



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ - ΟΛΙΚΗ ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΜΕ ΔΙΕΘΝΗ ΠΡΟΣΑΝΑΤΟΛΙΣΜΟ

ΟΙΚΟΝΟΜΟΤΕΧΝΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΕΓΕΡΣΗ ΚΑΙ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗ ΣΥΓΚΡΟΤΗΜΑΤΟΣ ΕΝΟΙΚΙΑΖΟΜΕΝΩΝ ΚΑΤΟΙΚΙΩΝ ΣΕ ΑΣΤΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Διπλωματική Εργασία

Φοιτητής: Κωνσταντίνος Σκάλκος

Όνομα πατρός: Ιωάννης

Τμήμα: Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Επιβλέπουσα: Δρ Αλεξάνδρα Αλεξανδροπούλου

Πειραιάς, 2026



Υπεύθυνη Δήλωση Πρωτοτυπίας

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Δ: ΥΠΕΥΘΥΝΗ ΔΗΛΩΣΗ

ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών

στη «Διοίκηση Επιχειρήσεων – Ολική Ποιότητα» με διεθνή προσανατολισμό

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή [δεύτερη] σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων - Ολική Ποιότητα με διεθνή προσανατολισμό με τίτλο:

Οικονομοτεχνική Μελέτη για την Ανάχρηση και Εμμετάληψη Συγκροτήματος Ενοικιαζόμενων Κατοικιών σε Αστική Περιβάλλον.

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο.

Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου.

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/τριας

Ονοματεπώνυμο Κωνσταντίνος Σιάλιος

Ημερομηνία 22/6/2026





Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Η παρούσα εργασία έγινε για εκπαιδευτικούς σκοπούς και ορισμένα από τα στοιχεία που παρέχει ενδέχεται να μην είναι απολύτως ακριβή.



Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονεί οικονομοτεχνική μελέτη για την ανέγερση και εκμετάλλευση συγκροτήματος ενοικιαζόμενων κατοικιών σε αστικό περιβάλλον. Το αντικείμενο εντάσσεται στις επενδύσεις εισοδηματικών οικιστικών ακινήτων, όπου η απόδοση προκύπτει από τη μισθωτική εκμετάλλευση και τη δυνητική υπεραξία του ακινήτου. Η μελέτη εξετάζει το μακροοικονομικό και στεγαστικό περιβάλλον, τη ζήτηση για αστική κατοικία, τη δομή του ανταγωνισμού, τις τεχνικές προδιαγραφές, το θεσμικό και φορολογικό πλαίσιο, το οργανωτικό μοντέλο λειτουργίας και τη χρηματοοικονομική βιωσιμότητα της επένδυσης. Το προτεινόμενο έργο αφορά 18 κατοικίες, μέσου καθαρού εμβαδού 45 τ.μ. ανά κατοικία και συνολικού καθαρού μισθώσιμου εμβαδού 810 τ.μ. Το βασικό σενάριο υποθέτει μέσο μηνιαίο μίσθωμα 900 ευρώ ανά κατοικία, μέση πληρότητα 95%, λειτουργικές δαπάνες 25% επί των εσόδων και συνολικό κόστος επένδυσης περίπου 2,997 εκατ. ευρώ. Η αξιολόγηση πραγματοποιείται με Καθαρή Παρούσα Αξία, Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης, καθαρή αρχική απόδοση, περίοδο αποπληρωμής και ανάλυση ευαισθησίας. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι το έργο είναι οριακό στο σενάριο βάσης, αλλά μπορεί να καταστεί ελκυστικό μέσω ελέγχου κόστους, υψηλής πληρότητας, κατάλληλης τιμολόγησης μισθωμάτων και επαγγελματικής διαχείρισης.

Λέξεις-κλειδιά: οικονομοτεχνική μελέτη, επένδυση ακινήτων, ενοικιαζόμενες κατοικίες, καθαρή παρούσα αξία, ανάλυση κινδύνου.



Πίνακας Περιεχομένων

Contents

Περίληψη.....	4
Πίνακας Περιεχομένων	5
Κατάσταση Πινάκων	7
Κατάσταση Διαγραμμάτων	8
Κατάσταση Ακρωνυμίων και Συντομογραφιών	8
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή.....	9
1.1 Γενική εισαγωγή.....	9
1.2 Αντικείμενο της εργασίας	10
1.2 Σκοπός και ερευνητικά ερωτήματα	11
Κεφάλαιο 2: Θεωρητικό πλαίσιο οικονομοτεχνικών μελετών.....	12
2.1 Έννοια και χρησιμότητα της οικονομοτεχνικής μελέτης.....	12
2.2 Ιδιαιτερότητες επενδύσεων σε ακίνητα.....	13
2.3 Βασικές έννοιες χρηματοοικονομικής αξιολόγησης.....	15
2.4 Οικονομοτεχνική προσέγγιση σε συγκροτήματα κατοικιών.....	15
Κεφάλαιο 3: Μεθοδολογία έρευνας και παραδοχές οικονομοτεχνικού μοντέλου.....	19
3.1 Ερευνητική προσέγγιση.....	19
3.2 Χρηματοοικονομικό μοντέλο και βασικές παραδοχές.....	19
3.2.1 Αιτιολόγηση και αξιοπιστία βασικών παραδοχών	21
3.3 Ανάλυση κινδύνων και ευαισθησίας.....	21
3.4 Περιορισμοί της έρευνας.....	21
Κεφάλαιο 4: Ανάλυση αγοράς και αστικού στεγαστικού περιβάλλοντος	22
4.1 Μακροοικονομικό και στεγαστικό περιβάλλον	22
4.2 Προσφορά νέων κατοικιών και οικοδομική δραστηριότητα	23
4.3 Ζήτηση για ενοικιαζόμενες κατοικίες	24
4.4 Ανταγωνισμός και τοποθέτηση προϊόντος.....	25
4.5 Θεσμικές εξελίξεις στη βραχυχρόνια μίσθωση.....	27



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών	
Κεφάλαιο 5: Περιγραφή επενδυτικού σχεδίου.....	30
5.1 Γενική περιγραφή του έργου	30
5.2 Προτεινόμενο κτιριολογικό πρόγραμμα	31
5.3 Αγορά-στόχος και εμπορική τοποθέτηση	32
5.4 Βασικές παραδοχές.....	33
Κεφάλαιο 6: Τεχνική μελέτη και κατασκευαστικός σχεδιασμός.....	36
6.1 Κριτήρια επιλογής οικοπέδου	36
6.2 Αρχιτεκτονικός σχεδιασμός	38
6.3 Ενεργειακός σχεδιασμός και βιωσιμότητα.....	40
6.4 Κατασκευαστική οργάνωση και χρονοδιάγραμμα.....	42
6.5 Προδιαγραφές ασφάλειας και προσβασιμότητας.....	43
Κεφάλαιο 7: Νομικό, πολεοδομικό και φορολογικό πλαίσιο	46
7.1 Πολεοδομικός έλεγχος και αδειοδότηση.....	46
7.2 Φορολογική μεταχείριση και νομική μορφή	47
7.3 Συμβάσεις μίσθωσης και προστασία επενδυτή	48
Κεφάλαιο 8: Οργανωτικό και λειτουργικό σχέδιο εκμετάλλευσης	50
8.1 Μοντέλο διαχείρισης ακινήτου	50
8.2 Πολιτική μισθώσεων και εξυπηρέτηση ενοικιαστών.....	51
8.3 Λειτουργικές δαπάνες και αποθεματικά.....	52
Κεφάλαιο 9: Οικονομική ανάλυση επένδυσης.....	56
9.1 Δομή κόστους επένδυσης.....	56
9.2 Υπολογισμός εσόδων και καθαρού λειτουργικού εισοδήματος	58
9.3 Αρχική επενδυτική απόδοση	59
Κεφάλαιο 10: Χρηματοοικονομική αξιολόγηση και σενάρια.....	62
10.1 Ταμειακές ροές και αξία εξόδου	62
10.2 Αποτελέσματα βασικού σεναρίου	64
10.2.1 Επενδυτική ερμηνεία των αποτελεσμάτων	67
10.3 Ανάλυση ευαισθησίας	67
10.3.1 Ερμηνεία ανάλυσης ευαισθησίας	71
Κεφάλαιο 11: Ανάλυση κινδύνων και μέτρα αντιμετώπισης.....	72



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών	
11.1 Κίνδυνος αγοράς	72
11.2 Κίνδυνος κόστους και κατασκευής	73
11.3 Χρηματοοικονομικός και κανονιστικός κίνδυνος	76
11.4 Λειτουργικός κίνδυνος	77
Κεφάλαιο 12: Συμπεράσματα και προτάσεις	80
12.1 Συνολική αξιολόγηση	80
12.2 Προτάσεις βελτίωσης βιωσιμότητας	82
12.2.1 Τελική επενδυτική σύσταση	85
12.3 Τελικό συμπέρασμα	85
12.4 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα	87
Βιβλιογραφία	88
Παραρτήματα	96
Παράρτημα Α: Σύνοψη παραδοχών μοντέλου	96
Παράρτημα Β: Λίστα ελέγχου πριν την πραγματική υλοποίηση	96

Κατάσταση Πινάκων

- Πίνακας 1: Βασικοί δείκτες χρηματοοικονομικής αξιολόγησης
- Πίνακας 2: Πίνακας ερευνητικού σχεδιασμού
- Πίνακας 2Α: Τεκμηρίωση βασικών παραδοχών και έλεγχοι αξιοπιστίας
- Πίνακας 3: Σύγκριση κατηγοριών ανταγωνισμού
- Πίνακας 4: Βασικές παραδοχές επενδυτικού σχεδίου
- Πίνακας 5: Ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα υλοποίησης έργου
- Πίνακας 6: Ενδεικτική διάρθρωση λειτουργικών δαπανών
- Πίνακας 7: Δομή κόστους επένδυσης
- Πίνακας 8: Υπολογισμός εσόδων και καθαρού λειτουργικού εισοδήματος
- Πίνακας 9: Ενδεικτικές ταμειακές ροές και αξία εξόδου
- Πίνακας 10: Αποτελέσματα βασικού σεναρίου
- Πίνακας 11: Ανάλυση σεναρίων ευαισθησίας



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
Πίνακας 12: Μήτρα κινδύνων και μέτρα αντιμετώπισης

Πίνακας 13: Σύνοψη παραδοχών μοντέλου

Κατάσταση Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1: Διάρθρωση συνολικού κόστους επένδυσης

Διάγραμμα 2: Ενδεικτική διάρθρωση λειτουργικών δαπανών

Διάγραμμα 3: Εξέλιξη καθαρού λειτουργικού εισοδήματος και τελικής ταμειακής ροής

Διάγραμμα 4: Σύγκριση σεναρίων ευαισθησίας

Κατάσταση Ακρωνυμίων και Συντομογραφιών

Ακρωνύμιο / Όρος	Ερμηνεία
DCF	Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Discounted Cash Flow)
IRR	Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης
NOI	Καθαρό Λειτουργικό Εισόδημα
NPV	Καθαρή Παρούσα Αξία
OECD	Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
TER	Τελική αξία εξόδου / αξία μεταπώλησης, όπου χρησιμοποιείται στο μοντέλο



Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

1.1 Γενική εισαγωγή

Η κατοικία αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους τομείς της οικονομίας, καθώς δεν λειτουργεί μόνο ως βασικό κοινωνικό αγαθό, αλλά και ως κρίσιμο επενδυτικό, παραγωγικό και χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο. Η αγορά κατοικίας συνδέεται άμεσα με την κοινωνική ευημερία, την ποιότητα ζωής, την αστική ανάπτυξη, την οικοδομική δραστηριότητα, την απασχόληση, την κατανάλωση και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Όπως επισημαίνεται στη βιβλιογραφία της αστικής οικονομικής, η κατοικία αποτελεί βασικό μηχανισμό οργάνωσης του αστικού χώρου, καθώς οι αποφάσεις εγκατάστασης νοικοκυριών και επιχειρήσεων επηρεάζονται από την πρόσβαση σε εργασία, υπηρεσίες, μεταφορές, εκπαίδευση και κοινωνικές υποδομές (Alonso, 1964; Muth, 1969; Brueckner, 2011).

Σε αστικά περιβάλλοντα, η σημασία της κατοικίας είναι ακόμη μεγαλύτερη, καθώς η συγκέντρωση πληθυσμού, οικονομικών δραστηριοτήτων, πανεπιστημίων, τουριστικών ροών και μεταφορικών δικτύων δημιουργεί αυξημένη και διαρκή ζήτηση για στέγαση. Η ζήτηση αυτή δεν περιορίζεται μόνο στην ιδιοκατοίκηση, αλλά επεκτείνεται και στην αγορά μίσθωσης, ιδιαίτερα σε περιόδους όπου η πρόσβαση στην αγορά ιδιόκτητης κατοικίας καθίσταται δυσκολότερη λόγω αυξημένων τιμών, υψηλότερου κόστους δανεισμού ή περιορισμένης προσφοράς νέων κατοικιών. Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, οι αγορές κατοικίας χαρακτηρίζονται από τοπικότητα, ανελαστική βραχυχρόνια προσφορά και έντονη αλληλεπίδραση μεταξύ τιμών αγοράς, ενοικίων και χρηματοδότησης (DiPasquale and Wheaton, 1996; Glaeser, Gyourko and Saks, 2005).

Η τελευταία δεκαετία χαρακτηρίζεται από σημαντικές μεταβολές στην ελληνική αγορά κατοικίας. Μετά από μια μακρά περίοδο υποχώρησης τιμών κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης, η αγορά εισήλθε σε φάση ανάκαμψης, η οποία ενισχύθηκε από την επιστροφή του επενδυτικού ενδιαφέροντος, την άνοδο του τουρισμού, την ανάπτυξη των βραχυχρόνιων μισθώσεων, την περιορισμένη παραγωγή νέων κατοικιών, την αύξηση του κόστους κατασκευής και τη ζήτηση από εγχώριους και ξένους επενδυτές. Τα πρόσφατα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος επιβεβαιώνουν τη συνέχιση της ανοδικής τάσης: το 2025 οι τιμές των νέων διαμερισμάτων αυξήθηκαν κατά 7,4% κατά μέσο όρο, ενώ οι τιμές των παλαιών διαμερισμάτων αυξήθηκαν κατά 8,1%. Παράλληλα, η άνοδος παρέμεινε αισθητή στα μεγάλα αστικά κέντρα, με την Αθήνα και τη Θεσσαλονίκη να καταγράφουν σημαντικές αυξήσεις κατά το 2025.

Η αύξηση των τιμών αγοράς κατοικίας έχει άμεση επίπτωση στην αγορά ενοικίασης. Όταν η απόκτηση ιδιόκτητης κατοικίας γίνεται δυσκολότερη, περισσότερα νοικοκυριά, νέοι εργαζόμενοι, φοιτητές και άτομα με υψηλή κινητικότητα στρέφονται στη μίσθωση. Η εξέλιξη αυτή ενισχύει τη ζήτηση για ποιοτικές, λειτουργικές και οικονομικά βιώσιμες κατοικίες προς ενοικίαση. Παράλληλα, η στεγαστική προσιτότητα αναδεικνύεται σε σημαντικό κοινωνικό και οικονομικό



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
ζήτημα, καθώς οι δείκτες του OECD εξετάζουν την αγορά κατοικίας όχι μόνο ως επενδυτική κατηγορία, αλλά και ως πεδίο που επηρεάζει την προσιτότητα, τις συνθήκες διαβίωσης και τη δημόσια πολιτική.

Στο πλαίσιο αυτό, δημιουργούνται ευκαιρίες για οργανωμένα επενδυτικά σχήματα που μπορούν να ανταποκριθούν στη μεταβαλλόμενη ζήτηση της αγοράς. Η ανάπτυξη ή ανακαίνιση κατοικιών προς μίσθωση, με έμφαση στην ενεργειακή απόδοση, τη λειτουργικότητα, την ποιότητα κατασκευής και την επαγγελματική διαχείριση, μπορεί να αποτελέσει ελκυστική επενδυτική στρατηγική. Ιδιαίτερα σε μια περίοδο όπου το υφιστάμενο οικιστικό απόθεμα είναι σε μεγάλο βαθμό παλιό και η νέα προσφορά παραμένει περιορισμένη, η οργανωμένη προσέγγιση στην αγορά ενοικίασης μπορεί να συμβάλει τόσο στην κάλυψη πραγματικών στεγαστικών αναγκών όσο και στη δημιουργία σταθερών αποδόσεων για τους επενδυτές.

1.2 Αντικείμενο της εργασίας

Το αντικείμενο της παρούσας εργασίας είναι η εκπόνηση οικονομοτεχνικής μελέτης για την ανέγερση, οργάνωση και εκμετάλλευση συγκροτήματος ενοικιαζόμενων κατοικιών σε αστικό περιβάλλον. Το προτεινόμενο έργο περιλαμβάνει όλα τα βασικά στάδια ανάπτυξης μιας επένδυσης σε ακίνητη περιουσία: την απόκτηση κατάλληλου οικοπέδου, την εκπόνηση αρχιτεκτονικών, στατικών, ηλεκτρομηχανολογικών και λοιπών τεχνικών μελετών, την έκδοση των απαιτούμενων αδειών, την κατασκευή του κτιρίου, την οργάνωση της λειτουργικής διαχείρισης και, τελικά, την εμπορική εκμετάλλευσή του μέσω μακροχρόνιων ή μεσοπρόθεσμων μισθώσεων.

Η εργασία προσεγγίζει την επένδυση όχι μόνο ως ένα τεχνικό ή κατασκευαστικό έργο, αλλά ως ένα ολοκληρωμένο επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό σχέδιο. Στο πλαίσιο αυτό, η αξιολόγηση της επένδυσης στηρίζεται στη συστηματική ανάλυση της αγοράς, της ζήτησης για μισθωμένη κατοικία, του κόστους ανάπτυξης, των λειτουργικών δαπανών, των πιθανών εσόδων, των ταμειακών ροών και των βασικών κινδύνων που μπορεί να επηρεάσουν την οικονομική βιωσιμότητα του έργου. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία της αξιολόγησης επενδύσεων, η αποδοχή ενός έργου δεν εξαρτάται μόνο από την τεχνική του εφικτότητα, αλλά κυρίως από την ικανότητά του να δημιουργεί μελλοντικές ταμειακές ροές ικανές να καλύψουν το κόστος κεφαλαίου και να αποδώσουν ικανοποιητική αξία στον επενδυτή (Brealey, Myers and Allen, 2020; Brigham and Ehrhardt, 2022).

Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στη χρηματοοικονομική αξιολόγηση του έργου, μέσα από δείκτες και μεθόδους όπως η Καθαρή Παρούσα Αξία, ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης, η περίοδος αποπληρωμής και η ανάλυση ευαισθησίας. Οι μέθοδοι αυτές θεωρούνται βασικά εργαλεία αξιολόγησης επενδυτικών αποφάσεων, καθώς επιτρέπουν την εκτίμηση της κερδοφορίας, της χρονικής διάρθρωσης των εισροών και εκροών, καθώς και της έκθεσης του έργου σε μεταβολές κρίσιμων παραμέτρων, όπως το κόστος κατασκευής, το ύψος των ενοικίων, το ποσοστό πληρότητας, τα επιτόκια και οι λειτουργικές δαπάνες (Geltner et al., 2014; Damodaran, 2012).



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Παράλληλα, η μελέτη εξετάζει τους κινδύνους που συνδέονται με την ανάπτυξη και εκμετάλλευση ακινήτων, όπως ο κατασκευαστικός κίνδυνος, ο κίνδυνος καθυστερήσεων στην αδειοδότηση, ο κίνδυνος υπέρβασης κόστους, ο κίνδυνος μειωμένης ζήτησης, ο πιστωτικός κίνδυνος των μισθωτών και ο κίνδυνος μεταβολής των συνθηκών της αγοράς. Η διεθνής βιβλιογραφία επισημαίνει ότι οι επενδύσεις σε ακίνητα χαρακτηρίζονται από υψηλή ένταση κεφαλαίου, χαμηλή ρευστότητα, μεγάλη διάρκεια υλοποίησης και έντονη εξάρτηση από τη γεωγραφική θέση, το θεσμικό περιβάλλον και τον οικονομικό κύκλο (Brueggeman and Fisher, 2019; Ling and Archer, 2021).

Συνεπώς, σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να αξιολογήσει κατά πόσο το προτεινόμενο συγκρότημα ενοικιαζόμενων κατοικιών μπορεί να αποτελέσει μια τεχνικά εφικτή, λειτουργικά οργανωμένη και χρηματοοικονομικά βιώσιμη επένδυση. Η μελέτη επιδιώκει να τεκμηριώσει εάν το έργο μπορεί να δημιουργήσει επαρκείς και σταθερές ταμειακές ροές, να καλύψει το αρχικό και λειτουργικό κόστος, να διαχειριστεί αποτελεσματικά τους βασικούς κινδύνους και να προσφέρει αποδεκτή απόδοση στον επενδυτή.

1.2 Σκοπός και ερευνητικά ερωτήματα

Ο βασικός σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η αξιολόγηση της τεχνικής και οικονομικής βιωσιμότητας ενός συγκροτήματος ενοικιαζόμενων κατοικιών σε αστικό περιβάλλον. Η μελέτη εστιάζει στη διερεύνηση των βασικών παραμέτρων που επηρεάζουν την επιτυχία μιας τέτοιας επένδυσης, συνδυάζοντας την ανάλυση της αγοράς κατοικίας, τις τεχνικές απαιτήσεις ανάπτυξης του έργου και τη χρηματοοικονομική του απόδοση. Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, η αξιολόγηση επενδύσεων σε ακίνητα απαιτεί τη συνεκτίμηση τόσο των χαρακτηριστικών της αγοράς όσο και των αναμενόμενων ταμειακών ροών, του επενδυτικού κόστους, του κινδύνου και της μακροχρόνιας αξίας του περιουσιακού στοιχείου (Geltner et al., 2014· Brueggeman and Fisher, 2019).

Στο πλαίσιο αυτό, η εργασία επιδιώκει να απαντήσει σε συγκεκριμένα ερευνητικά ερωτήματα: ποια είναι η τρέχουσα κατάσταση και οι προοπτικές της αγοράς κατοικίας, ποιες είναι οι βασικές τεχνικές και λειτουργικές προδιαγραφές που απαιτούνται για την ανάπτυξη του συγκροτήματος, ποιο είναι το συνολικό ύψος της επένδυσης, ποια έσοδα μπορούν να προκύψουν από τη μισθωτική εκμετάλλευση και υπό ποιες προϋποθέσεις το έργο καθίσταται οικονομικά αποδοτικό. Η προσέγγιση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς οι αστικές επενδύσεις σε κατοικίες επηρεάζονται από παράγοντες όπως η ζήτηση για στέγαση, η τοποθεσία, το κόστος κατασκευής, τα επιτόκια, η αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών και οι ευρύτερες τάσεις αστικής ανάπτυξης (Miles et al., 2015· Ling and Archer, 2018).

Η απάντηση στα παραπάνω ερωτήματα απαιτεί συνδυασμό θεωρητικής τεκμηρίωσης και πρακτικής χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Για τον λόγο αυτό, η εργασία δεν περιορίζεται σε μια απλή περιγραφή της αγοράς, αλλά αναπτύσσει ένα ολοκληρωμένο αναλυτικό πλαίσιο, το οποίο



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών περιλαμβάνει αριθμητικό μοντέλο εκτίμησης κόστους και εσόδων, εναλλακτικά σενάρια, ανάλυση ευαισθησίας και πρακτικές προτάσεις βελτίωσης της αποδοτικότητας της επένδυσης. Με αυτόν τον τρόπο, η μελέτη αποσκοπεί όχι μόνο στην αξιολόγηση της παρούσας επενδυτικής πρότασης, αλλά και στη διαμόρφωση ενός χρήσιμου εργαλείου λήψης αποφάσεων για αντίστοιχα έργα αστικής οικιστικής ανάπτυξης.

Κεφάλαιο 2: Θεωρητικό πλαίσιο οικονομοτεχνικών μελετών

2.1 Έννοια και χρησιμότητα της οικονομοτεχνικής μελέτης

Η οικονομοτεχνική μελέτη αποτελεί ένα συστηματικό εργαλείο προεπενδυτικής αξιολόγησης, το οποίο χρησιμοποιείται πριν από τη δέσμευση σημαντικών κεφαλαίων σε ένα έργο. Βασικός της σκοπός είναι να εξετάσει κατά πόσο ένα επενδυτικό σχέδιο είναι τεχνικά εφικτό, οικονομικά σκόπιμο, χρηματοοικονομικά αποδοτικό και διαχειρίσιμο ως προς τους κινδύνους του. Με άλλα λόγια, η οικονομοτεχνική μελέτη δεν περιορίζεται σε έναν απλό υπολογισμό κόστους και εσόδων, αλλά λειτουργεί ως ολοκληρωμένο πλαίσιο λήψης αποφάσεων, μέσα από το οποίο αξιολογούνται η αγορά, η τεχνική λύση, οι χρηματοδοτικές ανάγκες, οι ταμειακές ροές, οι αποδόσεις και οι αβεβαιότητες του έργου.

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, οι μελέτες σκοπιμότητας αποτελούν βασικό στάδιο της προεπενδυτικής διαδικασίας, καθώς επιτρέπουν στον επενδυτή να εξετάσει εάν ένα έργο μπορεί να υλοποιηθεί υπό ρεαλιστικές τεχνικές, εμπορικές και οικονομικές προϋποθέσεις. Το εγχειρίδιο της UNIDO για την προετοιμασία μελετών σκοπιμότητας αναγνωρίζει ως βασικά πεδία ανάλυσης την αγορά, την παραγωγική ή τεχνική δυναμικότητα, την τοποθεσία, τη μηχανική του έργου, την οργάνωση, το χρονοδιάγραμμα υλοποίησης και τη χρηματοοικονομική και οικονομική αξιολόγηση. Η λογική αυτή είναι ιδιαίτερα χρήσιμη και στις επενδύσεις ακινήτων, όπου η τελική απόδοση εξαρτάται από τον συνδυασμό πολλών παραγόντων, όπως η τοποθεσία, η χρήση γης, το κόστος ανάπτυξης, η ζήτηση, τα μισθώματα, η πληρότητα, τα επιτόκια και η αξία εξόδου.

Στις επενδύσεις σε ακίνητα, η οικονομοτεχνική μελέτη αποκτά ιδιαίτερη σημασία, διότι τα έργα χαρακτηρίζονται από υψηλή ένταση κεφαλαίου, μεγάλη διάρκεια υλοποίησης και περιορισμένη ευελιξία μετά την έναρξη της κατασκευής ή της αγοράς. Σε αντίθεση με άλλες επενδύσεις, ένα ακίνητο δεν μπορεί εύκολα να μετακινηθεί, να αλλάξει χρήση ή να ανασχεδιαστεί χωρίς σημαντικό πρόσθετο κόστος. Για τον λόγο αυτό, η λανθασμένη επιλογή τοποθεσίας, η υπερεκτίμηση των αναμενόμενων μισθωμάτων, η υποεκτίμηση του κατασκευαστικού κόστους, η λανθασμένη εκτίμηση της ζήτησης ή η ακατάλληλη χρηματοδοτική διάρθρωση μπορούν να επηρεάσουν ουσιαστικά την απόδοση της επένδυσης και, σε ορισμένες περιπτώσεις, να οδηγήσουν σε αδυναμία εξυπηρέτησης του δανεισμού.

Η βιβλιογραφία της ανάλυσης ακινήτων αντιμετωπίζει το ακίνητο όχι μόνο ως φυσικό περιουσιακό στοιχείο, αλλά και ως επενδυτικό προϊόν που παράγει μελλοντικές ταμειακές ροές.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Οι Geltner, Miller, Clayton και Eichholtz τονίζουν ότι η ανάλυση εμπορικών ακινήτων βασίζεται στη σύνδεση μεταξύ παραδοχών αγοράς, αποτίμησης, χρηματοοικονομικής ανάλυσης και αναπτυξιακής διαδικασίας. Αντίστοιχα, οι Brown και Matysiak προσεγγίζουν την επένδυση σε ακίνητα μέσα από το πρίσμα των κεφαλαιαγορών, δίνοντας έμφαση στη σχέση κινδύνου και απόδοσης, στη χρονική αξία του χρήματος και στη σύγκριση του ακινήτου με άλλες επενδυτικές επιλογές.

Η χρησιμότητα της οικονομοτεχνικής μελέτης έγκειται επίσης στο ότι καθιστά τις βασικές παραδοχές της επένδυσης ορατές και ελέγξιμες. Μέσω της χρηματοοικονομικής μοντελοποίησης, ο επενδυτής μπορεί να εξετάσει πώς μεταβάλλεται η απόδοση του έργου όταν αλλάζουν κρίσιμες παράμετροι, όπως το κόστος κατασκευής, το επίπεδο των μισθωμάτων, η πληρότητα, οι λειτουργικές δαπάνες, το επιτόκιο δανεισμού ή ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης κατά την έξοδο. Η χρήση της μεθόδου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη στις επενδύσεις σε ακίνητα, καθώς επιτρέπει την εκτίμηση της σημερινής αξίας των μελλοντικών καθαρών εισροών. Η RICS ορίζει το DCF ως μοντέλο που εξετάζει το μελλοντικό καθαρό εισόδημα ή τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές ενός επενδυτικού ακινήτου και τις προεξοφλεί ώστε να υπολογιστεί η εκτιμώμενη σημερινή αξία του.

Παράλληλα, η οικονομοτεχνική μελέτη συμβάλλει στη διαχείριση της αβεβαιότητας. Οι French και Gabrielli επισημαίνουν ότι η αποτίμηση ακινήτων επηρεάζεται από αβεβαιότητα τόσο ως προς τις μελλοντικές ταμειακές ροές όσο και ως προς το τελικό αποτέλεσμα της αποτίμησης, γεγονός που καθιστά αναγκαία τη διαφανή παρουσίαση των παραδοχών και των κινδύνων. Επομένως, μια αξιόπιστη οικονομοτεχνική μελέτη δεν πρέπει να παρουσιάζει μόνο ένα βασικό σενάριο, αλλά και εναλλακτικά σενάρια, ανάλυση ευαισθησίας και ποιοτική αξιολόγηση κινδύνων. Με αυτόν τον τρόπο, ο επενδυτής μπορεί να διακρίνει εάν το έργο παραμένει βιώσιμο ακόμη και σε δυσμενέστερες συνθήκες αγοράς.

Συνολικά, η οικονομοτεχνική μελέτη αποτελεί κρίσιμο εργαλείο για τη λήψη τεκμηριωμένων επενδυτικών αποφάσεων. Στην περίπτωση των ακινήτων, η αξία της είναι ακόμη μεγαλύτερη, επειδή η επιτυχία της επένδυσης εξαρτάται από την ορθή εκτίμηση τόσο των αρχικών τεχνικών και κεφαλαιακών απαιτήσεων όσο και της μελλοντικής εισοδηματικής ικανότητας του ακινήτου. Η μελέτη λειτουργεί, συνεπώς, ως μηχανισμός ελέγχου της σκοπιμότητας, περιορισμού των επενδυτικών λαθών και ενίσχυσης της διαφάνειας απέναντι σε ιδιοκτήτες, επενδυτές, τράπεζες και λοιπούς χρηματοδότες.

2.2 Ιδιαιτερότητες επενδύσεων σε ακίνητα

Οι επενδύσεις σε ακίνητα παρουσιάζουν ορισμένα χαρακτηριστικά που τις διαφοροποιούν ουσιαστικά από άλλες κατηγορίες επενδύσεων, όπως οι μετοχές, τα ομόλογα ή τα χρηματοοικονομικά παράγωγα. Βασικά γνωρίσματά τους είναι η υψηλή κεφαλαιακή ένταση, ο μακροχρόνιος επενδυτικός ορίζοντας, η περιορισμένη ρευστότητα, η ατελής πληροφόρηση της αγοράς και η έντονη εξάρτηση της αξίας από την τοποθεσία. Όπως επισημαίνουν οι Brueggeman



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών και Fisher (2019), η αγορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από σημαντικές συναλλακτικές τριβές, υψηλό κόστος εισόδου και εξόδου, καθώς και από περιορισμένη ταχύτητα προσαρμογής στις μεταβολές της ζήτησης και της προσφοράς.

Σε αντίθεση με άλλες μορφές επένδυσης, το ακίνητο είναι χωρικά αμετακίνητο. Η αξία του δεν προσδιορίζεται μόνο από τα φυσικά και τεχνικά του χαρακτηριστικά, αλλά και από το περιβάλλον μέσα στο οποίο εντάσσεται. Παράγοντες όπως οι γειτονικές χρήσεις γης, η πρόσβαση σε μεταφορικές υποδομές, οι πολεοδομικοί περιορισμοί, η ποιότητα του αστικού περιβάλλοντος, η ασφάλεια, οι κοινωνικοοικονομικές τάσεις της περιοχής και οι προοπτικές τοπικής ανάπτυξης επηρεάζουν καθοριστικά την επενδυτική του αξία. Η σημασία της τοποθεσίας αποτελεί κεντρικό στοιχείο της θεωρίας της αστικής οικονομικής και της ανάλυσης αγορών ακινήτων, καθώς η γη και τα κτίρια αποκτούν αξία κυρίως μέσα από τη σχέση τους με τον χώρο, τις χρήσεις και τις οικονομικές δραστηριότητες που αναπτύσσονται γύρω τους (DiPasquale and Wheaton, 1996).

Επιπλέον, οι επενδύσεις σε ακίνητα συνδέονται με αυξημένο βαθμό αβεβαιότητας, καθώς επηρεάζονται από μακροοικονομικούς παράγοντες, επιτόκια, πληθωρισμό, φορολογική πολιτική, κανονιστικές αλλαγές και τον κύκλο της αγοράς ακινήτων. Η περιορισμένη ρευστότητα σημαίνει ότι η πώληση ενός ακινήτου μπορεί να απαιτήσει σημαντικό χρόνο και να πραγματοποιηθεί σε τιμή διαφορετική από την εκτιμώμενη θεωρητική του αξία. Παράλληλα, η ετερογένεια των ακινήτων δυσχεραίνει τη σύγκριση μεταξύ επενδυτικών επιλογών, καθώς κάθε ακίνητο είναι μοναδικό ως προς τη θέση, τη χρήση, την κατάσταση, τη μισθωτική του βάση και τις δυνατότητες μελλοντικής αξιοποίησης.

Η απόδοση ενός εισοδηματικού ακινήτου προέρχεται κυρίως από δύο πηγές: πρώτον, από το καθαρό λειτουργικό εισόδημα που δημιουργείται μέσω μισθώσεων, και δεύτερον, από την τελική αξία μεταπώλησης ή διακράτησης στο τέλος του επενδυτικού ορίζοντα. Επομένως, η επενδυτική ανάλυση δεν μπορεί να περιορίζεται μόνο στην τρέχουσα μισθωτική απόδοση, αλλά πρέπει να εξετάζει τόσο τις ετήσιες καθαρές ταμειακές ροές όσο και την εκτιμώμενη αξία εξόδου. Η προσέγγιση αυτή είναι σύμφωνη με τη μεθοδολογία της προεξόφλησης ταμειακών ροών, η οποία αποτελεί βασικό εργαλείο αποτίμησης επενδύσεων σε ακίνητα, ιδίως όταν το ακίνητο παράγει σταθερό ή προβλέψιμο εισόδημα (Geltner et al., 2014).

Κατά συνέπεια, η αξιολόγηση μιας επένδυσης σε ακίνητο απαιτεί συνδυασμό χρηματοοικονομικής, πολεοδομικής, νομικής και αγοραίας ανάλυσης. Η βιωσιμότητα της επένδυσης εξαρτάται όχι μόνο από το ύψος των μισθωμάτων και το κόστος χρηματοδότησης, αλλά και από την ποιότητα των μισθωτών, τη διάρκεια των συμβάσεων, τις ανάγκες συντήρησης, τους κινδύνους κενότητας, τη φορολογική επιβάρυνση και τις μελλοντικές προοπτικές της περιοχής. Για τον λόγο αυτό, η επένδυση σε ακίνητα πρέπει να αντιμετωπίζεται ως σύνθετη μακροχρόνια απόφαση, στην οποία η αξία δημιουργείται μέσα από τη διαχείριση τόσο του ίδιου του περιουσιακού στοιχείου όσο και των εξωτερικών παραγόντων που επηρεάζουν τη ζήτηση και την αποτίμησή του.



2.3 Βασικές έννοιες χρηματοοικονομικής αξιολόγησης

Η καθαρή παρούσα αξία υπολογίζει τη σημερινή αξία των μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών, αφού αφαιρεθεί το αρχικό κόστος επένδυσης. Θετική καθαρή παρούσα αξία σημαίνει ότι η επένδυση δημιουργεί αξία πέραν της απαιτούμενης απόδοσης. Αρνητική καθαρή παρούσα αξία δείχνει ότι η επένδυση δεν καλύπτει πλήρως το κόστος κεφαλαίου.

Ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που μηδενίζει την καθαρή παρούσα αξία. Εάν ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης υπερβαίνει το απαιτούμενο επιτόκιο απόδοσης του επενδυτή, η επένδυση μπορεί να θεωρηθεί αποδεκτή. Η περίοδος αποπληρωμής δείχνει σε πόσα έτη ανακτάται το αρχικό κεφάλαιο, αλλά δεν λαμβάνει πλήρως υπόψη τη χρονική αξία του χρήματος.

2.4 Οικονομοτεχνική προσέγγιση σε συγκροτήματα κατοικιών

Η οικονομοτεχνική αξιολόγηση ενός συγκροτήματος ενοικιαζόμενων κατοικιών διαφοροποιείται ουσιαστικά από την αξιολόγηση ενός μεμονωμένου διαμερίσματος, καθώς η επένδυση δεν εξετάζεται μόνο ως ιδιοκτησία προς εκμετάλλευση, αλλά ως χαρτοφυλάκιο επιμέρους μισθωτικών μονάδων. Στην περίπτωση αυτή, η ανάλυση πρέπει να συνδυάζει τεχνικές, λειτουργικές, χρηματοοικονομικές και αγοραίες παραμέτρους, προκειμένου να εκτιμηθεί όχι μόνο η αρχική αξία του ακινήτου, αλλά και η μακροχρόνια ικανότητά του να παράγει σταθερές ταμειακές ροές.

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία της χρηματοοικονομικής ακινήτων, η αξία ενός εισοδηματικού ακινήτου συνδέεται κυρίως με την ποιότητα, τη σταθερότητα και την προβλεψιμότητα των μελλοντικών καθαρών λειτουργικών εσόδων του, δηλαδή του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος (Net Operating Income - NOI) (Brueggeman and Fisher, 2010). Τα σύγχρονα εγχειρίδια ανάλυσης ακινήτων δίνουν έμφαση στη χρήση μεθόδων προεξοφλημένων ταμειακών ροών, στην εκτίμηση κινδύνου, στη διαμόρφωση ρεαλιστικών υποθέσεων αγοράς και στη σύγκριση της αναμενόμενης απόδοσης με το κόστος κεφαλαίου του επενδυτή.

Σε αντίθεση με ένα μεμονωμένο διαμέρισμα, ένα συγκρότημα κατοικιών επιτρέπει μεγαλύτερη διασπορά μισθωτικού κινδύνου. Η προσωρινή κενότητα μίας κατοικίας δεν συνεπάγεται πλήρη απώλεια εισοδήματος, αλλά περιορισμένη μείωση των συνολικών εσόδων. Για παράδειγμα, σε ένα συγκρότημα δέκα κατοικιών, η μη μίσθωση μίας μονάδας αντιστοιχεί σε απώλεια περίπου 10% των δυνητικών εσόδων, ενώ σε ένα μεμονωμένο διαμέρισμα η κενότητα οδηγεί σε μηδενική μισθωτική είσπραξη για το αντίστοιχο διάστημα. Συνεπώς, η επένδυση παρουσιάζει μεγαλύτερη ανθεκτικότητα, εφόσον υπάρχει επαρκής ζήτηση και σωστή πολιτική μισθώσεων.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Παράλληλα, η ύπαρξη πολλών μονάδων δημιουργεί οικονομίες κλίμακας. Οι δαπάνες συντήρησης, καθαριότητας, ασφάλισης, φύλαξης, διαχείρισης και τεχνικής παρακολούθησης μπορούν να οργανωθούν συγκεντρωτικά, μειώνοντας το μέσο κόστος ανά κατοικία. Η κεντρική διαχείριση επιτρέπει επίσης καλύτερο έλεγχο των προμηθευτών, ταχύτερη επίλυση τεχνικών προβλημάτων και πιο αποτελεσματική εφαρμογή προληπτικής συντήρησης. Η προσέγγιση αυτή συνάδει με τη λογική της επαγγελματικής διαχείρισης εισοδηματικών ακινήτων, όπου η αξία δεν εξαρτάται μόνο από την τοποθεσία, αλλά και από την ικανότητα του διαχειριστή να διατηρεί υψηλή πληρότητα, ελεγχόμενο λειτουργικό κόστος και ικανοποιητικό επίπεδο υπηρεσιών.

Ωστόσο, η μεγαλύτερη κλίμακα συνεπάγεται και αυξημένη πολυπλοκότητα. Ένα συγκρότημα κατοικιών απαιτεί συστηματική τεχνική παρακολούθηση, οργανωμένο πλάνο συντήρησης, διαδικασίες επιλογής και αξιολόγησης ενοικιαστών, αποθεματικά για μελλοντικές επισκευές, σαφή στρατηγική τιμολόγησης μισθωμάτων και μηχανισμό παρακολούθησης εισπράξεων. Η έλλειψη επαγγελματικής διαχείρισης μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση επισφαλειών, επιδείνωση της τεχνικής κατάστασης του ακινήτου, μείωση της ελκυστικότητας προς τους ενοικιαστές και τελικά υποχώρηση της επενδυτικής αξίας.

Ιδιαίτερη σημασία έχει η διάκριση μεταξύ ακαθάριστου εισοδήματος και καθαρού λειτουργικού εισοδήματος. Τα συνολικά μισθώματα δεν αποτελούν από μόνα τους επαρκές κριτήριο αξιολόγησης. Από αυτά πρέπει να αφαιρεθούν οι απώλειες από κενές περιόδους, οι επισφάλειες, τα λειτουργικά έξοδα, τα έξοδα διαχείρισης, οι ασφαλίσεις, οι φόροι κατοχής, οι τακτικές συντηρήσεις και οι προβλέψεις κεφαλαιουχικών δαπανών. Μόνο το καθαρό λειτουργικό εισόδημα μπορεί να χρησιμοποιηθεί αξιόπιστα για την αποτίμηση της επένδυσης και την εκτίμηση της πραγματικής απόδοσης.

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow - DCF) είναι ιδιαίτερα κατάλληλη για τέτοιου είδους επενδύσεις, επειδή λαμβάνει υπόψη τη χρονική αξία του χρήματος, τη μεταβολή των μισθωμάτων, την εξέλιξη των εξόδων, τις ανάγκες συντήρησης και την εκτιμώμενη αξία εξόδου. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται ευρέως στη διεθνή βιβλιογραφία για την αξιολόγηση ακινήτων εισοδήματος, καθώς συνδέει την παρούσα αξία της επένδυσης με τις μελλοντικές οικονομικές επιδόσεις της.

Επιπλέον, η αποτίμηση πρέπει να λαμβάνει υπόψη την κατάσταση της αγοράς. Όπως επισημαίνουν οι Clayton, Ling και Naranjo (2009), οι αγορές ακινήτων χαρακτηρίζονται από ετερογένεια, χαμηλή ρευστότητα, τοπικότητα και συχνά πληροφοριακές ατέλειες, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε αποκλίσεις μεταξύ θεμελιώδους αξίας και τιμών αγοράς. Επομένως, η οικονομοτεχνική αξιολόγηση δεν πρέπει να βασίζεται αποκλειστικά σε θεωρητικούς δείκτες, αλλά να ενσωματώνει στοιχεία ζήτησης, ανταγωνισμού, τοποθεσίας, δημογραφικών τάσεων, επιτοκίων, διαθέσιμου εισοδήματος και εναλλακτικών επιλογών στέγασης.

Η επιτυχία της επένδυσης εξαρτάται τελικά από την ταυτόχρονη επίτευξη δύο στόχων: αφενός της τεχνικής ποιότητας του συγκροτήματος και αφετέρου της χρηματοοικονομικής πειθαρχίας. Η τεχνική ποιότητα εξασφαλίζει λειτουργικότητα, ασφάλεια, ενεργειακή αποδοτικότητα και



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
ικανοποίηση των ενοικιαστών. Η χρηματοοικονομική πειθαρχία διασφαλίζει ότι τα έσοδα, τα κόστη, η χρηματοδότηση και οι αποδόσεις παρακολουθούνται με τρόπο που προστατεύει την αξία του επενδεδυμένου κεφαλαίου.

Πίνακας 1: Βασικοί δείκτες χρηματοοικονομικής αξιολόγησης

Δείκτης	Τύπος υπολογισμού	Τι μετρά	Ερμηνεία / χρησιμότητα
Ακαθάριστο Δυνητικό Εισόδημα — Gross Potential Income, GPI	Μέγιστο ετήσιο μίσθωμα όλων των μονάδων	Το θεωρητικό μέγιστο εισόδημα σε πλήρη πληρότητα	Χρησιμοποιείται ως αφετηρία της ανάλυσης εσόδων πριν από κενότητες, επισφάλειες και εκπτώσεις.
Πραγματικό Ακαθάριστο Εισόδημα — Effective Gross Income, EGI	GPI – απώλειες κενότητας – επισφάλειες + λοιπά έσοδα	Το ρεαλιστικό εισόδημα που μπορεί να εισπράξει το συγκρότημα	Δείχνει την πραγματική εισοδηματική ικανότητα του ακινήτου μετά την προσαρμογή για κινδύνους αγοράς και μισθώσεων.
Ποσοστό Πληρότητας — Occupancy Rate	Μισθωμένες μονάδες / συνολικές μονάδες × 100	Τη λειτουργική αξιοποίηση του συγκροτήματος	Υψηλή πληρότητα δείχνει ισχυρή ζήτηση και αποτελεσματική μισθωτική πολιτική. Χαμηλή πληρότητα μπορεί να υποδηλώνει πρόβλημα τιμολόγησης, τοποθεσίας ή ποιότητας.
Καθαρό Λειτουργικό Εισόδημα — Net Operating Income, NOI	EGI – λειτουργικά έξοδα	Την καθαρή λειτουργική απόδοση πριν από φόρους και χρηματοοικονομικά έξοδα	Αποτελεί τον βασικό δείκτη αποτίμησης εισοδηματικών ακινήτων, καθώς συνδέει τα έσοδα με την επιχειρησιακή αποδοτικότητα.
Λειτουργικό Περιθώριο — Operating Margin	$NOI / EGI \times 100$	Το ποσοστό των πραγματικών εσόδων που παραμένει ως καθαρό λειτουργικό εισόδημα	Δείχνει την αποτελεσματικότητα ελέγχου κόστους. Όσο υψηλότερο είναι, τόσο καλύτερη είναι η λειτουργική διαχείριση.
Καθαρή Απόδοση — Net Yield	$NOI / \text{συνολικό κόστος επένδυσης} \times 100$	Την αρχική καθαρή απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου	Επιτρέπει γρήγορη σύγκριση με άλλες επενδύσεις ή ακίνητα παρόμοιου τύπου.
Κεφαλαιοποιητική Απόδοση — Capitalisation Rate, Cap Rate	$NOI / \text{αγοραία αξία ακινήτου} \times 100$	Τη σχέση μεταξύ καθαρού εισοδήματος και αξίας αγοράς	Χρησιμοποιείται για συγκριτική αποτίμηση. Χαμηλότερο cap rate συνήθως υποδηλώνει χαμηλότερο ρίσκο ή υψηλότερες προσδοκίες ανάπτυξης.
Καθαρή Παρούσα Αξία — Net Present Value, NPV	Παρούσα αξία καθαρών ταμειακών ροών – αρχική επένδυση	Τη συνολική δημιουργία ή καταστροφή αξίας	Θετική NPV σημαίνει ότι η επένδυση υπερκαλύπτει την απαιτούμενη απόδοση του επενδυτή.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Δείκτης	Τύπος υπολογισμού	Τι μετρά	Ερμηνεία / χρησιμότητα
Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης — Internal Rate of Return, IRR	Προεξοφλητικό επιτόκιο που μηδενίζει την NPV	Τη συνολική ετήσια απόδοση της επένδυσης	Συγκρίνεται με το κόστος κεφαλαίου, τις τραπεζικές αποδόσεις και εναλλακτικές επενδύσεις.
Περίοδος Αποπληρωμής — Payback Period	Αρχική επένδυση / ετήσια καθαρή ταμειακή ροή	Τα έτη που απαιτούνται για ανάκτηση του κεφαλαίου	Χρήσιμος δείκτης ρευστότητας και επενδυτικού κινδύνου, αλλά δεν αποτυπώνει πλήρως τη χρονική αξία του χρήματος.
Δείκτης Κάλυψης Χρέους — Debt Service Coverage Ratio, DSCR	NOI / ετήσιες δανειακές υποχρεώσεις	Την ικανότητα εξυπηρέτησης δανεισμού	$DSCR > 1$ σημαίνει ότι το ακίνητο παράγει επαρκές εισόδημα για την κάλυψη του χρέους. Συνήθως οι χρηματοδότες προτιμούν υψηλότερα περιθώρια ασφαλείας.
Loan-to-Value — LTV	Ποσό δανείου / αξία ακινήτου $\times 100$	Το επίπεδο μόχλευσης της επένδυσης	Υψηλό LTV αυξάνει την απόδοση ιδίων κεφαλαίων αλλά και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο.
Exit Yield	NOI τελικού έτους / εκτιμώμενη αξία εξόδου $\times 100$	Την απόδοση στην οποία υπολογίζεται η μελλοντική πώληση	Είναι κρίσιμη υπόθεση στο DCF, καθώς επηρεάζει σημαντικά την τελική αξία και τη συνολική απόδοση.
Αποθεματικό Κεφαλαιουχικών Δαπανών — CapEx Reserve	Ετήσιο ποσό πρόβλεψης για μεγάλες επισκευές / αντικαταστάσεις	Την επάρκεια πρόβλεψης για μελλοντικές τεχνικές ανάγκες	Προστατεύει την αξία του ακινήτου και αποτρέπει απότομες ταμειακές επιβαρύνσεις από μελλοντικές ανακαινίσεις ή βλάβες.

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, βάσει παραδοχών της παρούσας μελέτης.

Η επένδυση σε συγκρότημα κατοικιών μπορεί να παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα σε σχέση με την αγορά μεμονωμένης κατοικίας, κυρίως λόγω της διασποράς κινδύνου, των οικονομιών κλίμακας και της δυνατότητας επαγγελματικής διαχείρισης. Παράλληλα, όμως, απαιτεί αυστηρότερη τεχνική και χρηματοοικονομική παρακολούθηση. Η ορθολογική αξιολόγηση πρέπει να βασίζεται σε ρεαλιστικές παραδοχές για τα μισθώματα, την πληρότητα, τα έξοδα, τη συντήρηση, τη χρηματοδότηση και την αξία εξόδου. Επομένως, ένα τέτοιο επενδυτικό σχέδιο δεν πρέπει να εξετάζεται απλώς ως αγορά ακινήτου, αλλά ως μακροχρόνιο επιχειρηματικό εγχείρημα διαχείρισης εισοδήματος, κινδύνου και κεφαλαιακής αξίας.



Κεφάλαιο 3: Μεθοδολογία έρευνας και παραδοχές οικονομοτεχνικού μοντέλου

3.1 Ερευνητική προσέγγιση

Η μεθοδολογία της παρούσας εργασίας βασίζεται σε συνδυασμό δευτερογενούς έρευνας, ανάλυσης αγοράς και χρηματοοικονομικής μοντελοποίησης, με σκοπό την αξιολόγηση της επενδυτικής βιωσιμότητας ενός υποθετικού έργου ανάπτυξης ή αξιοποίησης ακινήτου. Η προσέγγιση αυτή κρίνεται κατάλληλη για μελέτες σκοπιμότητας στον κλάδο των ακινήτων, καθώς επιτρέπει τη σύνδεση μακροοικονομικών, πολεοδομικών, τεχνικών και χρηματοοικονομικών παραμέτρων σε ένα ενιαίο αναλυτικό πλαίσιο.

Η δευτερογενής έρευνα αντλεί στοιχεία από θεσμικές και αξιόπιστες πηγές, όπως η Τράπεζα της Ελλάδος, η Ελληνική Στατιστική Αρχή, εκθέσεις αγοράς, επαγγελματικοί φορείς και σχετική ακαδημαϊκή βιβλιογραφία στον τομέα των επενδύσεων σε ακίνητα. Η χρήση δευτερογενών δεδομένων επιτρέπει την αποτύπωση των βασικών τάσεων της αγοράς, όπως η εξέλιξη των τιμών ακινήτων, η ζήτηση για μισθώσεις, η πληρότητα, η αγοραστική δύναμη, οι αποδόσεις κεφαλαίου και οι γενικότερες συνθήκες της οικονομίας. Η ανάλυση της αγοράς δεν περιορίζεται μόνο στην περιγραφή των υφιστάμενων συνθηκών, αλλά επιχειρεί να συνδέσει τη ζήτηση και την προσφορά με τις μελλοντικές προοπτικές του επενδυτικού σχεδίου.

Σε θεωρητικό επίπεδο, η εργασία στηρίζεται στη βιβλιογραφία της επενδυτικής ανάλυσης ακινήτων, η οποία αντιμετωπίζει το ακίνητο όχι μόνο ως φυσικό περιουσιακό στοιχείο, αλλά και ως επενδυτικό προϊόν που παράγει ταμειακές ροές, ενέχει κινδύνους και συγκρίνεται με εναλλακτικές μορφές τοποθέτησης κεφαλαίου. Οι Brown και Matysiak αναλύουν την επένδυση σε ακίνητα μέσα από την οπτική των κεφαλαιαγορών, δίνοντας έμφαση στη χρονική αξία του χρήματος, στον κίνδυνο, στην απόδοση και στη διαχείριση χαρτοφυλακίου ακινήτων. Αντίστοιχα, οι Geltner, Miller, Clayton και Eichholtz παρουσιάζουν ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο ανάλυσης εμπορικών ακινήτων, το οποίο περιλαμβάνει παραδοχές αγοράς, αποτίμηση, χρηματοοικονομική ανάλυση και αξιολόγηση αναπτυξιακών έργων.

3.2 Χρηματοοικονομικό μοντέλο και βασικές παραδοχές

Για την ενίσχυση της αξιοπιστίας του υποδείγματος, οι βασικές παραδοχές της οικονομοτεχνικής αξιολόγησης δεν αντιμετωπίζονται ως αυθαίρετες αριθμητικές τιμές, αλλά ως ελεγχόμενες μεταβλητές οι οποίες συνδέονται με διαθέσιμα στοιχεία αγοράς, τεχνικές εκτιμήσεις και συντηρητικούς μηχανισμούς ευαισθησίας. Η προσέγγιση αυτή είναι κρίσιμη στις επενδύσεις ακινήτων, επειδή ακόμη και μικρές μεταβολές στο κόστος κατασκευής, στο επίπεδο μισθωμάτων,



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
στην πληρότητα ή στο επιτόκιο προεξόφλησης μπορούν να μεταβάλουν ουσιωδώς την Καθαρή Παρούσα Αξία και τον Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης.

Πίνακας 2Α: Τεκμηρίωση βασικών παραδοχών και έλεγχοι αξιοπιστίας

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, με βάση τις παραδοχές της παρούσας μελέτης, στοιχεία αγοράς και διεθνείς πρακτικές αξιολόγησης επενδύσεων ακινήτων.

Παραδοχή	Πηγή/βάση τεκμηρίωσης	Κύριος κίνδυνος	Έλεγχος αξιοπιστίας
Μίσθωμα 900 € ανά κατοικία	Συγκριτική αποτίμηση αστικών νεόδμητων/ανακαινισμένων κατοικιών παρόμοιου μεγέθους και ποιοτικών χαρακτηριστικών.	Υπερεκτίμηση αγοραίου μισθώματος.	Σενάρια 800 €, 900 € και 1.000 € ανά κατοικία.
Πληρότητα 95%	Υπόθεση επαγγελματικής διαχείρισης, κατάλληλης τοποθεσίας και περιορισμένης απώλειας εισοδήματος λόγω διασποράς 18 μονάδων.	Κενότητα ή καθυστέρηση μίσθωσης.	Δυσμενές σενάριο 90% και έλεγχος επίδρασης στο NOI.
Λειτουργικές δαπάνες 25% επί εσόδων	Συγκεντρωτική εκτίμηση διαχείρισης, συντήρησης, ασφάλισης, κοινοχρήστων, τελών και αποθεματικού.	Υποεκτίμηση δαπανών συντήρησης.	Διάσπαση δαπανών ανά κατηγορία και πρόβλεψη αποθεματικού.
Κόστος επένδυσης 2,997 εκατ. €	Άθροισμα οικοπέδου, κατασκευής, μελετών, αδειών, εξοπλισμού, απρόβλεπτων και χρηματοδοτικού κόστους.	Υπέρβαση κόστους κατασκευής.	Πρόβλεψη απρόβλεπτων και σενάριο πίεσης κόστους.
Προεξοφλητικό επιτόκιο 7%	Συντηρητική αποτύπωση απαιτούμενης απόδοσης με βάση τον κίνδυνο ανάπτυξης και λειτουργίας εισοδηματικού ακινήτου.	Υποεκτίμηση κόστους κεφαλαίου.	Ανάλυση ευαισθησίας σε δυσμενέστερες χρηματοοικονομικές συνθήκες.
Αξία εξόδου στο έτος 15	Κεφαλαιοποίηση του μελλοντικού NOI με συντηρητική παραδοχή απόδοσης εξόδου.	Μεταβολή cap rate ή μειωμένη ρευστότητα.	Χρήση σεναρίων και έλεγχος της εξάρτησης της NPV από την τελική αξία.

Το χρηματοοικονομικό μοντέλο αποτελεί τον βασικό μηχανισμό αξιολόγησης της επένδυσης. Βασίζεται σε ρεαλιστικές παραδοχές σχετικά με το κόστος απόκτησης ή ανάπτυξης, το κατασκευαστικό κόστος, τα αναμενόμενα μισθώματα, το επίπεδο πληρότητας, τις λειτουργικές δαπάνες, τη συντήρηση, τη φορολογία, τη χρηματοδότηση και την αξία εξόδου. Η μεθοδολογία των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι ιδιαίτερα σημαντική στην αποτίμηση επενδύσεων σε ακίνητα, καθώς επιτρέπει την εκτίμηση της σημερινής αξίας των μελλοντικών καθαρών εισροών και της τελικής αξίας μεταπώλησης. Σύμφωνα με τους French και Gabrielli, η μέθοδος DCF καθιστά πιο διαφανή την αποτίμηση, διότι αποτυπώνει ρητά τις παραδοχές για μισθωτική ανάπτυξη, περίοδο διακράτησης, κόστη, φορολογία και απαιτούμενη απόδοση.

Η ανάλυση περιλαμβάνει βασικούς δείκτες αξιολόγησης, όπως η Καθαρή Παρούσα Αξία, ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης, η περίοδος αποπληρωμής, η ετήσια καθαρή λειτουργική απόδοση και η αξία εξόδου. Παράλληλα, εξετάζεται η ευαισθησία του μοντέλου σε κρίσιμες μεταβλητές, όπως η μεταβολή των ενοικίων, η μείωση της πληρότητας, η αύξηση του κόστους κατασκευής, η



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
άνοδος των επιτοκίων και η διαφοροποίηση του συντελεστή κεφαλαιοποίησης κατά την έξοδο. Η πρακτική αυτή είναι συνεπής με τις οδηγίες του RICS για τη χρήση της DCF στην αποτίμηση επενδυτικών ακινήτων, όπου τονίζεται ότι η μέθοδος εξετάζει τη μελλοντική καθαρή εισοδηματική ικανότητα του ακινήτου.

3.2.1 Αιτιολόγηση και αξιοπιστία βασικών παραδοχών

Οι βασικές παραδοχές του χρηματοοικονομικού μοντέλου δεν αντιμετωπίζονται ως σταθερές και απολύτως βέβαιες τιμές, αλλά ως εκτιμήσεις που ενδέχεται να μεταβληθούν ανάλογα με τις συνθήκες της αγοράς. Ιδιαίτερη σημασία έχουν το μέσο μηνιαίο μίσθωμα, το ποσοστό πληρότητας, το κόστος κατασκευής, οι λειτουργικές δαπάνες και ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης της τελικής αξίας. Για τον λόγο αυτό, η μελέτη υιοθετεί συντηρητική ερμηνεία των αποτελεσμάτων και εξετάζει εναλλακτικά σενάρια, ώστε να αξιολογηθεί εάν το έργο παραμένει βιώσιμο σε περίπτωση δυσμενών μεταβολών. Η προσέγγιση αυτή ενισχύει την αξιοπιστία της οικονομοτεχνικής αξιολόγησης, καθώς αναγνωρίζει ότι οι επενδύσεις σε ακίνητα επηρεάζονται από αβεβαιότητες αγοράς, κόστους και χρηματοδότησης.

3.3 Ανάλυση κινδύνων και ευαισθησίας

Ιδιαίτερη σημασία δίνεται επίσης στην αξιολόγηση κινδύνων. Οι κίνδυνοι διακρίνονται σε αγοραστικούς, τεχνικούς, χρηματοοικονομικούς, θεσμικούς και λειτουργικούς. Οι αγοραστικοί κίνδυνοι σχετίζονται με πιθανή χαμηλότερη ζήτηση, πίεση στα μισθώματα ή αυξημένο ανταγωνισμό. Οι τεχνικοί κίνδυνοι αφορούν υπερβάσεις κόστους, καθυστερήσεις αδειοδοτήσεων και κατασκευαστικές αβεβαιότητες. Οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι σχετίζονται με τα επιτόκια, τη διαθεσιμότητα τραπεζικής χρηματοδότησης και την απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές. Οι θεσμικοί κίνδυνοι αφορούν αλλαγές στο φορολογικό, πολεοδομικό ή κανονιστικό πλαίσιο, ενώ οι λειτουργικοί κίνδυνοι συνδέονται με τη διαχείριση, τη συντήρηση και τη σταθερότητα των μισθωτών.

3.4 Περιορισμοί της έρευνας

Βασικός περιορισμός της εργασίας είναι ότι το επενδυτικό σχέδιο βασίζεται σε υποθετικό ακίνητο και όχι σε συγκεκριμένο οικοπέδο ή υφιστάμενο ακίνητο με πραγματικούς πολεοδομικούς όρους, τίτλους ιδιοκτησίας, τεχνικές μελέτες και ακριβές κόστος ανάπτυξης. Κατά συνέπεια, τα αποτελέσματα της ανάλυσης πρέπει να θεωρηθούν ενδεικτικά και όχι δεσμευτικά. Σε περίπτωση εφαρμογής της μελέτης σε πραγματική επένδυση, θα απαιτηθεί περαιτέρω τεχνικός, νομικός, φορολογικός και πολεοδομικός έλεγχος, καθώς και επικαιροποίηση όλων των χρηματοοικονομικών παραδοχών με βάση τα πραγματικά δεδομένα του ακινήτου και της αγοράς.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Η μεθοδολογία, επομένως, δεν αποσκοπεί στην οριστική αποτίμηση ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου, αλλά στη δημιουργία ενός συνεκτικού πλαισίου αξιολόγησης, το οποίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως βάση για τη λήψη επενδυτικής απόφασης, υπό την προϋπόθεση ότι θα προσαρμοστεί σε πραγματικά δεδομένα αγοράς και έργου.

Πίνακας 2: Πίνακας ερευνητικού σχεδιασμού

Ερευνητικό σκέλος	Μέθοδος	Παραγόμενο αποτέλεσμα
Αγορά	Δευτερογενή στοιχεία, θεσμικές πηγές, εκθέσεις αγοράς και ανάλυση τάσεων	Εκτίμηση ζήτησης, ανταγωνισμού, μισθωτικών επιπέδων και μελλοντικών προοπτικών
Τεχνική διάσταση	Παραδοχές σχεδιασμού, τεχνικές προδιαγραφές και εκτίμηση κόστους ανάπτυξης	Περιγραφή έργου, βασικά τεχνικά χαρακτηριστικά και προϋπολογισμός κόστους
Οικονομική διάσταση	Ταμειακές ροές, DCF, NPV, IRR, περίοδος αποπληρωμής και αξία εξόδου	Αξιολόγηση επενδυτικής βιωσιμότητας και αποδοτικότητας
Κίνδυνοι	Σενάρια, ανάλυση ευαισθησίας και ποιοτική αξιολόγηση κινδύνων	Εντοπισμός βασικών αβεβαιοτήτων και προτάσεις μετριασμού
Περιορισμοί	Κριτική αξιολόγηση παραδοχών και αναγνώριση ελλείψεων πραγματικών δεδομένων	Προσδιορισμός βαθμού αξιοπιστίας και ανάγκης περαιτέρω due diligence

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, βάσει παραδοχών της παρούσας μελέτης.

Κεφάλαιο 4: Ανάλυση αγοράς και αστικού στεγαστικού περιβάλλοντος

4.1 Μακροοικονομικό και στεγαστικό περιβάλλον

Η επικαιροποίηση των δεδομένων αγοράς επιβεβαιώνει ότι η υπό εξέταση επένδυση τοποθετείται σε περιβάλλον αυξημένης στεγαστικής πίεσης και υψηλού κόστους παραγωγής νέας κατοικίας. Τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος για το δ' τρίμηνο 2025 δείχνουν συνέχιση της ανόδου των τιμών κατοικιών, ενώ τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ για το κόστος κατασκευής νέων κατοικιών καταδεικνύουν ότι ο κατασκευαστικός προϋπολογισμός πρέπει να αντιμετωπίζεται ως κρίσιμη και δυναμική μεταβλητή. Παράλληλα, οι δείκτες στεγαστικής προσιτότητας του OECD αναδεικνύουν την πίεση που δέχονται τα νοικοκυριά από το κόστος στέγασης, στοιχείο που ενισχύει τη σημασία προσεκτικής τιμολόγησης των μισθωμάτων και όχι απλής μεγιστοποίησης τιμής.

Η αγορά κατοικίας αποτελεί έναν σύνθετο τομέα της οικονομίας, ο οποίος επηρεάζεται από τη διαθεσιμότητα και το επίπεδο του εισοδήματος των νοικοκυριών, τα επιτόκια, το κόστος χρηματοδότησης, τις προσδοκίες για μελλοντικές αποδόσεις, τη δημογραφική δυναμική, τις μετακινήσεις πληθυσμού προς τα αστικά κέντρα και την οικοδομική παραγωγή. Σύμφωνα με τους DiPasquale και Wheaton (1996), η αγορά ακινήτων διαμορφώνεται μέσα από την αλληλεπίδραση της ζήτησης για χρήση χώρου, της επενδυτικής ζήτησης και της διαθέσιμης προσφοράς, η οποία συνήθως προσαρμόζεται με χρονική υστέρηση. Αντίστοιχα, ο Poterba (1984) επισημαίνει ότι το κόστος χρήσης της κατοικίας, το οποίο συνδέεται άμεσα με τα επιτόκια και τη φορολογική



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
μεταχείριση της ιδιοκτησίας, αποτελεί βασικό παράγοντα στη διαμόρφωση της ζήτησης για αγορά κατοικίας.

Σε περιόδους αυξημένων τιμών αγοράς και υψηλότερου κόστους δανεισμού, η δυνατότητα πρόσβασης των νοικοκυριών στην ιδιοκατοίκηση περιορίζεται, ιδίως για νέους αγοραστές και μεσαία εισοδηματικά στρώματα. Η εξέλιξη αυτή ενισχύει τη σχετική ελκυστικότητα της μισθωμένης κατοικίας, καθώς η ενοικίαση λειτουργεί ως εναλλακτική λύση έναντι της αγοράς όταν η απόκτηση κατοικίας καθίσταται λιγότερο προσιτή. Η σχέση αυτή συνδέεται και με τη θεωρία της προσιτότητας κατοικίας, σύμφωνα με την οποία η αύξηση των τιμών ακινήτων σε ρυθμό υψηλότερο από την αύξηση των εισοδημάτων οδηγεί σε μετατόπιση μέρους της ζήτησης από την αγορά προς τη μίσθωση (Glaeser and Gyourko, 2018).

Στην ελληνική αγορά, τα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος επιβεβαιώνουν τη συνέχιση των ανοδικών πιέσεων στις τιμές κατοικίας. Σύμφωνα με τα προσωρινά στοιχεία για το 2025, οι τιμές των νέων διαμερισμάτων αυξήθηκαν κατά 7,4%, ενώ οι τιμές των παλαιών διαμερισμάτων αυξήθηκαν κατά 8,1% σε μέση ετήσια βάση. Τα στοιχεία του δ' τριμήνου 2025 δείχνουν επίσης ετήσια αύξηση 7,6% στο σύνολο των διαμερισμάτων, με άνοδο 7,4% στα νέα και 7,8% στα παλαιά διαμερίσματα. Η εξέλιξη αυτή υποδηλώνει ότι, παρά την επιβράδυνση σε σχέση με προηγούμενες περιόδους έντονης ανόδου, η ελληνική αγορά κατοικίας εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από ισχυρή ζήτηση και περιορισμούς στην προσφορά. Παράλληλα, η αύξηση των τιμών επηρεάζει διττά την επενδυτική αξιολόγηση: αφενός ενισχύει την κεφαλαιακή αξία των ακινήτων και τις προσδοκίες υπεραξίας, αφετέρου περιορίζει την προσιτότητα της κατοικίας για τα νοικοκυριά και ενδέχεται να αυξήσει τη ζήτηση για μισθωμένες κατοικίες.

4.2 Προσφορά νέων κατοικιών και οικοδομική δραστηριότητα

Η προσφορά νέων κατοικιών αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους προσδιοριστικούς παράγοντες της εξέλιξης των τιμών αγοράς και των μισθωμάτων στην αγορά κατοικίας. Σύμφωνα με τη θεωρία της αστικής οικονομικής και των αγορών ακινήτων, όταν η ζήτηση για κατοικίες αυξάνεται ταχύτερα από την ικανότητα της αγοράς να παράγει νέο οικιστικό απόθεμα, δημιουργούνται συνθήκες ανισορροπίας, οι οποίες μεταφράζονται σε ανοδικές πιέσεις τόσο στις τιμές πώλησης όσο και στα ενοίκια (DiPasquale and Wheaton, 1996; Glaeser and Gyourko, 2005). Η προσφορά κατοικιών, ωστόσο, δεν αντιδρά άμεσα στις μεταβολές της ζήτησης, καθώς επηρεάζεται από παράγοντες όπως η διαθεσιμότητα γης, το κόστος κατασκευής, οι πολεοδομικοί περιορισμοί, οι διαδικασίες αδειοδότησης και η χρηματοδότηση των κατασκευαστικών έργων (Malpezzi, 1996; Ball, 2011).

Στην περίπτωση της Ελλάδας, τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ δείχνουν ότι το 2025 η συνολική οικοδομική δραστηριότητα, δημόσια και ιδιωτική, ανήλθε σε 30.199 οικοδομικές άδειες, οι οποίες αντιστοιχούσαν σε 6.574.883 τ.μ. επιφάνειας και 31.043.957 κ.μ. όγκου. Παρά τον υψηλό αριθμό αδειών, σε σύγκριση με το 2024 καταγράφηκε μείωση 2,6% στον αριθμό των αδειών, 9,7% στην



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
επιφάνεια και 3,0% στον όγκο, γεγονός που δείχνει ότι η δυναμική της προσφοράς δεν πρέπει να αξιολογείται μόνο ποσοτικά, αλλά και με βάση το μέγεθος, τη χρήση, τη χωρική κατανομή και τον πραγματικό χρόνο ολοκλήρωσης των έργων. Η ίδια η ΕΛΣΤΑΤ επισημαίνει ότι η μεταβολή στον αριθμό των οικοδομικών αδειών δεν συνεπάγεται απαραίτητα αντίστοιχη μεταβολή στην επιφάνεια ή στον όγκο, καθώς μεμονωμένες άδειες μπορεί να αφορούν έργα πολύ διαφορετικής κλίμακας.

Ιδιαίτερη σημασία έχει επίσης η ποιότητα του υφιστάμενου οικιστικού αποθέματος. Σε πολλές αστικές περιοχές της Ελλάδας, μεγάλο μέρος των κατοικιών είναι παλαιό, ενεργειακά ανεπαρκές και συχνά μη προσαρμοσμένο στις σύγχρονες ανάγκες νοικοκυριών, φοιτητών, νέων επαγγελματιών και μικρών οικογενειών. Η παλαιότητα του αποθέματος περιορίζει την πραγματικά διαθέσιμη προσφορά ποιοτικής κατοικίας, ακόμη και όταν υπάρχει αριθμητικά επαρκές απόθεμα κατοικιών. Η διεθνής βιβλιογραφία επισημαίνει ότι η ποιότητα, η ενεργειακή απόδοση, η τοποθεσία και η λειτουργικότητα των ακινήτων επηρεάζουν σημαντικά την προθυμία πληρωμής των νοικοκυριών και, κατά συνέπεια, τη διαμόρφωση αξιών και μισθωμάτων (Rosen, 1974; Smith, Rosen and Fallis, 1988).

Στο πλαίσιο αυτό, δημιουργείται ένα σαφές κενό αγοράς για σύγχρονες κατοικίες μικρού και μεσαίου μεγέθους, ιδίως σε περιοχές με ισχυρή ζήτηση και περιορισμένη νέα ανάπτυξη. Οι κατοικίες αυτές μπορούν να προσφέρουν χαμηλότερη ενεργειακή κατανάλωση, καλύτερη θερμομόνωση και ηχομόνωση, πιο αποδοτική εσωτερική διαρρύθμιση, χώρους προσαρμοσμένους στην τηλεργασία, καθώς και οργανωμένη διαχείριση κτιρίου. Επομένως, η νέα οικοδομική δραστηριότητα δεν πρέπει να αξιολογείται μόνο ως αύξηση του αποθέματος, αλλά ως ποιοτική ανανέωση της αγοράς κατοικίας. Η ύπαρξη παλαιού και ενεργειακά υποβαθμισμένου αποθέματος ενισχύει τη σχετική ελκυστικότητα των νέων, ενεργειακά αποδοτικών κατοικιών, ιδίως σε περιβάλλον αυξημένου κόστους ενέργειας και υψηλών απαιτήσεων από τους χρήστες.

Συνεπώς, η εξέλιξη της προσφοράς νέων κατοικιών στην Ελλάδα πρέπει να αναλύεται πολυδιάστατα: όχι μόνο με βάση τον αριθμό των οικοδομικών αδειών, αλλά και με βάση την επιφάνεια, τον όγκο, τη γεωγραφική κατανομή, τον τύπο των κατοικιών, την ενεργειακή τους απόδοση και τον βαθμό στον οποίο ανταποκρίνονται στη σύγχρονη ζήτηση. Η αδυναμία της προσφοράς να προσαρμοστεί γρήγορα και ποιοτικά στις ανάγκες της αγοράς μπορεί να συντηρήσει ανοδικές πιέσεις στα μισθώματα και στις αξίες, ιδιαίτερα στα μεγάλα αστικά κέντρα και σε περιοχές με περιορισμένη διαθεσιμότητα νέων κατοικιών.

4.3 Ζήτηση για ενοικιαζόμενες κατοικίες

Η ζήτηση για ενοικιαζόμενες κατοικίες στα μεγάλα αστικά κέντρα συνδέεται άμεσα με τη συγκέντρωση οικονομικών, επαγγελματικών και εκπαιδευτικών δραστηριοτήτων. Σύμφωνα με τη θεωρία των αστικών αγορών ακινήτων, η κατοικία δεν αποτελεί μόνο καταναλωτικό αγαθό, αλλά και χωρική επιλογή που επηρεάζεται από την πρόσβαση στην εργασία, στις υπηρεσίες, στις



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών μεταφορές και στις κοινωνικές υποδομές (DiPasquale and Wheaton, 1996). Η αστικοποίηση, η κινητικότητα του εργατικού δυναμικού, η αύξηση των προσωρινών ή ευέλικτων μορφών εργασίας, καθώς και η δυσκολότερη πρόσβαση σε στεγαστική πίστη ενισχύουν την προτίμηση πολλών νοικοκυριών προς την ενοικίαση αντί της ιδιοκατοίκησης. Η διεθνής βιβλιογραφία επισημαίνει ότι οι αγορές κατοικίας επηρεάζονται έντονα από τη σχέση μεταξύ εισοδήματος, προσφοράς κατοικιών, ρυθμιστικών περιορισμών και κόστους πρόσβασης στην ιδιοκτησία .

Βασικές ομάδες ζήτησης αποτελούν οι νέοι επαγγελματίες, οι φοιτητές μεταπτυχιακών προγραμμάτων, τα νεαρά ζευγάρια χωρίς παιδιά, οι εργαζόμενοι σε προσωρινές ή μεταβαλλόμενες θέσεις, καθώς και άτομα που επιλέγουν την ενοικίαση για λόγους ευελιξίας. Ιδιαίτερα σε πόλεις με έντονη οικονομική δραστηριότητα, η κατοικία κοντά σε θέσεις εργασίας, πανεπιστήμια και μέσα μαζικής μεταφοράς αποκτά πρόσθετη αξία, καθώς μειώνει τον χρόνο και το κόστος μετακίνησης. Η βιβλιογραφία για τις ευρωπαϊκές αγορές κατοικίας υπογραμμίζει ότι η ενοικιαζόμενη κατοικία λειτουργεί ως κρίσιμος μηχανισμός στέγασης για νοικοκυριά που είτε δεν έχουν άμεση πρόσβαση στην ιδιοκτησία είτε επιδιώκουν μεγαλύτερη κινητικότητα και προσαρμοστικότητα στις αλλαγές του κύκλου ζωής και της εργασίας .

Ωστόσο, η ζήτηση δεν καθορίζεται αποκλειστικά από το ύψος του μισθώματος. Οι ενοικιαστές αξιολογούν πλέον ένα ευρύτερο σύνολο χαρακτηριστικών, όπως η ενεργειακή απόδοση, η ασφάλεια, η ποιότητα κατασκευής, η λειτουργικότητα των χώρων, η εγγύτητα σε συγκοινωνίες και υπηρεσίες, καθώς και η ύπαρξη αξιόπιστης τεχνικής υποστήριξης. Ένα ακίνητο με υψηλότερο μίσθωμα μπορεί να είναι ελκυστικότερο εάν μειώνει το μηνιαίο ενεργειακό κόστος, περιορίζει τις ανάγκες συντήρησης και προσφέρει καλύτερη καθημερινή εμπειρία διαβίωσης. Με αυτή την έννοια, η κατοικία δεν πρέπει να αντιμετωπίζεται απλώς ως σύνολο τετραγωνικών μέτρων, αλλά ως ολοκληρωμένη υπηρεσία στέγασης που συνδυάζει τοποθεσία, ποιότητα, λειτουργικότητα και οικονομική αποδοτικότητα.

Επομένως, για την επιτυχή ανάπτυξη ή διαχείριση ενοικιαζόμενων κατοικιών, είναι κρίσιμο να υιοθετηθεί μια προσέγγιση προσανατολισμένη στον χρήστη. Η αξία του ακινήτου δεν προκύπτει μόνο από τα φυσικά του χαρακτηριστικά, αλλά και από την ικανότητά του να καλύπτει πραγματικές ανάγκες στέγασης: προβλέψιμο κόστος, άνεση, ασφάλεια, ευκολία πρόσβασης και αξιοπιστία στη διαχείριση. Η προσέγγιση αυτή είναι συνεπής με τη σύγχρονη αντίληψη των αγορών ακινήτων, όπου η ζήτηση διαμορφώνεται από τη συνδυαστική επίδραση οικονομικών, κοινωνικών και χωρικών παραγόντων.

4.4 Ανταγωνισμός και τοποθέτηση προϊόντος

Ο ανταγωνισμός στην αγορά ενοικιαζόμενων κατοικιών προέρχεται από διαφορετικές κατηγορίες προσφοράς, οι οποίες δεν είναι πλήρως ομοιογενείς μεταξύ τους. Βασικοί ανταγωνιστές είναι τα παλαιά διαμερίσματα, οι νεόδμητες μεμονωμένες κατοικίες, οι βραχυχρόνιες μισθώσεις, οι φοιτητικές κατοικίες και τα serviced apartments. Η ύπαρξη αυτών των



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
διαφορετικών εναλλακτικών σημαίνει ότι ο υποψήφιος ενοικιαστής δεν συγκρίνει μόνο το μηνιαίο μίσθωμα, αλλά αξιολογεί ένα ευρύτερο πακέτο χαρακτηριστικών, όπως η ποιότητα του ακινήτου, η τοποθεσία, η ενεργειακή απόδοση, η ασφάλεια, οι παρεχόμενες υπηρεσίες και το συνολικό κόστος διαβίωσης.

Τα παλαιά διαμερίσματα αποτελούν συνήθως την πιο άμεση ανταγωνιστική κατηγορία, καθώς μπορεί να προσφέρονται σε χαμηλότερη τιμή. Ωστόσο, συχνά υστερούν σε ενεργειακή απόδοση, θερμική και ηχητική άνεση, ποιότητα εγκαταστάσεων, προσβασιμότητα και ανάγκες συντήρησης. Η χαμηλότερη ονομαστική τιμή μισθώματος μπορεί επομένως να αντισταθμίζεται από υψηλότερο ενεργειακό κόστος, συχνότερες τεχνικές βλάβες και χαμηλότερη ποιότητα καθημερινής διαβίωσης. Η βιβλιογραφία για την αγορά κατοικίας επισημαίνει ότι οι ενοικιαστές λαμβάνουν αποφάσεις όχι μόνο με βάση την τιμή, αλλά και με βάση χαρακτηριστικά που επηρεάζουν την ωφέλεια και το πραγματικό κόστος χρήσης του ακινήτου (DiPasquale and Wheaton, 1996; Glaeser and Gyourko, 2018).

Οι νεόδμητες μεμονωμένες κατοικίες προσφέρουν υψηλότερη ποιότητα κατασκευής, σύγχρονες εγκαταστάσεις και καλύτερη ενεργειακή συμπεριφορά, αλλά η διαθεσιμότητά τους είναι συχνά περιορισμένη, ενώ τα μισθώματα είναι υψηλότερα. Παράλληλα, οι βραχυχρόνιες μισθώσεις και τα serviced apartments λειτουργούν ως έμμεσοι ανταγωνιστές, κυρίως για ενοικιαστές με προσωρινές ανάγκες στέγασης, υψηλότερη προθυμία πληρωμής ή ανάγκη για μεγαλύτερη ευελιξία. Ωστόσο, αυτές οι επιλογές δεν καλύπτουν πάντα τις ανάγκες μεσοπρόθεσμης ή μακροπρόθεσμης κατοίκησης, καθώς μπορεί να συνοδεύονται από υψηλότερο κόστος, μικρότερη αίσθηση σταθερότητας και περιορισμένη δυνατότητα προσωπικής εγκατάστασης στον χώρο. Αντίστοιχα, οι φοιτητικές κατοικίες απευθύνονται σε πιο εξειδικευμένο κοινό και συνήθως ανταγωνίζονται κυρίως σε περιοχές με ισχυρή πανεπιστημιακή ζήτηση.

Η στρατηγική τοποθέτηση του συγκροτήματος πρέπει επομένως να βασιστεί σε μια διαφοροποιημένη πρόταση αξίας. Το έργο δεν πρέπει να ανταγωνιστεί αποκλειστικά με βάση τη χαμηλή τιμή, διότι μια τέτοια στρατηγική θα το τοποθετούσε απέναντι σε παλαιότερα και συχνά υποβαθμισμένα ακίνητα. Αντίθετα, η ανταγωνιστική του θέση πρέπει να στηριχθεί στον συνδυασμό ποιότητας, λειτουργικότητας, ενεργειακής αποδοτικότητας και επαγγελματικής διαχείρισης. Σύμφωνα με τη θεωρία της ανταγωνιστικής στρατηγικής, η διατηρήσιμη τοποθέτηση προκύπτει όταν μια επιχείρηση ή ένα ακίνητο προσφέρει σαφώς αναγνωρίσιμη αξία σε συγκεκριμένο τμήμα της αγοράς, αντί να επιδιώκει αδιαφοροποίητο ανταγωνισμό τιμής (Porter, 1985).

Με βάση τα παραπάνω, το συγκρότημα μπορεί να τοποθετηθεί ως μια σύγχρονη, αξιόπιστη και οργανωμένη λύση μακροχρόνιας ενοικίασης. Το πακέτο αξίας θα πρέπει να περιλαμβάνει σύγχρονες υποδομές, ελεγχόμενο λειτουργικό κόστος, καλή πρόσβαση σε μέσα μεταφοράς και υπηρεσίες, ενεργειακά αποδοτικό σχεδιασμό, ασφάλεια, καθαρούς κοινόχρηστους χώρους και άμεση τεχνική υποστήριξη. Με αυτόν τον τρόπο, το προϊόν κατοικίας διαφοροποιείται τόσο από



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
τα παλαιά διαμερίσματα, που ανταγωνίζονται κυρίως στην τιμή, όσο και από τις ακριβότερες ή πιο προσωρινές μορφές στέγασης, όπως τα serviced apartments και οι βραχυχρόνιες μισθώσεις.

Η τοποθέτηση αυτή ενισχύει την αντιληπτή αξία του ακινήτου και μπορεί να υποστηρίξει ένα μίσθωμα υψηλότερο από τον μέσο όρο παλαιότερων κατοικιών, εφόσον ο ενοικιαστής αντιλαμβάνεται ότι το συνολικό κόστος και η ποιότητα διαβίωσης είναι ευνοϊκότερα. Επομένως, η στρατηγική δεν πρέπει να επικεντρώνεται στο «χαμηλότερο μίσθωμα», αλλά στην «καλύτερη συνολική αξία διαμονής». Αυτή η προσέγγιση είναι ιδιαίτερα σημαντική σε αγορές όπου οι ενοικιαστές αναζητούν σταθερότητα, προβλεψιμότητα κόστους και υψηλότερο επίπεδο υπηρεσιών.

4.5 Θεσμικές εξελίξεις στη βραχυχρόνια μίσθωση

Η βραχυχρόνια μίσθωση έχει επηρεάσει σημαντικά την αγορά αστικής κατοικίας, ιδιαίτερα σε περιοχές με υψηλή τουριστική, εμπορική ή εκπαιδευτική ζήτηση. Η διεθνής βιβλιογραφία δείχνει ότι οι πλατφόρμες βραχυχρόνιας μίσθωσης μπορούν να μεταβάλουν την ισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης στην αγορά κατοικίας, καθώς μέρος του διαθέσιμου οικιστικού αποθέματος αποσύρεται από τη μακροχρόνια μίσθωση και διοχετεύεται σε τουριστική χρήση. Οι Barron, Kung and Proserpio (2021) διαπιστώνουν ότι η αύξηση των καταχωρίσεων τύπου Airbnb συνδέεται με αύξηση τόσο των ενοικίων όσο και των τιμών κατοικίας, ενώ οι Wachsmuth and Weisler (2018) αναλύουν τη βραχυχρόνια μίσθωση ως μηχανισμό που μπορεί να ενισχύσει φαινόμενα τουριστικοποίησης και αστικού εξευγενισμού. Αντίστοιχα, ο Cocola-Gant (2016) επισημαίνει ότι η μετατροπή κατοικιών σε τουριστικά καταλύματα μπορεί να περιορίσει την πρόσβαση των μόνιμων κατοίκων σε προσιτή στέγη.

Στην περίπτωση της Αθήνας, η έντονη τουριστική ανάπτυξη και η επέκταση των βραχυχρόνιων μισθώσεων έχουν οδηγήσει σε αυξημένη ρυθμιστική παρέμβαση. Από το 2025 εφαρμόστηκαν περιορισμοί σε νέες άδειες βραχυχρόνιας μίσθωσης σε κεντρικές περιοχές της Αθήνας, ενώ το νέο πλαίσιο από το 2025–2026 προβλέπει αυστηρότερες προδιαγραφές, ελέγχους και απαιτήσεις συμμόρφωσης για τα ακίνητα που διατίθενται σε πλατφόρμες βραχυχρόνιας μίσθωσης. Η εξέλιξη αυτή αυξάνει τον κανονιστικό κίνδυνο για επενδυτές που στηρίζονται αποκλειστικά σε έσοδα βραχυχρόνιας μίσθωσης.

Με βάση τα παραπάνω, για το προτεινόμενο έργο κρίνεται στρατηγικά καταλληλότερη η επικέντρωση σε μακροχρόνια ή μεσοπρόθεσμη μίσθωση. Η επιλογή αυτή συνάδει με τη λογική της σταθερής εισοδηματικής απόδοσης που αναλύεται στη θεωρία των αγορών ακινήτων, όπου η αξία ενός επενδυτικού ακινήτου συνδέεται όχι μόνο με το ύψος του μισθώματος, αλλά και με τη διάρκεια, την προβλεψιμότητα και τον κίνδυνο των ταμειακών ροών (DiPasquale and Wheaton,



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών 1996; Geltner et al., 2014). Σε αντίθεση με τη βραχυχρόνια μίσθωση, η μακροχρόνια και μεσοπρόθεσμη χρήση περιορίζει τα κόστη διαχείρισης, τις συνεχείς αφίξεις και αναχωρήσεις, τις απαιτήσεις καθαρισμού, τη φθορά εξοπλισμού και την εξάρτηση από εποχικότητα ή μεταβολές της τουριστικής ζήτησης.

Επιπλέον, η μεσοπρόθεσμη μίσθωση μπορεί να καλύψει ζήτηση από στελέχη επιχειρήσεων, φοιτητές, επισκέπτες πανεπιστημίων, ιατρικό προσωπικό, εργαζομένους σε προσωρινές τοποθετήσεις και αλλοδαπούς επαγγελματίες. Έτσι, προσφέρει μεγαλύτερη ευελιξία από τη μακροχρόνια μίσθωση, χωρίς όμως να ενσωματώνει στον ίδιο βαθμό τους λειτουργικούς και κανονιστικούς κινδύνους της βραχυχρόνιας μίσθωσης.

Πίνακας ανταγωνιστικής τοποθέτησης

Πίνακας 3: Σύγκριση κατηγοριών ανταγωνισμού

Κατηγορία ανταγωνισμού	Πλεονεκτήματα	Μειονεκτήματα έναντι του έργου
Παλαιά διαμερίσματα	Χαμηλότερο μίσθωμα και μεγαλύτερη διαθεσιμότητα στην αγορά	Χαμηλότερη ενεργειακή απόδοση, παλαιότερες εγκαταστάσεις, αυξημένες ανάγκες συντήρησης και πιθανώς χαμηλότερη ποιότητα διαβίωσης
Νεόδμητα διαμερίσματα	Υψηλή ποιότητα κατασκευής, σύγχρονες εγκαταστάσεις, καλύτερη ενεργειακή απόδοση	Περιορισμένη διαθεσιμότητα, υψηλότερη τιμή μίσθωσης και αυξημένο κόστος απόκτησης ή ανάπτυξης
Βραχυχρόνια μίσθωση	Υψηλά δυνητικά έσοδα σε περιόδους έντονης τουριστικής ζήτησης	Αυξημένος κανονιστικός κίνδυνος, υψηλό λειτουργικό κόστος, εποχικότητα, συχνές φθορές και ανάγκη συνεχούς διαχείρισης
Serviced apartments	Ευελιξία, παροχή υπηρεσιών και ελκυστικότητα για εταιρικούς πελάτες	Υψηλό κόστος για τον ενοικιαστή και ανταγωνισμός κυρίως σε πιο premium τμήμα της αγοράς
Φοιτητικές κατοικίες	Σταθερή και στοχευμένη ζήτηση κοντά σε πανεπιστήμια και εκπαιδευτικά ιδρύματα	Εποχικότητα, γεωγραφικός περιορισμός και εξάρτηση από συγκεκριμένη ομάδα μισθωτών
Μεσοπρόθεσμη μίσθωση	Ισορροπία μεταξύ ευελιξίας και σταθερών ταμειακών ροών, χαμηλότερος λειτουργικός φόρτος από τη βραχυχρόνια μίσθωση	Απαιτεί σωστή στόχευση σε επαγγελματίες, φοιτητές ή προσωρινούς κατοίκους και προσεκτική τιμολογιακή πολιτική

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, βάσει παραδοχών της παρούσας μελέτης.

Συνεπώς, η προτεινόμενη στρατηγική διαφοροποιείται από τον ανταγωνισμό, διότι δεν επιδιώκει τη μεγιστοποίηση βραχυπρόθεσμου εισοδήματος μέσω τουριστικής εκμετάλλευσης, αλλά τη δημιουργία σταθερού και προβλέψιμου επενδυτικού προϊόντος κατοικίας. Η προσέγγιση αυτή μειώνει την έκθεση σε μεταβολές του ρυθμιστικού πλαισίου, περιορίζει τα λειτουργικά κόστη και ενισχύει την ελκυστικότητα του έργου για επενδυτές που δίνουν προτεραιότητα στη βιώσιμη



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
απόδοση, στη χαμηλότερη διαχειριστική πολυπλοκότητα και στη μακροπρόθεσμη αξία του
ακινήτου.



Κεφάλαιο 5: Περιγραφή επενδυτικού σχεδίου

5.1 Γενική περιγραφή του έργου

Το παρόν επενδυτικό σχέδιο αφορά την ανέγερση συγκροτήματος δεκαοκτώ ενοικιαζόμενων κατοικιών σε αστική περιοχή, η οποία χαρακτηρίζεται από ικανοποιητική προσβασιμότητα, σύνδεση με μέσα μαζικής μεταφοράς και εγγύτητα σε επαγγελματικές, εμπορικές ή εκπαιδευτικές χρήσεις. Η επιλογή της τοποθεσίας αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για τη βιωσιμότητα της επένδυσης, καθώς η ζήτηση για μισθωτικές κατοικίες επηρεάζεται άμεσα από την πρόσβαση σε υπηρεσίες, υποδομές, χώρους εργασίας και εκπαιδευτικά ιδρύματα. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία της ανάπτυξης ακινήτων, η τοποθεσία, η ανάλυση αγοράς και η δυνατότητα παραγωγής μελλοντικών εισοδημάτων αποτελούν βασικά στοιχεία αξιολόγησης κάθε επενδυτικού έργου στον τομέα των ακινήτων (Miles et al., 2015· Geltner et al., 2014).

Το συγκρότημα σχεδιάζεται ως εισοδηματικό ακίνητο, με κύριο σκοπό τη δημιουργία σταθερών και επαναλαμβανόμενων ταμειακών ροών μέσω της μακροχρόνιας ή μεσοχρόνιας μίσθωσης των κατοικιών. Η επένδυση δεν αντιμετωπίζεται απλώς ως κατασκευαστικό έργο, αλλά ως ολοκληρωμένο επιχειρηματικό εγχείρημα που συνδυάζει την ανάπτυξη γης, την κατασκευή, τη χρηματοοικονομική ανάλυση και τη μελλοντική διαχείριση του ακινήτου. Η αξία ενός τέτοιου έργου συνδέεται κυρίως με την ικανότητά του να παράγει καθαρό λειτουργικό εισόδημα, να διατηρεί υψηλά επίπεδα πληρότητας και να περιορίζει τους λειτουργικούς και μισθωτικούς κινδύνους (Isaac and O'Leary, 2012· Baum, Mackmin and Nunnington, 2017).

Η επένδυση διαρθρώνεται σε τρεις βασικές φάσεις: τη φάση προετοιμασίας, τη φάση κατασκευής και τη φάση λειτουργίας. Η φάση προετοιμασίας περιλαμβάνει τον νομικό και τεχνικό έλεγχο του ακινήτου, τον έλεγχο τίτλων ιδιοκτησίας, τον πολεοδομικό και χωροταξικό έλεγχο, την εκπόνηση αρχιτεκτονικών, στατικών και ηλεκτρομηχανολογικών μελετών, καθώς και τη διαδικασία αδειοδότησης. Η συγκεκριμένη φάση είναι καθοριστική, καθώς μειώνει την αβεβαιότητα και επιτρέπει την αξιολόγηση της τεχνικής, νομικής και οικονομικής εφικτότητας του έργου πριν από την ανάληψη σημαντικών κεφαλαιουχικών δαπανών (Miles et al., 2015).

Η φάση κατασκευής περιλαμβάνει την υλοποίηση του κτιριακού συγκροτήματος, την εκτέλεση των οικοδομικών εργασιών, την εγκατάσταση των ηλεκτρομηχανολογικών συστημάτων, την ενεργειακή αναβάθμιση του κελύφους, καθώς και τη διαμόρφωση των κοινόχρηστων χώρων. Ιδιαίτερη σημασία αποδίδεται στην ποιότητα κατασκευής, στη λειτουργικότητα των κατοικιών, στην ενεργειακή απόδοση και στη συγκράτηση του κόστους, καθώς οι παράγοντες αυτοί επηρεάζουν τόσο την εμπορική ελκυστικότητα του ακινήτου όσο και τα μελλοντικά λειτουργικά έξοδα. Η αποτελεσματική διαχείριση κόστους και χρόνου κατά την κατασκευαστική περίοδο αποτελεί βασική προϋπόθεση για την επίτευξη της αναμενόμενης απόδοσης της επένδυσης (Geltner et al., 2014).



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Τέλος, η φάση λειτουργίας αφορά την εμπορική αξιοποίηση του συγκροτήματος μέσω μισθώσεων, τη διαχείριση των ενοικιαστών, τη συντήρηση των κατοικιών και των κοινόχρηστων χώρων, καθώς και τη συνολική διοικητική και οικονομική παρακολούθηση του ακινήτου. Στο στάδιο αυτό, η επένδυση μετατρέπεται από έργο ανάπτυξης σε παραγωγικό περιουσιακό στοιχείο. Η επιτυχία της λειτουργικής φάσης εξαρτάται από τη διατήρηση υψηλής πληρότητας, την ορθολογική τιμολόγηση των μισθωμάτων, την αποτελεσματική είσπραξη εσόδων και τον έλεγχο των λειτουργικών δαπανών. Όπως υποστηρίζεται στη σχετική βιβλιογραφία, η αποτίμηση εισοδηματικών ακινήτων βασίζεται σε μεγάλο βαθμό στην πρόβλεψη των καθαρών ταμειακών ροών και στην εκτίμηση του κινδύνου που σχετίζεται με τη μελλοντική τους σταθερότητα (Baum, Mackmin and Nunnington, 2017· Crosby and McAllister, 2004).

Συνολικά, το έργο αποσκοπεί στη δημιουργία ενός σύγχρονου, λειτουργικού και οικονομικά βιώσιμου συγκροτήματος κατοικιών, ικανού να ανταποκριθεί στις ανάγκες της τοπικής μισθωτικής αγοράς και να προσφέρει σταθερή απόδοση στον επενδυτή σε βάθος χρόνου. Η επιτυχής υλοποίησή του προϋποθέτει συνδυασμό τεχνικού σχεδιασμού, νομικής ασφάλειας, ορθής χρηματοοικονομικής αξιολόγησης και επαγγελματικής διαχείρισης του ακινήτου καθ' όλη τη διάρκεια του κύκλου ζωής του.

5.2 Προτεινόμενο κτιριολογικό πρόγραμμα

Το προτεινόμενο συγκρότημα οργανώνεται κυρίως γύρω από κατοικίες μικρού και μεσαίου μεγέθους, με επιφάνειες από 40 έως 55 τ.μ. ανά μονάδα. Η επιλογή αυτή κρίνεται κατάλληλη για την αγορά-στόχο, καθώς ανταποκρίνεται σε σύγχρονες αστικές τάσεις ζήτησης, όπου νοικοκυριά μικρότερου μεγέθους, νέοι εργαζόμενοι, φοιτητές, ζευγάρια χωρίς παιδιά και επαγγελματίες με αυξημένη κινητικότητα αναζητούν λειτουργικές, οικονομικά διαχειρίσιμες και εύκολα μισθώσιμες κατοικίες.

Για τους σκοπούς του προγράμματος, το μέσο καθαρό εμβαδόν ανά κατοικία ορίζεται στα 45 τ.μ., ενώ το συνολικό καθαρό μισθώσιμο εμβαδόν ανέρχεται σε 810 τ.μ. Με την προσθήκη κοινόχρηστων χώρων, κλιμακοστασίων, διαδρόμων, μηχανολογικών χώρων, αποθηκευτικών και λοιπών βοηθητικών επιφανειών, το συνολικό μικτό εμβαδόν εκτιμάται σε περίπου 972 τ.μ. Η αναλογία αυτή θεωρείται εύλογη για ένα αστικό συγκρότημα κατοικιών, καθώς λαμβάνει υπόψη τόσο την οικονομική αξιοποίηση του ακινήτου όσο και την ανάγκη για επαρκείς κοινόχρηστες και τεχνικές υποδομές.

Η επιλογή μικρών και μεσαίων κατοικιών δεν είναι τυχαία. Σύμφωνα με τη θεωρία της αστικής οικονομίας, η κατοικία στις πόλεις επηρεάζεται καθοριστικά από τη σχέση μεταξύ τοποθεσίας, κόστους γης, προσβασιμότητας και διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Τα κλασικά υποδείγματα αστικής χωροθέτησης, όπως το Alonso–Muth–Mills model, εξηγούν ότι όσο αυξάνεται η πίεση στις κεντρικές και καλά προσβάσιμες αστικές περιοχές, τόσο ενισχύεται η



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
ζήτηση για μικρότερες αλλά αποδοτικότερες κατοικίες, οι οποίες επιτρέπουν στους χρήστες να εξισορροπούν κόστος στέγασης και ποιότητα τοποθεσίας.

Από επενδυτική σκοπιά, οι μικρότερες κατοικίες παρουσιάζουν συχνά υψηλότερη μισθωτική ευελιξία, καθώς απευθύνονται σε ευρύτερη δεξαμενή δυνητικών ενοικιαστών και μπορούν να προσαρμοστούν ευκολότερα σε μεταβολές της ζήτησης. Παράλληλα, η διεθνής βιβλιογραφία στην ανάλυση ακινήτων υπογραμμίζει ότι η αξία ενός εισοδηματικού ακινήτου συνδέεται άμεσα με την ικανότητά του να παράγει σταθερές ταμειακές ροές, να περιορίζει τα κενά μίσθωσης και να ανταποκρίνεται στις ανάγκες της αγοράς χώρου χρήσης, δηλαδή των τελικών χρηστών/ενοικιαστών.

Επιπλέον, πρόσφατες εμπειρικές μελέτες για τις αστικές αγορές κατοικίας δείχνουν ότι τα χαρακτηριστικά της κατοικίας, η ποιότητα του εσωτερικού χώρου, η λειτουργικότητα, η κατάσταση του ακινήτου και η εικόνα του επηρεάζουν σημαντικά το ύψος του μισθώματος. Ειδικότερα, οι μικρότερες αλλά καλά σχεδιασμένες κατοικίες μπορούν να επιτύχουν ανταγωνιστικά μισθώματα ανά τετραγωνικό μέτρο, εφόσον συνδυάζουν καλή τοποθεσία, λειτουργική κάτοψη, σύγχρονες εγκαταστάσεις και επαρκείς κοινόχρηστες υποδομές.

Συνεπώς, το προτεινόμενο κτιριολογικό πρόγραμμα επιδιώκει να ισορροπήσει μεταξύ λειτουργικότητας, μισθωτικής αποδοτικότητας και εμπορικής ελκυστικότητας. Η έμφαση σε κατοικίες 40–55 τ.μ. ενισχύει τη δυνατότητα ταχύτερης απορρόφησης από την αγορά, μειώνει τον κίνδυνο παρατεταμένων κενών μισθώσεων και βελτιώνει τη συνολική επενδυτική απόδοση του συγκροτήματος.

5.3 Αγορά-στόχος και εμπορική τοποθέτηση

Η αγορά-στόχος του έργου περιλαμβάνει κυρίως νέους επαγγελματίες, εργαζομένους με αυξημένη επαγγελματική κινητικότητα, ζευγάρια χωρίς παιδιά, μεταπτυχιακούς φοιτητές, στελέχη επιχειρήσεων και προσωρινά εγκατεστημένους εργαζομένους. Πρόκειται για ομάδες χρηστών που συνήθως αναζητούν κατοικίες μικρού ή μεσαίου μεγέθους, με καλή σχέση ποιότητας–τιμής, άμεση λειτουργικότητα και περιορισμένες απαιτήσεις συντήρησης από την πλευρά του ενοικιαστή. Η ζήτηση αυτής της κατηγορίας ενισχύεται από ευρύτερες κοινωνικές και οικονομικές μεταβολές, όπως η αύξηση των μονοπρόσωπων και διμελών νοικοκυριών, η επαγγελματική κινητικότητα, η αστικοποίηση και η ανάγκη για κατοικίες κοντά σε δίκτυα μεταφορών, υπηρεσίες, εκπαιδευτικά ιδρύματα και χώρους εργασίας.

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία της αστικής οικονομίας και της αγοράς ακινήτων, η επιλογή κατοικίας δεν καθορίζεται μόνο από το ύψος του μισθώματος, αλλά και από τη συνολική «ωφέλεια» που λαμβάνει ο χρήστης από την τοποθεσία, την προσβασιμότητα, την ποιότητα του χώρου και το λειτουργικό κόστος. Τα κλασικά υποδείγματα χωροθέτησης κατοικίας δείχνουν ότι τα νοικοκυριά συχνά σταθμίζουν το κόστος στέγασης σε σχέση με τον χρόνο μετακίνησης και την πρόσβαση σε ευκαιρίες απασχόλησης και υπηρεσίες (Alonso, 1964· DiPasquale and Wheaton,



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών 1996· Brueckner, 2011). Επομένως, ένα αστικό συγκρότημα κατοικιών που προσφέρει καλή προσβασιμότητα, προβλέψιμο κόστος διαβίωσης και σύγχρονες τεχνικές προδιαγραφές μπορεί να αποκτήσει ισχυρό ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.

Ιδιαίτερη σημασία έχει επίσης το ενεργειακό και λειτουργικό κόστος. Οι ενοικιαστές της συγκεκριμένης αγοράς-στόχου είναι συνήθως ευαίσθητοι όχι μόνο στο ονομαστικό μίσθωμα, αλλά και στο συνολικό μηνιαίο κόστος κατοίκησης. Κατοικίες με καλή ενεργειακή απόδοση, σύγχρονα κουφώματα, αποδοτικά συστήματα θέρμανσης/ψύξης και χαμηλές απαιτήσεις συντήρησης μπορούν να δικαιολογήσουν υψηλότερο μίσθωμα σε σχέση με παλαιότερα διαμερίσματα, καθώς μειώνουν την αβεβαιότητα και το συνολικό κόστος χρήσης για τον μισθωτή. Η σχετική βιβλιογραφία έχει δείξει ότι τα ποιοτικά και ενεργειακά χαρακτηριστικά των ακινήτων επηρεάζουν τόσο την προθυμία πληρωμής των χρηστών όσο και την εμπορική απόδοση του ακινήτου (Fuerst and McAllister, 2011· Eichholtz, Kok and Quigley, 2013).

Η εμπορική τοποθέτηση του έργου θα πρέπει, συνεπώς, να βασιστεί στην παροχή ποιοτικής, σύγχρονης και σταθερής αστικής κατοικίας, η οποία τοποθετείται μεταξύ δύο διακριτών κατηγοριών της αγοράς. Από τη μία πλευρά, το έργο θα προσφέρει ανώτερη ποιότητα, καλύτερη ενεργειακή συμπεριφορά, οργανωμένη διαχείριση και σαφέστερους όρους μίσθωσης σε σχέση με τα παλαιά και συχνά κατακερματισμένα διαμερίσματα της αγοράς. Από την άλλη πλευρά, θα διατηρεί χαμηλότερο κόστος σε σχέση με πλήρως εξυπηρετούμενες κατοικίες τύπου serviced apartments, οι οποίες συνήθως ενσωματώνουν πρόσθετες υπηρεσίες φιλοξενίας και, συνεπώς, υψηλότερη τιμολόγηση.

Με αυτόν τον τρόπο, το έργο μπορεί να καλύψει ένα σημαντικό κενό στην αγορά: την ανάγκη για κατοικία που προσφέρει ποιότητα χωρίς υπερβολικό κόστος. Η στρατηγική αυτή αντιστοιχεί σε μια μορφή διαφοροποιημένης τοποθέτησης, όπου το ακίνητο δεν ανταγωνίζεται αποκλειστικά με βάση τη χαμηλότερη τιμή, αλλά με βάση τον συνδυασμό ποιότητας, λειτουργικότητας, διαφάνειας, τοποθεσίας και προβλεψιμότητας κόστους. Σύμφωνα με τη θεωρία του στρατηγικού positioning, μια επιτυχημένη εμπορική τοποθέτηση πρέπει να δημιουργεί μια σαφή και αναγνωρίσιμη πρόταση αξίας για συγκεκριμένο κοινό, αποφεύγοντας την παγίδα της ασαφούς ή υπερβολικά γενικής στόχευσης (Porter, 1985· Kotler and Keller, 2016).

Επομένως, η προτεινόμενη εμπορική στρατηγική μπορεί να συνοψιστεί ως εξής: σύγχρονη, ενεργειακά αποδοτική και επαγγελματικά διαχειριζόμενη αστική κατοικία για ενοικιαστές που αναζητούν αξιοπιστία, άνεση και ποιότητα, χωρίς το κόστος μιας πλήρως εξυπηρετούμενης λύσης φιλοξενίας. Η τοποθέτηση αυτή ενισχύει τη μισθωτική ελκυστικότητα του έργου, διευρύνει τη δεξαμενή δυνητικών ενοικιαστών και περιορίζει τον κίνδυνο κενών μισθώσεων.

5.4 Βασικές παραδοχές

Οι βασικές παραδοχές του χρηματοοικονομικού μοντέλου διαμορφώνονται με συντηρητική λογική, ώστε η αξιολόγηση της επένδυσης να μην οδηγεί σε υπεραισιόδοξα συμπεράσματα. Η



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

χρήση συντηρητικών παραδοχών είναι ιδιαίτερα σημαντική σε επενδύσεις ακινήτων, όπου η απόδοση επηρεάζεται από παράγοντες όπως η πληρότητα, η εξέλιξη των μισθωμάτων, το κόστος λειτουργίας, το κόστος κεφαλαίου και η αξία εξόδου της επένδυσης. Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία της χρηματοοικονομικής αξιολόγησης επενδύσεων, οι προβλέψεις ταμειακών ροών πρέπει να βασίζονται σε ρεαλιστικά και τεκμηριωμένα σενάρια, ενώ η αβεβαιότητα πρέπει να ενσωματώνεται είτε μέσω προσαρμογής των ταμειακών ροών είτε μέσω του προεξοφλητικού επιτοκίου (Brealey, Myers and Allen, 2020; Damodaran, 2012).

Στο πλαίσιο αυτό, το μοντέλο υιοθετεί πληρότητα 95% και όχι 100%, προκειμένου να ληφθούν υπόψη πιθανές περιόδους κενών μισθώσεων, καθυστερήσεις στην εύρεση ενοικιαστών, ανανεώσεις συμβολαίων ή μικρά διαστήματα αδράνειας μεταξύ δύο μισθώσεων. Η παραδοχή αυτή θεωρείται πιο ρεαλιστική, καθώς ακόμη και σε αγορές υψηλής ζήτησης η απόλυτη πληρότητα σε μακροχρόνιο ορίζοντα σπάνια αποτελεί ασφαλή υπόθεση. Η σχετική βιβλιογραφία στον τομέα των επενδύσεων ακινήτων επισημαίνει ότι οι προβλέψεις μισθωτικών εσόδων πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τόσο την αναμενόμενη ζήτηση όσο και τον κίνδυνο κενών χώρων, καθώς η πληρότητα αποτελεί έναν από τους βασικούς παράγοντες διαμόρφωσης της καθαρής λειτουργικής απόδοσης ενός ακινήτου (Geltner et al., 2014; Brueggeman and Fisher, 2019).

Αντίστοιχα, οι λειτουργικές δαπάνες υπολογίζονται στο 25% των εσόδων. Η παραδοχή αυτή καλύπτει δαπάνες που συνδέονται με τη διαχείριση του ακινήτου, τη συντήρηση, τις επισκευές, τις ασφαλίσσεις, τους κοινόχρηστους χώρους, πιθανές αμοιβές διαχειριστή, καθώς και λοιπά λειτουργικά έξοδα. Η επιλογή ποσοστού επί των εσόδων αντί για σταθερό ποσό επιτρέπει στο μοντέλο να προσαρμόζει τις δαπάνες ανάλογα με την εξέλιξη των εσόδων και να αποτυπώνει με πιο δυναμικό τρόπο τη λειτουργική πραγματικότητα της επένδυσης. Σε επενδύσεις εισοδήματος, η καθαρή λειτουργική απόδοση, δηλαδή τα έσοδα μετά την αφαίρεση των λειτουργικών δαπανών, αποτελεί κρίσιμο δείκτη για την αποτίμηση και τη βιωσιμότητα του έργου (Brueggeman and Fisher, 2019).

Το προεξοφλητικό επιτόκιο ορίζεται στο 7%, ώστε να ενσωματώνει τον επενδυτικό κίνδυνο, το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου και την απαιτούμενη απόδοση του επενδυτή. Στη χρηματοοικονομική θεωρία, το προεξοφλητικό επιτόκιο αντανakλά την απόδοση που απαιτεί ένας επενδυτής για να αναλάβει τον συγκεκριμένο κίνδυνο σε σχέση με εναλλακτικές επενδύσεις παρόμοιου προφίλ. Επομένως, όσο μεγαλύτερη είναι η αβεβαιότητα γύρω από τις μελλοντικές ταμειακές ροές, τόσο υψηλότερη πρέπει να είναι και η απαιτούμενη απόδοση (Damodaran, 2012; Brealey, Myers and Allen, 2020). Για τον λόγο αυτό, το 7% μπορεί να θεωρηθεί μια συντηρητική αλλά εύλογη βάση αξιολόγησης, ιδίως εφόσον το έργο αφορά επένδυση με λειτουργικό και αγοραίο κίνδυνο.

Το μέσο μηνιαίο μίσθωμα των 900 ευρώ ανά κατοικία αποτελεί κεντρική παραδοχή του μοντέλου και πρέπει να προσαρμοστεί στην πραγματική τοποθεσία, την ποιότητα κατασκευής, το επίπεδο εξοπλισμού, την προσβασιμότητα, την εγγύτητα σε μέσα μεταφοράς, πανεπιστήμια, επιχειρηματικά κέντρα ή άλλες περιοχές υψηλής ζήτησης. Σε περιοχές με έντονη ζήτηση και



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
περιορισμένη προσφορά κατοικιών, το ποσό αυτό μπορεί να θεωρηθεί εφικτό ή ακόμη και συντηρητικό. Αντίθετα, σε λιγότερο κεντρικές ή χαμηλότερης ζήτησης περιοχές, ενδέχεται να απαιτείται χαμηλότερη τιμολόγηση, μεγαλύτερη περίοδος απορρόφησης ή αυξημένες δαπάνες προώθησης. Επομένως, η συγκεκριμένη παραδοχή θα πρέπει να επιβεβαιωθεί μέσω συγκριτικής ανάλυσης αγοράς, δηλαδή με βάση πρόσφατα μισθώματα παρόμοιων κατοικιών στην ίδια ή σε συγκρίσιμη περιοχή.

Η ετήσια αύξηση μισθωμάτων κατά 2% αντανakλά μια μετριοπαθή υπόθεση ονομαστικής αύξησης, η οποία μπορεί να συνδεθεί είτε με τον πληθωρισμό είτε με τη σταδιακή αναπροσαρμογή των ενοικίων στην αγορά. Η παραδοχή αυτή αποφεύγει υπερβολικά αισιόδοξες προβλέψεις, καθώς δεν υποθέτει έντονη πραγματική αύξηση των μισθωμάτων σε βάθος χρόνου. Παράλληλα, επιτρέπει στο μοντέλο να αποτυπώσει τη δυναμική των εσόδων σε έναν επενδυτικό ορίζοντα 15 ετών. Όπως επισημαίνουν οι Geltner et al. (2014), η εξέλιξη των μισθωμάτων αποτελεί βασικό συστατικό της αποτίμησης ακινήτων εισοδήματος, καθώς επηρεάζει τόσο τις ετήσιες ταμειακές ροές όσο και την τελική αξία εξόδου.

Ο επενδυτικός ορίζοντας ορίζεται στα 15 έτη, χρονικό διάστημα το οποίο θεωρείται επαρκές για την αποτύπωση της μακροχρόνιας απόδοσης μιας επένδυσης σε ακίνητο. Ένας τέτοιος ορίζοντας επιτρέπει την αξιολόγηση όχι μόνο των ετήσιων καθαρών εισοδημάτων αλλά και της υπεραξίας ή της τελικής αξίας πώλησης του ακινήτου. Η τελική αξία υπολογίζεται μέσω exit yield 5,5%, δηλαδή απόδοσης εξόδου που χρησιμοποιείται για την κεφαλαιοποίηση του καθαρού λειτουργικού εισοδήματος στο τέλος της περιόδου. Η παραδοχή του exit yield είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς μικρές μεταβολές στο ποσοστό αυτό μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την καθαρή παρούσα αξία της επένδυσης. Για τον λόγο αυτό, η παραδοχή 5,5% θα πρέπει να ελεγχθεί μέσω ανάλυσης ευαισθησίας, εξετάζοντας εναλλακτικά σενάρια υψηλότερης ή χαμηλότερης απόδοσης εξόδου.

Συνολικά, οι παραδοχές του μοντέλου έχουν σχεδιαστεί ώστε να προσφέρουν μια ισορροπημένη και συντηρητική βάση αξιολόγησης. Δεν υποθέτουν πλήρη πληρότητα, δεν αγνοούν τις λειτουργικές δαπάνες και δεν χρησιμοποιούν υπερβολικά χαμηλό προεξοφλητικό επιτόκιο. Ωστόσο, οι παραδοχές αυτές πρέπει να επαληθευθούν με στοιχεία αγοράς, τεχνική ανάλυση του ακινήτου και συγκριτικά δεδομένα μισθώσεων, ώστε το τελικό χρηματοοικονομικό αποτέλεσμα να είναι αξιόπιστο και υποστηρίξιμο.

Πίνακας 4: Βασικές παραδοχές επενδυτικού σχεδίου

Παράμετρος	Τιμή / παραδοχή
Αριθμός κατοικιών	18
Μέσο καθαρό εμβαδόν	45 τ.μ.
Συνολικό καθαρό μισθώσιμο εμβαδόν	810 τ.μ.
Μικτό εμβαδόν	972 τ.μ.
Μέσο μηνιαίο μίσθωμα	900 ευρώ
Πληρότητα	95%
Επενδυτικός ορίζοντας	15 έτη



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Παράμετρος	Τιμή / παραδοχή
Αύξηση μισθωμάτων	2% ετησίως
Προεξοφλητικό επιτόκιο	7%
Exit yield	5,5%

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, βάσει παραδοχών της παρούσας μελέτης.

Κεφάλαιο 6: Τεχνική μελέτη και κατασκευαστικός σχεδιασμός

6.1 Κριτήρια επιλογής οικοπέδου

Η επιλογή οικοπέδου αποτελεί μία από τις πλέον κρίσιμες αποφάσεις στο αρχικό στάδιο ανάπτυξης ενός ακινήτου, καθώς επηρεάζει άμεσα τη βιωσιμότητα, την εμπορική επιτυχία, το κόστος υλοποίησης και τη μελλοντική απόδοση της επένδυσης. Σύμφωνα με τη θεωρία της ανάπτυξης ακινήτων, η διαδικασία επιλογής δεν πρέπει να βασίζεται αποκλειστικά στην τιμή αγοράς, αλλά σε μια ολοκληρωμένη αξιολόγηση της τοποθεσίας, της πολεοδομικής δυνατότητας, της ζήτησης της αγοράς και των τεχνικών και νομικών κινδύνων που ενδέχεται να επηρεάσουν το έργο (Miles, Netherton and Schmitz, 2015). Η διεθνής πρακτική στην ανάπτυξη ακινήτων δίνει ιδιαίτερη έμφαση στη φάση του τεχνικός, νομικός και οικονομικός έλεγχος (due diligence), καθώς ζητήματα όπως οι τίτλοι ιδιοκτησίας, οι δουλείες, οι περιβαλλοντικοί περιορισμοί, η καταλληλότητα του εδάφους και οι πολεοδομικές απαιτήσεις μπορούν να μεταβάλουν σημαντικά την οικονομική αξία ενός οικοπέδου.

Βασικό κριτήριο αποτελεί η τοποθεσία και ειδικότερα η προσβασιμότητα του οικοπέδου. Η άμεση σύνδεση με μέσα μαζικής μεταφοράς, βασικούς οδικούς άξονες, χώρους εργασίας, πανεπιστήμια, εμπορικές ζώνες, υπηρεσίες και κοινωνικές υποδομές ενισχύει τη λειτουργικότητα και την εμπορικότητα της μελλοντικής ανάπτυξης. Η θεωρία της αστικής οικονομίας υποστηρίζει ότι η αξία της γης επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την προσβασιμότητα, το κόστος μετακίνησης και τη σχέση του ακινήτου με τα κέντρα οικονομικής δραστηριότητας (Alonso, 1964; McDonald and McMillen, 2011). Επιπλέον, πρόσφατες έρευνες για τη χωρική επιλογή αστικών δραστηριοτήτων επιβεβαιώνουν ότι η δυναμική προσβασιμότητα αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για τη χωροθέτηση κατοικίας, εμπορικών χρήσεων και άλλων αστικών λειτουργιών.

Εξίσου σημαντική είναι η ποιότητα και ασφάλεια της περιοχής, καθώς και οι προοπτικές μελλοντικής αναβάθμισής της. Περιοχές που παρουσιάζουν βελτίωση υποδομών, νέες επενδύσεις, αναπλάσεις, αύξηση πληθυσμού ή μεταβολή χρήσεων γης μπορούν να προσφέρουν σημαντικές υπεραξίες σε βάθος χρόνου. Ωστόσο, η επιλογή περιοχών με αναπτυξιακή προοπτική πρέπει να γίνεται με προσοχή, καθώς η μελλοντική αναβάθμιση δεν είναι δεδομένη και εξαρτάται από θεσμικούς, οικονομικούς και κοινωνικούς παράγοντες. Η βιβλιογραφία για τη μικτή χρήση γης και την αστική αναζωογόνηση δείχνει ότι οι περιοχές με συνδυασμό κατοικίας, εργασίας, εμπορίου



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
και υπηρεσιών συχνά αποκτούν μεγαλύτερη ανθεκτικότητα και ελκυστικότητα, όταν ο σχεδιασμός τους είναι συνεκτικός και υποστηρίζεται από κατάλληλες υποδομές.

Καθοριστικό ρόλο έχει επίσης ο πολεοδομικός έλεγχος. Πριν από οποιαδήποτε απόφαση αγοράς πρέπει να εξετάζονται οι επιτρεπόμενες χρήσεις γης, ο συντελεστής δόμησης, η κάλυψη, το μέγιστο επιτρεπόμενο ύψος, οι αποστάσεις από τα όρια, οι απαιτήσεις στάθμευσης και τυχόν ειδικοί περιορισμοί που απορρέουν από τοπικά πολεοδομικά σχέδια ή ρυμοτομικές δεσμεύσεις. Ο συντελεστής δόμησης και οι περιορισμοί ύψους επηρεάζουν άμεσα τη μέγιστη εκμεταλλεύσιμη επιφάνεια και, συνεπώς, την οικονομική σκοπιμότητα του έργου. Η Παγκόσμια Τράπεζα επισημαίνει ότι εργαλεία όπως ο Floor Area Ratio, τα όρια ύψους και οι ελάχιστες απαιτήσεις οικοπέδου επηρεάζουν την προσφορά δομήσιμου χώρου και τη λειτουργία της αστικής αγοράς γης.

Από οικονομική άποψη, ιδιαίτερη σημασία έχει το κόστος ανά δομήσιμο τετραγωνικό μέτρο και όχι μόνο η συνολική τιμή αγοράς του οικοπέδου. Ένα φαινομενικά ακριβότερο οικόπεδο μπορεί να είναι πιο συμφέρον εάν επιτρέπει μεγαλύτερη δόμηση, καλύτερη διάταξη κτιρίου, υψηλότερες τιμές πώλησης ή μίσθωσης και χαμηλότερα τεχνικά κόστη. Αντίθετα, ένα φθηνότερο οικόπεδο μπορεί να αποδειχθεί οικονομικά ασύμφορο εάν έχει χαμηλό συντελεστή δόμησης, υψηλές απαιτήσεις εκσκαφών, γεωτεχνικούς περιορισμούς, δυσκολίες πρόσβασης ή ακριβές συνδέσεις με δίκτυα κοινής ωφέλειας. Για τον λόγο αυτό, η αποτίμηση πρέπει να συνδέεται με την υπολειμματική αξία γης, δηλαδή με την αξία που απομένει για την αγορά του οικοπέδου αφού ληφθούν υπόψη τα αναμενόμενα έσοδα, το κόστος κατασκευής, τα χρηματοοικονομικά έξοδα, οι αμοιβές, οι φόροι και το επιθυμητό επιχειρηματικό κέρδος.

Πριν από την αγορά είναι απαραίτητο να πραγματοποιείται τεχνικός έλεγχος. Ο έλεγχος αυτός περιλαμβάνει τη δυνατότητα δόμησης, τη μορφολογία και κλίση του εδάφους, την ποιότητα του υπεδάφους, την ανάγκη γεωτεχνικών μελετών, την ύπαρξη περιβαλλοντικών κινδύνων, την πρόσβαση σε οδικό δίκτυο, τη δυνατότητα σύνδεσης με ύδρευση, αποχέτευση, ηλεκτροδότηση και τηλεπικοινωνίες, καθώς και τις απαιτήσεις στάθμευσης. Η διεθνής βιβλιογραφία για την επιλογή οικοπέδων αναφέρει ότι τα βασικά κριτήρια περιλαμβάνουν φυσικά χαρακτηριστικά, προσβασιμότητα, τιμή, συμβατότητα με τον πολεοδομικό σχεδιασμό, διαθεσιμότητα υποδομών και συνθήκες προσφοράς και ζήτησης στην αγορά.

Παράλληλα, απαιτείται πλήρης νομικός έλεγχος, ο οποίος αφορά τους τίτλους ιδιοκτησίας, την ύπαρξη βαρών, υποθηκών, προσημειώσεων, δουλειών, διεκδικήσεων, καταπατήσεων ή εκκρεμών διαφορών. Επίσης, πρέπει να ελέγχονται τυχόν ρυμοτομικές απαλλοτριώσεις, δεσμεύσεις κοινόχρηστων χώρων, αρχαιολογικοί ή περιβαλλοντικοί περιορισμοί και η πλήρης συμβατότητα της επιδιωκόμενης χρήσης με το ισχύον θεσμικό πλαίσιο. Η αδυναμία εντοπισμού τέτοιων ζητημάτων πριν από την αγορά μπορεί να οδηγήσει σε καθυστερήσεις, αύξηση κόστους ή ακόμη και αδυναμία υλοποίησης της επένδυσης.

Συνεπώς, η επιλογή οικοπέδου πρέπει να αντιμετωπίζεται ως σύνθετη επενδυτική και τεχνικοοικονομική απόφαση. Η βέλτιστη επιλογή δεν είναι απαραίτητα το φθηνότερο οικόπεδο,



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
αλλά εκείνο που συνδυάζει κατάλληλη τοποθεσία, επαρκή πολεοδομική δυνατότητα, περιορισμένο τεχνικό και νομικό κίνδυνο, σύνδεση με την πραγματική ζήτηση της αγοράς και δυνατότητα δημιουργίας μελλοντικής υπεραξίας.

6.2 Αρχιτεκτονικός σχεδιασμός

Ο αρχιτεκτονικός σχεδιασμός αποτελεί κρίσιμο παράγοντα για την οικονομική βιωσιμότητα και τη μακροχρόνια απόδοση ενός οικιστικού ακινήτου, ιδιαίτερα όταν ο σκοπός του έργου είναι η εκμετάλλευση μέσω μίσθωσης. Βασική αρχή πρέπει να είναι η μεγιστοποίηση της μισθώσιμης επιφάνειας, χωρίς όμως να υποβαθμίζεται η λειτουργικότητα, η ποιότητα διαβίωσης και η εμπορική ελκυστικότητα των κατοικιών. Η αρχιτεκτονική λύση οφείλει να ισορροπεί μεταξύ αποδοτικής αξιοποίησης του χώρου, κατασκευαστικής απλότητας, αισθητικής ποιότητας και ελεγχόμενου κόστους κύκλου ζωής.

Οι κατοικίες πρέπει να σχεδιάζονται με ορθολογικές και καθαρές κατόψεις, περιορίζοντας τους άχρηστους διαδρόμους, τις δυσλειτουργικές γωνίες και τους χώρους που δεν προσθέτουν πραγματική αξία στον μισθωτή. Σύμφωνα με τον Ching (2015), η επιτυχής αρχιτεκτονική σύνθεση βασίζεται στη σαφή οργάνωση του χώρου, στην αναγνωσιμότητα της κάτοψης και στη λειτουργική σχέση μεταξύ των επιμέρους χρήσεων. Στο πλαίσιο αυτό, κάθε τετραγωνικό μέτρο πρέπει να εξυπηρετεί συγκεκριμένη ανάγκη, είτε αφορά την καθημερινή διαβίωση, την αποθήκευση, την εργασία από το σπίτι ή την ευέλικτη χρήση του χώρου.

Ιδιαίτερη έμφαση πρέπει να δοθεί στον φυσικό φωτισμό και στον φυσικό αερισμό, καθώς επηρεάζουν άμεσα την ποιότητα κατοίκησης, την ενεργειακή απόδοση και την αντιληπτή αξία του ακινήτου. Ο Lechner (2015) επισημαίνει ότι ο παθητικός σχεδιασμός, μέσω κατάλληλου προσανατολισμού, ανοιγμάτων και διαχείρισης του ηλιασμού, μπορεί να μειώσει σημαντικά τις ενεργειακές απαιτήσεις ενός κτιρίου. Αντίστοιχα, η επαρκής διαμπερότητα ή, όπου αυτό δεν είναι εφικτό, η κατάλληλη τοποθέτηση ανοιγμάτων και μηχανισμών αερισμού συμβάλλει στη βελτίωση της θερμικής άνεσης και της υγιεινής του εσωτερικού περιβάλλοντος.

Οι εσωτερικοί χώροι πρέπει να είναι συμπαγείς αλλά λειτουργικοί. Το καθιστικό μπορεί να είναι περιορισμένων διαστάσεων, εφόσον έχει σωστές αναλογίες, επαρκές φυσικό φως και δυνατότητα εύκολης επίπλωσης. Η κουζίνα πρέπει να είναι πλήρως εξοπλισμένη και εργονομικά σχεδιασμένη, με επαρκή πάγκο εργασίας, αποθηκευτικούς χώρους και ανθεκτικά υλικά καθημερινής χρήσης. Όπως αναφέρουν οι Neufert and Neufert (2012), η σωστή εργονομία και οι ελάχιστες λειτουργικές διαστάσεις αποτελούν βασική προϋπόθεση για την άνετη και αποδοτική χρήση των κατοικιών.

Παράλληλα, ο σχεδιασμός πρέπει να ενσωματώνει πρακτικές αποθηκευτικές λύσεις, όπως εντοιχισμένες ντουλάπες, χώρους για πλυντήριο, αποθήκευση αποσκευών ή εποχιακών αντικειμένων, καθώς και έξυπνες λύσεις σε νεκρούς χώρους. Η ύπαρξη επαρκούς αποθήκευσης



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
αυξάνει την πρακτικότητα της κατοικίας και μειώνει την ανάγκη για πρόσθετα έπιπλα, στοιχείο ιδιαίτερα σημαντικό σε μικρές ή μεσαίου μεγέθους μονάδες.

Η ευελιξία αποτελεί επίσης βασική σχεδιαστική αρχή. Οι κατοικίες πρέπει να μπορούν να υποστηρίξουν διαφορετικά προφίλ μισθωτών, όπως εργαζόμενους, ζευγάρια, φοιτητές ή μικρές οικογένειες. Η δυνατότητα ευέλικτης επίπλωσης, η πρόβλεψη σημείων για γραφείο εργασίας, η ουδέτερη εσωτερική αισθητική και η αποφυγή υπερβολικά εξειδικευμένων διαρρυθμίσεων αυξάνουν τη μακροχρόνια εμπορευσιμότητα του προϊόντος. Η Brand (1994) υποστηρίζει ότι τα κτίρια αποκτούν μεγαλύτερη αξία όταν μπορούν να προσαρμόζονται στις μεταβαλλόμενες ανάγκες των χρηστών τους, αντί να περιορίζονται από άκαμπτες σχεδιαστικές επιλογές.

Από αισθητική άποψη, το κτίριο πρέπει να έχει σύγχρονη, καθαρή και διαχρονική εικόνα, χωρίς υπερβολές που αυξάνουν δυσανάλογα το κόστος κατασκευής. Ο στόχος δεν είναι η δημιουργία ενός πολυτελούς προϊόντος με υψηλές δαπάνες σε υλικά, μορφολογικά στοιχεία ή αρχιτεκτονικές εξάρσεις που δεν μπορούν να μεταφερθούν στα μισθώματα. Αντίθετα, η στρατηγική πρέπει να επικεντρώνεται στη δημιουργία ενός ποιοτικού, ανθεκτικού και εύκολα συντηρήσιμου προϊόντος, το οποίο προσφέρει καλή εμπειρία κατοίκησης και διατηρεί την αξία του σε βάθος χρόνου.

Η επιλογή υλικών και τεχνικών λύσεων πρέπει να βασίζεται στη σχέση κόστους, αντοχής, συντήρησης και αισθητικής απόδοσης. Σύμφωνα με τους Ashworth and Perera (2015), η αξιολόγηση του κόστους κύκλου ζωής είναι απαραίτητη για τη λήψη ορθών αποφάσεων στον σχεδιασμό και την ανάπτυξη ακινήτων, καθώς το χαμηλότερο αρχικό κόστος δεν οδηγεί πάντα στο χαμηλότερο συνολικό κόστος χρήσης. Συνεπώς, πρέπει να προτιμώνται υλικά ανθεκτικά στη φθορά, εύκολα στην αντικατάσταση, με χαμηλές απαιτήσεις συντήρησης και κατάλληλα για εντατική χρήση από μισθωτές.

Επιπλέον, η αρχιτεκτονική λύση πρέπει να υποστηρίζει την ενεργειακή αποδοτικότητα του κτιρίου. Η σωστή θερμομόνωση, τα αποδοτικά κουφώματα, η ηλιοπροστασία, ο φυσικός αερισμός και η ορθολογική χρήση τεχνικών εγκαταστάσεων μειώνουν τα λειτουργικά κόστη και βελτιώνουν την ελκυστικότητα του ακινήτου. Η ενεργειακή απόδοση δεν αποτελεί μόνο περιβαλλοντική επιλογή, αλλά και οικονομικό πλεονέκτημα, καθώς οι μισθωτές δίνουν αυξανόμενη σημασία στο κόστος θέρμανσης, ψύξης και ηλεκτρικής κατανάλωσης.

Συνολικά, ο αρχιτεκτονικός σχεδιασμός πρέπει να αντιμετωπίζεται ως επενδυτικό εργαλείο και όχι μόνο ως ζήτημα μορφής. Η επιτυχία του έργου εξαρτάται από την ικανότητα του σχεδιασμού να συνδυάσει υψηλή εκμεταλλεύσιμη επιφάνεια, λειτουργικότητα, ανθεκτικότητα, ενεργειακή αποδοτικότητα και συγκρατημένο κόστος κατασκευής. Ένα τέτοιο προϊόν μπορεί να επιτύχει υψηλότερη πληρότητα, χαμηλότερο κόστος συντήρησης, καλύτερη αποδοχή από την αγορά και σταθερότερη απόδοση σε βάθος χρόνου.



6.3 Ενεργειακός σχεδιασμός και βιωσιμότητα

Ο ενεργειακός σχεδιασμός και η βιωσιμότητα αποτελούν βασικές παραμέτρους για την τεχνική, οικονομική και εμπορική επιτυχία ενός σύγχρονου οικιστικού ακινήτου. Η ενεργειακή απόδοση δεν πρέπει να αντιμετωπίζεται μόνο ως κανονιστική υποχρέωση, αλλά ως στρατηγικό χαρακτηριστικό που επηρεάζει άμεσα το λειτουργικό κόστος, την ελκυστικότητα προς τους ενοικιαστές, τη μελλοντική αξία του ακινήτου και την ανθεκτικότητά του απέναντι σε αυστηρότερες περιβαλλοντικές απαιτήσεις. Όπως επισημαίνουν οι Kibert (2016) και Lechner (2015), ο βιώσιμος σχεδιασμός ενός κτιρίου πρέπει να συνδυάζει χαμηλή ενεργειακή κατανάλωση, θερμική άνεση, αποδοτική χρήση πόρων και μείωση των περιβαλλοντικών επιπτώσεων σε όλο τον κύκλο ζωής του έργου.

Για τον ενοικιαστή, η υψηλή ενεργειακή απόδοση μεταφράζεται σε χαμηλότερες μηνιαίες δαπάνες για θέρμανση, ψύξη και ηλεκτρική κατανάλωση, γεγονός που αυξάνει την προθυμία μίσθωσης και ενισχύει την αντιληπτή αξία της κατοικίας. Για τον επενδυτή, ένα κτίριο ενεργειακής κλάσης A ή A+ μπορεί να επιτύχει μεγαλύτερη ανταγωνιστικότητα στην αγορά, υψηλότερα επίπεδα πληρότητας, χαμηλότερο κίνδυνο απαξίωσης και καλύτερη προσαρμογή σε μελλοντικές κανονιστικές απαιτήσεις. Η βιβλιογραφία για τα «πράσινα κτίρια» δείχνει ότι τα ενεργειακά αποδοτικά ακίνητα συχνά συνδέονται με υψηλότερη εμπορική αξία, μειωμένα λειτουργικά έξοδα και αυξημένη ζήτηση από χρήστες που δίνουν σημασία στο συνολικό κόστος κατοίκησης και στην περιβαλλοντική επίδοση του ακινήτου (Eichholtz, Kok and Quigley, 2010; Fuerst and McAllister, 2011).

Ο σχεδιασμός πρέπει να ξεκινά από τη μείωση των ενεργειακών αναγκών του κτιρίου και όχι απλώς από την προσθήκη τεχνολογικού εξοπλισμού. Η αρχή αυτή είναι κεντρική στον παθητικό σχεδιασμό, σύμφωνα με τον οποίο η γεωμετρία του κτιρίου, ο προσανατολισμός, η θερμομόνωση, τα ανοίγματα, η σκίαση και ο φυσικός αερισμός περιορίζουν τις απαιτήσεις για μηχανική θέρμανση και ψύξη. Ο Olgyay (1963) και ο Szokolay (2014) τονίζουν ότι η βιοκλιματική προσέγγιση αποτελεί τη βάση της ενεργειακής αποδοτικότητας, καθώς αξιοποιεί το τοπικό κλίμα και μειώνει την εξάρτηση από ενεργοβόρες εγκαταστάσεις. Στο ελληνικό κλίμα, όπου η θερινή υπερθέρμανση αποτελεί σημαντικό ζήτημα, ο σχεδιασμός της ηλιοπροστασίας, ο φυσικός αερισμός και η μείωση των θερμικών κερδών είναι εξίσου σημαντικά με τη θερμομόνωση του κελύφους.

Σε επίπεδο κελύφους, προτείνεται η εφαρμογή εξωτερικής θερμομόνωσης ή θερμοπρόσοψης, καθώς περιορίζει τις θερμικές απώλειες τον χειμώνα, μειώνει τα θερμικά φορτία το καλοκαίρι και συμβάλλει στη βελτίωση της θερμικής άνεσης. Η θερμοπρόσοψη έχει επίσης το πλεονέκτημα ότι μειώνει τις θερμογέφυρες και προστατεύει τον φέροντα οργανισμό από έντονες θερμοκρασιακές μεταβολές. Τα κουφώματα πρέπει να είναι θερμοδιακοπτόμενα, με διπλούς ενεργειακούς υαλοπίνακες και κατάλληλους συντελεστές θερμοπερατότητας, ώστε να περιορίζονται οι απώλειες



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
ενέργειας και να βελτιώνεται η αεροστεγανότητα. Όπως αναφέρουν οι Hegger et al. (2008), το κέλυφος αποτελεί το πρώτο και σημαντικότερο επίπεδο ελέγχου της ενεργειακής συμπεριφοράς του κτιρίου, διότι καθορίζει σε μεγάλο βαθμό τις ανάγκες θέρμανσης, ψύξης, φωτισμού και αερισμού.

Παράλληλα, η επιλογή των μηχανολογικών συστημάτων πρέπει να βασίζεται σε κριτήρια ενεργειακής απόδοσης, αξιοπιστίας, ευκολίας συντήρησης και συνολικού κόστους κύκλου ζωής. Οι αντλίες θερμότητας αποτελούν κατάλληλη λύση για θέρμανση και ψύξη, καθώς μπορούν να προσφέρουν υψηλή απόδοση σε σχέση με τα συμβατικά συστήματα και να συνδυαστούν με ηλεκτρική ενέργεια από ανανεώσιμες πηγές. Η χρήση φωτισμού LED σε κατοικίες και κοινόχρηστους χώρους μειώνει την κατανάλωση ηλεκτρικής ενέργειας και περιορίζει το κόστος αντικατάστασης λόγω της μεγάλης διάρκειας ζωής των λαμπτήρων. Επιπλέον, οι αισθητήρες κίνησης στους κοινόχρηστους χώρους, όπως είσοδοι, διάδρομοι, κλιμακοστάσια, αποθήκες και χώροι στάθμευσης, περιορίζουν την άσκοπη κατανάλωση και συμβάλλουν στη μείωση των κοινοχρήστων.

Η εγκατάσταση φωτοβολταϊκού συστήματος μπορεί να ενισχύσει περαιτέρω τη βιωσιμότητα του έργου, ιδιαίτερα εάν χρησιμοποιηθεί για την κάλυψη μέρους των κοινόχρηστων καταναλώσεων, όπως φωτισμός, ανελκυστήρας, αντλίες, αυτοματισμοί και βοηθητικά φορτία. Η χρήση φωτοβολταϊκών μειώνει την έκθεση του ακινήτου στις διακυμάνσεις των τιμών ηλεκτρικής ενέργειας και ενισχύει την περιβαλλοντική του ταυτότητα. Σε συνδυασμό με συστήματα παρακολούθησης της κατανάλωσης, μπορεί να επιτευχθεί καλύτερος έλεγχος των ενεργειακών ροών και πιο αποτελεσματική διαχείριση των λειτουργικών δαπανών.

Η βιωσιμότητα, ωστόσο, δεν περιορίζεται μόνο στην ενεργειακή κατανάλωση κατά τη λειτουργία του κτιρίου. Πρέπει να λαμβάνονται υπόψη η ανθεκτικότητα των υλικών, η δυνατότητα συντήρησης, η διάρκεια ζωής των τεχνικών συστημάτων, η κατανάλωση νερού, η διαχείριση αποβλήτων και η περιβαλλοντική επίπτωση των υλικών κατασκευής. Η προσέγγιση του κόστους κύκλου ζωής είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς ορισμένες λύσεις αυξάνουν το αρχικό κόστος κατασκευής, αλλά μειώνουν τις μελλοντικές δαπάνες λειτουργίας, συντήρησης και αντικατάστασης. Οι Ashworth and Perera (2015) υποστηρίζουν ότι η αξιολόγηση ενός κτιριακού έργου πρέπει να υπερβαίνει το αρχικό κόστος επένδυσης και να εξετάζει το συνολικό κόστος σε βάθος χρόνου. Αντίστοιχα, οι Cole and Sterner (2000) επισημαίνουν ότι η ενσωμάτωση της ανάλυσης κύκλου ζωής στον σχεδιασμό οδηγεί σε πιο ορθολογικές επενδυτικές αποφάσεις και καλύτερη περιβαλλοντική απόδοση.

Στο πλαίσιο αυτό, οι προτεινόμενες παρεμβάσεις όπως θερμοπρόσοψη, θερμοδιακοπτόμενα κουφώματα, διπλοί ενεργειακοί υαλοπίνακες, αντλίες θερμότητας, φωτισμός LED, αισθητήρες κίνησης και φωτοβολταϊκό σύστημα, πρέπει να αξιολογούνται όχι μόνο ως τεχνικές επιλογές, αλλά ως επενδυτικά μέτρα που βελτιώνουν τη λειτουργική απόδοση του ακινήτου. Παρότι αυξάνουν το αρχικό κόστος, μειώνουν το ενεργειακό κόστος, περιορίζουν τη μελλοντική ανάγκη παρεμβάσεων



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
συμμόρφωσης, ενισχύουν την εμπορική αξία του έργου και δημιουργούν ένα πιο ελκυστικό προϊόν
για την αγορά μίσθωσης.

Συνεπώς, ο ενεργειακός σχεδιασμός πρέπει να ενσωματωθεί από τα αρχικά στάδια της μελέτης
και όχι να αντιμετωπιστεί ως δευτερεύουσα τεχνική προσθήκη στο τέλος του έργου. Η βέλτιστη
προσέγγιση είναι ο συνδυασμός παθητικών μέτρων, αποδοτικών ηλεκτρομηχανολογικών
συστημάτων, ανανεώσιμων πηγών ενέργειας και επιλογών χαμηλού κόστους συντήρησης. Με
αυτόν τον τρόπο, το κτίριο μπορεί να επιτύχει υψηλή ενεργειακή κλάση, χαμηλότερες λειτουργικές
δαπάνες, καλύτερη ποιότητα κατοίκησης και μεγαλύτερη μακροχρόνια επενδυτική αξία.

6.4 Κατασκευαστική οργάνωση και χρονοδιάγραμμα

Η κατασκευαστική οργάνωση αποτελεί κρίσιμο παράγοντα επιτυχίας του επενδυτικού σχεδίου,
καθώς επηρεάζει άμεσα τόσο το συνολικό κόστος όσο και τον χρόνο έναρξης της εμπορικής
λειτουργίας. Για τον λόγο αυτό, η υλοποίηση του έργου πρέπει να βασίζεται σε ένα σαφώς
καθορισμένο χρονοδιάγραμμα, αναλυτικό προϋπολογισμό, συγκεκριμένη κατανομή ευθυνών
μεταξύ των εμπλεκόμενων φορέων και συμβατικούς μηχανισμούς ελέγχου των καθυστερήσεων
και των υπερβάσεων κόστους.

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία της διοίκησης έργων, η επιτυχής κατασκευή απαιτεί
ολοκληρωμένο σχεδιασμό του χρόνου, του κόστους και της ποιότητας, καθώς τα τρία αυτά
στοιχεία λειτουργούν αλληλεξαρτώμενα στο λεγόμενο «τρίγωνο της διοίκησης έργου» (Kerzner,
2022). Επιπλέον, η ύπαρξη λεπτομερούς χρονοδιαγράμματος, με διακριτές φάσεις, ορόσημα και
σημεία ελέγχου, συμβάλλει στη μείωση της αβεβαιότητας και επιτρέπει την έγκαιρη αναγνώριση
πιθανών αποκλίσεων (Meredith, Shafer and Mantel, 2021).

Η καθυστέρηση στην κατασκευή έχει διπλή οικονομική επίπτωση. Πρώτον, αυξάνει τα
χρηματοοικονομικά έξοδα, καθώς παρατείνεται η περίοδος κατά την οποία το έργο
χρηματοδοτείται χωρίς να παράγει έσοδα. Δεύτερον, μεταθέτει χρονικά την έναρξη των
μισθωτικών εσόδων, γεγονός που επηρεάζει αρνητικά τις ταμειακές ροές, την καθαρή παρούσα
αξία και την περίοδο αποπληρωμής της επένδυσης. Στον κλάδο των ακινήτων, η έγκαιρη
ολοκλήρωση της κατασκευής θεωρείται ιδιαίτερα σημαντική, διότι οι καθυστερήσεις μπορούν να
μειώσουν την επενδυτική απόδοση και να αυξήσουν τον κίνδυνο αγοράς, ειδικά όταν το έργο
εξαρτάται από μελλοντικές μισθώσεις ή από συγκεκριμένες συνθήκες ζήτησης (Geltner et al.,
2014).

Το συνολικό χρονοδιάγραμμα από την επιλογή του οικοπέδου έως την έναρξη λειτουργίας
εκτιμάται σε 24 έως 30 μήνες. Η περίοδος αυτή περιλαμβάνει την τεχνική και νομική αξιολόγηση
του οικοπέδου, την ολοκλήρωση των μελετών, την έκδοση των απαιτούμενων αδειών, την επιλογή
αναδόχων, την κατασκευαστική φάση, τις τελικές επιθεωρήσεις και την παράδοση του ακινήτου
προς χρήση. Η μεγαλύτερη αβεβαιότητα εντοπίζεται κυρίως στη φάση της αδειοδότησης και στη
φάση της κατασκευής, καθώς αυτές επηρεάζονται από εξωτερικούς παράγοντες, όπως διοικητικές



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
καθυστερήσεις, μεταβολές στο κόστος υλικών, διαθεσιμότητα συνεργείων και πιθανές τεχνικές τροποποιήσεις.

Για τον περιορισμό των παραπάνω κινδύνων απαιτείται η ενσωμάτωση ρεαλιστικού contingency τόσο στον χρόνο όσο και στον προϋπολογισμό. Το χρονικό περιθώριο ασφαλείας μπορεί να καλύψει πιθανές καθυστερήσεις σε άδειες, προμήθειες και κατασκευαστικές εργασίες, ενώ το οικονομικό contingency μπορεί να απορροφήσει αυξήσεις κόστους ή απρόβλεπτες τεχνικές απαιτήσεις. Παράλληλα, τα συμβόλαια με τους αναδόχους πρέπει να περιλαμβάνουν σαφείς ρήτρες καθυστέρησης, μηχανισμούς αναφοράς προόδου, διαδικασίες έγκρισης αλλαγών και όρια ευθύνης για υπερβάσεις κόστους. Η διεθνής βιβλιογραφία επισημαίνει ότι η αποτελεσματική διαχείριση κινδύνου σε κατασκευαστικά έργα δεν περιορίζεται στην πρόβλεψη πιθανών προβλημάτων, αλλά απαιτεί συνεχή παρακολούθηση, αξιολόγηση και διορθωτική παρέμβαση καθ' όλη τη διάρκεια του έργου (Chapman and Ward, 2011).

Επομένως, η κατασκευαστική οργάνωση δεν πρέπει να αντιμετωπίζεται ως μια απλή τεχνική διαδικασία, αλλά ως βασικός μηχανισμός προστασίας της επένδυσης. Ένα ρεαλιστικό χρονοδιάγραμμα, ένας επαρκώς τεκμηριωμένος προϋπολογισμός και μια αυστηρή συμβατική δομή μπορούν να μειώσουν σημαντικά τον κίνδυνο καθυστερήσεων, να προστατεύσουν την απόδοση του έργου και να διασφαλίσουν την ομαλή μετάβαση από τη φάση ανάπτυξης στη φάση λειτουργίας.

6.5 Προδιαγραφές ασφάλειας και προσβασιμότητας

Η επιτυχής ανάπτυξη του έργου δεν εξαρτάται μόνο από την εμπορική του τοποθέτηση και την οικονομική του απόδοση, αλλά και από την ικανότητά του να ανταποκρίνεται σε υψηλές προδιαγραφές ασφάλειας, λειτουργικότητας και προσβασιμότητας. Το κτίριο πρέπει να σχεδιαστεί και να κατασκευαστεί σύμφωνα με τις ισχύουσες απαιτήσεις πυροπροστασίας, στατικής επάρκειας, ηλεκτρομηχανολογικής ασφάλειας, ενεργειακής απόδοσης και προσβασιμότητας. Στην ελληνική έννομη τάξη, ο Κανονισμός Πυροπροστασίας Κτιρίων, Π.Δ. 41/2018, καθορίζει μέτρα για την προστασία της ζωής και της υγείας των χρηστών, τον περιορισμό της εξάπλωσης πυρκαγιάς και την προστασία γειτονικών ιδιοκτησιών.

Σε πρακτικό επίπεδο, οι προδιαγραφές αυτές περιλαμβάνουν ασφαλείς οδεύσεις διαφυγής, επαρκή φωτισμό ασφαλείας, κατάλληλη σήμανση, συστήματα πυρανίχνευσης και πυρόσβεσης, ασφαλείς ηλεκτρομηχανολογικές εγκαταστάσεις, θυροτηλέοραση, έλεγχο πρόσβασης και οργανωμένη διαχείριση κοινόχρηστων χώρων. Η ενσωμάτωση αυτών των χαρακτηριστικών μειώνει τους λειτουργικούς κινδύνους, περιορίζει την πιθανότητα ατυχημάτων, ενισχύει την εμπιστοσύνη των χρηστών και αυξάνει τη μακροχρόνια εμπορική αξία του ακινήτου. Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, η ασφάλεια των κτιρίων δεν πρέπει να αντιμετωπίζεται ως αποσπασματική τεχνική απαίτηση, αλλά ως μέρος ενός ολοκληρωμένου συστήματος σχεδιασμού,



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
διαχείρισης και συντήρησης καθ' όλη τη διάρκεια ζωής του κτιρίου (Ching, 2020· Allen and Iano, 2019).

Ιδιαίτερη σημασία πρέπει να δοθεί στην προσβασιμότητα. Η προσβασιμότητα δεν πρέπει να θεωρείται απλώς κανονιστική υποχρέωση, αλλά βασική παράμετρος ποιότητας, κοινωνικής βιωσιμότητας και εμπορικής ανθεκτικότητας. Το πρότυπο ISO 21542:2021 αφορά την προσβασιμότητα και χρηστικότητα του δομημένου περιβάλλοντος και καλύπτει απαιτήσεις σχεδιασμού που σχετίζονται με διαφορετικές φυσικές, αισθητηριακές και γνωστικές ανάγκες των χρηστών. Ένα κτίριο που μπορεί να εξυπηρετήσει άτομα διαφορετικών ηλικιών, οικογένειες με παιδιά, ηλικιωμένους και άτομα με μειωμένη κινητικότητα έχει μεγαλύτερη λειτουργική ευελιξία και μεγαλύτερη διάρκεια εμπορικής ζωής.

Η προσέγγιση αυτή συνδέεται με τις αρχές του «καθολικού σχεδιασμού» ή universal design, σύμφωνα με τις οποίες οι χώροι πρέπει να σχεδιάζονται ώστε να είναι όσο το δυνατόν πιο εύχρηστοι από το ευρύτερο δυνατό φάσμα χρηστών, χωρίς την ανάγκη ειδικών προσαρμογών εκ των υστέρων (Story, Mueller and Mace, 1998· Steinfeld and Maisel, 2012). Στο πλαίσιο ενός σύγχρονου κτιριακού έργου, αυτό σημαίνει πρόβλεψη για άνετες εισόδους, κατάλληλες ράμπες ή ανελκυστήρες, επαρκή πλάτη διαδρόμων, ασφαλείς κοινόχρηστους χώρους, σαφή σήμανση και λειτουργική διασύνδεση όλων των βασικών χώρων.

Παράλληλα, η ποιότητα του σχεδιασμού πρέπει να συνοδεύεται από σαφείς διαδικασίες λειτουργίας και συντήρησης. Η ύπαρξη συστημάτων πυρανίχνευσης, φωτισμού ασφαλείας ή ελέγχου πρόσβασης δεν επαρκεί από μόνη της, εάν δεν συνοδεύεται από τακτικούς ελέγχους, αρχεία συντήρησης, υπεύθυνη διαχείριση κοινόχρηστων εγκαταστάσεων και συμμόρφωση με τις τεχνικές οδηγίες των κατασκευαστών. Η διεθνής πρακτική στην πυρασφάλεια δίνει έμφαση όχι μόνο στον αρχικό σχεδιασμό, αλλά και στη διαχείριση του κτιρίου κατά τη χρήση του, καθώς οι κίνδυνοι μεταβάλλονται ανάλογα με τη χρήση, την πληρότητα, τη συντήρηση και τη συμπεριφορά των χρηστών (Cote, 2016· Meacham, 1999).

Συνεπώς, οι προδιαγραφές ασφάλειας και προσβασιμότητας πρέπει να ενσωματωθούν από το αρχικό στάδιο του σχεδιασμού και όχι να αντιμετωπιστούν ως διορθωτικές παρεμβάσεις στο τέλος της κατασκευής. Με αυτόν τον τρόπο, το έργο αποκτά υψηλότερη τεχνική ποιότητα, περιορίζει μελλοντικές δαπάνες προσαρμογής, μειώνει τους νομικούς και λειτουργικούς κινδύνους και ενισχύει τη δυνατότητα μίσθωσης ή μεταπώλησης.

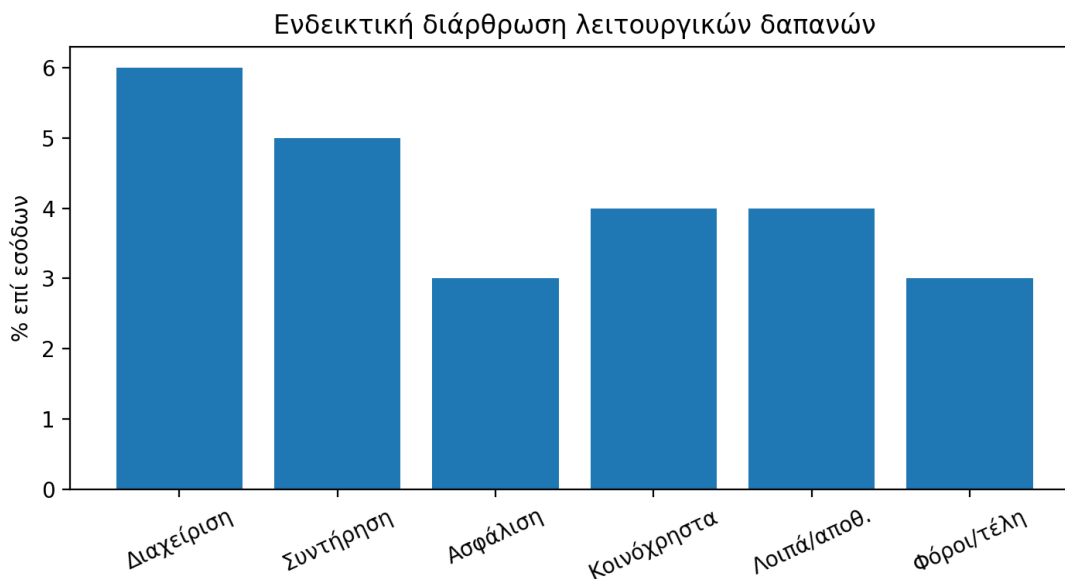


Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Πίνακας 5: Ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα υλοποίησης έργου

Φάση	Εκτιμώμενη διάρκεια	Κύριες εργασίες
Προεπιλογή και αγορά οικοπέδου	2 μήνες	Έρευνα αγοράς, πολεοδομικός και νομικός έλεγχος, τεχνική αξιολόγηση, διαπραγμάτευση και ολοκλήρωση αγοράς
Μελέτες	3 μήνες	Αρχιτεκτονικές, στατικές, ηλεκτρομηχανολογικές και ενεργειακές μελέτες, μελέτη πυροπροστασίας και προσβασιμότητας
Αδειοδότηση	4–6 μήνες	Υποβολή φακέλου, εγκρίσεις, έλεγχος συμμόρφωσης με πολεοδομικές, τεχνικές και κανονιστικές απαιτήσεις
Επιλογή εργολάβου	1 μήνας	Πρόσκληση και αξιολόγηση προσφορών, τεχνικοοικονομική σύγκριση, διαπραγμάτευση και υπογραφή σύμβασης
Κατασκευή	14–18 μήνες	Εκσκαφές, φέρων οργανισμός, τοιχοποιίες, θερμομόνωση, Η/Μ εγκαταστάσεις, πυροπροστασία, ανελκυστήρες και κοινόχρηστες υποδομές
Εξοπλισμός και παράδοση	2 μήνες	Τελικές εργασίες, δοκιμές συστημάτων, πιστοποιήσεις, έλεγχοι ασφαλείας, παράδοση χώρων και έναρξη μισθώσεων

Διάγραμμα 2: Ενδεικτική διάρθρωση λειτουργικών δαπανών



Πηγή: Ιδία επεξεργασία βάσει του χρηματοοικονομικού υποδείγματος της παρούσας μελέτης.

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, βάσει παραδοχών της παρούσας μελέτης.



Κεφάλαιο 7: Νομικό, πολεοδομικό και φορολογικό πλαίσιο

7.1 Πολεοδομικός έλεγχος και αδειοδότηση

Η υλοποίηση του έργου προϋποθέτει την ολοκλήρωση ενός πλήρους πολεοδομικού, τεχνικού και νομικού ελέγχου πριν από την οριστική αγορά του οικοπέδου, καθώς η δυνατότητα αξιοποίησης ενός ακινήτου δεν καθορίζεται μόνο από τη θέση και την επιφάνειά του, αλλά κυρίως από το ισχύον πολεοδομικό καθεστώς. Στο πλαίσιο αυτό πρέπει να εξεταστούν αναλυτικά οι επιτρεπόμενες χρήσεις γης, ο συντελεστής δόμησης, το ποσοστό κάλυψης, το μέγιστο επιτρεπόμενο ύψος, οι υποχρεωτικές αποστάσεις από τα όρια, οι απαιτήσεις στάθμευσης, οι κοινόχρηστοι ή κοινωφελείς περιορισμοί, καθώς και τυχόν ειδικοί όροι που απορρέουν από ΓΠΣ/ΤΠΣ, ΖΟΕ, χαρακτηρισμούς διατηρητέων, αρχαιολογικούς περιορισμούς ή περιβαλλοντικές δεσμεύσεις. Ο συντελεστής δόμησης και η κάλυψη αποτελούν κρίσιμες παραμέτρους, καθώς προσδιορίζουν την ένταση της επιτρεπόμενης ανάπτυξης και, κατ' επέκταση, τον μέγιστο αριθμό κατοικιών που μπορεί να δημιουργηθεί στο οικόπεδο. Η διεθνής βιβλιογραφία για την ανάπτυξη ακινήτων επισημαίνει ότι οι περιορισμοί χρήσεων γης και οι δείκτες δόμησης επηρεάζουν άμεσα τόσο την αξία της γης όσο και τη χρηματοοικονομική βιωσιμότητα ενός έργου, επειδή καθορίζουν την τελική εκμεταλλεύσιμη επιφάνεια και τα δυνητικά έσοδα από πώληση ή μίσθωση (Miles, Berens and Weiss, 2007; Ratcliffe, Stubbs and Keeping, 2009). Αντίστοιχα, η RICS ορίζει τον δείκτη ανάπτυξης/plot ratio ως τη σχέση μεταξύ της συνολικής αναπτυσσόμενης επιφάνειας και της επιφάνειας του οικοπέδου, στοιχείο που χρησιμοποιείται ευρέως για την αξιολόγηση της πολεοδομικής δυναμικότητας ενός ακινήτου.

Ο πολεοδομικός έλεγχος δεν αποτελεί επομένως μια απλή διοικητική διαδικασία, αλλά βασικό εργαλείο διαχείρισης επενδυτικού κινδύνου. Εάν, για παράδειγμα, ο επιτρεπόμενος συντελεστής δόμησης, οι αποστάσεις από τα όρια ή οι απαιτήσεις στάθμευσης περιορίζουν την τελική εκμεταλλεύσιμη επιφάνεια, το επιχειρηματικό σχέδιο μπορεί να μεταβληθεί σημαντικά. Σε τέτοια περίπτωση ενδέχεται να μειωθεί ο αριθμός των κατοικιών, να αυξηθεί το κόστος ανά τετραγωνικό μέτρο ή να απαιτηθεί ανασχεδιασμός του αρχιτεκτονικού concept. Η σχετική αρθρογραφία για την ανάπτυξη ακινήτων αντιμετωπίζει τον πολεοδομικό και αδειοδοτικό κίνδυνο ως έναν από τους βασικούς εξωγενείς παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν το χρονοδιάγραμμα, το κόστος και την απόδοση μιας επένδυσης (Khumpaisal and Chen, 2010; Mathur, 2023).

Η έκδοση οικοδομικής άδειας απαιτεί στη συνέχεια την υποβολή ολοκληρωμένου φακέλου μέσω της ηλεκτρονικής διαδικασίας e-Άδειες, η οποία αφορά την έκδοση και διαχείριση διοικητικών πράξεων εκτέλεσης οικοδομικών εργασιών, όπως εγκρίσεις, οικοδομικές άδειες και αναθεωρήσεις. Ο φάκελος πρέπει να περιλαμβάνει, κατά περίπτωση, αρχιτεκτονικές, στατικές, ηλεκτρομηχανολογικές, ενεργειακές και λοιπές απαιτούμενες μελέτες, καθώς και τα αντίστοιχα δικαιολογητικά. Σύμφωνα με τη δημόσια διοικητική περιγραφή της διαδικασίας, οικοδομική άδεια



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών απαιτείται για εργασίες όπως η ανέγερση, προσθήκη ή επισκευή κτιρίων, καθώς και για εκσκαφές ή επιχώσεις πέραν συγκεκριμένων ορίων, όταν αυτές συνδέονται με δόμηση.

Καθυστερήσεις, ελλείψεις ή ασυμφωνίες στον αδειοδοτικό φάκελο μπορούν να μεταθέσουν την έναρξη της κατασκευής, να αυξήσουν το κόστος κεφαλαίου και να επηρεάσουν αρνητικά την καθαρή παρούσα αξία του έργου. Για τον λόγο αυτό, πριν από την αγορά του οικοπέδου είναι σκόπιμο να ολοκληρωθεί ένας προκαταρκτικός έλεγχος δόμησης από μηχανικό και νομικό σύμβουλο, να επιβεβαιωθεί η οικοδομησιμότητα και αρτιότητα του ακινήτου, να εξεταστεί η ανάγκη προέγκρισης ή βεβαίωσης όρων δόμησης και να ενσωματωθούν τα αποτελέσματα του ελέγχου στο οικονομικό μοντέλο του έργου. Η διαδικασία αυτή μειώνει την πιθανότητα λανθασμένης αποτίμησης του οικοπέδου και επιτρέπει στον επενδυτή να συνδέσει την τιμή αγοράς με την πραγματική και όχι θεωρητική αναπτυξιακή δυναμικότητα του ακινήτου.

7.2 Φορολογική μεταχείριση και νομική μορφή

Η επιλογή της κατάλληλης νομικής μορφής αποτελεί κρίσιμη απόφαση για την οργάνωση και βιωσιμότητα μιας επένδυσης σε ακίνητα, καθώς επηρεάζει άμεσα τη φορολογική επιβάρυνση, τη δυνατότητα τραπεζικού δανεισμού, τη διανομή κερδών, τη μεταβίβαση εταιρικών μεριδίων, την ευθύνη των εταίρων και τις απαιτήσεις λογιστικής παρακολούθησης. Η ίδρυση Ιδιωτικής Κεφαλαιουχικής Εταιρείας — ΙΚΕ — ή άλλης εταιρικής μορφής μπορεί να προσφέρει οργανωμένη διοικητική δομή, περιορισμό της προσωπικής ευθύνης, μεγαλύτερη διαφάνεια στις συναλλαγές και ευελιξία ως προς την είσοδο νέων επενδυτών ή τη μεταβίβαση συμμετοχών. Η ΙΚΕ έχει εισαχθεί με τον Ν. 4072/2012 και θεωρείται ευέλικτη κεφαλαιουχική εταιρεία με νομική προσωπικότητα και περιορισμένη ευθύνη των εταίρων, χαρακτηριστικά που την καθιστούν συχνά κατάλληλη για επενδυτικές και διαχειριστικές δραστηριότητες ακινήτων.

Ωστόσο, η εταιρική μορφή συνεπάγεται αυξημένες λογιστικές, φορολογικές και διοικητικές υποχρεώσεις, όπως τήρηση βιβλίων, υποβολή δηλώσεων, ενδεχόμενη φορολογία επί των εταιρικών κερδών και περαιτέρω φορολογική επιβάρυνση κατά τη διανομή μερισμάτων. Σύμφωνα με το ελληνικό φορολογικό πλαίσιο, η φορολογία εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων ρυθμίζεται από τον Ν. 4172/2013, ενώ τα νομικά πρόσωπα και οι νομικές οντότητες υποβάλλουν δηλώσεις φορολογίας εισοδήματος μέσω των σχετικών εντύπων, συμπεριλαμβανομένων των εντύπων που συνδέονται με εισόδημα από ακίνητα και επιχειρηματική δραστηριότητα.

Τα έσοδα από μισθώσεις ακινήτων υπόκεινται σε φορολογία, ενώ το ίδιο το ακίνητο επιβαρύνεται με πάγιες και μεταβλητές δαπάνες, όπως ΕΝΦΙΑ, δημοτικά τέλη, ασφάλιση, έξοδα συντήρησης, επισκευές, κοινόχρηστες ή λειτουργικές επιβαρύνσεις που δεν μετακυλίνουν πάντοτε στους μισθωτές. Η ΑΑΔΕ προβλέπει ειδική διαδικασία ηλεκτρονικής υποβολής δηλώσεων πληροφοριακών στοιχείων μίσθωσης, γεγονός που υπογραμμίζει τη σημασία της φορολογικής συμμόρφωσης και της ορθής τεκμηρίωσης των μισθωτικών σχέσεων.

Από χρηματοοικονομική άποψη, η επιλογή μεταξύ ατομικής ιδιοκτησίας και εταιρικού σχήματος δεν πρέπει να βασίζεται μόνο στον ονομαστικό φορολογικό συντελεστή, αλλά σε



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
συνολική αξιολόγηση του καθαρού αποτελέσματος μετά φόρων, της δυνατότητας έκπτωσης δαπανών, του κόστους συμμόρφωσης, της χρηματοδοτικής ευελιξίας, της προστασίας περιουσίας και της μακροπρόθεσμης επενδυτικής στρατηγικής. Η διεθνής βιβλιογραφία επισημαίνει ότι οι φορολογικές αποφάσεις επηρεάζουν ουσιαστικά τη διάρθρωση των επενδύσεων, τη χρηματοδότηση και τις αποδόσεις μετά φόρων, ιδίως σε περιουσιακά στοιχεία μεγάλης διάρκειας όπως τα ακίνητα (Shackelford and Shevlin, 2001; Hanlon and Heitzman, 2010; Brueggeman and Fisher, 2019).

Συνεπώς, πριν από την υλοποίηση της επένδυσης απαιτείται εξατομικευμένη φορολογική και νομική ανάλυση από εξειδικευμένο λογιστή και νομικό σύμβουλο. Η ανάλυση αυτή θα πρέπει να συγκρίνει εναλλακτικά σενάρια όπως φυσικό πρόσωπο, ΙΚΕ ή άλλη εταιρική μορφή λαμβάνοντας υπόψη το ύψος των μισθωτικών εσόδων, τις εκπιπτόμενες δαπάνες, τον τρόπο χρηματοδότησης, την προοπτική μεταβίβασης, τη διανομή κερδών και τον συνολικό επενδυτικό ορίζοντα.

7.3 Συμβάσεις μίσθωσης και προστασία επενδυτή

Οι συμβάσεις μίσθωσης αποτελούν βασικό εργαλείο προστασίας του επενδυτή, καθώς καθορίζουν όχι μόνο τη νομική σχέση μεταξύ εκμισθωτή και μισθωτή, αλλά και τη σταθερότητα των μελλοντικών ταμειακών ροών της επένδυσης. Μια καλά δομημένη μισθωτική σύμβαση πρέπει να είναι σαφής, νόμιμη, λειτουργική και προσαρμοσμένη στη χρήση του ακινήτου, ώστε να περιορίζει τον κίνδυνο παρερμηνειών, καθυστερήσεων πληρωμής, φθορών και μελλοντικών διαφορών. Στην Ελλάδα, οι μισθώσεις κύριας κατοικίας έχουν κατ' αρχήν ελάχιστη διάρκεια τριών ετών, ακόμη και αν έχει συμφωνηθεί μικρότερη διάρκεια ή αόριστος χρόνος, σύμφωνα με το άρθρο 2 του Ν. 1703/1987. Επιπλέον, ο εκμισθωτής οφείλει να δηλώνει ηλεκτρονικά τα στοιχεία της μίσθωσης στην ΑΑΔΕ, καθώς και το εισόδημα που προκύπτει από την εκμετάλλευση του ακινήτου.

Σε πρακτικό επίπεδο, η σύμβαση πρέπει να προβλέπει με ακρίβεια τη διάρκεια της μίσθωσης, το μηνιαίο μίσθωμα, τον χρόνο και τρόπο πληρωμής, το ποσό της εγγύησης, τον μηχανισμό αναπροσαρμογής του μισθώματος, τις υποχρεώσεις συντήρησης, τους όρους χρήσης της κατοικίας, τους κανόνες κοινόχρηστων χώρων, τη δυνατότητα ή μη υπεκμίσθωσης, τη διαδικασία παράδοσης και παραλαβής του ακινήτου, καθώς και τις συνέπειες σε περίπτωση καθυστέρησης πληρωμών ή παραβίασης συμβατικών όρων. Ιδιαίτερη σημασία έχει η σύνταξη αναλυτικού πρωτοκόλλου παράδοσης-παραλαβής, συνοδευόμενου από φωτογραφική τεκμηρίωση, καταγραφή εξοπλισμού, μετρήσεις παροχών και περιγραφή της κατάστασης του ακινήτου. Με αυτόν τον τρόπο μειώνεται ο κίνδυνος αμφισβητήσεων σχετικά με φθορές, ζημιές ή υποχρεώσεις αποκατάστασης κατά τη λήξη της μίσθωσης.

Η προστασία του επενδυτή δεν εξαντλείται στη νομική διατύπωση της σύμβασης, αλλά συνδέεται άμεσα με τη διαχείριση του πιστωτικού και λειτουργικού κινδύνου. Η προληπτική αξιολόγηση των υποψήφιων ενοικιαστών αποτελεί κρίσιμη πρακτική για τη μείωση επισφαλειών



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών και την εξασφάλιση σταθερών εισπράξεων. Η αξιολόγηση αυτή μπορεί να περιλαμβάνει έλεγχο ταυτότητας, επαγγελματικής κατάστασης, συνέπειας προηγούμενων μισθώσεων, δυνατότητας κάλυψης του μισθώματος και, όπου είναι νόμιμο και αναλογικό, πρόσθετα στοιχεία φερεγγυότητας. Η διεθνής βιβλιογραφία για την αγορά μισθώσεων δείχνει ότι οι ιδιοκτήτες και οι διαχειριστές ακινήτων χρησιμοποιούν διαδικασίες αξιολόγησης ενοικιαστών για να περιορίσουν τον κίνδυνο καθυστερήσεων, ζημιών και δικαστικών διαφορών, αν και οι πρακτικές αυτές πρέπει να εφαρμόζονται με διαφάνεια, αντικειμενικότητα και σεβασμό στην ίση μεταχείριση των υποψηφίων μισθωτών.

Από επενδυτική σκοπιά, η απόδοση ενός ακινήτου δεν εξαρτάται μόνο από το ονομαστικό ύψος του μισθώματος, αλλά από τη συνέπεια των εισπράξεων, τη διάρκεια παραμονής αξιόπιστων μισθωτών, το επίπεδο φθορών, το ποσοστό κενών περιόδων και το κόστος διαχείρισης. Η βιβλιογραφία της χρηματοοικονομικής ακινήτων τονίζει ότι οι ταμειακές ροές από μισθώσεις πρέπει να αξιολογούνται με βάση τον κίνδυνο, την προβλεψιμότητα και τις καθαρές αποδόσεις μετά από λειτουργικά κόστη, φόρους, επισκευές και πιθανές περιόδους μη πληρότητας (Brueggeman and Fisher, 2019; Geltner et al., 2014). Αντίστοιχα, μελέτες για τη θεσμική επένδυση στην αγορά κατοικίας αναδεικνύουν ως σημαντικούς κινδύνους τις αδύναμες σχέσεις ιδιοκτήτη–ενοικιαστή, την ανεπαρκή διαχείριση ακινήτων και την αβεβαιότητα των μισθωτικών εσόδων.

Συνεπώς, η μισθωτική πολιτική πρέπει να αντιμετωπίζεται ως μέρος της συνολικής επενδυτικής στρατηγικής. Μια ισορροπημένη σύμβαση, η οποία προστατεύει τον ιδιοκτήτη χωρίς να δημιουργεί υπερβολικά δυσμενείς όρους για τον μισθωτή, μπορεί να ενισχύσει τη σταθερότητα της σχέσης, να μειώσει τις συγκρούσεις και να προστατεύσει τη μακροχρόνια αξία του ακινήτου. Για τον λόγο αυτό, πριν από την υπογραφή κάθε σύμβασης, συνιστάται νομικός έλεγχος των όρων, φορολογική συμμόρφωση, τεκμηρίωση της κατάστασης του ακινήτου και συστηματική αξιολόγηση του υποψήφιου μισθωτή.



Κεφάλαιο 8: Οργανωτικό και λειτουργικό σχέδιο εκμετάλλευσης

8.1 Μοντέλο διαχείρισης ακινήτου

Το έργο προτείνεται να λειτουργήσει με επαγγελματικό μοντέλο διαχείρισης ακινήτου, προκειμένου να διασφαλιστεί η σταθερή λειτουργία του συγκροτήματος, η διατήρηση της ποιότητας των κατοικιών και η προστασία της μακροχρόνιας επενδυτικής αξίας. Η διαχείριση μπορεί είτε να ανατεθεί σε εξειδικευμένη εξωτερική εταιρεία property management είτε να οργανωθεί εσωτερικά από τον επενδυτή, υπό την προϋπόθεση ότι θα υπάρχει σαφές οργανωτικό πλαίσιο, καθορισμένες αρμοδιότητες και συστηματικός έλεγχος απόδοσης.

Η επαγγελματική διαχείριση περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, τη διαχείριση μισθώσεων, την επιλογή και αξιολόγηση ενοικιαστών, την είσπραξη μισθωμάτων, τη λογιστική παρακολούθηση, τη διαχείριση καθυστερήσεων, την τεχνική συντήρηση, την καθαριότητα, την ασφάλεια, την εξυπηρέτηση ενοίκων και τη συμμόρφωση με φορολογικές, ασφαλιστικές και κανονιστικές υποχρεώσεις. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, η αποτελεσματική διαχείριση ακινήτων δεν περιορίζεται στη διοικητική παρακολούθηση, αλλά λειτουργεί ως μηχανισμός προστασίας και ενίσχυσης της αξίας του περιουσιακού στοιχείου, μέσω προληπτικής συντήρησης, ελέγχου λειτουργικού κόστους και βελτίωσης της εμπειρίας των χρηστών (Scarrett and Wilcox, 2018). Το Journal of Property Investment & Finance καλύπτει ακριβώς αυτή τη σύνδεση μεταξύ διαχείρισης, επενδυτικής απόδοσης και λήψης αποφάσεων στην αγορά ακινήτων.

Παρότι η ανάθεση της διαχείρισης σε επαγγελματικό φορέα αυξάνει το λειτουργικό κόστος, μπορεί να μειώσει σημαντικούς επενδυτικούς κινδύνους, όπως η κενότητα κατοικιών, οι επισφαλείς μισθώσεις, οι καθυστερήσεις εισπράξεων και η τεχνική απαξίωση του ακινήτου. Η σχετική έρευνα δείχνει ότι η ποιότητα της διαχείρισης επηρεάζει άμεσα τη διατήρηση της αξίας κατοικιών, ιδίως σε οργανωμένα οικιστικά συγκροτήματα όπου απαιτείται συνεχής παρακολούθηση της κατάστασης του ακινήτου και της ικανοποίησης των χρηστών. Επιπλέον, η ικανοποίηση των μισθωτών ή χρηστών ενός ακινήτου μπορεί να επηρεάσει θετικά τη χρηματοοικονομική του απόδοση, καθώς συνδέεται με υψηλότερη διατηρησιμότητα ενοικιαστών, μειωμένη εναλλαγή και σταθερότερες εισροές.

Σε ένα συγκρότημα πολλών κατοικιών, η διαχείριση αποτελεί κρίσιμο παράγοντα επιτυχίας, καθώς το ακίνητο δεν πρέπει να αντιμετωπίζεται μόνο ως κατασκευαστικό προϊόν, αλλά ως ενεργό επενδυτικό περιουσιακό στοιχείο. Για τον λόγο αυτό, προτείνεται η εφαρμογή ενός συστήματος τακτικών αναφορών προς τον επενδυτή, το οποίο θα περιλαμβάνει βασικούς δείκτες απόδοσης, όπως ποσοστό πληρότητας, εισπραξιμότητα μισθωμάτων, λειτουργικό κόστος ανά κατοικία, χρόνος απόκρισης σε τεχνικά προβλήματα, κόστος συντήρησης και επίπεδο ικανοποίησης ενοίκων. Με αυτόν τον τρόπο, η διαχείριση μετατρέπεται από απλή λειτουργική δαπάνη σε



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
εργαλείο ελέγχου κινδύνου, διατήρησης αξίας και βελτίωσης της συνολικής απόδοσης της επένδυσης.

8.2 Πολιτική μισθώσεων και εξυπηρέτηση ενοικιαστών

Η πολιτική μισθώσεων αποτελεί βασικό εργαλείο προστασίας της επένδυσης, καθώς επηρεάζει άμεσα τη σταθερότητα των ταμειακών ροών, το επίπεδο πληρότητας, τον κίνδυνο επισφαλειών και τη συνολική απόδοση του ακινήτου. Για τον λόγο αυτό, η τιμολογιακή και συμβατική πολιτική δεν πρέπει να βασίζεται αποκλειστικά στη μεγιστοποίηση του μηνιαίου μισθώματος, αλλά να επιδιώκει μια ισορροπία μεταξύ ανταγωνιστικής τιμολόγησης, ποιότητας ενοικιαστών, διάρκειας παραμονής και περιορισμού λειτουργικών κινδύνων. Όπως επισημαίνεται στη βιβλιογραφία της διαχείρισης ακινήτων, η αποτελεσματική μισθωτική στρατηγική συνδέεται άμεσα με τη διατήρηση της αξίας του ακινήτου και τη βελτίωση της επενδυτικής του απόδοσης, καθώς μειώνει την κενότητα, το κόστος αλλαγής ενοικιαστών και τις καθυστερήσεις εισπράξεων (Scarrett and Wilcox, 2018; Baum, 2015).

Στο πλαίσιο αυτό, προτείνεται η υιοθέτηση μιας οργανωμένης πολιτικής μισθώσεων, η οποία θα περιλαμβάνει εγγύηση δύο μηνών, ελάχιστη διάρκεια μίσθωσης ενός έτους, σαφείς όρους αναπροσαρμογής μισθώματος και τυποποιημένη διαδικασία αξιολόγησης υποψήφιων ενοικιαστών. Η εγγύηση δύο μηνών λειτουργεί ως μηχανισμός προστασίας έναντι πιθανών ζημιών, καθυστερήσεων πληρωμών ή πρόωρης αποχώρησης, ενώ η ελάχιστη διάρκεια μίσθωσης ενός έτους συμβάλλει στη σταθερότητα των εσόδων και περιορίζει το κόστος επαναμίσθωσης. Παράλληλα, οι ρήτρες αναπροσαρμογής θα πρέπει να είναι σαφείς, προβλέψιμες και συμβατές με τις συνθήκες της αγοράς, ώστε να αποφεύγονται μελλοντικές διαφωνίες και να διασφαλίζεται η ομαλή εξέλιξη της μισθωτικής σχέσης.

Η αξιολόγηση των ενοικιαστών θα πρέπει να περιλαμβάνει έλεγχο οικονομικής δυνατότητας, επαγγελματικής σταθερότητας, προηγούμενης μισθωτικής συμπεριφοράς και γενικής αξιοπιστίας. Η διαδικασία αυτή δεν αποσκοπεί στον αποκλεισμό ενοικιαστών, αλλά στη μείωση του πιστωτικού κινδύνου και στην επιλογή χρηστών που μπορούν να ανταποκριθούν στις οικονομικές και λειτουργικές απαιτήσεις της μίσθωσης. Στη διεθνή βιβλιογραφία, η ποιότητα των ενοικιαστών θεωρείται κρίσιμος παράγοντας στη διαχείριση εισοδηματικών ακινήτων, καθώς επηρεάζει τόσο την εισπραξιμότητα όσο και το επίπεδο φθορών, παραπόνων και διοικητικής επιβάρυνσης (Brueggeman and Fisher, 2019; Geltner et al., 2014).

Ιδιαίτερη σημασία έχει επίσης η ψηφιοποίηση της μισθωτικής διαχείρισης. Η χρήση ψηφιακών πληρωμών, ηλεκτρονικής έκδοσης αποδείξεων, αυτοματοποιημένων ειδοποιήσεων και οργανωμένων καναλιών επικοινωνίας μπορεί να μειώσει σημαντικά το διοικητικό κόστος και να βελτιώσει τη διαφάνεια μεταξύ ιδιοκτήτη, διαχειριστή και ενοικιαστή. Επιπλέον, ένα ψηφιακό σύστημα διαχείρισης αιτημάτων επιτρέπει την καταγραφή τεχνικών προβλημάτων, την παρακολούθηση του χρόνου απόκρισης και την αξιολόγηση της ποιότητας των παρεχόμενων



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών υπηρεσιών. Με αυτόν τον τρόπο, η διαχείριση γίνεται περισσότερο προληπτική και λιγότερο αντιδραστική, περιορίζοντας τις καθυστερήσεις, τις ασάφειες και τις πιθανές συγκρούσεις.

Η εξυπηρέτηση των ενοικιαστών πρέπει να αντιμετωπίζεται ως ουσιαστικό μέρος της αξίας του προϊόντος και όχι ως δευτερεύουσα λειτουργική δραστηριότητα. Σε ένα οργανωμένο συγκρότημα κατοικιών, ο ενοικιαστής δεν αξιολογεί μόνο το εσωτερικό της κατοικίας, αλλά και τη συνολική εμπειρία διαμονής: την καθαριότητα των κοινόχρηστων χώρων, την ασφάλεια, την ταχύτητα επίλυσης τεχνικών προβλημάτων, την ποιότητα επικοινωνίας και τη γενική αίσθηση οργάνωσης. Η έρευνα για την ικανοποίηση των χρηστών ακινήτων δείχνει ότι η ποιότητα των παρεχόμενων υπηρεσιών και η ανταπόκριση της διαχείρισης επηρεάζουν την πρόθεση παραμονής, τη συνολική ικανοποίηση και, κατ' επέκταση, τη χρηματοοικονομική απόδοση του ακινήτου (Levy and Lee, 2009; Sanderson, 2019).

Η άμεση ανταπόκριση σε τεχνικά ζητήματα, η τήρηση προγράμματος προληπτικής συντήρησης, η καθαριότητα και η σαφής επικοινωνία μειώνουν το κόστος αλλαγής ενοικιαστών και ενισχύουν τη σταθερότητα των εσόδων. Η αποχώρηση ενός ενοικιαστή δεν συνεπάγεται μόνο απώλεια μισθώματος για το διάστημα κενότητας, αλλά και πρόσθετα κόστη για καθαρισμό, επισκευές, προώθηση του ακινήτου, διαπραγμάτευση νέας μίσθωσης και διοικητική διαχείριση. Συνεπώς, η διατήρηση ικανοποιημένων ενοικιαστών αποτελεί οικονομικά συμφέρουσα στρατηγική, καθώς μειώνει την εναλλαγή και ενισχύει τη μακροχρόνια απόδοση της επένδυσης.

Για την αποτελεσματική εφαρμογή της πολιτικής αυτής, προτείνεται η υιοθέτηση συγκεκριμένων δεικτών παρακολούθησης, όπως ποσοστό πληρότητας, μέσος χρόνος κενότητας ανά κατοικία, ποσοστό έγκαιρης είσπραξης μισθωμάτων, αριθμός τεχνικών αιτημάτων ανά μήνα, μέσος χρόνος απόκρισης, κόστος συντήρησης ανά κατοικία και ποσοστό ανανεώσεων μισθώσεων. Οι δείκτες αυτοί επιτρέπουν στον επενδυτή να αξιολογεί όχι μόνο τα οικονομικά αποτελέσματα, αλλά και την ποιότητα της διαχείρισης. Έτσι, η πολιτική μισθώσεων και η εξυπηρέτηση ενοικιαστών μετατρέπονται σε στρατηγικούς μηχανισμούς διατήρησης αξίας, περιορισμού κινδύνου και ενίσχυσης της ανταγωνιστικότητας του ακινήτου.

8.3 Λειτουργικές δαπάνες και αποθεματικά

Οι λειτουργικές δαπάνες αποτελούν κρίσιμο παράγοντα για την αξιολόγηση της βιωσιμότητας μιας επένδυσης σε ακίνητο, καθώς επηρεάζουν άμεσα το Καθαρό Λειτουργικό Εισόδημα (Net Operating Income - NOI) και, κατ' επέκταση, την πραγματική απόδοση της επένδυσης. Στη διεθνή βιβλιογραφία της ανάλυσης ακινήτων, οι λειτουργικές δαπάνες συνήθως περιλαμβάνουν τις επαναλαμβανόμενες δαπάνες που απαιτούνται για τη διατήρηση της λειτουργικότητας, της εμπορικής αξίας και της εισοδηματικής ικανότητας του ακινήτου, όπως διαχείριση, συντήρηση, ασφάλιση, φόροι, κοινόχρηστες καταναλώσεις και λογιστική ή διοικητική υποστήριξη. Οι Geltner et al. επισημαίνουν ότι η ορθή εκτίμηση των λειτουργικών δαπανών είναι απαραίτητη για τη ρεαλιστική αποτίμηση ακινήτων και τη διαμόρφωση προβλέψεων ταμειακών ροών, καθώς το NOI



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών αποτελεί βασική μεταβλητή στις μεθόδους εισοδηματικής αποτίμησης και προεξοφλημένων ταμειακών ροών.

Στο βασικό σενάριο της παρούσας μελέτης, οι λειτουργικές δαπάνες εκτιμώνται στο 25% των ετήσιων μισθωτικών εσόδων. Η παραδοχή αυτή μπορεί να θεωρηθεί συντηρητική και κατάλληλη για σκοπούς χρηματοοικονομικού σχεδιασμού, καθώς ενσωματώνει όχι μόνο τις άμεσες δαπάνες καθημερινής λειτουργίας, αλλά και ένα ελάχιστο αποθεματικό για μελλοντικές επισκευές. Η χρήση ποσοστού επί των εσόδων είναι διαδεδομένη στην αρχική ανάλυση επενδύσεων σε ακίνητα, ιδίως όταν δεν υπάρχουν ακόμη πλήρη ιστορικά στοιχεία κόστους. Παράλληλα, ο δείκτης λειτουργικών δαπανών, Operating Expense Ratio, χρησιμοποιείται ευρέως για τη σύγκριση της αποδοτικότητας διαφορετικών ακινήτων, καθώς αποτυπώνει τη σχέση μεταξύ κόστους λειτουργίας και παραγόμενου εισοδήματος.

Ιδιαίτερη σημασία έχει η δημιουργία αποθεματικού επισκευών, καθώς οι ταμειακές ροές ενός ακινήτου δεν επηρεάζονται μόνο από τις τακτικές δαπάνες, αλλά και από έκτακτες ή περιοδικές ανάγκες αντικατάστασης εξοπλισμού, τεχνικών εγκαταστάσεων ή δομικών στοιχείων. Η έλλειψη αποθεματικού μπορεί να οδηγήσει σε απότομη μείωση της καθαρής ταμειακής ροής ενός συγκεκριμένου έτους, να αυξήσει την ανάγκη για πρόσθετη χρηματοδότηση και να μειώσει την προβλεψιμότητα της επένδυσης. Στη βιβλιογραφία της διαχείρισης ακινήτων, η συντήρηση δεν αντιμετωπίζεται μόνο ως λειτουργικό κόστος, αλλά ως μηχανισμός προστασίας της αξίας του περιουσιακού στοιχείου, αφού η ανεπαρκής συντήρηση μπορεί να οδηγήσει σε υποβάθμιση της ποιότητας, απώλεια ενοικιαστών και μείωση της κεφαλαιακής αξίας. Η σχετική βιβλιογραφία για τα οικονομικά της συντήρησης τονίζει ότι οι αποφάσεις συντήρησης επηρεάζουν τόσο τις τρέχουσες ταμειακές ροές όσο και τη μελλοντική αξία του ακινήτου.

Επιπλέον, η επαγγελματική διαχείριση ακινήτων απαιτεί σαφή διάκριση μεταξύ τακτικών λειτουργικών εξόδων και κεφαλαιουχικών δαπανών. Οι καθημερινές επισκευές, η καθαριότητα, η ασφάλιση και η διαχείριση αποτελούν λειτουργικές δαπάνες, ενώ μεγαλύτερες παρεμβάσεις, όπως ανακαινίσεις, αντικατάσταση βασικών εγκαταστάσεων ή δομικές επεμβάσεις, μπορεί να θεωρηθούν κεφαλαιουχικές δαπάνες. Ωστόσο, για λόγους συντηρητικού σχεδιασμού, ένα ετήσιο αποθεματικό επισκευών είναι αναγκαίο ώστε να καλύπτονται σταδιακά μελλοντικές φθορές και αντικαταστάσεις χωρίς να διαταράσσεται η επενδυτική απόδοση. Οι επαγγελματικές οδηγίες του RICS για τη διαχείριση ακινήτων υπογραμμίζουν τη σημασία της οργανωμένης διαχείρισης, της παρακολούθησης κόστους και της διατήρησης του ακινήτου σε λειτουργικά αποδεκτή κατάσταση.

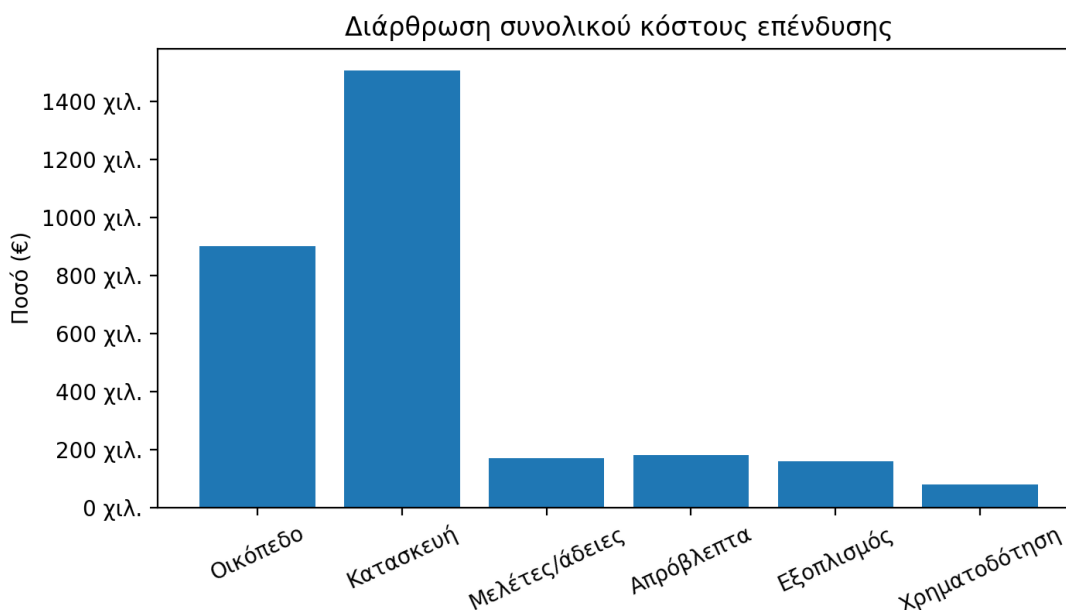


Εκτίμηση λειτουργικών δαπανών στο βασικό σενάριο

Πίνακας 6: Ενδεικτική διάρθρωση λειτουργικών δαπανών

Κατηγορία δαπάνης	Ποσοστό επί εσόδων	Σχόλιο
Διαχείριση	6%	Είσπραξη, μισθώσεις, επικοινωνία
Συντήρηση	5%	Τακτικές τεχνικές εργασίες
Ασφάλιση και φόροι	6%	Ακίνητο, αστική ευθύνη, λοιπές επιβαρύνσεις
Κοινόχρηστα	4%	Καθαριότητα, ενέργεια κοινόχρηστων
Αποθεματικό επισκευών	4%	Μελλοντικές φθορές και αντικαταστάσεις
Σύνολο	25%	Συντηρητική παραδοχή

Διάγραμμα 1: Διάρθρωση συνολικού κόστους επένδυσης



Πηγή: Ιδία επεξεργασία βάσει του χρηματοοικονομικού υποδείγματος της παρούσας μελέτης.

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, βάσει παραδοχών της παρούσας μελέτης.

Η παραπάνω κατανομή επιτρέπει την καλύτερη κατανόηση της σχέσης μεταξύ ακαθάριστων μισθωτικών εσόδων και καθαρής λειτουργικής απόδοσης. Για παράδειγμα, εάν τα ετήσια μισθωτικά έσοδα ανέρχονται σε €100.000, οι συνολικές λειτουργικές δαπάνες εκτιμώνται σε €25.000, αφήνοντας €75.000 ως καθαρό λειτουργικό εισόδημα πριν από χρηματοοικονομικά έξοδα, αποσβέσεις ή φόρους εισοδήματος. Με τον τρόπο αυτό, η επένδυση αξιολογείται με μεγαλύτερη ακρίβεια, καθώς δεν βασίζεται μόνο στα ακαθάριστα έσοδα, αλλά στην πραγματική ικανότητα του ακινήτου να παράγει καθαρές ταμειακές ροές.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Η ύπαρξη αποθεματικού επισκευών ενισχύει επίσης την ανθεκτικότητα του επενδυτικού σχεδίου. Σε περιόδους αυξημένου κόστους υλικών, τεχνικών εργασιών ή ασφαλιστικών επιβαρύνσεων, το αποθεματικό περιορίζει την ανάγκη έκτακτης χρηματοδότησης και προστατεύει τη σταθερότητα της απόδοσης. Η προσέγγιση αυτή είναι συνεπής με τη λογική της επενδυτικής διαχείρισης ακινήτων, σύμφωνα με την οποία η μακροχρόνια αξία ενός ακινήτου εξαρτάται όχι μόνο από την τοποθεσία και τα μισθώματα, αλλά και από την ποιότητα διαχείρισης, τη συστηματική συντήρηση και τον έλεγχο των λειτουργικών κινδύνων.



Κεφάλαιο 9: Οικονομική ανάλυση επένδυσης

9.1 Δομή κόστους επένδυσης

Η δομή κόστους μιας επένδυσης σε ακίνητη περιουσία αποτελεί θεμελιώδη παράμετρο της χρηματοοικονομικής αξιολόγησης, καθώς επηρεάζει άμεσα τόσο το ύψος του απαιτούμενου αρχικού κεφαλαίου όσο και την τελική απόδοση του έργου. Στο πλαίσιο μιας αναπτυξιακής επένδυσης, το συνολικό κόστος δεν περιορίζεται στην αγορά γης και στην κατασκευή, αλλά περιλαμβάνει όλες τις δαπάνες που απαιτούνται μέχρι το ακίνητο να καταστεί πλήρως λειτουργικό και εμπορικά αξιοποιήσιμο. Σύμφωνα με τη θεωρία της αναπτυξιακής αποτίμησης, η βιωσιμότητα ενός έργου εξαρτάται από τη σχέση μεταξύ της αναμενόμενης τελικής αξίας του ακινήτου, του συνολικού κόστους ανάπτυξης και της απαιτούμενης απόδοσης του επενδυτή (Isaac, O'Leary and Daley, 2010; Geltner et al., 2014).

Το συνολικό κόστος επένδυσης περιλαμβάνει, μεταξύ άλλων, το κόστος αγοράς γης, τους φόρους μεταβίβασης, τα συμβολαιογραφικά και νομικά έξοδα, τις αμοιβές μηχανικών και συμβούλων, τις αρχιτεκτονικές, στατικές, ηλεκτρομηχανολογικές και περιβαλλοντικές μελέτες, τις πολεοδομικές και λοιπές άδειες, το κόστος κατασκευής, το κόστος εξοπλισμού, τις συνδέσεις με δίκτυα κοινής ωφέλειας, τα έξοδα προώθησης και μίσθωσης ή πώλησης, τα διοικητικά έξοδα του έργου, τα χρηματοοικονομικά έξοδα της κατασκευαστικής περιόδου, τις ασφάλειες και τα απρόβλεπτα. Η διάκριση μεταξύ άμεσου κόστους, όπως υλικά, εργασία και εργολαβικές δαπάνες, και έμμεσου κόστους, όπως μελέτες, άδειες, χρηματοδότηση και επαγγελματικές αμοιβές, είναι ιδιαίτερα σημαντική, διότι η υποεκτίμηση των έμμεσων δαπανών μπορεί να οδηγήσει σε υπερεκτίμηση της αναμενόμενης κερδοφορίας (Brueggeman and Fisher, 2011; Miles, Netherton and Schmitz, 2015).

Η ορθή εκτίμηση του κόστους είναι κρίσιμη, επειδή οποιαδήποτε υπέρβαση του αρχικού προϋπολογισμού μειώνει άμεσα την καθαρή παρούσα αξία, τον εσωτερικό βαθμό απόδοσης και το περιθώριο ασφαλείας της επένδυσης. Η βιβλιογραφία για τα κατασκευαστικά και αναπτυξιακά έργα δείχνει ότι οι υπερβάσεις κόστους αποτελούν συχνό φαινόμενο και μπορεί να οφείλονται σε τεχνικούς, οικονομικούς, ψυχολογικούς και θεσμικούς παράγοντες. Ενδεικτικά, η αισιόδοξη πρόβλεψη, η ανεπαρκής αποτύπωση των κινδύνων, οι καθυστερήσεις στην αδειοδότηση, οι μεταβολές στο κόστος υλικών, η αύξηση των επιτοκίων και οι αλλαγές στον σχεδιασμό μπορούν να μεταβάλουν σημαντικά τον αρχικό προϋπολογισμό (Flyvbjerg, Holm and Buhl, 2002; Cantarelli et al., 2010). Για τον λόγο αυτό, η επενδυτική αξιολόγηση πρέπει να συνοδεύεται από αποθεματικό απροβλέπτων και από ανάλυση ευαισθησίας, ώστε να εξετάζεται η ανθεκτικότητα της επένδυσης σε αρνητικές μεταβολές των βασικών παραδοχών.

Ιδιαίτερη σημασία έχει το κόστος γης, το οποίο αποτελεί μία από τις πιο ευαίσθητες παραμέτρους, ειδικά σε αστικές περιοχές όπου η διαθεσιμότητα κατάλληλων οικοπέδων είναι



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
περιορισμένη. Η γη διαφέρει από άλλους παραγωγικούς συντελεστές, καθώς είναι χωρικά αμετακίνητη και συχνά μη αναπαραγώγιμη. Επομένως, η αξία της επηρεάζεται έντονα από τη θέση, την προσβασιμότητα, τις επιτρεπόμενες χρήσεις, τον συντελεστή δόμησης, τους πολεοδομικούς περιορισμούς και τις προοπτικές της τοπικής αγοράς. Εάν το οικόπεδο αγοραστεί σε υπερτιμημένη τιμή, το έργο μπορεί να παραμείνει οριακά βιώσιμο ακόμη και υπό συνθήκες υψηλής πληρότητας ή ικανοποιητικών μισθωμάτων. Συνεπώς, η αγορά γης πρέπει να αξιολογείται όχι μόνο με βάση τη συνολική τιμή αγοράς, αλλά και με δείκτες όπως το κόστος γης ανά δομήσιμο τετραγωνικό μέτρο, το κόστος γης ανά μισθώσιμο τετραγωνικό μέτρο και το ποσοστό συμμετοχής της γης στο συνολικό κόστος ανάπτυξης ή στην προβλεπόμενη ακαθάριστη αναπτυξιακή αξία του έργου (Peiser and Hamilton, 2012; RICS, 2019).

Η μέθοδος της υπολειμματικής αξίας γης είναι ιδιαίτερα χρήσιμη σε τέτοιες περιπτώσεις, καθώς επιτρέπει στον επενδυτή να υπολογίσει τη μέγιστη τιμή που μπορεί να καταβάλει για το οικόπεδο χωρίς να υπονομεύσει την απαιτούμενη απόδοση του έργου. Με βάση τη μέθοδο αυτή, από την προβλεπόμενη τελική αξία του ολοκληρωμένου ακινήτου αφαιρούνται όλα τα κόστη ανάπτυξης, τα χρηματοοικονομικά έξοδα, τα έξοδα διάθεσης και το απαιτούμενο κέρδος του επενδυτή. Το υπόλοιπο ποσό αντιπροσωπεύει την υπολειμματική αξία της γης. Επομένως, εάν η ζητούμενη τιμή αγοράς υπερβαίνει την υπολειμματική αξία, η επένδυση ενδέχεται να μην είναι οικονομικά βιώσιμη ή να απαιτεί αναθεώρηση του σχεδιασμού, του κόστους ή της εμπορικής στρατηγικής (Isaac, O'Leary and Daley, 2010; RICS, 2019).

Επιπλέον, η γη δεσμεύει κεφάλαιο από την αρχή της επένδυσης, χωρίς να παράγει άμεσα εισόδημα κατά την περίοδο αδειοδότησης και κατασκευής. Αυτό σημαίνει ότι όσο μεγαλύτερο είναι το χρονικό διάστημα μεταξύ αγοράς γης και έναρξης εμπορικής λειτουργίας του ακινήτου, τόσο μεγαλύτερη είναι η επίπτωση του κόστους ευκαιρίας και των χρηματοοικονομικών εξόδων. Το ζήτημα αυτό αποκτά ιδιαίτερη σημασία σε περιβάλλον υψηλών επιτοκίων, όπου οι τόκοι της κατασκευαστικής περιόδου μπορούν να επηρεάσουν ουσιαστικά την τελική απόδοση. Συνεπώς, η ανάλυση κόστους πρέπει να συνδέεται με το χρονοδιάγραμμα του έργου, τις φάσεις εκταμίευσης, τη διάρκεια αδειοδότησης, την περίοδο κατασκευής και τη σταδιακή επίτευξη πληρότητας μετά την ολοκλήρωση (Brueggeman and Fisher, 2011; Geltner et al., 2014).

Το κόστος κατασκευής αποτελεί επίσης βασικό παράγοντα αβεβαιότητας και πρέπει να αναλύεται σε επιμέρους κατηγορίες, όπως χωματουργικά, θεμελίωση, φέρων οργανισμός, ηλεκτρομηχανολογικές εγκαταστάσεις, όψεις, εσωτερικές διαμορφώσεις, κοινόχρηστοι χώροι, εξωτερικές διαμορφώσεις και εξοπλισμός. Οι γενικές εκτιμήσεις κόστους ανά τετραγωνικό μέτρο μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε προκαταρκτικό στάδιο, αλλά δεν επαρκούν για τη λήψη τελικής επενδυτικής απόφασης. Αντίθετα, καθώς το έργο ωριμάζει, απαιτείται λεπτομερέστερος προϋπολογισμός με βάση ολοκληρωμένες μελέτες, προσφορές εργολάβων και επικαιροποιημένες τιμές αγοράς. Η σταδιακή βελτίωση της ακρίβειας του προϋπολογισμού μειώνει τον κίνδυνο ανεπαρκούς χρηματοδότησης και επιτρέπει πιο αξιόπιστη εκτίμηση της απόδοσης (Miles, Netherton and Schmitz, 2015).



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Συνολικά, η ανάλυση της δομής κόστους δεν αποτελεί απλή λογιστική καταγραφή δαπανών, αλλά βασικό εργαλείο στρατηγικής και χρηματοοικονομικής αξιολόγησης. Μέσω της συστηματικής ανάλυσης του κόστους, ο επενδυτής μπορεί να προσδιορίσει το μέγιστο αποδεκτό κόστος γης, το απαιτούμενο επίπεδο εσόδων, το περιθώριο ασφαλείας έναντι υπερβάσεων και την ανθεκτικότητα του έργου σε δυσμενή σενάρια. Για τον λόγο αυτό, η δομή κόστους πρέπει να εντάσσεται σε ένα ολοκληρωμένο χρηματοοικονομικό μοντέλο, το οποίο θα περιλαμβάνει σενάρια βάσης, αισιόδοξα και δυσμενή σενάρια, καθώς και ανάλυση ευαισθησίας σε κρίσιμες μεταβλητές, όπως το κόστος γης, το κόστος κατασκευής, τα επιτόκια, η διάρκεια ανάπτυξης, τα μισθώματα και η πληρότητα.

9.2 Υπολογισμός εσόδων και καθαρού λειτουργικού εισοδήματος

Τα Ο υπολογισμός των εσόδων και του καθαρού λειτουργικού εισοδήματος αποτελεί βασικό στάδιο της χρηματοοικονομικής αξιολόγησης μιας επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, καθώς επιτρέπει την εκτίμηση της εισοδηματικής ικανότητας του ακινήτου και της βιωσιμότητας του επενδυτικού σχεδίου. Σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική στην ανάλυση ακινήτων, η αποτίμηση ενός εισοδηματικού ακινήτου ξεκινά από τον υπολογισμό των δυνητικών ακαθάριστων εσόδων, δηλαδή των εσόδων που θα προέκυπταν εάν όλες οι κατοικίες ήταν μισθωμένες καθ' όλη τη διάρκεια του έτους χωρίς κενά μίσθωσης ή καθυστερήσεις πληρωμών (Brueggeman and Fisher, 2019).

Στην παρούσα περίπτωση, τα ετήσια δυνητικά έσοδα υπολογίζονται με βάση το μηνιαίο μίσθωμα ανά κατοικία, τον συνολικό αριθμό των κατοικιών και τους δώδεκα μήνες λειτουργίας. Στο βασικό σενάριο, τα δυνητικά ακαθάριστα έσοδα ανέρχονται σε 194.400 ευρώ ετησίως. Το ποσό αυτό αντιπροσωπεύει τη μέγιστη θεωρητική εισοδηματική δυνατότητα του ακινήτου υπό συνθήκες πλήρους πληρότητας.

Ωστόσο, στην πράξη, η πλήρης και συνεχής πληρότητα σπάνια επιτυγχάνεται, καθώς στην αγορά κατοικίας υπάρχουν περίοδοι κενών μισθώσεων, εναλλαγές ενοικιαστών, καθυστερήσεις πληρωμών ή μικρές απώλειες εισοδήματος. Για τον λόγο αυτό, εφαρμόζεται συντελεστής πληρότητας 95%, ο οποίος θεωρείται ρεαλιστικός και συντηρητικός για ένα καλά τοποθετημένο και σωστά διαχειριζόμενο ακίνητο. Με βάση τον συντελεστή αυτό, τα πραγματικά ακαθάριστα ετήσια έσοδα υπολογίζονται σε:

$$195.400 \times 95\% = 184.680 \text{ ευρώ}$$

Το ποσό των **184.680 ευρώ** αντιπροσωπεύει τα πραγματικά αναμενόμενα ετήσια έσοδα μετά την προσαρμογή για κενές μισθώσεις και πιθανές απώλειες εισοδήματος. Η προσαρμογή αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική, διότι αποτυπώνει με μεγαλύτερη ακρίβεια τις πραγματικές συνθήκες λειτουργίας της επένδυσης και μειώνει τον κίνδυνο υπερεκτίμησης της οικονομικής της απόδοσης.

Στη συνέχεια, από τα πραγματικά ακαθάριστα έσοδα αφαιρούνται οι λειτουργικές δαπάνες, οι οποίες στο βασικό σενάριο εκτιμώνται στο 25% των εσόδων. Οι λειτουργικές δαπάνες



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών περιλαμβάνουν ενδεικτικά έξοδα συντήρησης, διαχείρισης, ασφάλισης, κοινόχρηστων υπηρεσιών, μικροεπισκευών, διοικητικής υποστήριξης και λοιπών εξόδων που είναι απαραίτητα για την ομαλή λειτουργία του ακινήτου. Η αφαίρεση των δαπανών αυτών οδηγεί στον υπολογισμό του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος, το οποίο αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους δείκτες στην αξιολόγηση ακινήτων εισοδήματος (Geltner et al., 2014).

Ο υπολογισμός έχει ως εξής:
Πραγματικά ετήσια έσοδα: 184.680 ευρώ Λειτουργικές δαπάνες 25%: 46.170 ευρώ Καθαρό λειτουργικό εισόδημα: 138.510 ευρώ

Επομένως, το Καθαρό Λειτουργικό Εισόδημα για το πρώτο πλήρες έτος λειτουργίας ανέρχεται σε 138.510 ευρώ. Το μέγεθος αυτό εκφράζει το λειτουργικό πλεόνασμα του ακινήτου πριν από την εξυπηρέτηση δανειακών υποχρεώσεων, φόρους εισοδήματος, αποσβέσεις ή άλλες χρηματοοικονομικές επιβαρύνσεις. Για τον λόγο αυτό, χρησιμοποιείται ευρέως ως βάση για τον υπολογισμό της καθαρής απόδοσης, της αξίας του ακινήτου μέσω της μεθόδου κεφαλαιοποίησης εισοδήματος, καθώς και των μελλοντικών ταμειακών ροών της επένδυσης.

Η σημασία του Καθαρού Λειτουργικού Εισοδήματος είναι ιδιαίτερα μεγάλη, καθώς συνδέεται άμεσα με την επενδυτική αξία του ακινήτου. Όσο υψηλότερο και σταθερότερο είναι το καθαρό λειτουργικό εισόδημα, τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητα του ακινήτου να δημιουργεί αξία για τον επενδυτή. Παράλληλα, το συγκεκριμένο μέγεθος επιτρέπει τη σύγκριση της επένδυσης με εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές, όπως άλλα ακίνητα, ομόλογα ή επιχειρηματικά έργα, ιδιαίτερα όταν χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με δείκτες όπως η καθαρή απόδοση, ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης και η καθαρή παρούσα αξία (Damodaran, 2012).

Συνολικά, η εκτίμηση του καθαρού λειτουργικού εισοδήματος δείχνει ότι το ακίνητο έχει σημαντική δυνατότητα παραγωγής σταθερών ετήσιων ταμειακών ροών. Το αποτέλεσμα των 138.510 ευρώ παρέχει μια ισχυρή βάση για την περαιτέρω χρηματοοικονομική ανάλυση, την αξιολόγηση της επενδυτικής απόδοσης και την εκτίμηση της μακροχρόνιας βιωσιμότητας του έργου.

9.3 Αρχική επενδυτική απόδοση

Η αρχική καθαρή επενδυτική απόδοση αποτελεί έναν από τους βασικούς δείκτες αξιολόγησης μιας επένδυσης σε ακίνητη περιουσία, καθώς αποτυπώνει τη σχέση μεταξύ του καθαρού λειτουργικού εισοδήματος που παράγει το ακίνητο και του συνολικού κεφαλαίου που απαιτείται για την απόκτησή του ή την ανάπτυξή του. Στη διεθνή βιβλιογραφία, ο δείκτης αυτός συνδέεται στενά με την έννοια του net initial yield ή του capitalisation rate, δηλαδή της απόδοσης που προκύπτει από το τρέχον καθαρό εισόδημα του ακινήτου σε σχέση με την αξία ή το συνολικό κόστος της επένδυσης. Η RICS ορίζει το net initial yield ως το τρέχον επίπεδο εισοδήματος ενός



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
ακινήτου, εκφρασμένο ως ετήσιο ποσοστό επί της κεφαλαιακής αξίας μαζί με τα κόστη
απόκτησης.

$$\text{Αρχική καθαρή απόδοση} = \frac{\text{Καθαρό λειτουργικό εισόδημα}}{\text{Συνολικό κόστος επένδυσης}} \times 100$$

Στην παρούσα περίπτωση, το συνολικό κόστος της επένδυσης ανέρχεται σε 2.997.000 €, ενώ
το ετήσιο καθαρό λειτουργικό εισόδημα υπολογίζεται σε 138.510 €. Επομένως, η αρχική καθαρή
απόδοση διαμορφώνεται ως εξής:

$$\frac{138.510}{2.997.000} \times 100 = 4,62\%$$

Η απόδοση αυτή μπορεί να χαρακτηριστεί μέτρια προς συγκρατημένη, ιδίως εάν συγκριθεί με
επενδύσεις υψηλότερου κινδύνου ή με ακίνητα που προσφέρουν υψηλότερες μισθωτικές
αποδόσεις. Ωστόσο, στην αγορά κατοικίας η χαμηλότερη αρχική απόδοση δεν αποτελεί
απαραίτητα ένδειξη μη βιώσιμης ή μη ελκυστικής επένδυσης. Αντίθετα, μπορεί να αντανακλά ένα
επενδυτικό προφίλ περισσότερο προσανατολισμένο στη σταθερότητα εισοδήματος, στη
χαμηλότερη μεταβλητότητα, στην κεφαλαιακή προστασία και στη δυνατότητα δημιουργίας
μελλοντικής υπεραξίας.

Η προσέγγιση αυτή συμφωνεί με τη βασική λογική της ανάλυσης επενδύσεων σε ακίνητα,
σύμφωνα με την οποία η απόφαση δεν πρέπει να βασίζεται αποκλειστικά στο πρώτο έτος
λειτουργίας, αλλά στη συνολική ικανότητα του ακινήτου να παράγει εισοδηματικές ροές, να
διατηρεί υψηλά επίπεδα πληρότητας και να αυξάνει την αξία του σε βάθος χρόνου. Οι Brueggeman
και Fisher επισημαίνουν ότι η αξιολόγηση επενδύσεων σε ακίνητα πρέπει να εξετάζει ταυτόχρονα
την εισοδηματική απόδοση, τη χρηματοδότηση, τους κινδύνους και τις προσδοκίες μελλοντικής
αξίας. Παρόμοια, οι Geltner, Miller, Clayton και Eichholtz τονίζουν ότι οι επενδύσεις σε ακίνητα
είναι μακροπρόθεσμες, κεφαλαιουχικά εντατικές και απαιτούν ανάλυση αγοράς, κινδύνου και
στρατηγικής τοποθέτησης.

Ανάλυση κόστους επένδυσης

Πίνακας 7: Δομή κόστους επένδυσης

Κατηγορία κόστους	Ποσό
Αγορά οικοπέδου	900.000 €
Κατασκευή κτιρίου	1.507.000 €
Μελέτες, άδειες και επίβλεψη	150.000 €
Φόροι, συμβολαιογραφικά και τέλη	80.000 €
Εξοπλισμός και διαμόρφωση	90.000 €
Χρηματοοικονομικά έξοδα κατασκευής	120.000 €
Απρόβλεπτα	150.000 €
Συνολικό κόστος επένδυσης	2.997.000 €



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
Πηγή: Ιδία επεξεργασία, βάσει παραδοχών της παρούσας μελέτης.

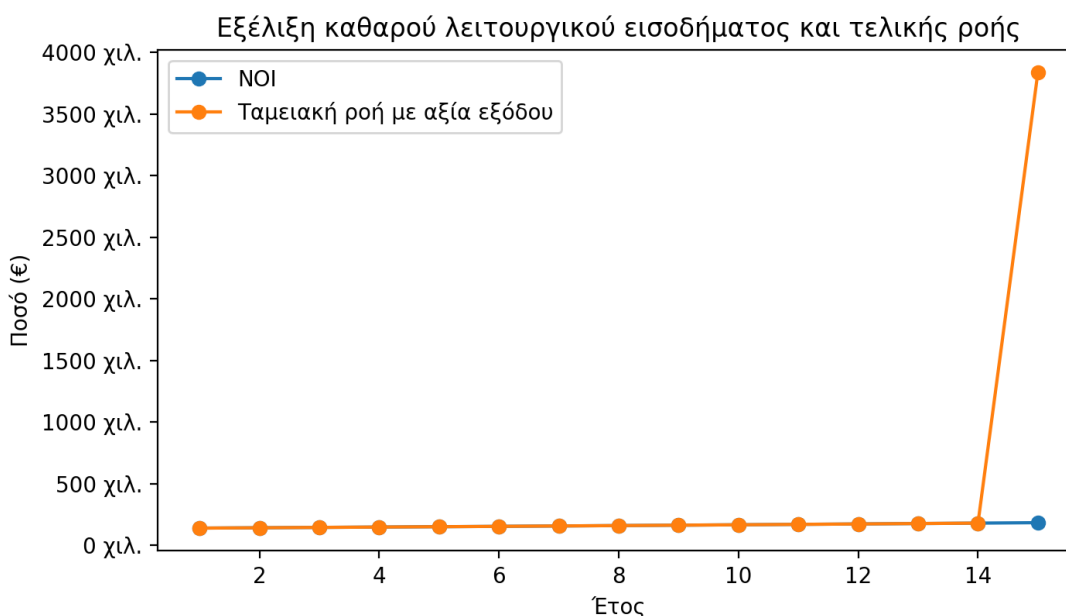
Η διάρθρωση του κόστους δείχνει ότι η επένδυση δεν περιορίζεται μόνο στο κόστος γης και κατασκευής, αλλά περιλαμβάνει και σημαντικές συμπληρωματικές δαπάνες, όπως μελέτες, άδειες, χρηματοοικονομικά έξοδα και απρόβλεπτα. Η συμπερίληψη αυτών των στοιχείων είναι απαραίτητη για μια ρεαλιστική αξιολόγηση, καθώς η χρήση μόνο του κατασκευαστικού κόστους θα οδηγούσε σε τεχνητά υψηλότερη απόδοση και, συνεπώς, σε υπερεκτίμηση της ελκυστικότητας του έργου.

Υπολογισμός καθαρού λειτουργικού εισοδήματος

Πίνακας 8: Υπολογισμός εσόδων και καθαρού λειτουργικού εισοδήματος

Παράμετρος	Υπολογισμός	Ποσό
Μηνιαίο μίσθωμα ανά κατοικία	-	900 €
Αριθμός κατοικιών	-	18
Ετήσια δυνητικά έσοδα	$900 \times 18 \times 12$	194.400 €
Πληρότητα	95%	184.680 €
Λειτουργικές δαπάνες	25%	46.170 €
Καθαρό λειτουργικό εισόδημα	$184.680 - 46.170$	138.510 €

Διάγραμμα 3: Εξέλιξη καθαρού λειτουργικού εισοδήματος και τελικής ταμειακής ροής



Πηγή: Ιδία επεξεργασία βάσει του χρηματοοικονομικού υποδείγματος της παρούσας μελέτης.

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, βάσει παραδοχών της παρούσας μελέτης.

Ο υπολογισμός βασίζεται σε συντηρητική παραδοχή πληρότητας 95%, η οποία λαμβάνει υπόψη πιθανές περιόδους κενών κατοικιών, καθυστερήσεις πληρωμών ή μεταβατικά διαστήματα



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών μεταξύ μισθώσεων. Παράλληλα, η υπόθεση λειτουργικών δαπανών στο 25% των πραγματικών εσόδων επιτρέπει την ενσωμάτωση εξόδων διαχείρισης, συντήρησης, ασφάλισης, κοινόχρηστων επιβαρύνσεων και λοιπών επαναλαμβανόμενων δαπανών. Το καθαρό λειτουργικό εισόδημα, όπως χρησιμοποιείται στην ανάλυση ακινήτων, προκύπτει από τα συνολικά λειτουργικά έσοδα μείον τα λειτουργικά έξοδα, πριν από φόρους εισοδήματος, αποσβέσεις και χρηματοοικονομικά έξοδα.

Η απόδοση του 4,62% δείχνει ότι η επένδυση δεν στηρίζεται αποκλειστικά στην άμεση μισθωτική απόδοση, αλλά απαιτεί και συμπληρωματική αξιολόγηση μέσω μελλοντικών ταμειακών ροών. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να εξεταστούν παράγοντες όπως η πιθανή αύξηση των μισθωμάτων, η εξέλιξη της ζήτησης στην περιοχή, η μελλοντική αξία μεταπώλησης, η φορολογική μεταχείριση, το κόστος χρηματοδότησης και η δυνατότητα διατήρησης υψηλής πληρότητας. Η βιβλιογραφία επισημαίνει ότι η αποτίμηση ακινήτων επηρεάζεται όχι μόνο από τα τρέχοντα θεμελιώδη μεγέθη, αλλά και από τις προσδοκίες των επενδυτών, τη ρευστότητα της αγοράς και τις τοπικές συνθήκες προσφοράς και ζήτησης.

Συνεπώς, η χαμηλή ή μέτρια αρχική απόδοση δεν σημαίνει απαραίτητα ότι η επένδυση πρέπει να απορριφθεί. Αν το ακίνητο βρίσκεται σε περιοχή με περιορισμένη προσφορά κατοικιών, ισχυρή μισθωτική ζήτηση, καλές προοπτικές αστικής ανάπτυξης και δυνατότητα αύξησης των ενοικίων, τότε η επένδυση μπορεί να θεωρηθεί αποδεκτή, ιδιαίτερα για επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα και χαμηλότερη ανοχή στον κίνδυνο. Αντίθετα, εάν η αγορά χαρακτηρίζεται από υπερπροσφορά κατοικιών, αδύναμη ζήτηση ή υψηλό κόστος χρηματοδότησης, η απόδοση του 4,62% μπορεί να θεωρηθεί ανεπαρκής, καθώς δεν παρέχει σημαντικό περιθώριο ασφαλείας.

Επομένως, ο δείκτης αρχικής καθαρής απόδοσης πρέπει να χρησιμοποιείται ως πρώτο εργαλείο αξιολόγησης και όχι ως μοναδικό κριτήριο επενδυτικής απόφασης. Για πληρέστερη αξιολόγηση, η ανάλυση θα πρέπει να συμπληρωθεί με δείκτες όπως η Καθαρή Παρούσα Αξία, ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης, η περίοδος αποπληρωμής, η ανάλυση ευαισθησίας ως προς τα μισθώματα και την πληρότητα, καθώς και η σύγκριση με εναλλακτικές επενδυτικές επιλογές αντίστοιχου κινδύνου.

Κεφάλαιο 10: Χρηματοοικονομική αξιολόγηση και σενάρια

10.1 Ταμειακές ροές και αξία εξόδου

Το χρηματοοικονομικό μοντέλο της επένδυσης βασίζεται σε επενδυτικό ορίζοντα δεκαπέντε ετών, ο οποίος θεωρείται κατάλληλος για έργα ανάπτυξης και εκμετάλλευσης ακινήτων, καθώς επιτρέπει την αποτύπωση τόσο της περιόδου σταθεροποίησης του περιουσιακού στοιχείου όσο και της μεσομακροπρόθεσμης αξίας του. Η ανάλυση των ταμειακών ροών στηρίζεται στο καθαρό λειτουργικό εισόδημα, το οποίο αποτελεί βασικό δείκτη αξιολόγησης επενδύσεων σε ακίνητα, καθώς αποτυπώνει την εισοδηματική ικανότητα του ακινήτου μετά την αφαίρεση των λειτουργικών εξόδων, αλλά πριν από τη χρηματοδότηση, τη φορολογία και τις αποσβέσεις.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Σύμφωνα με τους Brueggeman και Fisher (2019), η αξία ενός εισοδηματικού ακινήτου συνδέεται άμεσα με την ικανότητά του να παράγει σταθερές και προβλέψιμες καθαρές λειτουργικές ταμειακές ροές σε βάθος χρόνου.

Στο παρόν μοντέλο εφαρμόζεται ετήσια αύξηση του καθαρού λειτουργικού εισοδήματος κατά 2%. Η παραδοχή αυτή θεωρείται σχετικά συντηρητική, καθώς αντανακλά μια ήπια αύξηση των ενοικίων και των λειτουργικών εσόδων, χωρίς να προϋποθέτει υπερβολικά αισιόδοξη ανατίμηση της αγοράς. Παράλληλα, η υπόθεση αυτή είναι συμβατή με τη λογική της μακροχρόνιας αποτίμησης ακινήτων, όπου οι αυξήσεις των μισθωμάτων συχνά συνδέονται με τον πληθωρισμό, την αναπροσαρμογή των συμβάσεων μίσθωσης και τη γενικότερη πορεία της τοπικής αγοράς. Όπως επισημαίνει ο Geltner et al. (2021), η πρόβλεψη των μελλοντικών καθαρών λειτουργικών εισοδημάτων αποτελεί ένα από τα πιο κρίσιμα και ευαίσθητα στοιχεία της αποτίμησης ακινήτων, καθώς μικρές μεταβολές στις παραδοχές αύξησης εισοδήματος μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την καθαρή παρούσα αξία και την εσωτερική απόδοση της επένδυσης.

Ιδιαίτερη σημασία έχει η αξία εξόδου, η οποία υπολογίζεται στο τέλος του 15ου έτους με τη μέθοδο της κεφαλαιοποίησης του καθαρού λειτουργικού εισοδήματος του επόμενου έτους. Συγκεκριμένα, η τελική αξία προκύπτει εφαρμόζοντας συντελεστή κεφαλαιοποίησης 5,5% επί του καθαρού λειτουργικού εισοδήματος του 16ου έτους. Η προσέγγιση αυτή είναι ευρέως χρησιμοποιούμενη στη χρηματοοικονομική ανάλυση ακινήτων, καθώς αποτιμά το ακίνητο ως εισοδηματικό περιουσιακό στοιχείο κατά τη στιγμή της πώλησης. Ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης εκφράζει τη σχέση μεταξύ καθαρού λειτουργικού εισοδήματος και αγοραίας αξίας και λειτουργεί ως ένδειξη της απαιτούμενης απόδοσης της αγοράς για παρόμοια ακίνητα. Όσο χαμηλότερος είναι ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης, τόσο υψηλότερη είναι η εκτιμώμενη αξία εξόδου, γεγονός που υποδηλώνει ισχυρότερη επενδυτική ζήτηση ή χαμηλότερη αντιλαμβανόμενη επικινδυνότητα. Αντίθετα, υψηλότερος συντελεστής κεφαλαιοποίησης οδηγεί σε χαμηλότερη τελική αξία, αντανακλώντας αυξημένο κίνδυνο, ασθενέστερη ζήτηση ή υψηλότερο κόστος κεφαλαίου.

Η αξία εξόδου είναι κρίσιμη στις επενδύσεις ακινήτων, διότι μεγάλο μέρος της συνολικής απόδοσης συχνά προέρχεται από την τελική αξία πώλησης του περιουσιακού στοιχείου και όχι μόνο από τις ενδιάμεσες ετήσιες ταμειακές ροές. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό σε έργα ανάπτυξης ή αναβάθμισης ακινήτων, όπου η αξία δημιουργείται σταδιακά μέσω της αύξησης της πλ56ηρότητας, της βελτίωσης των μισθωτικών όρων, της σταθεροποίησης των εσόδων και της ενίσχυσης της εμπορικής θέσης του ακινήτου. Οι Ling και Archer (2018) τονίζουν ότι η αξία μεταπώλησης αποτελεί συχνά βασικό παράγοντα της συνολικής επενδυτικής απόδοσης, γεγονός που καθιστά απαραίτητη την προσεκτική τεκμηρίωση των παραδοχών εξόδου. Για τον λόγο αυτό, η χρήση συντελεστή κεφαλαιοποίησης 5,5% πρέπει να αξιολογείται σε σχέση με τις συνθήκες της αγοράς, την ποιότητα του ακινήτου, τη διάρκεια και αξιοπιστία των μισθώσεων, τη θέση, την εναλλακτική χρήση του ακινήτου και το γενικότερο μακροοικονομικό περιβάλλον.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Το προεξοφλητικό επιτόκιο 7% χρησιμοποιείται για τη μετατροπή των μελλοντικών ταμειακών ροών σε σημερινή αξία. Η επιλογή του μπορεί να θεωρηθεί συντηρητική, καθώς ενσωματώνει τον κίνδυνο ανάπτυξης, την αβεβαιότητα σχετικά με τη μελλοντική πορεία της αγοράς, την πιθανότητα αποκλίσεων από τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές και το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου. Στη θεωρία της χρηματοοικονομικής διοίκησης, το προεξοφλητικό επιτόκιο πρέπει να αντανakλά τον κίνδυνο των αναμενόμενων ταμειακών ροών και την απαιτούμενη απόδοση του επενδυτή για την ανάληψη αυτού του κινδύνου (Brealey, Myers and Allen, 2020). Επομένως, ένα υψηλότερο προεξοφλητικό επιτόκιο μειώνει την παρούσα αξία των μελλοντικών εισοδημάτων και της αξίας εξόδου, ενώ ένα χαμηλότερο επιτόκιο αυξάνει την καθαρή παρούσα αξία και βελτιώνει την επενδυτική ελκυστικότητα.

Εάν ο επενδυτής διαθέτει χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου, για παράδειγμα λόγω φθηνότερης τραπεζικής χρηματοδότησης, ισχυρότερης πιστοληπτικής ικανότητας ή χαμηλότερης απαιτούμενης απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, τα αποτελέσματα του μοντέλου βελτιώνονται αισθητά. Αυτό συμβαίνει επειδή οι ίδιες μελλοντικές ταμειακές ροές προεξοφλούνται με μικρότερο συντελεστή, αυξάνοντας την παρούσα αξία της επένδυσης. Αντίστοιχα, η επένδυση είναι ιδιαίτερα ευαίσθητη σε μεταβολές τόσο του προεξοφλητικού επιτοκίου όσο και του συντελεστή κεφαλαιοποίησης εξόδου. Για τον λόγο αυτό, κρίνεται απαραίτητη η διενέργεια ανάλυσης ευαισθησίας, ώστε να εξεταστεί πώς μεταβάλλονται η καθαρή παρούσα αξία, ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης και η συνολική επενδυτική αξία υπό διαφορετικά σενάρια αύξησης εισοδήματος, κόστους κεφαλαίου και τελικής απόδοσης εξόδου. Όπως αναφέρουν οι Damodaran (2012) και Geltner et al. (2021), η αξία μιας επένδυσης δεν εξαρτάται μόνο από τις κεντρικές παραδοχές του μοντέλου, αλλά και από την ανθεκτικότητα των αποτελεσμάτων σε δυσμενείς μεταβολές των βασικών παραμέτρων.

Συνολικά, το μοντέλο υιοθετεί μια συγκρατημένη αλλά ρεαλιστική προσέγγιση αποτίμησης. Η ετήσια αύξηση του καθαρού λειτουργικού εισοδήματος κατά 2%, ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης εξόδου 5,5% και το προεξοφλητικό επιτόκιο 7% διαμορφώνουν ένα πλαίσιο που δεν βασίζεται σε υπερβολικά αισιόδοξες υποθέσεις, αλλά ενσωματώνει τον επενδυτικό κίνδυνο και την αβεβαιότητα της αγοράς. Η τελική αξιολόγηση της επένδυσης, ωστόσο, θα πρέπει να βασιστεί όχι μόνο στο βασικό σενάριο, αλλά και σε εναλλακτικά σενάρια, ώστε να διαπιστωθεί κατά πόσο το έργο παραμένει οικονομικά βιώσιμο ακόμη και σε περίπτωση χαμηλότερης αύξησης εισοδήματος, υψηλότερου κόστους κεφαλαίου ή αύξησης του συντελεστή κεφαλαιοποίησης κατά την έξοδο.

10.2 Αποτελέσματα βασικού σεναρίου

Στο βασικό σενάριο του χρηματοοικονομικού μοντέλου, η επένδυση εμφανίζει αρνητική καθαρή παρούσα αξία και εσωτερικό βαθμό απόδοσης χαμηλότερο από το προεξοφλητικό επιτόκιο του 7%. Η καθαρή παρούσα αξία αποτελεί έναν από τους βασικότερους δείκτες αξιολόγησης επενδυτικών αποφάσεων, καθώς συγκρίνει την παρούσα αξία των αναμενόμενων



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
μελλοντικών ταμειακών ροών με το αρχικό επενδυτικό κόστος. Όταν η καθαρή παρούσα αξία είναι αρνητική, αυτό σημαίνει ότι, με βάση τις συγκεκριμένες παραδοχές, οι μελλοντικές ταμειακές ροές δεν επαρκούν για να καλύψουν πλήρως το κόστος κεφαλαίου και την απαιτούμενη απόδοση του επενδυτή. Αντίστοιχα, όταν ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης βρίσκεται κάτω από το προεξοφλητικό επιτόκιο, η επένδυση δεν επιτυγχάνει την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση σε καθαρά χρηματοοικονομικούς όρους.

Ωστόσο, η ερμηνεία των αποτελεσμάτων δεν πρέπει να είναι μηχανιστική ή αποκομμένη από τη στρατηγική και λειτουργική λογική του έργου. Όπως επισημαίνουν οι Brealey, Myers και Allen (2020), η καθαρή παρούσα αξία είναι ένα ιδιαίτερα ισχυρό εργαλείο λήψης αποφάσεων, αλλά η ποιότητα των συμπερασμάτων εξαρτάται από την αξιοπιστία των παραδοχών που τροφοδοτούν το μοντέλο. Στην περίπτωση επενδύσεων σε ακίνητα, οι παραδοχές σχετικά με το κόστος ανάπτυξης, τα μισθώματα, την πληρότητα, το κόστος χρηματοδότησης, τον συντελεστή κεφαλαιοποίησης εξόδου και τη μελλοντική εμπορική αξία του ακινήτου μπορούν να μεταβάλουν ουσιαστικά το αποτέλεσμα. Επομένως, η αρνητική καθαρή παρούσα αξία δεν πρέπει να ερμηνεύεται αποκλειστικά ως ένδειξη απόρριψης της επένδυσης, αλλά κυρίως ως ένδειξη ότι το έργο χρειάζεται περαιτέρω βελτιστοποίηση.

Η επένδυση, με τις υφιστάμενες παραδοχές, μπορεί να χαρακτηριστεί ως οριακή από καθαρά χρηματοοικονομική σκοπιά. Αυτό σημαίνει ότι δεν εμφανίζει επαρκές περιθώριο ασφαλείας έναντι πιθανών αποκλίσεων, όπως υψηλότερο κατασκευαστικό κόστος, καθυστέρηση στην ανάπτυξη, χαμηλότερη πληρότητα ή δυσμενέστερες συνθήκες εξόδου. Στις επενδύσεις ακινήτων, το περιθώριο ασφαλείας είναι ιδιαίτερα σημαντικό, διότι οι ταμειακές ροές είναι συχνά μακροχρόνιες, η ρευστοποίηση του περιουσιακού στοιχείου δεν είναι άμεση και μεγάλο μέρος της συνολικής απόδοσης εξαρτάται από την αξία εξόδου. Οι Geltner et al. (2021) τονίζουν ότι η αξιολόγηση ενός ακινήτου πρέπει να εξετάζει όχι μόνο το βασικό σενάριο, αλλά και την ευαισθησία της επένδυσης σε μεταβολές των βασικών παραμέτρων, ιδίως όταν η τελική αξία αποτελεί σημαντικό μέρος της συνολικής απόδοσης.

Η αρνητική καθαρή παρούσα αξία υποδηλώνει ότι η υφιστάμενη σχέση μεταξύ κόστους, εσόδων και απαιτούμενης απόδοσης δεν είναι ακόμη επαρκώς ισορροπημένη. Συνεπώς, η βελτίωση της επενδυτικής εικόνας μπορεί να επιτευχθεί είτε μέσω μείωσης του αρχικού κόστους είτε μέσω ενίσχυσης των μελλοντικών καθαρών λειτουργικών εισοδημάτων είτε μέσω περιορισμού του κόστους κεφαλαίου. Η πρώτη και συχνά πιο άμεση δυνατότητα αφορά τη μείωση του κόστους γης ή τη βελτίωση των όρων απόκτησης του ακινήτου. Σε έργα ανάπτυξης ακινήτων, η τιμή γης αποτελεί κρίσιμο προσδιοριστικό παράγοντα της συνολικής βιωσιμότητας, καθώς καταβάλλεται στην αρχή της επένδυσης και επηρεάζει δυσανάλογα την καθαρή παρούσα αξία. Ακόμη και μια σχετικά μικρή μείωση στο αρχικό κόστος μπορεί να έχει σημαντική θετική επίδραση στο αποτέλεσμα, επειδή δεν υπόκειται σε προεξόφληση και μειώνει άμεσα την απαιτούμενη επενδυτική εκροή.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Μια δεύτερη δυνατότητα βελτίωσης αφορά την αύξηση του αριθμού των μισθώσιμων μονάδων ή της συνολικής μισθώσιμης επιφάνειας, εφόσον αυτό επιτρέπεται από τους πολεοδομικούς, τεχνικούς και εμπορικούς περιορισμούς του έργου. Η αύξηση των μισθώσιμων μονάδων μπορεί να βελτιώσει την οικονομική απόδοση μέσω μεγαλύτερης παραγωγικής αξιοποίησης του ίδιου οικοπέδου και διασποράς των σταθερών λειτουργικών δαπανών σε μεγαλύτερη εισοδηματική βάση. Η προσέγγιση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική σε επενδύσεις όπου το αρχικό κόστος γης και ανάπτυξης είναι υψηλό, καθώς η αύξηση της αξιοποιήσιμης επιφάνειας μπορεί να βελτιώσει τον λόγο εσόδων προς επενδυμένο κεφάλαιο.

Τρίτη κρίσιμη παράμετρος είναι η βελτίωση του μισθώματος ή της μισθωτικής στρατηγικής. Εάν η αγορά μπορεί να υποστηρίξει υψηλότερα ενοίκια, είτε λόγω καλύτερης θέσης είτε λόγω ανώτερης ποιότητας κατασκευής, ενεργειακής απόδοσης, παροχών ή διαφοροποίησης του προϊόντος, τότε το καθαρό λειτουργικό εισόδημα αυξάνεται και η αξία εξόδου ενισχύεται. Η επίδραση αυτή είναι διπλή: αφενός αυξάνονται οι ετήσιες λειτουργικές ταμειακές ροές και αφετέρου αυξάνεται η τελική αξία, εφόσον αυτή υπολογίζεται με βάση το καθαρό λειτουργικό εισόδημα του επόμενου έτους. Όπως αναφέρουν οι Brueggeman και Fisher (2019), η αξία των εισοδηματικών ακινήτων είναι άμεσα συνδεδεμένη με την ικανότητα παραγωγής καθαρών λειτουργικών εσόδων, γεγονός που καθιστά τη μισθωτική πολιτική κεντρικό στοιχείο της επενδυτικής στρατηγικής.

Επιπλέον, η αξιοποίηση επιδοτήσεων ή χρηματοδοτικών εργαλείων ενεργειακής απόδοσης μπορεί να βελτιώσει ουσιαστικά το αποτέλεσμα. Σε ένα περιβάλλον όπου η ενεργειακή αποδοτικότητα, η βιωσιμότητα και η συμμόρφωση με κριτήρια ESG αποκτούν ολοένα μεγαλύτερη σημασία στην αγορά ακινήτων, ένα ενεργειακά αποδοτικό ακίνητο μπορεί να επιτύχει υψηλότερη ζήτηση, χαμηλότερα λειτουργικά κόστη και πιθανώς υψηλότερα μισθώματα. Παράλληλα, οι σχετικές επιδοτήσεις μπορούν να μειώσουν το αρχικό καθαρό κόστος επένδυσης, βελτιώνοντας την καθαρή παρούσα αξία. Η βιβλιογραφία για τα βιώσιμα ακίνητα δείχνει ότι τα ενεργειακά αποδοτικά κτίρια μπορούν να συνδεθούν με υψηλότερη εμπορική αξία, χαμηλότερο κίνδυνο απαξίωσης και μεγαλύτερη ελκυστικότητα για μισθωτές και επενδυτές, ιδίως σε αγορές όπου οι περιβαλλοντικές επιδόσεις ενσωματώνονται πλέον στις αποφάσεις μίσθωσης και χρηματοδότησης.

Τέλος, η μείωση του κόστους χρηματοδότησης μπορεί να επηρεάσει αποφασιστικά τη βιωσιμότητα της επένδυσης. Εάν ο επενδυτής μπορεί να εξασφαλίσει δανεισμό με ευνοϊκότερους όρους, χαμηλότερο επιτόκιο ή μεγαλύτερη διάρκεια αποπληρωμής, τότε το συνολικό κόστος κεφαλαίου μειώνεται και το προεξοφλητικό επιτόκιο που απαιτείται για την αξιολόγηση της επένδυσης ενδέχεται να είναι χαμηλότερο. Αυτό αυξάνει την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών και μπορεί να μετατρέψει ένα οριακό έργο σε ελκυστική επενδυτική ευκαιρία. Οι Damodaran (2012) και Brealey, Myers και Allen (2020) επισημαίνουν ότι η αξία μιας επένδυσης είναι ιδιαίτερα ευαίσθητη στο κόστος κεφαλαίου, καθώς αυτό λειτουργεί ως το φίλτρο μέσω του οποίου αποτιμώνται όλες οι μελλοντικές αποδόσεις.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Συνεπώς, τα αποτελέσματα του βασικού σεναρίου δεν οδηγούν απαραίτητα σε οριστική απόρριψη της επένδυσης, αλλά σε ανάγκη ανασχεδιασμού και βελτιστοποίησης των βασικών παραμέτρων. Το βασικό σενάριο λειτουργεί ως σημείο αναφοράς, αποκαλύπτοντας το σημερινό χρηματοοικονομικό κενό μεταξύ απαιτούμενης και παραγόμενης απόδοσης. Η επένδυση μπορεί να καταστεί ελκυστική εφόσον επιτευχθεί συνδυασμός παρεμβάσεων, όπως χαμηλότερο κόστος γης, καλύτερη αξιοποίηση του οικοπέδου, αύξηση μισθώσιμων μονάδων, υψηλότερο ή πιο σταθερό μίσθωμα, αξιοποίηση επιδότησης ενεργειακής απόδοσης και βελτιστοποίηση της χρηματοδοτικής δομής. Για τον λόγο αυτό, η επόμενη φάση της αξιολόγησης πρέπει να περιλαμβάνει αναλυτική ανάλυση ευαισθησίας και εναλλακτικά σενάρια, ώστε να προσδιοριστεί ποιοι παράγοντες έχουν τη μεγαλύτερη επίδραση στην καθαρή παρούσα αξία και στον εσωτερικό βαθμό απόδοσης.

10.2.1 Επενδυτική ερμηνεία των αποτελεσμάτων

Από επενδυτική άποψη, το βασικό σενάριο δείχνει ότι το έργο βρίσκεται σε οριακή ζώνη αποδοτικότητας. Αυτό δεν σημαίνει απαραίτητα ότι η επένδυση πρέπει να απορριφθεί, αλλά ότι η υλοποίησή της απαιτεί αυστηρό έλεγχο κόστους, ρεαλιστική τιμολόγηση μισθωμάτων και επαγγελματική διαχείριση της πληρότητας. Η επένδυση καθίσταται ελκυστικότερη εφόσον επιτευχθεί είτε μείωση του αρχικού κόστους είτε αύξηση του καθαρού λειτουργικού εισοδήματος μέσω καλύτερης εμπορικής αξιοποίησης. Επομένως, η απόφαση υλοποίησης θα πρέπει να ληφθεί υπό προϋποθέσεις και όχι άνευ όρων.

10.3 Ανάλυση ευαισθησίας

Η ανάλυση ευαισθησίας δείχνει ότι η βιωσιμότητα του έργου εξαρτάται κυρίως από δύο ομάδες μεταβλητών: τις μεταβλητές εισοδήματος, δηλαδή μίσθωμα και πληρότητα, και τις μεταβλητές κόστους, δηλαδή κόστος κατασκευής, λειτουργικές δαπάνες και κόστος κεφαλαίου. Η οριακή εικόνα του βασικού σεναρίου δεν πρέπει να ερμηνεύεται ως απόρριψη της επένδυσης, αλλά ως ένδειξη ότι το έργο απαιτεί ενεργό διαχείριση κόστους, προσεκτική επιλογή τοποθεσίας και συνεχή παρακολούθηση της μισθωτικής αγοράς.

Η ανάλυση ευαισθησίας αποτελεί κρίσιμο εργαλείο αξιολόγησης επενδυτικών αποφάσεων, καθώς εξετάζει τον βαθμό στον οποίο η οικονομική βιωσιμότητα ενός έργου επηρεάζεται από μεταβολές στις βασικές παραδοχές του χρηματοοικονομικού μοντέλου. Σε επενδύσεις ακινήτων, όπου οι ταμειακές ροές εκτείνονται σε μεγάλο χρονικό ορίζοντα και η τελική αξία εξόδου αποτελεί σημαντικό ποσοστό της συνολικής αξίας, ακόμη και μικρές αποκλίσεις στις παραδοχές μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά την Καθαρή Παρούσα Αξία και τον Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης. Η προσέγγιση αυτή συνδέεται άμεσα με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, η οποία



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
βασίζεται στην εκτίμηση μελλοντικών εισοδημάτων, λειτουργικών εξόδων, προεξοφλητικού επιτοκίου και υπολειμματικής αξίας. Σύμφωνα με το RICS, στην αποτίμηση ακινήτων μέσω DCF το προεξοφλητικό επιτόκιο αντανakλά την απαιτούμενη ή αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης, ενώ τον συντελεστή κεφαλαιοποίησης εξόδου (exit yield) χρησιμοποιείται για την κεφαλαιοποίηση του εισοδήματος κατά την ημερομηνία εξόδου.

Στην παρούσα περίπτωση, οι σημαντικότερες μεταβλητές που επηρεάζουν την απόδοση είναι το μέσο μηνιαίο μίσθωμα, το ποσοστό πληρότητας, το συνολικό κόστος επένδυσης, το κόστος γης, το προεξοφλητικό επιτόκιο και τον συντελεστή κεφαλαιοποίησης εξόδου (exit yield). Η επιλογή των συγκεκριμένων μεταβλητών είναι συμβατή με τη βιβλιογραφία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης ακινήτων, καθώς οι Geltner, Miller, Clayton και Eichholtz τονίζουν ότι η αξία ενός επενδυτικού ακινήτου εξαρτάται κυρίως από την ποιότητα και τη σταθερότητα των εισοδηματικών ροών, τις συνθήκες της αγοράς και τον κίνδυνο που ενσωματώνεται στις απαιτούμενες αποδόσεις.

Η ανάλυση δείχνει ότι η επένδυση παρουσιάζει ιδιαίτερα υψηλή ευαισθησία στο επίπεδο του μισθώματος και στο κόστος κτήσης ή ανάπτυξης του ακινήτου. Αυτό είναι αναμενόμενο, καθώς το μίσθωμα επηρεάζει άμεσα το Καθαρό Λειτουργικό Εισόδημα, ενώ το αρχικό κόστος επένδυσης καθορίζει τη βάση επί της οποίας υπολογίζονται οι αποδόσεις. Αύξηση του μέσου μισθώματος από 900 ευρώ σε 1.000 ευρώ, σε συνδυασμό με πληρότητα 97%, οδηγεί σε ουσιαστική βελτίωση του NOI και της αρχικής καθαρής απόδοσης. Αντίθετα, μείωση του μισθώματος στα 800 ευρώ και υποχώρηση της πληρότητας στο 90% καθιστούν το έργο λιγότερο ελκυστικό, καθώς η αρχική καθαρή απόδοση μειώνεται σε επίπεδα που πιθανόν δεν επαρκούν για να αντισταθμίσουν τον επενδυτικό κίνδυνο.

Η σημασία των παραδοχών αυτών είναι ακόμη μεγαλύτερη λόγω της μεγάλης συμμετοχής της αξίας εξόδου στη συνολική απόδοση. Στο 15ο έτος, η αξία εξόδου ανέρχεται σε 3.389.386 ευρώ, ποσό που υπερβαίνει σημαντικά την ετήσια λειτουργική ταμειακή ροή. Αυτό σημαίνει ότι η τελική επενδυτική απόδοση δεν εξαρτάται μόνο από τα ετήσια μισθώματα, αλλά και από τις συνθήκες της αγοράς κατά την πώληση του ακινήτου. Η βιβλιογραφία της αποτίμησης υπογραμμίζει ότι η υπολειμματική ή τελική αξία είναι μία από τις πλέον ευαίσθητες παραμέτρους σε ένα DCF μοντέλο, διότι μικρές αλλαγές στον ρυθμό ανάπτυξης ή στο απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης μπορούν να μεταβάλουν δυσανάλογα τη συνολική αξία.

Προβλεπόμενες ταμειακές ροές

Πίνακας 9: Ενδεικτικές ταμειακές ροές και αξία εξόδου

Έτος	NOI	Αξία εξόδου	Ταμειακή ροή
1	138.510 €	-	138.510 €
2	141.280 €	-	141.280 €
3	144.106 €	-	144.106 €
4	146.988 €	-	146.988 €
5	149.928 €	-	149.928 €
6	152.926 €	-	152.926 €



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Έτος	NOI	Αξία εξόδου	Ταμειακή ροή
7	155.985 €	-	155.985 €
8	159.104 €	-	159.104 €
9	162.287 €	-	162.287 €
10	165.532 €	-	165.532 €
11	168.843 €	-	168.843 €
12	172.220 €	-	172.220 €
13	175.664 €	-	175.664 €
14	179.177 €	-	179.177 €
15	182.761 €	3.389.386 €	3.572.147 €

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, βάσει παραδοχών της παρούσας μελέτης.

Με βάση τις παραπάνω ταμειακές ροές, το επενδυτικό έργο εμφανίζει αρνητική Καθαρή Παρούσα Αξία ύψους -349.647 ευρώ και Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης 5,79%. Το αποτέλεσμα αυτό δείχνει ότι, υπό τις παραδοχές του βασικού σεναρίου, η επένδυση δεν καλύπτει πλήρως την απαιτούμενη απόδοση του επενδυτή. Η αρνητική ΚΠΑ δεν σημαίνει απαραίτητα ότι το ακίνητο δεν έχει επενδυτική αξία, αλλά ότι η σχέση μεταξύ αρχικού κόστους, λειτουργικού εισοδήματος και αξίας εξόδου δεν είναι επαρκώς ισχυρή ώστε να δημιουργήσει θετική οικονομική υπεραξία. Στη θεωρία της επενδυτικής αξιολόγησης, ένα έργο θεωρείται αποδεκτό όταν η ΚΠΑ είναι θετική και ο IRR υπερβαίνει το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης, λαμβάνοντας υπόψη τον κίνδυνο της επένδυσης. Ο Damodaran επισημαίνει ότι η αποτίμηση πρέπει να βασίζεται σε ταμειακές ροές προσαρμοσμένες στον κίνδυνο και σε προεξοφλητικά επιτόκια που αντανακλούν την αβεβαιότητα της επένδυσης.

Κύριοι δείκτες επενδυτικής αξιολόγησης

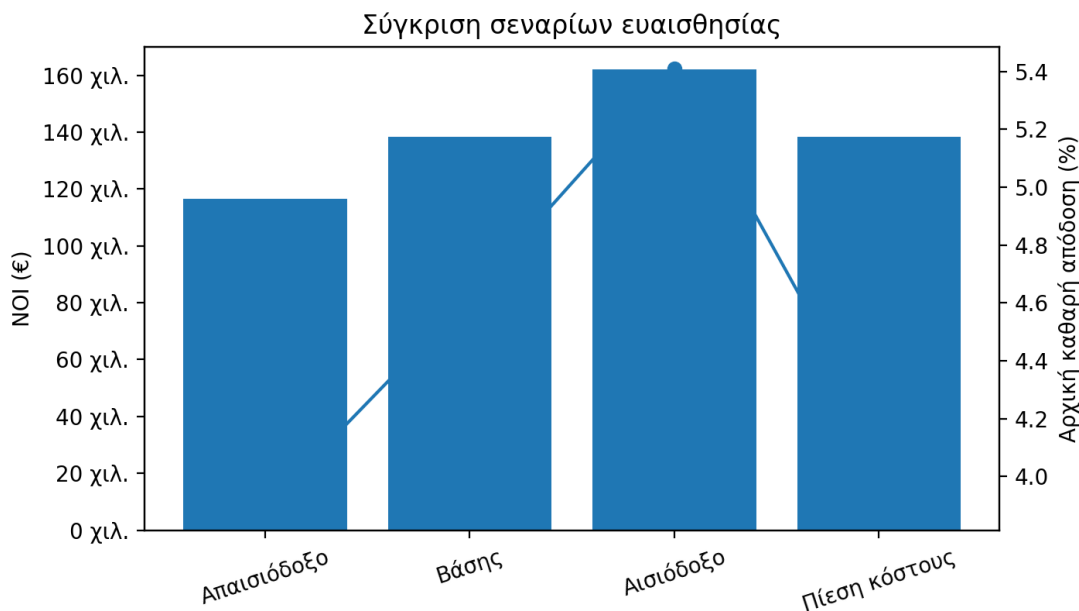
Πίνακας 10: Αποτελέσματα βασικού σεναρίου

Δείκτης	Αποτέλεσμα
Καθαρή Παρούσα Αξία	-349.647 €
Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης	5,79%
Αρχική καθαρή απόδοση	4,62%
Περίοδος αποπληρωμής	Περίπου 15 έτη

Διάγραμμα 4: Σύγκριση σεναρίων ευαισθησίας



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών



Πηγή: Ιδία επεξεργασία βάσει του χρηματοοικονομικού υποδείγματος της παρούσας μελέτης.

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, βάσει παραδοχών της παρούσας μελέτης.

Η αρχική καθαρή απόδοση 4,62% βρίσκεται σε σχετικά χαμηλό επίπεδο, ιδίως εάν συγκριθεί με το κόστος κεφαλαίου, τον κατασκευαστικό κίνδυνο, τον κίνδυνο μισθωτικής ζήτησης και την πιθανή μεταβλητότητα των αποδόσεων στην αγορά ακινήτων. Επιπλέον, η περίοδος αποπληρωμής περίπου 15 ετών δείχνει ότι η ανάκτηση του αρχικού κεφαλαίου είναι αργή και εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη διατήρηση υψηλής πληρότητας και από την επιτυχή έξοδο στο τέλος της περιόδου ανάλυσης.

Ανάλυση σεναρίων

Πίνακας 11: Ανάλυση σεναρίων ευαισθησίας

Σενάριο	Μίσθωμα	Πληρότητα	NOI	Αρχική καθαρή απόδοση
Απαισιόδοξο	800 €	90%	116.640 €	3,89%
Βάσης	900 €	95%	138.510 €	4,62%
Αισιόδοξο	1.000 €	97%	157.140 €	5,24%
Βελτιστοποιημένο	1.000 €	97%	157.140 €	5,61%

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, βάσει παραδοχών της παρούσας μελέτης.

Το απαισιόδοξο σενάριο καταδεικνύει τον κίνδυνο συμπίεσης των αποδόσεων σε περίπτωση χαμηλότερων μισθωμάτων και μειωμένης πληρότητας. Με NOI 116.640 ευρώ και αρχική καθαρή απόδοση 3,89%, η επένδυση καθίσταται μη ελκυστική, εκτός εάν υπάρχει προσδοκία σημαντικής



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
μελλοντικής υπεραξίας ή στρατηγικό όφελος που δεν αποτυπώνεται πλήρως στο
χρηματοοικονομικό μοντέλο.

Το βασικό σενάριο παρουσιάζει μια πιο ισορροπημένη αλλά ακόμη οριακή εικόνα. Η απόδοση 4,62% δείχνει ότι το έργο μπορεί να λειτουργήσει υπό κανονικές συνθήκες αγοράς, αλλά δεν παρέχει σημαντικό περιθώριο ασφαλείας. Αυτό σημαίνει ότι τυχόν υπέρβαση κόστους, καθυστέρηση στην εκμίσθωση ή αύξηση του προεξοφλητικού επιτοκίου μπορεί να επιδεινώσει περαιτέρω την ΚΠΑ.

Το αισιόδοξο σενάριο δείχνει ότι η επένδυση μπορεί να γίνει πιο ελκυστική εφόσον επιτευχθεί υψηλότερο μίσθωμα και πληρότητα 97%. Η αρχική καθαρή απόδοση αυξάνεται στο 5,24%, ενώ το βελτιστοποιημένο σενάριο οδηγεί σε απόδοση 5,61%. Η διαφορά αυτή υποδηλώνει ότι η ενεργή διαχείριση του ακινήτου, η συγκράτηση του κόστους, η καλύτερη εμπορική τοποθέτηση και η βελτίωση των όρων μίσθωσης μπορούν να επηρεάσουν ουσιαστικά την οικονομική βιωσιμότητα της επένδυσης.

Συνολικά, η ανάλυση ευαισθησίας δείχνει ότι το έργο είναι οικονομικά ευάλωτο σε αρνητικές μεταβολές των μισθωμάτων, της πληρότητας και του κόστους επένδυσης. Για να καταστεί πιο ελκυστικό, θα πρέπει να εξεταστούν μέτρα όπως η μείωση του κόστους γης ή ανάπτυξης, η εξασφάλιση προμισθώσεων, η βελτίωση της μισθωτικής στρατηγικής, η διαφοροποίηση των εσόδων και η επαναδιαπραγμάτευση βασικών κόστους. Σε επενδυτικούς όρους, το έργο δεν απορρίπτεται απαραίτητα, αλλά απαιτεί βελτιστοποίηση παραδοχών και ισχυρότερη τεκμηρίωση της εμπορικής ζήτησης πριν από τη λήψη τελικής απόφασης.

10.3.1 Ερμηνεία ανάλυσης ευαισθησίας

Η ανάλυση ευαισθησίας δείχνει ότι η επενδυτική απόδοση του έργου εξαρτάται κυρίως από τρεις μεταβλητές: το ύψος του μισθώματος, το αρχικό κόστος επένδυσης και το ποσοστό πληρότητας. Η μεταβολή του μισθώματος επηρεάζει άμεσα τα ετήσια έσοδα και, κατ' επέκταση, το καθαρό λειτουργικό εισόδημα. Αντίστοιχα, η αύξηση του κόστους κατασκευής μειώνει την καθαρή παρούσα αξία, καθώς αυξάνει το αρχικό κεφάλαιο που πρέπει να ανακτηθεί. Η πληρότητα αποτελεί επίσης κρίσιμο παράγοντα, διότι ακόμη και μικρή μείωση των μισθωμένων μονάδων μπορεί να περιορίσει σημαντικά τις καθαρές εισροές. Συνεπώς, το έργο δεν πρέπει να αξιολογείται μόνο βάσει του βασικού σεναρίου, αλλά κυρίως βάσει της ανθεκτικότητάς του σε δυσμενείς συνθήκες.



Κεφάλαιο 11: Ανάλυση κινδύνων και μέτρα αντιμετώπισης

11.1 Κίνδυνος αγοράς

Ο κίνδυνος αγοράς αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους εξωτερικούς κινδύνους για ένα επενδυτικό ή αναπτυξιακό έργο στον τομέα των ακινήτων, καθώς συνδέεται άμεσα με τη μεταβολή της ζήτησης, των επιπέδων μισθωμάτων, της αγοραστικής δύναμης των ενοικιαστών και της έντασης του ανταγωνισμού. Στην αγορά κατοικίας, ο κίνδυνος αυτός μπορεί να εκδηλωθεί μέσω μείωσης της ζήτησης για ενοικίαση, καθυστέρησης στην απορρόφηση των διαθέσιμων μονάδων, αύξησης των κενών χώρων ή πίεσης προς χαμηλότερα μισθώματα. Σύμφωνα με τους Geltner et al. (2014), οι αγορές ακινήτων χαρακτηρίζονται από κυκλικότητα και ευαισθησία στις μακροοικονομικές συνθήκες, γεγονός που σημαίνει ότι η απόδοση ενός έργου μπορεί να επηρεαστεί σημαντικά από μεταβολές στο εισόδημα των νοικοκυριών, στα επιτόκια, στην απασχόληση και στη γενικότερη οικονομική εμπιστοσύνη.

Σε περιόδους οικονομικής επιβράδυνσης ή αβεβαιότητας, οι ενοικιαστές είναι πιθανό να περιορίσουν την προθυμία τους να πληρώσουν υψηλότερα μισθώματα, να αναζητήσουν μικρότερες ή οικονομικότερες κατοικίες ή να καθυστερήσουν αποφάσεις μετακίνησης. Η συμπεριφορά αυτή μπορεί να μειώσει τα αναμενόμενα έσοδα του έργου και να επιμηκύνει την περίοδο επίτευξης πλήρους πληρότητας. Όπως επισημαίνουν οι Brueggeman και Fisher (2011), η αξία και η αποδοτικότητα ενός ακινήτου εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τη σταθερότητα των μελλοντικών ταμειακών ροών, οι οποίες επηρεάζονται άμεσα από τη ζήτηση της αγοράς και τη δυνατότητα διατήρησης ανταγωνιστικών μισθωμάτων.

Παράλληλα, ο κίνδυνος αγοράς μπορεί να προκύψει και από την πλευρά της προσφοράς. Η μαζική ανάπτυξη νέων κατοικιών σε μια συγκεκριμένη περιοχή μπορεί να οδηγήσει σε υπερπροσφορά, αυξάνοντας τις επιλογές των ενοικιαστών και περιορίζοντας τη διαπραγματευτική ισχύ του ιδιοκτήτη ή του φορέα εκμετάλλευσης του έργου. Η αύξηση του ανταγωνισμού μπορεί να ασκήσει καθοδική πίεση στα μισθώματα, να απαιτήσει πρόσθετες παροχές ή εκπτώσεις και να αυξήσει τις δαπάνες προώθησης και διαχείρισης. Ο Roulac (1996) τονίζει ότι η στρατηγική τοποθέτηση ενός ακινήτου στην αγορά και η διαφοροποίησή του αποτελούν κρίσιμους παράγοντες για τη διατήρηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος, ιδιαίτερα όταν η προσφορά αυξάνεται ή οι προτιμήσεις των χρηστών μεταβάλλονται.

Η αντιμετώπιση του κινδύνου αγοράς απαιτεί συστηματική ανάλυση της τοπικής αγοράς πριν από την υλοποίηση του έργου, με έμφαση στη δημογραφική εξέλιξη, στο επίπεδο εισοδημάτων, στα χαρακτηριστικά της ζήτησης, στις τάσεις μισθωμάτων, στα ποσοστά κενών κατοικιών και στα υφιστάμενα ή προγραμματισμένα ανταγωνιστικά έργα. Η επιλογή τοποθεσίας αποτελεί βασικό εργαλείο περιορισμού του κινδύνου, καθώς περιοχές με καλή προσβασιμότητα, σύνδεση με μέσα μεταφοράς, εγγύτητα σε υπηρεσίες, εκπαιδευτικά ιδρύματα, χώρους εργασίας και εμπορικές



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
χρήσεις τείνουν να διατηρούν ισχυρότερη ζήτηση ακόμη και σε περιόδους πίεσης της αγοράς. Η θεωρία της αστικής οικονομίας υποστηρίζει ότι η αξία και η ελκυστικότητα ενός ακινήτου επηρεάζονται ουσιαστικά από τη χωρική του θέση και τη δυνατότητα πρόσβασης σε οικονομικές και κοινωνικές δραστηριότητες (DiPasquale and Wheaton, 1996).

Επιπλέον, η διαφοροποίηση του προϊόντος μπορεί να μειώσει την έκθεση στον ανταγωνισμό. Η παροχή ποιοτικών κατοικιών, λειτουργικού σχεδιασμού, ενεργειακής αποδοτικότητας, σύγχρονων υποδομών, ασφάλειας και αξιόπιστης διαχείρισης μπορεί να ενισχύσει την ελκυστικότητα του έργου και να δικαιολογήσει σταθερότερα μισθώματα. Η ποιότητα υπηρεσιών και η εμπειρία του ενοικιαστή αποκτούν ιδιαίτερη σημασία σε αγορές όπου οι χρήστες δεν επιλέγουν αποκλειστικά με βάση την τιμή, αλλά λαμβάνουν υπόψη την άνεση, την αξιοπιστία, την τοποθεσία και τη συνολική αξία που λαμβάνουν. Όπως αναφέρουν οι Kotler και Keller (2016), η διαφοροποίηση και η σαφής τοποθέτηση ενός προϊόντος ή υπηρεσίας στην αγορά συμβάλλουν στη δημιουργία αντιληπτής αξίας και στη μείωση της ευαισθησίας των πελατών στην τιμή.

Η ανταγωνιστική και ευέλικτη τιμολογιακή πολιτική αποτελεί επίσης κρίσιμο μέσο διαχείρισης του κινδύνου αγοράς. Το έργο θα πρέπει να διαθέτει μηχανισμό τακτικής παρακολούθησης των μισθωμάτων της περιοχής και δυνατότητα προσαρμογής των τιμών ανάλογα με τις συνθήκες ζήτησης και προσφοράς. Σε περιόδους χαμηλότερης ζήτησης, μπορούν να χρησιμοποιηθούν στοχευμένα κίνητρα, όπως μικρές εκπτώσεις εκκίνησης, ευέλικτη διάρκεια μίσθωσης ή πρόσθετες υπηρεσίες, χωρίς όμως να υπονομεύεται η μακροπρόθεσμη αξία του ακινήτου. Η στρατηγική αυτή επιτρέπει στο έργο να παραμένει ανταγωνιστικό, διατηρώντας παράλληλα τη βιωσιμότητα των εσόδων.

Συνολικά, ο κίνδυνος αγοράς δεν μπορεί να εξαλειφθεί πλήρως, καθώς εξαρτάται από εξωτερικούς οικονομικούς και ανταγωνιστικούς παράγοντες. Μπορεί όμως να περιοριστεί σημαντικά μέσω ορθής επιλογής τοποθεσίας, τεκμηριωμένης έρευνας αγοράς, διαφοροποίησης του προσφερόμενου προϊόντος, συνεχούς παρακολούθησης του ανταγωνισμού και διατήρησης υψηλής ποιότητας υπηρεσιών. Το έργο πρέπει να σχεδιαστεί με τέτοιο τρόπο ώστε να παραμένει ελκυστικό για τους ενοικιαστές ακόμη και σε λιγότερο ευνοϊκές συνθήκες αγοράς, εξασφαλίζοντας ανθεκτικότητα στα έσοδα και περιορίζοντας την πιθανότητα χαμηλής πληρότητας ή αναγκαστικής μείωσης μισθωμάτων.

11.2 Κίνδυνος κόστους και κατασκευής

Ο κίνδυνος κόστους και κατασκευής αποτελεί έναν από τους πλέον κρίσιμους κινδύνους κατά τη φάση υλοποίησης ενός αναπτυξιακού έργου ακινήτων, καθώς επηρεάζει άμεσα τόσο το αρχικό επενδυτικό κόστος όσο και τη μελλοντική οικονομική του απόδοση. Ο κίνδυνος αυτός περιλαμβάνει την πιθανότητα υπέρβασης του προϋπολογισμού, καθυστερήσεων στην ολοκλήρωση, τεχνικών αστοχιών, ανεπαρκούς απόδοσης του εργολάβου, αδυναμίας προμηθευτών, ελλείψεων σε υλικά ή εργατικό δυναμικό, καθώς και μεταβολών στις τιμές βασικών



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών κατασκευαστικών εισροών. Σε έργα ακινήτων, όπου σημαντικό μέρος της επένδυσης πραγματοποιείται πριν από την έναρξη των εσόδων, ακόμη και μικρές αποκλίσεις στο κόστος ή στο χρονοδιάγραμμα μπορούν να επηρεάσουν ουσιαστικά την καθαρή παρούσα αξία, την εσωτερική απόδοση και τη συνολική βιωσιμότητα του έργου.

Η υπέρβαση κόστους έχει άμεση επίδραση στην καθαρή απόδοση της επένδυσης, καθώς αυξάνει το απαιτούμενο κεφάλαιο και μειώνει το περιθώριο κέρδους. Σύμφωνα με τους Flyvbjerg, Bruzelius και Rothengatter (2003), οι υπερβάσεις κόστους αποτελούν συχνό φαινόμενο σε μεγάλα έργα, κυρίως λόγω αισιόδοξων αρχικών εκτιμήσεων, ανεπαρκούς σχεδιασμού, τεχνικής πολυπλοκότητας και αδυναμίας πρόβλεψης εξωτερικών μεταβολών. Αντίστοιχα, οι Kerzner (2017) και PMI (2021) τονίζουν ότι η αποτελεσματική διαχείριση έργων απαιτεί σαφή καθορισμό αντικειμένου, ρεαλιστικό προϋπολογισμό, συνεχή παρακολούθηση κόστους και έγκαιρη αναγνώριση αποκλίσεων.

Ιδιαίτερα σημαντικός παράγοντας είναι η μεταβλητότητα των τιμών των υλικών. Αυξήσεις στο κόστος χάλυβα, σκυροδέματος, ξυλείας, ηλεκτρομηχανολογικού εξοπλισμού ή ενεργειακών εισροών μπορούν να επιβαρύνουν σημαντικά τον τελικό προϋπολογισμό, ειδικά όταν οι συμβάσεις δεν προβλέπουν επαρκείς μηχανισμούς κατανομής του κινδύνου. Η διεθνής βιβλιογραφία επισημαίνει ότι οι κατασκευαστικές αλυσίδες εφοδιασμού είναι ευάλωτες σε πληθωριστικές πιέσεις, γεωπολιτικές διαταραχές, καθυστερήσεις μεταφορών και ελλείψεις πρώτων υλών, γεγονός που αυξάνει την ανάγκη για προσεκτικό προγραμματισμό προμηθειών και συμβατική προστασία (O'Brien, Formoso, Vrijhoef and London, 2009).

Οι καθυστερήσεις στην κατασκευή αποτελούν επίσης σοβαρή πηγή κινδύνου, καθώς μεταθέτουν χρονικά την έναρξη εκμετάλλευσης του έργου και, κατά συνέπεια, την είσπραξη μισθωμάτων ή άλλων λειτουργικών εσόδων. Η καθυστέρηση μπορεί να οφείλεται σε ανεπαρκή προγραμματισμό, καθυστερημένες εγκρίσεις, τεχνικά προβλήματα, κακή συντονιστική λειτουργία μεταξύ εργολάβων και μελετητών, καιρικές συνθήκες ή προβλήματα χρηματοδότησης. Η χρονική μετάθεση των εσόδων μειώνει την παρούσα αξία των ταμειακών ροών, ενώ παράλληλα μπορεί να αυξήσει τους τόκους της κατασκευαστικής περιόδου, τα γενικά έξοδα του έργου και το κόστος διοίκησης. Όπως επισημαίνουν οι Brueggeman και Fisher (2011), ο χρόνος ολοκλήρωσης ενός έργου ακινήτων είναι καθοριστικός για την απόδοση της επένδυσης, διότι επηρεάζει τόσο το ύψος όσο και τον χρονισμό των μελλοντικών ταμειακών ροών.

Επιπλέον, ο κίνδυνος τεχνικών αστοχιών μπορεί να επιβαρύνει το έργο μέσω πρόσθετων εργασιών, επισκευών, επανασχεδιασμού ή υποβάθμισης της ποιότητας του τελικού προϊόντος. Αστοχίες στον στατικό σχεδιασμό, στα ηλεκτρομηχανολογικά συστήματα, στη μόνωση, στην ενεργειακή απόδοση ή στη λειτουργικότητα των χώρων μπορούν να δημιουργήσουν πρόσθετα κόστη και να επηρεάσουν αρνητικά την εμπορική εικόνα του ακινήτου. Η τεχνική ποιότητα είναι ιδιαίτερα σημαντική στην αγορά κατοικίας, καθώς συνδέεται με τη μακροχρόνια συντήρηση, την ικανοποίηση των ενοικιαστών και τη διατήρηση της αξίας του ακινήτου. Οι Winch (2010) και Fewings (2013) υπογραμμίζουν ότι η κατασκευαστική διαχείριση δεν πρέπει να περιορίζεται μόνο



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
στην ολοκλήρωση του έργου εντός προϋπολογισμού, αλλά πρέπει να εξασφαλίζει και την ποιότητα, τη λειτουργικότητα και την τήρηση των τεχνικών προδιαγραφών.

Η αδυναμία ή η ανεπαρκής απόδοση του εργολάβου αποτελεί ακόμη έναν σημαντικό κίνδυνο. Ένας εργολάβος με περιορισμένη οικονομική φερεγγυότητα, ανεπαρκή εμπειρία ή αδύναμη οργανωτική δομή μπορεί να προκαλέσει καθυστερήσεις, χαμηλή ποιότητα εργασιών, διαφωνίες για πρόσθετες απαιτήσεις ή ακόμη και διακοπή των εργασιών. Για τον λόγο αυτό, η επιλογή εργολάβου πρέπει να βασίζεται όχι μόνο στη χαμηλότερη τιμή, αλλά και στην τεχνική εμπειρία, στην οικονομική σταθερότητα, στο ιστορικό ολοκλήρωσης παρόμοιων έργων, στην επάρκεια προσωπικού και στην ικανότητα διαχείρισης υπεργολάβων. Η προσέγγιση αυτή συνάδει με τη λογική της διαχείρισης κινδύνων έργου, σύμφωνα με την οποία η ανάθεση σε αξιόπιστους φορείς αποτελεί βασικό μέσο πρόληψης και όχι απλώς αντιμετώπισης προβλημάτων (PMI, 2021).

Η αντιμετώπιση του κινδύνου κόστους και κατασκευής απαιτεί αρχικά την κατάρτιση αναλυτικού και ρεαλιστικού προϋπολογισμού, ο οποίος θα βασίζεται σε επικαιροποιημένες τιμές αγοράς, σαφείς τεχνικές προδιαγραφές, αναλυτικές ποσότητες εργασιών και επαρκή πρόβλεψη για απρόβλεπτα. Το αποθεματικό απροβλέπτων αποτελεί απαραίτητο εργαλείο, καθώς επιτρέπει την απορρόφηση μικρών ή μεσαίων αποκλίσεων χωρίς να διαταράσσεται άμεσα η χρηματοδοτική ισορροπία του έργου. Παράλληλα, είναι σημαντική η ύπαρξη συστήματος παρακολούθησης κόστους, ώστε κάθε απόκλιση να εντοπίζεται έγκαιρα και να λαμβάνονται διορθωτικά μέτρα πριν εξελιχθεί σε σημαντική υπέρβαση.

Η συμβατική δομή του έργου παίζει επίσης καθοριστικό ρόλο. Μια σύμβαση με σαφές αντικείμενο, αναλυτικό χρονοδιάγραμμα, συγκεκριμένες τεχνικές προδιαγραφές, μηχανισμούς έγκρισης αλλαγών, ρήτρες καθυστέρησης και προβλέψεις για εγγυήσεις καλής εκτέλεσης μπορεί να περιορίσει σημαντικά την έκθεση του επενδυτή. Οι ρήτρες καθυστέρησης λειτουργούν ως κίνητρο τήρησης του χρονοδιαγράμματος και ως μέσο αντιστάθμισης μέρους της ζημίας που προκαλείται από τη μη έγκαιρη παράδοση. Ωστόσο, οι ρήτρες αυτές πρέπει να είναι ρεαλιστικές, εφαρμόσιμες και συμβατές με τη συνολική ισορροπία της σύμβασης, ώστε να μη δημιουργούν υπερβολικές αντιδικίες ή ανεφάρμοστες υποχρεώσεις.

Τέλος, η συνεχής τεχνική επίβλεψη και ο επαγγελματικός έλεγχος της προόδου αποτελούν βασικές προϋποθέσεις για τον περιορισμό του κινδύνου. Η παρουσία ανεξάρτητου μηχανικού ή συμβούλου έργου μπορεί να ενισχύσει τον έλεγχο ποιότητας, την επιβεβαίωση της προόδου, την έγκριση πιστοποιήσεων πληρωμών και την έγκαιρη αναγνώριση τεχνικών ή οικονομικών προβλημάτων. Με αυτόν τον τρόπο, η διοίκηση του έργου δεν λειτουργεί αντιδραστικά, αλλά προληπτικά, διασφαλίζοντας ότι το έργο παραμένει εντός προϋπολογισμού, εντός χρονοδιαγράμματος και σύμφωνα με τις απαιτούμενες προδιαγραφές.

Συνολικά, ο κίνδυνος κόστους και κατασκευής δεν μπορεί να εξαλειφθεί πλήρως, καθώς η κατασκευαστική διαδικασία επηρεάζεται από τεχνικούς, οικονομικούς, συμβατικούς και εξωτερικούς παράγοντες. Μπορεί όμως να περιοριστεί σημαντικά μέσω προσεκτικού σχεδιασμού, αξιόπιστης κοστολόγησης, επιλογής κατάλληλου εργολάβου, ισχυρής συμβατικής προστασίας,



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
συστηματικής τεχνικής επίβλεψης και επαρκούς αποθεματικού απροβλέπτων. Η έγκαιρη διαχείριση των παραπάνω παραγόντων ενισχύει τη χρηματοοικονομική ανθεκτικότητα του έργου και αυξάνει την πιθανότητα επιτυχούς ολοκλήρωσης και λειτουργικής εκμετάλλευσης.

11.3 Χρηματοοικονομικός και κανονιστικός κίνδυνος

Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες αξιολόγησης μιας επενδυτικής απόφασης, ιδίως σε έργα έντασης κεφαλαίου όπως οι επενδύσεις σε ακίνητα, τουριστικές υποδομές ή κτιριακές εγκαταστάσεις. Συνδέεται κυρίως με το κόστος και τη διαθεσιμότητα χρηματοδότησης, τη μεταβλητότητα των επιτοκίων, τη διάρκεια και τη δομή του δανεισμού, καθώς και με την ικανότητα της επένδυσης να παράγει επαρκείς ταμειακές ροές για την εξυπηρέτηση των χρηματοοικονομικών της υποχρεώσεων. Όπως επισημαίνουν οι Brueggeman, Fisher and Yates, η ανάλυση της χρηματοδότησης σε επενδύσεις ακινήτων πρέπει να λαμβάνει υπόψη τόσο τις αναμενόμενες αποδόσεις όσο και τους κινδύνους που απορρέουν από τη χρήση δανειακών κεφαλαίων.

Η χρηματοοικονομική μόχλευση μπορεί να λειτουργήσει θετικά όταν η απόδοση της επένδυσης υπερβαίνει το κόστος δανεισμού, καθώς αυξάνει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Ωστόσο, η ίδια μόχλευση μπορεί να εντείνει σημαντικά τον κίνδυνο σε περιόδους μείωσης των εσόδων, αύξησης των επιτοκίων ή καθυστερήσεων στην υλοποίηση του έργου. Σε ένα δυσμενές σενάριο, ακόμη και μια μικρή απόκλιση στις προβλεπόμενες ταμειακές ροές μπορεί να οδηγήσει σε δυσκολίες εξυπηρέτησης δανείων, παραβίαση χρηματοοικονομικών δεικτών ή ανάγκη πρόσθετης κεφαλαιακής ενίσχυσης. Πρόσφατη εμπειρική βιβλιογραφία για τον κλάδο των ακινήτων επιβεβαιώνει ότι η υπερβολική μόχλευση και η αδύναμη διαχείριση κεφαλαιακής διάρθρωσης αυξάνουν την έκθεση των επιχειρήσεων σε χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

Ιδιαίτερη σημασία έχει επίσης ο κίνδυνος επιτοκίων. Σε περιβάλλον αυξημένων ή μεταβαλλόμενων επιτοκίων, το κόστος εξυπηρέτησης του δανεισμού μπορεί να μεταβληθεί σημαντικά, ιδίως όταν η χρηματοδότηση βασίζεται σε κυμαινόμενο επιτόκιο. Για τον λόγο αυτό, η επένδυση πρέπει να αξιολογείται μέσω σεναρίων ευαισθησίας, τα οποία εξετάζουν την επίδραση διαφορετικών επιπέδων επιτοκίων, πληρότητας, τιμών πώλησης ή ενοικίασης και λειτουργικού κόστους. Η προσέγγιση αυτή είναι συμβατή με τη γενικότερη επενδυτική ανάλυση ακινήτων, όπου η εκτίμηση κινδύνου, η ανάλυση ταμειακών ροών και η προεξόφληση με κατάλληλο επιτόκιο αποτελούν βασικά εργαλεία λήψης απόφασης, όπως αναπτύσσεται από τους Geltner et al. στο *Commercial Real Estate Analysis and Investments*.

Παράλληλα, ο κανονιστικός κίνδυνος αφορά την πιθανότητα μεταβολής του θεσμικού, φορολογικού, πολεοδομικού και τεχνικού πλαισίου μέσα στο οποίο λειτουργεί η επένδυση. Τέτοιες μεταβολές μπορεί να αφορούν τη φορολογία ακινήτων και εισοδήματος, τους όρους μίσθωσης ή εκμετάλλευσης, τις χρήσεις γης, τις πολεοδομικές άδειες, τις τεχνικές προδιαγραφές κατασκευής, τις απαιτήσεις πυρασφάλειας, προσβασιμότητας και ενεργειακής απόδοσης. Ο κίνδυνος αυτός



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
είναι ιδιαίτερα κρίσιμος επειδή οι επενδύσεις σε ακίνητα έχουν συνήθως μακροχρόνιο ορίζοντα και περιορισμένη δυνατότητα γρήγορης προσαρμογής όταν έχουν ήδη υλοποιηθεί σημαντικές κεφαλαιουχικές δαπάνες.

Η συμμόρφωση με το υφιστάμενο κανονιστικό πλαίσιο δεν πρέπει να θεωρείται επαρκής από μόνη της. Η επένδυση οφείλει να σχεδιάζεται με τρόπο που να παραμένει ανθεκτική και σε αυστηρότερες μελλοντικές απαιτήσεις, ιδίως σε ζητήματα ενεργειακής απόδοσης, περιβαλλοντικής συμμόρφωσης, ασφάλειας κτιρίων και βιώσιμης λειτουργίας. Η τάση για αυστηρότερες πολιτικές απανθρακοποίησης και ενεργειακής αναβάθμισης του κτιριακού αποθέματος καθιστά τον κανονιστικό κίνδυνο άμεσα συνδεδεμένο με τον επενδυτικό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Μια επένδυση που δεν ενσωματώνει από την αρχή υψηλές τεχνικές και περιβαλλοντικές προδιαγραφές μπορεί να αντιμετωπίσει μελλοντικά αυξημένα κόστη αναβάθμισης, χαμηλότερη εμπορική αξία ή περιορισμένη δυνατότητα χρηματοδότησης. Πρόσφατη ανάλυση του OECD για τις επενδύσεις σε ακίνητα υπογραμμίζει τη σημασία της ανθεκτικότητας, της απανθρακοποίησης και της μελλοντικής προσαρμοστικότητας του δομημένου περιβάλλοντος.

Συνεπώς, η ορθή διαχείριση του χρηματοοικονομικού και κανονιστικού κινδύνου απαιτεί συνδυασμό συντηρητικής κεφαλαιακής διάρθρωσης, ρεαλιστικών προβλέψεων ταμειακών ροών, ελέγχου ευαισθησίας σε δυσμενή σενάρια και συστηματικής παρακολούθησης των θεσμικών εξελίξεων. Η επενδυτική απόφαση δεν πρέπει να βασίζεται μόνο στην αναμενόμενη απόδοση, αλλά και στην ικανότητα του έργου να αντέχει σε μεταβολές του οικονομικού, χρηματοδοτικού και κανονιστικού περιβάλλοντος.

11.4 Λειτουργικός κίνδυνος

Ο λειτουργικός κίνδυνος αφορά την πιθανότητα η επένδυση να μην επιτύχει την αναμενόμενη λειτουργική της απόδοση λόγω προβλημάτων στη διαχείριση, στη συντήρηση, στην είσπραξη μισθωμάτων ή στη διατήρηση υψηλής πληρότητας. Στην περίπτωση ενός συγκροτήματος πολλών κατοικιών, ο κίνδυνος αυτός αποκτά ιδιαίτερη σημασία, καθώς η απόδοση της επένδυσης δεν εξαρτάται μόνο από την αρχική κατασκευή ή αγορά του ακινήτου, αλλά και από τη συνεχή και αποτελεσματική διαχείρισή του σε βάθος χρόνου.

Οι βασικές μορφές λειτουργικού κινδύνου περιλαμβάνουν την ύπαρξη κενών κατοικιών, τις καθυστερήσεις ή αθετήσεις πληρωμών από ενοικιαστές, τις φθορές στις κατοικίες και στους κοινόχρηστους χώρους, την αύξηση του κόστους συντήρησης, την ανεπαρκή τεχνική παρακολούθηση και τη διοικητική αναποτελεσματικότητα. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία της επενδυτικής ανάλυσης ακινήτων, τα λειτουργικά έξοδα, οι κενότητες και η ποιότητα διαχείρισης επηρεάζουν άμεσα το καθαρό λειτουργικό εισόδημα της επένδυσης και, κατ' επέκταση, την αξία του ακινήτου μέσω της κεφαλαιοποίησης των μελλοντικών ταμειακών ροών (Geltner et al., 2014). Παρόμοια, οι Brueggeman, Fisher and Yates υπογραμμίζουν ότι η αξιολόγηση μιας επένδυσης σε



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
ακίνητα πρέπει να περιλαμβάνει όχι μόνο τα έσοδα από μισθώματα, αλλά και τις λειτουργικές δαπάνες, τις προβλέψεις για κενότητες και την ικανότητα του ακινήτου να παράγει σταθερές ταμειακές ροές μετά την αφαίρεση των εξόδων.

Σε συγκροτήματα πολλών κατοικιών, η επαγγελματική διαχείριση μπορεί να μειώσει σημαντικά τον λειτουργικό κίνδυνο. Αυτό συμβαίνει επειδή επιτρέπει την τυποποίηση των διαδικασιών, την έγκαιρη αντιμετώπιση τεχνικών προβλημάτων, την οργανωμένη είσπραξη μισθωμάτων, τη συστηματική επικοινωνία με τους ενοικιαστές και την παρακολούθηση βασικών δεικτών απόδοσης, όπως η πληρότητα, ο χρόνος επαναμίσθωσης, οι καθυστερήσεις πληρωμών και το κόστος συντήρησης ανά κατοικία. Η σχετική βιβλιογραφία για τα συστήματα διαχείρισης ακινήτων δείχνει ότι η οργάνωση, η ψηφιοποίηση και η διαχείριση κινδύνων στις λειτουργίες property management συμβάλλουν στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας και στη μείωση λειτουργικών αστοχιών.

Πρακτικά, η αντιμετώπιση του λειτουργικού κινδύνου απαιτεί ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο προληπτικής διαχείρισης. Πρώτον, ο έλεγχος των ενοικιαστών πριν από την υπογραφή της μίσθωσης είναι κρίσιμος, καθώς μειώνει την πιθανότητα καθυστερήσεων πληρωμών, πρόωρης αποχώρησης ή κακής χρήσης του ακινήτου. Η διαδικασία μπορεί να περιλαμβάνει επαλήθευση εισοδήματος, προηγούμενες συστάσεις, πιστοληπτικό έλεγχο όπου επιτρέπεται από τη νομοθεσία και σαφείς όρους μίσθωσης. Μελέτες για τις πρακτικές αξιολόγησης κινδύνου στον ιδιωτικό τομέα μισθώσεων δείχνουν ότι η επιλογή ενοικιαστών αποτελεί βασικό σημείο ελέγχου για τη μείωση μελλοντικών λειτουργικών προβλημάτων.

Δεύτερον, η ύπαρξη εγγύησης, σαφούς μισθωτηρίου και τυποποιημένων διαδικασιών είσπραξης προστατεύει την επένδυση από προβλήματα ρευστότητας. Οι καθυστερήσεις πληρωμών δεν επηρεάζουν μόνο το μηνιαίο εισόδημα, αλλά μπορούν να δημιουργήσουν πίεση στην εξυπηρέτηση δανείων, στην κάλυψη λειτουργικών δαπανών και στη δυνατότητα συντήρησης του συγκροτήματος. Για τον λόγο αυτό, η διαχείριση των μισθωμάτων πρέπει να συνδυάζεται με έγκαιρη παρακολούθηση ληξιπρόθεσμων οφειλών, τυποποιημένη επικοινωνία με ενοικιαστές και νομική συμμόρφωση στη διαδικασία αντιμετώπισης καθυστερήσεων.

Τρίτον, η προληπτική συντήρηση αποτελεί βασικό εργαλείο περιορισμού του λειτουργικού κόστους. Τα τακτικά τεχνικά service, οι επιθεωρήσεις εγκαταστάσεων, η έγκαιρη αποκατάσταση μικρών φθορών και η παρακολούθηση κρίσιμων συστημάτων, όπως ηλεκτρολογικές εγκαταστάσεις, υδραυλικά, θέρμανση, ψύξη, ανελκυστήρες και συστήματα πυρασφάλειας, μειώνουν τον κίνδυνο μεγάλων βλαβών και απρόβλεπτων δαπανών. Η λογική αυτή είναι συμβατή με τη γενικότερη θεωρία της διαχείρισης ακινήτων, όπου η συντήρηση δεν αντιμετωπίζεται απλώς ως κόστος, αλλά ως μηχανισμός προστασίας της αξίας του περιουσιακού στοιχείου.

Τέταρτον, η χρήση ψηφιακών εργαλείων παρακολούθησης μπορεί να βελτιώσει σημαντικά τη λειτουργική απόδοση. Ένα οργανωμένο σύστημα property management μπορεί να καταγράφει πληρωμές, λήξεις μισθώσεων, αιτήματα συντήρησης, διαθέσιμες κατοικίες, κόστη επισκευών και ιστορικό επικοινωνίας με ενοικιαστές. Με αυτόν τον τρόπο, η διοίκηση αποκτά καλύτερη εικόνα



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών των πραγματικών λειτουργικών δεδομένων και μπορεί να λαμβάνει αποφάσεις βάσει στοιχείων, αντί να λειτουργεί αντιδραστικά.

Τέλος, η ύπαρξη ταμειακού αποθεματικού είναι αναγκαία για τη διαχείριση απρόβλεπτων γεγονότων. Ακόμη και σε ένα καλά σχεδιασμένο και επαγγελματικά διαχειριζόμενο συγκρότημα, μπορεί να προκύψουν περίοδοι αυξημένης κενότητας, μεγαλύτερες επισκευές, καθυστερήσεις πληρωμών ή έκτακτες δαπάνες. Συνεπώς, η επένδυση πρέπει να διαθέτει επαρκές αποθεματικό για τη διατήρηση της λειτουργικής σταθερότητας χωρίς άμεση ανάγκη πρόσθετης χρηματοδότησης.

Πίνακας αξιολόγησης βασικών κινδύνων

Πίνακας 12: Μήτρα κινδύνων και μέτρα αντιμετώπισης

Κίνδυνος	Πιθανότητα	Επίπτωση	Μέτρα αντιμετώπισης
Μείωση μισθωμάτων	Μεσαία	Υψηλή	Επιλογή κατάλληλης τοποθεσίας, διαφοροποίηση προϊόντος, ανταγωνιστική τιμολόγηση, αναβάθμιση παρεχόμενων υπηρεσιών
Υπέρβαση κόστους κατασκευής ή ανακαίνισης	Μεσαία	Υψηλή	Αναλυτικός προϋπολογισμός, σταθερές συμβάσεις με εργολάβους, τεχνική επίβλεψη, πρόβλεψη contingency
Καθυστέρηση αδειών	Μεσαία	Μεσαία/Υψηλή	Προέλεγχος φακέλου, συνεργασία με έμπειρους μελετητές, έγκαιρη επικοινωνία με αρμόδιες αρχές
Αύξηση επιτοκίων	Μεσαία	Μεσαία	Συντηρητική μόχλευση, δυνατότητα σταθερού επιτοκίου, έλεγχος ευαισθησίας ταμειακών ροών
Κενότητα κατοικιών	Χαμηλή/Μεσαία	Μεσαία	Επαγγελματική διαχείριση, σωστή τιμολόγηση, ταχεία επαναμίσθωση, διατήρηση καλής ποιότητας κατοικιών
Καθυστερήσεις πληρωμών	Μεσαία	Μεσαία	Έλεγχος ενοικιαστών, εγγύηση, σαφείς όροι μίσθωσης, τυποποιημένη διαδικασία είσπραξης
Φθορές και αυξημένο κόστος συντήρησης	Μεσαία	Μεσαία/Υψηλή	Προληπτική συντήρηση, τακτικές επιθεωρήσεις, τεχνικό αρχείο ανά κατοικία, επιλογή ανθεκτικών υλικών
Διοικητική αναποτελεσματικότητα	Χαμηλή/Μεσαία	Μεσαία	Ανάθεση σε επαγγελματικό διαχειριστή, ψηφιακά εργαλεία παρακολούθησης, τυποποίηση διαδικασιών
Κανονιστικές αλλαγές	Μεσαία	Μεσαία	Συνεχής συμμόρφωση, παρακολούθηση θεσμικών εξελίξεων, ευέλικτο μοντέλο μίσθωσης
Έκτακτες δαπάνες ή απρόβλεπτα γεγονότα	Μεσαία	Μεσαία/Υψηλή	Δημιουργία ταμειακού αποθεματικού, ασφαλιστική κάλυψη, τακτική αναθεώρηση προϋπολογισμού

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, βάσει παραδοχών της παρούσας μελέτης.

Συνολικά, ο λειτουργικός κίνδυνος δεν πρέπει να αντιμετωπίζεται ως δευτερεύον ζήτημα μετά την ολοκλήρωση της επένδυσης, αλλά ως βασικός παράγοντας που επηρεάζει τη μακροχρόνια απόδοση και αξία του ακινήτου. Η αποτελεσματική διαχείρισή του απαιτεί προληπτικό σχεδιασμό, επαγγελματική διοίκηση, συνεχή τεχνική παρακολούθηση και χρηματοοικονομική πειθαρχία. Με



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
αυτόν τον τρόπο, η επένδυση μπορεί να διατηρήσει σταθερές ταμειακές ροές, να περιορίσει τις απώλειες από κενότητες ή καθυστερήσεις πληρωμών και να ενισχύσει τη συνολική της ανθεκτικότητα.

Κεφάλαιο 12: Συμπεράσματα και προτάσεις

12.1 Συνολική αξιολόγηση

Η συνολική αξιολόγηση της επένδυσης δείχνει ότι η ανέγερση και εκμετάλλευση ενός συγκροτήματος ενοικιαζόμενων κατοικιών σε αστικό περιβάλλον ανταποκρίνεται σε πραγματικές και διαρκώς εντεινόμενες ανάγκες της αγοράς. Η αύξηση των τιμών κατοικίας, η περιορισμένη διαθεσιμότητα σύγχρονων και ενεργειακά αποδοτικών μισθωμένων κατοικιών, καθώς και η αυξανόμενη ζήτηση για ποιοτική αστική στέγαση δημιουργούν ένα ευνοϊκό μακροοικονομικό και κοινωνικό υπόβαθρο για τέτοιου είδους επενδύσεις. Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, η Eurostat καταγράφει ότι οι τιμές κατοικιών στην ΕΕ αυξήθηκαν κατά 53% μεταξύ 2010 και 2024, ενώ τα ενοίκια αυξήθηκαν κατά 25% την ίδια περίοδο, γεγονός που επιβεβαιώνει τη γενικότερη πίεση στην αγορά στέγασης και την αυξανόμενη σημασία του τομέα των μισθώσεων.

Στην ελληνική αγορά, η δυναμική των τιμών κατοικίας παραμένει έντονη. Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος, οι τιμές των νέων διαμερισμάτων αυξήθηκαν κατά 10,2% το 2024, ενώ οι τιμές των παλαιότερων διαμερισμάτων αυξήθηκαν κατά 8,3%. Επιπλέον, στο τρίτο τρίμηνο του 2025 οι τιμές συνέχισαν να κινούνται ανοδικά, με ετήσια αύξηση 6,6% για τα νέα διαμερίσματα και 8,5% για τα παλαιότερα. Τα στοιχεία αυτά δείχνουν ότι η κατοικία εξακολουθεί να αποτελεί κατηγορία περιουσιακού στοιχείου με ισχυρή ζήτηση, αλλά ταυτόχρονα αυξάνουν την ανάγκη για προσεκτική επιλογή οικοπέδου, ελεγχόμενο κόστος ανάπτυξης και ρεαλιστική εκτίμηση των μελλοντικών εσόδων από μισθώματα.

Από στρατηγική άποψη, η επένδυση εμφανίζει θετική λογική, καθώς συνδέεται με βασικές τάσεις της σύγχρονης αστικής οικονομίας: συγκέντρωση πληθυσμού στα αστικά κέντρα, δυσκολία πρόσβασης στην ιδιοκατοίκηση για νεότερα νοικοκυριά, αυξανόμενες απαιτήσεις για ενεργειακή απόδοση και προτίμηση για κατοικίες με καλύτερη λειτουργικότητα, ασφάλεια και ποιότητα διαχείρισης. Η διεθνής βιβλιογραφία για την αγορά ακινήτων υπογραμμίζει ότι η αξία ενός επενδυτικού ακινήτου δεν προσδιορίζεται μόνο από την τοποθεσία και το αρχικό κόστος κατασκευής, αλλά κυρίως από την ικανότητά του να παράγει σταθερές και προβλέψιμες καθαρές ταμειακές ροές σε βάθος χρόνου (Geltner et al., 2014). Αντίστοιχα, οι Brueggeman, Fisher and Yates (2024) τονίζουν ότι η αξιολόγηση επενδύσεων σε ακίνητα πρέπει να βασίζεται σε ολοκληρωμένη ανάλυση εσόδων, λειτουργικών δαπανών, χρηματοδότησης, κινδύνου και υπολειμματικής αξίας.

Ωστόσο, η ύπαρξη ευνοϊκών συνθηκών στην αγορά δεν σημαίνει ότι το έργο είναι αυτόματα χρηματοοικονομικά ελκυστικό. Με βάση τις παραδοχές του βασικού σεναρίου, η απόδοση



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
χαρακτηρίζεται ως οριακή, γεγονός που υποδηλώνει ότι η επένδυση διαθέτει προοπτική, αλλά δεν προσφέρει μεγάλο περιθώριο σφάλματος. Σε τέτοιες περιπτώσεις, ακόμη και μικρές αποκλίσεις στο κόστος κατασκευής, στο κόστος χρηματοδότησης, στο επίπεδο μισθωμάτων, στον χρόνο απορρόφησης των κατοικιών ή στα λειτουργικά έξοδα μπορούν να επηρεάσουν ουσιαστικά την καθαρή παρούσα αξία, την εσωτερική απόδοση και την ικανότητα εξυπηρέτησης δανειακών υποχρεώσεων. Η πρόσφατη έρευνα των Moorhead et al. για τη σκοπιμότητα έργων ανάπτυξης ακινήτων επισημαίνει ότι οι developers αξιολογούν τα έργα μέσω ανάλυσης σκοπιμότητας, κόστους κεφαλαίου, hurdle rates, σεναρίων και υποκειμενικής εκτίμησης κινδύνου, επειδή οι αποφάσεις λαμβάνονται υπό συνθήκες υψηλής αβεβαιότητας.

Κατά συνέπεια, το βασικό συμπέρασμα δεν είναι ότι η επένδυση πρέπει να απορριφθεί, αλλά ότι πρέπει να υλοποιηθεί μόνο υπό αυστηρές προϋποθέσεις. Πρώτη προϋπόθεση είναι η επιλογή κατάλληλου οικοπέδου σε περιοχή με αποδεδειγμένη ζήτηση για μισθώσεις, καλή προσβασιμότητα, σύνδεση με μέσα μεταφοράς, εγγύτητα σε υπηρεσίες και δυνατότητα διατήρησης υψηλής πληρότητας. Η κλασική αρχή της τοποθεσίας παραμένει καθοριστική στην ακίνητη περιουσία, όχι μόνο διότι επηρεάζει την αγοραία αξία, αλλά και επειδή μειώνει τον κίνδυνο κενότητας και στηρίζει τη μελλοντική αύξηση των μισθωμάτων.

Δεύτερη προϋπόθεση είναι ο αυστηρός έλεγχος του κόστους ανάπτυξης. Η οριακή απόδοση του βασικού σεναρίου σημαίνει ότι υπερβάσεις κόστους, καθυστερήσεις αδειοδότησης ή αυξήσεις στις τιμές υλικών και εργασίας μπορούν να μετατρέψουν ένα βιώσιμο έργο σε μη ελκυστικό. Για τον λόγο αυτό, απαιτείται αναλυτικός προϋπολογισμός, τεχνικός και νομικός έλεγχος του οικοπέδου, σαφής σύμβαση με εργολάβους, ανεξάρτητη τεχνική επίβλεψη και επαρκές contingency. Η βιβλιογραφία για τη διαχείριση κινδύνων σε έργα ανάπτυξης ακινήτων τονίζει ότι η αβεβαιότητα στα αρχικά στάδια του έργου είναι ιδιαίτερα υψηλή και πρέπει να αντιμετωπίζεται μέσω συστηματικής ανάλυσης κινδύνου, ευαισθησίας και εναλλακτικών σεναρίων.

Τρίτη προϋπόθεση είναι η επαγγελματική λειτουργία του συγκροτήματος μετά την ολοκλήρωση της κατασκευής. Η επένδυση δεν πρέπει να αξιολογείται ως απλή κατασκευαστική δραστηριότητα, αλλά ως μακροχρόνιο εισοδηματικό ακίνητο. Αυτό σημαίνει ότι η απόδοσή της εξαρτάται από την ποιότητα της διαχείρισης, την ταχύτητα μίσθωσης, τη διατήρηση των ενοικιαστών, την προληπτική συντήρηση, τη συλλογή μισθωμάτων, τη διαχείριση κοινόχρηστων χώρων και την προστασία της τεχνικής κατάστασης του ακινήτου. Η ύπαρξη ψηφιακού συστήματος property management, σαφών διαδικασιών και τακτικής παρακολούθησης βασικών δεικτών απόδοσης μπορεί να μειώσει σημαντικά τον λειτουργικό κίνδυνο.

Τέταρτη προϋπόθεση είναι η συντηρητική χρηματοοικονομική διάρθρωση. Δεδομένου ότι η απόδοση του έργου είναι οριακή στο βασικό σενάριο, η υπερβολική μόχλευση θα αύξανε σημαντικά την έκθεση σε επιτοκιακό και ταμειακό κίνδυνο. Η χρήση δανεισμού μπορεί να ενισχύσει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων σε θετικό σενάριο, αλλά επιβαρύνει την επένδυση σε περίπτωση χαμηλότερης πληρότητας, αύξησης επιτοκίων ή καθυστέρησης στην έναρξη των εσόδων. Συνεπώς, η χρηματοδότηση πρέπει να σχεδιαστεί με βάση δυσμενή αλλά ρεαλιστικά



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
σενάρια, ώστε το έργο να μπορεί να εξυπηρετεί τις υποχρεώσεις του ακόμη και σε περιβάλλον χαμηλότερων μισθωμάτων ή υψηλότερων λειτουργικών δαπανών.

Πέμπτη προϋπόθεση είναι η ενσωμάτωση υψηλών τεχνικών, ενεργειακών και λειτουργικών προδιαγραφών από το στάδιο του σχεδιασμού. Η επένδυση πρέπει να είναι συμβατή όχι μόνο με τις σημερινές κανονιστικές απαιτήσεις, αλλά και με πιθανές μελλοντικές αυστηρότερες απαιτήσεις για ενεργειακή απόδοση, ασφάλεια, βιωσιμότητα και ποιότητα κατοικίας. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό επειδή οι κατοικίες με χαμηλότερο λειτουργικό κόστος, καλύτερη ενεργειακή συμπεριφορά και υψηλότερη ποιότητα κατασκευής είναι πιθανότερο να διατηρήσουν την ανταγωνιστικότητά τους σε μια αγορά όπου οι ενοικιαστές γίνονται πιο ευαίσθητοι στο συνολικό κόστος διαβίωσης.

Συνολικά, η επένδυση μπορεί να θεωρηθεί στρατηγικά δικαιολογημένη, αλλά χρηματοοικονομικά ευαίσθητη. Η αγορά παρουσιάζει πραγματική ανάγκη για σύγχρονες ενοικιαζόμενες κατοικίες και οι γενικότερες τάσεις στη στέγαση υποστηρίζουν τη ζήτηση. Παράλληλα, όμως, η οριακή απόδοση του βασικού σεναρίου δείχνει ότι η επιτυχία του έργου εξαρτάται από πειθαρχημένη υλοποίηση και όχι απλώς από την ευνοϊκή αγορά. Επομένως, η τελική απόφαση πρέπει να είναι υπό όρους: το έργο μπορεί να προχωρήσει εφόσον εξασφαλιστεί κατάλληλη τοποθεσία, ελεγχόμενο κόστος γης και κατασκευής, ρεαλιστική τιμολογιακή πολιτική, επαγγελματική διαχείριση, επαρκές ταμειακό αποθεματικό και συντηρητική χρηματοδότηση.

Με βάση τα παραπάνω, η επένδυση δεν πρέπει να αντιμετωπιστεί ως ευκαιρία υψηλής απόδοσης χωρίς κινδύνους, αλλά ως έργο μακροχρόνιας δημιουργίας αξίας, όπου η επιτυχία θα εξαρτηθεί από την ικανότητα του φορέα υλοποίησης να συνδυάσει σωστή ανάπτυξη, χρηματοοικονομική πειθαρχία και αποτελεσματική λειτουργική διαχείριση. Εάν οι παραπάνω προϋποθέσεις τηρηθούν, το έργο μπορεί να προσφέρει σταθερές ταμειακές ροές, προστασία έναντι πληθωριστικών πιέσεων και συμμετοχή σε μια κατηγορία ακινήτων με διαρθρωτική ζήτηση. Εάν, αντίθετα, υπάρξουν υπερβάσεις κόστους, λανθασμένη τοποθεσία ή ανεπαρκής λειτουργική διαχείριση, η οριακή απόδοση του βασικού σεναρίου μπορεί να επιδεινωθεί σημαντικά.

12.2 Προτάσεις βελτίωσης βιωσιμότητας

Η βελτίωση της βιωσιμότητας της επένδυσης πρέπει να βασιστεί σε δύο συμπληρωματικούς άξονες: αφενός στη μείωση του κόστους ανά μισθώσιμο τετραγωνικό μέτρο και αφετέρου στην αύξηση της εμπορικής αξίας του τελικού προϊόντος. Η πρώτη διάσταση ενισχύει τη χρηματοοικονομική αποδοτικότητα του έργου μέσω περιορισμού της αρχικής κεφαλαιουχικής δαπάνης, ενώ η δεύτερη βελτιώνει τη δυνατότητα επίτευξης υψηλότερων μισθωμάτων, σταθερότερης πληρότητας και καλύτερης μακροχρόνιας αξίας του ακινήτου. Όπως αναφέρουν οι Geltner et al. (2014), η αξία ενός εισοδηματικού ακινήτου εξαρτάται από την ικανότητά του να δημιουργεί προβλέψιμες καθαρές ταμειακές ροές, γεγονός που καθιστά κρίσιμη τόσο τη συγκράτηση κόστους όσο και την ενίσχυση των εσόδων.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Πρώτη προτεραιότητα αποτελεί η μείωση του κόστους ανά μισθώσιμο τετραγωνικό μέτρο. Η οριακή απόδοση του βασικού σεναρίου δείχνει ότι το έργο έχει περιορισμένο περιθώριο απορρόφησης υπερβάσεων κόστους. Επομένως, η επιλογή οικοπέδου πρέπει να γίνεται όχι μόνο με βάση την απόλυτη τιμή αγοράς, αλλά κυρίως με βάση τη σχέση μεταξύ κόστους γης, επιτρεπόμενης δόμησης, εμπορικότητας της τοποθεσίας και τελικής μισθώσιμης επιφάνειας. Ένα φθηνότερο οικόπεδο δεν είναι απαραίτητα οικονομικά καλύτερο εάν έχει περιορισμούς δόμησης, χαμηλή εμπορική ελκυστικότητα ή αυξημένα τεχνικά κόστη. Αντίθετα, ένα οικόπεδο με καλύτερο συντελεστή δόμησης, καθαρό νομικό και πολεοδομικό καθεστώς και υψηλή ζήτηση μισθώσεων μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλότερο πραγματικό κόστος ανά αξιοποιήσιμο τετραγωνικό μέτρο.

Σημαντική παράμετρος είναι επίσης ο ορθολογικός αρχιτεκτονικός και τεχνικός σχεδιασμός. Η ανάπτυξη πρέπει να στοχεύει στη μεγιστοποίηση της λειτουργικής και μισθώσιμης επιφάνειας, χωρίς όμως να θυσιάζεται η ποιότητα κατοίκησης. Η ύπαρξη υπερβολικών κοινόχρηστων ή μη παραγωγικών χώρων, πολύπλοκων κατασκευαστικών λύσεων ή μη αποδοτικής κάτοψης αυξάνει το κόστος χωρίς αντίστοιχη αύξηση των εσόδων. Η βιβλιογραφία για την ανάπτυξη ακινήτων υπογραμμίζει ότι η σκοπιμότητα ενός έργου εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ικανότητα του developer να μετατρέψει το φυσικό προϊόν σε εμπορεύσιμο και οικονομικά αποδοτικό περιουσιακό στοιχείο, μέσω κατάλληλου σχεδιασμού, ελέγχου κόστους και ευθυγράμμισης με τη ζήτηση της αγοράς (Miles, Netherton and Schmitz, 2015).

Η μείωση του κόστους μπορεί επίσης να επιτευχθεί μέσω διαγωνιστικής διαδικασίας κατασκευής και αυστηρής τεχνικής επίβλεψης. Η πρόσκληση περισσότερων προσφορών από εργολάβους, η σαφής περιγραφή τεχνικών προδιαγραφών, η πρόβλεψη χρονοδιαγράμματος, η χρήση συμβατικών ρητρών και η ύπαρξη ανεξάρτητου τεχνικού συμβούλου μειώνουν την πιθανότητα υπερβάσεων κόστους και καθυστερήσεων. Ιδιαίτερα σε περιόδους αυξημένων τιμών υλικών και εργασίας, η έγκαιρη κλειδωμένη συμφωνία για βασικά κόστη ή η προσεκτική κατανομή κινδύνων μεταξύ ιδιοκτήτη και εργολάβου αποτελεί κρίσιμο στοιχείο βιωσιμότητας. Οι Isaac, O'Leary and Daley (2016) επισημαίνουν ότι η αναπτυξιακή διαδικασία ακινήτων απαιτεί συνεχή έλεγχο κόστους, χρηματοδότησης και εμπορικής σκοπιμότητας, καθώς η αξία δημιουργείται μόνο όταν το τελικό προϊόν μπορεί να υποστηρίξει επαρκείς αποδόσεις σε σχέση με το κεφάλαιο που δεσμεύεται.

Δεύτερη προτεραιότητα αποτελεί η αύξηση της εμπορικής αξίας του προϊόντος. Η επένδυση δεν πρέπει να ανταγωνιστεί αποκλειστικά με βάση την τιμή μίσθωσης, αλλά με βάση τη συνολική αξία που προσφέρει στον ενοικιαστή. Σε ένα αστικό περιβάλλον όπου η ζήτηση για ποιοτική στέγαση αυξάνεται, χαρακτηριστικά όπως η ενεργειακή απόδοση, η λειτουργική κάτοψη, η ασφάλεια, η καθαριότητα, η ηχομόνωση, η φυσική φωτεινότητα, η ποιότητα υλικών και η αξιοπιστία της διαχείρισης μπορούν να διαφοροποιήσουν το ακίνητο από παλαιότερες ή χαμηλότερης ποιότητας επιλογές. Η διαφοροποίηση αυτή μπορεί να υποστηρίξει υψηλότερα μισθώματα, χαμηλότερη κενότητα και μεγαλύτερη διάρκεια παραμονής των ενοικιαστών.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Η ενεργειακή απόδοση αποτελεί ιδιαίτερα σημαντικό παράγοντα εμπορικής αξίας. Κατοικίες με χαμηλότερη κατανάλωση ενέργειας, καλύτερη θερμομόνωση, αποδοτικά συστήματα θέρμανσης και ψύξης και πιθανή χρήση ανανεώσιμων πηγών ενέργειας μειώνουν το συνολικό κόστος διαβίωσης του ενοικιαστή. Αυτό μπορεί να αυξήσει την προθυμία πληρωμής, ειδικά σε περιόδους ενεργειακής αβεβαιότητας. Παράλληλα, η υψηλή ενεργειακή κατάταξη προστατεύει το ακίνητο από μελλοντικούς κανονιστικούς κινδύνους και ενισχύει τη μακροχρόνια αξία του. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία για τα “green buildings”, η περιβαλλοντική απόδοση και οι πιστοποιήσεις βιωσιμότητας μπορούν να συνδέονται με μισθωτικά ή αγοραία πλεονεκτήματα, καθώς μειώνουν το λειτουργικό κόστος και ενισχύουν την ελκυστικότητα του ακινήτου για χρήστες και επενδυτές (Eichholtz, Kok and Quigley, 2010).

Εξίσου κρίσιμη είναι η λειτουργικότητα της κάτοψης. Οι κατοικίες πρέπει να σχεδιαστούν με τρόπο που να ανταποκρίνεται στις ανάγκες των πιθανών ενοικιαστών: αποδοτική αξιοποίηση χώρου, επαρκείς αποθηκευτικοί χώροι, ευέλικτα δωμάτια, καλή σχέση ιδιωτικών και κοινόχρηστων χώρων και δυνατότητα εύκολης επίπλωσης. Μια κατοικία μικρότερης επιφάνειας αλλά καλύτερης κάτοψης μπορεί να είναι εμπορικά πιο ελκυστική από μια μεγαλύτερη αλλά κακώς σχεδιασμένη κατοικία. Η λειτουργική ποιότητα επηρεάζει άμεσα την εμπειρία κατοίκησης και, συνεπώς, την πιθανότητα ανανέωσης της μίσθωσης.

Η αξιοπιστία της διαχείρισης αποτελεί επίσης στοιχείο εμπορικής διαφοροποίησης. Σε ένα συγκρότημα πολλών κατοικιών, η καθαριότητα των κοινόχρηστων χώρων, η ταχύτητα ανταπόκρισης σε τεχνικά προβλήματα, η διαφάνεια στις χρεώσεις, η ασφάλεια, η καλή επικοινωνία με τους ενοικιαστές και η χρήση ψηφιακών εργαλείων μπορούν να ενισχύσουν την ικανοποίηση των χρηστών και να περιορίσουν την εναλλαγή ενοικιαστών. Η υψηλή εναλλαγή αυξάνει το κόστος μέσω περιόδων κενότητας, δαπανών επαναμίσθωσης, επισκευών και διοικητικής επιβάρυνσης. Συνεπώς, η επαγγελματική διαχείριση δεν αποτελεί απλώς λειτουργικό κόστος, αλλά επένδυση στη σταθερότητα των εσόδων.

Πέρα από τους δύο βασικούς άξονες, η βιωσιμότητα του έργου μπορεί να ενισχυθεί μέσω προσεκτικής χρηματοοικονομικής δομής. Η χρήση υπερβολικού δανεισμού θα αύξανε την ευαισθησία του έργου σε αυξήσεις επιτοκίων ή μειώσεις μισθωμάτων. Για τον λόγο αυτό, προτείνεται συντηρητική μόχλευση, εξέταση σταθερού ή μερικώς σταθερού επιτοκίου, ταμειακό αποθεματικό για περιόδους χαμηλότερης πληρότητας και τακτική αναθεώρηση των παραδοχών του χρηματοοικονομικού μοντέλου. Οι Brueggeman, Fisher and Yates (2024) τονίζουν ότι η χρηματοδότηση ακινήτων πρέπει να αξιολογείται σε συνάρτηση με τον κίνδυνο των ταμειακών ροών, το κόστος κεφαλαίου και την ικανότητα εξυπηρέτησης δανειακών υποχρεώσεων.

Επιπλέον, η επένδυση θα πρέπει να ενσωματώνει από την αρχή μια λογική κύκλου ζωής. Η χαμηλότερη αρχική δαπάνη δεν είναι πάντοτε η πιο συμφέρουσα επιλογή, εάν οδηγεί σε αυξημένο κόστος συντήρησης, χαμηλότερη ενεργειακή απόδοση ή ταχύτερη τεχνική απαξίωση. Η αξιολόγηση πρέπει να λαμβάνει υπόψη το συνολικό κόστος ιδιοκτησίας, δηλαδή το κόστος κατασκευής, λειτουργίας, συντήρησης, αναβαθμίσεων και πιθανής μελλοντικής εξόδου. Με αυτόν



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
τον τρόπο, η επένδυση προστατεύεται από αποφάσεις που μειώνουν προσωρινά το αρχικό κόστος αλλά υπονομεύουν τη μακροχρόνια αξία.

Συνολικά, η βιωσιμότητα του έργου μπορεί να βελτιωθεί ουσιαστικά εάν η επένδυση αντιμετωπιστεί ως ολοκληρωμένο εισοδηματικό ακίνητο και όχι απλώς ως κατασκευαστικό έργο. Η μείωση του κόστους ανά μισθώσιμο τετραγωνικό πρέπει να επιδιωχθεί μέσω έξυπνης επιλογής οικοπέδου, αποδοτικού σχεδιασμού, περιορισμού μη παραγωγικών χώρων και ανταγωνιστικής ανάθεσης κατασκευής. Παράλληλα, η αύξηση της εμπορικής αξίας πρέπει να επιτευχθεί μέσω ποιοτικού προϊόντος, ενεργειακής απόδοσης, λειτουργικότητας, ασφάλειας, καθαρών κοινόχρηστων χώρων και αξιόπιστης διαχείρισης. Μόνο ο συνδυασμός αυτών των παραμέτρων μπορεί να μετατρέψει μια οριακή χρηματοοικονομικά επένδυση σε πιο ανθεκτικό και εμπορικά ελκυστικό έργο.

12.2.1 Τελική επενδυτική σύσταση

Η τελική αξιολόγηση οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το επενδυτικό σχέδιο μπορεί να θεωρηθεί υπό όρους βιώσιμο. Η υλοποίησή του προτείνεται μόνο εφόσον διασφαλιστούν τρεις βασικές προϋποθέσεις: πρώτον, περιορισμός του συνολικού κόστους ανάπτυξης εντός του προϋπολογισμού· δεύτερον, επίτευξη υψηλής μέσης πληρότητας μέσω επαγγελματικής διαχείρισης και κατάλληλης επιλογής ενοικιαστών· και τρίτον, διαμόρφωση μισθωμάτων που να ανταποκρίνονται στις συνθήκες της αγοράς χωρίς να υπονομεύουν τη ζήτηση. Υπό αυτές τις προϋποθέσεις, το έργο μπορεί να λειτουργήσει ως σταθερό εισοδηματικό ακίνητο με προοπτική μελλοντικής υπεραξίας. Αντίθετα, σε περίπτωση υπέρβασης κόστους ή χαμηλότερης πληρότητας, η επενδυτική ελκυστικότητα περιορίζεται σημαντικά.

12.3 Τελικό συμπέρασμα

Με βάση τα αριθμητικά αποτελέσματα, το επενδυτικό σχέδιο δεν πρέπει να αντιμετωπιστεί ως αυτόματα ελκυστική επένδυση, αλλά ως έργο υπό προϋποθέσεις. Οι προϋποθέσεις αυτές είναι: συγκράτηση κόστους ανάπτυξης, επιβεβαίωση πραγματικών μισθωμάτων στην επιλεγμένη περιοχή, συμβατική διασφάλιση του κατασκευαστικού προϋπολογισμού, επαγγελματική λειτουργική διαχείριση και τακτική αναθεώρηση των παραδοχών. Εφόσον οι προϋποθέσεις αυτές ικανοποιηθούν, η επένδυση μπορεί να αποκτήσει επαρκή ανθεκτικότητα και να αποτελέσει ρεαλιστική πρόταση αστικής οικιστικής ανάπτυξης.

Το προτεινόμενο έργο μπορεί να αποτελέσει βιώσιμη και στρατηγικά ενδιαφέρουσα μακροχρόνια επένδυση, υπό την προϋπόθεση ότι δεν θα αντιμετωπιστεί αποκλειστικά ως ένα τεχνικό ή κατασκευαστικό έργο, αλλά ως ένα ολοκληρωμένο επιχειρηματικό μοντέλο αστικής



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών κατοικίας. Η δημιουργία αξίας σε μια τέτοια επένδυση δεν προκύπτει μόνο από την ανέγερση του κτιρίου, αλλά από τον συνδυασμό κατάλληλης τοποθεσίας, ελεγχόμενου κόστους ανάπτυξης, ανταγωνιστικού προϊόντος, σταθερών μισθωτικών εσόδων, αποτελεσματικής λειτουργικής διαχείρισης και μακροχρόνιας προστασίας της αξίας του περιουσιακού στοιχείου. Όπως υποστηρίζουν οι Geltner et al. (2014), η αξία ενός εισοδηματικού ακινήτου συνδέεται άμεσα με την ικανότητά του να παράγει διατηρήσιμες καθαρές ταμειακές ροές, ενώ οι Brueggeman, Fisher and Yates (2024) τονίζουν ότι η χρηματοοικονομική αξιολόγηση ακινήτων πρέπει να ενσωματώνει τόσο την αναμενόμενη απόδοση όσο και τους κινδύνους χρηματοδότησης, λειτουργίας και αγοράς.

Η ανάλυση δείχνει ότι το έργο ανταποκρίνεται σε πραγματικές ανάγκες της αγοράς, καθώς η ζήτηση για ποιοτική αστική στέγαση ενισχύεται από την άνοδο των τιμών κατοικίας, τη δυσκολότερη πρόσβαση στην ιδιοκατοίκηση και την περιορισμένη διαθεσιμότητα σύγχρονων ενοικιαζόμενων κατοικιών. Ωστόσο, η ύπαρξη θετικής ζήτησης δεν αρκεί από μόνη της για να καταστήσει την επένδυση ελκυστική. Η οριακή απόδοση του βασικού σεναρίου υποδηλώνει ότι το έργο έχει περιορισμένο περιθώριο σφάλματος και ότι η τελική του βιωσιμότητα εξαρτάται από την πειθαρχημένη υλοποίηση, την προσεκτική διαχείριση κόστους και τη ρεαλιστική εκτίμηση των μελλοντικών μισθωτικών εσόδων. Στη διεθνή βιβλιογραφία της ανάπτυξης ακινήτων, η σκοπιμότητα ενός έργου δεν αξιολογείται μόνο με βάση την ύπαρξη ζήτησης, αλλά και με βάση την ικανότητα του έργου να απορροφήσει κινδύνους, καθυστερήσεις, διακυμάνσεις κόστους και μεταβολές στην αγορά (Miles, Netherton and Schmitz, 2015; Isaac, O'Leary and Daley, 2016).

Κατά συνέπεια, η επένδυση πρέπει να προχωρήσει μόνο εφόσον επιβεβαιωθούν συγκεκριμένες κρίσιμες παραδοχές. Πρώτον, απαιτείται αναλυτικός τεχνικός, πολεοδομικός και νομικός έλεγχος του συγκεκριμένου οικοπέδου, ώστε να επιβεβαιωθεί η πραγματική δομήσιμη επιφάνεια, οι περιορισμοί χρήσης, οι απαιτήσεις αδειοδότησης και τυχόν πρόσθετα κόστη που δεν είναι εμφανή στο αρχικό στάδιο. Δεύτερον, πρέπει να ληφθούν πραγματικές και συγκρίσιμες προσφορές κατασκευής από αξιόπιστους εργολάβους, με σαφείς τεχνικές προδιαγραφές, χρονοδιάγραμμα, πρόβλεψη contingency και μηχανισμούς ελέγχου υπερβάσεων. Τρίτον, είναι απαραίτητη η επιβεβαίωση των μισθωμάτων της περιοχής μέσω πραγματικών συγκριτικών στοιχείων, ώστε οι προβλέψεις εσόδων να μην βασίζονται σε υπεραισιόδοξες ή γενικές παραδοχές της αγοράς. Τέταρτον, πρέπει να προηγηθεί λεπτομερής φορολογική και νομική ανάλυση, καθώς η φορολογία εισοδήματος, ο ΦΠΑ, οι αποσβέσεις, οι δημοτικοί φόροι, οι ασφαλιστικές υποχρεώσεις και η μορφή ιδιοκτησίας ή εταιρικής εκμετάλλευσης μπορούν να επηρεάσουν ουσιαστικά την καθαρή απόδοση.

Ιδιαίτερη σημασία έχει επίσης η αντιμετώπιση της επένδυσης ως οργανωμένης λειτουργικής δραστηριότητας. Η τεχνική ποιότητα του κτιρίου πρέπει να συνδυαστεί με επαγγελματική διαχείριση μισθώσεων, προληπτική συντήρηση, σωστή τιμολόγηση, έλεγχο ενοικιαστών, αποτελεσματική είσπραξη μισθωμάτων, διαχείριση κοινόχρηστων χώρων και συνεχή παρακολούθηση βασικών δεικτών απόδοσης. Ένα συγκρότημα κατοικιών μπορεί να χάνει σημαντική αξία όχι μόνο λόγω κακής κατασκευής, αλλά και λόγω κακής λειτουργίας. Η βιβλιογραφία για το property management επισημαίνει ότι η ποιότητα της διαχείρισης επηρεάζει



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
την πληρότητα, την ικανοποίηση των ενοικιαστών, το κόστος συντήρησης και τελικά την καθαρή λειτουργική απόδοση του ακινήτου (Kyle, Baird and Spodek, 2016).

Η οικονομική πειθαρχία αποτελεί εξίσου κρίσιμο παράγοντα επιτυχίας. Η χρήση υπερβολικής μόχλευσης, η υποεκτίμηση του κόστους κατασκευής ή η υπερεκτίμηση των μισθωμάτων μπορούν να μετατρέψουν μια επένδυση με θετικές προοπτικές σε έργο υψηλού κινδύνου. Για τον λόγο αυτό, το χρηματοοικονομικό μοντέλο πρέπει να βασιστεί σε συντηρητικές παραδοχές, ανάλυση ευαισθησίας και εναλλακτικά σενάρια. Η τελική απόφαση δεν πρέπει να στηρίζεται μόνο στο βασικό σενάριο, αλλά και στο ερώτημα κατά πόσο το έργο παραμένει ανθεκτικό σε δυσμενείς συνθήκες, όπως αύξηση επιτοκίων, καθυστέρηση αδειοδότησης, υπέρβαση κόστους, χαμηλότερα μισθώματα ή υψηλότερη κενότητα. Αυτή η προσέγγιση είναι συνεπής με τη θεωρία της επενδυτικής αξιολόγησης ακινήτων, όπου η αβεβαιότητα, ο κίνδυνος και η διαχείριση των ταμειακών ροών αποτελούν κεντρικά στοιχεία της απόφασης (Geltner et al., 2014; Brueggeman, Fisher and Yates, 2024).

Συνολικά, το έργο μπορεί να θεωρηθεί υπό προϋποθέσεις βιώσιμο. Η εμπορική του λογική είναι ισχυρή, επειδή συνδέεται με διαρθρωτικές ανάγκες της αστικής αγοράς κατοικίας. Η χρηματοοικονομική του ελκυστικότητα, όμως, δεν είναι δεδομένη και εξαρτάται από την ικανότητα του επενδυτή να ελέγξει το κόστος, να εξασφαλίσει κατάλληλη τοποθεσία, να προσφέρει προϊόν υψηλής ποιότητας, να επιτύχει ρεαλιστικά μισθώματα και να οργανώσει επαγγελματικά τη λειτουργία του συγκροτήματος. Επομένως, η οικονομοτεχνική μελέτη πρέπει να αντιμετωπιστεί ως δυναμικό εργαλείο λήψης απόφασης και όχι ως στατικό ακαδημαϊκό υπόδειγμα.

Με την ενσωμάτωση πραγματικών δεδομένων για το οικόπεδο, την κατασκευή, τη χρηματοδότηση, τη φορολογία και τα μισθώματα, η μελέτη μπορεί να μετατραπεί από ενδεικτικό μοντέλο σε πρακτικό επενδυτικό εργαλείο. Σε αυτό το τελικό στάδιο, η απόφαση υλοποίησης θα πρέπει να βασιστεί σε σαφή κριτήρια: θετική καθαρή παρούσα αξία ή αποδεκτή εσωτερική απόδοση, επαρκές περιθώριο ασφαλείας έναντι δυσμενών σεναρίων, βιώσιμη εξυπηρέτηση δανεισμού, ανταγωνιστική θέση στην τοπική αγορά και ρεαλιστικό σχέδιο λειτουργικής διαχείρισης. Εφόσον οι παραπάνω όροι ικανοποιηθούν, το έργο μπορεί να αποτελέσει μια μακροχρόνια επένδυση με σταθερές ταμειακές ροές, δυνατότητα διατήρησης αξίας και ουσιαστική συμβολή στην κάλυψη της ανάγκης για ποιοτική αστική στέγαση.

12.4 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Για περαιτέρω ερευνητική εμβάθυνση προτείνεται η εφαρμογή του μοντέλου σε συγκεκριμένο οικόπεδο, με πραγματικούς πολεοδομικούς όρους, επικαιροποιημένες προσφορές κατασκευής και τεκμηριωμένα μισθωτικά δεδομένα από την επιλεγμένη περιοχή.

Επιπλέον, μελλοντική έρευνα θα μπορούσε να συγκρίνει εναλλακτικά σενάρια εκμετάλλευσης, όπως μακροχρόνια μίσθωση, μεσοπρόθεσμη μίσθωση και βραχυχρόνια μίσθωση, ώστε να



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
αξιολογηθεί η επίδραση κάθε στρατηγικής στη σταθερότητα των ταμειακών ροών, στον λειτουργικό κίνδυνο και στην τελική απόδοση.

Τέλος, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η ενσωμάτωση πρωτογενών δεδομένων, όπως συνεντεύξεις με επαγγελματίες της αγοράς ακινήτων, διαχειριστές κατοικιών και δυνητικούς ενοικιαστές, προκειμένου να ενισχυθεί η εμπειρική τεκμηρίωση των παραδοχών του μοντέλου.

Βιβλιογραφία

Allen, E. and Iano, J. (2019) *Fundamentals of Building Construction: Materials and Methods*. 7th edn. Hoboken: Wiley.

Alonso, W. (1964) *Location and Land Use: Toward a General Theory of Land Rent*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Ashworth, A. and Perera, S. (2015) *Cost Studies of Buildings*. 6th edn. London: Routledge.

Ball, M. (2011) 'Planning delay and the responsiveness of English housing supply', *Urban Studies*, 48(2), pp. 349–362.

Bank of Greece (2025) *Indices of Residential Property Prices: Q3 2025*. Athens: Bank of Greece.

Barron, K., Kung, E. and Proserpio, D. (2021) 'The effect of home-sharing on house prices and rents: Evidence from Airbnb', *Marketing Science*, 40(1), pp. 23–47.

Baum, A. (2015) *Real Estate Investment: A Strategic Approach*. 3rd edn. London: Routledge.

Baum, A., Mackmin, D. and Nunnington, N. (2017) *The Income Approach to Property Valuation*. 7th edn. London: Routledge.

Baum, A. and Crosby, N. (2014) *Property Investment Appraisal*. 3rd edn. Chichester: Wiley-Blackwell.

Blazenko, G.W. and Pavlov, A.D. (2004) 'The economics of maintenance for real estate investments', *Journal of Real Estate Research*, 26(1), pp. 1–20.

Brand, S. (1994) *How Buildings Learn: What Happens After They're Built*. New York: Viking Press.

Brealey, R.A., Myers, S.C. and Allen, F. (2020) *Principles of Corporate Finance*. 13th edn. New York: McGraw-Hill Education.

Brigham, E.F. and Ehrhardt, M.C. (2022) *Financial Management: Theory & Practice*. 16th edn. Boston: Cengage Learning.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Brown, G.R. and Matysiak, G.A. (2000) *Real Estate Investment: A Capital Market Approach*. Harlow: Financial Times Prentice Hall.

Brueckner, J.K. (2011) *Lectures on Urban Economics*. Cambridge, MA: MIT Press.

Brueggeman, W.B. and Fisher, J.D. (2010) *Real Estate Finance and Investments*. 14th edn. New York: McGraw-Hill.

Brueggeman, W.B., Fisher, J.D. and Yates, S. (2024) *Real Estate Finance & Investments*. New York: McGraw Hill.

Cantarelli, C.C., Molin, E.J.E., van Wee, B. and Flyvbjerg, B. (2010) 'Cost overruns in large-scale transportation infrastructure projects: explanations and their theoretical embeddedness', *European Journal of Transport and Infrastructure Research*, 10(1), pp. 5–18.

Chapman, C. and Ward, S. (2011) *How to Manage Project Opportunity and Risk: Why Uncertainty Management Can Be a Much Better Approach than Risk Management*. 3rd edn. Chichester: Wiley.

Ching, F.D.K. (2015) *Architecture: Form, Space, and Order*. 4th edn. Hoboken: Wiley.

Ching, F.D.K. (2020) *Building Construction Illustrated*. 6th edn. Hoboken: Wiley.

Clayton, J., Ling, D.C. and Naranjo, A. (2009) 'Commercial real estate valuation: fundamentals versus investor sentiment', *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 38(1), pp. 5–37.

Cócola-Gant, A. (2016) 'Holiday rentals: The new gentrification battlefront', *Sociological Research Online*, 21(3), pp. 112–120.

Cole, R.J. and Sterner, E. (2000) 'Reconciling theory and practice of life-cycle costing', *Building Research & Information*, 28(5–6), pp. 368–375.

Cote, A.E. (ed.) (2016) *Fire Protection Handbook*. 20th edn. Quincy, MA: National Fire Protection Association.

Crosby, N. and McAllister, P. (2004) 'Deconstructing the transaction process: an analysis of fund transaction data', *Journal of Property Research*, 21(3), pp. 253–271.

Damodaran, A. (2006) 'Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence', *Foundations and Trends in Finance*, 1(8), pp. 693–784.

Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd edn. Hoboken, NJ: Wiley.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
DiPasquale, D. and Wheaton, W.C. (1996) *Urban Economics and Real Estate Markets*.
Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Eichholtz, P., Kok, N. and Quigley, J.M. (2010) 'Doing well by doing good? Green office buildings', *American Economic Review*, 100(5), pp. 2492–2509.

Eichholtz, P., Kok, N. and Quigley, J.M. (2013) 'The economics of green building', *Review of Economics and Statistics*, 95(1), pp. 50–63.

Eurostat (2025) *Housing in Europe – 2025 edition*. Luxembourg: European Commission.

Flyvbjerg, B., Holm, M.K.S. and Buhl, S.L. (2002) 'Underestimating costs in public works projects: error or lie?', *Journal of the American Planning Association*, 68(3), pp. 279–295.

French, N. and Gabrielli, L. (2005) 'Discounted cash flow: accounting for uncertainty', *Journal of Property Investment & Finance*, 23(1), pp. 75–89.

Fuerst, F. and McAllister, P. (2011) 'Green noise or green value? Measuring the effects of environmental certification on office values', *Real Estate Economics*, 39(1), pp. 45–69.

Geltner, D., Miller, N.G., Clayton, J. and Eichholtz, P. (2014) *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. 3rd edn. Mason, OH: OnCourse Learning.

Geltner, D.M., Miller, N.G., Eichholtz, P. and Van de Minne, A. (2026) *Commercial Real Estate Analysis for Investment, Finance and Development*. 4th edn. London: Routledge.

Geyer, H.S. Jr. (2024) 'The theory and praxis of mixed-use development', *Cities*.

Glaeser, E.L. (2011) *Triumph of the City: How Our Greatest Invention Makes Us Richer, Smarter, Greener, Healthier, and Happier*. New York: Penguin Press.

Glaeser, E.L. and Gyourko, J. (2005) 'Urban decline and durable housing', *Journal of Political Economy*, 113(2), pp. 345–375.

Glaeser, E.L. and Gyourko, J. (2018) 'The economic implications of housing supply', *Journal of Economic Perspectives*, 32(1), pp. 3–30.

Glaeser, E.L., Gyourko, J. and Saks, R. (2005) 'Why is Manhattan so expensive? Regulation and the rise in housing prices', *Journal of Law and Economics*, 48(2), pp. 331–369.

Grabel, G. (2011) *Wealth Opportunities in Commercial Real Estate: Management, Financing and Marketing of Investment Properties*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Hanlon, M. and Heitzman, S. (2010) 'A review of tax research', *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), pp. 127–178.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Hargitay, S. and Yu, S.M. (1993) *Property Investment Decisions: A Quantitative Approach*. London: E & FN Spon.

Hegger, M., Fuchs, M., Stark, T. and Zeumer, M. (2008) *Energy Manual: Sustainable Architecture*. Basel: Birkhäuser.

Iliopoulou, P. (2025) 'Modeling the spatial impact of short-term rentals on house prices in Athens, Greece', *Urban Science*, 9(12).

Imrie, R. and Hall, P. (2001) *Inclusive Design: Designing and Developing Accessible Environments*. London: Spon Press.

Isaac, D. and O'Leary, J. (2012) *Property Investment*. London: Palgrave Macmillan.

Isaac, D., O'Leary, J. and Daley, M. (2010) *Property Development: Appraisal and Finance*. 2nd edn. London: Palgrave Macmillan.

ISO (2021) *ISO 21542:2021 Building construction — Accessibility and usability of the built environment*. Geneva: International Organization for Standardization.

Kendall, S. and Teicher, J. (2000) *Residential Open Building*. London: E & FN Spon.

Kemiki, O.A., Ayoola, A.B., Ojetunde, I. and Ogunbajo, R.A. (2018) 'Critical factors contributing to rent arrears in residential properties', *EUL Journal of Social Sciences*, 9(2), pp. 139–154.

Kerzner, H. (2022) *Project Management: A Systems Approach to Planning, Scheduling, and Controlling*. 13th edn. Hoboken, NJ: Wiley.

Khumpaisal, S. and Chen, Z. (2010) 'An analytic network process for risks assessment in commercial real estate development', *Journal of Property Investment & Finance*, 28(3), pp. 238–258.

Kibert, C.J. (2016) *Sustainable Construction: Green Building Design and Delivery*. 4th edn. Hoboken: Wiley.

Kotler, P. and Keller, K.L. (2016) *Marketing Management*. 15th edn. Harlow: Pearson.

Kourkouridis, D. (2024) 'Airbnb and urban housing dynamics: Economic and spatial effects', *Urban Science*, 8(3).

Kyle, R.C., Baird, F.M. and Spodek, M.S. (2016) *Property Management*. 10th edn. Chicago: Dearborn Real Estate Education.



Lechner, N. (2015) *Heating, Cooling, Lighting: Sustainable Design Methods for Architects*. 4th edn. Hoboken: Wiley.

Levy, D. and Lee, C.K.C. (2009) 'Switching behaviour in property related professional services', *Journal of Property Research*, 26(1), pp. 87–103.

Li, G. et al. (2019) 'Inside or Outside? The Impact Factors of Zoning–Land Use', *Sustainability*, 12(1), p. 265.

Ling, D.C. and Archer, W.R. (2018) *Real Estate Principles: A Value Approach*. 5th edn. New York: McGraw-Hill Education.

Ling, D.C. and Archer, W.R. (2018) *Real Estate Principles: A Value Approach*. New York: McGraw-Hill.

MacLennan, D. and Miao, J. (2017) 'Housing and capital in the twenty-first century', *Housing, Theory and Society*, 34(2), pp. 127–145.

Malpezzi, S. (1996) 'Housing prices, externalities, and regulation in U.S. metropolitan areas', *Journal of Housing Research*, 7(2), pp. 209–241.

Mathur, S. (2023) 'Review of planning, land use, and zoning barriers to the construction of transit-oriented developments', *Case Studies on Transport Policy*, 12, 100965.

McDonald, J.F. and McMillen, D.P. (2011) *Urban Economics and Real Estate: Theory and Policy*. 2nd edn. Hoboken: Wiley.

Meacham, B.J. (1999) 'Integrating human behaviour and response issues into fire safety management of facilities', *Facilities*, 17(9/10), pp. 303–312.

Meredith, J.R., Shafer, S.M. and Mantel, S.J. (2021) *Project Management: A Managerial Approach*. 11th edn. Hoboken, NJ: Wiley.

Miles, M.E., Berens, G. and Weiss, M.A. (2007) *Real Estate Development: Principles and Process*. 4th edn. Washington, DC: Urban Land Institute.

Mills, E.S. and Hamilton, B.W. (1994) *Urban Economics*. 5th edn. New York: HarperCollins.

Moorhead, M. (2024) 'Real Estate Development Feasibility and Hurdle Rate Decision-Making', *Buildings*, 14(4), 1045.

Moorhead, M., Armitage, L. and Skitmore, M. (2021) 'Risk management processes used in determining project feasibility in the property development process', *Journal of Property Investment & Finance*, 40(6), pp. 628–646.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Muth, R.F. (1969) *Cities and Housing: The Spatial Pattern of Urban Residential Land Use*. Chicago: University of Chicago Press.

Neufert, E. and Neufert, P. (2012) *Architects' Data*. 4th edn. Oxford: Wiley-Blackwell.

OECD (2024) *Society at a Glance 2024: Affordable Housing*. Paris: OECD Publishing.

OECD (2025) *OECD Affordable Housing Database*. OECD.

Olgyay, V. (1963) *Design with Climate: Bioclimatic Approach to Architectural Regionalism*. Princeton: Princeton University Press.

Peiser, R.B. and Hamilton, D. (2012) *Professional Real Estate Development: The ULI Guide to the Business*. 3rd edn. Washington, DC: Urban Land Institute.

Pivo, G. and Fisher, J.D. (2010) 'Income, Value, and Returns in Socially Responsible Office Properties', *Journal of Real Estate Research*, 32(3), pp. 243–270.

Porter, M.E. (1985) *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: Free Press.

Poterba, J.M. (1984) 'Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach', *The Quarterly Journal of Economics*, 99(4), pp. 729–752.

Preiser, W.F.E., Rabinowitz, H.Z. and White, E.T. (1988) *Post-Occupancy Evaluation*. New York: Van Nostrand Reinhold.

Preiser, W.F.E. and Ostroff, E. (eds.) (2001) *Universal Design Handbook*. New York: McGraw-Hill.

Pšunder, I. and Cirman, A. (2011) 'Discount rate when using methods based on discounted cash flow for real estate valuation and analysis', *Geodetski vestnik*, 55(3), pp. 561–575.

Rapoport, A. (1969) *House Form and Culture*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.

Ratcliffe, J., Stubbs, M. and Keeping, M. (2009) *Urban Planning and Real Estate Development*. 3rd edn. London: Routledge.

Raza, A. et al. (2022) 'Analyzing Spatial Location Preference of Urban Activities through Mode-Dependent Accessibility', *Land*, 11(8), p. 1139.

Reed, R. and Sims, S. (2015) *Property Development*. 6th edn. London: Routledge.

RICS (2016) *Real Estate Management: RICS Professional Statement, Global*. 3rd edn. London: Royal Institution of Chartered Surveyors.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
RICS (2019) *Valuation of Development Property*. 1st edn. London: Royal Institution of Chartered Surveyors.

RICS (2021) *Land Measurement for Planning and Development Purposes*. London: Royal Institution of Chartered Surveyors.

RICS (2023) *Discounted Cash Flow Valuations*. London: Royal Institution of Chartered Surveyors.

RICS (2023) *Discounted Cash Flow for Commercial Real Estate Valuation*. London: Royal Institution of Chartered Surveyors.

RICS (2024) *RICS Valuation – Global Standards*. London: Royal Institution of Chartered Surveyors.

Rosen, S. (1974) ‘Hedonic prices and implicit markets: Product differentiation in pure competition’, *Journal of Political Economy*, 82(1), pp. 34–55.

Ross, S.A., Westerfield, R.W. and Jaffe, J. (2022) *Corporate Finance*. 13th edn. New York: McGraw-Hill.

Roulac, S.E. (1996) ‘Real estate market cycles, transformation forces and structural change’, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 2(1), pp. 1–17.

Sanderson, D.C. (2019) ‘Winning tenants’ loyalty in the private rented sector’, *Property Management*, 37(3), pp. 390–417.

Sayce, S., Sundberg, A. and Clements, B. (2010) ‘Is sustainability reflected in commercial property prices: an analysis of the evidence base’, *Journal of Property Investment & Finance*, 28(2), pp. 82–96.

Scanlon, K., Whitehead, C. and Fernández Arrigoitia, M. (eds.) (2014) *Social Housing in Europe*. Oxford: Wiley-Blackwell.

Scarrett, D. and Wilcox, J. (2018) *Property Asset Management*. 4th edn. London: Routledge.

Shackelford, D.A. and Shevlin, T. (2001) ‘Empirical tax research in accounting’, *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), pp. 321–387.

Shen, Q. (2020) *What Makes Mixed-Use Development Economically Desirable?* Lincoln Institute of Land Policy.

Sirmans, C.F., Macpherson, D.A. and Zietz, E.N. (2005) ‘The composition of hedonic pricing models’, *Journal of Real Estate Literature*, 13(1), pp. 3–43.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

Smith, L.B., Rosen, K.T. and Fallis, G. (1988) 'Recent developments in economic models of housing markets', *Journal of Economic Literature*, 26(1), pp. 29–64.

So, W. (2022) 'Which information matters? Measuring landlord assessment of tenant screening reports', Massachusetts Institute of Technology.

Steinfeld, E. and Maisel, J. (2012) *Universal Design: Creating Inclusive Environments*. Hoboken: Wiley.

Story, M.F., Mueller, J.L. and Mace, R.L. (1998) *The Universal Design File: Designing for People of All Ages and Abilities*. Raleigh: North Carolina State University, Center for Universal Design.

Szokolay, S.V. (2014) *Introduction to Architectural Science: The Basis of Sustainable Design*. 3rd edn. London: Routledge.

Tiesdell, S. and Adams, D. (2011) *Urban Design in the Real Estate Development Process*. Oxford: Wiley-Blackwell.

Wachsmuth, D. and Weisler, A. (2018) 'Airbnb and the rent gap: Gentrification through the sharing economy', *Environment and Planning A: Economy and Space*, 50(6), pp. 1147–1170.

Wallace, A. (2026) 'Algorithmic tenancies and the ordinal tenant: digital risk-profiling tools in the private rented sector', *Housing Studies*.

Wang, X. et al. (2025) 'Explaining housing rents: A neural network approach', *Land Use Policy*.

Whitehead, C. and Williams, P. (2011) 'Causes and consequences? Exploring the shape and direction of the housing system in the UK post the financial crisis', *Housing Studies*, 26(7–8), pp. 1157–1169.

Winch, G.M. (2010) *Managing Construction Projects*. 2nd edn. Chichester: Wiley-Blackwell.

World Bank (2020) *Urban Land and Housing Market Assessment: A Toolkit*. Washington, DC: World Bank.

Yavas, A. and Yang, S. (1995) 'The strategic role of listing price in marketing real estate: theory and evidence', *Real Estate Economics*, 23(3), pp. 347–368.

ΑΑΔΕ (2026) *Μακροχρόνια μίσθωση ακινήτου: Δήλωση πληροφοριακών στοιχείων μίσθωσης και φορολογικές υποχρεώσεις εκμισθωτή*.

ΕΛΣΤΑΤ (2026) *Building Activity Survey: December 2025*. Hellenic Statistical Authority, 27 March 2026.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών
Ν. 1703/1987, *Ρύθμιση μισθώσεων κατοικιών και άλλες διατάξεις*.

Ν. 4072/2012, *Βελτίωση επιχειρηματικού περιβάλλοντος — Νέα εταιρική μορφή Ιδιωτικής Κεφαλαιουχικής Εταιρείας*.

Ν. 4172/2013, *Κώδικας Φορολογίας Εισοδήματος*.

Προεδρικό Διάταγμα 41/2018, *Κανονισμός Πυροπροστασίας Κτιρίων*, ΦΕΚ Α' 80/07.05.2018.

Τράπεζα της Ελλάδος (2026) *Indices of Residential Property Prices: Q4 2025*. Athens: Bank of Greece.

Τράπεζα της Ελλάδος (2026) *Δείκτες τιμών οικιστικών ακινήτων: δ' τρίμηνο 2025*. Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος.

Τράπεζα της Ελλάδος (2026) *Νέος δείκτης τιμών διαμερισμάτων κατά παλαιότητα*. Αθήνα: Τράπεζα της Ελλάδος.

OECD (2024) OECD Affordable Housing Database. Paris: OECD.

ΕΛΣΤΑΤ (2026) Price Indices of Work Categories and Construction Cost Indices of New Residential Buildings, 1st Quarter 2026. Piraeus: Hellenic Statistical Authority.

ΕΛΣΤΑΤ (2025) Price Indices of Work Categories and Construction Cost of New Residential Buildings, reference year 2025. Piraeus: Hellenic Statistical Authority.

Παραρτήματα

Παράρτημα Α: Σύνοψη παραδοχών μοντέλου

Πίνακας 13: Σύνοψη παραδοχών μοντέλου

Παραδοχή	Τιμή
Συνολικό κόστος επένδυσης	2.997.000 €
Αρχικό NOI	138.510 €
Αύξηση NOI	2%
Discount rate	7%
Exit yield	5,5%
Ορίζοντας	15 έτη

Πηγή: Ιδία επεξεργασία, βάσει παραδοχών της παρούσας μελέτης.

Παράρτημα Β: Λίστα ελέγχου πριν την πραγματική υλοποίηση

- Έλεγχος τίτλων και βαρών οικοπέδου.
- Πολεοδομικός έλεγχος συντελεστή δόμησης, κάλυψης και χρήσεων γης.



Οικονομοτεχνική Μελέτη Ενοικιαζόμενων Κατοικιών

- Λήψη τουλάχιστον τριών προσφορών κατασκευής.
- Έρευνα πραγματικών μισθωμάτων στην περιοχή.
- Φορολογική ανάλυση ανά νομική μορφή.
- Διαπραγμάτευση χρηματοδότησης και επιτοκίου.
- Προετοιμασία σχεδίου λειτουργικής διαχείρισης.
- Σύνταξη τυποποιημένων συμβάσεων μίσθωσης.