Ανάλυση επενδύσεων σε ακίνητα με χρήση της τεχνικής Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (DCF)

Με αναφορές στη μεθοδολογία της HVS για τις εκτιμήσεις ξενοδοχειακών μονάδων

Από την Εκτίμηση στην Επένδυση: Νέες Προκλήσεις για τον Εκτιμητή Ακινήτων

Σ.ΕΚ.Ε Σύλλογος Εκτιμητών Ελλάδος

A.VA.G Association of Greek Valuers

26/10/2026



Στόχοι της διάλεξης

1 **Η λογική του DCF**

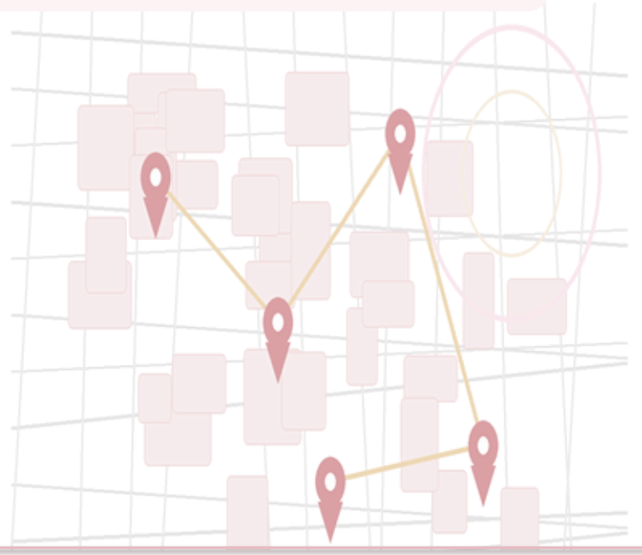
Πώς οι προβλέψεις NOI και η υπολειμματική αξία μετατρέπονται σε αξία σήμερα.

2 **Ο συντελεστής προεξόφλησης**

WACC και CAPM έναντι της τεχνικής mortgage-equity: δυνατά σημεία και όρια.

3 **Εφαρμογή mortgage-equity**

Συνιστώσα χρέους, συνιστώσα ιδίων κεφαλαίων και υπολειμματική αξία, με case study.



Δομή και χρονοπρογραμματισμός

Α 10΄

Θεωρία DCF

Ορίζοντας, NOI, υπολειμματική αξία, συντελεστής προεξόφλησης, WACC

Β 20΄

HVS και mortgage-equity

Λογική, συνιστώσες χρέους και ιδίων κεφαλαίων, διαδικασία HVS, case study

Γ 15΄

Mortgage-equity έναντι WACC

Ίδιο ακίνητο, δύο μέθοδοι, ανάλυση ευαισθησίας

Δ 5΄

Συμπεράσματα

Βασικά συμπεράσματα

Συζήτηση και ερωτήσεις: 5΄ στο τέλος · οι διαφάνειες περιλαμβάνουν σημειώσεις ομιλητή

Γιατί DCF στην εκτίμηση ακινήτων;

- Η αξία ενός εισοδηματικού ακινήτου είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών οφελών του.
- Το DCF κάνει ρητές τις παραδοχές: ανάπτυξη εσόδων, επενδύσεις κεφαλαίου, ramp-up, χρονισμός.
- Στα ξενοδοχεία η υψηλή λειτουργική μόχλευση και η εποχικότητα το κάνουν πιο αποκαλυπτικό από ένα μόνο «σταθεροποιημένο» έτος.
- Οι Rushmore και deRoos το θεωρούν πιο κοντά στη συμπεριφορά των αγοραστών όταν συνδυάζεται με 10ετή πρόβλεψη.

Μέθοδος κόστους

Αποσβεσμένο κόστος αντικατάστασης + αξία γης

Μέθοδος συγκριτικών πωλήσεων

Τιμές συναλλαγών ανά δωμάτιο και απόδοση

Μέθοδος Εισοδήματος

Άμεση κεφαλαιοποίηση και DCF: το κέντρο της διάλεξης

Τα δομικά στοιχεία ενός DCF

1

Ορίζοντας προβολής

Συνήθως 5 έως 10 έτη

2

Πρόβλεψη NOI

Έσοδα, έξοδα, αποθεματικό FF&E

3

Υπολειμματική αξία

Τιμή πώλησης στο τέλος του ορίζοντα

4

Συντελεστής προεξόφλησης

Απαιτούμενη απόδοση επενδυτή

5

Παρούσα αξία

Άθροισμα όλων των προεξοφλημένων ροών

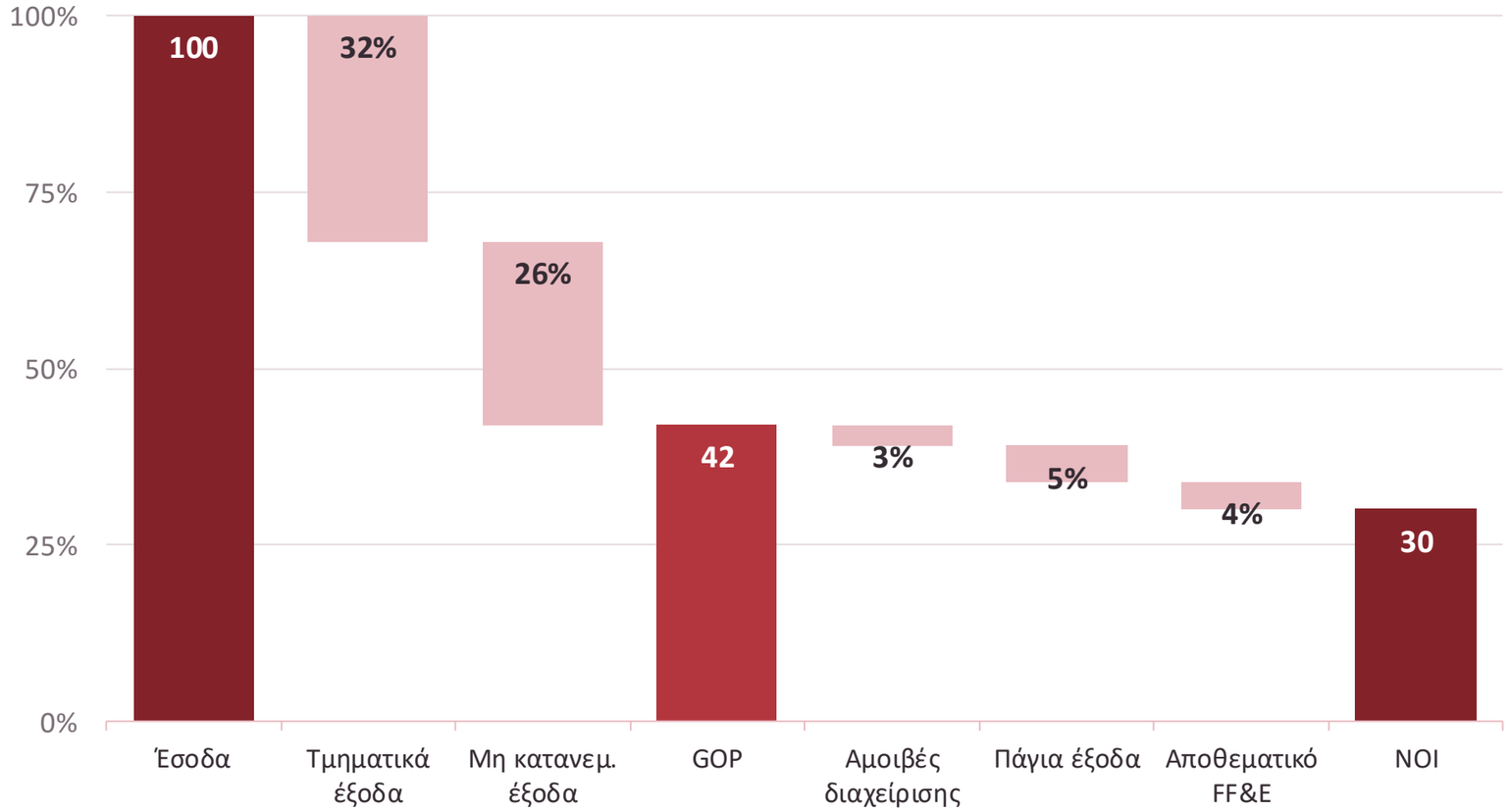
$$V = \Sigma\ NOI_t \div (1 + r)^t + RV_n \div (1 + r)^n$$

NOI = καθαρό λειτουργικό εισόδημα έτους t · r = συντελεστής προεξόφλησης · RV = υπολειμματική αξία στο έτος n

Άμεση κεφαλαιοποίηση ή DCF;

	Άμεση κεφαλαιοποίηση	Προεξόφληση ταμειακών ροών (DCF)
Βάση αξίας	NOI σταθεροποιημένου έτους ÷ συντελεστής κεφαλαιοποίησης (Ro)	Παρούσα αξία ετήσιων NOI και υπολειμματικής αξίας
Ταιριάζει σε	Ώριμα ακίνητα με σταθερή, προβλέψιμη ροή	Ακίνητα σε μετάβαση: νέα, ανακαινιζόμενα, με ramp-up
Δυνατό σημείο	Απλότητα και άμεση σύγκριση με συναλλαγές	Ρητές παραδοχές, σενάρια και ευαισθησίες
Περιορισμός	Δεν αποτυπώνει μεταβολές στον χρόνο	Ψευδής ακρίβεια, ευαισθησία στον συντελεστή προεξόφλησης και στην τελική απόδοση

Από τα έσοδα στο NOI: η ροή που προεξοφλείται



Τι περιλαμβάνει το NOI

- Μετά το αποθεματικό αντικατάστασης FF&E και τις πραγματικές αμοιβές διαχείρισης.
- Πριν από τόκους, αποσβέσεις και φόρο εισοδήματος.
- Αντανακλά τη λειτουργική δομή του ξενοδοχείου, όχι μόνο τα έσοδα.

Ενδεικτικά στοιχεία αστικού ξενοδοχείου 4 αστέρων, 150 δωμάτια, έσοδα €10,0 εκ. · όχι δεδομένα αγοράς

Ορίζοντας προβολής και υπολειμματική αξία

- Ο τυπικός ορίζοντας είναι 10 έτη: αρκετά μακρύς ώστε να περάσει ένα ακίνητο εισοδήματος σε σταθεροποιημένη λειτουργία.
- Η τελική απόδοση είναι συνήθως ίση ή υψηλότερη από την αρχική, λόγω γήρανσης του ακινήτου αλλά και αβεβαιότητας.
- Τα έξοδα πώλησης (μεσιτεία, νομικά, φόροι) αφαιρούνται από την τιμή πώλησης.
- Μικρές αλλαγές στην τελική απόδοση μετακινούν σημαντικά την αξία.

Τιμή πώλησης

$$RV = NOI_{n+1} \div Ro_{τελικός}$$

Καθαρά έσοδα = RV × (1 − έξοδα πώλησης)

≈40 - 60%

της αξίας ενός ακινήτου μπορεί προέρχεται από την υπολειμματική αξία (10ο έτος)

Ο συντελεστής προεξόφλησης: τρεις δρόμοι

1

Κόστος κεφαλαίου (CAPM / WACC)

Από το πλαίσιο της χρηματοοικονομικής θεωρίας

+ Θεωρητικά συνεπές

– Το β και τα premia δεν παρατηρούνται άμεσα στα ακίνητα

2

Εξαγωγή από την αγορά

IRR και αποδόσεις πραγματικών συναλλαγών και ερευνών

+ Άμεση σύνδεση με τιμές αγοράς

– Λίγα, ανομοιογενή και συχνά ιδιωτικά στοιχεία

3

Mortgage-equity

Σύνθεση από όρους δανεισμού και απόδοση ιδίων κεφαλαίων

+ Βασίζεται σε όρους που παρατηρεί ο δανειστής

– Ο equity yield παραμένει κρίση του εκτιμητή

Η παραδοσιακή προσέγγιση: το WACC

Σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου

$$WACC = E/V \cdot Ke + D/V \cdot Kd \cdot (1 - t)$$

Κόστος ιδίων κεφαλαίων (CAPM)

$$Ke = Rf + \beta \cdot ERP + CRP$$

Επαναστάθμιση του β

$$\beta_L = \beta_U \cdot [1 + (1 - t) \cdot D/E]$$

Τα βήματα

- Επιλογή ασφαλούς επιτοκίου (Rf) και premium αγοράς (ERP).
- Εκτίμηση β από όμοιες εταιρείες και επαναστάθμιση.
- Προσθήκη premium χώρας (CRP) και, αν χρειάζεται, ρευστότητας.
- Στόχος κεφαλαιακής διάρθρωσης (E/V, D/V) και κόστος χρέους.

Γιατί το WACC δυσκολεύει στα ακίνητα

1	**Το β δεν παρατηρείται**	Τα ακίνητα δεν είναι εισηγμένα, είναι ανομοιογενή και αδύναμα ρευστά· χρησιμοποιούμε αντικαταστάτες (REITs).
2	**Σταθερή κεφαλαιακή διάρθρωση**	Το χρέος αποπληρώνεται και το LTV αλλάζει κάθε έτος και ανά επενδυτή.
3	**Κυκλικότητα**	Τα βάρη E/V και D/V εξαρτώνται από την αξία που προσπαθούμε να βρούμε.
4	**Πολλά υποκειμενικά inputs**	ERP, CRP και premia: μικρές αλλαγές δίνουν μεγάλες διαφορές αξίας.
5	**Αλλαγές χρηματοδότησης**	Όταν αλλάζουν επιτόκια ή όροι δανεισμού, ο συντελεστής προεξόφλησης δεν προσαρμόζεται εύκολα.

Η λογική της τεχνικής mortgage-equity

Συνιστώσα χρέους

Τι δάνειο στηρίζει η ροή του ακινήτου;

Παρούσα αξία δόσεων και υπολοίπου στο τέλος του ορίζοντα, με το επιτόκιο του δανείου.

+

Συνιστώσα ιδίων κεφαλαίων

Πόσα ίδια κεφάλαια θα επενδύσει ο αγοραστής;

Παρούσα αξία μερισμάτων και υπολειμματικής αξίας ιδίων, με την απαίτηση απόδοσης (equity yield).

=

Αξία ακινήτου

$$V = M + E$$

Και οι δύο συνιστώσες προεξοφλούνται με τη δική τους απαιτούμενη απόδοση: έτσι η αξία «αποδεικνύεται» από τη σκοπιά κάθε εμπλεκόμενου.

Συνιστώσα χρέους: το δάνειο που στηρίζει η ροή

Δύο κριτήρια του δανειστή

- LTV: μέγιστο ποσοστό του δανείου επί της αξίας.
- Debt Service Cover Ratio (DSCR): ελάχιστη κάλυψη της εξυπηρέτησης χρέους από το NOI.
- Ισχύει το πιο περιοριστικό από τα δύο.
- Ο S. Rushmore υποστηρίζει ότι η μέθοδος DCR δίνει πιο τεκμηριωμένες αξίες, γιατί οι παράμετροι είναι αυτές του δανειστή.

Σταθερά δανείου

$$Rm = i \div [1 - (1 + i)^{-n}]$$

Με i = 5,0% και n = 25: Rm = 7,10%

Μέγιστο δάνειο

$$M = \min [\ LTV \cdot V;\ Stabilised\ NOI \div (DSCR \cdot Rm)\ ]$$

Με DSCR 1,40: €21,58 εκ. · με LTV 60%: €14,07 εκ.

Συνιστώσα ιδίων κεφαλαίων

Τι λαμβάνει ο επενδυτής

- Ετήσια μερίσματα μετά την εξυπηρέτηση του χρέους.
- Υπολειμματική αξία ιδίων κεφαλαίων κατά την πώληση (exit).
- Το equity yield (IRR ιδίων κεφαλαίων) αντικατοπτρίζει κίνδυνο ακινήτου, μόχλευση και ρευστότητα.

Ετήσιο μέρισμα

$$\text{Μέρισμα}_t = \text{NOI}_t - \text{Rm} \cdot \text{Δάνειο}$$

Υπολειμματική αξία ιδίων κεφαλαίων

$$\text{Τιμή πώλησης} \cdot (1 - \text{έξοδα}) - \text{Υπόλοιπο δανείου}_n$$

Αξία ιδίων κεφαλαίων

$$E = \Sigma\ \text{Μέρισμα}_t \div (1 + \text{Re})^t + \text{Υπολ. ιδίων} \div (1 + \text{Re})^n$$

Ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης Ro: δύο τρόποι

Band of investment

$$Ro = M \cdot Rm + (1 - M) \cdot Re$$

Re = equity dividend rate (μέρισμα ÷ ίδια κεφάλαια)

Μέθοδος DCR

$$Ro = DCR \cdot M \cdot Rm$$

Όλες οι παράμετροι προέρχονται από τον δανειστή

Από το Ro στην αξία: V = NOI ÷ Ro · οι τύποι της μεθόδου DCR αναπτύχθηκαν από τη Suzanne Mellen (HVS)

Η διαδικασία HVS βήμα προς βήμα

1 Ανάλυση αγοράς

Προσφορά και ζήτηση, πρόβλεψη πληρότητας και μέσης τιμής (ADR).

2 Πρόβλεψη NOI

10ετής πρόβλεψη εσόδων και εξόδων, μετά το αποθεματικό FF&E.

3 Όροι χρηματοδότησης

LTV, DSCR, επιτόκιο και διάρκεια όπως τους θέτει η αγορά.

4 Equity yield και τελική απόδοση

Απαίτηση ιδίων κεφαλαίων και απόδοση πώλησης στο τέλος.

5 Υπολογισμός συνιστωσών

Αξία χρέους και αξία ιδίων κεφαλαίων · άθροισμα σε αξία ακινήτου.

6 Διασταύρωση

Αξία ανά δωμάτιο, αρχική απόδοση, συγκριτικές πωλήσεις.

Case study: ταμειακές ροές και υπολειμματική αξία

Hotel Valuation Inputs		Year	Net Income
Mortgage Interest Rate	5.0%	1	1,987,000
Mortgage Amortization (Yrs)	25	2	2,300,000
Loan to Value Ratio	60	3	1,949,000
Equity Yield Rate	17.25%	4	2,144,000
Terminal Cap Rate	7.75%	5	2,176,000
Selling Expenses	1.5%	6	2,208,000
Inflation After Stabilization	1.5%	7	2,241,000
		8	2,274,000
		9	2,309,000
		10	2,344,000
		11	2,379,000

WACC = 9.9%

Value

€15,089,930 Debt 60% €25,149,884 Equity 40% €10,059,954

Case study: ταμειακές ροές και υπολειμματική αξία

Hotel Valuation Inputs		Year	Net Income
Mortgage Interest Rate	5.0%	1	1,987,000
Mortgage Amortization (Yrs)	25	2	2,300,000
Loan to Value Ratio	60	3	1,949,000
Equity Yield Rate	17.25%	4	2,144,000
Terminal Cap Rate	7.75%	5	2,176,000
Selling Expenses	1.5%	6	2,208,000
Inflation After Stabilization	1.5%	7	2,241,000
		8	2,274,000
		9	2,309,000
		10	2,344,000
		11	2,379,000

WACC = 9.9%

Value

€15,089,930 Debt 60% €25,149,884 Equity 40% €10,059,954

Case study: ταμειακές ροές και υπολειμματική αξία

Year	Net Income (NI)	Debt Service	NI to Equity	Net Income
1	1,987,000	1,070.67	916.33	1,987,000
2	2,300,000	1,070.67	1,229.33	2,300,000
3	1,949,000	1,070.67	878.33	1,949,000
4	2,144,000	1,070.67	1,073.33	2,144,000
5	2,176,000	1,070.67	1,105.33	2,176,000
6	2,208,000	1,070.67	1,137.33	2,208,000
7	2,241,000	1,070.67	1,170.33	2,241,000
8	2,274,000	1,070.67	1,203.33	2,274,000
9	2,309,000	1,070.67	1,238.33	2,309,000
10	32,580,000	12,183.67	20,396.65	2,344,000
		PV @ 5.0%	PV @ 17.25%	
		15,089,830	8,895,481	

Case study: ταμειακές ροές και υπολειμματική αξία

Year	Net Income (NI)	Debt Service	NI to Equity	Net Income
1	1,987,000	1,070.67	916.33	1,987,000
2	2,300,000	1,070.67	1,229.33	2,300,000
3	1,949,000	1,070.67	878.33	1,949,000
4	2,144,000	1,070.67	1,073.33	2,144,000
5	2,176,000	1,070.67	1,105.33	2,176,000
6	2,208,000	1,070.67	1,137.33	2,208,000
7	2,241,000	1,070.67	1,170.33	2,241,000
8	2,274,000	1,070.67	1,203.33	2,274,000
9	2,309,000	1,070.67	1,238.33	2,309,000
10	32,580,000	12,183.67	20,396.65	2,344,000
		PV @ 5.0%	PV @ 17.25%	≠
		15,089,830	8,895,481	€10,059,954

Case study: ταμειακές ροές και υπολειμματική αξία

Hotel Valuation Inputs		Year	Net Income
Mortgage Interest Rate	5.0%	1	1,987,000
Mortgage Amortization (Yrs)	25	2	2,300,000
Loan to Value Ratio	60	3	1,949,000
Equity Yield Rate	17.25%	4	2,144,000
Terminal Cap Rate	7.75%	5	2,176,000
Selling Expenses	1.5%	6	2,208,000
Inflation After Stabilization	1.5%	7	2,241,000
		8	2,274,000
		9	2,309,000
		10	2,344,000
		11	2,379,000

MC = interest rate / [1 - [1 / (1 + interest rate) ^n]].
Where ^n: exponent of term of loan.



Mortgage Constant 0.070952

Case study: simultaneous valuation formula

$$((NI^1 – (f \times M \times V))\ 1/S^1) + ((NI^2 – (f \times M \times V))\ 1/S^2) + \ldots$$

$$((NI^{10} – (f \times M \times V))\ 1/S^{10}) +$$

$$(((NI^{11}/R_r) – (b\ (NI^{11}/R_r)) – ((1 – P) \times M \times V))\ 1/S^{10}) = (1 – M)V$$

Case study: simultaneous valuation formula

$$((NI^1 - (f \times M \times V))\ 1/S^1) + ((NI^2 - (f \times M \times V))\ 1/S^2) + \ldots$$

$$((NI^{10} - (f \times M \times V))\ 1/S^{10}) +$$

$$(((NI^{11}/R_r) - (b\ (NI^{11}/R_r)) - ((1 - P) \times M \times V))\ 1/S^{10}) = (1 - M)V$$

NI	=	Net operating income available for debt service
V	=	Value
M	=	Loan to value ratio
f	=	Annual debt service constant
b	=	Brokerage and legal cost percentage
P	=	Fraction of the loan paid off during the projection period
R_r	=	Overall terminal capitalisation rate that is applied to net operating income to calculate the total property reversion (sales price at the end of the projection period)
1/S	=	Present worth of €1 factor (discount factor) at the equity yield rate

Case study: simultaneous valuation formula

$$((NI^1 - (f \times M \times V))\ 1/S^1) + ((NI^2 - (f \times M \times V))\ 1/S^2) + \ldots$$

$$((NI^{10} - (f \times M \times V))\ 1/S^{10}) +$$

$$(((NI^{11}/R_r) - (b\ (NI^{11}/R_r)) - ((1 - P) \times M \times V))\ 1/S^{10}) = (1 - M)V$$

NI	=	Net operating income available for debt service
V	=	Value
M	=	Loan to value ratio
f	=	Annual debt service constant
b	=	Brokerage and legal cost percentage
P	=	Fraction of the loan paid off during the projection period
R_r	=	Overall terminal capitalisation rate that is applied to net operating income to calculate the total property reversion (sales price at the end of the projection period)
1/S	=	Present worth of €1 factor (discount factor) at the equity yield rate

Only unknown parameter

Case study: αξία και αποδόσεις ξένων και ιδίων κεφαλαίων

Hotel Pavlos	€(000s)	IRR
Value of the Property	23,454	11.0%
Value of the Mortgage Component	14,073	5.0%
Value of the Equity Component	9,382	17.25%

Case study: ταμειακές ροές

Year	Net Operating Income Available for Debt Service		Total Annual Debt Service		Net Operating Income to Equity
2014	1,987,000	-	998,000	=	989,000
2015	2,300,000	-	998,000	=	1,302,000
2016	1,949,000	-	998,000	=	951,000
2017	2,144,000	-	998,000	=	1,146,000
2018	2,176,000	-	998,000	=	1,178,000
2019	2,208,000	-	998,000	=	1,210,000
2020	2,241,000	-	998,000	=	1,243,000
2021	2,274,000	-	998,000	=	1,276,000
2022	2,309,000	-	998,000	=	1,311,000
2023	2,344,000	-	998,000	=	1,346,000

Case study: ταμειακές ροές και υπολειμματική Αξία

Year	Net Operating Income Available for Debt Service		Present Worth of €1 Factor at 11.0%		Discounted Cash Flow
2014	1,987,000	x	0.901140	=	1,791,000
2015	2,300,000	x	0.812054	=	1,868,000
2016	1,949,000	x	0.731774	=	1,426,000
2017	2,144,000	x	0.659431	=	1,414,000
2018	2,176,000	x	0.594240	=	1,293,000
2019	2,208,000	x	0.535494	=	1,182,000
2020	2,241,000	x	0.482555	=	1,081,000
2021	2,274,000	x	0.434850	=	989,000
2022	2,309,000	x	0.391860	=	905,000
2023	32,580,000 *	x	0.353121	=	11,505,000
			Total Property Value		23,454,000

*10th year net operating income of €2,344,000 plus sales proceeds of €30,236,000

Case study: αξία ιδίων κεφαλαίων

Year	Net Operating Income to Equity		Present Worth of €1 Factor at 17.3%		Discounted Cash Flow
2014	989,000	x	0.852851	=	843,000
2015	1,302,000	x	0.727356	=	947,000
2016	951,000	x	0.620326	=	590,000
2017	1,146,000	x	0.529046	=	606,000
2018	1,178,000	x	0.451198	=	532,000
2019	1,210,000	x	0.384805	=	466,000
2020	1,243,000	x	0.328181	=	408,000
2021	1,276,000	x	0.279890	=	357,000
2022	1,311,000	x	0.238705	=	313,000
2023	21,219,000 *	x	0.203579	=	4,320,000
			Value of Equity Component		9,382,000

*10th year net operating income to equity of €1,346,000 plus sales proceeds of €19,873,000

Case study: αξία δανείου

Year	Total Annual Debt Service		Present Worth of €1 Factor at 5.0%		Discounted Cash Flow
2014	998,000	x	0.952411	=	951,000
2015	998,000	x	0.907088	=	905,000
2016	998,000	x	0.863921	=	862,000
2017	998,000	x	0.822808	=	821,000
2018	998,000	x	0.783652	=	782,000
2019	998,000	x	0.746359	=	745,000
2020	998,000	x	0.710841	=	709,000
2021	998,000	x	0.677013	=	676,000
2022	998,000	x	0.644795	=	644,000
2023	11,362,000 *	x	0.614110	=	6,978,000
			Value of Mortgage Component		14,073,000

*10th year debt service of €998,000 plus outstanding mortgage balance of €10,364,000

Έλεγχος: η αξία «αποδεικνύεται»

5,0%

IRR δανειστή: ίσο με το επιτόκιο του δανείου

17,25%

IRR ιδίων κεφαλαίων: ίσο με τον equity yield

11,0%

Συνολική απόδοση ακινήτου: προκύπτει από το μείγμα

Προεξοφλώντας κάθε συνιστώσα με την απαιτούμενη απόδοσή της, παίρνουμε το κεφάλαιο που διέθεσε ο δανειστής (€14,07 εκ.) και ο επενδυτής (€9,38 εκ.): σύνολο €23,45 εκ.

Ίδιο ακίνητο, δύο προσεγγίσεις

€23,45 εκ.

αξία mortgage-equity (διαφορά 6.75%)

€25,150 εκ.

αξία με προεξόφληση WACC

Mortgage-equity έναντι WACC

	WACC	Mortgage-equity (HVS)
Κεφαλαιακή διάρθρωση	Σταθερή (στόχος)	Ρητή, με ετήσια εξέλιξη του υπολοίπου δανείου
Βασικά inputs	Rf, ERP, β, CRP, Kd	LTV, DSCR, επιτόκιο, διάρκεια, equity yield
Παρατηρησιμότητα	Το β και τα premia εκτιμώνται έμμεσα	Οι όροι δανεισμού παρατηρούνται στην αγορά
Επίδραση επιτοκίων	Έμμεση, μέσω Rf και Kd	Άμεση: σταθερά δανείου, ύψος δανείου, μερίσματα
Επικοινωνία	«Μαύρο κουτί» για πελάτη και τράπεζα	Μιλά τη γλώσσα του χρηματοδότη και του επενδυτή

Ευαισθησία mortgage-equity: equity yield και terminal cap rate

Equity Yield \ Terminal Cap Rate	7.0%	7.3%	7.5%	7.8%	8.0%	8.3%	8.5%
15.8%	25,700,000	25,400,000	25,000,000	24,700,000	24,400,000	24,100,000	23,800,000
16.3%	25,300,000	24,900,000	24,600,000	24,300,000	24,000,000	23,700,000	23,400,000
16.8%	24,800,000	24,500,000	24,200,000	23,900,000	23,600,000	23,300,000	23,000,000
17.3%	24,400,000	24,100,000	23,800,000	23,500,000	23,200,000	22,900,000	22,700,000
17.8%	24,000,000	23,700,000	23,300,000	23,100,000	22,800,000	22,500,000	22,300,000
18.3%	23,600,000	23,300,000	23,000,000	22,700,000	22,400,000	22,200,000	21,900,000
18.8%	23,200,000	22,900,000	22,600,000	22,300,000	22,000,000	21,800,000	21,600,000

=Original Variables

Πώς να το διαβάσετε

- +0,5 μ.β. equity yield ≈ −€400 χιλ.
- Τιμές σε € · κεντρική περίπτωση 7,75% / 17,25%.

Προσοχή στην εφαρμογή του mortgage-equity

1 Equity yield

Παραμένει κρίση: διασταυρώστε με τη μέθοδο DCR.

2 Επιτόκιο δανείου

Συχνά μεταβλητό: δηλώστε υπόθεση σταθερού ή αντιστάθμισης.

3 Τύπος αγοραστή

Θεσμικός ή ιδιώτης επενδυτής: διαφορετικοί όροι και απαιτήσεις.

4 Εποχικότητα

Ελέγξτε ότι το ετήσιο NOI αντέχει τη χρηματοδότηση.

5 Έλεγχος εύλογου

Αξία ανά δωμάτιο, αρχική απόδοση και συγκριτικές πωλήσεις.

6 Τεκμηρίωση

Καταγράψτε πηγές και παραδοχές σύμφωνα με IVS και RICS.

Βασικά συμπεράσματα

1	**Το DCF κάνει ρητές τις παραδοχές**	Ορίζοντας, NOI και υπολειμματική αξία είναι ορατά και ελέγξιμα.
2	**Ο συντελεστής προεξόφλησης είναι το δύσκολο σημείο**	Στα ακίνητα το β και τα premia του WACC δεν παρατηρούνται άμεσα.
3	**Το mortgage-equity χτίζεται από όρους χρηματοδότησης**	LTV, DSCR, επιτόκιο και equity yield: μιλά τη γλώσσα της αγοράς.
4	**Η αξία «αποδεικνύεται»**	Οι ροές του δανειστή και του επενδυτή έχουν τις απαιτούμενες αποδόσεις.
5	**Διασταυρώστε πάντα**	Αξία ανά δωμάτιο, αρχική απόδοση, συγκριτικές πωλήσεις και WACC ως έλεγχος.

Ερωτήσεις προς προβληματισμό

Ευχαριστώ

Παύλος Παπαδημητρίου MRICS

Director, HVS Athens

Εκτιμήσεις, μελέτες βιωσιμότητας και συμβουλευτικές υπηρεσίες για ξενοδοχεία και τουριστικού ενδιαφέροντος ακίνητα

? **Πώς επιλέγουμε equity yield σε αγορά με λίγες συναλλαγές;**

? **Πώς αντιμετωπίζουμε δάνεια με μεταβλητό επιτόκιο;**

? **Πότε προτιμούμε WACC και πότε mortgage-equity;**

Βιβλιογραφία και Πηγές

Rushmore, S. & deRoos, J.
Hotel Valuation Techniques. HVS International.

Rushmore, S.
Seven Current Hotel-Valuation Techniques. Cornell Hotel and Restaurant Administration Quarterly.

Rushmore, S. (2001)
Making Alan Greenspan Your Hotel Investment Partner. Hospitality Review, 19 (2).

Rushmore, S. & Rushmore Jr., S. (2012)
Hotel Market Analysis and Valuation: International Issues and Software Applications.

Rushmore, S.
What Your Hotel Is Worth to a Lender. Hospitality Net (ανάλυση της μεθόδου DCR).

Mellen, S. (1983)
The Appraisal Journal “Simultaneous Valuation: A New Technique”