

## ZADANIE TRENINGOWE Z WYKORZYSTANIA PROJEKTU STANDARDU DOCHODOWEGO

(materiał przygotowany dla potrzeb dyskusji środowiskowej)

### DANE WEJŚCIOWE:

Wycenie podlega nieruchomość zabudowana 10-kondygnacyjnym budynkiem biurowym o powierzchni najmu (generującej dochód) równej 5.000 m<sup>2</sup>.

Cztery kondygnacje budynku zostały 5 lat temu wynajęte jednemu wiarygodnemu podmiotowi na czas oznaczony (na 10 lat), a do zakończenia umowy pozostało 5 lat. Stawka czynszu w najbliższym roku wynosi 50,00 zł za 1 m<sup>2</sup> powierzchni najmu miesięcznie i podlega raz do roku waloryzacji, zgodnie ze wskaźnikiem inflacji. Pozostałych sześć kondygnacji budynku jest obecnie wynajęte różnym podmiotom na czas nieoznaczony, przy 1-miesięcznym okresie wypowiedzenia umów. Średnia stawka czynszu wynosi w najbliższym roku 60,00 zł za 1 m<sup>2</sup> powierzchni najmu miesięcznie i również podlega raz do roku waloryzacji, zgodnie ze wskaźnikiem inflacji. Stopień wynajmu powierzchni w tej części budynku wynosi 90% (pustostany wynoszą 10%).

Wszystkie umowy najmu zostały zawarte przy założeniu, że całość opłat eksploatacyjnych związanych z najmem ponoszą najemcy (oprócz uzgodnionego czynszu), zaś właściciel ponosi wyłącznie wydatki operacyjne związane z utrzymaniem nieruchomości. Szacunkowy poziom tych wydatków w najbliższym roku wynosi 480.000 zł (co jest równe 8,00 zł na 1 m<sup>2</sup> pow. najmu miesięcznie) i jest stały w ujęciu realnym (wydatki rosną zgodnie z inflacją).

Przeprowadzona analiza rynku wykazała, że przeciętny poziom stawek czynszu w analogicznych budynkach, przy takich samych zasadach wynajmu, również wynosi około 60,00 zł za 1 m<sup>2</sup> pow. najmu miesięcznie (umowy na czas nieoznaczony) oraz 50,00 zł 1 m<sup>2</sup> pow. najmu miesięcznie (umowy zawierane na dziesięcioletni okres najmu), zaś przeciętny stopień wynajmu powierzchni na rynku również wynosi 90% (pustostany równe 10%).

Analiza stóp procentowym pozwoliła na ustalenie, że nominalna stopa zwrotu z inwestycji wolnych od ryzyka wynosi 3,00%, a przewidywana średnioroczna inflacja w długim okresie szacowana jest na około 2,00%. Ponadto, w wyniku analizy rynku ustalono, że dla analogicznych nieruchomości (co do stawek czynszu, indeksacji czynszu, stanu i standardu budynku, zasad najmu, poziomu wydatków operacyjnych itp.), które w całości są przedmiotem umów najmu na czas nieoznaczony (pustostany 10%), przeciętny stosunek rocznego dochodu operacyjnego netto w najbliższym roku do ceny transakcyjnej (stopa kapitalizacji) wynosi 8,00%, a w przypadku nieruchomości, które przez pierwszych 10 lat są w całości wynajęte wiarygodnym podmiotom (umowy na czas oznaczony), stosunek dochodu operacyjnych netto w najbliższym roku do ceny transakcyjnej (stopa kapitalizacji) wynosi 7,00%.

### DODATKOWE ZAŁOŻENIA UPRASZCZAJĄCE:

- wydatki operacyjne związane z utrzymaniem nieruchomości są stałe (nie zależą od stopnia wynajmu);
- koszty eksploatacyjne związane z pustostanami (nie pokrywane przez najemców) są pomijalne;
- przepływy pieniężne (dochody netto) występują raz do roku, na koniec roku (tzw. płatności z dołu);
- po zakończeniu pięcioletniej umowy najmu powierzchnia ta zostanie wynajęta na zasadach rynkowych (zakłada się brak kontynuacji użytkowania tej części powierzchni na zasadach najmu na czas oznaczony);
- czas oraz koszty związane z wynajmem powierzchni zwolnionej w wyniku zakończenia 5-letniej umowy najmu są pomijalne.

## **TREŚĆ ZADANIA:**

Przyjmując założenie, że okres szczegółowej prognozy (dla technik dyskontowych), okres „bloku umownego” (hybrydowa technika blokowa) oraz okres „warstwy niższego ryzyka” (hybrydowa technika warstwowa) jest taki sam i wynosi 5 lat, należy:

**a)** Wyznaczyć następujące stopy procentowe:

- stopę dyskontową (lub stopy dyskontowe) do dyskontowania bezpośrednich strumieni dochodów;
- wyrównaną stopę zwrotu, właściwą do dyskontowania pośrednich strumieni dochodów;
- stopę wyjścia (lub stopy wyjścia) do oszacowania wartości rezydualnej nieruchomości;
- stopę (lub stopy) dyskontową i stopę kapitalizacji, właściwe przy zastosowaniu techniki blokowej;
- stopę (lub stopy) dyskontową i stopę kapitalizacji, właściwe przy zastosowaniu techniki warstwowej.

**b)** Wyznaczyć poziom dochodów operacyjnych netto w kolejnych latach lub okresach prognozy dla potrzeb:

- techniki dyskontowania bezpośrednich strumieni dochodów;
- techniki dyskontowania pośrednich strumieni dochodów;
- hybrydowej techniki kapitalizacji prostej – techniki blokowej;
- hybrydowej techniki kapitalizacji prostej – techniki warstwowej.

**c)** Oszacować wartość rezydualną nieruchomości dla potrzeb:

- techniki dyskontowania bezpośrednich strumieni dochodów;
- techniki dyskontowania pośrednich strumieni dochodów.

**d)** Oszacować wartość rynkową przedmiotowej nieruchomości, stosując:

- technikę dyskontowania bezpośrednich strumieni dochodów;
- technikę dyskontowania pośrednich strumieni dochodów;
- hybrydową technikę kapitalizacji prostej – technikę blokową;
- hybrydową technikę kapitalizacji prostej – technikę warstwową.

**e)** Udowodnić, że przy prawidłowym zastosowaniu każdej z ww. technik, wynik oszacowania jest niezależny od zastosowanej techniki. Wystarczającym dowodem będzie uzyskanie takich samych rezultatów, tzn. wartości rynkowej nieruchomości, wykorzystując każdą z tych technik wyceny. Przez prawidłowe zastosowanie każdej z technik rozumie się tutaj zgodność z zasadami matematyki finansowej, w tym w szczególności dotyczących zależności matematycznych pomiędzy metodami dyskontowymi, a metodami wyceny opartymi na rachunku rentowym (skończony lub nieskończony szereg płatności o stałym postępie geometrycznym) oraz zgodność z zasadą współmierności stóp procentowych i przepływów pieniężnych (dochodów), zarówno pod względem rodzaju poszczególnych przepływów pieniężnych, jak również związanego z nimi ryzyka.