Wrocław, 28.02.2025

Szanowni Państwo,

Niniejszym przedstawiamy projekt standardu wyceny nieruchomości w podejściu dochodowym. Pracując nad tym standardem, przyjęliśmy kilka założeń i postawiliśmy sobie kilka celów, o których poniżej.

Standard nie powinien stanowić elementarza rzemiosła. Rzeczoznawcy majątkowi ukończyli studia kierunkowe lub podyplomowe, zdali egzamin państwowy i posiadają odpowiedni poziom wiedzy teoretycznej. W związku z tym nie ma potrzeby definiowania i tłumaczenia w standardzie zagadnień podstawowych.

Standard nie powiela obowiązujących w Polsce przepisów dotyczących wyceny nieruchomości – zarówno w zakresie definicji metod wyceny, jak i obowiązków rzeczoznawcy majątkowego, w tym źródeł danych o rynku nieruchomości, z których powinien korzystać. Jest on rozwinięciem procedur wyceny nieruchomości w podejściu dochodowym, ogólnie opisanych w rozporządzeniu Ministra Rozwoju i Technologii z dnia 8 września 2023 r. w sprawie wyceny nieruchomości.

Standard nie zawiera szczegółowych rozwiązań metodycznych. Nie obejmuje wzorów matematycznych ani omówienia praktycznych rozwiązań możliwych do zastosowania w różnych przypadkach. Nie jest możliwe, aby obejmował wszystkie sytuacje, z jakimi rzeczoznawcy majątkowi spotykają się w praktyce. Od tego są szkolenia oraz literatura fachowa, w tym zeszyty metodyczne. Standard stanowi tylko zbiór ogólnych reguł postępowania.

W ramach standardu proponujemy dodatkowo rozwiązania, które są metodycznie poprawne, stosowane na świecie i zgodne z polskimi przepisami:

- Jednoznaczne wskazanie, że z punktu widzenia matematyki finansowej nie ma znaczenia, czy przepływy pieniężne netto są wyrażane w ujęciu nominalnym i dyskontowane przy użyciu stopy zwrotu wyrażonej w ujęciu nominalnym, czy też w ujęciu realnym i dyskontowane stopą zwrotu wyrażoną w ujęciu realnym. Zależność matematyczna pomiędzy tymi modelami powoduje, że wynik będzie identyczny. Dobór modelu pozostaje w gestii rzeczoznawcy majątkowego.
- Możliwość dyskontowania przepływów pieniężnych modelowanych zarówno w okresach rocznych, jak i krótszych (przepływy kwartalne lub miesięczne). Model przepływów rocznych wynika z historycznych ograniczeń technologicznych. Obecnie nic nie stoi na przeszkodzie, aby dochody, np. z najmu, były ujmowane i modelowane w okresach krótszych niż roczne, co znacznie ułatwia procedurę wyceny przy różnych terminach wygasania umów najmu. Z punktu widzenia matematyki finansowej jest to rozwiązanie prawidłowe, a model przepływów okresowych lepiej odwzorowuje rzeczywistość rynkową.

- Wprowadzenie do użycia średniego ważonego kosztu kapitału jako metody wyznaczania wymaganej stopy zwrotu (stopy dyskontowej). Jest to dość powszechnie stosowane na świecie rozwiązanie, a wyznaczana w ten sposób stopa dyskontowa jest właściwa do dyskontowania strumieni pieniężnych nieuwzględniających kosztów finansowych (rat kredytu), w szczególności dochodów operacyjnych netto.
- Wskazanie, że w przypadku metody zysków suma zdyskontowanych przepływów pieniężnych netto nie odzwierciedla wartości samej nieruchomości (w rozumieniu Kodeksu cywilnego), lecz zespołu aktywów niezbędnych do prowadzenia określonej działalności operacyjnej. Przykładowo, wyceniając nieruchomość hotelu, dochody netto są generowane przez nieruchomość wraz z jej wyposażeniem i umeblowaniem. Wartość bieżąca przyszłych przepływów pieniężnych netto odzwierciedla więc wartość wszystkich tych składników majątku, a nie tylko nieruchomości.
- Wprowadzenie do użycia pośredniej metody zysków. Uwzględniając zależność pomiędzy zyskiem operacyjnym EBITDA a dochodem operacyjnym netto oraz zasadę współmierności stóp i dochodów, wynik wyceny jest niezależny od zastosowanej metody – tradycyjnej metody zysków czy pośredniej metody zysków, polegającej na modelowaniu działalności operacyjnej w ramach hipotetycznej spółki celowej. Pośrednia metoda zysków wierniej odwzorowuje aktualny stan rynku nieruchomości tego typu, sposób kalkulacji ceny przez inwestorów oraz stosowaną na świecie metodykę wyceny tego rodzaju aktywów operacyjnych.

Wprowadzenie tych rozwiązań do standardu nie oznacza obowiązku ich stosowania, a jedynie prezentuje nowe możliwości. Chodzi o to, by rozwiązania, które są metodycznie prawidłowe, zgodne z polskimi przepisami i powszechnie stosowane na świecie, były formalnie dopuszczone do stosowania w Polsce, eliminując wątpliwości co do ich poprawności.

Mamy nadzieję, że przedstawiony przez nas projekt standardu wyceny nieruchomości w podejściu dochodowym odpowiada na potrzeby i oczekiwania rzeczoznawców majątkowych.

W imieniu Zespołu:

Piotr Cegielski

STANDARD – PODEJŚCIE DOCHODOWE W WYCENIE NIERUCHOMOŚCI

(PROJEKT)

SPIS ZAWARTOŚCI:

1. ZAKRES WYKORZYSTANIA STANDARDU ORAZ ZASTOSOWANIA PODEJŚCIA DOCHODOWEGO

2. MATEMATYCZNE MODELE I TECHNIKI SZACOWANIA WARTOŚCI BIEŻĄCEJ

2.1 Techniki wyceny nieruchomości

2.2 Technika dyskontowania strumieni dochodów

2.3 Technika kapitalizacji prostej

3. STOPA DYSKONTOWA I STOPA KAPITALIZACJI

3.1 Stopa dyskontowa

3.2 Stopa kapitalizacji oraz współczynnik kapitalizacji

3.3 Stopa dyskontowa lub stopa kapitalizacji jako średni ważony koszt kapitału

4. METODA INWESTYCYJNA

4.1 Analiza rynku i wyznaczanie poziomu rynkowych stawek czynszu

4.2 Dochód potencjalny i dochód efektywny brutto z nieruchomości

4.3 Wydatki operacyjne oraz jednorazowe nakłady inwestycyjne na prace budowlane

4.4 Dochód operacyjny netto z nieruchomości

4.5 Wycena nieruchomości niewynajętej lub użytkowanej przez właściciela

4.6 Wycena nieruchomości stanowiącej przedmiot najmu w dacie wyceny

5. METODA ZYSKÓW

5.1 Podstawy metodyczne metody zysków

5.2 Klasyfikacja i opis elementów przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej

5.3 Określanie wartości rynkowej nieruchomości w metodzie zysków

5.4 Pośrednia metoda zysków

STANDARD – PODEJŚCIE DOCHODOWE W WYCENIE NIERUCHOMOŚCI
(PROJEKT)

1. ZAKRES WYKORZYSTANIA STANDARDU ORAZ ZASTOSOWANIA PODEJŚCIA DOCHODOWEGO

1.1

Standard zawiera wytyczne i ramy postępowania w wycenie nieruchomości przy zastosowaniu podejścia dochodowego, w tym w szczególności:

- Zakres stosowania podejścia dochodowego w wycenie nieruchomości.
- Opis technik przekształcania spodziewanych dochodów w wartość bieżącą.
- Sposób wyznaczania stopy dyskontowej i stopy kapitalizacji prostej.
- Opis metody inwestycyjnej i metody zysków w wycenie nieruchomości.

1.2

W zakresie określania wartości rynkowej nieruchomości standard jest zgodny z treścią przepisów regulujących zasady wyceny nieruchomości w dacie wejścia w życie niniejszego standardu, w tym w szczególności z treścią art. 149 – 154 ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 roku o gospodarce nieruchomościami oraz z treścią par. 9 – 15 rozporządzenia Ministra Rozwoju i Technologii z dnia 8 września 2023 r. w sprawie wyceny nieruchomości.

1.3

W niniejszym standardzie przedstawiono podstawowe zasady określania wartości rynkowej oraz wartości inwestycyjnej nieruchomości.
Regulacje zawarte w niniejszym standardzie mogą być wykorzystywane również przy określaniu innych rodzajów wartości.

1.4

Przez wartość rynkową nieruchomości rozumie się wartość rynkową zdefiniowaną w ustawie o gospodarce nieruchomościami.

1.5

Przez wartość inwestycyjną rozumie się wartość, jaką nieruchomość przedstawia sobą jako przedmiot długoterminowej inwestycji z punktu widzenia konkretnego podmiotu (inwestora).
Jednocześnie jest to oszacowanie maksymalnej ceny, jaką byłby on skłonny zapłacić za nieruchomość.

1.6

Podejście dochodowe może być stosowane przy określaniu wartości nieruchomości, jeżeli nieruchomość generuje cykliczne dodatnie przepływy pieniężne netto (dochody netto) lub jest zdolna do generowania takich przepływów pieniężnych, a jednocześnie jest postrzegana przez typowych uczestników rynku (potencjalnych nabywców) jako źródło cyklicznych dochodów.

1.7

Szacując wartość nieruchomości w podejściu dochodowym należy mieć na uwadze, że do uzyskiwania dochodów z nieruchomości niezbędne mogą być inne składniki majątku (np. wyposażenie i umeblowanie).

W takim przypadku wartość bieżąca przyszłych przepływów pieniężnych netto nie odzwierciedla wartości samej nieruchomości w rozumieniu Kodeksu cywilnego, lecz wartość ogółu składników majątku niezbędnych do uzyskiwania przepływów pieniężnych netto (tzw. zorganizowany zespół aktywów operacyjnych generujących przepływy pieniężne).

W zależności od celu wyceny prezentacja wyniku oszacowania może wymagać odrębnej prezentacji udziału nieruchomości oraz pozostałych składników majątku w łącznej oszacowanej wartości bieżącej.

1.8

Do wyceny nieruchomości, która w części jest wynajmowana, a w części jest na niej prowadzona działalność operacyjna, do oszacowania dochodów netto można jednocześnie zastosować metodę inwestycyjną i metodę zysków.

1.9

W uzasadnionych przypadkach dopuszcza się hipotetyczny (umowny) podział nieruchomości na część generującą dochody z najmu oraz na część generującą zyski z działalności operacyjnej, odrębną wycenę każdej z tak wydzielonych części nieruchomości, a następnie zsumowanie wyników uzyskanych przy zastosowaniu metody inwestycyjnej i metody zysków.

1.10

W procesie wyceny możliwe jest łączenie podejścia dochodowego z innymi podejściami, w tym w szczególności z podejściem porównawczym.

Przykładowo – jeżeli przedmiotem wyceny jest nieruchomość, która w pewnej części jest niezabudowana i mogłaby ona stanowić przedmiot odrębnej sprzedaży, to zabudowaną część nieruchomości można wyceniać w podejściu dochodowym, a część niezabudowaną w podejściu porównawczym.

Do przyjęcia takiego modelu wyceny nie jest niezbędny faktyczny podział geodezyjny nieruchomości. Wystarczy, że podział ten byłby możliwy z punktu widzenia wielkości i kształtu działki oraz funkcji i przeznaczenia terenu. Powinien być przy tym spełniony warunek, że hipotetyczne wydzielenie i sprzedaż niezabudowanej części nieruchomości nie wpływa na poziom dochodów z zabudowanej części nieruchomości.

1.11

Podejście dochodowe może być wykorzystywane w ramach innych podejść, w tym w szczególności w podejściu mieszanym, w metodzie pozostałościowej. W tym przypadku wartość nieruchomości po wykonaniu nakładów inwestycyjnych (prognozowana cena sprzedaży nieruchomości) oraz występujące w kolejnych okresach nakłady podlegałyby zdyskontowaniu na datę wyceny przy zastosowaniu adekwatnej stopy zwrotu.

2. MATEMATYCZNE MODELE I TECHNIKI SZACOWANIA WARTOŚCI BIEŻĄCEJ

2.1 Techniki wyceny nieruchomości

2.1.1

Przy wycenie nieruchomości w podejściu dochodowym możliwe jest wykorzystywanie różnych matematycznych modeli przekształcania przyszłych przepływów pieniężnych netto w ich wartość bieżącą. Do tych modeli zaliczyć należy w szczególności:

- Technikę dyskontowania strumieni dochodów.
- Technikę kapitalizacji prostej.

oraz matematyczne modele obliczeniowe będące kombinacją techniki dyskontowania strumieni dochodów oraz techniki kapitalizacji prostej (w tym tzw. modele rewersyjne).

2.1.2

Obydwie techniki wyceny bazują na założeniu, że głównymi czynnikami wpływającymi na wartość jest poziom spodziewanych dochodów oraz ryzyko związane z inwestycją, w tym w szczególności ryzyko zrealizowania dochodów na poziomie innym, niż spodziewany.

2.1.3

Przy określaniu wartości bieżącej dopuszcza się różne możliwe sposoby modelowania przepływów pieniężnych netto pod warunkiem spełnienia zasady współmierności stóp i dochodów. W szczególności:

a) Przepływy pieniężne netto mogą być wyrażone w ujęciu nominalnym lub realnym. W pierwszym przypadku do ich dyskontowania stosuje się stopę zwrotu wyrażoną w ujęciu nominalnym, w drugim przypadku stosuje się stopę zwrotu wyrażoną w ujęciu realnym.

b) Przepływy pieniężne netto mogą być ustalane w okresach rocznych, kwartalnych, miesięcznych, stosując tzw. model przepływów śródrocznych albo model przepływów ciągłych. W każdym przypadku należy zastosować właściwy sposób ich dyskontowania, zgodny z matematyką finansową.

2.1.4

Zasada współmierności stóp i dochodów, o której jest mowa w punkcie 2.1.3 jest zasadą ogólną w tym znaczeniu, że dotyczy ona wszelkiego rodzaju przepływów pieniężnych netto podlegających dyskontowaniu, bez względu na to, jaki rodzaj wartości jest określany.

2.1.5

Bez względu na wybór techniki wyceny, określnie wartości nieruchomości może być zrealizowane w jeden z następujących sposobów:

a) Oszacowaniu podlegają przepływy pieniężne netto (dochody netto), które zostają przekształcone w wartość bieżącą nieruchomości poprzez ich zdyskontowanie (technika kapitalizacji prostej) lub poprzez kapitalizację dochodu netto w pierwszym roku prognozy (technika kapitalizacji prostej).

b) Odrębnemu oszacowaniu, a następnie przekształceniu w wartość bieżącą podlegają dodatnie przepływy pieniężne (dochody brutto), a odrębnemu ujemne przepływy pieniężne (wydatki operacyjne). Wartość bieżąca jest tutaj równa różnicy wartości bieżącej dodatnich przepływów pieniężnych oraz ujemnych przepływów pieniężnych.

2.1.6

Stosując rozwiązanie, o którym jest mowa w punkcie 2.1.5.b, przy jednoczesnym wykorzystaniu techniki kapitalizacji prostej możliwe jest zastosowanie różnych stóp kapitalizacji do skapitalizowania dodatnich oraz ujemnych przepływów pieniężnych.
Rozwiązanie to stosuje się jeżeli przewidywana dynamika dodatnich przepływów pieniężnych jest inna, niż dynamika ujemnych przepływów pieniężnych,

2.1.7

W przypadku szacowania wartości inwestycyjnej nieruchomości dopuszcza się model, zgodnie z którym wartość nieruchomości jest sumą przepływów pieniężnych netto do kapitału własnego, zdyskontowanych wymaganą stopą zwrotu z kapitału własnego oraz rat kredytu inwestycyjnego, zdyskontowanych efektywnym kosztem kredytu.

2.2 Technika dyskontowania strumieni dochodów

2.2.1

Technika dyskontowania strumieni dochodów jest uniwersalną techniką wyceny w tym znaczeniu, że jest możliwa do zastosowania bez względu na poziom zmienności dochodów, związane z nimi ryzyko oraz zakładany okres inwestycji.

2.2.2

W ramach tej techniki określona wartość jest sumą wartości bieżących spodziewanych dochodów netto, które mają miejsce w kolejnych okresach prognozy i które mogą się różnić pod względem poziomu oraz związanego z nimi ryzyka, powiększoną o zdyskontowaną wartość rezydualną nieruchomości czyli wartość, jaką nieruchomość będzie sobą przedstawiać na koniec ostatniego okresu szczegółowej prognozy.

2.2.3

Stopa dyskontowa jest m.in. miarą ryzyka dochodów, które podlegają dyskontowaniu, z uwzględnieniem wartości pieniądza w czasie. Z tego punktu widzenia dopuszczalne jest zastosowanie w wycenie kilku stóp dyskontowych, różniących się ze względu na różny poziom ryzyka związany z dyskontowanymi dochodami.

2.2.4

W praktyce dąży się do tego, by w modelu zastosować jedną lub dwie stopy dyskontowe. Z reguły dwie stopy dyskontowe stosuje się w przypadku, gdy pierwsza stopa dyskontowa stosowana jest do wyceny dochodów wynikających z obowiązujących umów najmu (niższe ryzyko), a druga stopa dyskontowa do wyceny dochodów, których wysokość oszacowano na podstawie prognozy stanu rynku w przyszłości (wyższe ryzyko).
Ponadto inną stopę dyskontową można przyjąć do dyskontowania dochodów, które mają miejsce w okresie szczegółowej prognozy, zaś inną stopę dyskontową do zdyskontowania wartości rezydualnej nieruchomości.

2.2.5

Jeżeli dyskontowaniu podlegają dochody istotnie różniące się poziomem ryzyka, do ich zdyskontowania, zamiast kilku adekwatnych, różnych stóp dyskontowych można zastosować jedną średnią stopę dyskontową.
W takim przypadku średnią stopę dyskontową wyznacza się jako średnią ważoną, gdzie wagami są dochody obarczone różnym poziomem ryzyka, lub jako średnią harmoniczną.

2.3 Technika kapitalizacji prostej

2.3.1

Technika kapitalizacji prostej jest techniką przekształcania rocznego dochodu w wartość i może być zastosowana w sytuacji, gdy są spełnione określone warunki, o których mowa w punkcie 2.3.4.

2.3.2

W ramach tej techniki wartość nieruchomości określana jest, w zależności od przyjętego modelu, jako iloraz rocznego dochodu netto w pierwszym roku prognozy i stopy kapitalizacji prostej albo jako iloczyn tego dochodu i współczynnika kapitalizacji.

2.3.3

Przewidywana zmienność poziomu dochodów netto w kolejnych latach prognozy oraz związane z tym ryzyko jest uwzględnione w sposób pośredni w poziomie przyjętej stopy kapitalizacji lub współczynnika kapitalizacji.

2.3.4

Technikę kapitalizacji prostej można stosować w następujących przypadkach:

a) Technikę kapitalizacji prostej można stosować w wycenie, jeżeli stopa kapitalizacji lub współczynnik kapitalizacji zostały wyznaczone wprost na podstawie analizy cen sprzedaży nieruchomości rodzajowo podobnych. W takim przypadku dopuszczalne jest założenie, że stopa kapitalizacji lub współczynnik kapitalizacji odwzorowuje ogół czynników ryzyka związanego z inwestowaniem w nieruchomości danego rodzaju. Wyznaczona z rynku stopa kapitalizacji (lub współczynnik kapitalizacji) podlega korekcie tylko ze względu na ewentualne dodatkowe ryzyko specyficzne związane z wycenianą nieruchomością, względem nieruchomości podobnych.

b) Technikę kapitalizacji prostej można stosować, jeżeli dopuszczalne jest założenie, że w relatywnie długim okresie nieruchomość jest w stanie generować w miarę stabilne przepływy pieniężne netto (przepływy pieniężne są stałe lub zmieniają się w stałym tempie). W takim przypadku stopa kapitalizacji może być określona na podstawie wymaganej stopy zwrotu (stopy dyskontowej) z uwzględnieniem przewidywanego tempa zmian przepływów pieniężnych netto.

3. STOPA DYSKONTOWA I STOPA KAPITALIZACJI

3.1 Stopa dyskontowa

3.1.1

Stopa dyskontowa jest to wymagana stopa zwrotu z inwestycji.

W przypadku określania wartości rynkowej nieruchomości jest to stopa zwrotu, jakiej wymagałby typowy, dobrze poinformowany inwestor działający na rynku nieruchomości danego rodzaju.

W przypadku określania wartości inwestycyjnej nieruchomości jest to stopa zwrotu, jakiej wymagałby konkretny inwestor.

3.1.2

Jeżeli jest wystarczająca liczba danych z rynku nieruchomości rodzajowo podobnych, stopę dyskontową należy wyznaczyć w oparciu o wyniki analizy opłacalności inwestycji w nieruchomości podobne.

Z reguły brak jest możliwości wyznaczenia stopy dyskontowej bezpośrednio na podstawie analizy opłacalności inwestycji w nieruchomości podobne.

W takim przypadku stopę dyskontową wyznacza się biorąc pod uwagę, że musi być ona wyższa od spodziewanej stopy zwrotu z inwestycji wolnej od ryzyka, z uwzględnieniem określonych rodzajów ryzyka związanych z rynkiem nieruchomości danego rodzaju (ryzyko systematyczne, w tym ryzyko rynkowe) oraz ryzyka związanego z wycenianą nieruchomością (ryzyko specyficzne).

3.1.3

Stopę zwrotu z inwestycji wolnej od ryzyka można określić na podstawie danych z rynku kapitałowego na podstawie stóp zwrotu z długoterminowych instrumentów finansowych. Z punktu widzenia specyfiki wyceny nieruchomości takimi instrumentami finansowymi są między innymi długoterminowe obligacje skarbowe o oprocentowaniu stałym, kontrakty terminowe na stopę procentową lub inne długoterminowe, wolne od ryzyka instrumenty finansowe, dla których możliwe jest wyznaczenie spodziewanej stopy zwrotu w długim okresie.

3.1.4

Istnieje szereg różnych rodzajów ryzyka, które formalnie należałoby uwzględnić przy określaniu wartości nieruchomości. Wyróżnić należy dwa główne rodzaje ryzyka:

a) Ryzyko systematyczne (w tym ryzyko rynkowe) związane z rynkiem nieruchomości danego rodzaju. Jest to ogół różnego rodzajów czynników ryzyka, na które wystawione są wszystkie nieruchomości danego

rodzaju. W uproszczeniu można powiedzieć, że jest to poziom ryzyka, jakie ponosi inwestor posiadając dobrze zdywersyfikowany portfel nieruchomości danego rodzaju.
Typowym ryzykiem tego rodzaju jest ryzyko związane z wahaniami rynkowych stawek czynszu, stopnia wynajmu lub stóp procentowych.

b) Ryzyko specyficzne związane z konkretną wycenianą nieruchomością. Jest to dodatkowe ryzyko (ponad ryzyko systematyczne) ponoszone przez inwestora, który byłby właścicielem konkretnej nieruchomości. Typowym przykładem tego rodzaju ryzyka jest np. ryzyko zerwania umowy najmu przez konkretnego najemcę lub ryzyko spadku popytu na oferowaną powierzchnię ze względu na realizację w sąsiedztwie konkurencyjnej zabudowy.

3.1.5

W przypadku wyceny nieruchomości, dla której zasadne jest przyjęcie założenia, iż typowy inwestor traktuje ją jako składnik dobrze zdywersyfikowanego portfela inwestycyjnego, ryzyko specyficzne może zostać pominięte przy określaniu poziomu stopy dyskontowej.

3.1.6

W większości przypadków brak jest możliwości przeprowadzenia analiz umożliwiających wyznaczenie poziomu premii za ryzyko w procedurze ilościowej (obliczeniowej).
Biorąc to pod uwagę rzeczoznawca majątkowy, dokonując jakościowej analizy danych rynkowych, powinien przyjąć następujące założenia wyjściowe:

- Przyjęta w wycenie stopa dyskontowa nie może być niższa od wymaganej stopy zwrotu z inwestycji obiektywnie obarczonej niższym poziomem ryzyka.
- Przyjęta w wycenie stopa dyskontowa nie może być wyższa od wymaganej stopy zwrotu z inwestycji obiektywnie obarczonej wyższym poziomem ryzyka.

3.1.7

Analizując dane rynkowe rzeczoznawca majątkowy może brać pod uwagę dane z rynku innych nieruchomości (stopy zwrotu z inwestycji w nieruchomości innego rodzaju), dane z rynku instrumentów finansowych (stopy rentowności obligacji, oprocentowanie kredytów), dane z raportów dotyczących rynku nieruchomości (np. stopy kapitalizacji typu *Prime*), dane z rynku kapitałowego (rentowność spółek celowych prowadzących określonego rodzaju działalność) i szereg innych.

3.1.8

Stopa dyskontowa nie musi być wyznaczona w sposób analityczny przy zastosowaniu ilościowych metod analizy danych, gdyż jest to w większości przypadków niemożliwe.
Wystarczy że rzeczoznawca majątkowy zaprezentuje w operacie szacunkowym wykorzystane dane rynkowe, przedstawi sposób ich analizy jakościowej oraz uzasadni poziom przyjętej stopy dyskontowej.

3.2 Stopa kapitalizacji oraz współczynnik kapitalizacji

3.2.1

Jeżeli stopa kapitalizacji została wyznaczona bezpośrednio na podstawie wyników analizy rynku jako przeciętny (rynkowy) iloraz rocznych dochodów netto i cen nieruchomości rodzajowo podobnych, to w takim przypadku stopę kapitalizacji można interpretować jako tzw. prostą stopę zwrotu na rynku nieruchomości podobnych i podlega ona korekcie ze względu na ryzyko specyficzne związane z wycenianą nieruchomością.

3.2.2

Alternatywnie można wyznaczyć wyjściowy współczynnik kapitalizacji jako przeciętny (rynkowy) iloraz ceny nieruchomości rodzajowo podobnych oraz dochodów netto z tych nieruchomości. Tak wyznaczony współczynnik kapitalizacji podlega korekcie ze względu na ryzyko specyficzne związane z wycenianą nieruchomością.
Wartość liczbową współczynnika kapitalizacji można interpretować jako przeciętny (wyrażony w latach) okres zwrotu z inwestycji.

3.2.3

Jeżeli brak jest możliwości wyznaczenia stopy kapitalizacji na podstawie danych z rynku rodzajowo podobnych nieruchomości, to podstawę do określenia stopy kapitalizacji stanowi stopa dyskontowa wyznaczona zgodnie z wytycznymi opisanymi w punkcie 3.1.
W takim przypadku stopę kapitalizacji wyznacza się z uwzględnieniem spodziewanego tempa zmian dochodów poprzez odpowiednie skorygowanie stopy dyskontowej.

3.2.4

W przypadku określania wartości nieruchomości wykorzystując technikę dyskontowania strumieni dochodów wartość rezydualna nieruchomości (wartość nieruchomości na koniec okresu szczegółowej prognozy) może być oszacowana przy użyciu techniki kapitalizacji prostej.
W takim przypadku zastosowana stopa kapitalizacji (tzw. stopa kapitalizacji wartości rezydualnej lub terminowa stopa kapitalizacji) może być różna co do wartości od stopy kapitalizacji, która byłaby właściwa do oszacowania wartości bieżącej tej nieruchomości.

3.3 Stopa dyskontowa lub stopa kapitalizacji jako średni ważony koszt kapitału

3.3.1

Jednym z modeli wyznaczania stopy dyskontowej jest model średniego ważonego kosztu kapitału. W modelu tym przyjmuje się, że stopa dyskontowa jest równa średniej ważonej kosztu kapitału własnego (wymagana stopa zwrotu z kapitału własnego) oraz kosztu kapitału obcego (np. efektywny koszt kredytu), gdzie wagami jest odpowiednio udział kapitału własnego oraz kapitału obcego w finansowaniu inwestycji.

3.3.2

W modelu tym ryzyko związane z inwestycją w nieruchomość uwzględnione jest w sposób bezpośredni w poziomie wymaganej stopy zwrotu z kapitału własnego, a dodatkowo, w sposób pośredni, w poziomie stopnia zaangażowania kapitału obcego w sfinansowanie inwestycji.

Należy zaznaczyć, że stopa dyskontowa wyznaczona jako średni ważony koszt kapitału jest stopą właściwą do dyskontowania strumieni dochodów netto, w których nie zostały uwzględnione wydatki związane z obsługą kosztu kapitału obcego, w szczególności do dyskontowania dochodów operacyjnych netto.

3.3.3

Średni ważony koszt kapitału może być także wykorzystywany do dyskontowania innych, niż dochód operacyjny netto, przepływów pieniężnych.

W szczególności, przy zachowaniu zasady współmierności stóp i dochodów, średni ważony koszt kapitału można stosować przy określaniu wartości inwestycyjnej nieruchomości albo przy szacowaniu nieruchomości metodą zysków, dyskontując zyski operacyjne lub inne przepływy pieniężne netto, które nie uwzględniają kosztów finansowych (rat kredytu).

3.3.4

Jeżeli stopa dyskontowa została wyznaczona jako średni ważony koszt kapitału to należy pamiętać, że dynamika przepływów pieniężnych do kapitału obcego może być inna niż dynamika przepływów pieniężnych do kapitału własnego. W szczególności dochody netto z nieruchomości mogą być nominalnie zmienne, a raty kredytu mogą być nominalnie stałe.

4. METODA INWESTYCYJNA

4.1 Analiza rynku i wyznaczanie poziomu rynkowych stawek czynszu

4.1.1

Czynsz rynkowy jest to szacunkowa kwota, za jaką wynajmujący może wynająć najemcy nieruchomość w ramach umowy najmu zawieranej na warunkach rynkowych przy założeniu, że strony umowy działają niezależnie, mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, działają z rozeznaniem i postępują rozważnie oraz nie znajdują się w sytuacji przymusowej.

4.1.2

Wyznaczenia poziomu rynkowych stawek czynszu dokonuje się na podstawie dostępnych danych z nieruchomości stanowiącej przedmiot wyceny oraz na podstawie dostępnych danych z umów najmu na rynku nieruchomości rodzajowo podobnych.

4.1.3

W przypadku niewystarczających danych z umów najmu na nieruchomościach podobnych wyznaczenie poziomu rynkowej stawki czynszu może być dokonane w oparciu o inne dostępne dane, w szczególności w oparciu o oferty najmu lub dzierżawy.

W takim przypadku należy uwzględnić możliwe różnice pomiędzy poziomem ofertowych stawek czynszu, a rzeczywistym poziomem stawek czynszu najmu lub dzierżawy.

4.1.4

Wyznaczenie poziomu rynkowej stawki czynszu może być przeprowadzone przy użyciu metod ilościowych, w szczególności przy wykorzystaniu metod podejścia porównawczego albo w oparciu o przeprowadzoną analizę jakościową danych polegającą na przedstawieniu w operacie szacunkowym aktualnego stanu rynku, a następnie na przyjęciu określonej stawki czynszu wraz z uzasadnieniem.

4.1.5

Analizując dane rynkowe należy mieć na uwadze fakt, że różne stawki czynszu mogą być naliczane od inaczej zdefiniowanej powierzchni.

Przykładowo – na jednej nieruchomości czynsz najmu może być liczony wyłącznie od powierzchni pomieszczeń biurowych, a na innej nieruchomości od sumy powierzchni biurowej oraz części wspólnych wraz z korytarzami. W takim przypadku analiza porównawcza stawek czynszu powinna być poprzedzona ich sprowadzeniem do poziomu porównywalności.

4.1.6

Należy mieć również na uwadze fakt, że czynsze mogą się różnić ze względu na inny sposób obciążania najemców lub dzierżawców dodatkowymi opłatami.

Przykładowo – na jednej nieruchomości czynsz najmu może być ustalony przy założeniu, że koszty mediów są dodatkowo pokrywane przez najemców, podczas gdy na innej nieruchomości najemcy mogą nie być obciążani dodatkowymi opłatami eksploatacyjnymi. W takim przypadku analiza porównawcza stawek czynszu powinna być poprzedzona ich sprowadzeniem do poziomu porównywalności.

4.1.7

Jednym z przyjętych rozwiązań jest sprowadzanie stawek czynszu do poziomu ich porównywalności poprzez obliczenie tzw. stawki czynszu brutto. Jest to hipotetyczna stawka czynszu, jaka byłaby ustalona pomiędzy stronami umowy najmu lub dzierżawy, gdyby najemca lub dzierżawca nie ponosił żadnych dodatkowych opłat z tytułu najmu lub dzierżawy.

Z punktu widzenia najemcy taka stawka czynszu jest równa całkowitemu jednostkowemu kosztowi wynajmu. Jednocześnie z punktu widzenia właściciela nieruchomości jest to stawka czynszu równa jednostkowemu dochodowi brutto.

Przyjęcie takiego modelu wyznaczenia stawki czynszu najmu oznacza, że wszystkie ujemne przepływy pieniężne związane z nieruchomością obciążają bezpośrednio dochód brutto właściciela, a co za tym idzie wszystkie są wydatkami operacyjnymi.

4.2 Dochód potencjalny i dochód efektywny brutto z nieruchomości

4.2.1

Dochód potencjalny brutto z nieruchomości jest to dodatni przepływ pieniężny, jaki w analizowanym okresie można potencjalnie uzyskać z czynszu za wynajem lub dzierżawę przy założeniu, że cała nieruchomość jest w tym okresie w pełni wynajęta.

4.2.2

Dochód efektywny brutto z nieruchomości jest to dodatni przepływ pieniężny, jaki w analizowanym okresie można efektywnie uzyskać z czynszu za wynajem lub dzierżawę nieruchomości. Szacując efektywny dochód brutto uwzględnia się realia rynkowe, w tym możliwe straty na dochodzie potencjalnym brutto m.in. na skutek pustostanów, rotacji najemców oraz okresowych zwolnień z płatności czynszu.

4.2.3

Dochód efektywny brutto ustala się biorąc pod uwagę umowy najmu i dzierżawy, których przedmiotem jest wyceniana nieruchomości oraz stawki czynszu i stopień wynajmu na rynku nieruchomości podobnych.

Dochód efektywny brutto może być wyznaczony na podstawie historycznej dokumentacji finansowo-księgowej nieruchomości, na podstawie dostępnych danych z rynku nieruchomości podobnych lub w inny wiarygodny sposób.

4.2.4

Dochód efektywny brutto można określić na podstawie oszacowanego wcześniej dochodu potencjalnego brutto. Szacowanie dochodu potencjalnego brutto nie jest niezbędne, jeśli dostępne dane umożliwiają bezpośrednie określenie dochodu efektywnego brutto. Tym niemniej zaleca się przedstawienie w raporcie z wyceny poziomu potencjalnego dochodu brutto z nieruchomości.

4.2.5

W zależności od przyjętego modelu wyznaczania stawki czynszu, do dochodu efektywnego brutto można zaliczyć również inne dodatnie przepływy pieniężne, w tym w szczególności opłaty eksploatacyjne ponoszone przez najemców na rzecz właściciela nieruchomości.

4.3 Wydatki operacyjne oraz jednorazowe nakłady inwestycyjne na prace budowlane

4.3.1

Wydatek operacyjny jest to występujący w analizowanym okresie ujemny przepływ pieniężny obciążający dochód brutto właściciela nieruchomości.

4.3.2

Cechą szczególną wydatku operacyjnego jest cykliczność jego występowania. Wydatek operacyjny to nakład występujący co najmniej raz do roku.

Wydatkami operacyjnymi są również powtarzające się raz na kilka lat nakłady na odtwarzanie lub wymianę elementów stanu wykończeniowego oraz wyposażenia budynków, które są niezbędne do uzyskiwania wpływów z wynajmu.

4.3.3

Przy określaniu wartości rynkowej wysokość wydatków operacyjnych szacuje się jako poziom wydatków, jakiego spodziewałby się przeciętny, dobrze poinformowany uczestnik rynku nieruchomości danego rodzaju, biorąc pod uwagę stan wycenianej nieruchomości, dane z rynku nieruchomości podobnych oraz przyjęty model kalkulacji stawek czynszu najmu lub dzierżawy.

4.3.4

Dla potrzeb analizy danych wydatki operacyjne można podzielić na kilka rodzajów, w tym w szczególności na:

a) Wydatki stałe, związane z utrzymaniem nieruchomości; np. podatek od nieruchomości.

b) Wydatki zmienne związane z eksploatacją nieruchomości; np. koszt mediów.

c) Wydatki związane z aktywnym zarządzaniem nieruchomością; np. koszty marketingu i reklamy.

4.3.5

Katalog wydatków operacyjnych zależy od przyjętego modelu szacowania stawki czynszu najmu oraz dochodu efektywnego brutto.

W szczególności, jeżeli do dochodu efektywnego brutto zaliczono wpływy z wynajmu lub dzierżawy wraz z dodatkowymi opłatami obciążającymi najemców, to wszystkie ujemne przepływy pieniężne związane z nieruchomością obciążają dochód brutto właściciela i są traktowane jako wydatki operacyjne.

4.3.6

Przy zastosowaniu podejścia dochodowego można uwzględniać również jednorazowe nakłady inwestycyjne, w szczególności na roboty budowlane, które nie mają charakteru cyklicznych wydatków, a co za tym idzie formalnie nie są wydatkami operacyjnymi.

W przypadku szacowania wartości rynkowej takie nakłady uwzględnia się w wycenie, o ile wynikają one wprost z obowiązujących przepisów, są niezbędne ze względu na stan techniczny albo są oczywiste z punktu widzenia oczekiwań uczestników rynku, a zarazem są ekonomicznie opłacalne.

Przykładem nakładu wynikającego wprost z przepisów może być konieczność usunięcia płyt elewacyjnych zawierających azbest. Przykładem nakładu wynikającym ze stanu technicznego może być konieczność remontu uszkodzonych elementów konstrukcyjnych budynku. Przykładem nakładu oczywistego z punktu widzenia uczestników rynku może być nakład na podniesienie standardu, o ile tylko wynika on ze stanu nieruchomości konkurencyjnych, a jednocześnie jest ekonomicznie opłacalny (np. stopa zwrotu z tych nakładów jest istotnie wyższa od stopy dyskontowej).

4.4 Dochód operacyjny netto z nieruchomości

4.4.1

Przy określaniu wartości rynkowej dyskontowaniu podlegają przepływy pieniężne netto, które w zależności od przyjętej terminologii nazywane są dochodami operacyjnymi netto lub dochodami netto.

4.4.2

Z reguły przyjmuje się, że jeżeli dochód efektywny brutto został pomniejszony wyłącznie o wydatki operacyjne, to różnica ta jest nazywana dochodem operacyjnym netto.

Jeżeli w obliczeniach zostały dodatkowo uwzględnione jednorazowe nakłady na roboty budowlane, to różnica ta z reguły jest nazywana dochodem netto.

4.4.3

Stosując metodę inwestycyjną przy określaniu wartości nieruchomości z reguły zakłada się, że udział innych składników majątku, o których jest mowa w punkcie 1.7, jest pomijalny, a co za tym idzie suma zdyskontowanych dochodów netto jest równa wartości nieruchomości.

4.4.4

W zależności od przyjętego modelu wyceny, zgodnie z treścią punktu 2.1.5, możliwe są następujące sposoby przekształcenia dochodów z nieruchomości w wartość bieżącą:

a) W kolejnych okresach prognozy oszacowaniu podlegają dochody netto, które następnie przekształcone są w wartość bieżącą przy wykorzystaniu techniki kapitalizacji prostej lub techniki dyskontowania strumieni dochodów.

b) Odrębnemu dyskontowaniu (lub kapitalizacji) podlegają dochody efektywne brutto z nieruchomości, a odrębnemu dyskontowaniu (lub kapitalizacji) podlegają wydatki operacyjne, zaś różnica ich wartości bieżącej odwzorowuje wartość nieruchomości.

4.5 Wycena nieruchomości niewynajętej lub użytkowanej przez właściciela

4.5.1

W przypadku określania wartości rynkowej nieruchomości, która w dacie wyceny nie jest wynajęta lub jest wynajęta przy stopniu wynajmu znacznie niższym od rynkowego, z reguły należy uwzględnić ten fakt poprzez odpowiednie odwzorowanie poziomu prognozowanych dochodów efektywnych brutto i wydatków operacyjnych w początkowym okresie prognozy, w którym stopień wynajmu będzie niższy od rynkowego.

4.5.2

Przyjęcie w wycenie założenia, że niewynajęta nieruchomość generuje stabilne dochody z wynajmu począwszy od pierwszego okresu prognozy wymaga szczegółowego uzasadnienia w operacie szacunkowym.

4.5.3

W przypadku określania wartości rynkowej nieruchomości, która w dacie wyceny jest w całości lub w części użytkowana przez właściciela, z reguły taką nieruchomość wycenia się przy założeniu, że w tej części jest ona niewynajęta i nie generuje dochodów z najmu lub dzierżawy.
W takim przypadku stosuje się rozwiązanie opisane w punkcie 4.5.1.

4.5.4

Przyjęcie w wycenie założenia, że nieruchomość użytkowana przez właściciela generuje stabilne dochody z najmu lub dzierżawy począwszy od pierwszego okresu prognozy wymaga szczegółowego uzasadnienia w operacie szacunkowym.

4.6 Wycena nieruchomości stanowiącej przedmiot najmu w dacie wyceny

4.6.1

Jeżeli nieruchomość jest przedmiotem obowiązujących umów najmu lub dzierżawy, należy wziąć to odpowiednio pod uwagę i uwzględnić w procesie określania wartości nieruchomości.

4.6.2

W zależności od celu wyceny oraz obowiązujących w tym zakresie przepisów należy albo określić wartość nieruchomości z uwzględnieniem obowiązujących umów najmu, albo z ich pominięciem.
Uwzględnienie lub pominięcie w wycenie obowiązujących umów najmu powinno być uzasadnione oraz jednoznacznie zaprezentowane w zakresie wyceny.

4.6.3

W przypadku uwzględnienia w wycenie obowiązującej umowy najmu lub dzierżawy należy w szczególności wziąć pod uwagę następujące parametry:

- sposób zawarcia umowy oraz datę wygaśnięcia umowy najmu lub dzierżawy;
- poziom stawki czynszu, sposób indeksacji oraz przyjętą walutę rozliczeniową;
- przyjęty w umowie sposób udziału najemy w kosztach oraz wydatkach związanych z utrzymaniem i eksploatację nieruchomości;
- klauzule dotyczące możliwości przedłużenia umowy najmu oraz możliwości jej wypowiedzenia przez wynajmującego lub najemcę.

4.6.4

Jeżeli umowy najmu lub dzierżawy są zawarte na czas nieoznaczony, można pominąć ich analizę i wpływ na poziom określanej wartości rynkowej nieruchomości przyjmując, że na wynajętych w ten sposób powierzchniach obowiązuje czynsz rynkowy.

4.6.5

Przedstawione w punktach 4.6.1 – 4.6.4 rozwiązania można stosować w przypadku określania wpływu innych praw zobowiązaniowych lub praw rzeczowych ograniczonych (np. użytkowanie) na wartość nieruchomości.

5. METODA ZYSKÓW

5.1 Podstawy metodyczne metody zysków

5.1.1

W metodzie zysków wartość nieruchomości jest uzależniona od zyskowności prowadzonej na nieruchomości określonej działalności operacyjnej.

5.1.2

Szacując wartość nieruchomości w metodzie zysków należy mieć na uwadze, że z reguły przepływy pieniężne netto są generowane przez zespół składników majątku (zespół aktywów operacyjnych generujących przepływy pieniężne), z których nieruchomość stanowi główny, ale nie jedyny składnik.
Oznacza to, że oszacowana wartość bieżąca przyszłych przepływów pieniężnych netto nie odwzorowuje wprost wartości nieruchomości w rozumieniu Kodeksu cywilnego, lecz wartość wszystkich składników majątku.

5.1.3

Udział nieruchomości w dochodach z prowadzonej działalności jest równy udziałowi nieruchomości w łącznej wartości składników majątku generujących przepływy pieniężne netto.
Dla potrzeb prezentacji wyniku oszacowania niezbędne może być wyodrębnienie wartości samej nieruchomości z określonej wartości wszystkich składników majątku niezbędnych do prowadzenia działalności operacyjnej.

5.1.4

Z punktu widzenia modelowania sposobu prowadzenia działalności operacyjnej na nieruchomości wyróżnić należy dwa modele:

a) Model operatorski:
Zgodnie z tym modelem aktywną działalność operacyjną prowadzi operator (dzierżawca), który z tytułu uzyskiwanych wyników finansowych pobiera określone wynagrodzenie. W takim przypadku dochód właściciela nieruchomości jest pomniejszony m.in. o wynagrodzenie operatora.
Z punktu widzenia zasad ewidencji taka nieruchomość ujmowana jest w bilansie jako składnik inwestycji długoterminowych

b) Model właścicielski:
Zgodnie z tym modelem aktywną działalność operacyjną prowadzi właściciel nieruchomości. W takim przypadku ponosi on koszty zarządzania menadżerskiego.
Z punktu widzenia zasad ewidencji taka nieruchomość ujmowana jest w bilansie jako składnik środków trwałych (składnik aktywów operacyjnych).

5.1.5

Wybór modelu wyceny, o którym mowa w punkcie 5.1.4 zależy od celu wyceny, rodzaju określanej wartości oraz od tego, jaki sposób prowadzenia działalności dominuje na rynku podobnych rodzajowo nieruchomości.

5.2 Klasyfikacja i opis elementów przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej

5.2.1

Dochód netto z działalności operacyjnej w analizowanym okresie określany jest jako różnica prognozowanych przychodów z działalności operacyjnej oraz kosztów i wydatków operacyjnych, z uwzględnieniem ewentualnego wynagrodzenia operatora.

5.2.2

Szacując poziom przychodów, kosztów oraz wydatków operacyjnych pod uwagę należy wziąć dane finansowo-księgowe dotyczące działalności prowadzonej na nieruchomości stanowiącej przedmiot wyceny oraz dostępne dane z rynku nieruchomości rodzajowo podobnych.

Do innych danych rynkowych, które warto rozważyć jako podstawę określenia wysokości przychodów, kosztów i wydatków operacyjnych zaliczyć można sprawozdania finansowe spółek celowych prowadzących analogiczną działalność operacyjną, raporty rynkowe oraz dane statystyczne.

5.2.3

Szacując poziom spodziewanych przychodów kolejnych latach prognozy należy wziąć pod uwagę dostępne dane rynkowe dotyczące czynników, które mogą mieć wpływ na zmianę poziomu popytu i podaży.

Przykładowo – wyceniając nieruchomość hotelu należy wziąć pod uwagę fakt, że w sąsiedztwie realizowana jest budowa hotelu, który będzie stanowił bezpośrednią konkurencję, co może mieć wpływ na spadek przychodów. Innym przykładem może być realizacja w danej miejscowości atrakcji turystycznej, co wpłynie na wzrost popytu, a w konsekwencji na wzrost przychodów.

5.2.3

Podział ujemnych przepływów pieniężnych na koszty operacyjne i wydatki operacyjne ma charakter umowny. Stosując model inwestycyjny (operatorski) zakłada się, że koszty operacyjne są to ujemne przepływy pieniężne, które są pokrywane przez użytkownika (operatora), a obliczona różnica przychodów i kosztów operacyjnych (zysk operacyjny) stanowi podstawę do ustalenia wysokości wynagrodzenia operatora.

Typowymi kosztami operacyjnymi są koszty mediów, płace personelu wraz z narzutami, zakupy towarów, materiałów lub usług, koszty reklamy i marketingu oraz nakłady na odtwarzanie tych składników wyposażenia, które zwyczajowo pokrywane są przez użytkownika (operatora).

W pewnym uproszczeniu można przyjąć, że koszty operacyjne są to te ujemne przepływy pieniężne, które będą występowały wtedy, gdy na nieruchomości będzie prowadzona działalność operacyjna.

5.2.4

Szacując poziom kosztów operacyjnych w kolejnych okresach należy wziąć pod uwagę fakt, że część tych kosztów to koszty zmienne, a ich poziom w całości lub części zależy od stopnia wykorzystywania nieruchomości.

Przykładowo – spadek popytu na oferowane miejsca noclegowe, a co za tym idzie spadek przychodów, może spowodować spadek kosztów zakupu towarów, materiałów i usług.

5.2.5

Wydatkami operacyjnymi są ujemne przepływy pieniężne obciążające dochód brutto właściciela składników majątku.

Typowymi wydatkami operacyjnymi są podatek od nieruchomości, ubezpieczenie nieruchomości oraz wydatki na niezbędne prace remontowe lub odtwarzanie tych składników majątku, które zgodnie z przyjętym modelem stanowią własność właściciela nieruchomości.

W pewnym uproszczeniu można przyjąć, że wydatki operacyjne są to te ujemne przepływy pieniężne, które będą występowały nawet w przypadku, gdyby na nieruchomości nie była prowadzona działalność operacyjna.

Jednocześnie są to ujemne przepływy pieniężne, na które poziom użytkownik (operator) nie ma wpływu, a co za tym idzie z reguły nie wpływają one na wysokość jego wynagrodzenia.

5.2.6

Dochód brutto z działalności operacyjnej w danym okresie jest to różnica przychodów i kosztów operacyjnych z uwzględnieniem, w zależności od przyjętego modelu, wynagrodzenia operatora lub kadry menadżerskiej.

5.2.7

Jeżeli w wycenie przyjęto model operatorski, to jednym z ujemnych przepływów pieniężnych obciążających dochód brutto jest wynagrodzenie użytkownika (operatora). Wynagrodzenie to może być w części lub w całości uzależnione od poziomu wypracowanego zysku operacyjnego.

5.2.8

Jeżeli w wycenie przyjęto model właścicielski, to nie występuje wynagrodzenie operatora, natomiast do kosztów operacyjnych zaliczyć należy wynagrodzenie kadry menadżerskiej.

Jest to odpowiednik wynagrodzenia operatora z modelu operacyjnego, a jednocześnie odpowiednik wydatku operacyjnego za zarządzanie nieruchomością z metody inwestycyjnej.

5.2.9

Dochód netto z działalności operacyjnej w danym okresie jest to różnica dochodu brutto oraz wydatków operacyjnych. W uzasadnionych przypadkach przy szacowaniu dochodu netto uwzględnia się jednorazowe nakłady inwestycyjne na roboty budowlane.

5.2.10

W zależności od przyjętej techniki wyceny prognozowane dochody netto w kolejnych okresach (technika dyskontowania strumieni dochodów) lub prognozowany dochód netto w pierwszym roku prognozy (technika kapitalizacji prostej) podlegają przekształceniu w wartość bieżącą ogółu składników majątku (zespołu aktywów operacyjnych) niezbędnych do prowadzenia określonej działalności operacyjnej.

Jeżeli wymaga tego cel wyceny, dla potrzeb prezentacji wyniku tak określona wartość podlega dekompozycji na wartość nieruchomości w rozumieniu Kodeksu cywilnego oraz na wartość pozostałych składników majątku.

5.3 Określanie wartości rynkowej nieruchomości w metodzie zysków

5.3.1

Określając wartość rynkową z reguły zakłada się, że właściciel nieruchomości jest jednocześnie właścicielem pozostałych składników majątku niezbędnych do prowadzenia na nieruchomości działalności operacyjnej. Inne założenie powinno być szczegółowo opisane w operacie szacunkowym wraz z uzasadnieniem.

5.3.2

W przypadku określania wartości rynkowej nieruchomości wybór modelu, o którym mowa w punkcie 5.1.3 zależy od tego, jaki sposób prowadzenia działalności dominuje na rynku nieruchomości danego rodzaju. Nie ma znaczenia, czy w danym przypadku nieruchomość ujęta jest w bilansie jako składnik środków trwałych czy też jako inwestycja długoterminowa.

5.3.3

Przy szacowaniu wartości rynkowej zakłada się, że podmiot prowadzący na nieruchomości określoną działalność operacyjną (właściciel, operator) jest przeciętnie efektywny. Oznacza to przyjęcie założenia, że szeroko rozumiane cechy osobowe tego podmiotu nie mają wpływu na poziom przychodów, a co za tym idzie nie mają one wpływu na wysokość wyniku wyceny.

5.3.4

Szacując wartość rynkową nieruchomości do kosztów operacyjnych nie zalicza się odpisów amortyzacyjnych, gdyż nie powodują one wypływu środków pieniężnych.

5.3.5

Szacując wartość rynkową do ujemnych przepływów pieniężnych obciążających dochód brutto nie zalicza się podatków oraz kosztów finansowych (np. rat kredytu).

5.4 Pośrednia metoda zysków

5.4.1

Szacując wartość nieruchomości przy zastosowaniu metody zysków należy wziąć pod uwagę, że:

- działalność operacyjna bardzo często prowadzona jest w ramach specjalnie do tego celu powołanej spółki celowej;
- bardzo często sprzedaż nie dotyczy nieruchomości jako takiej (w rozumieniu przeniesienia własności nieruchomości), lecz sprzedaż dotyczy udziałów w spółce celowej.

Biorąc to wszystko pod uwagę coraz częściej stosuje się tzw. pośrednią metodę zysków. Polega ona na tym, że dla potrzeb wyceny przyjmuje się model hipotetycznej spółki celowej, która podlega wycenie, a uzyskany wynik oszacowania (wartość majątku spółki celowej) podlega dekompozycji na wartość nieruchomości oraz wartość pozostałych składników aktywów.

5.4.2

Do majątku spółki (zespół aktywów operacyjnych) zalicza się w rzeczowe aktywa trwałe (w tym nieruchomość) oraz wartości niematerialne i prawne, które bezpośrednio są związane z prowadzoną działalnością operacyjną. Ponadto do aktywów operacyjnych zalicza się tę część majątku obrotowego, która finansowana jest kapitałami własnymi i długoterminowym długiem.

5.4.3

Przepływy pieniężne netto w kolejnych okresach obliczane są jako zysk operacyjny EBITDA (czyli z pominięciem amortyzacji), pomniejszony o wydatki na odtwarzanie wybranych składników rzeczowego majątku trwałego (nakłady kapitałowe), a w razie konieczności również o zmiany w poziomie kapitału obrotowego netto.
Przy obliczaniu przepływów pieniężnych netto nie uwzględnia się kosztów finansowych i podatku dochodowego.

5.4.4

W zależności od przyjętego modelu wyceny, wynagrodzenie operatora lub wynagrodzenie kadry menadżerskiej jest wprost uwzględnione jako składnik kosztów operacyjnych.
Wszystkie wydatki operacyjne obciążające dochód brutto, o których mowa w punkcie 5.2.9 są traktowane jako koszty operacyjne. Wyjątek stanowią nakłady kapitałowe na odtwarzanie środków trwałych, które nie stanowią składnika kosztów operacyjnych i nie mają wpływu na poziom zysku operacyjnego EBITDA, ale są uwzględniane przy szacowaniu poziomu przepływów pieniężnych netto podlegających dyskontowaniu.

5.4.5

Z merytorycznego punktu widzenia przepływy pieniężne netto, o których mowa w punkcie 5.4.3, są to dochody netto z działalności operacyjnej prowadzonej na nieruchomości generowane przez zespół składników majątku, w skład którego wchodzi nieruchomość.

5.4.6

W zależności od przyjętej techniki wyceny oszacowane dochody netto w kolejnych okresach prognozy (technika dyskontowania strumieni dochodów) lub prognozowany dochód netto w pierwszym roku prognozy (technika kapitalizacji prostej) podlegają przekształceniu w wartość bieżącą ogółu składników majątku (zespołu aktywów operacyjnych) niezbędnych do prowadzenia określonej działalności przy zastosowaniu stopy dyskontowej lub stopy kapitalizacji.
Wartość nieruchomości jest równa ułamkowemu udziałowi nieruchomości w łącznej wartości tak oszacowanego zespołu składników majątku.

5.4.7

Stopę dyskontową lub stopę kapitalizacji najczęściej wyznacza się jako średni ważony koszt kapitału, o którym jest mowa w punkcie 3.3. Bardzo często stosuje się przy tym model, że w długim okresie struktura finansowania działalności jest stała w czasie, co oznacza, że w całym okresie prognozy stopa dyskontowa jest na tym samym poziomie.

Dopuszcza się inne sposoby wyznaczania stopy dyskontowej lub stopy kapitalizacji pod warunkiem spełnienia zasad opisanych w punktach 3.1 i 3.2 oraz wymogów wynikających z zasady współmierności stóp i dochodów.

5.4.8

Przy szacowaniu wartości rynkowej średni ważony koszt kapitału ustala się biorąc pod uwagę typową (rynkową) strukturę finansowania tego typu działalności kapitałami własnymi oraz długoterminowym długiem, typowy poziom wymaganej stopy zwrotu z kapitału własnego i efektywny koszt długu (np. oprocentowanie kredytu).

5.4.9

Przy określaniu wartości inwestycyjnej nieruchomości dopuszcza się inne sposoby modelowania przepływów pieniężnych netto oraz obliczania stopy dyskontowej, przy spełnieniu wymogów zasady współzależności stóp i dochodów.

W szczególności wartość składników aktywów hipotetycznej spółki celowej można obliczyć w sposób pośredni, szacując wartość kapitałów własnych. Wartość kapitałów własnych szacuje się poprzez dyskontowanie tzw. wolnych przepływów pieniężnych do kapitału własnego, przy wykorzystaniu wymaganej stopy zwrotu z kapitału własnego.

Szacując wolne przepływy pieniężne do kapitału własnego można uwzględniać amortyzację, koszty finansowe oraz podatek dochodowy.

Wyznaczona w ten sposób wartość kapitałów własnych, powiększona o wartość kapitałów obcych finansujących aktywa operacyjne, jest równa wartości ogółu aktywów operacyjnych hipotetycznej spółki celowej, a wartość nieruchomości jest równa ułamkowemu udziałowi nieruchomości w łącznej wartości tak oszacowanego zespołu aktywów operacyjnych.