

David Isaac
John O'Leary

PODSTAWY
WYCENY
NIERUCHOMOŚCI

Spis treści

Przedmowa do polskiego wydania	11
Przedmowa do oryginalnego wydania	15
Podziękowania	19
Rozdział 1 Wprowadzenie	21
1.1. Wprowadzenie	22
1.2. Powszechne problemy i dylematy związane z wyceną nieruchomości	22
1.3. Struktura książki	26
1.4. Podsumowanie	28
Rozdział 2 Rynek nieruchomości	29
2.1. Wprowadzenie	30
2.2. Rynek nieruchomości w teorii	30
2.3. Rynek nieruchomości własnościowych i inwestycyjnych	33
2.4. Nieruchomość jako inwestycja	34
2.5. Nieruchomości i portfele inwestycyjne	37

2.6. Czynniki wpływające na wartość nieruchomości	38
2.7. Wymiar prawny	39
2.8. Źródła finansowania.....	42
2.9. Warunki udzielania kredytów.....	43
2.10. Specjalistyczny charakter prowadzenia wyceny	46
2.11. Podsumowanie	47
Rozdział 3 Wyceniający i jego rola	49
3.1. Wprowadzenie	50
3.2. Rodzaje wycen.....	51
3.3. Standardy wyceny i rodzaje wartości	54
3.4. Kwalifikacje wyceniającego i wpis na listę rzeczoznawców	58
3.5. Zmienność rynku.....	59
3.6. Dokładność wyceny i zaniedbania podczas jej sporządzania.....	62
3.7. Podsumowanie	64
Rozdział 4 Wycena metodą porównawczą.....	67
4.1. Wprowadzenie.....	68
4.2. Uwagi dotyczące metody porównawczej	68
4.3. Metoda porównawcza w sprzedaży nieruchomości mieszkaniowych.....	69
4.4. Metoda porównawcza w wynajmie nieruchomości komercyjnych.....	71
4.5. Zoning sklepów detalicznych	74
4.6. Metoda porównawcza a wartość nieruchomości komercyjnych	77
4.7. Metoda porównawcza w przypadku gruntów inwestycyjnych.....	79
4.8. Podsumowanie.....	81
Rozdział 5 Wycena metodą zysków	83
5.1. Wprowadzenie.....	84
5.2. Zasady, definicje i założenia	84
5.3. Przyjęcie szerszej perspektywy	88
5.4. Przykład procesu wyceny	89
5.5. Saldo podzielne, oferta najemcy i czynsze obrotowe.....	92
5.6. Zdyskontowane przepływy pieniężne w metodzie zysków	93
5.7. Podsumowanie.....	94
Rozdział 6 Wycena metodą DRC.....	97
6.1. Wprowadzenie.....	98
6.2. Teoria i etapy metody DRC	98
6.3. Zastosowanie metody wykonawcy	104
6.4. Podsumowanie	107

Rozdział 7	Wycena metodą pozostałościową	109
7.1.	Wprowadzenie	110
7.2.	Standardowy model wyceny metodą pozostałościową	111
7.3.	Parametry wykorzystywane w metodzie pozostałościowej	112
7.4.	Rozbudowa modelu wyceny metodą pozostałościową	122
7.5.	Ryzyko związane ze zmianą parametrów wyceny	125
7.6.	Analiza wrażliwości	127
7.7.	Modernizacja nieruchomości a jej całkowita przebudowa	129
7.8.	Potencjał rozwoju i bieżąca wartość użytkowa	130
7.9.	Krytyka wyceny metodą pozostałościową	131
7.10.	Podsumowanie	134
Rozdział 8	Metoda inwestycyjna – podejście tradycyjne	135
8.1.	Wprowadzenie	136
8.2.	Wartość kapitałowa i stopa zwrotu dla inwestora	137
8.3.	Nieruchomości inwestycyjne z pełnym prawem własności	140
8.4.	Wyznaczanie czynszu netto	143
8.5.	Okres czynszowy i rewizja warunków najmu	146
8.6.	Metoda warstwowa	153
8.7.	Wyrównana stopa zwrotu	155
8.8.	Nieruchomości wynajęte powyżej stawek rynkowych	160
8.9.	Krytyka tradycyjnej metody inwestycyjnej	164
8.10.	Podsumowanie	165
Rozdział 9	Metoda inwestycyjna – technika dyskontowania przepływów pieniężnych (DCF)	167
9.1.	Wprowadzenie	168
9.2.	Metoda inwestycyjna – podejście tradycyjne i oparte na DCF	168
9.3.	Podstawowe rodzaje metody inwestycyjnej	170
9.4.	Dyskontowanie i technika DCF	173
9.5.	Analiza DCF w szacowaniu wartości bieżącej netto (NPV)	176
9.6.	Analiza DCF w szacowaniu wewnętrznej stopy zwrotu (IRR)	182
9.7.	Podsumowanie	186
Rozdział 10	Stopa kapitalizacji, dźwignia finansowa i tempo wzrostu	187
10.1.	Wprowadzenie	188
10.2.	Inflacja	188
10.3.	Koszt kapitału	193
10.4.	Premia za ryzyko	194
10.5.	Dźwignia finansowa (lewar)	196

10.6. Zrównana stopa kapitalizacji.....	199
10.7. Implikowane tempo wzrostu	201
10.8. Podsumowanie.....	203
Rozdział 11 Wnioski i podsumowanie.....	205
11.1. Wprowadzenie.....	205
11.2. Podsumowanie kluczowych zagadnień dotyczących wyceny nieruchomości.....	205
11.3. Wyzwania i szanse związane z zawodem rzeczoznawcy	208
Dodatek 1 Czynniki determinujące wartość nieruchomości mieszkalnych.....	211
Dodatek 2 Różnice i podobieństwa pomiędzy Polską a Wielką Brytanią w wybranych obszarach wycen nieruchomości	233
Dodatek 3 Wybrane wzory wykorzystywane w procesie wyceny nieruchomości	243
Bibliografia	253

Rozdział 4

Wycena metodą porównawczą

Najważniejsze pojęcia

- **Dane porównawcze** – informacje o zawartych transakcjach na rynku nieruchomości, które mogą posłużyć rzeczoznawcy jako podstawa do wyceny.
- **Jednostki porównawcze** – ustandaryzowane zmienne wykorzystywane w procesie wyceny. W zależności od kontekstu może to być np. cena za hektar gruntu, czynsz za metr kwadratowy czy stopa kapitalizacji w przypadku nieruchomości komercyjnych. W wycenie mieszkań często stosuje się cenę za metr kwadratowy powierzchni użytkowej.
- **Zoning** – szczególna odmiana wyceny porównawczej, stosowana przy określaniu czynszu rynkowego dla sklepów detalicznych. Uwzględnia zróżnicowane cechy lokali, takie jak ich lokalizacja, powierzchnia czy układ.

4.1. Wprowadzenie

Metoda porównawcza uchodzi za jedną z najprostszych i najbardziej intuicyjnych dla rzeczoznawcy. Opiera się na analizie przeszłych transakcji w celu ustalenia wartości konkretnej nieruchomości. Zgodnie z ogólną zasadą powinna być jedną z pierwszych rozważanych opcji – nie tylko ze względu na łatwość stosowania, ale też z uwagi na oficjalne rekomendacje.

Można ją wykorzystać zarówno do określenia wartości rynkowej, jak i przy szacowaniu rynkowego czynszu. Jej ograniczenia ujawniają się jednak w przypadku nietypowych obiektów – takich, których nie da się porównać z innymi lub które wyróżniają się szczególnymi cechami, np. nietypową lokalizacją czy przeznaczeniem. Nawet wtedy jednak metoda porównawcza może odegrać ważną rolę pomocniczą, np. w dostosowywaniu wybranych parametrów w ramach innych metod wyceny.

4.2. Uwagi dotyczące metody porównawczej

Stosowanie tej metody wymaga analizy danych z przeszłych transakcji – sprzedaży lub najmu. Najlepiej sprawdza się tam, gdzie rynek dostarcza wystarczającą liczbę podobnych przypadków, umożliwiających wiarygodne porównania. Im bardziej dane odbiegają od tego modelu, tym mniej trafne mogą być wyniki, co często oznacza konieczność sięgnięcia po inne, bardziej wyspecjalizowane metody.

Jak podkreślają Shapiro i współautorzy (2009, s. 51), bezpośrednio porównania najlepiej działają przy wycenie mieszkań, wybranych działek budowlanych i gruntów rolnych. W przypadku nieruchomości komercyjnych metoda ta również znajduje zastosowanie, np. przy określaniu czynszu za metr kwadratowy lub oczekiwanej stopy zwrotu – parametrów kluczowych dla bardziej złożonych analiz.

Na rynku mieszkaniowym dane o transakcjach sprzedaży bezpośrednio wpływają na wartość nieruchomości. Przy wycenie inwestycyjnej tego samego mieszkania konieczne jest jednak także uwzględnienie poziomu czynszów. W przypadku nieruchomości komercyjnych analizie podlegają dwa rodzaje danych: transakcje najmu (generujące dochód) oraz kupna-sprzedaży (odzwierciedlające wartość kapitałową).

Niezależnie od segmentu rynku, sedno metody porównawczej polega na zebraniu kluczowych danych i ich trafnej analizie. Ponieważ opiera się ona na transakcjach z przeszłości, zawsze będzie miała charakter retrospektywny – nawet jeśli dane są stosunkowo aktualne. Dlatego tak ważne jest, aby

rzeczoznawca dokonał odpowiednich korekt, uwzględniających bieżącą sytuację rynkową.

Wycena wymaga również porównania wycenianej nieruchomości z innymi, przy jednoczesnym uwzględnieniu ich różnic. Każdy obiekt ma swoją unikalną specyfikę, dlatego kluczowym wyzwaniem jest właściwe skorygowanie danych porównawczych, by trafnie określić wartość analizowanej nieruchomości.

4.3. Metoda porównawcza w sprzedaży nieruchomości mieszkaniowych

Większość z nas prędzej czy później stanie przed decyzją zakupu lub sprzedaży domu bądź mieszkania – często przy wsparciu pośrednika. W porozumieniu ze sprzedającym pośrednik wprowadza nieruchomość na rynek, ustalając cenę ofertową. Określa się ją na podstawie porównania z cenami podobnych nieruchomości, przy uwzględnieniu indywidualnych cech konkretnego obiektu. Na ostateczną kwotę wpływa wiele czynników. Analiza porównawcza pokazuje, ile kupujący byli wcześniej skłonni zapłacić za podobne lokale. Dzięki temu sprzedający może zorientować się, jakiej ceny może oczekiwać, a pośrednik – jakie są stawki ofertowe wśród porównywalnych mieszkań czy domów.

Nie istnieje jednak żaden uniwersalny wzór, który dokładnie określałby cenę, biorąc pod uwagę wszystkie zmienne. Dlatego w ogłoszeniach często pojawiają się sformułowania typu „nieruchomość oferowana za ok. 200 tys. GBP” (w Polsce często dodaje się „do negocjacji”). Jeśli sprzedającemu nie zależy na czasie, może poczekać na kupca akceptującego podaną kwotę. Gdy jednak rynek nie reaguje, po dwóch miesiącach cena „około 200 tys. GBP” może zostać obniżona do „około 180 tys. GBP”, aby sprawdzić, czy niższa cena zwiększy zainteresowanie.

Jak zauważa Mackmin (2008, s. 45), odkąd dane dotyczące transakcji sprzedaży są dostępne online, analizowanie cen stało się łatwe zarówno dla kupujących, jak i dla sprzedających czy pośredników. Bazy transakcyjne to cenne źródła informacji – umożliwiają śledzenie trendów historycznych i obecnego poziomu cen w konkretnych lokalizacjach. Można także zestawić ceny pojedynczych transakcji z ogólnymi indeksami cen nieruchomości, np. w danym mieście lub kraju.

Przy takiej analizie szybko dostrzegamy różnice w cenach nieruchomości, które na pierwszy rzut oka wyglądają niemal identycznie – np. zostały zbudowane w tym samym czasie, mają podobny metraż i układ pomieszczeń. Shapiro i współautorzy (2009, s. 49) zwracają uwagę, że jednym z głównych powodów tych różnic jest lokalizacja. Nawet niewielka odległość może znacząco wpłynąć

na wartość. Na przykład dom położony tuż przy pubie, ruchliwym skrzyżowaniu czy drodze do supermarketu zwykle będzie mniej wart niż podobna nieruchomość znajdująca się w spokojniejszym miejscu.

Różnice w cenach mogą występować nawet w ramach jednego budynku. Przykładowo, mieszkania na parterze – jak te w apartamentowcu pokazanym na grafice 4.1 – często są tańsze, bo trudniej je sprzedać niż te na wyższych piętrach, oferujące lepszy widok. Na wartość wpływa też układ okien – mieszkania z ekspozycją na dwie lub trzy strony świata są bardziej cenione niż te z oknami tylko z jednej strony. Znaczenie mają również takie elementy jak balkon, dostępność miejsca parkingowego, a także stan techniczny nieruchomości.

Zaniedbane nieruchomości z reguły trudniej sprzedać, chyba że cena zostanie znacznie obniżona. Potencjalni nabywcy oczekują wtedy, że cena będzie odzwierciedlała koszty potrzebne do przywrócenia mieszkania do dobrego stanu – przynajmniej porównywalnego z bardziej atrakcyjnymi ofertami na rynku. Na wartość wpływają również inne czynniki: możliwość parkowania przy ulicy, wielkość ogrodu, standard wykończenia, stan instalacji grzewczej i elektrycznej, jakość okien, a także zakres wyposażenia.

Rozbudowa nieruchomości także może wpływać na jej wartość, ale nie zawsze w sposób oczywisty. Zwiększenie powierzchni użytkowej nie gwarantuje wzrostu ceny – jeśli przebudowa naruszy konstrukcję budynku (np. poprzez usunięcie kominów czy przestawienie klatek schodowych), może dojść do pęknięć, które skutecznie zniechęcą kupców. Niefachowa rozbudowa, np. bez



Grafika 4.1. Apartamenty nad Tamizą na wyspie Isle of Dogs, Londyn

odpowiedniej izolacji przeciwwilgociowej, może prowadzić do poważnych problemów i kosztownych napraw, co obniży wartość nieruchomości.

Zgodnie z obowiązującymi przepisami, każde ogłoszenie sprzedaży musi zawierać świadectwo charakterystyki energetycznej. Dokument ten pozwala kupującym ocenić, ile energii zużywa budynek, co ma znaczenie przy szacowaniu kosztów ogrzewania i ewentualnej konieczności modernizacji. Choć trudno dziś jednoznacznie ocenić wpływ tych informacji na cenę nieruchomości, rosnące znaczenie ekologii i drożejąca energia sprawiają, że energooszczędne domy i mieszkania mogą zyskiwać przewagę na rynku.

Mackmin (2008, s. 48) zauważa, że dostępne dane umożliwiają stworzenie chronologicznego zestawienia transakcji. Powinno ono zawierać datę wystawienia oferty, cenę ofertową, czas potrzebny na sprzedaż oraz finalną cenę transakcyjną. Warto też uwzględnić liczbę pokoi, kierunek ekspozycji, stan techniczny, informacje o przeprowadzonych remontach (np. wymiana kuchni czy łazienki), a także powierzchnię lokalu – pozwoli to obliczyć cenę za metr kwadratowy. Sporządzenie takiego zestawienia świadczy o profesjonalizmie rzeczoznawcy i wzmacnia wiarygodność jego analiz.

Wycena nieruchomości mieszkalnych nigdy nie jest całkowicie obiektywna, ponieważ wpływa na nią wiele czynników. Ostatecznie kluczowe jest to, ile kupujący jest gotów zapłacić i czy sprzedający zaakceptuje tę kwotę. Dane porównawcze są bardzo pomocne w określeniu rozsądnego przedziału cenowego, ale każda nieruchomość jest inna, dlatego zawsze potrzebna będzie pewna doza subiektywnej oceny. Doświadczeni pośrednicy zazwyczaj potrafią trafnie oszacować realną wartość nieruchomości w aktualnych warunkach rynkowych.

4.4. Metoda porównawcza w wynajmie nieruchomości komercyjnych

Aktualne dane dotyczące stawek czynszowych za wynajem powierzchni komercyjnych – takich jak sklepy, biura, magazyny czy hale produkcyjne – stanowią cenne źródło informacji dla porównań rynkowych. RICS zwraca szczególną uwagę na znaczenie danych pochodzących z nowo zawartych umów najmu, choć informacje o trwających kontraktach również mają swoje miejsce w procesie wyceny porównawczej.

Tego rodzaju dane są bardzo pomocne zarówno podczas negocjowania nowych umów, jak i przy bardziej złożonych wycenach – na przykład na potrzeby księgowości czy projektów deweloperskich.

W ostatnich latach dostęp do informacji rynkowych znacznie się poprawił. Obecnie wiele firm oferuje – często za niewielką opłatą – dostęp do baz danych

zawierających szczegóły dotyczące transakcji inwestycyjnych i umów najmu różnych typów nieruchomości komercyjnych, w tym stawki czynszowe. Na przykład dane o czynszach i stopach kapitalizacji w dzielnicy biurowej Canary Wharf (grafika 4.2) są łatwo dostępne online i można je wykorzystać we własnych analizach.

Należy jednak pamiętać, że firmy zbierające takie informacje mogą napotykać ograniczenia – szczególnie w przypadku braku porównywalnych transakcji, nawet na przestrzeni lat. W takich sytuacjach rzeczoznawcy muszą polegać przede wszystkim na swoim doświadczeniu zawodowym.

Założmy, że dysponujemy danymi porównawczymi, z których wynika, że najlepsze biura w centrum miasta były ostatnio wynajmowane za 300 GBP za metr kwadratowy. Ta stawka może posłużyć jako punkt odniesienia przy ustalaniu czynszu dla podobnych nieruchomości pod względem standardu i lokalizacji.

Zanim jednak zostanie ustalona konkretna kwota, konieczna jest szczegółowa analiza warunków najmu w poszczególnych transakcjach, aby upewnić się, że są one zbliżone do tych, jakie dotyczą wycenianej nieruchomości. Do tej kwestii wrócimy szerzej w rozdziale 8, który omawia wycenę metodą inwestycyjną. Na razie wystarczy prosty przykład, oparty na popularnej zasadzie „jeden do jednego” (ang. *like for like*).



Grafika 4.2. Klaster biurowy Canary Wharf na Isle of Dogs, Londyn

Poniżej przedstawiono przykładowe warunki najmu biura, uwzględniające obowiązki najemcy w zakresie ubezpieczenia oraz napraw wewnętrznych i zewnętrznych (tzw. najem typu FRI – *full repairing and insuring*):

Roczny czynsz:	50 000 GBP
Koszty napraw (15% czynszu):	7500 GBP
Ubezpieczenie (2,5% czynszu):	1250 GBP
Łączne podstawowe roczne wydatki najemcy:	58 750 GBP

Do rocznych kosztów najemcy, wynoszących bezpośrednio 58 750 GBP, należy jednak doliczyć także podatki, opłaty za media oraz koszty eksploatacyjne – na przykład utrzymanie części wspólnych czy działanie wind. W zależności od ustaleń umownych, wydatki te mogą być przez wynajmującego pokrywane „z góry”, a następnie refakturowane na najemcę lub rozliczane w inny sposób.

Rozważmy teraz inny scenariusz, w którym to najemca przejmuje odpowiedzialność tylko za naprawy wewnętrzne, natomiast właściciel bierze na siebie ubezpieczenie i naprawy zewnętrzne. W takim przypadku wysokość pobieranego czynszu powinna zapewnić właścicielowi podobną sytuację finansową jak w pierwszym przykładzie – czyli przy pełnym najmie typu FRI.

Oto jak mogą wyglądać poszczególne składowe czynszu w tym wariantcie:

Roczny dochód netto:	50 000 GBP
Dodatek na naprawy zewnętrzne (10% czynszu):	5000 GBP
Ubezpieczenie (2,5% czynszu):	1250 GBP
Opłata za zarządzanie (5% sumy czynszu, napraw i ubezpieczenia):	2813 GBP
Oczekiwany czynsz:	59 063 GBP

Jak widać, to kto odpowiada za naprawy i ubezpieczenie, ma bezpośredni wpływ na wysokość czynszu. Współcześnie w umowach typu FRI stawka czynszu jest pomniejszana o koszty napraw i ubezpieczenia – i to właśnie taka „oczyszczona” wartość wykorzystywana jest przy wycenach inwestycyjnych, których omówieniem zajmiemy się w rozdziale 8.

Koszty napraw mają istotne znaczenie przy ustalaniu wysokości czynszu netto. W związku z tym warto zrozumieć, jak są one uwzględniane w porównawczej metodzie wyceny. Zasadą jest, że potencjalne wydatki na naprawy powinny być każdorazowo szacowane indywidualnie. Jednocześnie, na podstawie

historii rynku nieruchomości, można przyjąć pewne wartości orientacyjne – zostały one przedstawione w tabeli 4.1.

Wysokość składki na ubezpieczenie przeciwpożarowe oblicza się na podstawie kosztu odbudowy budynku. W tym celu mnoży się jego powierzchnię wewnętrzną przez średni koszt budowy na metr kwadratowy. W efekcie składka, będąca pochodną kosztu odtworzenia, szacowana jest orientacyjnie na około 2,5% czynszu.

W przedstawionym przykładzie pojawia się również opłata za zarządzanie – naliczona w sytuacji, gdy to wynajmujący przejmuje odpowiedzialność za część napraw. Takie rozwiązanie wykracza poza typową rolę właściciela, który zwykle jedynie inkasuje czynsz i sprawdza, czy najemca przestrzega warunków umowy. W niektórych przypadkach, gdy właściciel otrzymuje już dochód netto, opłata za zarządzanie nie jest jednak doliczana.

4.5. Zoning sklepów detalicznych

Zoning to metoda wyceny wykorzystywana w przypadku lokali handlowych. Polega na podziale wnętrza sklepu na strefy, z których każda ma inną wartość w zależności od wpływu na generowanie przychodów. Największe znaczenie mają te części lokalu, które są najlepiej widoczne i dostępne dla klientów – zazwyczaj przednia część. Z kolei tył sklepu, zwykle służący jako zaplecze lub magazyn, ma najmniejszą wartość.

Jak pokazano na grafice 4.3, sklepy z szerszym frontem mają lepsze możliwości przyciągania klientów – dzięki większym witrynom i powierzchni reklamowej. Jeśli lokal znajduje się przy ruchliwej ulicy lub w popularnym centrum handlowym, taki układ staje się istotnym atutem dla potencjalnych najemców.

Metoda zoningu przypisuje wyższą wartość lokalom, w których szerokość frontu wypada korzystniej w stosunku do głębokości. Zasada ta została przedstawiona na grafice 4.4. Mimo że sklepy A i B mają taką samą powierzchnię, dla handlowców większą wartość będzie miał sklep A – ze względu na lepsze warunki ekspozycji towaru.

Tabela 4.1. Przykłady stawek z tytułu naprawy nieruchomości

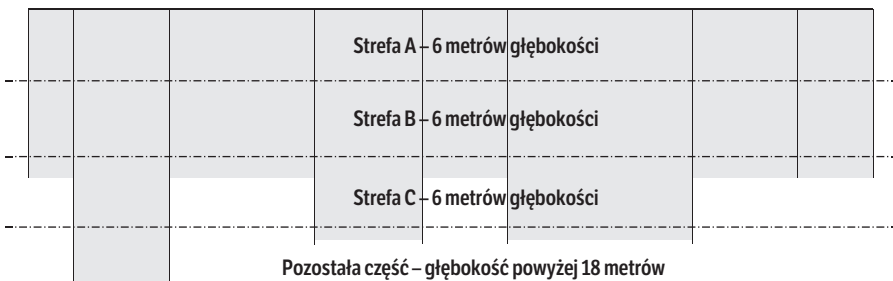
Rodzaj nieruchomości	Naprawy zewnętrzne jako odsetek czynszu	Naprawy wewnętrzne jako odsetek czynszu
Biura i usługi	10%	5%
Sklepy	5%	5%
Mieszkalniowy	30%	10%



Grafika 4.3. Sklepy w centrum handlowym Broadway w Bexleyheath



Widok od głównej ulicy



Grafika 4.4. Podział na strefy w celu określenia wartości sklepów przy głównych ulicach handlowych

Szerszy front oznacza również większą powierzchnię w tzw. strefie A – czyli w pasie o głębokości około 6 metrów od wejścia głównego. Jak podają Bond i Brown (2006, s. 223), pierwotnie przyjmowano głębokość 6,1 metra (20 stóp) i taka wartość wciąż bywa stosowana w niektórych analizach. Obecnie jednak większość rzeczoznawców przyjmuje równe 6 metrów dla uproszczenia – dotyczy to wszystkich stref, co widać na grafice 4.4. W praktyce przyjęcie jednej lub drugiej wartości nie wpływa znacząco na końcowy wynik wyceny, o ile zachowana jest spójność metody.

Poniżej przedstawiono przykład praktycznego zastosowania metody zoningu. Celem jest wyznaczenie rynkowej stawki czynszu dla sklepu C, położonego przy głównej ulicy miasta. Lokal ma front o długości 8 metrów i głębokość 18 metrów. Do porównania posłuży sąsiedni lokal D o wymiarach 7 × 20 metrów, niedawno wynajęty za 35 000 GBP rocznie.

Zakłada się, że każda strefa ma głębokość 6 metrów, a wartość każdej kolejnej spada o połowę. Pierwszym krokiem jest wyliczenie stawki za metr kwadratowy powierzchni w strefie A (ang. *in terms of zone A, ITZA*).

Wycena sklepu D

Wartość czynszu za 1 m² w strefie A = X

Strefa A:	$7\text{ m} \times 6\text{ m} = 42\text{ m}^2 \times X/\text{m}^2$	= 42X
Strefa B:	$7\text{ m} \times 6\text{ m} = 42\text{ m}^2 \times 0,5X$	= 21X
Strefa C:	$7\text{ m} \times 6\text{ m} = 42\text{ m}^2 \times 0,25X$	= 10,5X
Reszta:	$7\text{ m} \times 2\text{ m} = 14\text{ m}^2 \times 0,125X$	= 1,75X
Łącznie:		75,25X

Całkowita głębokość: 20 m

Suma 75,25X odpowiada czynszowi 35 000 GBP, co oznacza, że 1 m² w strefie A jest wart w przybliżeniu 465 GBP ($35\ 000/75,25=465$)

Wycena sklepu C

Przyjęta stawka ITZA: 465 GBP/m²

Strefa A:	$8\text{ m} \times 6\text{ m} = 48\text{ m}^2 \times X$	= 48X
Strefa B:	$8\text{ m} \times 6\text{ m} = 48\text{ m}^2 \times 0,5X$	= 24X
Strefa C:	$8\text{ m} \times 6\text{ m} = 48\text{ m}^2 \times 0,25X$	= 12X
Łącznie:		84X

Całkowita głębokość: 18 m

Wartość czynszu dla sklepu C wynosi $84 \times 465\text{ GBP} = 39\ 060\text{ GBP}$ rocznie.

Warto również wspomnieć, że w przypadku lokali narożnych, zlokalizowanych przy głównych ulicach, wartość niektórych części może przewyższać nawet strefę A. Z kolei duże sklepy z intensywnym ruchem klientów lub magazyny detaliczne zazwyczaj nie są wyceniane metodą zoningu. W takich przypadkach bardziej adekwatne będzie odniesienie się do stawek stosowanych dla innych podobnych obiektów.

4.6. Metoda porównawcza a wartość nieruchomości komercyjnych

Metoda porównawcza znajduje zastosowanie nie tylko przy wycenie mieszkań czy domów i ustalaniu rynkowych stawek czynszu dla nieruchomości komercyjnych, lecz także przy wycenie tego typu obiektów. Temat ten zostanie dokładniej omówiony w rozdziale 8, poświęconym wycenie metodą inwestycyjną. W tym miejscu skupię się na tym, jak dane porównawcze pomagają w określeniu stóp kapitalizacji wymaganych dla tego typu inwestycji.

Stopa kapitalizacji jest często wykorzystywana jako mianownik we wzorze na współczynnik kapitalizacji (YP in perp.). Współczynnik ten wyznaczany jest w następujący sposób:

$$\mathbf{1/\text{stopa kapitalizacji} = \text{współczynnik kapitalizacji}}$$

$$(1/\text{Yield} = \text{YP in perpetuity})$$

Przykładowo: jeśli stopa kapitalizacji wynosiłaby 5%, współczynnik kapitalizacji równałby się 20 ($1/0,05 = 20$). Znając wartość tego parametru, możemy zastosować go przy wycenie nieruchomości inwestycyjnej, co w praktyce odbywa się według poniższego wzoru.

$$\mathbf{\text{współczynnik kapitalizacji} \times \text{roczny dochód netto z inwestycji} = \text{wartość kapitału}}$$

$$\mathbf{(\text{YP in perpetuity} \times \text{net annual income} = \text{capital value})}$$

Aby ustalić stopę i współczynnik kapitalizacji dla konkretnego rynku, możemy przeanalizować rejestr najnowszych transakcji. Pozwoli nam to poznać wartości obu parametrów, które inwestorzy byli ostatnio skłonni zaakceptować. Jako przykład weźmy grupę wysokiej klasy budynków biurowych z certyfikatami BREEAM, położonych w głównej dzielnicy biznesowej miasta. Na potrzeby analizy założmy, że znajdujące się w nich powierzchnie zostały niedawno wynajęte wiarygodnym najemcom po stawkach odpowiadających czynszowi

rynkowemu. Oczywiście w rzeczywistości takie idealne warunki mogą nie występować. Jednak dla zobrazowania ogólnych zasad przyjmijmy, że zostały one spełnione, a rejestr ostatnich transakcji przedstawia się jak w tabeli 4.2.

Dane przedstawione w tabeli 4.2 można interpretować na różne sposoby. Z jednej strony wskazują one, że w obecnej sytuacji rynkowej inwestorzy są gotowi zaakceptować stopę kapitalizacji na poziomie ok. 6,25%. Co więcej, wartość ta utrzymywała się na stosunkowo stabilnym poziomie przez ostatnie 10 miesięcy, podlegając jedynie nieznacznym wahaniom. W związku z tym rzeczoznawca, wyceniający powierzchnię biurową przynoszącą roczny dochód w wysokości 500 tys. GBP mógłby zastosować właśnie stopę kapitalizacji wynoszącą 6,25%. Wartość nieruchomości zostałaby wtedy obliczona jak niżej.

$$\text{wartość kapitałowa} = 500\ 000\ \text{GBP} \times (1/0,0625) = 8\ 000\ 000\ \text{GBP}$$

Metoda stopy kapitalizacji znajduje zastosowanie nie tylko przy wycenie nieruchomości biurowych. Armatys i współautorzy (2009, 128) przytaczają przykład wykorzystania podobnej metodologii przy wycenie obiektów magazynowych.

W praktyce stopy kapitalizacji dla różnych typów nieruchomości podlegają ciągłym zmianom. Wpływają na to różnorodne czynniki, takie jak: zapotrzebowanie ze strony najemców, dostępność nowych powierzchni, stopy kapitalizacji w innych segmentach rynku inwestycyjnego czy też nastroje wśród kluczowych inwestorów branżowych.

Działy analityczne czołowych firm rzeczoznawczych na bieżąco śledzą te czynniki, by móc świadczyć jak najlepsze usługi doradcze swoim klientom. Przykładowo: firma JLL (2010, 6) podała, że pod koniec 2010 r. stopa

Tabela 4.2. Rejestr transakcji kupna powierzchni biurowej

Nieruchomość	Roczny dochód netto z wynajmu (GBP)	Cena transakcyjna (GBP)	Data	Stopa kapitalizacji	Współczynnik kapitalizacji (1/stopa kapitalizacji)
Budynek biurowy A	600 000	9 231 000	04.11	6,50%	15,4
Budynek biurowy B	400 000	6 400 000	08.11	6,25%	16,0
Budynek biurowy C	350 000	5 833 000	11.11	6,00%	16,7
Budynek biurowy D	250 000	4 000 000	02.12	6,25%	16,0

kapitalizacji dla prestiżowych biurowców w londyńskiej dzielnicy West End wynosiła 4%, co oznaczało spadek z poziomu 4,75% odnotowanego na początku roku. W tym samym okresie w położonej kilka kilometrów dalej dzielnicy City wskaźnik ten był wyższy i sięgał 5,25% (choć w ciągu roku obniżył się z 5,75%). W maju 2011 r. podobne wartości zostały opublikowane przez „Estates Gazette” (2011), co świadczyło o względnej stabilności rynku w ostatnich pięciu miesiącach.

Obserwowane obniżenie stóp kapitalizacji wynika z dużego zainteresowania inwestorów, którzy rywalizują o zakup ograniczonej liczby najbardziej atrakcyjnych nieruchomości. Jednocześnie świadczy pośrednio o tym, że inwestorzy pozytywnie oceniają perspektywy sektora i spodziewają się satysfakcjonujących wyników finansowych. Natomiast wzrost stóp kapitalizacji zazwyczaj sygnalizuje malejące zainteresowanie inwestycjami w nieruchomości (spowodowane np. obawami o nadchodzące spowolnienie w branży i idący za tym spadek zysków). Szersze omówienie wpływu zmian stóp kapitalizacji na wycenę nieruchomości znajduje się w rozdziale 8.

4.7. Metoda porównawcza w przypadku gruntów inwestycyjnych

Metoda porównawcza może być stosowana także do wyceny gruntów inwestycyjnych, które mają potencjał rozwojowy – np. posiadają pozwolenie na budowę lub chociaż ogólne warunki zabudowy. RICS odnosi się do tej kwestii w następujący sposób:

Zastosowanie metody porównawczej ma sens, gdy dla danego rodzaju gruntów istnieje aktywny rynek, planowana zabudowa jest stosunkowo nieskomplikowana (np. niewielkie osiedle mieszkaniowe lub mały teren przemysłowy), a przewidywana forma, intensywność i jednostkowy koszt zabudowy są podobne. Metoda ta sprawdza się rzadziej przy dużych działkach przewidzianych pod zabudowę mieszkaniową (RICS, 2008, s. 7)¹.

Nie oznacza to jednak, że wykluczone są działki położone na obrzeżach miast, jeśli przewiduje się tam równomierną zabudowę mieszkaniową. Przykładowo – jeśli niedawno sprzedano 2-hektarowy teren poza centrum miasta

¹ Wytyczne RICS z 2024 r. potwierdzają, że metoda porównawcza w wielu przypadkach powinna być preferowanym sposobem wyceny. W dokumencie zwrócono jednak uwagę, że bezpośrednie porównanie niektórych rodzajów nieruchomości z innymi nieruchomościami nie będzie możliwe, przez co pojawi się konieczność przeprowadzenia bardziej szczegółowej analizy.

z pozwoleniem na budowę 80 domów bliźniaczych za 4 mln GBP, to taka transakcja może stanowić ważny punkt odniesienia przy wycenie podobnych gruntów. Jeśli okaże się, że inne tego typu działki były sprzedawane średnio po 2 mln GBP za hektar, istniałyby solidne podstawy, aby przyjąć tę wartość jako rynkową².

Shapiro i współautorzy (2009, s. 53) wskazują, że w takich przypadkach można posługiwać się kilkoma jednostkami porównawczymi:

- ceną za hektar lub metr kwadratowy działki,
- ceną za metr kwadratowy powierzchni użytkowej brutto (wymaga to znajomości szczegółowych planów budynków),
- ceną za pojedyncze pomieszczenie mieszkalne.

Ta ostatnia jednostka obejmuje zarówno sypialnie, jak i salon. Przykładowo – jeśli na jednym hektarze miałyby powstać 25 domów, a łączna liczba pomieszczeń mieszkalnych wynosiłaby 175, to wartość 1 pokoju można oszacować na 26,7 tys. GBP (czyli 2 mln GBP podzielone przez 175).

Valuation Office Agency (VOA) co roku publikuje raport z rynku nieruchomości, prezentując dane z różnych jego segmentów. W dokumencie dotyczącym roku 2010 wskazano, że ceny działek podmiejskich o powierzchni 0,5 ha utrzymywały się na stabilnym poziomie, z niewielkimi wahaniami. Tabela 4.3 zawiera przykładowe lokalizacje wraz z wartościami tamtejszych gruntów.

Tabela 4.3. Wartość gruntów podmiejskich pod zabudowę mieszkaniową w styczniu 2011 roku

Lokalizacja	GBP za ha	GBP za pomieszczenie mieszkalne	GBP za m ² powierzchni wewnętrznej (GIA)
Bristol	2 100 000	13 270	580
Cardiff	2 750 000	17 400	765
Croydon	4 700 000	20 690	930
Manchester	1 350 000	8500	375
Nottingham	1 200 000	6430	280
Oxford	4 000 000	25 250	1100

² Według wytycznych RICS z 2024 r. kluczowymi czynnikami wpływającymi na wartość przy użyciu wyceny porównawczej są: dozwolona forma użytkowania, gęstość oraz powierzchnia zabudowy, dostęp do działki, sąsiednie inwestycje, warunki gruntowe, popyt rynkowy na ukończoną inwestycję oraz koszty jej realizacji.

W praktyce nie ma dwóch identycznych nieruchomości, dlatego przy wycenie metodą porównawczą konieczne jest wprowadzenie korekt. Jedną z podstawowych jest uwzględnienie różnicy w czasie transakcji. Jeśli porównujemy wycenianą działkę z inną, sprzedaną rok wcześniej, trzeba uwzględnić zmiany cen na rynku gruntów inwestycyjnych w tym czasie.

Równie istotne są czynniki lokalizacyjne – np. odległość od szkół, sklepów, stacji kolejowej – oraz techniczne, takie jak np. obecność słupa energetycznego. Czynniki te mogą znacząco wpływać na wartość i należy sprawdzić, czy występowały również w przypadku działek porównawczych. Jeśli nie, rzeczoznawca powinien ocenić, w jakim stopniu różnice te wpływają na wartość wycenianej nieruchomości.

Im dalej dana działka odbiega od cech porównywanego gruntu, tym więcej korekt i założeń trzeba zastosować. Przykładowo – jeśli wcześniej oszacowano wartość działki podmiejskiej na 26,7 tys. GBP za pokój, to użycie tej samej stawki dla gruntu w centrum miasta z pozwoleniem na zabudowę wielopiętrową byłoby nieuzasadnione. W takim przypadku należałoby sięgnąć po inną metodę wyceny – np. metodę rezydualną, którą omówimy w rozdziale 7.

Choć metoda rezydualna jest w takich sytuacjach preferowana, dane porównawcze nadal mogą pełnić funkcję pomocniczą – choćby wskazując możliwy przedział cenowy dla podobnych nieruchomości inwestycyjnych. Przy wycenie zabudowy wielopiętrowej rzeczoznawca, stosując podejście rezydualne, może analizować zbliżone projekty i określać ich wartość np. w przeliczeniu na hektar, metr kwadratowy lub lokal mieszkalny.

4.8. Podsumowanie

W rozdziale przedstawiono zastosowanie metody porównawczej przy wycenie różnych typów nieruchomości. Szczególnie dobrze sprawdza się ona na rynku mieszkaniowym oraz w przypadku działek o podobnych cechach – jak grunty rolne tej samej klasy czy duże działki podmiejskie przeznaczone pod zabudowę.

Nawet przy prostych z pozoru przypadkach rzeczoznawca musi uwzględniać indywidualne cechy danej nieruchomości. Nie istnieją bowiem dwie identyczne działki ani dwa takie same mieszkania. Stąd konieczność wprowadzania odpowiednich korekt.

Zaletą metody porównawczej jest to, że opiera się na rzeczywistych danych z rynku – na kwotach, jakie faktycznie ktoś był gotów zapłacić. Jednak w bardziej złożonych wycenach metoda ta może okazać się niewystarczająca. Wówczas warto sięgnąć po bardziej zaawansowane techniki, które omówione

zostaną w kolejnych rozdziałach. Niemniej nawet wtedy dane porównawcze mogą pomóc – np. w weryfikacji założeń czy ocenie realistyczności wyników uzyskanych inną metodą³.

³ W Polsce zasady wyceny metodą porównawczą definiują m.in. Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW) oraz ustawa o gospodarce nieruchomościami – *przyj. red.*