



## ZESZYT METODYCZNY

# ZASTOSOWANIE PODEJŚCIA DOCHODOWEGO W WYCENIE NIERUCHOMOŚCI

### Preambuła

Nie ma jednej metodyki wyceny na świecie. Zasady wyceny, przyjęte w poszczególnych państwach są zróżnicowane. Źródłem różnic są z pewnością odmienne ramy instytucjonalne rynku, obejmujące zarówno ramy prawne (różna wiązka praw do nieruchomości, różne systemy podatkowe), ramy polityczne, ekonomiczne (różna cykliczność gospodarki), społeczne (zróżnicowany poziom zaspokojenia podstawowych potrzeb na obszarze nieruchomości) a także konwencje, według których zorganizowane jest społeczeństwo (np. długość i sposób zawierania umów najmu). Na kształt metodyki wyceny wpływa szczególnie dostępność danych z rynku nieruchomości a także zasady rachunkowości.

W rezultacie powstało znaczne zróżnicowanie metodyki wyceny ujawniające się:

- w nazewnictwie metod wyceny, a nawet interpretacji podstawowych kategorii, takich jak wartość (rynkowa, odtworzeniowa, synergiczna),
- w szczegółach wyceny np. różne procedury wyceny przyjmowane są przy wycenie prawa własności nieruchomości, która nie ma najemcy: w jednych krajach przypisane będzie prawo właściciela do osiągnięcia dochodu, w innych krajach nieruchomość taka będzie wyceniana jako niezamieszkała;

Niezmiernie ważnym elementem, różnicującym metodykę wyceny jest **odwzorowanie zmienności rynku w procesie wyceny**. Historycznie ujmując można wyróżnić trzy koncepcje wyceny, które tworzą tzw. **szkoły wyceny**. Należą do nich **szkoła amerykańska, szkoła brytyjska i szkoła niemiecka**.



Pomiędzy tymi szkołami występują pewne **podobieństwa**:

- wyróżniono trzy koncepcje dochodzenia do wartości: na podstawie porównań, na podstawie dochodów, na podstawie poniesionych kosztów,
- odróżniono wartość, która ma obiektywizować rynek od wartości dla indywidualnego odbiorcy (wartości indywidualnej, zwanej wartością inwestycyjną).

Obok podobieństw występują istotne **różnice**, które dotyczą m.in.:

- ilości stosowanych podejść do wyceny pojedynczej nieruchomości (w szkole amerykańskiej trzy podejścia, w szkole brytyjskiej jedno podejście, niemieckiej dwa podejścia),
- odwzorowania zmienności rynku w procesie wyceny (najpełniej rynek odwzorowany jest w szkole amerykańskiej, strumień dochodu nie stabilizuje się na poziomie dochodu z dnia wyceny, w szkole brytyjskiej odwzorowany jest rynek w dniu wyceny, a jego ewentualna zmienność ujawniona jest w stopie zwrotu, w szkole niemieckiej rynek jest statyczny),
- przedmiotu wyceny: czy są to prawa do nieruchomości (szkoła amerykańska i szkoła brytyjska) czy jest to nieruchomość w ujęciu fizycznym (szkoła niemiecka).

Różny sposób odwzorowania rynku w procesie wyceny wpłynął na powstanie różnych koncepcji podejścia dochodowego. Jednym ze źródeł tych kontrowersji jest sposób odwzorowania strumienia dochodu w procesie wyceny. Można wyróżnić trzy koncepcje tego odwzorowania:

**Koncepcja 1:** wartość odwzorowuje tylko aktualny stan nieruchomości przy założeniu stałego strumienia dochodów. Zakłada się istnienie swoistego stanu równowagi między popytem i podażą na rynku użytkownika. Przyjmuje się, że proporcje między ujawnionym popytem i istniejącą podażą nie ulegną zmianie. Ta koncepcja występuje w szkole niemieckiej.

**Koncepcja 2:** odchodzi ona od stałości strumienia dochodów, zakłada istnienie zmiennego dochodu w okresie prognozy. Zmienność strumienia nie jest wywołana przewidywanymi zmianami na rynku nieruchomości, wpływającymi na poziom popytu i (lub) podaży, lecz jest wywołana przewidywaną zmiennością strumienia dochodu na przedmiotowej nieruchomości jako efektu wbudowanego założenia o konieczności przeprowadzenia remontu, modernizacji,



częściowej bądź całkowitej adaptacji dla nowej funkcji, dochodzenia do aktualnego, rynkowego wypełnienia nieruchomości. W ramach tej koncepcji zmienność strumienia może być także wywołana wygasaniem terminów umów najmu czy dzierżawy, czy może też wynikać z przyjętej w umowach najmu waloryzacji stawek czynszowych. Ta koncepcja dochodu, chociaż koncentruje się na popycie, nie abstrahuje od podaży, która wpływa na przyjętą w wycenie stopę zwrotu. Jeżeli w chwili wyceny są podstawy do stwierdzenia, że podaż na rynku podobnych nieruchomości wzrośnie, kalkulowane przez inwestorów ryzyko osiągnięcia dochodów wzrośnie, wzrosną wymagane przez inwestorów stopy zwrotu. Strumień dochodów, odwzorowujący te zmiany, nosi nazwę pośredniego strumienia. Przewidywany wzrost rynkowej stawki czynszu w przyszłości jest kompensowany przez przyjęcie niższej stopy zwrotu, spadek przez przyjęcie wyższej stopy. Koncepcja taka przyjęta została w szkole brytyjskiej.

**Koncepcja 3:** wartość odwzorowuje - oprócz zmian zachodzących w okresie prognozy na nieruchomości - także zmiany dochodowości nieruchomości, wywołane zmianami w otoczeniu rynkowym jako wynik zmieniającej się gry popytu i podaży. Strumień dochodów, odwzorowujący te zmiany, nosi nazwę bezpośredniego strumienia. Wymaga on prognozowania strumienia wpływów jak i wydatków. W prognozie wpływów uwzględnia się także liczbę miesięcy przerwy w generowaniu dochodów między wygaśnięciem umowy a rozpoczęciem nowej umowy. W prognozie wydatków szacuje się racjonalne poziomy kosztów operacyjnych i podatków od nieruchomości w poszczególnych latach. Prognoza wymaga przyjęcia znanych w dniu wyceny przewidywań w skali makro i mezo jak i zmian w skali mikro, czyli w otoczeniu nieruchomości. Do analizy włączone jest także domniemane tempo inflacji. Założenia o dynamice rynku wpływają nie tylko na zmienność strumienia dochodów, ale także na poziom stopy zwrotu. Zmienność dochodu po okresie prognozy powoduje, że na etapie wyznaczania wartości rezydualnej stopa kapitalizacji i stopa dyskontowa są różne. Ta koncepcja strumienia przyjęta została w szkole amerykańskiej, która uznana jest za najlepiej odwzorowującą rynek. Wielu metodyków wyceny w USA, opisując bezpośrednie strumienie dochodów, ujawnia niebezpieczeństwa ich stosowania. Wskazują na źródła trudności szacowania popytu: każdy może mieć inną wizję przyszłości (Rattermann 2013), ryzyko szacowania przyszłego strumienia dochodu pozostaje na rynku nieruchomości głównie pod wpływem ryzyka systematycznego, czyli zależnego od uwarunkowań makro i mezoekonomicznych, które są trudniejsze do przewidzenia, w znacznie mniejszym stopniu od



ryzyka niesystematycznego, związanego z daną nieruchomością, np. bankructwo głównego najemcy czy niekorzystne zmiany w sąsiedztwie nieruchomości (Friedman, Ordway 1992). Oznacza to, że przyjęcie bezpośrednich strumieni dochodów zwiększa ryzyko wartości, zwiększa ryzyko wyceny rozumiane jako różnica pomiędzy wycenami.

Historycznie ukształtowane metodyki wyceny nie wytrzymały jednak próby czasu. W każdej ze szkół koncepcja wyceny ewoluowała. Wydaje się, że można wyróżnić dwa główne źródła tych zmian:

- zmiany o charakterze egzogenicznym, wywołane oddziaływaniem instytucji, kształtujących obszar wyceny takich, jak: Komitet Międzynarodowych Standardów Wyceny (IVSC) i TEGOVA, odpowiedzialnych za kształt wyceny nieruchomości. Pod wpływem oczekiwań inwestorów i klientów, w tym banków, oczekiwań głównych księgowych a także międzynarodowych firm obsługujących rynek nieruchomości instytucje te podjęły prace zmierzające do ujednoczenia zasad wyceny. Globalizacja znacznie przyspieszyła ten proces. Przynosi ona bowiem potrzebę znormalizowania sposobu pomiaru i opisu towarów, usług i inwestycji. Pomimo podjętych wysiłków na szczeblu Europy przez Europejską Grupę Stowarzyszeń Rzecznawców Majątkowych (TEGOVA) i w skali globalnej przez Komitet Międzynarodowych Standardów Wyceny (IVSC) na obszarze metodyki wyceny nieruchomości nie doszło do standaryzacji. Uzgodniono fundamentalne zasady wyceny. Niestety, obie organizacje odstąpiły od dążenia do ujednoczenia metodyki wyceny. Komitet uważa, że narzucenie poszczególnym krajom zasad wyceny uznane byłoby przez nie jako zagrożenie, ograniczyłoby rozwój metodyki wyceny, która powinna być wolna, aby być udoskonalona w odpowiedzi na ewolucje rynku oraz nowo powstające koncepcje wyceny. Jednakże dostrzeżono, że na krajowych rynkach istnieją problemy lokalne, które mają wpływ na utrzymywanie się różnic w metodyce wyceny. Sięgają one różnic kulturowych, wynikają z tradycji czy z różnic w poziomie rozwoju rynków nieruchomości. Występują różnice w rozumieniu koncepcji wyceny, co wpływa na poziom wartości. Chociaż różnice zwyczajowe, szczególnie związane z metodyką wyceny, mogą stopniowo zanikać w miarę umiędzynarodowienia rynku, to trwałym elementem różnicującym pozostaną uregulowania prawne. Dlatego też obie organizacje zrezygnowały ze standaryzacji metodyki wyceny i przyjęły drogę do jej harmonizacji.



- zmiany o **charakterze endogenicznym** utożsamiane z procesami, zachodzącymi na rynkach nieruchomości. Ich źródłem jest oddziaływanie krajowych organizacji zawodowych, ale przede wszystkim powstawanie w środowisku akademickim nowych koncepcji wyceny, wymiana doświadczeń, innowacje wprowadzane przez praktyków, stanowiące odstępstwo od ustalonego modelu wyceny.

To właśnie czynnikiem endogenicznym, w tym wpływem środowiska akademickiego można przypisać inicjatywę rozpowszechnianą się amerykańskiej koncepcji podejścia dochodowego w środowisku brytyjskim. Już w drugiej połowie lat 70. środowisko akademickie w Wielkiej Brytanii opisało bezpośrednie strumienie dochodów. Zostały one również włączone do programów nauczania. Również RICS w 1997 roku opisał technikę DCF, wykorzystującą bezpośrednie strumienie dochodów, uświadamiając ich niedostatki. W wydanych materiałach informacyjnych podaje, że wzrost liczby wyraźnych założeń prowadzi do rozbieżnych opinii (Commercial Investment... 1997). Jeżeli istnieją bezpośrednie dowody rynkowe, że ceny rynkowe różnią się od sugerowanych przez racjonalną analizę DCF, to ta informacja może być bardziej odpowiednia, niż szacunek ceny, wywiedziony za pomocą modelu DCF (Tamże). Podał, że w odniesieniu do nieruchomości prostych i o niskiej wartości, nabywanych przez mało profesjonalnych klientów, wykorzystywanie technik zdyskontowanych strumieni dochodów może być nieodpowiednie. Preferowaną metodą może pozostać technika kapitalizacji prostej. Dla inwestycji, generujących niestandardowe strumienie dochodów, inwestor może wymagać bardziej wyrafinowanych metod analizy, obejmujących zdyskontowane strumienie dochodów, analizę ryzyka i prognozowanie. Przedmiotem prognozowania są takie zmienne, jak: zmiany powierzchni (zmiany po stronie podaży), przyszłe pustostany, przyszłe stawki czynszu, zmiany w wydatkach operacyjnych. Pomimo nacisków środowiska akademickiego oraz inwestorów i pomimo znacznego wzrostu cen nieruchomości bezpośredni strumień dochodów nie został włączony do praktycznego modelu wyceny. W Wielkiej Brytanii stosowanie strumieni bezpośrednich do wyznaczenia wartości rynkowej jest nieznaczne. Nie oznacza to, że środowisko zawodowe hamuje postęp na obszarze wyceny. Uznaje ono, że oba rodzaje strumienia wymagają oddzielnego ich stosowania: strumienia pośredniego w procesie dochodzenia do wartości rynkowej, strumienia bezpośredniego w przypadku wyceny wartości inwestycyjnej.



Wydaje się, że wpływ środowiska zawodowego na harmonizację metodyki wyceny ujawnia się szczególnie przy wycenach nieruchomości, stanowiących element portfela inwestycyjnego, w ramach którego nieruchomości muszą być tak samo wyceniane. Międzynarodowy przepływ kapitału, któremu towarzyszy współpraca.

Czy te innowacje w podejściu dochodowym zasługują na ich propagowanie w Polsce? Zmieniają one przecież koncepcję dochodzenia do wartości rynkowej: oparcie jej nie na dowodach rynkowych, ale na przewidywaniu przyszłości, zmienia to również istotę tejże wartości. Przestaje ona obiektywizować rynek. Powoduje powstanie – obok wartości rynkowej, opartej na strumieniach pośrednich, czyli wartości obiektywizującej rynek – wartości rynkowej oczekiwanej przez inwestorów, czyli wartości rynkowej inwestycji (Kucharska- Stasiak, 2019).

Pomimo zastrzeżeń pod adresem bezpośrednich strumieni dochodów powinny być one opisane i włączone do oferty dydaktycznej w Polsce. Stanowią one ważny element dorobku światowej metodyki. Nie wyprą one strumieni pośrednich. W praktyce strumienie bezpośrednie powinny być zarezerwowane głównie do dochodzenia do wartości inwestycyjnej (indywidualnej). Można rozważyć stosowanie bezpośrednich strumieni dochodów do określania wartości rynkowej dla ściśle określonego celu, np. wyceny nieruchomości dla wycen portfelowych, gdzie rzeczoznawca zderza się z metodyką, pochodzącą z innego obszaru geograficznego. Stanowiłoby to wyraz uwzględnienia wymogów klienta na wzór wycen dla potrzeb sprawozdań finansowych, czy wycen dla banków hipotecznych, które nakładają wymóg określenia tzw. wartości bankowo-hipotecznej. Włączenie strumieni bezpośrednich byłoby wyrazem nadążania polskiej metodyki wyceny za koncepcjami znanymi na świecie, umożliwiłoby też uczestnictwo polskich rzeczoznawców w wycenach dla wielkich międzynarodowych inwestorów. Żeby tak się stało, muszą zostać one opisane i opublikowane przez organizację zawodową.

Prof. zw. dr hab. Ewa Kucharska-Stasiak



**Źródła:**

- Commercial Investment Property: Valuation Methods. An Information Paper 1997, RICS.
  - Friedman P, Ordway N. 1992, Income Property Appraisal and Analysis, Prentice Hall, New Jersey,
  - Henneberry J., Crosby N., Financialisation, the valuation of investment property and the urban built environment in the U.K Urban Studies, <http://dx.doi.org/10.1177/00420980155832>
  - E. Kucharska-Stasiak (2019), *Różne oblicza wartości rynkowej*, [w:] *Nieruchomość*
  - *w Przestrzeni 5*, t. 1, *Wycena nieruchomości*, Bogucki Wydawnictwo Naukowe, Poznań
  - Rattermann M.2013, The Student Handbook to The
  - Appraisal of Real Estate 13th Edition, Appraisal Institute
- 

PROJEKT - 19.12.2020



## ZESZYT METODYCZNY

# ZASTOSOWANIE PODEJŚCIA DOCHODOWEGO W WYCENIE NIERUCHOMOŚCI

### 1. WPROWADZENIE

- 1.1. Celem niniejszego zeszytu metodycznego jest przedstawienie uzgodnionych w środowisku zawodowym rzeczoznawców majątkowych zasad dobrej praktyki w zakresie stosowania podejścia dochodowego do określania wartości nieruchomości.
- 1.2. Podejście dochodowe jest stosowane w przypadku określania wartości nieruchomości generujących dochód, bądź stwarzających możliwość osiągnięcia dochodu, przy założeniu, że dochód jest podstawowym czynnikiem wpływającym na wartość tych nieruchomości.
- 1.3. W podejściu dochodowym określa się wartość praw właściciela lub innego użytkownika do osiągnięcia dochodu z nieruchomości.

### 2. PRZEDMIOT I ZAKRES STOSOWANIA ZESZYTU METODYCZNEGO

- 2.1. Niniejszy zeszyt metodyczny przedstawia zasady i warunki stosowania podejścia dochodowego przy określaniu wartości rynkowej (rozdział 4) i wartości nierynkowych (rozdział 5).
- 2.2. Niniejszy zeszyt metodyczny przedstawia zasady stosowania podejścia dochodowego przy wykorzystaniu metody inwestycyjnej i metody zysków.
- 2.3. Przedstawione w niniejszym zeszycie metodycznym zasady odnoszą się do wyceny nieruchomości, jako przedmiotu prawa własności, stąd przy wycenie nieruchomości, jako przedmiotu innych praw, prezentowane rozwiązania zaleca się stosować odpowiednio.





### 3. DEFINICJE

#### 3.1. Dochód z nieruchomości

- 3.1.1. Podstawą obliczania dochodu z nieruchomości są wpływy czynszowe, uzyskiwane z najmu, dzierżawy i innych praw do nieruchomości. Do wpływów czynszowych zalicza się także m.in. dochody z udostępnienia nieruchomości na plansze reklamowe, anteny telefonii komórkowych, bankomaty, parkingi, itp.
- 3.1.2. Podstawą obliczania dochodu z nieruchomości, stanowiącego odpowiednik wpływów czynszowych, może być także część dochodu z działalności gospodarczej prowadzonej na nieruchomości.
- 3.1.3. Do wyceny zaleca się przyjmowanie dochodów z nieruchomości ujmowanych w okresach rocznych, przy założeniu ich uzyskiwania na koniec roku.
- 3.1.4. Przyjęty przez rzeczoznawcę majątkowego sposób obliczania dochodu z nieruchomości decyduje o wyborze metody jej wyceny.

#### 3.2. Metody wyceny

- 3.2.1. Stosowane w ramach podejścia dochodowego metody wyceny przedstawiają sposoby obliczania dochodów z nieruchomości. Stosuje się dwie metody wyceny:
  - a) **metodę inwestycyjną**, w której podstawą obliczania dochodu z nieruchomości są wpływy czynszowe, uzyskiwane z najmu, dzierżawy i innych praw do nieruchomości. Typowymi nieruchomościami, w przypadku których stosuje się metodę inwestycyjną, są obiekty: biurowe, magazynowe, handlowe, lokale użytkowe, garaże wielostanowiskowe itp. Wpływy w tego rodzaju obiektach dotyczą gruntu i jego części składowych, którymi są w szczególności budynki i budowle;
  - b) **metodę zysków**, w której podstawą obliczania dochodu z nieruchomości jest część dochodu z działalności gospodarczej prowadzonej na nieruchomości, ściśle związanej z jej specjalistycznym charakterem, który determinuje rodzaj tej działalności. Typowymi nieruchomościami dla których stosuje się metodę zysków są: hotele, stacje benzynowe, obiekty sportowo-rekreacyjne, sale widowiskowe, kina itp. Wpływy w tego rodzaju



objektach uzależnione są od dochodów z działalności prowadzonej na nieruchomości, w szczególności przez użytkownika, i stanowią odpowiednik wpływów czynszowych.

3.2.2. W razie konieczności, dla różnych części nieruchomości, w wycenie można stosować równocześnie oba sposoby obliczania dochodów – metodę inwestycyjną i metodę zysków. Dochód z nieruchomości stanowi w takim wypadku sumę dochodów obliczonych przy zastosowaniu obu metod.

### 3.3. Techniki wyceny

3.3.1. Techniki wyceny, stosowane w ramach metod zaprezentowanych w rozdziale 3.2, sprowadzają się do procedur obliczeniowych, służących do przekształcania dochodu z nieruchomości w wartość.

3.3.2. Przekształcanie dochodu z nieruchomości w wartość nieruchomości nazywane jest kapitalizacją dochodu.

3.3.3. Wyróżnia się następujące techniki kapitalizacji dochodu:

- a) **kapitalizację prostą**, w której wartość nieruchomości określa iloczyn strumienia dochodu rocznego możliwego do uzyskania z wycenianej nieruchomości i współczynnika kapitalizacji albo iloraz strumienia dochodu rocznego i stopy kapitalizacji;
- b) **dyskontowanie strumieni dochodów**, w której wartość nieruchomości określa suma zdyskontowanych strumieni dochodów możliwych do uzyskania z wycenianej nieruchomości w poszczególnych latach przyjętego okresu projekcji, powiększona o zdyskontowaną wartość rezydualną nieruchomości.

### 3.4. Rodzaje projekcji strumieni dochodów

3.4.1. Wyróżnia się dwa podstawowe rodzaje projekcji strumieni dochodów:

- a) **Pośrednie strumienie dochodów**, w których zmienność poziomu dochodów w kolejnych latach projekcji wynika wyłącznie ze zmian zachodzących na samej nieruchomości oraz w jej otoczeniu tj. bez uwzględniania przewidywanych przyszłych zmian o charakterze rynkowym. W takiej projekcji uwzględnia się aktualny stan rynku.
- b) **Bezpośrednie strumienie dochodów**, w których zmienność poziomu dochodów w kolejnych latach projekcji wynika zarówno ze



zmian zachodzących na samej nieruchomości oraz w jej otoczeniu, jak i z przewidywanych przyszłych zmian o charakterze rynkowym.

3.4.2. Do czynników zmienności dochodów mogących zachodzić na nieruchomości lub w jej otoczeniu zalicza się w szczególności: wygasanie umów najmu, okresy beczynszowe, okresowe upusty czynszowe, remonty nieruchomości, zmianę atrakcyjności sąsiedztwa nieruchomości, zmianę układu komunikacyjnego w okolicy nieruchomości, itp.

3.4.3. Do czynników zmienności dochodów o charakterze rynkowym zalicza się w szczególności spodziewane na rynku zmiany: stawek czynszów, wydatków operacyjnych, poziomu pustostanów, poziomu popytu bądź podaży i inne mogące wpływać na poziom dochodu. Do czynników tych zalicza się również inflację o ile na danym rynku ma ona wpływ na poszczególne kategorie rachunku wyceny, np. wysokość czynszów i wydatków operacyjnych.

### 3.5. Stopy zwrotu

3.5.1. Do kapitalizacji dochodu wykorzystuje się odpowiednie stopy zwrotu stosując zasadę współmierności. Rodzaj przyjętej w wycenie stopy zwrotu zależy w szczególności od przyjętego rodzaju projekcji strumieni dochodów.

3.5.2. Stopy zwrotu dzielą się na dwie podstawowe grupy:

- a) **Stopy kapitalizacji**, które są stopami dochodu dla nieskończonego okresu inwestycji i odwzorowują dochód inwestora na kapitale zaangażowanym w nieruchomość oraz zwrot wyłożonego kapitału;
- b) **Stopy dyskontowe**, które są stopami rentowności dla skończonego okresu inwestycji i odwzorowują dochód inwestora na kapitale zaangażowanym w nieruchomość.

3.5.3. Do stóp kapitalizacji zalicza się w szczególności stopę wszelkiego ryzyka, oraz stopę wyjścia.

3.5.3.1. Stopa wszelkiego ryzyka (z ang. *all risks yield*) jest stopą kapitalizacji odzwierciedlającą wszelkie rodzaje ryzyka oraz wszelkie szanse związane z inwestowaniem w daną nieruchomość.



Stopa ta odzworowuje percepcję ryzyka i szans inwestowania na rynku nieruchomości u typowych jego uczestników. Z tego powodu na potrzeby wyceny nieruchomości stopa ta powinna być określana na podstawie analizy rynku nieruchomości jako iloraz dochodu uzyskiwanego z niedawno w pełni wynajętej i uzyskującej rynkowy poziom dochodu nieruchomości podobnej do nieruchomości wycenianej oraz ceny transakcyjnej tej nieruchomości.

Stopa ta wykorzystywana jest w technice kapitalizacji prostej.

3.5.3.2. Stopa wyjścia (z ang. *exit yield*) jest stopą kapitalizacji rynkowego dochodu z wycenianej nieruchomości, prognozowanego jako możliwy do uzyskania po zakończeniu projekcji strumieni dochodów.

Poziom stopy wyjścia prognozuje się w szczególności na podstawie spodziewanego przyszłego stanu wycenianej nieruchomości oraz spodziewanych przyszłych warunków rynkowych.

Stopa ta wykorzystywana jest w projekcjach w formie bezpośrednich strumieni dochodów.

3.5.4. Stopa dyskontowa (z ang. *equated yield*) jest stopą zwrotu, która użyta do dyskontowania strumieni dochodów w kolejnych lat projekcji oraz dyskontowania wartości rezydualnej da wynik równy cenie transakcyjnej nieruchomości podobnej do nieruchomości wycenianej.

Stopa ta stanowi wewnętrzną stopę zwrotu (IRR) projekcji strumieni dochodów, w której uwzględniono zmiany poziomu dochodów wynikających z czynników o charakterze rynkowym.

Stopa dyskontowa wykorzystywana jest w projekcjach w formie bezpośrednich strumieni dochodów.

3.5.5. Wyrównana stopa zwrotu (z ang. *equivalent yield*) jest stopą wykorzystywaną zarówno do dyskontowania strumieni dochodów w okresie projekcji, jak i kapitalizacji rynkowego dochodu z nieruchomości w celu obliczenia wartości rezydualnej.

Stopa ta odzwierciedla dochód z nieruchomości możliwy do uzyskania na rynku w dniu wyceny. Stanowi wewnętrzną stopę zwrotu (IRR)



projekcji strumieni dochodów, w której nie uwzględniono zmian poziomu dochodów wynikających z czynników o charakterze rynkowym.

Stopa ta wykorzystywana jest w projekcjach w formie pośrednich strumieni dochodów.

### 3.6. Wydatki operacyjne

- 3.6.1. Wydatki operacyjne stanowią roczne koszty utrzymania nieruchomości ponoszone przez właściciela i warunkujące osiągnięcie dochodów na założonym poziomie.
- 3.6.2. W wycenie przyjmuje się, że wydatki operacyjne ponoszone są, podobnie jak uzyskiwane dochody, na koniec okresu rocznego.
- 3.6.3. Wydatki operacyjne ponoszone przez właściciela obejmują: podatki od nieruchomości, opłaty roczne za użytkowanie wieczyste gruntu, koszty mediów, nakłady na konserwację i naprawy bieżące, koszty zarządzania, koszty ubezpieczenia i ochrony nieruchomości oraz inne koszty ponoszone okresowo. Przy ich obliczaniu, uwzględniając w szczególności rodzaj określonej wartości nieruchomości, odwzorować należy warunki zawierania umów na właściwym rynku.
- 3.6.4. W wycenie należy odzwierciedlić występujący na danym rynku lokalnym (oraz w umowach najmu/dzierżawy dotyczących wycenianej nieruchomości) model rozliczania wydatków operacyjnych, pomiędzy wynajmującym a najemcami. Do najczęstszych modeli takich rozliczeń zalicza się:
  - a) ponoszenie wszystkich wydatków operacyjnych przez wynajmującego
  - b) ponoszenie części wydatków operacyjnych przez wynajmującego a części przez najemców
  - c) ponoszenie wszystkich wydatków operacyjnych przez najemców
- 3.6.5. W przypadku modeli rozliczeń opisanych w punkcie 3.6.4 b) i c) należy odzwierciedlić w wycenie, czy umowy najmu/dzierżawy oraz praktyka rynkowa danego rynku lokalnego przewidują udział najemców w wydatkach operacyjnych w formie stałego okresowego ryczałtu, czy okresowych zaliczek bilansowanych okresowo względem rzeczywiście zrealizowanych wydatków operacyjnych.



- 3.6.6. Modele rozliczeń wydatków operacyjnych opisane w punkcie 3.6.4 nie stanowią wyczerpującego katalogu możliwych rozwiązań. Przyjęty do wyceny model rozliczeń powinien wynikać z rozwiązań stosowanych na lokalnym rynku.
- 3.6.7. Zależnie od obserwowanej praktyki rynkowej danego segmentu rynku nieruchomości lub rynku lokalnego do wydatków operacyjnych może być również zaliczany średni roczny nakład związany z powtarzającymi się regularnie wydatkami na wymianę elementów związanego z nieruchomością wyposażenia – z częstotliwością co najmniej raz na kilka lat, co jest uzasadnione wymogami rynkowymi.

### **3.7. Wartość rezydualna**

- 3.7.1. Wartość rezydualną nieruchomości stanowi jej wartość po zakończeniu okresu projekcji strumieni dochodów. W większości wypadków wartość ta szacowana jest techniką kapitalizacji prostej a następnie wykorzystywana w technice dyskontowania strumieni dochodów, jako ostatni strumień dochodów dyskontowany na dzień wyceny.

## **4. WSKAZÓWKI METODYCZNE DOTYCZĄCE OKREŚLANIA WARTOŚCI RYNKOWEJ**

### **4.1. Zasady stosowania metody inwestycyjnej**

- 4.1.1. Dochody z nieruchomości obejmują wpływy z czynszów możliwe do uzyskania przez typowego, przeciętnie efektywnie działającego, właściciela lub innego użytkownika.
- 4.1.2. Źródłem informacji o wysokości dochodów z nieruchomości są w szczególności umowy najmu, umowy dzierżawy oraz innego rodzaju umowy dotyczące wycenianej nieruchomości, a także odpowiednie porównywalne rodzajowo dane rynkowe.
- 4.1.3. W przypadku, gdy wyceniana nieruchomość obciążona jest prawami zobowiązaniowymi (np. umowami najmu lub dzierżawy) lub rzeczowymi, mającymi znaczenie dla oceny wielkości wpływów czynszowych lub dla oceny ryzyka ich uzyskiwania (w szczególności może to dotyczyć czasu trwania umów, zasad rozliczania nakładów dokonanych przez najemców), skutki obciążenia takimi prawami należy uwzględnić w wycenie.
- 4.1.4. Określenie wartości rynkowej wymaga analizy obciążeń wycenianej nieruchomości prawami i innymi obowiązkami, wynikającymi z



zawartych umów i decyzji administracyjnych, oraz znajomości zasad i warunków zawierania tych umów na danym rynku.

4.1.5. Analiza umów i decyzji administracyjnych, o których mowa w pkt 4.1.4, ma prowadzić do poznania w szczególności: wysokości stawek czynszu oraz sposobu ich ustalania, zasad indeksacji czynszu, wysokości i rodzaju ponoszonych wydatków związanych z utrzymaniem nieruchomości przez właściciela oraz najemców.

4.1.6. Określenie wartości rynkowej wymaga zbadania, czy cała nieruchomość (lub jej części w tym urządzenia, wyposażenie) stanowi przedmiot umowy leasingowej. Fakt istnienia umów leasingowych powinien być w operacie odpowiednio opisany.

4.1.7. W metodzie inwestycyjnej wyróżnia się następujące poziomy dochodów:

- a) potencjalny dochód brutto (PDB) – wyznaczany przy założeniu, że potencjał nieruchomości jest wykorzystany w 100%, co oznacza, że nie występują straty z tytułu pustostanów, zwolnień z płatności czynszu i zaległości czynszowych, przy czym szacunek dochodów uwzględnia zasady panujące na danym rynku i stan wycenianej nieruchomości;
- b) efektywny dochód brutto (EDB) – obliczany z różnicy pomiędzy potencjalnym dochodem brutto a stratami w dochodach, uzasadnionymi rynkowo i stanem wycenianej nieruchomości, np. zwolnieniami w płatnościach, pustostanami, zaległościami czynszowymi;
- c) dochód operacyjny netto (DON) – obliczany z różnicy pomiędzy efektywnym dochodem brutto a wydatkami operacyjnymi związanymi z utrzymaniem danej nieruchomości, których rodzaj i poziom wynikają z warunków rynkowych.

4.1.8. Do kapitalizacji dochodu zaleca się wykorzystanie dochodu operacyjnego netto.

4.1.9. Przy określaniu wartości rynkowej do wydatków operacyjnych nie zalicza się:

- a) odpisów amortyzacyjnych;
- b) spłat rat kapitałowych i odsetkowych od kredytów lub pożyczek;



- c) nakładów na remonty, przekraczających bieżącą dbałość o stan techniczny i standard użytkowy z wyjątkiem nakładów przedstawionych w pkt. 3.6.7;
  - d) podatku dochodowego.
- 4.1.10. Na podstawie informacji z danego rynku nieruchomości ustala się występujący na odpowiednią datę poziom pustostanów oraz strat spowodowanych zaległościami w czynszu.
- 4.1.11. Określany w wycenie poziom dochodów z nieruchomości odzwierciedla stabilność i jakość umów najmu w wycenianej nieruchomości (tj. *stan komercjalizacji*) oraz stan rynku nieruchomości w dniu określania jej wartości (*pośrednie strumienie dochodów*) albo przewidywany stan rynku w okresie projekcji i po jego zakończeniu (*bezpośrednie strumienie dochodów*), z uwzględnieniem zasad podanych w pkt 4.1.3.
- 4.1.12. Jeżeli wyceniana nieruchomość lub jej część jest zajmowana przez właściciela, na potrzeby wyceny przyjmuje się, że jest ona wolna i przeznaczona do wynajęcia.
- 4.1.13. Zasady stosowania pośrednich strumieni dochodów
- 4.1.13.1. Stosując *pośrednie strumienie dochodów* rzeczoznawca powinien oszacować dochody z nieruchomości i stopę zwrotu na podstawie stanu rynku z dnia wyceny, bez prognozowania ich przyszłych zmian o charakterze rynkowym. Zmiany te są bowiem odzwierciedlane w przyjętej stopie zwrotu. Z tego powodu w *pośrednich strumieniach dochodów* stosuje się jedną stopę zwrotu, nazywaną *wyrównaną stopą zwrotu*, której używa się zarówno do dyskontowania, jak i kapitalizacji dochodu rynkowego w celu obliczenia wartości rezydualnej.
  - 4.1.13.2. Stosując *pośrednie strumienie dochodów* do kapitalizacji czynszu rynkowego i dyskontowania strumieni dochodów rzeczoznawca powinien wykorzystać *wyrównaną stopę zwrotu*, której poziom oszacował na podstawie analizy transakcji nieruchomościami podobnymi do nieruchomości wycenianej, lub ustalił na podstawie wiarygodnych informacji lub raportów rynkowych, stosując w razie potrzeby odpowiednie korekty tej stopy ze względu na różnice w poziomie ryzyka inwestowania w nieruchomości podobne będące przedmiotem transakcji i





nieruchomość będącą przedmiotem wyceny oraz ze względu na zmiany poziomu stóp zwrotu, które zaszły na rynku w czasie pomiędzy datami analizowanych transakcji a datą wyceny.

#### 4.1.14. Zasady stosowania bezpośrednich strumieni dochodów

4.1.14.1. Stosując *bezpośrednie strumienie dochodów* rzeczoznawca powinien prognozować nie tylko przyszłe poziomy dochodów w kolejnych latach projekcji, ale też oszacować przyszły czynsz rynkowy i przyszłą stopę kapitalizacji (tj. *stopę wyjścia*) na potrzeby wyliczenia wartości rezydualnej, biorąc pod uwagę w szczególności spodziewany przyszły stan nieruchomości, dla którego oszacowana ma być wartość rezydualna. Zależnie od wyniku tych przewidywań *stopa wyjścia* użyta do obliczenia wartości rezydualnej oraz *stopa dyskontowa* mogą się różnić poziomem.

4.1.14.2. Preferowanym sposobem wyznaczania *stopy wyjścia* w *bezpośrednich strumieniach* dochodów jest jej oszacowanie na podstawie analizy jednej, bądź wielu transakcji rynkowych nieruchomościami podobnymi do nieruchomości stanowiącej przedmiot wyceny z zastosowaniem w razie potrzeby odpowiednich korekt tej stopy ze względu na różnice w poziomie ryzyka inwestowania w nieruchomości podobne będące przedmiotem transakcji i w nieruchomości stanowiącą przedmiot wyceny oraz ze względu na zmiany poziomu stóp zwrotu, które zaszły na rynku w czasie pomiędzy datami analizowanych transakcji a datą końca projekcji strumieni dochodów.

4.1.14.3. *Stopę dyskontową* wyznaczyć można poprzez korektę rynkowych stóp kapitalizacji. Przy wyznaczaniu poziomu *stopy dyskontowej* bierze się pod uwagę różnice w poziomie ryzyka osiągnięcia dochodów z nieruchomości będącej przedmiotem wyceny oraz z nieruchomości dla których wyznaczono odpowiednie stopy. Podstawowymi czynnikami wpływającymi na poziom ryzyka są między innymi: lokalizacja, stan techniczny, standard użytkowy, wiarygodność najemców, warunki zawartych umów najmu, wielkość i rodzaj funkcji



budynku, ochrona konserwatorska. Czynniki te uwzględnia się w przyjętym poziomie *stopy dyskontowej*.

4.1.14.4. W zależności od prognozowanych przez rzeczoznawcę różnic w poziomie ryzyka inwestowania w wycenianą nieruchomość w dniu wyceny oraz po zakończeniu okresu projekcji bezpośrednich strumieni dochodów może zaistnieć potrzeba zróżnicowania poziomu *stopy dyskontowej* oraz *stopy wyjścia*.

4.1.14.5. W przypadku, gdy na analizowanym rynku nieruchomości brakuje wystarczających danych, stopę dyskontową można ustalić na podstawie stóp dyskontowych z długoterminowych inwestycji charakteryzujących się porównywalnym ryzykiem. Należy przy tym zaznaczyć, że określenie stopy dyskontowej na podstawie wyników analizy poziomu stóp zwrotu z inwestycji wolnych od ryzyka na rynku kapitałowym nie oznacza, że pomiędzy stopami zwrotu na rynku kapitałowym oraz na rynku nieruchomości występuje silna korelacja. Przyjęcie jako podstawy wyznaczenia stopy dyskontowej stopy zwrotu z inwestycji wolnych od ryzyka oznacza jedynie to, że poziom wymaganych stóp zwrotu na rynku nieruchomości powinien być w długim okresie czasu wyższy od poziomu stóp zwrotu z inwestycji wolnych od ryzyka o poziom wymaganej premii za wyższe ryzyko inwestowania na rynku nieruchomości i w wycenianą nieruchomość.

4.1.14.6. Konieczność uwzględnienia w bezpośrednich strumieniach dochodów m.in. prognoz przyszłych zmian o charakterze rynkowym, zróżnicowania stopy dyskontowej i stopy kapitalizacji (*stopy wyjścia*) oraz oszacowania przyszłych dochodów rynkowych i stanu nieruchomości po zakończeniu okresu projekcji podnosi znacznie stopień skomplikowania wyceny. Rzeczoznawca majątkowy powinien uwzględnić ten fakt decydując, czy dysponuje odpowiednimi danymi oraz doświadczeniem, aby wykonać wycenę przy użyciu tego rodzaju projekcji strumieni dochodów.

4.1.15. Wybór rodzaju projekcji dochodów (pośrednich albo bezpośrednich strumieni dochodów) powinien wynikać w szczególności z przewidywanych do uwzględnienia w projekcji zmian na nieruchomości (w



szczegółności w zakresie czynszów i wydatków operacyjnych) oraz na rynku, z dostępnych danych oraz sposobu ustalenia stopy zwrotu wykorzystywanej w wycenie. Powinna być tu zachowana zasada współmierności.

4.1.16. Konieczność uwzględnienia w *bezpośrednich strumieniach dochodów* m.in. prognoz przyszłych zmian o charakterze rynkowym, zróżnicowania stopy dyskontowej i stopy kapitalizacji (*stopy wyjścia*) oraz oszacowania przyszłych dochodów rynkowych i stanu nieruchomości po zakończeniu okresu projekcji podnosi znacznie stopień skomplikowania wyceny i wymaga uwzględnienia odpowiednich danych (np. prognoz inflacji). Preferowanym źródłem informacji powinny być w tym zakresie prognozy sporządzane przez jednostki dysponujące odpowiednimi danymi, min. instytucje naukowe, banki centrale, urzędy statystyczne, itp.

4.1.17. Szacując wartość rynkową nieruchomości z wykorzystaniem *bezpośrednich strumieni dochodów* rzeczoznawca majątkowy powinien zwracać szczególną uwagę, aby odzwierciedlać w swoich założeniach spodziewane zachowania typowych, przeciętnie efektywnie działających uczestników rynku nieruchomości a nie oczekiwania skonkretyzowanego uczestnika rynku, co prowadziłoby do oszacowania tzw. „wartości indywidualnej”.

4.1.18. Na potrzeby szacowania wartości rynkowej zaleca się stosowanie techniki dyskontowania strumieni dochodów w formie *pośrednich strumieni dochodów*.

4.1.19. Szacując wartość rynkową nieruchomości zaleca się ograniczenie stosowania *bezpośrednich strumieni dochodów* jedynie do wyceny nieruchomości stanowiących części portfeli inwestycyjnych oraz nieruchomości należących do dużych instytucji profesjonalnie inwestujących w nieruchomości.

#### 4.2. Zasady stosowania metody zysków

4.2.1. Przez dochody z nieruchomości, stanowiące odpowiednik wpływów czynszowych, rozumieć należy część dochodów z działalności gospodarczej prowadzonej na danej nieruchomości należną właścicielowi nieruchomości. Dochód z działalności gospodarczej należy ustalać przy założeniu, że prowadzi ją typowy, przeciętnie efektywnie działający podmiot.

4.2.2. Źródłem informacji o wysokości dochodów z nieruchomości są dane rynkowe i dane z szacowanej nieruchomości (po ich weryfikacji w oparciu



o dane rynkowe), w szczególności dokumenty sprawozdań finansowych prowadzonej działalności.

- 4.2.3. Określenie wartości rynkowej wymaga analizy obciążeń wycenianej nieruchomości prawami i innymi obowiązkami, wynikającymi z zawartych umów i decyzji administracyjnych, oraz znajomości zasad i warunków zawierania tych umów na danym rynku.
- 4.2.4. Analiza umów i decyzji administracyjnych, o których mowa w pkt 4.2.3. ma prowadzić do poznania w szczególności: wysokości dochodów oraz sposobu ich ustalania, zasad indeksacji dochodu, wysokości i rodzaju ponoszonych wydatków związanych z utrzymaniem nieruchomości przez właściciela oraz najemców.
- 4.2.5. Określenie wartości rynkowej wymaga zbadania, czy cała nieruchomość (lub jej części w tym urządzenia, wyposażenie) stanowi przedmiot umowy leasingowej. Fakt istnienia umów leasingowych powinien być w operacie odpowiednio opisany.
- 4.2.6. Dochód z nieruchomości obliczany jest na podstawie przychodu użytkownika z działalności operacyjnej, pomniejszonego o koszty operacyjne użytkownika i wydatki operacyjne.
- 4.2.7. W metodzie zysków stosowanej do wyceny nieruchomości na której działalnością gospodarczą zarządza lub mógłby zarządzać za wynagrodzeniem odrębny od właściciela podmiot, nazywany dalej operatorem wyróżnić można następujące etapy określania dochodów:
  - a) wyznaczanie wpływów (WDB) z działalności gospodarczej na nieruchomości (z biznesu);
  - b) obliczanie dochodu brutto z działalności gospodarczej na nieruchomości (DB) z różnicy wpływów (WDB) i kosztów operacyjnych (KO);
  - c) obliczanie dochodu operacyjnego netto z działalności gospodarczej (DONB) z różnicy dochodu brutto (DB) i wydatków operacyjnych (WO);
  - d) obliczanie dochodu operacyjnego netto właściciela nieruchomości (DONW) przez pomniejszenie DONB o wynagrodzenie operatora (WOP). Wysokość tego dochodu wyznacza się na podstawie umów



dotyczących wycenianej nieruchomości i danych rynkowych lub w inny uzasadniony sposób.

- 4.2.8. Etapy opisane w punkcie 4.2.7 należy traktować jako przykładową procedurę wskazującą na sposób określania dochodu operacyjnego netto właściciela. Opisana procedura powinna być dostosowana do specyfiki wycenianej nieruchomości.
- 4.2.9. W uzasadnionych przypadkach, gdy nie można przyjąć, że na wycenianej nieruchomości działalnością gospodarczą mógłby zarządzać operator, dla potrzeb określania wartości rynkowej czynszu lub odpowiednika wpływów czynszowych, dochód operacyjny netto z działalności gospodarczej (DONB) pomniejsza się o kwotę odzwierciedlającą zwrot z kapitału najemcy/dzierżawcy zainwestowanego w działalność gospodarczą prowadzoną na wycenianej nieruchomości np. w kapitał obrotowy, wyposażenie. Tak określony dochód tzw. *divisible balance* może podlegać podziałowi pomiędzy właściciela nieruchomości a najemcę/dzierżawcę.
- 4.2.10. Do kapitalizacji dochodu zaleca się wykorzystanie dochodu operacyjnego netto właściciela (DONW).
- 4.2.11. Wpływy z działalności gospodarczej pochodzą z działalności operacyjnej, bez uwzględniania przychodów z działalności inwestycyjnej oraz finansowej.
- 4.2.12. Do kosztów operacyjnych zalicza się wszelkie wydatki związane z prowadzeniem działalności i warunkujące uzyskanie spodziewanych wpływów. Obejmują one w szczególności: koszty zakupu towarów, materiałów i usług, płace personelu wraz z narzutami, koszty związane z odtwarzaniem majątku trwałego i wyposażenia, koszty reklamy itp.
- 4.2.13. Do kosztów operacyjnych nie zalicza się amortyzacji, kosztów finansowych (w tym obsługi kredytów) oraz płaconego przez użytkownika podatku dochodowego.
- 4.2.14. Do wyceny przyjmuje się dochody z działalności gospodarczej, ujmowane w okresach rocznych, przy założeniu ich uzyskiwania na koniec okresu rocznego.
- 4.2.15. Dochód z nieruchomości obliczany jest przy uwzględnieniu wydatków operacyjnych, odpowiednio na zasadach określonych w metodzie



inwestycyjnej. Przy obliczaniu wynagrodzenia podmiotu prowadzącego działalność na nieruchomości należy wziąć pod uwagę typowe dla danego rynku zasady jego ustalania. Trzeba przy tym uwzględnić to, że dla różnych rodzajów działalności sposoby ustalania wynagrodzenia użytkownika mogą być różne.

- 4.2.16. Przy obliczaniu dochodu z nieruchomości uwzględnia się wyniki z działalności prowadzonej na wycenianej nieruchomości oraz dane rynkowe o dochodach z podobnych działalności prowadzonych na danym rynku.
- 4.2.17. W przypadku nieruchomości, dla których nie jest uzasadnione przyjęcie założenia o prowadzeniu działalności gospodarczej przez operatora udział właściciela nieruchomości w dochodzie operacyjnym netto z działalności gospodarczej może zostać uwzględniony odpowiednio w stopie kapitalizacji lub stopie dyskontowej z uwzględnieniem zasady współmierności.
- 4.2.18. Nieruchomości wyceniane metodą zysków mają często złożoną postać fizyczną i ekonomiczną, co powoduje, że występują w obrocie jako działające gospodarczo obiekty, obejmujące zróżnicowane aktywa niezbędne do prowadzenia działalności. Oprócz nieruchomości obiekty takie obejmują także ruchomości (meble, wyposażenie i urządzenia) oraz wartości niematerialne i prawne, a także tzw. zbywalny *goodwill* lub *badwill*, który stanowi składnik wartości niematerialnych i prawnych, związany z posiadaniem marki, reputacji, zaufania klientów itp., i który jest przenoszony na nabywcę w przypadku obrotu takim obiektem.
- 4.2.19. Wartość określona metodą zysków może obejmować – oprócz nieruchomości – także inne składniki majątku. W przypadku, gdy cel wyceny wymaga ustalenia odrębnej wartości nieruchomości, można obliczyć ją z różnicy wartości określonej metodą zysków i wartości innych składników majątku.
- 4.2.20. Przy określaniu wartości rynkowej nieruchomości metodą zysków nie uwzględnia się tzw. osobistego *goodwillu* lub *badwillu*, który wpływa na dochody użytkownika, ale jest związany nie z nieruchomością, lecz z osobą prowadzącą działalność na nieruchomości. Przez osobisty *goodwill* lub *badwill* należy rozumieć szczególne cechy określonego użytkownika, które powodują uzyskiwanie dochodu odmiennego od poziomu rynkowego.



4.2.21. Przy stosowaniu metody zysków wykorzystuje się odpowiednio zasady przewidziane w metodzie inwestycyjnej i opisane w pkt 4.1.3, uwzględniając dodatkowe obciążenia wynikające z charakteru działalności prowadzonej na wycenianej nieruchomości, jak również zasady stosowania *pośrednich strumieni dochodów* opisane w pkt 4.1.13. oraz *bezpośrednich strumieni dochodów* opisane w pkt 4.1.14.

#### 4.3. Technika kapitalizacji prostej

4.3.1. Technikę kapitalizacji prostej można stosować w przypadku, gdy z przeprowadzonej analizy stanu nieruchomości wynika, że zasadne jest przyjęcie założenia, że w przewidywalnym okresie czasu po dacie wyceny dochód przyjmowany do kapitalizacji będzie stabilny. Możliwe zmiany poziomu dochodu po tym okresie uwzględnia się w *stopie wszelkiego ryzyka*.

4.3.2. Przez „przewidywalny okres czasu” należy rozumieć okres nieodległy i przewidywalny, rozsądnie rzecz biorąc, przez rzeczoznawcę majątkowego.

4.3.3. Jeżeli przyjęcie założenia, o którym mowa z pkt 4.3.1 nie jest uzasadnione, wycenę należy wykonać stosując technikę dyskontowania strumieni dochodów.

4.3.4. W technice kapitalizacji prostej wartość rynkową nieruchomości określa iloczyn dochodu operacyjnego netto, ustalonego z uwzględnieniem zasad opisanych w pkt 4.1 i 4.2 i odpowiedniego współczynnika kapitalizacji albo iloraz wyżej opisanego dochodu i odpowiedniej stopy kapitalizacji.

W technice kapitalizacji prostej wartość nieruchomości obliczana jest według wzoru:

$$W = DON \cdot w_k \quad \text{lub} \quad W = DON \cdot \frac{1}{R}$$

gdzie:

$W$  – wartość rynkowa nieruchomości,

$DON$  – dochód operacyjny netto przyjmowany do kapitalizacji,

$R$  – stopa wszelkiego ryzyka,

$W_k$  – współczynnik kapitalizacji.



- 4.3.5. Zalecanym sposobem określania *stopy wszelkiego ryzyka* jest obliczenie jej jako ilorazu dochodu operacyjnego netto, i ceny rynkowej nieruchomości podobnych do nieruchomości wycenianej.
- 4.3.6. Przyjęta do obliczeń *stopa wszelkiego ryzyka* powinna uwzględniać w szczególności różnicę w poziomie ryzyka pomiędzy nieruchomością wycenianą a nieruchomościami stanowiącymi przedmiot analizy stóp kapitalizacji. Podstawowymi czynnikami ryzyka, wpływającymi na poziom stopy kapitalizacji, są między innymi: lokalizacja, stan techniczny, standard użytkowy, wiarygodność najemców, warunki umów najmu obciążające wycenianą nieruchomość, wielkość budynków i ich funkcje, ochrona konserwatorska. Przyjęty w wycenie poziom *stopy wszelkiego ryzyka* powinien uwzględniać również ryzyko dotyczące zmienności dochodu z wycenianej nieruchomości. Rzecznawca majątkowy powinien zatem dokonać odpowiednich korekt stóp kapitalizacji zaobserwowanych na rynku w celu odzwierciedlenia m.in. różnic w czynnikach ryzyka pomiędzy nieruchomością stanowiącą przedmiot wyceny a nieruchomościami podobnymi.
- 4.4. Technika dyskontowania strumieni dochodów
- 4.4.1. Technikę dyskontowania strumieni dochodów stosuje się do określania wartości rynkowej nieruchomości, dla której w pewnym okresie, zwanym okresem projekcji, zakłada się zmienny poziom strumieni dochodów.
- 4.4.2. W technice tej wartość nieruchomości obliczana jest jako suma zdyskontowanych strumieni dochodów z nieruchomości, występujących w każdym z okresów objętych projekcją, powiększona o zdyskontowaną wartość rezydualną nieruchomości. Długość okresu projekcji wyznacza liczba lat, w których przewiduje się zmienność dochodów.
- 4.4.3. Wartość rezydualna nieruchomości (RV) to jej wartość z końca okresu projekcji. Przy określaniu wartości prawa własności nieruchomości przyjmuje się nieskończenie długi okres osiągnięcia dochodu. W szczególnych sytuacjach, uzasadnionych stanem nieruchomości lub rynku, przy szacowaniu wartości rezydualnej można nie przyjmować założenia o nieskończenie długim okresie osiągnięcia dochodu.
- 4.4.4. W technice dyskontowanych strumieni dochodów wartość nieruchomości obliczana jest według wzoru:





$$W = DON_1 \cdot \frac{1}{(1+r)^1} + DON_2 \cdot \frac{1}{(1+r)^2} + \dots + DON_n \cdot \frac{1}{(1+r)^n} + RV \cdot \frac{1}{(1+r)^n}$$

gdzie:

$W$  – wartość rynkowa nieruchomości,

$DON_{1-n}$  – dochód operacyjny netto w poszczególnych latach projekcji,

$r$  – stopa dyskontowa albo wyrównana stopa zwrotu

$RV$  – wartość rezydualna nieruchomości.

4.4.5. Dyskontowania dokonuje się przy użyciu *stopy dyskontowej* (*bezpośrednie strumienie dochodów*) lub *wyrównanej stopy zwrotu* (*pośrednie strumienie dochodów*) na dzień określenia wartości nieruchomości.

4.5. W literaturze wyróżnia się także modele wyceny (z granicą określane jako „techniki”), które umożliwiają uwzględnienie w wycenie nieskomplikowanych okoliczności powodujących zmienność dochodów z nieruchomości w czasie nieodległym od daty wyceny. Do modeli tych zalicza się tzw. „model blokowy” (z ang. *term and reversion*) oraz „model warstwowy” (z ang. *hardcore and top slice* lub *layer method*). Modele te przez część autorów zaliczane są do techniki kapitalizacji prostej a przez innych do techniki dyskontowania strumieni dochodów.

## 5. WSKAZÓWKI METODYCZNE DOTYCZĄCE OKREŚLANIA WARTOŚCI INNYCH NIŻ WARTOŚĆ RYNKOWA

5.1. Przy stosowaniu podejścia dochodowego do określania wartości innych niż rynkowa można przyjąć założenia i zasady ustalania dochodów z nieruchomości, a także stóp zwrotu, odmienne od założeń i zasad przyjmowanych przy określaniu wartości rynkowej. W szczególności może to dotyczyć: czynszów, wpływów, wydatków operacyjnych, kosztów operacyjnych działalności gospodarczej prowadzonej na nieruchomości.

5.2. Przy określaniu wartości innych niż rynkowa możliwe jest ustalenie poziomu dochodu na podstawie indywidualnego założenia zamawiającego wycenę.

5.3. Indywidualne założenia można przyjmować również przy ustalaniu poziomu i struktury wydatków operacyjnych.



- 5.4. Na potrzeby określenia wartości innych niż rynkowa dochód operacyjny netto może być skorygowany w szczególności o koszty obsługi długu i podatek dochodowy.
- 5.5. Indywidualne założenia można formułować również przy ustalaniu poziomu stóp zwrotu. Przyjęty poziom stóp zwrotu może odwzorowywać indywidualne oczekiwania konkretnego inwestora, które mogą różnić się od rynkowych stóp zwrotu.
- 5.6. Określając wartości inne niż rynkowa, można uwzględnić indywidualne umiejętności zarządzającego, które mają wpływ na poziom dochodów.
- 5.7. Przy określaniu wartości innych niż rynkowa zleceniodawca – odmiennie niż przy wartości rynkowej – może mieć wpływ na treść przyjętych założeń, a tym samym na poziom określanych wartości.

## 6. UWAGI DODATKOWE

- 6.1. Przy stosowaniu podejścia dochodowego do określania wartości nieruchomości o szczególnych cechach (np. nieruchomości rolnych, leśnych, z kopalinami, zabytkowych, itp.), a także w przypadku, gdy stanowią one przedmiot innych praw niż własność, dodatkowo należy uwzględniać zasady wyceny zawarte w innych dokumentach ze zbioru PKZW.
- 6.2. Rzecznawca majątkowy przyjmuje do wyceny stopę kapitalizacji (tj. *stopę wszelkiego ryzyka*, *stopę wyjścia*, bądź *wyrównaną stopę zwrotu*) i *stopę dyskontową* z zachowaniem zasady współmierności w odniesieniu do sposobu obliczania strumieni dochodów z nieruchomości.
- 6.3. Przy stosowaniu metody zysków rzecznawca majątkowy może – uwzględniając w szczególności regulacje przedstawione w pkt 4.2.7 i 4.2.11 – wykorzystywać odpowiednio dane zawarte w sprawozdaniach finansowych jednostek przy obliczaniu wpływów, kosztów i wydatków operacyjnych i dochodów.

## 7. ODEJŚCIA OD ZALECEŃ ZESZYTU METODYCZNEGO

- 7.1. Zasad wyceny przedstawionych w niniejszym zeszycie metodycznym nie należy traktować jako jedynych możliwych do zastosowania przy wykorzystaniu podejścia dochodowego. Prezentowane rozwiązania nie obejmują także wszystkich sytuacji, z jakimi może spotkać się rzecznawca majątkowy podczas wyceny.



## 8. OPRACOWANIE

- 8.1. Założenia i redakcję niniejszego zeszytu metodycznego przygotował zespół pracujący pod kierunkiem Marcina Malmona w składzie: Mirosława Czaplńska, Iwona Foryś, Agnieszka Jachowicz, Małgorzata Kosińska, Barbara Majewska, Dariusz Trojanowski, na podstawie noty interpretacyjnej, której założenia i redakcję przygotował zespół pracujący pod kierunkiem Ewy Kucharskiej-Stasiak w składzie: Jerzy Adamiczka, Agnieszka Jachowicz, Jan Konowalczuk, Zdzisława Ledzion-Trojanowska, Sabina Źróbek.

PROJEKT - 19.12.2020

## ZAŁĄCZNIK – PRZYKŁADY

### PRZYKŁAD 1: WYKORZYSTANIE POŚREDNICH STRUMIENI DOCHODÓW

Należy wycenić nieruchomość stanowiącą lokal biurowy o powierzchni najmu 800 m<sup>2</sup>, dysponując następującymi danymi:

- Data wyceny: 01.01.2021
- Nieruchomość stanowi przedmiot dwóch umów najmu:
  - Umowa A zawarta dnia 01.06.2018 na okres 3 lat, powierzchnia najmu 250 m<sup>2</sup>, czynsz umowny 35 zł/m<sup>2</sup> miesięcznie waloryzowany wskaźnikiem 1% w marcu każdego roku najmu;
  - Umowa B zawarta 01.06.2019 na okres 5 lat, powierzchnia najmu 450 m<sup>2</sup>, czynsz umowny w 1. roku najmu 25 zł/m<sup>2</sup>, w 2. roku najmu 30 zł/m<sup>2</sup>, w 3. i kolejnych latach najmu 35 zł/m<sup>2</sup>.
- Powierzchnia niewynajęta w dniu wyceny: 100 m<sup>2</sup>
- Część rocznych wydatków operacyjnych obciążająca właściciela nieruchomości w dniu wyceny: 85 000 zł
- Miesięczna stawka czynszu możliwa do uzyskania dla przedmiotowej nieruchomości w dniu wyceny: 30 zł/m<sup>2</sup>
- Typowe okresy poszukiwania najemcy na lokalnym rynku lokali biurowych: 3 miesiące
- Wyrównana stopa zwrotu oszacowana na podstawie badania rynku: 7%
- Spodziewany wzrost popytu na powierzchnię biurową na lokalnym rynku począwszy od 3. roku projekcji strumieni dochodów, który według wiarygodnych analiz rynkowych przełoży się na wzrost miesięcznych stawek czynszowych o około 2 zł/m<sup>2</sup>.
- Spodziewany coroczny 1,5% wzrost dochodów i wydatków operacyjnych

## Określenie dochodów w poszczególnych latach:

### Dochody z Umowy A:

- Powierzchnia najmu: 250 m<sup>2</sup>
- Umowna stawka czynszu: 35 zł/m<sup>2</sup>
- Rynkowa stawka czynszu (w dniu wyceny): 30 zł/m<sup>2</sup>

	1	2	3	4	5
	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Styczeń</b>	8 750 zł <sup>1</sup>	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł
<b>Luty</b>	8 750 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł
<b>Marzec</b>	8 838 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł
<b>Kwiecień</b>	8 838 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł
<b>Maj</b>	8 838 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł
<b>Czerwiec</b>	0 zł <sup>2</sup>	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł
<b>Lipiec</b>	0 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł
<b>Sierpień</b>	0 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł
<b>Wrzesień</b>	7 500 zł <sup>3</sup>	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł
<b>Październik</b>	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł
<b>Listopad</b>	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł
<b>Grudzień</b>	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł	7 500 zł
	<b>74 013 zł</b>	<b>90 000 zł</b>	<b>90 000 zł</b>	<b>90 000 zł</b>	<b>90 000 zł</b>

<sup>1</sup> 250 m<sup>2</sup> x 35 zł/m<sup>2</sup> = 8 750 zł

<sup>2</sup> Początek 3-miesięcznego okresu beczynszowego na poszukiwanie nowego najemcy

<sup>3</sup> 250 m<sup>2</sup> x 30 zł/m<sup>2</sup> = 7 500 zł tj. początek strumieni opartych na rynkowej stawce czynszu z dnia wyceny

### Dochody z Umowy B:

- Powierzchnia najmu: 450 m<sup>2</sup>
- Umowne stawki czynszu:
  - 1. rok najmu: 25 zł/m<sup>2</sup>
  - 2. rok najmu: 30 zł/m<sup>2</sup>
  - 3. rok najmu: 35 zł/m<sup>2</sup>
  - 4. rok najmu: 35 zł/m<sup>2</sup>
  - 5. rok najmu: 35 zł/m<sup>2</sup>
- Rynkowa stawka czynszu (w dniu wyceny): 30 zł/m<sup>2</sup>

	1	2	3	4	5
	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Styczeń</b>	13 500 zł <sup>4</sup>	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	13 500 zł
<b>Luty</b>	13 500 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	13 500 zł
<b>Marzec</b>	13 500 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	13 500 zł
<b>Kwiecień</b>	13 500 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	13 500 zł
<b>Maj</b>	13 500 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	13 500 zł
<b>Czerwiec</b>	15 750 zł <sup>5</sup>	15 750 zł <sup>6</sup>	15 750 zł <sup>7</sup>	0 zł <sup>8</sup>	13 500 zł
<b>Lipiec</b>	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	0 zł	13 500 zł
<b>Sierpień</b>	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	0 zł	13 500 zł
<b>Wrzesień</b>	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	13 500 zł <sup>9</sup>	13 500 zł
<b>Październik</b>	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	13 500 zł	13 500 zł
<b>Listopad</b>	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	13 500 zł	13 500 zł
<b>Grudzień</b>	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	13 500 zł	13 500 zł
	<b>177 750 zł</b>	<b>189 000 zł</b>	<b>189 000 zł</b>	<b>132 750 zł</b>	<b>162 000 zł</b>

<sup>4</sup> 450 m<sup>2</sup> x 30 zł/m<sup>2</sup> = 13 500 zł tj. uwzględnienie stawki czynszu umownego właściwego dla 2. roku najmu. Rok 1. najmu minął przed datą wyceny.

<sup>5</sup> 450 m<sup>2</sup> x 35 zł/m<sup>2</sup> = 15 750 zł tj. uwzględnienie stawki czynszu umownego właściwego dla 3. roku najmu.

<sup>6</sup> 450 m<sup>2</sup> x 35 zł/m<sup>2</sup> = 15 750 zł tj. uwzględnienie stawki czynszu umownego właściwego dla 4. roku najmu.

<sup>7</sup> 450 m<sup>2</sup> x 35 zł/m<sup>2</sup> = 15 750 zł tj. uwzględnienie stawki czynszu umownego właściwego dla 5. roku najmu.

<sup>8</sup> Początek 3-miesięcznego okresu beczynszowego na poszukiwanie nowego najemcy

<sup>9</sup> 450 m<sup>2</sup> x 30 zł/m<sup>2</sup> = 13 500 zł tj. początek strumieni opartych na rynkowej stawce czynszu z dnia wyceny

Dochody z powierzchni niewynajętej:

- Powierzchnia najmu: 100 m<sup>2</sup>
- Rynkowa stawka czynszu (w dniu wyceny): 30 zł/m<sup>2</sup>

	1	2	3	4	5
	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Styczeń</b>	0 zł <sup>10</sup>	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł
<b>Luty</b>	0 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł
<b>Marzec</b>	0 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł
<b>Kwiecień</b>	3 000 zł <sup>11</sup>	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł
<b>Maj</b>	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł
<b>Czerwiec</b>	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł
<b>Lipiec</b>	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł
<b>Sierpień</b>	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł
<b>Wrzesień</b>	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł
<b>Październik</b>	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł
<b>Listopad</b>	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł
<b>Grudzień</b>	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł	3 000 zł
	<b>27 000 zł</b>	<b>36 000 zł</b>	<b>36 000 zł</b>	<b>36 000 zł</b>	<b>36 000 zł</b>

<sup>10</sup> Początek 3-miesięcznego okresu beczynszowego na poszukiwanie nowego najemcy dla powierzchni niewynajętej

<sup>11</sup> 100 m<sup>2</sup> x 30 zł/m<sup>2</sup> = 3 000 zł tj. początek strumieni opartych na rynkowej stawce czynszu z dnia wyceny

### Skonstruowanie projekcji pośrednich strumieni dochodów:

		1	2	3	4	5
<b>Komentarz</b>		<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
a	Dochody z Umowy A:	74 013 zł	90 000 zł	90 000 zł	90 000 zł	90 000 zł
b	Dochody z Umowy B:	177 750 zł	189 000 zł	189 000 zł	132 750 zł	162 000 zł
c	Dochody z powierzchni niewynajętej:	27 000 zł	36 000 zł	36 000 zł	36 000 zł	36 000 zł
d=a+b+c	<b>Efektywny Dochód Brutto*:</b>	<b>278 763 zł</b>	<b>315 000 zł</b>	<b>315 000 zł</b>	<b>258 750 zł</b>	<b>288 000 zł</b>
e	<b>Łączne wydatki operacyjne:</b>	<b>85 000 zł</b>	<b>85 000 zł</b>	<b>85 000 zł</b>	<b>85 000 zł</b>	<b>85 000 zł</b>
f=d-e	<b>Dochód operacyjny netto (DON):</b>	<b>193 763 zł</b>	<b>230 000 zł</b>	<b>230 000 zł</b>	<b>173 750 zł</b>	<b>203 000 zł</b>
g	Wyrównana stopa zwrotu:	7%				
$h=f/(1+g)^{1...5}$	<b>Wartość bieżąca DON:</b>	<b>181 086 zł</b>	<b>200 891 zł</b>	<b>187 749 zł</b>	<b>132 553 zł</b>	<b>144 736 zł</b>
$i=\sum h$	<b>Razem wartość bieżąca DON:</b>	<b>847 015 zł</b>				
j	Rynkowy dochód operacyjny netto:	203 000 zł				
k=j/g	Wartość rezydualna:	2 900 000 zł				
$l=k/(1+g)^5$	<b>Wartość bieżąca wartości rezydualnej:</b>	<b>2 067 660 zł</b>				
m=i+l	<b>WARTOŚĆ RYNKOWA:</b>	<b>2 914 675 zł</b>				

\* Ponieważ dochody z umów najmu i powierzchni wolnej w poszczególnych latach uwzględniają okresowe pustostany, wiersz przedstawia Efektywny Dochód Brutto



## Komentarz do Przykładu 1

Następujące założenia zostały uwzględnione w oszacowanej na podstawie badania rynku wyrównanej stopie zwrotu:

- Spodziewany wzrost popytu na powierzchnię biurową na lokalnym rynku począwszy od 3. roku projekcji strumieni dochodów, który według wiarygodnych analiz rynkowych przełoży się na wzrost miesięcznych stawek czynszowych o około 2 zł/m<sup>2</sup>.
- Spodziewany coroczny 1,5% wzrost dochodów i wydatków operacyjnych

Ponieważ w wycenach wykonywanych w formie pośrednich strumieni dochodów nie jest dopuszczalne ujmowanie wprost w *cash flow* prognoz dotyczących przyszłych zmian o charakterze rynkowym (patrz punkt 3.4.1.a Zeszytu metodycznego), zmiany te mogą być odzwierciedlane jedynie pośrednio w poziomie stopy zwrotu wykorzystanej w wycenie. Wynika to z założenia, że jeżeli przewidywane zmiany rynkowe były znane uczestnikom rynku to znalazły też odzwierciedlenie z stopach zwrotu odnotowywanych w zawieranych transakcjach sprzedaży. Z tego powodu preferowanym sposobem szacowania poziomu wyrównanej stopy zwrotu powinna być analiza rynku nieruchomości.

PROJEKT - 19.12.2020

## PRZYKŁAD 2: WYKORZYSTANIE BEZPOŚREDNICH STRUMIENI DOCHODÓW

Należy wycenić nieruchomość stanowiącą lokal biurowy o powierzchni najmu 800 m<sup>2</sup>, dysponując następującymi danymi:

- Data wyceny: 01.01.2021
- Nieruchomość stanowi przedmiot dwóch umów najmu:
  - Umowa A zawarta dnia 01.06.2018 na okres 3 lat , powierzchnia najmu 250 m<sup>2</sup>, czynsz umowny 35 zł/m<sup>2</sup> miesięcznie waloryzowany wskaźnikiem 1% w marcu każdego roku najmu;
  - Umowa B zawarta 01.06.2019 na okres 5 lat, powierzchnia najmu 450 m<sup>2</sup>, czynsz umowny w 1. roku najmu 25 zł/m<sup>2</sup>, w 2. roku najmu 30 zł/m<sup>2</sup>, w 3. i kolejnych latach najmu 35 zł/m<sup>2</sup>.
- Powierzchnia niewynajęta w dniu wyceny: 100 m<sup>2</sup>
- Część rocznych wydatków operacyjnych obciążająca właściciela nieruchomości w dniu wyceny: 85 000 zł
- Miesięczna stawka czynszu możliwa do uzyskania dla przedmiotowej nieruchomości w dniu wyceny: 30 zł/m<sup>2</sup>
- Typowe okresy poszukiwania najemcy na lokalnym rynku lokali biurowych: 3 miesiące
- Przewidywana po zakończeniu okresu zmienności strumieni dochodów stopa kapitalizacji (tzw. *stopa wyjścia*) dla podobnych nieruchomości, w wieku jaki osiągnie nieruchomość wyceniana po okresie zmienności dochodów: 7,5%
- Stopa dyskontowa: 8,75%
- Spodziewany wzrost popytu na powierzchnię biurową na lokalnym rynku począwszy od 3. roku projekcji strumieni dochodów, które według wiarygodnych analiz rynkowych przełoży się na wzrost miesięcznych stawek czynszowych o około 2 zł/m<sup>2</sup>.
- Spodziewany coroczny 1,5% wzrost dochodów i wydatków operacyjnych

## Określenie dochodów w poszczególnych latach:

### Dochody z Umowy A:

- Powierzchnia najmu: 250 m<sup>2</sup>
- Umowna stawka czynszu: 35 zł/m<sup>2</sup>
- Rynkowa stawka czynszu (w dniu wyceny): 30 zł/m<sup>2</sup>

	1	2	3	4	5
	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Styczeń</b>	8 750 zł <sup>12</sup>	7 613 zł <sup>13</sup>	8 227 zł <sup>14</sup>	8 350 zł <sup>15</sup>	8 475 zł <sup>16</sup>
<b>Luty</b>	8 750 zł	7 613 zł	8 227 zł	8 350 zł	8 475 zł
<b>Marzec</b>	8 838 zł	7 613 zł	8 227 zł	8 350 zł	8 475 zł
<b>Kwiecień</b>	8 838 zł	7 613 zł	8 227 zł	8 350 zł	8 475 zł
<b>Maj</b>	8 838 zł	7 613 zł	8 227 zł	8 350 zł	8 475 zł
<b>Czerwiec</b>	0 zł <sup>17</sup>	7 613 zł	8 227 zł	8 350 zł	8 475 zł
<b>Lipiec</b>	0 zł	7 613 zł	8 227 zł	8 350 zł	8 475 zł
<b>Sierpień</b>	0 zł	7 613 zł	8 227 zł	8 350 zł	8 475 zł
<b>Wrzesień</b>	7 500 zł <sup>18</sup>	7 613 zł	8 227 zł	8 350 zł	8 475 zł
<b>Październik</b>	7 500 zł	7 613 zł	8 227 zł	8 350 zł	8 475 zł
<b>Listopad</b>	7 500 zł	7 613 zł	8 227 zł	8 350 zł	8 475 zł
<b>Grudzień</b>	7 500 zł	7 613 zł	8 227 zł	8 350 zł	8 475 zł
	<b>74 013 zł</b>	<b>91 350 zł</b>	<b>98 720 zł</b>	<b>100 201 zł</b>	<b>101 704 zł</b>

### Dochody z Umowy B:

<sup>12</sup> 240 m<sup>2</sup> x 35 zł/m<sup>2</sup> = 8 750 zł

<sup>13</sup> 7 500 zł x (1+1,5%) = 7 613 zł tj. uwzględnienie 1,5% corocznego wzrostu dochodów zgodnie z założeniami przykładu

<sup>14</sup> 250 m<sup>2</sup> x [30 zł/m<sup>2</sup> (1+1,5%)<sup>2</sup>+2 zł/m<sup>2</sup>] = 8 227 zł tj. uwzględnienie 1,5% corocznego wzrostu dochodów w 2. i 3. roku projekcji oraz spodziewanego wzrostu miesięcznych stawek czynszów o 2 zł/m<sup>2</sup> począwszy od 3. roku projekcji. Przyjęto, że „coroczny” wzrost dochodów nastąpi po raz pierwszy po upływie pierwszego pełnego roku tzn. dopiero w 2. roku projekcji (tj. w styczniu 2022 r.).

<sup>15</sup> 8 227 zł x (1+1,5%) = 8 350 zł tj. uwzględnienie 1,5% corocznego wzrostu dochodów zgodnie z założeniami przykładu

<sup>16</sup> 8 350 zł x (1+1,5%) = 8 475 zł tj. uwzględnienie 1,5% corocznego wzrostu dochodów zgodnie z założeniami przykładu

<sup>17</sup> Początek 3-miesięcznego okresu beczynszowego na poszukiwanie nowego najemcy

<sup>18</sup> 240 m<sup>2</sup> x 30 zł/m<sup>2</sup> = 7 500 zł tj. początek strumieni opartych na rynkowej stawce czynszu z dnia wyceny

- Powierzchnia najmu: 450 m<sup>2</sup>
- Umowne stawki czynszu:
  - 1. rok najmu: 25 zł/m<sup>2</sup>
  - 2. rok najmu: 30 zł/m<sup>2</sup>
  - 3. rok najmu: 35 zł/m<sup>2</sup>
  - 4. rok najmu: 35 zł/m<sup>2</sup>
  - 5. rok najmu: 35 zł/m<sup>2</sup>
- Rynkowa stawka czynszu (w dniu wyceny): 30 zł/m<sup>2</sup>

	1	2	3	4	5
	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Styczeń</b>	13 500 zł <sup>19</sup>	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 256 zł <sup>20</sup>
<b>Luty</b>	13 500 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 256 zł
<b>Marzec</b>	13 500 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 256 zł
<b>Kwiecień</b>	13 500 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 256 zł
<b>Maj</b>	13 500 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 256 zł
<b>Czerwiec</b>	15 750 zł <sup>21</sup>	15 750 zł <sup>22</sup>	15 750 zł <sup>23</sup>	0 zł <sup>24</sup>	15 256 zł
<b>Lipiec</b>	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	0 zł	15 256 zł
<b>Sierpień</b>	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	0 zł	15 256 zł
<b>Wrzesień</b>	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 030 zł <sup>25</sup>	15 256 zł
<b>Październik</b>	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 030 zł	15 256 zł
<b>Listopad</b>	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 030 zł	15 256 zł
<b>Grudzień</b>	15 750 zł	15 750 zł	15 750 zł	15 030 zł	15 256 zł
	<b>177 750 zł</b>	<b>189 000 zł</b>	<b>189 000 zł</b>	<b>138 871 zł</b>	<b>183 067 zł</b>

#### Dochodów z powierzchni niewynajętej:

<sup>19</sup> 450 m<sup>2</sup> x 30 zł/m<sup>2</sup> = 13 500 zł tj. uwzględnienie stawki czynszu umownego z 2. roku najmu. Rok 1. najmu minął przed datą wyceny.

<sup>20</sup> 15 242 zł x (1+1,5%) = 15 471 zł tj. uwzględnienie 1,5% corocznego spodziewanego wzrostu dochodów zgodnie z założeniami przykładu

<sup>21</sup> 450 m<sup>2</sup> x 35 zł/m<sup>2</sup> = 15 750 zł tj. uwzględnienie stawki czynszu umownego z 3. roku najmu

<sup>22</sup> 450 m<sup>2</sup> x 35 zł/m<sup>2</sup> = 15 750 zł tj. uwzględnienie stawki czynszu umownego z 4. roku najmu

<sup>23</sup> 450 m<sup>2</sup> x 35 zł/m<sup>2</sup> = 15 750 zł tj. uwzględnienie stawki czynszu umownego z 5. roku najmu

<sup>24</sup> Początek 3-miesięcznego okresu beczynszowego na poszukiwanie nowego najemcy

<sup>25</sup> 450 m<sup>2</sup> x {[30 zł/m<sup>2</sup>(1+1,5%)<sup>2</sup>+2 zł/m<sup>2</sup>] x (1+1,5%)} = 15 030 zł tj. początek strumieni uwzględniających rynkową stawkę czynszu na poziomie przewidywanym w 4. roku projekcji bezpośrednich strumieni dochodów. Formuła uwzględnia zatem coroczny wzrost dochodów rynkowych o 1,5% w 2. i 3. roku projekcji tj.

(1+1,5%)<sup>2</sup>. Przyjęto, że „coroczny” wzrost dochodów nastąpi po raz pierwszy po upływie pierwszego pełnego roku tzn. w 2. roku projekcji (tj. w styczniu 2022 r.). Ponadto formuła uwzględnia spodziewany, zgodnie z założeniami przykładu, wzrost rynkowych miesięcznych stawek czynszu o 2 zł/m<sup>2</sup> począwszy od 3. roku projekcji strumieni. Koniec formuły tj. (1+1,5%) uwzględnia ponownie 1,5% coroczny spodziewany wzrost dochodów pomiędzy 3. a 4. rokiem projekcji strumieni.

- Powierzchnia najmu: 100 m<sup>2</sup>
- Rynkowa stawka czynszu (w dniu wyceny): 30 zł/m<sup>2</sup>

	1	2	3	4	5
	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Styczeń</b>	0 zł <sup>26</sup>	3 045 zł <sup>27</sup>	3 291 zł <sup>28</sup>	3 340 zł <sup>29</sup>	3 390 zł <sup>30</sup>
<b>Luty</b>	0 zł	3 045 zł	3 291 zł	3 340 zł	3 390 zł
<b>Marzec</b>	0 zł	3 045 zł	3 291 zł	3 340 zł	3 390 zł
<b>Kwiecień</b>	3 000 zł <sup>31</sup>	3 045 zł	3 291 zł	3 340 zł	3 390 zł
<b>Maj</b>	3 000 zł	3 045 zł	3 291 zł	3 340 zł	3 390 zł
<b>Czerwiec</b>	3 000 zł	3 045 zł	3 291 zł	3 340 zł	3 390 zł
<b>Lipiec</b>	3 000 zł	3 045 zł	3 291 zł	3 340 zł	3 390 zł
<b>Sierpień</b>	3 000 zł	3 045 zł	3 291 zł	3 340 zł	3 390 zł
<b>Wrzesień</b>	3 000 zł	3 045 zł	3 291 zł	3 340 zł	3 390 zł
<b>Październik</b>	3 000 zł	3 045 zł	3 291 zł	3 340 zł	3 390 zł
<b>Listopad</b>	3 000 zł	3 045 zł	3 291 zł	3 340 zł	3 390 zł
<b>Grudzień</b>	3 000 zł	3 045 zł	3 291 zł	3 340 zł	3 390 zł
	<b>27 000 zł</b>	<b>36 540 zł</b>	<b>39 488 zł</b>	<b>40 080 zł</b>	<b>40 682 zł</b>

<sup>26</sup> Początek 3-miesięcznego okresu beczynszowego na poszukiwanie nowego najemcy dla powierzchni niewynajętej

<sup>27</sup>  $3\,000\text{ zł} \times (1+1,5\%) = 3\,045\text{ zł}$  tj. uwzględnienie 1,5% spodziewanego wzrostu dochodów zgodnie z założeniami przykładu

<sup>28</sup>  $100\text{ m}^2 \times [30\text{ zł/m}^2(1+1,5\%)^2 + 2\text{ zł/m}^2] = 3\,291\text{ zł}$  tj. uwzględnienie 1,5% spodziewanego wzrostu dochodów w 2. i 3. roku projekcji zgodnie z założeniami przykładu. Przyjęto, że „coroczny” wzrost dochodów nastąpi po raz pierwszy po upływie pierwszego pełnego roku tzn. dopiero w 2. roku projekcji (tj. w styczniu 2022 r.). Ponadto uwzględniono spodziewany w 3. roku projekcji dodatkowy wzrost rynkowych miesięcznych stawek czynszowych o 2 zł/m<sup>2</sup> zgodnie z założeniami przykładu.

<sup>29</sup>  $3\,291\text{ zł} \times (1+1,5\%) = 3\,340\text{ zł}$  tj. uwzględnienie 1,5% spodziewanego wzrostu dochodów zgodnie z założeniami przykładu

<sup>30</sup>  $3\,340\text{ zł} \times (1+1,5\%) = 3\,390\text{ zł}$  tj. uwzględnienie 1,5% spodziewanego wzrostu dochodów zgodnie z założeniami przykładu

<sup>31</sup>  $100\text{ m}^2 \times 30\text{ zł/m}^2 = 3\,000\text{ zł}$  tj. początek strumieni opartych na rynkowej stawce czynszu

### Skonstruowanie projekcji bezpośrednich strumieni dochodów:

Komentarz						
	1 2021	2 2022	3 2023	4 2024	5 2025	
a	Dochody z Umowy A:	74 013 zł	91 350 zł	98 720 zł	100 201 zł	101 704 zł
b	Dochody z Umowy B:	177 750 zł	189 000 zł	189 000 zł	138 871 zł	183 067 zł
c	Dochody z powierzchni wolnej:	27 000 zł	36 540 zł	39 488 zł	40 080 zł	40 682 zł
d=a+b+c	<b>Efektywny Dochód Brutto*:</b>	<b>278 763 zł</b>	<b>316 890 zł</b>	<b>327 208 zł</b>	<b>279 152 zł</b>	<b>325 453 zł</b>
e	<b>Łączne wydatki operacyjne:</b>	<b>85 000 zł</b>	<b>86 275 zł<sup>32</sup></b>	<b>87 569 zł</b>	<b>88 883 zł</b>	<b>90 216 zł</b>
f=d-e	<b>Dochód operacyjny netto (DON):</b>	<b>193 763 zł</b>	<b>230 615 zł</b>	<b>239 639 zł</b>	<b>190 269 zł</b>	<b>235 237 zł</b>
g	Stopa dyskontowa:	8,75%				
h	Stopa kapitalizacji (stopa wyjścia):	7,50%				
$i=f/(1+g)^{1...5}$	<b>Wartość bieżąca DON:</b>	<b>178 172 zł</b>	<b>194 997 zł</b>	<b>186 325 zł</b>	<b>136 035 zł</b>	<b>154 653 zł</b>
$j=\sum i$	<b>Razem wartość bieżąca DON:</b>	<b>850 183 zł</b>				
k	Rynkowy dochód operacyjny netto:	235 237 zł				
$l=k/h$	Wartość rezydualna:	3 136 495 zł				
$m=l/(1+g)^5$	<b>Wartość bieżąca wartości rezydualnej:</b>	<b>2 062 046 zł</b>				
$n=j+m$	<b>WARTOŚĆ RYNKOWA:</b>	<b>2 912 229 zł</b>				

\* Ponieważ dochody z umów najmu i powierzchni wolnej w poszczególnych latach uwzględniają okresowe pustostany, wiersz przedstawia Efektywny Dochód Brutto

<sup>32</sup> 85 000 zł x (1+1,5%) = 86 275 zł tj. uwzględnienie 1,5% corocznego wzrostu wydatków operacyjnych zgodnie z założeniami przykładu, który nie był odzwierciedlany w Przykładzie 1 ze względu na brak możliwości wprowadzania prognoz rynkowych do samej projekcji pośrednich strumieni dochodów.

## Komentarz do Przykładu 2:

Następujące założenia zostały uwzględnione wprost tj. bezpośrednio w samej projekcji strumieni dochodów:

- Spodziewany wzrost popytu na powierzchnię biurową na lokalnym rynku począwszy od 3. roku projekcji strumieni dochodów, który według wiarygodnych analiz rynkowych przełoży się na wzrost miesięcznych stawek czynszowych o około 2 zł/m<sup>2</sup>
- Spodziewany coroczny 1,5% wzrost dochodów i wydatków operacyjnych

Należy ponadto zwrócić uwagę, że wyniki uzyskane przy wykorzystaniu projekcji pośrednich i bezpośrednich strumieni dochodów nie są identyczne. Uzyskano wyniki różniące się od siebie o około 0,08 %. Choć taką różnicę można uznać za akceptowalną, może się ona jednak znacząco zwiększać zależnie od trafności oszacowania stopy dyskontowej oraz stopy kapitalizacji (*stopy wyjścia*) dla bezpośrednich strumieni dochodów. Jest to jedna z największych trudności związanych ze stosowaniem bezpośrednich strumieni dochodów. Zagadnienie szacowania tych stóp jest jednak bardzo obszerne i wykracza poza zakres niniejszego zeszytu metodycznego.

Inną trudnością w praktyce korzystania z bezpośrednich strumieni dochodów jest wykorzystanie założeń dotyczących spodziewanych przyszłych zmian na rynku. Tego typu przewidywania, czy prognozy są ze swej natury bardzo trudne, a ich trafność ma często kluczowe znaczenie dla wyniku wyceny. Wielość założeń o charakterze eksperckim powoduje także większą trudność obrony tak wykonanych wycen i uzasadnienia wyniku.

PROJEKT - 19.2.2020