

- **wartość użytkowa** – definiowana jako obiektywna zdolność dobra (nieruchomości) do zaspokojenia potrzeb,
- **wartość wymienna** – przedstawia relację, w jakiej jedno dobro jest wymieniane na inne,
- **wartość dla wymuszonej sprzedaży** – wartość określona z uwzględnieniem okoliczności dokonania transakcji (sprzedający decyduje się na zawarcie transakcji pod presją konieczności sprzedaży nieruchomości); sprzedający znajduje się w sytuacji przymusowej, nie są/nie mogą więc być spełnione warunki odpowiedniego wyeksponowania i wynegocjowania ceny, zatem wartość dla wymuszonej sprzedaży, co do zasady, jest niższa niż jej wartość rynkowa; ponadto przy określaniu tego rodzaju wartości powinny być rozpoznane założenia dotyczące przewidywanych warunków, w których transakcja będzie zawarta [KSWP2 2009].

Zatem w teorii i praktyce wyceny występuje wiele kategorii wartości. Ponadto w różnych krajach, w zależności od poziomu rozwoju rynku nieruchomości czy obszarów wykorzystania, przyjęte definicje wykazują pewne różnice. Stąd pojawiają się przejawy ujednolicenia stosowanych pojęć [European Valuation Standards 2012; International Valuation Standards 2011].

Przyjęte w Polsce rozumienie wartości rynkowej uwzględnia odpowiednie regulacje zawarte w Międzynarodowych Standardach Wyceny (IVS), w Europejskich Standardach Wyceny (EVS) i w dyrektywach Unii Europejskiej.

Zgodnie z art. 151.1 ustawy o gospodarce nieruchomościami, „wartość rynkową nieruchomości stanowi szacunkowa kwota, jaką w dniu wyceny można uzyskać za nieruchomość w transakcji sprzedaży zawieranej na warunkach rynkowych pomiędzy kupującym a sprzedającym, którzy:

- mają stanowczy zamiar zawarcia umowy,
- nie znajdują się w sytuacji przymusowej,
- działają z rozeznaniem i postępują rozważnie.

Powyższa definicja jest zgodna z definicjami wartości rynkowej zapisanymi w Międzynarodowych Standardach Wyceny – „Wartość rynkowa jako podstawa wyceny” (IVSFramework) oraz w Europejskim Standardzie Wyceny „Wartość rynkowa” (ESW1).

Szczegółowa interpretacja treści powyższej definicji przedstawia się następująco [KSWP, pkt 2.2].

Szacunkowa kwota – to określona kwota wyrażona w pieniądzu, która stanowi najbardziej prawdopodobną, przewidywaną, przybliżoną cenę, jaką można uzyskać w hipotetycznej transakcji w dniu wyceny. Jest to cena akceptowana przez największą liczbę kupujących i sprzedających, przy założeniu, że każda ze stron transakcji postępuje rozsądnie. Kwota ta nie dotyczy ceny, która została uzyskana ze względu na szczególne warunki transakcji (np. ceny uzyskanej w przetargu).

Wyrażenie **kwota, jaką można uzyskać** oznacza, że wartość nieruchomości jest przewidywaną ceną, hipotetyczną ceną, za którą nieruchomość może zostać sprzedana w dniu wyceny. Jest to kwota szacunkowa, nie jest to cena z góry określona bądź faktycznie zapłacona.

Określenie **w dniu wyceny** oznacza datę, na którą została określona wartość rynkowa nieruchomości. Wartość ta odzwierciedla stan rynku oraz uwarunkowania występujące w dniu wyceny, a nie datę przyszłą bądź przeszłą. Definicja wartości rynkowej zakłada, że umowa zostanie zawarta i wykonana w dniu wyceny. Sformułowanie „na warunkach rynkowych” oznacza, że upłynął odpowiedni okres do wyeksponowania nieruchomości na rynku. Czas ten jest różny, w zależności od rodzaju nieruchomości i stanu rynku (konjunktury), ale powinien być wystarczający, by informacja o sprzedaży dotarła do jak najszerszej grupy potencjalnych nabywców.

Strony mają stanowczy zamiar zawarcia umowy – wyrażenie to oznacza, że kupujący jest zdecydowany nabyć nieruchomość po cenie wynikającej z uwarunkowań rynku, sprzedający zaś jest zdecydowany sprzedać nieruchomość za cenę możliwą do uzyskania na wolnym rynku. Zakłada się hipotetycznego kupującego i hipotetycznego sprzedającego. Hipotetyczny sprzedający jest zmotywowany do sprzedaży nieruchomości na warunkach rynkowych, za najlepszą cenę możliwą do uzyskania na wolnym rynku, po przeprowadzeniu działań marketingowych.

Strony umowy nie działają w sytuacji przymusowej oraz działają z rozważaniem i postępują rozważnie – z założenia tego wynika, że żadna ze stron nie jest zmuszona do zawarcia transakcji. Ponadto zarówno kupujący, jak i sprzedający nieruchomość są wystarczająco poinformowani o okolicznościach mających wpływ na wartość nieruchomości będącej przedmiotem transakcji, w szczególności o cechach nieruchomości, aktualnym bądź potencjalnym jej wykorzystaniu oraz o stanie rynku. Każda ze stron działa we własnym interesie i zgodnie ze swoją wiedzą, a także szuka dla siebie najlepszej ceny. Rozwaga z kolei jest postrzegana w kontekście stanu rynku na dzień wyceny, a nie z uwzględnieniem stanu rynku w przyszłości.

Określenie wartości rynkowej jako najbardziej prawdopodobnej ceny oznacza, że powinna ona odwzorowywać najkorzystniejszy sposób użytkowania nieruchomości. Przyjęcie przy określaniu wartości rynkowej najkorzystniejszego (optymalnego) sposobu użytkowania stanowi podstawę koncepcji wartości rynkowej. Określając wartość rynkową nieruchomości, zakłada się, że sposób jej użytkowania jest fizycznie możliwy, prawnie dopuszczalny, ekonomicznie opłacalny i zapewnia najwyższą wartość nieruchomości².

² Szerzej na ten temat patrz: KSWP 2017.

2. Metodyka wyceny nieruchomości

Sposoby wyceny nieruchomości w Polsce zostały określone w Ustawie z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami i Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 21 września 2004 roku w sprawie wyceny nieruchomości i sporządzania operatu szacunkowego, zwanym dalej Rozporządzeniem. Zgodnie z tymi regulacjami wyróżnia się podejścia, dla których wyodrębniono metody. Z kolei szczegółowe procedury w wycenie nieruchomości zostały nazwane technikami. Zgodnie z zapisami art. 150 ustęp 1 cytowanej ustawy, w wyniku wyceny nieruchomości dokonuje się określenia wartości rynkowej, odtworzeniowej i innych rodzajów wartości przewidzianych w odrębnych przepisach oraz ustalenia wartości katastralnej.

Przedstawiona powyżej regulacja prawna problematyki wyceny wynika z przyjętych na gruncie teorii wyceny zasad (przesłanek), które powinny być uwzględnione w procesie postępowania, w wyniku którego określa się wartość nieruchomości.

Przyjęte podejścia, sposoby i techniki wyceny powinny:

- zapewniać jak najlepszą obiektywizację rynku,
- odzwierciedlać oczekiwania co do przebiegu zdarzeń, zmian czynników mających wpływ na wartość nieruchomości,
- odzwierciedlać zachodzące prawa na rynku, przy uwzględnieniu specyfiki nieruchomości jako dobra,
- uwzględniać racjonalność zachowań kupujących przy negocjacji ceny transakcyjnej, na podstawie informacji o dokonanych transakcjach dotyczących podobnych nieruchomości,
- wynikać z uwzględnienia kosztów związanych z inwestowaniem w inne segmenty rynku nieruchomości (inne niż segment, z którego pochodzi nieruchomość wyceniana) lub inne rodzaje inwestycji,
- uwzględniać zasadę równowagi wewnętrznej między elementami składowymi nieruchomości (grunt – budynek; cena – dochody),
- uwzględniać zasadę krańcowej efektywności nakładów przy ocenie opłacalności inwestowania w części składowe nieruchomości (np. budynek), z której wynika, że nie zawsze wzrost nakładów prowadzi do wzrostu wartości,
- brać pod uwagę zasadę dochodu dodatkowego, nawiązującą do teorii czynników produkcji, z której to wynika, że dochód dodatkowy, po opłaceniu czynników produkcji, przypisywany jest ziemi,
- uwzględniać optymalny sposób wykorzystania nieruchomości, z uwzględnieniem cech otoczenia,
- uwzględniać wpływ zarówno pozytywny, jak i negatywny otoczenia na wartość nieruchomości [*Wycena nieruchomości* 2000, s. 55–65].

W poniższej tabeli została przedstawiona klasyfikacja podejść, metod i technik wyceny wraz z uwzględnieniem rodzajów określanej wartości.

Podejścia, metody i techniki wyceny nieruchomości

Rodzaj określanej wartości nieruchomości	Podejście	Metoda	Technika
Wartość rynkowa	dochodowe	inwestycyjna	kapitalizacji prostej
			dyskontowania strumieni dochodów
		zysków	kapitalizacji prostej
			dyskontowania strumieni dochodów
	porównawcze	porównywania parami	nie występują
		korygowania ceny średniej	
		analizy statystycznej rynku	
	mieszane (warunkowo)	pozostałościowa	nie występują
		kosztów likwidacji	nie występują
			nie występują
		wskaźników szacunkowych gruntu	nie występują
Wartość odtworzeniowa	kosztowe	kosztów odtworzenia	szczegółowa
			elementów scalonych
			wskaźnikowa
		kosztów zastąpienia	szczegółowa
			elementów scalonych
			wskaźnikowa
Nierynkowe wartości nieruchomości	podejścia, metody i techniki stosowane przy określaniu wartości rynkowej bądź odtworzeniowej nieruchomości		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 września 2004 r. w sprawie wyceny nieruchomości i sporządzania operatu szacunkowego

3. Założenia podejścia dochodowego

Jednym z podejść stosowanych do określania wartości nieruchomości jest podejście dochodowe. Może ono być wykorzystywane do określania wartości rynkowej (a także nierynkowych) nieruchomości, które przynoszą dochód lub mogą ten dochód generować w przyszłości. Przy zastosowaniu tego podejścia niezbędna jest znajomość dochodu (uzyskiwanego lub możliwego do uzyskania z czynszów i innych dochodów z nieruchomości, na przykład dochodów w związku z zamieszczeniem reklam na ścianach budynku) z nieruchomości stanowiącej przedmiot wyceny oraz z nieruchomości podobnych. Podstawową bowiem zasadą podejścia dochodowego jest uzależnienie wartości nieruchomości od dochodu, jaki ta nieruchomość może przynieść, oraz od rynkowej albo oczekiwanej – w wypadku wartości indywidualnej – stopy zwrotu.

W podejściu dochodowym niezwykle istotne są rozstrzygnięcia dotyczące określenia:

- dochodów rynkowych lub strumieni dochodów,
- stopy kapitalizacji lub współczynnika kapitalizacji,
- stopy dyskontowej,
- okresu prognozy generowania strumieni dochodu przez nieruchomość,
- wartości rezydualnej nieruchomości.

W zależności od sposobu określania dochodu z nieruchomości wyróżnia się **metodę inwestycyjną** lub **metodę zysków**. Jeżeli dochód z nieruchomości określa się na podstawie analizy rynkowych stawek czynszu za najem lub dzierżawę, to stosuje się metodę inwestycyjną. Jeżeli zaś dochód z nieruchomości określa się jako udział właściciela nieruchomości w zysku z działalności prowadzonej na tej nieruchomości, to metoda nazywa się metodą zysków. Dotyczy to nieruchomości specjalistycznych, które relatywnie rzadko są przedmiotem najmu (np. stacji paliw, hoteli, restauracji, kin).

4. Procedura określania dochodów z nieruchomości

Ustalanie dochodu z nieruchomości obejmuje następujące elementy:

1. Określenie potencjalnego dochodu brutto (*PDB*)

Dochód ten obejmuje dochód osiągany z czynszu i dochody pozaczynszowe (jeżeli takie występują). Należą do nich na przykład: dochody z reklam zamieszczanych na nieruchomościach, opłaty za umieszczanie na dachach urządzeń telefonii komórkowej czy innych urządzeń nadawczych.

Czynsz najmu/dzierżawy jest skutkiem zawarcia umowy najmu/dzierżawy, strony zaś mają swobodę w zakresie kształtowania warunków umowy. W umowie najmu/dzierżawy każda ze stron (zarówno wynajmujący/wydzierżawiający,

Stopa kapitalizacji jest definiowana jako rynkowa stopa zwrotu w danym segmencie rynku nieruchomości dla podobnych nieruchomości w danym czasie. Jest ona określona na podstawie wielu transakcji rynkowych, z wyeliminowaniem tych, które różnią się od najczęściej występujących. Ponadto stopa kapitalizacji, przyjmowana do określenia wartości konkretnej nieruchomości, powinna być poddana korekcie w przypadku różnicy w poziomie ryzyka pomiędzy nieruchomością wycenianą a nieruchomościami będącymi podstawą wyznaczania rynkowej stopy kapitalizacji. Przyjęty w wycenie poziom stopy kapitalizacji powinien uwzględniać ryzyko dochodu z wycenianej nieruchomości.

Stopa kapitalizacji wyznaczana na podstawie danych rynkowych określa stopę zwrotu występującą w określonym segmencie rynku nieruchomości.

Stopa dyskontowa

Stopa dyskontowa powinna:

- odzwierciedlać wymaganą przez inwestorów stopę zwrotu na rynku kapitałowym,
- odzwierciedlać stopień ryzyka postrzegany przez inwestorów przy inwestowaniu w określonym segmencie rynku nieruchomości; nie musi uwzględniać ryzyka związanego ze zmianą czynszów, a także poziomem wartości końcowej nieruchomości – są one uwzględnione w formule, na podstawie której szacuje się wartość nieruchomości.

Zalecanym sposobem wyznaczania stopy dyskontowej (r) jest korekta rynkowych stóp kapitalizacji, uwzględniająca spodziewane zmiany dochodów z nieruchomości oraz ewentualne zmiany cen nieruchomości po zakończeniu okresu prognozy. Przy wyznaczaniu poziomu stopy dyskontowej należy uwzględnić różnice w poziomie ryzyka osiągania strumieni dochodów z nieruchomości będącej przedmiotem wyceny oraz z nieruchomości, dla których wyznaczono rynkowe stopy kapitalizacji. Ryzyko osiągnięcia określonych dochodów może wynikać z różnic w:

- lokalizacji nieruchomości,
- stanie technicznym,
- standardzie użytkowym,
- warunkach zawartych umów,
- wiarygodności najemców,
- wielkości i rodzaju budynków,
- innych parametrach.

W sytuacji gdy nie jest możliwe wyznaczenie stopy dyskontowej poprzez korektę rynkowych stóp kapitalizacji (na danym rynku brak transakcji dotyczących podobnych nieruchomości), może ona być obliczona z rynku kapitałowego na podstawie rentowności bezpiecznych długoterminowych lokat, z uwzględnieniem

stopnia ryzyka przy inwestowaniu w nieruchomości podobne do nieruchomości wycenianej³. Zatem przy ustalaniu stopy dyskontowej należy uwzględnić:

- średnią rentowność obligacji Skarbu Państwa o terminie wykupu dłuższym niż 5 lat,
- stopę inflacji (bowiem dochód jest określony w ujęciu realnym),
- premię za tzw. ryzyko systemowe (źródłami tego ryzyka mogą być: kryzys, wzrost stopy inflacji, zmiany przepisów prawnych, wzrost konkurencyjności innych lokat),
- premię za ryzyko specyficzne (jest to premia związana z inwestowaniem w określony segment rynku nieruchomości na określonym obszarze).

Zarówno stopa kapitalizacji, jak i stopa dyskontowa są stopami zwrotu z nieruchomości. Stopa dyskontowa odwzorowuje zwrot na wyłożonym kapitale, stopa kapitalizacji zaś przedstawia relację rocznego dochodu z nieruchomości do ceny lub wartości nieruchomości. Zatem nie można tych stóp utożsamiać, gdyż inna jest ich interpretacja ekonomiczna.

Gdy wyceniana nieruchomość wykazuje potencjał wzrostu, wówczas stopa kapitalizacji (R) będzie mniejsza niż stopa dyskontowa (r) przyjmowana do dyskontowania dochodów w okresie prognozy. W przypadku gdy strumień dochodów i wartość wykazują spadek, stopa kapitalizacji będzie wyższa niż stopa dyskontowa.

Określając wartość rynkową nieruchomości w podejściu dochodowym, określa się wartość rynkową prawa do osiągania strumieni dochodów w nieskończenie długim okresie. Dla poprawności przeprowadzonych obliczeń istotne jest prawidłowe określenie rynkowych stawek czynszów, stóp kapitalizacji, stóp dyskontowych i innych wielkości opisujących segment rynku nieruchomości, z którego pochodzi wyceniana nieruchomość.

Przy określaniu wartości nieruchomości konieczne jest zachowanie warunków współmierności stóp zwrotu i dochodów. Stopa kapitalizacji, zaliczana do dochodowych stóp zwrotu, przedstawia relację obecnego rocznego dochodu z nieruchomości do ceny lub wartości nieruchomości. Stopa kapitalizacji pozwala na przekształcenie dochodu w wartość nieruchomości [Ling i Archer 2005, s. 202]. Przy obliczaniu stóp kapitalizacji na podstawie transakcji rynkowych nieruchomości podobnych mogą być przyjmowane różne rodzaje dochodów generowane przez nieruchomości. Zatem:

- jeżeli przy obliczaniu stóp kapitalizacji dla tych transakcji przyjmowano efektywny dochód brutto (EDB), to konsekwencją takiego wyboru jest określenie wartości wycenianej nieruchomości na podstawie tego dochodu efektywny dochód brutto; można to zapisać:

$$\text{transakcja 1: } R_1 = \frac{EDB_1}{C_1},$$

³ Na temat ryzyka inwestowania w nieruchomości szerzej pisze: P.J. Rowland [1993, s. 178].

$$\text{transakcja 2: } R_2 = \frac{EDB_2}{C_2},$$

$$\text{transakcja 3: } R_3 = \frac{EDB_3}{C_3},$$

$$\text{transakcja 4: } R_4 = \frac{EDB_4}{C_4},$$

stąd

$$R_B = \frac{R_1 + R_2 + R_3 + R_4}{4},$$

zatem

$$W_R = \frac{EDB}{R_B},$$

gdzie:

W_R – wartość rynkowa nieruchomości,

R_B – stopa kapitalizacji brutto,

- jeżeli podstawą obliczenia stóp kapitalizacji był dochód operacyjny netto (DON), to również ten rodzaj dochodu stanowi podstawę do określenia wartości nieruchomości; można to zapisać:

$$\text{transakcja 1: } R_1 = \frac{DON_1}{C_1},$$

$$\text{transakcja 2: } R_2 = \frac{DON_2}{C_2},$$

$$\text{transakcja 3: } R_3 = \frac{DON_3}{C_3},$$

$$\text{transakcja 4: } R_4 = \frac{DON_4}{C_4},$$

stąd stopa kapitalizacji jest obliczona jako przeciętna wielkość:

$$R_N = \frac{R_1 + R_2 + R_3 + R_4}{4},$$

- stawki najmu na pozostały okres najmu wynoszą odpowiednio 8,50 zł i 9,00 zł za 1 m² powierzchni użytkowej,
- rynkowa stawka najmu, uwzględniając cechy przedmiotowej nieruchomości, została wyznaczona na poziomie 9,50 zł/m²,
- poziom wydatków operacyjnych w okresie prognozy i w latach późniejszych ukształtuje się na poziomie 20% efektywnych dochodów brutto,
- informacje dotyczące cen transakcyjnych, stawek czynszu i wydatków operacyjnych dla nieruchomości, które były przedmiotem ustalania stóp kapitalizacji, są takie same jak w przykładzie 1,
- stopa dyskontowa w okresie prognozy – 10%; dla dyskontowania wartości rezydualnej jest równa stopie kapitalizacji wyznaczonej z rynku nieruchomości.

Rozwiązanie

Wartość rynkową określono, stosując podejście dochodowe, metodę inwestycyjną, technikę dyskontowania strumieni dochodów.

Technikę dyskontowania strumieni dochodów stosuje się do określania wartości rynkowej nieruchomości, dla której w pewnym okresie zakłada się zmienny poziom strumieni dochodów (tu: umowa na czas określony – pozostały 2 lata).

Wartość rynkową przedmiotowej nieruchomości ustala się według wzoru:

$$W_R = DON_1 \cdot \frac{1}{(1+r)^1} + DON_2 \cdot \frac{1}{(1+r)^2} + RV \cdot \frac{1}{(1+r)^2},$$

gdzie:

DON_i – dochód operacyjny netto w kolejnych latach prognozy, $i = 1, 2$,

r – stopa dyskontowa,

RV – wartość rezydualna.

1. Określenie dochodu operacyjnego netto (DON)

$$DON = EDB - WO = PDB - S \cdot PDB - WO,$$

gdzie:

EDB – efektywny dochód brutto,

WO – wydatki operacyjne,

PDB – potencjalny dochód brutto,

S – współczynnik strat w dochodzie z tytułu nierzetelności najemców, pustostanów czy okresowych zwolnień z płatności czynszu.

- Potencjalny dochód brutto (PDB)

$$PDB = \text{powierzchnia użytkowa} \cdot \text{stawka najmu} \cdot 12 \text{ mies.},$$

- ✓ w okresie trwania umowy

$$PDB_1 = 1100 \text{ m}^2 \cdot 8,50 \text{ zł/m}^2/\text{mies.} \cdot 12 \text{ mies.} = 112\,200 \text{ zł},$$

$$PDB_2 = 1100 \text{ m}^2 \cdot 9,00 \text{ zł/m}^2/\text{mies.} \cdot 12 \text{ mies.} = 118\,800 \text{ zł},$$

- ✓ po okresie prognozy

$$PDB_3 = 1100 \text{ m}^2 \cdot 9,50 \text{ zł/m}^2/\text{mies.} \cdot 12 \text{ mies.} = 125\,400 \text{ zł}.$$

- Efektywny dochód brutto (*EDB*)

$$EDB = PDB - S \cdot PDB,$$

- ✓ w okresie trwania umowy

$$EDB_1 = 112\,200 \text{ zł} - 0,10 \cdot 112\,200 \text{ zł} = 100\,980 \text{ zł},$$

$$EDB_2 = 118\,800 \text{ zł} - 0,10 \cdot 118\,800 \text{ zł} = 106\,920 \text{ zł},$$

- ✓ po okresie prognozy (od trzeciego roku)

$$EDB_3 = 125\,400 \text{ zł} - 0,10 \cdot 125\,400 \text{ zł} = 112\,860 \text{ zł}.$$

- Wydatki operacyjne (*WO*)

W przykładzie *WO* stanowią 20% efektywnego dochodu brutto w okresie prognozy i latach późniejszych;

- ✓ w okresie trwania umowy

$$WO_1 = 0,20 \cdot 100\,980 \text{ zł} = 20\,196 \text{ zł},$$

$$WO_2 = 0,20 \cdot 106\,920 \text{ zł} = 21\,384 \text{ zł},$$

- ✓ po okresie prognozy (od trzeciego roku)

$$WO_3 = 0,20 \cdot 112\,860 \text{ zł} = 22\,572 \text{ zł}.$$

- Dochód operacyjny netto (*DON*)

$$DON = EDB - WO,$$

- ✓ w okresie trwania umowy

$$DON_1 = 100\,980 \text{ zł} - 20\,196 \text{ zł} = 80\,784 \text{ zł},$$

$$DON_2 = 106\,920 \text{ zł} - 21\,384 \text{ zł} = 85\,536 \text{ zł},$$

✓ po okresie prognozy (od trzeciego roku)

$$DON_3 = 112\,860 \text{ zł} - 22\,572 \text{ zł} = 90\,288 \text{ zł}.$$

2. Ustalenie poziomu stopy kapitalizacji (z rynku)

Na podstawie danych z przykładu 1 ustalono stopę kapitalizacji:

$$R = \frac{DON}{C},$$

gdzie C – cena transakcyjna.

Otrzymano:

Transakcja	1	2	3	4
R (%)	10,21	10,50	10,80	8,98

Stopa kapitalizacji została obliczona jako średnia stóp kapitalizacji dla transakcji 1, 2 i 3:

$$R = \frac{10,21\% + 10,50\% + 10,80\%}{3} = 10,50\%.$$

3. Wartość rynkowa przedmiotowej nieruchomości

$$W_R = DON_1 \cdot \frac{1}{(1+r)^1} + DON_2 \cdot \frac{1}{(1+r)^2} + RV \cdot \frac{1}{(1+r)^2},$$

$$RV = \frac{DON_3}{R},$$

$$RV = \frac{90\,288}{0,105} = 859\,886 \text{ zł}.$$

Zatem

$$W_R = 80\,784 \cdot \frac{1}{(1+0,10)^1} + 85\,536 \cdot \frac{1}{(1+0,10)^2} + 859\,886 \cdot \frac{1}{(1+0,105)^2},$$

$$\begin{aligned} W_R &= 80\,784 \cdot 0,9091 + 85\,536 \cdot 0,8264 + 859\,886 \cdot 0,8190 = \\ &= 73\,440,73 + 70\,686,95 + 704\,246,60 = 848\,373,68 \text{ zł}. \end{aligned}$$

Wartość rynkowa nieruchomości wynosi po zaokrągleniu **848 000 zł**.

Przykład 4

Określ wartość indywidualną (inwestycyjną) nieruchomości zabudowanej budynkiem (powierzchnia użytkowa 2480 m²) o funkcji biurowej, znajdującej się w centrum miasta. W sąsiedztwie nieruchomości znajdują się inne nieruchomości biurowe, w których siedzibę mają oddziały banków, kancelarie prawne, instytucje świadczące usługi finansowe i oddziały firm zagranicznych. Słabą stroną wycenianej nieruchomości jest brak parkingu, jednakże zdaniem właściciela zainteresowani mają możliwość korzystania z parkingu podziemnego znajdującego się w odległości około 300 m od wycenianej nieruchomości. Inwestor (korporacja zagraniczna), w związku z zamiarem zmiany siedziby firmy, jest zdecydowany na zakup przedmiotowej nieruchomości.

Przy określaniu wartości indywidualnej nieruchomości uwzględnij dane z lokalnego rynku i dotyczące przedmiotu wyceny:

- lokalizacja nieruchomości jest oceniana jako atrakcyjna,
- nieruchomość nie jest obciążona umowami; jest wykorzystywana na potrzeby dotychczasowego właściciela,
- dotychczasowy właściciel ponosi wszystkie wydatki operacyjne (kwota wydatków operacyjnych na 1 m² w skali miesiąca w tej nieruchomości – 12,50 zł),
- rynkowa stawka najmu powierzchni biurowej o podobnym standardzie i w zbliżonej lokalizacji kształtuje się na poziomie 48 zł/m²,
- poziom pustostanów i straty w potencjalnym dochodzie brutto z tytułu niezrzetelności najemców i okresowych zwolnień z czynszu – 10%,
- w segmencie rynku, z którego pochodzi przedmiotowa nieruchomość, miały miejsce transakcje sprzedaży podobnych nieruchomości; stopa zwrotu obliczona na podstawie danych z rynku została ustalona na poziomie 7,5%,
- korporacja zagraniczna zamierza nabyć nieruchomość na własne potrzeby,
- oczekiwana stopa zwrotu z tej nieruchomości – 6,5%,
- nieruchomość będzie zarządzana przez pracowników korporacji,
- stawka najmu akceptowana przez korporację odpowiada stawce rynkowej,
- z analizy umów wynika, że typowym rozstrzygnięciem było ustalanie stawki czynszu jako stawki czynszu netto,
- inwestor, po przeanalizowaniu poziomu wydatków operacyjnych dotyczących przedmiotowej nieruchomości, zamierza podjąć działania zmierzające do racjonalizacji tych wydatków, w wyniku tych działań omawiane wydatki zostaną obniżone w skali roku o kwotę 72 000 zł.

Rozwiązanie

Wartość indywidualną nieruchomości określono w podejściu dochodowym, metodą inwestycyjną, techniką kapitalizacji prostej dochodu netto, według wzoru:

- stawka podatku od nieruchomości w gminie, w której znajduje się przedmiotowa nieruchomość, została ustalona w wysokości:
 - od gruntu – 0,68 zł/m²,
 - od budynków – 19,80 zł/m²,
- w segmencie rynku, z którego pochodzi wyceniana nieruchomość, operator hotelu jest jednocześnie menedżerem, co oznacza, że udział właściciela nieruchomości w generowaniu dochodu z działalności prowadzonej na nieruchomości wynosi 100%,
- do określenia stopy kapitalizacji (brak możliwości jej wyznaczania na podstawie stóp zwrotu dla nieruchomości podobnych) wykorzystaj podane informacje z rynku kapitałowego:
 - stopa inflacji – 3%,
 - rentowność obligacji:
 - pięcioletnich – 5,8%,
 - dziesięcioletnich – 6,2%,
 - średnie oprocentowanie lokat z dwudziestu największych banków – 5,8%,
 - stopa redyskonta weksli – 5%,
 - łączna premia za ryzyko specyficzne i systemowe – 7%,
 - stopa referencyjna – 4,75%,
 - stopa WIBOR 3M – 5,07%.

Rozwiązanie

Wartość rynkową przedmiotowej nieruchomości należy określić w podejściu dochodowym, metodą zysków, techniką kapitalizacji prostej dochodu netto (tej części dochodu operacyjnego netto użytkownika z działalności, który otrzymuje właściciel nieruchomości):

$$W_R = \frac{DON}{R}.$$

W kolejnych krokach należy wyznaczyć wpływy użytkownika z działalności operacyjnej prowadzonej na nieruchomości (WU), koszty operacyjne użytkownika (KOU), dochód brutto użytkownika (DBU), wydatki operacyjne (WO) oraz dochód operacyjny netto użytkownika ($DONU$). Na podstawie tych wielkości ustala się dochód operacyjny netto (DON) właściciela nieruchomości.

1. Wyznaczamy wpływy użytkownika (tu: właściciela) WU z działalności operacyjnej prowadzonej na nieruchomości. Wpływy te obejmują przychody z działalności z części hotelowej (WU_1), gastronomicznej (WU_2), pozostałej (WU_3) oraz z sali konferencyjnej (WU_4).

$$WU = WU_1 + WU_2 + WU_3 + WU_4.$$

- Przychody z części hotelowej (WU_1)

Wyszczególnienie	Liczba pokoi	Cena za pokój (zł/dobę)	Średnie obłożenie (%)	Przychody (zł/rok)
Pokoje dwuosobowe	20	180	45	591 300,00
Pokoje jednoosobowe	10	290	45	476 325,00
Apartamenty	5	420	45	344 925,00
Razem				1 412 550,00

- Przychody z części gastronomicznej (WU_2)

$$95\,000\text{ zł} \cdot 12\text{ mies.} = 1\,140\,000\text{ zł.}$$

- Przychody pozostałe (WU_3)

$$0,05\text{ zł} \cdot 1\,412\,550\text{ zł} = 70\,627,50\text{ zł.}$$

- Przychody z wynajmu sali (WU_4)

$$600\text{ zł} \cdot 8 \cdot 12 = 57\,600\text{ zł.}$$

Przychody (wpływy) użytkownika łącznie:

$$WU = 1\,412\,550\text{ zł} + 1\,140\,000\text{ zł} + 70\,627,50\text{ zł} + 57\,600\text{ zł} = 2\,680\,777,50\text{ zł.}$$

2. Ustalenie kosztów operacyjnych użytkownika (KOU)

Koszty te są sumą kosztów z poszczególnych rodzajów działalności prowadzonej na nieruchomości. Obejmują koszty zmienne i koszty stałe.

- Koszty zmienne

Rodzaj działalności	Udział kosztów w przychodach (%)	Przychody (w zł)	Koszty zmienne (w zł)
Hotel	15	1 412 550,00	211 882,50
Gastronomia	30	1 140 000,00	342 000,00
Pozostała	55	70 627,50	38 845,00
Wynajem sali	15	57 600,00	8 640,00
Razem			601 367,50

- Koszty stałe obejmują:
 - koszty wynagrodzeń
 - koszty administracji
 - koszty promocji i marketingu
 - koszty mediów

Lp.	Rodzaj kosztów	Udział kosztów w przychodach łącznych (%)	Koszty stałe (zł)
1	Koszty wynagrodzenia	22,5	603 174,90
2	Koszty administracji	8,0	214 462,20
3	Koszty marketingu i promocji	1,5	40 211,70
Razem (1,2 i 3)			857 848,80
4	Koszty mediów	6,5% kosztów stałych	59 636,50
Koszty stałe			917 485,30

Koszty stałe zostały obliczone z proporcji:

$$\begin{aligned} 857\,848,80 \text{ zł} &- 93,5\% \\ x &- 100\% \end{aligned}$$

stąd:

$$\text{koszty mediów} = 0,065 \cdot \text{koszty stałe}.$$

Koszty operacyjne użytkownika (*KOU*) prowadzącego działalność na nieruchomości wynoszą zatem:

$$KOU = K_z + K_s,$$

gdzie:

K_z – koszty zmienne,

K_s – koszty stałe.

Zatem

$$KOU = 601\,367,50 \text{ zł} + 917\,485,30 \text{ zł} = 1\,518\,852,80 \text{ zł}.$$

3. Obliczenie dochodu brutto użytkownika (*DBU*)

$$DBU = WU - KOU,$$

stąd:

$$DBU = 2\,680\,777,50 \text{ zł} - 1\,518\,852,80 \text{ zł} = 1\,161\,924,70 \text{ zł}.$$

4. Obliczenie dochodu operacyjnego netto (*DONU*) użytkownika

$$DONU = DBU - WO,$$

gdzie *WO* – wydatki operacyjne.

Wydatki operacyjne (w tym przykładzie) obejmują:

- podatek od nieruchomości
 - od gruntu $8600 \text{ m}^2 \cdot 0,68 \text{ zł/m}^2 = 5\,848 \text{ zł}$,
 - od budynku $1875 \text{ m}^2 \cdot 19,80 \text{ zł/m}^2 = 37\,125 \text{ zł}$,

odnotowano umowy dzierżawy budynków przeznaczonych na cele produkcji pieczarek. Przy ustaleniu stawki najmu budynków pieczarkarni istotne znaczenie mają takie cechy, jak: lokalizacja, instalacje zamontowane w budynku, stan techniczny budynku oraz powierzchnia użytkowa. Z analizy tych umów wynika, że:

- średnia rynkowa stawka najmu 1 m² – 8,80 zł,
- zaległości czynszowe oraz straty w dochodzie z tytułu pustostanów – 15%,
- wydatki operacyjne określone na podstawie danych rynkowych:
 - podatek od nieruchomości od 1 m² gruntu – 0,85 zł/rok,
 - podatek od nieruchomości od 1 m² budynku – 21,20 zł/rok,
- bieżące konserwacje (niski budynek, stosunkowo nowy) w skali roku – 1500 zł,
- ubezpieczenie budynku – 900 zł,
- koszty dostarczania mediów (miesięcznie) – 2400 zł.

Dla podobnych nieruchomości o tym samym przeznaczeniu, które były przedmiotem transakcji, informacje o przychodach, dochodach i cenach przedstawiają się jak niżej:

Nieruchomość 1

Przychód użytkownika z działalności prowadzonej na nieruchomości	– 280 000 zł,
Dochód efektywny brutto użytkownika	– 58 000 zł,
Cena transakcyjna	– 552 400 zł.

Nieruchomość 2

Przychód użytkownika z działalności prowadzonej na nieruchomości	– 240 000 zł,
Dochód efektywny brutto właściciela nieruchomości 2	– 66 465 zł,
Cena transakcyjna	– 665 000 zł.

Nieruchomość 3

Przychód użytkownika z działalności prowadzonej na nieruchomości	– 280 000 zł,
Dochód operacyjny netto właściciela nieruchomości 3	– 51 000 zł,
Cena transakcyjna	– 403 000 zł.

Nieruchomość 4

Przychód użytkownika z działalności prowadzonej na nieruchomości	– 290 000 zł,
Dochód operacyjny netto	– 47 800 zł,
Cena transakcyjna	– 420 000 zł.

Nieruchomość 5

Dochód operacyjny netto właściciela nieruchomości 5	– 45 360 zł,
Przychód użytkownika z działalności prowadzonej na nieruchomości	– 260 000 zł,
Cena transakcyjna	– 374 220 zł.

Nieruchomość 6

Przychód użytkownika z działalności prowadzonej na nieruchomości	– 320 000 zł,
Dochód efektywny brutto właściciela nieruchomości 6	– 47 000 zł,
Cena transakcyjna	– 540 000 zł.

Właściciel nieruchomości ponosi wydatki związane z ubezpieczeniem nieruchomości i podatkiem od nieruchomości.

Po określeniu wartości nieruchomości wykonaj dodatkowe polecenia:

1. Uzasadnij wybór podejścia, metody i techniki do określenia wartości rynkowej przedmiotowej nieruchomości.
2. Odpowiedz na pytania:
 - Kiedy w podejściu dochodowym wykorzystuje się metodę zysków?
 - Która ze stóp zwrotu: stopa kapitalizacji czy stopa dyskontowa – jest określana jako stopa zwrotu na kapitale zaangażowanym w nieruchomość?
 - Czy w technice dyskontowania dochody i stopa dyskontowa są ujęte w wielkościach realnych?
 - Czy na poziom przychodów (wpływów) z działalności prowadzonej na nieruchomości mają wpływ przychody z działalności inwestycyjnej oraz finansowej?

Zadanie 11

Określ wartość rynkową nieruchomości lokalowej (lokalu handlowo-usługowego) znajdującej się na parterze budynku, wiedząc że:

- powierzchnia działki gruntu – 2400 m²,
- powierzchnia użytkowa lokalu – 88,20 m²,
- ułamek udział w gruncie i nieruchomości wspólnej – 8820/302 480,
- stawka czynszu ustalona w umowie – 50 zł/m²/mies.,
- umowa została zawarta 2 lata temu na okres 4 lat,
- do czasu obowiązywania umowy najmu obowiązuje czynsz ustalony jak wyżej.