΡΙΑ Α.Ε. η οποία έχει σταθερό κεφάλαιο κίνησης δεν φαίνεται στο γράφημα λόγω του πολύ μικρού μεγέθους της σε σύγκριση με τις υπόλοιπες εξεταζόμενες εταιρίες.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΑΡΑΧΝΗΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ – ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ



Γράφημα 17

Ο ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε. και η ΑΤΡΙΑ Α.Ε. έχουν σε όλες τις χρονιές μελέτης σταθερό συντελεστή ρευστότητας σε αντίθεση με την LAMDA Α.Ε. και την GRIVALIA Α.Ε.Ε.Α.Π. οι οποίες έχουν μεγάλες διακυμάνσεις οι οποίες δεν σχετίζονται με την οικονομική κρίση καθώς δεν επιβεβαιώνεται από τις χρονιές που παρατηρείται η αλλαγή.

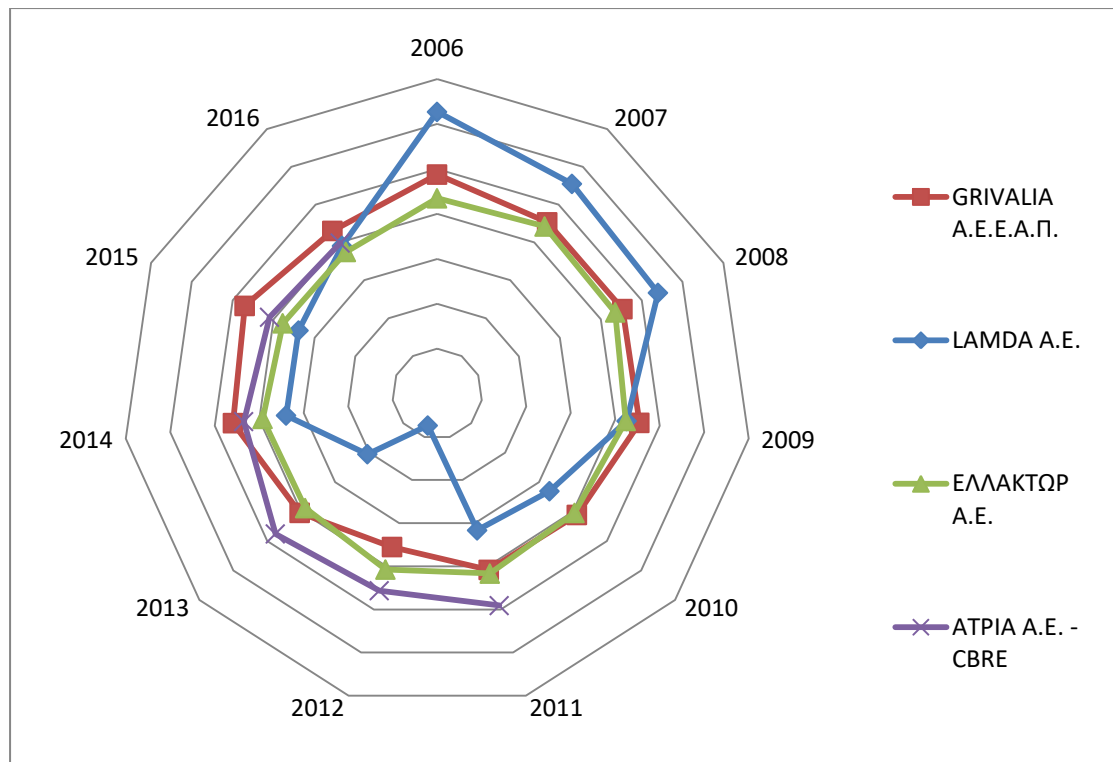
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΑΡΑΧΝΗΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ – ROTA



Γράφημα 18

Όλες οι εξεταζόμενες εταιρίες έχουν υψηλή και σταθερή Αποδοτικότητα του Συνόλου Ενεργητικού. Αυτό σημαίνει ότι παρέχουν και την απαραίτητη υποδομή για να προσφέρουν ικανοποιητική απόδοση κεφαλαίου. Η καλή Αποδοτικότητα Συνόλου Ενεργητικού δείχνει ότι οι εταιρίες μπορούν να δημιουργήσουν και ικανοποιητική Αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων.

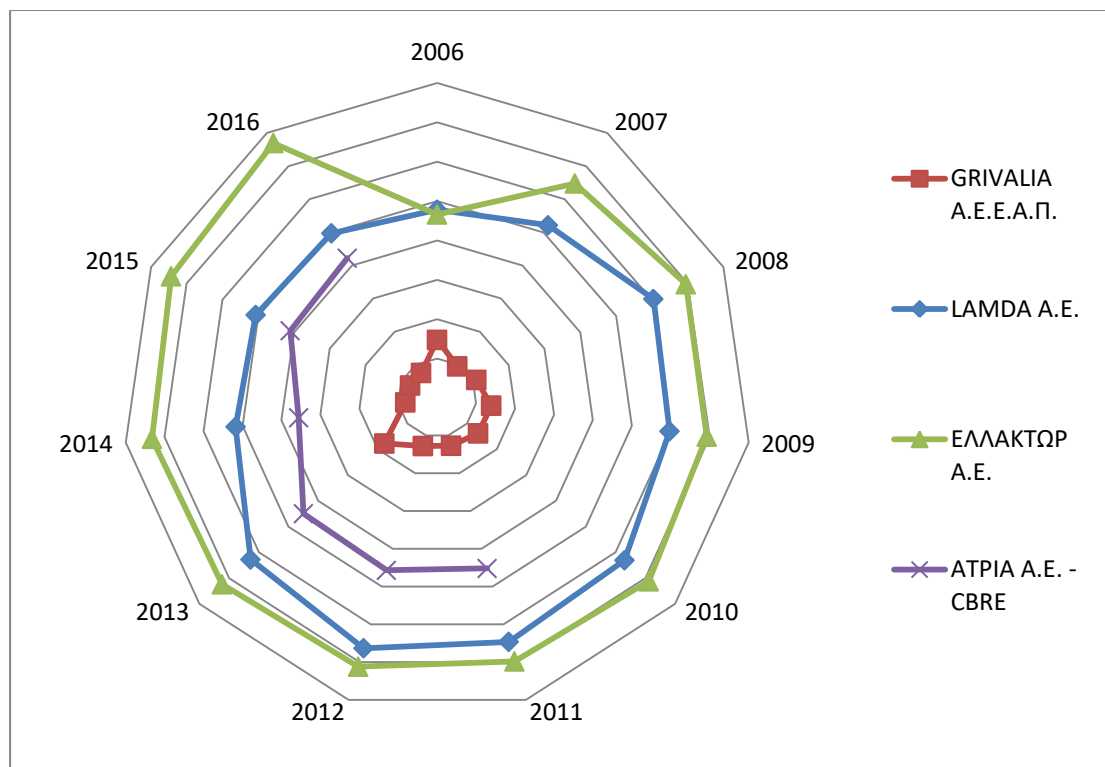
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΑΡΑΧΝΗΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ – ROE



Γράφημα 19

Όλες οι εξεταζόμενες εταιρίες έχουν υψηλή και σταθερή Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων. Ακόμα και μέσα στη διάρκεια της κρίσης ο αριθμοδείκτης παραμένει σταθερός. Άρα οι διοικήσεις των εταιριών λειτουργούν με αποτελεσματικότητα τα κεφάλαια των ιδιοκτητών της, καθώς ο αριθμοδείκτης παρουσιάζει το μέγεθος των κερδών που δημιουργήθηκαν από τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι της επιχείρησης.

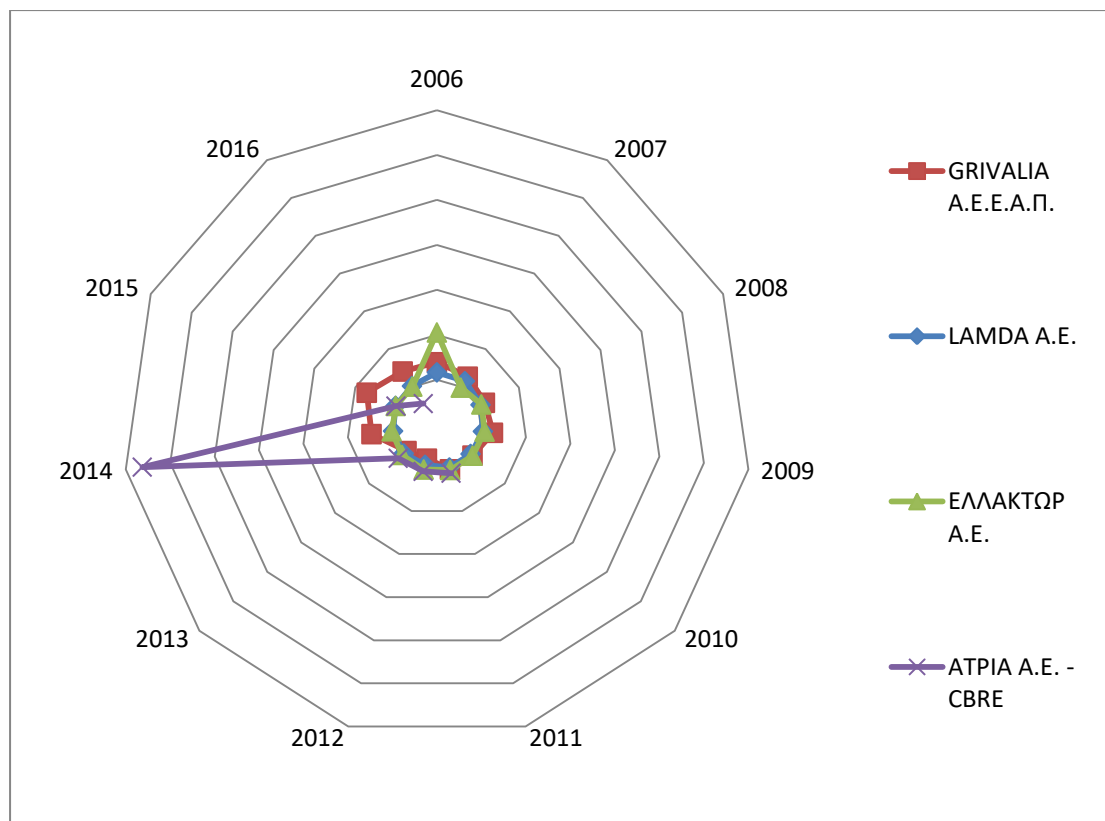
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΑΡΑΧΝΗΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ – DR



Γράφημα 20

Ο ΕΛΛΑΚΤΩΡ Α.Ε. έχει τις μεγαλύτερες υποχρεώσεις προς το σύνολο του ενεργητικού της από όλες τις υπόλοιπες εξεταζόμενες εταιρίες. Δεύτερη έρχεται η LAMDA Α.Ε., τρίτη η ΑΤΡΙΑ Α.Ε και στην καλύτερη θέση βρίσκεται η GRIVALIA Α.Ε.Ε.Α.Π. με τις μικρότερες υποχρεώσεις προς το σύνολο του ενεργητικού της.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΑΡΑΧΝΗΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ – ΤΙΕ



Γράφημα 21

Από το 2006 έως και το 2016 για τις 3 από τις 4 εταιρίες ο δείκτης ΤΙΕ μειώνεται κάθε χρόνο λίγο αλλά σταθερά, σε αντίθεση με την GRIVALIA A.E.E.A.Π. για την οποία και αυτή από το 2006 έως το 2013 ο δείκτης ΤΙΕ μειώνεται, όμως από το 2014 ο δείκτης αυξάνεται ξανά σημαντικά. Επίσης παρατηρείται μια ακόμα διαφοροποίηση για την εταιρία ΑΤΡΙΑ A.E. μονό για τα έτη από το 2014 έως και το 2016 όπου οι χρεωστικοί τόκοι που καταβάλει είναι μειωμένοι ίσως από επαναδιαπραγμάτευση του δανεισμού και συνεπώς ο δείκτης δεν είναι αντιπροσωπευτικός.

8. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Μέσα από την εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας επιχειρείται η αποτύπωση της αγοράς ακινήτων πριν την οικονομική κρίση και σήμερα μέσα από τη σύγκριση των εταιριών που εμπλέκονται στην αγορά ακινήτων με αντικείμενο επιχειρηματικής δραστηριότητας τα ακίνητα η οποία πραγματοποιήθηκε σύμφωνα με το πλαίσιο, τους κανόνες και περιορισμούς που συντάθηκαν στο πρώτο κεφάλαιο.

Εν συνεχεία τέθηκαν οι βάσεις της εργασίας με την ανάλυση των εννοιών, της δομής και λειτουργίας της αγοράς ακινήτων, ενώ πραγματοποιήθηκε και η διασύνδεση της με το σύνολο της οικονομίας. Συνθέτοντας λοιπόν τα κομμάτια που αποτελούν την αγορά αυτή, γίνεται εύκολα αντιληπτό πως τα ακίνητα αποτελούν αντικείμενο επιχειρηματικής δραστηριότητας στις διαφορετικές φάσεις ζωής τους από τις διαφορετικές εταιρίες που δραστηριοποιούνται στο κλάδο.

Στο τέλος του πρώτου μέρους της εργασίας γίνεται παρουσίαση των νομικών μορφών των εμπλεκόμενων εταιριών στον κλάδο της αγοράς ακινήτων ως προς τους μετόχους, την διοίκηση, τη λήψη αποφάσεων και τη φορολογία. Ουσιαστική διαφορά παρατηρείται μόνο από τον νομικό τύπο «Ανώνυμη Εταιρία Επένδυσης σε Ακίνητη Περιουσία» που αποτελεί τον τελευταίο εταιρικό τύπο που ενσωματώνει η ελληνική νομοθεσία για την ενίσχυση της αγοράς ακινήτων.

Στο δεύτερο μέρος της εργασίας που αποτελεί και τον κορμό της μελέτης, πραγματοποιήθηκε μοντελοποίηση των οικονομικών καταστάσεων των εξεταζόμενων εταιριών με στόχο την εξαγωγή κύριων αριθμοδεικτών και μεθόδων αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης αλλά και αξιολόγηση της πορείας της και λοιπόν οικονομικών στοιχείων. Από την ανάλυση των στοιχείων, των πληροφοριών και των αποτελεσμάτων προκύπτουν χρήσιμα συμπεράσματα ώστε να αποτυπωθεί η οικονομική κατάσταση των εταιριών σε όλο τα χρόνια μελέτης.

Σύμφωνα με την μελέτη περίπτωσης που πραγματοποιήθηκε με τις 4 εταιρίες του κλάδου της αγοράς ακινήτων τα στοιχεία έδειξαν ότι ο κλάδος των Α.Ε.Ε.Α.Π. δηλαδή των εταιριών που επενδύουν σε μεγάλη ακίνητη περιουσία παρουσιάζουν μια σταθερή πορεία και αναπτύσσονται ακόμα και κατά τη διάρκεια της κρίσης, γεγονός που οφείλεται στο μεγάλο ενδιαφέρον ξένων επενδυτών, οι οποίοι τοποθετούν ίδια κεφάλαια. Ακολουθούν οι εταιρίες ανάπτυξης και διαχείρισης ακινήτων οι οποίες ενώ μειώθηκε η δραστηριότητα τους, βρίσκονται δυναμικά στην αγορά κυρίως μέσα από τη διαχείριση μεγάλων εμπορικών κέντρων. Οι οργανωμένες αγορές αποτελούν πλέον την πρώτη επιλογή των καταναλωτών. Ο κλάδος των υπηρεσιών για ακίνητα όπως μεσιτεία, εκτίμηση και συμβουλευτικές λοιπές υπηρεσίες χαρακτηρίζονται από σταθερότητα, καταγράφοντας πτώση η μεσιτεία λόγω μειωμένων συναλλαγών (ενοικίαση/πώληση) όμως η εκτίμηση των ακινήτων αποτελεί δυναμικό υποκλάδο της αγοράς γιατί όσο εξελίσσεται η αγορά αναπροσαρμόζονται οι ανάγκες και οι απαιτήσεις της. Οι εταιρίες εκτιμήσεων παρακολουθούν την αγορά, καταγράφουν τις

συνθήκες, αναλύουν τα δεδομένα και μπορούν να γνωρίζουν την τάση της αγοράς. Βασικό πελάτη των εταιριών αυτών αποτελούν εταιρίες που επενδύουν άμεσα ή έμμεσα σε ακίνητα όπως οι Α.Ε.Α.Π., ξενοδοχειακοί όμιλοι και επιχειρήσεις που αναζητούν σημεία ώστε να τοποθετηθούν στην αγορά με σκοπό την προβολή, την προώθηση ή την πώληση προϊόντων ή υπηρεσιών. Έτσι, στη σύνθεση της νέας αγοράς ακινήτων οι συμβουλευτικές υπηρεσίες βρίσκονται στο κέντρο των εξελίξεων. Τέλος, ο κλάδος που έχει δεχτεί τις περισσότερες πιέσεις είναι αυτός των κατασκευών όπου κατά τη διάρκεια της κρίσης αντιμετώπισε σημαντικά ζητήματα καθώς η δραστηριότητα μειώθηκε σε μεγάλο βαθμό. Όμως, η πλειοψηφία των μεγάλων κατασκευαστικών εταιριών στη διάρκεια της κρίσης επένδυσαν σε ξένες αγορές, στην ενέργεια και τη διαχείριση απορριμμάτων και ως αποτέλεσμα συγκράτησαν τον κύκλο εργασιών τους όχι όμως την κερδοφορία τους.

Κλείνοντας θεωρείται αναγκαίο να τονιστεί πως η αγορά ακινήτων αποτελεί ένα θέμα με πολλές και διαφορετικές παραμέτρους. Ένα ζήτημα πολυδιάστατο το οποίο απαιτεί από την πλευρά των αναλυτών μελέτη των παραμέτρων και των παραδοχών στις οποίες θα προβούν. Οι ίδιοι οφείλουν να είναι συντηρητικοί ως προς τα δεδομένα τα οποία χρησιμοποιούν και γνώστες τόσο της υπό αποτίμησης εταιρίας όσο και της αγοράς γεγονός που για ακόμη μια φορά αναδεικνύει τον δυναμικό χαρακτήρα της.

9. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλία

Heilbroner, R. (2000), *Οι Φιλόσοφοι του Οικονομικού Κόσμου*, κεφάλαιο 1, Κριτική

Mankiw, G. & Taylor, M. (2011), *Αρχές Οικονομικής Θεωρίας*, Gutenberg,

O'Sullivan, A. (2011), *Αστική Οικονομική*, σελ.59, Κριτική

Αντωνόπουλος, Β. (2012), *Δίκαιο Α.Ε. και Ε.Π.Ε.*, Σάκουλα

Ζέντελης, Π. (2015), *Real Estate Αζία - Εκτίμηση – Ανάπτυξη – Επενδύσεις – Διαχείριση*, Σύνδεσμος Ελληνικών Ακαδημαϊκών Βιβλίων

Λιανός, Θ. & Μπένου, Θ. (1998), *Μακροοικονομική Θεωρία και Πολιτική*, Ευγ. Μπένου

Ναούμ, Χ. (1994), *Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Λογιστική*, Κεφάλαιο 4, Ν. Μαυρομάτης & ΣΙΑ ΕΠΕ

Παπάς, Α. (2011), *Χρηματοοικονομική Λογιστική*, Κεφάλαιο 6 & 7, Μπένου

Ρόκας, Ν. (2008), *Εμπορικές Εταιρίες*, Κεφάλαιο 1, Νομική Βιβλιοθήκη

Επιστημονικά Περιοδικά - Μελέτες

Bracke, P. (2011), “*How Long Do Housing Cycles Last?*” *A Duration Analysis for 19 OECD Countries*, IMF Working Paper, October 2011

Dehesh, A. & Pugh, C. (1998), *Property Cycles in a Global Economy*, Vol. 37 No. 13 *Urban Studies*

Roulac, S. (1995), *Research Issues in Real Estate, Volume 5, Ethics in Real Estate*, Howard Hughes Company and American Real Estate Society

Roulac, S. (1996), *Real Estate Market Cycles, Transformation Forces and Structural Change*, *The Journal of Real Estate Portfolio Management*

Pyhrr, S. & Roulac, S. & Born, W. (1999), *Real Estate Cycles and Their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy*, *The Journal of Real Estate Research*

Willem H. Buiter (Chief Economist) & Ebrahim Rahbari (2010), *Greece and the fiscal crisis in the EMU*, Citigroup Report

Βλάμης, Π. (2015), *Η κρίση στην ελληνική αγορά ακινήτων: αιτίες και προτάσεις πολιτικής για την αντιμετώπισή της*, ΚΕΠΕ και Ελληνικό Παρατηρητήριο

Καρυτινός, Α. (2009), *Αγορές Ακινήτων, Εξελίξεις και Προοπτικές – Εταιρίες επενδύσεων ακίνητης περιουσίας: διεθνές και ελληνικό πλαίσιο λειτουργίας*, Τράπεζα της Ελλάδος, Report 29/4/2009

Κολλίντζας, Τ. & Ψαλιδόπουλος, Μ. & Καραμούζης, Ν. & Χαρδούβελης, Γ. (2009), *Η κρίση του 2007 – 2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές*, Eurobank Research Τόμος IV Τεύχος 8

Λαμπρινή, Δ. & Ροβολής, Α. (2014), *Real Estate and Housing Markets*, σελ. 125 – 145, Handbook of Regional Science

Λιάπης, Κ. & Ροβολής, Α. & Γαλανός, Χ. (2011), *Ανάλυση των Φόρων που Επιβάλλονται στα Ακίνητα στην Ελλάδα: Διαχρονική και Περιφερειακή προσέγγιση*

Μαρκάζος, Κ. (2013), *Το νέο καθεστώς για τις Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Ακίνητης Περιουσίας (ΑΕΕΑΠ)*, Περιοδικό Επιχείρηση Τεύχος 8 – 9, Οικονομική Βιβλιοθήκη

Μπαλωμένος, Π. (2008), *Οικονομική της αγοράς ακίνητης περιουσίας και επενδύσεις. Η περίπτωση των εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία*, Διδακτορική Διατριβή, Πάνδημος Παντειακές Δημοσιεύσεις

Παύλου, Γ. & Μανιάτη, Γ. (2015), *Η σημασία ανάπτυξης, τα εμπόδια και το μέλλον του κλάδου των Κατασκευών*, Μελέτη IOBE Μάρτιος 2015

Περάκης, Ε. (2016), *Το νέο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας*, Νομική Βιβλιοθήκη

Σαμπανιώτης, Θ. & Χαρδούβελης, Γ. (2009), *Αγορές Ακινήτων, Εξελίξεις και Προοπτικές – Η Ελληνική Αγορά Ακινήτων στα Χρόνια της Κρίσης*, σελ.41, Τράπεζα της Ελλάδος, Report 29/4/2009

Σαμπανιώτης, Θ. & Χαρδούβελης, Γ. (2012), *Η Ελληνική Αγορά Ακινήτων στα Χρόνια της Κρίσης*, Eurobank Research Τόμος VII Τεύχος 2

Χαρδούβελης, Γ. (2009), *Αγορές Ακινήτων, Εξελίξεις και Προοπτικές – Η σπουδαιότητα της αγοράς κατοικίας στην Ελλάδα*, σελ.13, Τράπεζα της Ελλάδος, Report 29/4/2009

Χρηστίδου, Μ. (2015), *Η Αγορά Ακινήτων και η Μακροοικονομία*, Διδακτορική Διατριβή, google scholar

Άρθρα

Κόντος, Γ. (2005), *Μέθοδοι Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων*, Ελληνική Οικονομία 13/08/2005

Παναγόπουλος, Γ. (2018), *Ανάκαμψη της ελληνικής αγοράς ακινήτων - Στο επίκεντρο επενδυτών*, CNN Greece 15/04/2018

Ρουσάνογλου, Ν. (2018), *Αντοχές στην ύφεση εμφανίζουν οι επενδυτικές εταιρίες ακινήτων*, Καθημερινή Real Estate 14/11/2015

Ιστοσελίδες

<http://www.ellaktor.gr/>

<http://grivalia.com/>

<http://www.lamdadev.com/>

<https://www.cbre-atria.gr/cms/>