



## NOTA INTERPRETACYJNA

# ZASTOSOWANIE PODEJŚCIA DOCHODOWEGO W WYCENIE NIERUCHOMOŚCI

### 1. WPROWADZENIE

- 1.1. Celem niniejszej noty 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 NOTY

- 2.1. Niniejsza nota przedstawia zasady i warunki stosowania podejścia dochodowego przy określaniu wartości rynkowej (rozdział 4) i wartości nierynkowych (rozdział 5).
- 2.2. Niniejsza nota przedstawia zasady stosowania podejścia dochodowego przy wykorzystaniu metody inwestycyjnej i metody zysków.
- 2.3. Przedstawione w niniejszej notce 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 obiektach 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 bezczynszowe, 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 odwzorowuje 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. Rzecznawca 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 szczególności 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 centralne, 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”.
- 4.2. 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 stawek czynszu oraz sposobu ich ustalania, zasad indeksacji czynszu, 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:
- wyznaczanie wpływów (WDB) z działalności gospodarczej na nieruchomości (z biznesu);
  - obliczanie dochodu brutto z działalności gospodarczej na nieruchomości (DB) z różnicy wpływów (WDB) i kosztów operacyjnych (KO);
  - obliczanie dochodu operacyjnego netto z działalności gospodarczej (DONB) z różnicy dochodu brutto (DB) i wydatków operacyjnych (WO);
  - 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 niniejszej noty i odpowiedniego współczynnika kapitalizacji albo iloraz wyżej opisanego dochodu i odpowiedniej stopy kapitalizacji.

W technice kapitalizacji prostej wartość nieruchomości obliczana jest według wzoru:

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

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. Rzecznik 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 osiągania dochodu. W szczególnych sytuacjach, uzasadnionych stanem nieruchomości lub rynku, przy szacowaniu wartości rezydualnej można nie przyjmować założenia o nieskończenie długim okresie osiągania 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. Dyskontowanie 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 (zagranicą 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 NIERYNKOWYCH

- 5.1. Przy stosowaniu podejścia dochodowego do określania wartości nierynkowych 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 nierynkowych 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 nierynkowych 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 nierynkowe, można uwzględnić indywidualne umiejętności zarządzającego, które mają wpływ na poziom dochodów.
- 5.7. Przy określaniu wartości nierynkowych 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 uwzględnić 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 NOTY

- 7.1. Zasad wyceny przedstawionych w niniejszej notcie 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 I CZAS OBOWIĄZYWANIA NOTY

- 8.1. Założenia i redakcję niniejszej Noty przygotował zespół pracujący pod kierunkiem Marcina Malmona w składzie: Mirosława Czaplińska, Iwona Foryś, Agnieszka Jachowicz, Barbara Majewska, Dariusz Trojanowski, na podstawie poprzedniej noty wskazanej w punkcie 8.2.
- 8.2. Założenia i redakcję poprzedniej noty przygotował zespół pracujący pod kierunkiem Ewy Kucharskiej-Stasiak w składzie: Jerzy Adamiczka, Agnieszka Jachowicz, Jan Konowalczyk, Zdzisława Ledzion-Trojanowska, Sabina Żróbek.