

ZAKLJUČNA PROJEKTNA NALOGA

RAZISKAVA DONOSNOSTI IN TVEGANJA
NALOŽBE V NAKUPOVALNI CENTER

MARUŠA MARIJA KOZJAK

UNIVERZA NA PRIMORSKEM
FAKULTETA ZA MANAGEMENT KOPER

Zaključna projektna naloga

RAZISKAVA DONOSNOSTI IN TVEGANJA
NALOŽBE V NAKUPOVALNI CENTER

Maruša Marija Kozjak

Koper, 2010

Mentor: viš. pred. mag. Igor Stubelj



POVZETEK

Diplomska naloga obravnava donosnost naložbenih nepremičnin. Analiza je narejena na primeru zelo specifičnega poslovnega prostora, kot je nakupovalni center. Pri naložbi v nepremičnino, ki zahteva tako visoka finančna vlaganja ter posebna znanja udeležениh, je pred odločitvijo v naložbo in pred začetkom vlaganj pomembno narediti natančen finančni in terminski načrt, oceniti tržno vrednost nepremičnine in si z vsemi informacijami zagotoviti čim manjše tveganje. Podjetja se pred odločitvijo posvetujejo z bodočimi poslovnimi partnerji o interesu najema in preučijo konkurenco. Z večjo informiranostjo in predhodno analizo donosa se podjetje lahko v večji meri izogne tveganju. Podjetje investitor se odloči za investicijo v trgovski center na podlagi analize zelenega oz. pričakovanega donosa, ki naj bi bil dosežen z dajanjem nepremičnine v najem.

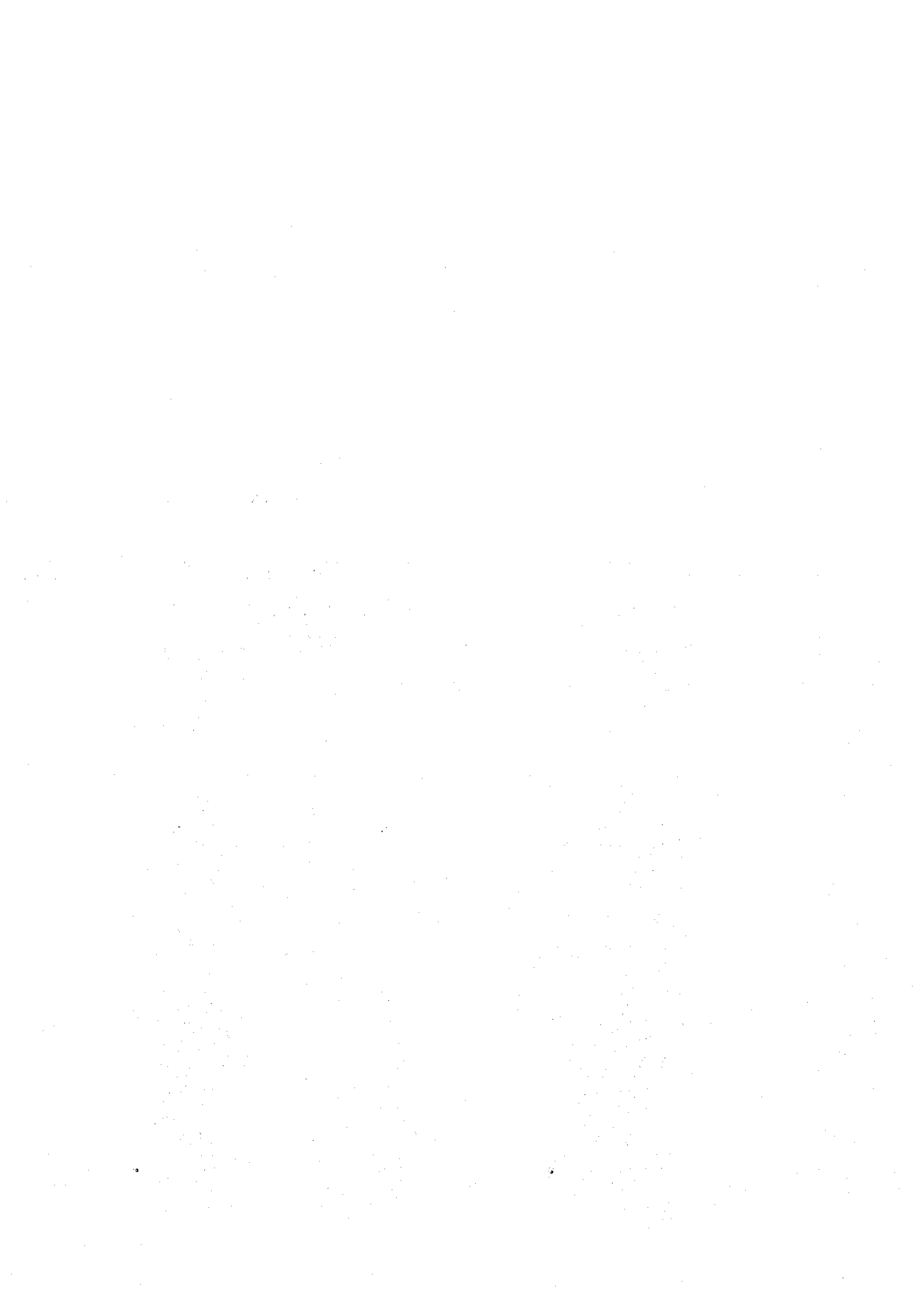
Ključne besede: nakupovalni center, naložba, letni donos, cenitev vrednosti, tveganje, najemnik, najemnina

SUMMARY

Bachelor thesis analyse the return on investment from investment property. Analysis is based on very specific business project - a shopping mall. To contain the risks involved in the case of investment in real estate, which requires both a high financial investment, as well as specialized skills involved, it is important to make an accurate financial and time schedule, and evaluate the market value of real estate before taking a decision in investment. Companies should consult with future business partners to validate rental demand and examine the competitive market alternatives before taking a decision. With better insight and preliminary analysis, the investor may to a greater extent avoid various risks involved. In our case the investor decides to invest in the shopping centre project on the basis of an analysis of expected return on investment and on the basis of the actual yield by rental of real estate.

Key words: shopping mall, the investment, the annual yield, pricing, risk, tenant, rent

UDK: 657.424(043.2)



VSEBINA

1	Uvod	1
2	Nakupovalna središča.....	5
2.1	Opis okolja in konkurence na urbanem območju.....	6
2.2	Opis obravnavanega nakupovalnega centra	7
2.3	Najemniki v nakupovalnem centru	8
2.4	Zakonska podlaga in standardi, ki urejajo oddajo nepremičnin v najem	9
3	Donosnost nakupovalnih centrov	13
3.1	Raziskava naložbe v nakupovalni center	13
3.2	Smotrnost naložbe	14
3.2.1	Najemnine obravnavanega nakupovalnega centra.....	15
3.2.2	Nezasedenost poslovnih prostorov, neizterljivost najemnin	17
3.2.3	Stroški vzdrževanja, upravljanja.....	18
3.3	Vrednotenje nakupovalnega centra	19
3.3.1	Način primerljivih prodaj.....	19
3.3.2	Predstavitev načina kapitalizacije donosa.....	20
3.3.3	Nabavno-vrednostni način	21
3.3.4	Nabavna vrednost obravnavanega nakupovalnega centra	23
3.4	Izračun pričakovane donosnosti obravnavanega NC in presoja.....	23
4	Zahtevana donosnost na trgu.....	27
4.1	Ocena iz tržnih podatkov.....	27
4.2	Ocena stopnje kapitalizacije po metodi dograjevanja	27
5	Zaključek in komentar ocene opravičenosti vlaganj v NC ter tveganje, povezano z vlaganjem.....	33
	Literatura	35
	Viri	35
	Priloge.....	37

TABELE

Tabela 3.1	Struktura mesečnih stroškov upravljanja.....	18
Tabela 4.1	Izračun donosnosti ne tveganih naložb.....	28
Tabela 4.2	Kapitalizacijska stopnja po metodi dograjevanja	30

KRAJŠAVE

NC	Nakupovalni center
m ²	kvadratni meter
DDV	davek na dodano vrednost

1 UVOD

Čas, v katerem živimo, je zelo potrošniško naravnano. Poštni predali so polni reklamnih letakov, televizijski program je nasičen z reklamnimi sporočili in zdi se, da nam vsak želi nekaj prodati. Toda ob vsem izobilju dobrin večini ljudi primanjkuje časa. Da bi potrošniki kljub pomanjkanju dragocenega časa zadovoljili vse svoje potrebe, so tudi v Sloveniji kot gobe po dežju začeli rasti nakupovalni centri, kjer lahko v relativno kratkem času potrošnik nakupi vse, kar potrebuje. V zaključni projektni nalogi ne bom obravnavala prednosti in slabosti nakupovalnih centrov za potrošnika, temveč bom predstavila nakupovalni center kot naložbo za investitorja. Mogoče ste se kdaj ob pogledu na nov nakupovalni center vprašali: »Kaj še nimamo dovolj nakupovalnih centrov? Je to res tako dobičkonosno za trgovce in investitorje?«

Zametki nakupovalnih središč so se začeli z razvojem tržnega gospodarstva, predvsem zaradi potrebe menjave blaga in storitev. Predpogoj za to je bila zanimiva lokacija z enostavnim dostopom za potencialne kupce. Prav tako je bilo treba urediti zemljišča in infrastrukturo, kar so organizirali lastniki zemljišča, da bi ga lažje oddali. Takšen primer so mestne tržnice, ki imajo veliko vlogo še danes. Večja ponudba stojnic je za kupce bolj zanimiva in privlačna kot posamezna stojnica. Poleg tega so mestne tržnice tudi mesto družabnih srečanj in tako imajo širši družben značaj. Vse naštetu predstavlja osnovo nakupovalnih središč: druženje in več prodajaln na enem mestu z namenom pritegniti čim večje število kupcev. Nakupovalna središča so v pravem pomenu besedne zveze nastala po drugi svetovni vojni v Združenih državah Amerike. Lastniki trgovin so bili medsebojno neodvisni, vendar locirani na ožjem zaključenem območju. Razlog za to je bila lokacija, ustrezne transportne poti in koncentracija prebivalstva. Migracijskim težnjam v primestna okrožja je sledilo ustanavljanje trgovske ponudbe v teh okoliših. Proces ni bil naraven in postopen. Ponudba raznovrstnih trgovin je načrtno nastajala na točno določenem območju, kar pomeni rojstvo nakupovalnih središč (Bojko 1999, 3).

Združene države Amerike imajo največje absolutno število nakupovalnih središč na svetu in s tem tudi največje skupne bruto najemne površine (BNP). Ameriška nakupovalna središča so dala pečat evropskim. Gre za prenos izkušenj o prodajnem spletu. Primerjava z Združenimi državami pove, da v evropskih državah na prebivalca odpade mnogo manj bruto nakupovalnih površin. »Največ bruto najemnih površin na prebivalca v Evropi je na Švedskem, v Franciji in v Veliki Britaniji.« (Bojko 1999, 22)

Nakupovalna središča so posebna trgovska panoga, predvsem z vidika trgov, s katerimi so povezana. Nanjo vpliva trg nepremičnin, trgovina na drobno in končni potrošniki.

V nalogi bom obravnavala konkretno podjetje, ki se prvenstveno ukvarja s financiranjem in je v letu 2006 strateško vstopilo v novo poslovno področje upravljanja

z nepremičninami, znotraj katerega želi z nakupom ali gradnjo postati lastnik nakupovalnih središč. Upravljanje z nepremičninami združuje številna področja in znanja, ki se v ključnem delu, kot so strategija upravljanja z nepremičninami, tehnični in komercialni razvoj projektov, pravna podpora ter trženje, izvajajo znotraj hiše. Del dejavnosti izvajajo zunanji, pogodbeno vezani poslovni partnerji. Ta del je vezan predvsem na upravljanje (vzdrževanje) posameznih nepremičnin.

Do nepremičnin obravnavano podjetje pride na tri načine:

- z nakupom obstoječe nepremičnine,
- s partnerskim razvojem projekta,
- z lastno gradnjo.

Podjetje s pomočjo lastnih znanj ter zunanjih pogodbenih izvajalcev razvija nove projekte. Ker investitor pri razvoju lastnega projekta razpolaga z vsemi informacijami, so lahko ti projekti najbolj donosni in takšen primer bom obravnavala v nalogi. Lasten razvoj obsega gradnjo pisarn, stanovanj, trgovskih in nakupovalnih središč. Stanovanja so namenjena prodaji, ostale vrste poslovnih prostorov pa predvsem oddaji v najem. Prostori v nakupovalnih in trgovskih središčih so namenjeni le oddaji, saj je vzdrževanje in upravljanje objekta lažje, če lastništvo ni razdrobljeno.

Namen zaključne projektne naloge je predstaviti nakupovalno središče kot naložbo. V nalogi se bom omejila na ekonomski del naložbe. Za izbrano podjetje, ki se ukvarja s financiranjem in naložbami v nakupovalna in trgovska središča, želim izdelati analizo, ki bo pokazala, ali je naložba v določen NC donosna, ali ne. To bom finančno dokazala s pomočjo izračuna letnega donosa. Izbrala sem nakupovalno središča obravnavanega podjetja, ki deluje v okolici Kranja.

V praksi investitorji za letni donos najpogosteje uporabljajo tujo besedo 'rendita'. V Velikem slovarju tujk (2006, 989) beseda 'rendita' pomeni letni donos vloženega kapitala. Sama bom v zaključni projektni nalogi uporabljala izraz 'letni donos'.

Pri pripravi zaključne projektne naloge sem morala upoštevati omejitev, ki se nanaša predvsem na zaupnost podatkov o naložbah in donosnosti konkurenčnih podjetij, ter na zaupna interna navodila podjetij. Poleg tega v Sloveniji ni literature o nakupovalnih središčih, zato mi je bila v pomoč tuja literatura in strokovni sodelavci obravnavanega podjetja.

Cilj naloge je ugotoviti smiselnost naložbe s pomočjo ocene pričakovane donosnosti in primerjave s tržno donosnostjo.

V drugem poglavju bom teoretično opisala zakonitosti nakupovalnih središč, obravnavani NC, konkurenco, poslovne partnerje – najemnike ter zakonodajo, ki velja za oddajanje nepremičnin v najem. V tretjem poglavju bom analizirala donos nakupovalnega središča, opisala bom, kaj vse vpliva nanj, in predstavila metode vrednotenja naložb za pravilen izračun. V četrtem delu bom predstavila tržni donos. Z

vsehi podatki in izračuni bom v zaključku naloge primerjala izračunani donos za NC z zahtevanim tržnim donosom in tako dosegla cilj zaključne projektne naloge.

2 NAKUPOVALNA SREDIŠČA

»Nakupovalno središče je skupek trgovin v okviru enotnega arhitekturnega načrta, katerega ponudba zadovoljuje večino osnovnih nakupovalnih potreb.« (Random House Dictionary 1970, 1318). Primer nakupovalnega središča v Ljubljani je BTC.

Izraz 'nakupovalni center' (NC) uporabljamo za manjše nakupovalno središče, kot je na primer City center v Ljubljani in Celju, Europark v Mariboru, Mercatorjevi ali Tuševi centri, Qlandiie ... Nakupovalni center je posebej urejen in pokrit poslovni prostor z najmanj 2000 m² prodajne površine. V nakupovalnem centru so različne vrste trgovin (specializirane prodajalne, samopostrežne prodajalne, blagovnice in podobno), lahko pa tudi drugi poslovni prostori (bančne ekspoziture, poštni uradi, objekti za prosti čas ipd.) ter storitvene dejavnosti (čistilnice, izdelava ključev, gostinstvo ...). V NC praviloma zaseda največjo površino samopostrežna trgovina (Interspar, Tuš, Mercator). Od lokacije in ponudbe blaga ter storitev trgovin (najemnikov prostorov) se razlikujejo 'dobri' in posledično zelo obiskani NC od manj obiskanih NC.

Razlika med nakupovalnim centrom in trgovskim centrom je v skupnih prostorih (angl. mall). Trgovski centri nimajo skupnih prostorov razen sanitarij, tehničnih prostorov in prostorov za hišno osebje. Vhod v trgovine je z zunanjega parkirišča.

Akterji, ki vplivajo na delovanje trgovin in nakupovalnih centrov, so: država, vlagatelj (teh je lahko več) in najemniki. Na razvoj trgovine in s tem tudi razvoj NC vpliva več dejavnikov, ki se spreminjajo. Temeljni dejavniki razvoja trgovine so (Potočnik 1996, 255–256):

- *demografske spremembe* – vplivajo zaradi sprememb starostne strukture in mobilnosti prebivalstva, saj te opredeljujejo potencialno povpraševanje na trgu,
- *družbeni in kulturni dejavniki* – se nenehno spreminjajo in vplivajo na obnašanje porabnikov (npr. sprememba ravni izobrazbe, življenjskega sloga, običajev ipd.),
- *vpliv sodobnih urbanizacijskih tokov na razvoj trgovine* – med njima je visoka korelacija in medsebojna odvisnost,
- *ekonomski dejavniki* – so materialna podlaga za celoten razvoj trga in posledično trgovin ter NC,
- *znanstveno-tehnološki in tehnični napredek* – vsak napredek poteka vzporedno z ekonomskim razvojem, kar kaže na vpliv delovanja trgovine,
- *gospodarski sistem in ukrepi gospodarske politike* – z njimi se krepi trgovinska politika, država pa ustvarja stabilne pogoje za vse gospodarske subjekte, ki nastopajo na trgu.

Prednosti obiskovalca (potrošnika) NC so:

- Parkirni prostori – zadostno število parkirnih mest, ki so večinoma pokrita. To nam predvsem olajša nakupe v slabem vremenu (vse opravimo pod streho), praktično pa je tudi za mlade družine z vozički in invalide.
- Prihranek dragocenega časa – vse opravke opravimo na enem mestu in s tem prihranimo čas. Ne izgubljam časa za vožnjo iz ene trgovine v drugo.
- Druženje – poleg nakupov se družimo in srečujemo v gostinskih lokalih. Za najmlajše pa je poskrbljeno v otroških igralnicah.

Vse naštetu je združeno na enem prostoru, pod eno streho, in ravno zaradi te praktičnosti jih ljudje množično obiskujemo. Domnevam, da so vse te prednosti ključ do uspeha in razlog za množično obiskanost kljub velikemu številu nakupovalnih centrov.

Uspešnost NC je tako določena predvsem s trendi ter željami in potrebami končnih potrošnikov na območju, ki ga NC pokriva. Zato mora uprava nenehno iskati priložnosti, ki se ponujajo z vidika dopolnitve ponudbenega spleta.

2.1 Opis okolja in konkurence na urbanem območju

Obravnavani nakupovalni center je umeščen v okolici mestne občine Kranj, ki spada po številu prebivalcev med večje slovenske občine. Mesto leži ob sotočju Kokre in Save in je središče občine ter upravno, gospodarsko in kulturno središče širše, gorenjske regije. V občini Kranj je bilo 31. decembra 1997 53.872 prebivalcev, zaposlenih oseb na isti dan pa 23.608 (SURS 2009, 78).

Dobra makrolokacija vnaprej ne zagotavlja uspešnega poslovanja prodajnega objekta. V primeru slabo izbrane mikrolokacije se izničijo vse prednosti makrolokacije, zato moramo pri njeni izbiri skrbno analizirati naslednje dejavnike (Potočnik 1996, 263):

- dostopnost lokacije,
- privlačnost lokacije,
- lokacija konkurenčnih in nekonkurenčnih prodajalnih ter družbenih institucij (uradi, šole ipd.),
- stroški poslovanja,
- število 'kupcev', ki gravitirajo na prodajalno.

Obravnavana nepremičnina je primerna za trgovsko dejavnost zaradi bližine avtoceste, središča mesta in njegove ožje ter širše okolice. To posledično pomeni veliko število prebivalcev in potencialnih potrošnikov. Trgovci poleg bližnjih prebivalcev računajo tudi na vse okoliške prebivalce, ki so se včasih radi odpravili po nakupih v Ljubljano ali sosednjo Avstrijo, sedaj pa jih poskušajo zadržati 'doma'. Zaradi vsega

navedenega in zaradi velikega števila najemnikov, ki bi želeli najeti prostore v obravnavanem NC, v prihodnosti načrtujejo še njegovo širitev.

Zemljišča v tem okolišu dosegajo visoke cene za mešano dejavnost v Kranju. Predmetna lokacija ustreza vsem zahtevam in standardom obstoječih urbanističnih predpisov. Obravnavano in okoliška zemljišča so namenjena mešanim dejavnostim, kjer so dovoljene gradnje, dozidave in nadzidave trgovskih, gostinskih, obrtnih, poslovnih in storitvenih stavb v skladu z merili in pogoji za pozidanost in oblikovanje (Džanić 2008, 13).

Če povzamem, so pri vseh nepremičninah ključni naslednji dejavniki: lokacija, njena fizična in ekonomska funkcija, velikost trga (število kupcev, prodajalcev, najemnikov) ter razvitost finančnega trga (možnost pridobitve financiranja). Večina anglosaških učbenikov pričenja s stavkom: »nepremičnina = lokacija, lokacija, lokacija.« Mnogo resnice je v šali, ki kroži in katere bistveno sporočilo je v tem, da ceno nepremičnine določa, kdo je ali bo moj sosed! V obravnavanem primeru ta šala tudi drži, saj je sosed v večini primerov tudi konkurent.

Kotler (2004, 241) pravi, da se danes podjetja soočajo z močno konkurenco, ki je vsako leto hujša in v tako ostrih razmerah razumevanje potrošnikov ni več dovolj. Podjetja morajo poleg kupcev zavzeto spremljati tudi svojo konkurenco.

Obravnavano podjetje se zaveda konkurence, saj so v neposredni bližini NC nakupovalno-zabavišni center PlanetTuš, hipermarket Mercator, diskontne trgovine Lidl, Eurospin in še več manjših trgovskih objektov. Veliko ponudbe na relativno majhnem območju privabi veliko potencialnih kupcev in od ponudbenega spleta in tržnikov v podjetju je odvisno, kdo bo privabil v svoj center največ kupcev in jih tudi obdržal kot stalne stranke.

2.2 Opis obravnavanega nakupovalnega centra

Pri načrtovanju centra je podjetje skupaj z arhitektom sledilo smernicam in željam lokalnega okolja, saj so želeli zgraditi uspešen center, ki bo obiskovalcem pisan na kožo in se bodo v njem dobro počutili. Center ima odlično lokacijo v okolici mesta Kranj in v bližini avtoceste.

Odprt je bil leta 2007. V pritličju centra deluje 35 prodajaln na kar 22.200 m² bruto nakupovalnih površin, ki jih ima v najemu 28 najemnikov. Parkirnih mest je 830, od tega kar polovica pokritih. Z otvoritvijo je mesto z okolico pridobilo tudi več kot 280 delovnih mest.

Največji prostor v NC zaseda samopostrežna prodajalna, sledijo ji prodajalne s tekstilom in obutvijo ter več manjših specializiranih prodajaln, kot so lekarna, trgovina za male živali, drogerija, optika ... Center je bil zelo dobro sprejet med prebivalci mesta Kranj in ga dnevno v povprečju obišče med šest in sedem tisoč obiskovalcev. V času

novoletnih nakupov in v času posebnih akcij ob rojstnem dnevu centra naraste obiskanost vse do deset tisoč obiskovalcev dnevno.

2.3 Najemniki v nakupovalnem centru

Poleg izbire primerne lokacije je pridobitev najemnikov najbolj zahtevna in najbolj obsežna naloga investitorja, saj je od tržnega spleta najemnikov odvisen odziv potrošnikov. Če tržni splet najemnikov ni dovolj raznovrsten in zanimiv za potrošnike, je projekt dolgoročno obsojen na neuspeh. Potrošniki gredo v nakupovalni center zaradi pestre in zanimive ponudbe, včasih tudi zaradi kakšne prireditve, in če tega vsega naštetega ni, se ne vračamo in poiščemo konkurenčen, bolj zanimiv center. To pomeni, da najemniki nimajo strank in posledično center ne 'živi'.

Posledice neprimerne tržnega spleta najemnikov so lahko: slaba obiskanost centra, nezmožnost plačevanja najemnine, zapiranje prodajaln in širjenje slabega glasu o centru. V takem položaju je težko pridobiti tržno zanimive najemnike, ki imajo moč, da privabijo izgubljene potrošnike nazaj v center, poleg tega pa pridobijo tudi nove stranke.

O skrbni razporeditvi prodajaln govori Potočnik (1996, 263): »Pri izbiri mikrolokacije prodajalne je treba posebno pozornost posvetiti razporeditvi obstoječih prodajaln in njihovi ponudbi. Velika koncentracija kupcev omogoča kopičenje (aglomeracijo) prodajaln z istovrstno ponudbo na eni mikrolokaciji, kot so npr. trgovska središča mest ali nakupovalni centri na obrobju.«

Obravnavani NC je usmerjen h kupcem srednjega in višjega srednjega razreda. Vanj ne spadajo trgovine nizkega cenovnega razreda oziroma diskontni prodajalci. Ponudba mora biti raznovrstna in ustrezati predlaganim razmerjem med blagovnimi skupinami. Te so prikazane v tabeli 2.1.

Tabela 2.1 Razmerja blagovnih skupin

<i>Zap. št.</i>	<i>Program</i>	<i>Delež</i>
1	Oblačila	25–30 %
2	Obutev	10–15 %
3	Osebna nega in nakit	5–10 %
4	Tehnika	10–15 %
5	Prehrana	20–30 %
6	Storitve	5–10 %
7	Zabaviščni programi	5–15 %
8	Ostale specializirane trgovine	5–15 %

Vir: Bojko 2007, 42.

Vsak nakupovalni center obravnavanega podjetja mora imeti čim bolj raznovrstne programe. V prilogi 1 je podan nabor programov, njihovo predlagano število in okvirna

kvadratura, ki je spremenljiva v odvisnosti od lokacije, velikosti centra in konkurence ter se vedno bolj dopolnjuje z družabnim in zabavnim segmentom centra.

V tem procesu se vsi vpleteni v izbiro in razporeditev najemnikov zavedajo, da je treba v vsak malce bolj oddaljen del centra postaviti t. i. 'magnet'. 'Magnet' imenujemo prodajalno, ki je za večino kupcev zelo zanimiva. To je praviloma znana trgovska znamka, ki je finančno dosegljiva in zanimiva povprečnemu potrošniku in različnim generacijam. To je pomembno predvsem zato, da v sicer nezanimiv del centra, pritegnemo veliko število kupcev. Poleg t. i. 'magneta' imajo dober obisk tudi vse manjše trgovine ob njem. Primeri magneta so prodajalne, kot: C&A, NewYorker, H&M, DM – Drogerie Markt, JYSK. Kot nezanimiv del centra se štejejo prostori, ki so najbolj oddaljeni od dvigala, tekočih stopnic, v bolj temnem delu NC.

Strokovni sodelavci v obravnavanem podjetju se zaradi pomembnosti izbire poslovnih partnerjev – najemnikov prav toliko časa ukvarjajo z izbiro pravega tržnega spleta, kot zbirajo dovoljenja za gradnjo in kolikor časa poteka gradnja. Zanimivo je sodelovati v procesu izbire in umeščanja ter v nenehnem menjavanju najemnikov po tlorisu objekta. Vsak od sodelavcev ima namreč svoje ideje, interese in pogled na nakupovalne navade.

Delo s poslovnimi partnerji – najemniki se za strokovne sodelavce v podjetju pravzaprav nikoli ne konča, saj se nenehno dogajajo spremembe. Nekateri najemniki zamenjajo blagovno znamko, ki jo zastopajo, drugi prenehajo s poslovanjem, tako da so menjave del njihovega dela. Prav tako je pomembno iskanje vedno boljših nadomestitev, ob tem pa je treba paziti na donosnost centra, ki se ne sme zmanjšati. Seveda pa se nenehno spreminjajo tudi potrošniki, njihove želje, njihova kupna moč in aktualne blagovne znamke.

2.4 Zakonska podlaga in standardi, ki urejajo oddajo nepremičnin v najem

Najem poslovnih prostorov ureja Zakon o poslovnih stavbah in poslovnih prostorih (Ur. l. SRS, št. 176/74 in Ur. l. RS, št. 32/2000). Zakon definira pojma poslovne stavbe in poslovnega prostora. Poslovna stavba je stavba, ki je namenjena za poslovne dejavnosti in se za to pretežno tudi uporablja. Kot poslovni prostor se šteje eden ali več prostorov, namenjenih za opravljanje poslovne dejavnosti. Ne moremo pa šteti za poslovni prostor garaže, namenjene za največ dva avtomobila, ali razne prostore, namenjene kmetijskim dejavnostim, kot npr. hlev, kozolec in podobno. Za poslovni prostor lahko štejemo tudi prostore v etažni lastnini (npr. v bloku), če gre za stavbo, kjer so sicer v pretežni večini stanovanja. V primeru dvoma, ali gre za poslovno stavbo oziroma prostor, o tem odloči pristojni upravni organ za stanovanjske zadeve.

Zakon o poslovnih stavbah in poslovnih prostorih ureja trajnejša najemna razmerja in ne začasnih najemov, kot npr. za namene organiziranja predavanj, kongresov in podobno. Zakon ne predpisuje vsebine najemne pogodbe, določa pa, da mora biti

sklenjena v pisni obliki in, če v pogodbi ni drugače določeno, mora najemnik plačevati najemnino mesečno vnaprej, in sicer najkasneje do petega dne v mesecu, ter povračilo za stroške uporabe skupnih naprav in za skupne storitve v stavbi.

Zakon podrobneje opredeljuje naslednje:

- oblika pogodbe (pisna),
- ročnost (nedoločen, določen čas),
- predajo prostorov,
- vzdrževanje in popravila,
- roke plačila,
- podnajem,
- prenehanje najemnega razmerja,
- odpoved najemnega razmerja,
- vstop novega najemodajalca v najemno razmerje.

Če česa v Zakonu o poslovnih stavbah in poslovnih prostorih ne najdemo ali ni urejeno z najemno pogodbo, pa se v najemnih razmerjih opremo na bolj splošen Obligacijski zakonik (UPB – Ur. l. RS, št. 97/2007). Obligacijski zakonik uporablja pojma zakupa oziroma najema, kot sledi iz opredelitve najemne pogodbe: »Z zakupno (najemno) pogodbo se zakupodajalec (najemodajalec) zavezuje, da bo zakupniku (najemniku) izročil določeno stvar v rabo, ta pa se zavezuje, da mu bo za to plačeval določeno zakupnino (najemnino).« Zakon podrobneje obravnava: obveznosti najemodajalca, obveznosti najemnika, odtujitev v najem dane stvari, podnajem in prenehanje najema.

Poleg omenjenih zakonov pri podpisu najemne pogodbe ne smemo pozabiti še na Zakon o davku na dodano vrednost (Ur. l. RS, št. 117/2006). Zakon o davku na dodano vrednost določa, da je plačila davka na dodano vrednost oproščena transakcija najema oziroma zakupa nepremičnin, razen:

- nastanitev v hotelih ali podobnih nastanitvenih zmogljivostih, vključno z nastanitvijo v počitniških domovih, počitniških kampih ali na prostorih, namenjenih kampiranju;
- dajanja v najem garaž in površin za parkiranje vozil;
- dajanja v najem trajno instalirane opreme in strojev;
- najema sefov.

Davčni zavezanec, ki opravlja transakcije, za katere je oprostitev DDV določena v zakonu o davku na dodano vrednost, se lahko dogovori z najemnikom – davčnim zavezancem, ki ima pravico do odbitka celotnega DDV, da bo od navedenih transakcij, ki bi morale biti oproščene plačila DDV, obračunal DDV po predpisani stopnji.

Davčni zavezanec obračuna DDV v skladu s prejšnjim odstavkom, če sta z najemnikom oziroma kupcem nepremičnine pred opravljeno storitvijo podala skupno izjavo pristojnemu davčnemu uradu. Če si najemnik od plačane najemnine odbija DDV, ne da bi pridobil to izjavo, mu davčni organ ne dovoli odbitka plačanega DDV, zato opustitev te izjave predstavlja precejšnje davčno tveganje. Iz tega razloga tudi obravnavano podjetje z najemniki, ki so v veliki večini davčni zavezanci, podpisuje izjavo in obračunava DDV po predpisani stopnji.

Možnost oddajanja nepremičnine z DDV je predvsem pomembna in dobrodošla za najemodajalce. Če oddajamo nepremičnine v celoti z DDV, potem si lahko tudi odbijamo DDV od vseh vhodnih računov. Če si DDV ne moremo odbijati, nam ta davek povečuje stroške. Obravnavano podjetje ima večinoma najemnike, ki so davčni zavezanci in imajo interes podati skupno izjavo za DDV. To je za podjetje zelo pomembno, saj si v nasprotnem primeru ne bi moglo odbijati vstopnega davka od vseh prejetih računov za izgradnjo NC, saj so ti zneski visoki in močno vplivajo na donos naložbe.

Poleg navedenih zakonov o nepremičninah govori še Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (Ur. l. RS, št. 117/2006), ki obravnava najvišje davčno priznane letne stopnje amortizacije, in sicer so najvišje letne amortizacijske stopnje naslednje:

- za gradbene objekte vključno z naložbenimi nepremičninami 3 % in
- za dele gradbenih objektov vključno z deli naložbenih nepremičnin 6 %.
- Zemljišča se ne amortizirajo.

Za računovodstva podjetij, ki se ukvarjajo z nepremičninami, so pomembni predpisani Slovenski računovodski standardi. Ti se uporabljajo za dejavnost oddaje v najem oziroma za s tem povezane naložbene nepremičnine. Najbolj pomembni standardi so:

- 1 – opredmetena osnovna sredstva (1.58 opredelitev poslovnega najema),
- 6 – naložbene nepremičnine,
- 13 – amortizacija.

Amortizacija je znesek, ki v posameznem obračunskem obdobju postane strošek. Če poenostavimo, gre za zniževanje vrednosti osnovnega sredstva v določenem obdobju. Ta strošek je uradno namenjen nadomestitvi obstoječega, sicer pa pomeni strošek, ki znižuje osnovo za plačilo davka od dobička.

3 DONOSNOST NAKUPOVALNIH CENTROV

Bojko (2007, 7) razlaga: »Pojem medčasovna menjava denarja pomeni zamenjavo razpoložljive ali obljubljenе količine denarja v nekem časovnem obdobju (uri, dnevu, letu) za obljubljenо ali pričakovano običajno drugačno količino denarja v nekem drugem časovnem obdobju. Prihodnost pa je negotova in tudi če ne bi bila, je običajno, da človek daje prednost današnji potrošnji pred prihodnjo. Daljši kot je čas, za katerega se subjekt s finančnimi presežki odreče razpolaganju z njimi, tem večje bo zahtevano nadomestilo, ki ga označujemo s pojmom donos.«

3.1 Raziskava naložbe v nakupovalni center

Nakup zemljišča in gradnja pomenita velik naložbeni izdatek za podjetje, ki želi investirati v NC in oddajati poslovne prostore. Oddajanje prostorov je kapitalsko intenzivna dejavnost, kar pomeni, da zahteva visoka vlaganja v kapitalska sredstva, to so npr. stavbe, oprema in zemljišča, in nizka vlaganja v delo kot vhodni dejavnik v procesu dodajanja vrednosti (Bojko 1999, 49).

Obravnavano podjetje prostore izključno oddaja, zato bom pri analizi upoštevala osnovne zakonitosti finančne teorije, vezane na dogajanja na posameznih trgih. V konkurenčnem okolju se torej oblikuje ustrezno razmerje med tveganjem in donosom.

Tveganje je negotovost, vezana na prihodnost. Je torej verjetnost, da se bo denarni tok lastnika razlikoval od pričakovanega. Načeloma velja, da je večje tveganje povezano z večjim donosom. Poznamo poslovno in finančno tveganje.

Poslovno tveganje imenujemo tveganje, povezano z dogajanja na trgu, in tveganje v zvezi s splošnimi ekonomskimi pogoji. Specifično tveganje je povezano z morebitnimi težavami z najemniki, kakovostjo nepremičnine in omejitvami vseh vrst (vladne, pravne, omejitve uporabe).

Finančno tveganje vključuje zunanje in notranje tveganje v povezavi z možnostjo ustvarjanja koristi in razmerami na denarnem in finančnem trgu. Finančno tveganje je povezano s sposobnostjo nepremičnine, da ustvarja zadosten obseg denarnih tokov, in z eksterno možnostjo pridobitev denarnih sredstev na finančnem oziroma denarnem trgu. To tveganje je bolj značilno za komercialno rabo nepremičnin. Vsebina tveganja obsega začetek nakupa zemljišča do izgradnje, izboljšav in prodaje (oddaje v najem) nepremičnine (Fisher in Bruggman, 2002).

Kot sem omenila že v uvodu, obravnavano podjetje poslovne prostore zaradi lažjega vzdrževanja in upravljanja le oddaja, zato razložim pomen poslovnega najema.

Poslovni najem je primeren predvsem za najemnike, ki želijo predmet najema uporabljati zgolj za določeno obdobje in jih nakup (lastništvo) tega predmeta po preteku obdobja uporabe ne zanima. Predmet najema se kot osnovno sredstvo knjiži pri najemodajalcu, ki zanj obračunava amortizacijo. Najemnik knjiži mesečne obroke

najemnine kot svoj poslovni strošek. Pri tej obliki financiranja je za podjetje pomemben optimalni izkoristek sredstev in zmanjšanje poslovnega tveganja, ki ju prinaša uporaba. Najemnikom omogoča izvenbilančno financiranje sredstev in ob večji angažiranosti sredstev manjšo zadolženost podjetja, prav tako pa ugodno vpliva na njihovo likvidnost.

Odločitve za poslovni najem pri najemniku lahko izhajajo iz naslednjih razlogov (Bojko 2007, 7):

- doba najema je kratka proti celotni dobi sredstva, zato najemnik sredstvo zamenja preden ekonomsko zastara (bolj konkurenčen),
- najemodajalec bolj produktivno porabi prosta denarna sredstva v lastni dejavnosti,
- najemnik ni usposobljen za ravnanje s sredstvom (zlasti nakupovalni centri),
- s sredstvom bolje upravlja najemodajalec,
- investicijsko vzdrževanje je v rokah najemodajalca,
- manjše tveganje zaradi spremembe lokacije pri nepremičninah,
- management najemnika je nagrajen od donosa na vložena sredstva.

Kot poslovni najem nepremičnin lahko poslovni partnerji najamejo:

- poslovne prostore v nakupovalnih in trgovskih centrih,
- trgovine, pisarniške in skladiščne prostore,
- stanovanja in stanovanjske hiše.

3.2 Smotrnost naložbe

Najbolj pogosta izračuna za ugotavljanje smotrnosti naložbe sta:

- donosnost in
- obrestna mera.

Donosnost je letni donos na vložena sredstva. Izračunamo ga tako, da letno najemnino, zmanjšano za vse stroške, delimo z vrednostjo naložbe (investicijo oz. kupnino), in sicer po obrazcu

$$D = \frac{N}{I}, \text{ pri čemer je}$$

D = letni donos,

N = čista letna najemnina (najemnina zmanjšana za vse stroške in dajatve),

I = vrednost naložbe (investicije), kupnine za predmetno nepremičnino.

Pri izračunu letnega donosa predpostavljamo:

- stalnost zahtevane donosnosti in s tem netveganih naložb,
- stalnost denarnih tokov in
- trajnost poslovanja nepremičnine.

Donosnost služi primerjavi donosa naložbe z drugimi tržno primerljivimi naložbami. Lahko pa se tržna donosnost upošteva kot t. i. mera kapitalizacije za izračun kupnine. To pomeni, da izračunamo kupnino za nepremičnino, upoštevajoč letno najemnino, in jo delimo z zahtevanim letnim donosom. Če upoštevamo zgolj najemnino in na najemodajalca odpadejo še določeni stroški, bomo verjetno to preplačali, če ne bomo najemnine znižali za stroške.

Obrestna mera je cena denarja v času in izenačuje denarne tokove v času. Če si izposodimo denar in ga odplačamo točno čez eno leto, so obresti zmnožek letne obrestne mere in sposojene glavnice. Cena tega denarja je za posameznike in namen posojila različna. Višina obrestne mere v določeni državi je poenostavljeno odvisna od (Bojko 2007, 7):

- bonitete posojilojemalca (če imaš stalne visoke prihodke ponavadi nižja ali ne dobiš posojila),
- valute, v kateri si sposojamo denar, in z njo povezane medbančne obrestne mere (Euribor, Libor),
- namembnosti posojila (stanovanjski kredit, gotovinsko posojilo),
- ročnosti posojila (kratkoročno posojilo do 1 leto nižja, dolgoročno več kot 20 let višja),
- pogajalske moči posojilodajalca in
- višine posojila.

3.2.1 Najemnine obravnavanega nakupovalnega centra

Večina najemnikov ima s podjetjem podpisano najemno pogodbo za določen čas z možnostjo podaljšanja. Najbolj pomembna določila v najemni pogodbi so:

- *Predmet najema.*
- *Neto najemnina na kvadratni meter*, ki se letno indeksira glede na indeks cen življenjskih potrebščin v Sloveniji. Največkrat je najemnina sestavljena iz fiksnega in variabilnega dela. Variabilni del se začne zaračunavati, ko prodajalna doseže v pogodbi določen znesek prometa in je določen v odstotkih od preseženega zneska prodaje. Variabilni del lahko znatno vpliva na donosnost. Tudi tu se kaže prej omenjena skrbna izbira najemnikov.
- *Izjava glede davka na dodano vrednost.* Možnost oddajanja nepremičnine z DDV je zlasti pomembna in dobrodošla za najemodajalce. Če oddajamo nepremičnine v celoti z DDV, potem si lahko tudi odbijamo DDV od vseh vhodnih računov. Če si DDV ne moremo odbijati, nam ta davek povečuje stroške. Zato podjetje z večino najemnikov podpiše skupno izjavo o DDV.

- *Dodatni stroški*, ki jih plača vsak najemnik posamezno glede na potrošnjo ali velikost najetega prostora (davki, zavarovanje, komunala, električna, čiščenje skupnih prostorov ...). Najemodajalec mora zagotoviti, da najemnik plačuje vse stroške tekočega obratovanja poslovnega prostora in sorazmernega dela skupnih prostorov kot tudi javnih dajatev. Tako se izogne različnim težavam, predvsem pa tveganju, da teh stroškov ni v ustrezni meri upošteval pri izračunu najemnine. Upoštevanje stroškov in dajatev v najemnini je zelo tvegano početje, saj obstaja možnost, da nismo upoštevali vseh, še večja verjetnost pa je, da bodo ti naraščali hitreje, kot smo predvideli.
- *Stroški upravljanja in vzdrževanja.*
- *Plačilni pogoji.*
- *Prispevek za trženje središča in izdajo lastnega časopisa.*
- *Ročnost pogodbe.*
- *Možnost odpovedi pogodbe.*
- *Zavarovanje plačil.* Ugotovili smo že, da je zavarovanje plačil (terjatev najemnika) zelo pomembno za najemodajalca, zlasti če je najemno razmerje težko odpovedati, najemnik pa ni zanesljiv. Zavarovanja terjatev so ponavadi v obliki bančne garancije, varščine (vedno manj), menic, poroštev. Najbolj primerno sredstvo zavarovanja je bančna garancija.

Za podpis najemne pogodbe strokovni sodelavci v podjetju in najemniki potrebujejo različno dolgo časa, seveda odvisno od pogajalskih spretnosti obeh strank. Obravnavano podjetje si določene večje najemnike, prej imenovane 'magnete', želi privabiti za najemnike in tega se zavedata obe strani. Zato jim podjetje ponudi primerno lokacijo, ugodne pogoje za obe strani, da jih le privabijo v center. Pri teh najemnikih je zelo pomemben delež variabilnega dela najemnine, saj se lahko ob prekoračitvi dogovorjenega prometa najemnina znatno poveča. Prav tako variabilni del najemnin dodatno stimulira vodstvo NC, da vlaga v trženje centra, organizira različne dogodke in privabi čim več potencialnih kupcev, saj si s tem veča donosnost svoje naložbe.

V NC oddajajo v najem različne poslovne prostore, katerih cena je različna, in to so: skladiščni prostor, najem prostora za zaposlene, prostor za reklamne table in prodajni prostor.

Cena za najem je glede na namen poslovnega prostora, kvadraturu, poslovnega partnerja zelo različna. Gibljejo se od 2 EUR na kvadratni meter in vse do 22 EUR na kvadratni meter. Za izračun donosnosti potrebujemo povprečno najemnino v centru in ta znaša 10 EUR na kvadratni meter najemne površine. Neto v najem oddane površine je v obravnavanem centru 20.500 m², če so oddani vsi poslovni prostori.

»Bruto najemna površina je skupna površina, za katero najemnik plačuje najemnino. Ta vključuje tako prostor, namenjen prodajni dejavnosti, kot tudi shrambe in druge prostore (hodniki, sanitarije in parkirišča).« (Roca 1988, 206)

Dodatne najemnine

Poleg stalnih najemnikov ima vsak NC tudi »začasne« najemnike. Tu so mišljeni t. i. zakupi stojnic, oglasnega prostora, prostora za razstavo npr. avtomobilov, lastnih izdelkov. Dodatne najemnine ni mogoče v celoti določiti, saj povpraševanje po tej vrsti najema zelo niha. Povpraševanje je odvisno od letnega obdobja in tudi glede na trenutne gospodarske razmere. Zelo aktualno je na primer v času decembrskih nakupov in posebnih praznikov (Valentino, Dan žena ...). Trenutno je opazno manjše zatišje zaradi gospodarske krize, predvsem je opazna pri manjšem povpraševanju avtomobilskih salonov za razstavo avtomobilov.

Oddajanje oz. zakup je v veliki meri odvisen od sposobnosti trženja vodje nakupovalnega centra, ki je nenehno prisoten v centru in spremlja želje potrošnikov. Prav tako pozna okoliške podjetnike, ki so običajni interesenti za tak način najema oz. zakupa prostora za krajši čas.

Dodatne najemnine so sicer nepredvidljive in nestalne, v izračunu bom upoštevala podatke obravnavanega podjetja. Gre za predvidene dodatne prihodke, izračunane na podlagi dodatnih najemnin drugih nakupovalnih centrov v lasti obravnavanega podjetja. Prihodki od dodatnih najemnin znašajo v povprečju 500 EUR mesečno, kar zneso letno 6.000 EUR. Ta podatek bom vključila v izračun donosnosti.

3.2.2 Nezasedenost poslovnih prostorov, neizterljivost najemnin

V obravnavanem NC trenutno ne beležijo nezasedenih prostorov, saj je zanimanje najemnikov za najem večje od ponudbe poslovnih prostorov. NC ima odlično lokacijo, arhitekturno je zanimiv in izbor najemnikov je aktualen, tako da je obisk potrošnikov velik in temu primeren je tudi interes najemnikov. Tudi zato je obravnavano podjetje – kot že rečeno – sprejelo odločitev, da v prihodnosti NC razširi.

Kljub trenutni polni zasedenosti poslovnih prostorov bom v daljši prihodnosti upoštevala možno nezasedenost, kot jo predvidevajo upravitelji trgovskih centrov po Sloveniji, in sicer 1,2 % (Džanić 2008, 49).

Neizterljivosti najemnin tudi ne zaznavamo, saj so v NC le najemniki, ki jih je podjetje že spoznalo kot redne plačnike, saj z njimi poslujejo tudi v drugih nakupovalnih in trgovskih centrih. Občasno sicer zasledimo zamudo s plačili, vendar ne dlje kot 45 dni, saj komercialisti skrbijo za izterjavo in opominjanje najemnika zaradi možnosti najemodajalca, da prekine najemno pogodbo zaradi neizpolnjevanja pogodbenih obveznosti.

Na podlagi istih virov kot za nezasedenost poslovnih prostorov upoštevam 0,25 % neizterljivost najemnin (Džanić 2008, 49).

3.2.3 Stroški vzdrževanja, upravljanja

Zakon o poslovnih stavbah in poslovnih prostorih v 14. členu pravi: »Če se stranki nista drugače dogovorili, mora najemodajalec izročiti najemniku poslovno stavbo oziroma poslovni prostor v takem stanju, da ga je mogoče uporabiti v namen, ki je določen s pogodbo, in ga v takem stanju vzdrževati, pri čemer naj čim manj ovira najemnika pri uporabi poslovne stavbe oziroma poslovnega prostora.« Vzdrževanje poslovnega prostora je skrb in strošek najemodajalca, najemodajalec pa je po omenjenem zakonu dolžan pri uporabi poslovnega prostora ravnati z vso potrebno skrbnostjo. Prav tako je najemnik dolžan popraviti škodo na poslovnem prostoru, ki jo je sam povzročil.

Če povzamem zakonska določila in pogodbeno določila iz najemnih pogodb obravnavanega podjetja, so stroški vzdrževanja na strani najemodajalca.

Obravnavani NC je bil zgrajen konec leta 2007 in po predvidevanjih v naslednjih 15 letih ne bo potreboval večjih vzdrževalnih del, kar pozitivno vpliva na donosnost naložbe.

Vzdrževalna dela v obravnavanem podjetju vrednotijo v vrednosti 0,5 odstotne točke od vrednosti naložbe na letni ravni, kar bi v obravnavanem NC pomenilo:

$$33.000.000 \text{ EUR} * 0,5\% = 165.000 \text{ EUR/letno.}$$

Mesečni stroški upravljanja v trgovskih centrih v Sloveniji so ponavadi preveljeni na najemnike; njihova sestava je prikazana v tabeli 3.1.

Tabela 3.1 Struktura mesečnih stroškov upravljanja

Vrsta stroška	Vrednost
Obratovalni stroški	2,50 EUR/m ² uporabne površine
Stroški upravljanja	0,50 EUR/m ² uporabne površine
Stroški vodenja	0,20 EUR/m ² uporabne površine
Skupaj	3,20 EUR/m ² uporabne površine

Vir: Džanić 2008, 49.

Stroški upravljanja poslovne stavbe, v našem primeru nakupovalnega centra, so porazdeljeni po uporabnikih (najemnikih poslovnih prostorov). V primeru praznih poslovnih prostorov pa je plačnik najemodajalec oz. lastnik.

V obravnavanem podjetju je določilo o stroških upravljanja v najemni pogodbi. Stroški upravljanja, obratovanja in vodenja so v letu 2009 znašali 3,45 EUR/m². Ti stroški se prav tako kot najemnina letno indeksirajo z indeksom rasti cen življenjskih

potrebščin v Republiki Sloveniji. Za upravljanje, obratovanje in vodenje nakupovalnih centrov v obravnavanem podjetju skrbi zunanji pogodbeni partner, ki je usposobljen za upravljanje, vodenje nepremičnin in za hišniške storitve.

3.3 Vrednotenje nakupovalnega centra

Da lahko ocenimo donos nakupovalnega centra, ga moramo najprej oceniti oz. ovrednotiti na podlagi najbolj primernega načina. Donos nakupovalnega centra bomo izračunali, ko bomo neto najemnino zmanjšano za stroške, nezasedenost ter neizterljivost in rezultat delili z vrednostjo nakupovalnega centra. Po mednarodnih standardih ocenjevanja vrednosti uporabljamo za vrednotenje investicije tri načine. Prvi in najpogostejši način je način primerljivih prodaj, drugi je način kapitalizacije donosa ter tretji način je nabavno-vrednostni način vrednotenja.

3.3.1 Način primerljivih prodaj

Ko želimo določiti tržno vrednost nepremičninskih pravic, se v praksi v prvi vrsti uporablja način primerljivih prodaj. Ta način je najbolj neposreden in, če so na voljo podatki o ustreznih prodajah, tudi najnatančnejši kazalec tržne vrednosti nepremičninskih pravic. Ocenjevanje vrednosti nepremičninskih pravic po načinu primerljivih prodaj temelji na načelu nadomestitve (substitucije), kjer predvidevamo, da »preudarna oseba ne bi plačala za blago ali storitev več, kot znaša nabavna vrednost enako ustreznega nadomestnega blaga ali storitve, brez zapletenega dejavnika časa, velikega tveganja ali neprijetnosti. Nižja nabavna vrednost najboljše druge možnosti, če gre za nadomestek ali original, predstavlja podlago za tržno vrednost.« (Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti 2005)

Pri uporabi tega načina so običajni naslednji koraki:

- najde se realizirane prodaje primerljivih posesti na ustreznem trgu,
- preveri se podatke o prodajnih transakcijah,
- prilagodi se razlike, običajno na osnovi izbranih enot primerjave,
- logično se analizira prilagojene vrednosti in presodi indikacijsko tržno vrednost.

Ta način ima dve metodi vrednotenja nepremičnin:

- metoda neposredne primerjave prodaj,
- metoda množiteljev.

Metoda neposredne primerjave prodaj

To je najbolj pogosta metoda za določitev tržne vrednosti nepremičnine. Če obstajajo primerljive nepremičnine in podatki o njihovi prodaji, nam je lahko ta vrednost v največjo pomoč, če se odločamo za naložbo.

Z uporabo te metode ocenjevalec določa vrednost nepremičninskih pravic na podlagi primerjave ocenjevane nepremičnine s podobnimi nepremičninami na trgu. Pri tem izbere nedavno prodane podobne nepremičnine in ugotovi razlike med ocenjevano in primerjanimi nepremičninami. Na podlagi razlik, ki vplivajo na vrednost, prilagodi cene nepremičninskih pravic primerjanih nepremičnin. Rezultat je torej ocena prodajnih cen primerjanih nepremičnin, kakor da bi bile prodane z enakimi bistvenimi značilnostmi kot ocenjevana nepremičnina.

Metoda množiteljev

Metoda se uporablja za ocenjevanje vrednosti nepremičnin, ki ustvarjajo donos. In to je obravnavani NC. Z njo ni mogoče ocenjevati nepremičnine, ki se praviloma ne oddajajo v najem, ali nepremičnine, ki se redko dajejo v najem (npr: apartmaji, vikendi) (Pšunder in Torkar 2007, 121).

Pri metodi množiteljev za primerjavo uporabljamo količnik, ki izvira iz razmerja dveh količin (vrednost nepremičnine in prihodke od najemnin).

Kadar ocenjujemo vrednost nepremičnin s pomočjo množiteljev, izvajamo posredno primerjavo prodaj, pri kateri kot ključno enoto primerjave uporabljamo količnik, ki izvira iz razmerja dveh količin (na primer vrednosti in najemnin).

Postopek izračuna vrednosti nepremičnine po metodi množiteljev je naslednji (Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti 2005):

1. na podlagi analize primerljivih nepremičnin ocenimo letno tržno najemnino (ali drugo obliko donosa) za ocenjevano nepremičnino;
2. z analizo primerljivih nepremičnin določimo množitelj, ki je najverjetnejši za izražanje pravega razmerja med vrednostjo in najemnino (ali drugo obliko donosa) za ocenjevano nepremičnino;
3. najemnino (ali drugo obliko donosa) pomnožimo z množiteljem.

Rezultat je vrednost nepremičnine.

3.3.2 Predstavitev načina kapitalizacije donosa

Cenitev vrednosti nepremičninskih pravic po načinu kapitalizacije donosa temelji na določitvi sedanje vrednosti najvišjih primerljivih (prihodnjih) donosov, ki jih je mogoče pridobiti iz nadomestnih nepremičnin.

K načinu kapitalizacije donosa prištevamo dve metodi:

- *Metodo diskontiranega denarnega toka*, ki temelji na upoštevanju sedanje vrednosti večletnih donosov (praviloma čistih denarnih tokov) oz. na upoštevanju časovne razsežnosti denarja, torej dejstva, da ekonomski subjekti enoti denarja (npr. enemu evru) danes pripisujejo večji pomen kot v prihodnosti. Temeljno načelo časovne razsežnosti denarja je, da so zneski med seboj primerljivi le, če jih preračunamo na isti časovni trenutek. To lahko storimo z obrestovanjem ali pa z razobrestovanjem, ki mu pogosteje rečemo diskontiranje. Diskontiranje je torej proces preračunavanja denarnega zneska z nekega trenutka v prihodnosti na trenutek pred tem, praviloma na trenutek v sedanjosti.
- *Metodo neposredne kapitalizacije*, ki temelji na neposrednem razmerju med donosom in vrednostjo nepremičnine, čemur pravimo mera kapitalizacije; s pomočjo te lahko neko obliko donosa (praviloma dobiček) neposredno pretvorimo v sedanjo vrednost oziroma vrednost nepremičninskih pravic. Tako se vsak znesek, ki se zgodi v prihodnosti, preračuna na čas ocenjevanja vrednosti.

Pri izpeljavi metode ocenjevalci uporabijo tri ključne predpostavke (Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti 2005):

- stalnost zahtevane donosnosti in podredno donosnosti netveganih naložb,
- stalnost (stanovitnost) donosov oziroma denarnih tokov in
- trajnost poslovanja nepremičnine.

Metodi, ki se uporabljata pri načinu kapitalizacije donosa, se prvenstveno uporabljata za ocenjevanje tržne ali drugih vrednosti nepremičninskih pravic pri tistih nepremičninah, ki so v tipičnih okoliščinah sposobne ustvarjati donos (na primer trgovski lokali). To ugotavlja tudi Whitmer (v *Encyclopedia of investments* 2009), ki pravi, da večina naložbenikov, ki izkoriščajo donosnostni potencial določene nepremičnine, utemljuje svoje odločitve z donosi, ki jih bo ocenjevana nepremičnina prinašala v prihodnosti (Friedman 1990).

3.3.3 Nabavno-vrednostni način

Nabavno-vrednostni način pomeni oceno stroškov postavitve enakovredne zgradbe oziroma zemljišča. Kot za druge metode vrednotenja je tudi za to značilno (Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti 2005): »Preudarna oseba ne bi plačala za blago ali storitev več, kot znaša nabavna vrednost enako ustreznega nadomestnega blaga ali storitve, brez zapletenega dejavnika časa, velikega tveganja ali neprijetnosti. Nižja

nabavna vrednost najboljše druge možnosti, če gre za nadomestek ali original, predstavlja podlago za tržno vrednost.«

Nabavno-vrednostna metoda je najzahtevnejša, saj zahteva dobro poznavanje gradbenih kalkulacij ter tudi poznavanje trga nepremičnin. Ocenjevalec določi vrednost reprodukcije enake nove nepremičnine ali vrednost nadomestitve nepremičnine, ki jo ocenjuje; nato odšteje predvideno zmanjšanje vrednosti (amortizacijo), ki jo je utrpela nepremičnina. Tako dobljenemu znesku doda vrednost, ki bi jo imelo zemljišče, če bi bilo prazno. Dobljeni znesek je skupna ocena vrednosti nepremičnine (Pšunder in Torkar 2007, 155).

Nadomestitvena vrednost je vrednost izgradnje (po trenutnih cenah) za stavbo z enako uporabnostjo, kot jo ima ocenjevana stavba, toda zgrajene z modernimi materiali in po sedanjih standardih, dizajnu in ureditvi. Reprodukcijska vrednost je vrednost izgradnje (po trenutnih cenah) za natančen duplikat, z istimi materiali, standardi, dizajnom, ureditvijo in kakovostjo izdelave (kar zajame tudi vse pomanjkljivosti, razkošja, zastarelost). Pri metodi nadomestitvene vrednosti uporabimo zamenjavo stavbe s primerno nadomestno stavbo, pri metodi reprodukcijske vrednosti pa uporabimo reprodukcijo, natančno kopijo.

Pri vrednotenju večinoma uporabljajo metodo reprodukcijske vrednosti. Metoda nadomestitvene vrednosti da namreč oceno za stavbo, ki je drugačna od te, ki jo vrednotimo. Poleg tega pa je težko meriti razlike v uporabnosti med obstoječo stavbo in predlagano novo, moderno zgradbo. Tako oceno bi dala lahko le analiza tržnega obnašanja.

Pri ocenjevanju uporabljajo nabavno-vrednostno metodo, kadar za to obstajajo utemeljeni razlogi. Uporabijo jo v primerih, ko je treba:

- ločiti vrednost zemljišča od vrednosti zgradbe, npr. zaradi obdavčitve ali zaplembe premoženja, ali
- zaradi davkov na dohodek in
- iz računovodskih razlogov, kadar gre za odbitek amortizacije pri zgradbi.

To metodo lahko uporabijo še v drugih primerih.

Z uporabo metode nadomestitvene vrednosti velikokrat določijo zgornjo mejo vrednosti nepremičnine. Dobro informiran kupec ponavadi ni pripravljen plačati za že obstoječo stavbo toliko kot za čisto novo zgradbo z enako uporabnostjo in zgrajeno po modernih standardih. Primeri za uporabo nabavno-vrednostne metode so naslednji (Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti 2005):

- analiza izvedljivosti za novo gradnjo,
- najboljša uporaba zemljišča,
- obnavljanje,

- uskladitev končne vrednosti,
- stavbe za posebne namene in institucije,
- vrednotenje na neaktivnih trgih,
- zavarovalni nameni,
- obdavčenje dohodka.

V tem primeru sem podatke pridobila od obravnavanega podjetja, ki je v celoti financiralo nepremičnino in je nabavna vrednost obravnavanega centra znašala 33.000.000 EUR. Vrednost zemljišča je 31,75 odstotnih točk, kar znaša 10.230.000 EUR, vrednost stavbe predstavlja levji delež vrednosti in znaša 22.770.000 EUR.

3.3.4 Nabavna vrednost obravnavanega nakupovalnega centra

Kot opisano lahko vrednost naložbe izračunajo – ocenijo zapriseženi cenilci, ki pri svojem delu uporabljajo Mednarodne standarde ocenjevanja vrednosti z različnimi metodami. Obravnavani NC je bil tudi ocenjen skladno z Mednarodnimi standardi ocenjevanja vrednosti, toda vseh vrednotenj za izračun ne potrebujem.

Za izračune in analizo donosnosti bom uporabila nabavno vrednost NC, ki mi jo je zaupalo obravnavano podjetje. Za naložbo v NC je potrebovalo 33.000.000 EUR. V tej ceni so všteti vsi z naložbo povezani stroški, vključno z zemljiščem, vsemi potrebnimi dovoljenji in gradbeno-obrtniškimi deli.

3.4 Izračun pričakovane donosnosti obravnavanega NC in presoja

Letni donos izračunamo, tako da letno najemnino, zmanjšano za vse stroške, delimo z vrednostjo naložbe (investicijo oz. kupnino):

$$D = \frac{N}{I}, \text{ pri čemer je}$$

D – letni donos,

N – čista letna najemnina (najemnina zmanjšana za vse stroške in dajatve),

I – vrednost naložbe (investicije), kupnine za predmetno nepremičnino.

Predvideni stroški zaradi nezasedenosti poslovnih prostorov

V analizi je upoštevano, da so stroški rednega poslovanja prevajeni na najemnika, lastnik pa plačuje stroške za nezasedene dele. Podatek o stroških iz rednega poslovanja in predvideni delež nezasedenosti sem pridobila iz cenitve trgovskega centra, ki ga je cenilec prevzel po predvidevanjih upraviteljev trgovskih centrov. Znesek upravljanja na kvadratni meter je 3,20 EUR, predvidena nezasedenost v prihodnosti znaša 1,2 odstotne točke (Džanić 2008, 49).

Predvideni stroški upravljanja zaradi nezasedenosti na letni ravni =

Donosnost nakupovalnih centrov

= stroški upravljanja/m² x v najem oddana površina v m² x 12 mesecev x
predvidena nezasedenost v % =
= 3,20 EUR/m² x 20.500 m² x 12 x 1,2 % = 9.446,40 EUR/letno.

3,20 EUR/m² – strošek upravljanja na kvadratni meter,
20.500 m² – neto najemna površina v najem oddanega prostora,
12 mesecev – izračun na letni ravni,
1,2 % – predviden odstotek nezasedenosti v prihodnosti.

Predvideni stroški zaradi neizterljivosti najemnin

V analizi sem upoštevala, da določen del najemnin ni nikoli v celoti poplačan, torej ga moramo odšteti od prihodkov od najemnin.

Za izračun upoštevam oceno neizterljivosti najemnin 0,25 odstotne točke od neto najemnin za celoten NC, podatke o predvidenem odstotku neizterljivosti sem pridobila iz cenitve trgoveškega centra (Džanić 2008, 49).

Predvideni stroški zaradi neizterljivosti najemnin =
= povprečna najemnina na m² x v najem oddana najemna površina x 12 mesecev x
predviden % neizterljivosti =
= 10 EUR/m² x 20.500 m² x 12 x 0,25 % = 6.150 EUR/letno.

10 EUR/m² – povprečna neto najemnina na kvadratni meter,
20.500 m² – bruto najemna površina, oddana v najem,
12 mesecev – izračun na letni ravni,
0,25 % – predviden odstotek neizterljivosti najemnin.

Stroški investicijskega vzdrževanja

Obravnavano podjetje vrednoti strošek investicijskega vzdrževanja na 0,5 odstotne točke na letni ravni od vrednosti naložbe (Bojko 2007, 3).

Stroški investicijskega vzdrževanja =
= vrednost naložbe v EUR x predviden strošek vzdrževanja v % na letni ravni =
= 33.000.000 EUR x 0,5 % = 165.000 EUR/ letno.

33.000.000 EUR – vrednost naložbe,
0,5 % – strošek vzdrževanja na letni ravni.

Celotni predvideni stroški

9.446 EUR/letno	Predvideni stroški nezasedenosti poslovnih prostorov
+ 6.150 EUR/letno	Predvideni stroški neizterljivosti
+ 165.000 EUR/letno	Predvideni stroški investicijskega vzdrževanja
<hr/>	
= 180.596 EUR/letno	Celotni predvideni stroški na letni ravni

Izračun prihodkov na podlagi najemnin za celoten NC

Neto najemnine stalnih najemnikov za celoten NC =
= povprečna najemнина na m² x v najem oddana najemna površina x 12 mesecev =
= 10 EUR x 20.500 m² x 12 = 2.460.000 EUR/letno.

10 EUR/m² – povprečna neto najemнина na kvadratni meter,
20.500 m² – bruto najemna površina oddana v najem,
12 mesecev – izračun na letni ravni.

Neto povprečne dodatne najemnine =
= povprečne neto najemnine mesečno x 12 mesecev =
= 500 EUR x 12 mesecev = 6.000 EUR/letno.

500 EUR – znesek povprečnih dodatnih neto najemnin mesečno,
12 mesecev – vsi izračuni so delani na letni osnovi.

Vse neto najemnine za NC

2.460.000 EUR/letno	Neto letne stalne najemnine
6.000 EUR/letno	Neto letne dodatne najemnine
<hr/>	<hr/>
= 2.466.000 EUR/letno	Skupno letne neto najemnine

Izračun čiste letne najemnine (zmanjšana neto najemnina za vse predvidene stroške v prihodnosti)

Čista neto najemnina na letni ravni =
= celotna neto letna najemnina za NC – vsi predvideni stroški =
= 2.466.000 EUR/letno – 180.596 EUR/letno = 2.285.404 EUR/letno.

2.466.000 EUR/letno – skupna neto najemnina na letni ravni,
180.596 EUR/letno – skupni predvideni stroški na letni ravni.

Vrednost naložbe

Naložba obravnavanega nakupovalnega centra je po podatkih obravnavanega podjetja znašala: 33.000.000 EUR.

Izračun pričakovane donosnosti obravnavanega NC

Letna donosnost =
= Letna čista najemnina zmanjšana za vse predvidene stroške / vrednost naložbe =
= 2.285.404 EUR / 33.000.000 EUR = 6,9 odstotne točke letnega donosa.

2.285.404 EUR – čista letna najemnina, zmanjšana za vse stroške,
33.000.000 EUR – vrednost naložbe v NC.

Izračunan pričakovani letni donos za naložbo v obravnavanem NC znaša 6,9 odstotnih točk.

Donosnost nakupovalnih centrov

Pričakovani donos za obravnavani NC ob upoštevanju predvidenih stroškov (nezasedenost poslovnih prostorov in neizterljivost najemnin) znaša 6,9 odstotne točke, če ne upoštevamo nepredvidljive prihodnosti, cene denarja v prihodnosti in nepredvidenih stroškov ter s tem povezanega tveganja. Izračun donosnosti za obravnavan NC in pridobljeni rezultat nam ne pove dovolj za analizo in zaključek, če ne vemo, kolikšen je zahtevani donos na trgu, in če ne poznamo izračuna tržnega donosa, zato razlaga zahtevane donosnosti na trgu sledi v naslednjem poglavju.

4 ZAHTEVANA DONOSNOST NA TRGU

Investitorji od naložbe zahtevajo donosnost, ki je primerna za tveganje, ki se mu izpostavljajo. Pri oceni zahtevane donosnosti lahko izhajamo iz donosnosti netvegane naložbe. Kot netvegano naložbo lahko štejemo državne obveznice, za katere jamči država. Pri državnih obveznicah skoraj ni tveganja, da obveznosti ne bodo poplačane. Temu primeren je nižji, a varen donos kapitala. To pomeni, da moramo s kapitalskim vložkom v druge investicije primerno povečati zahtevano donosnost, ki pomeni poplačilo za tveganje.

Zahtevano donosnost tako delimo na komponente: netvegana donosnost, premija za tveganje, premija za nelikvidnost in premija za upravljanje z naložbo. Stopnjo kapitalizacije, ki nam pove, kakšno donosnost zahtevamo, je mogoče oceniti iz tržnih podatkov ali teoretično z metodo dograjevanja. Na koncu bom primerjala izračunano teoretično zahtevano donosnost na podlagi dograjevanja ter dejansko donosnost iz količnika neto letne najemnine nakupovalnega centra ter vrednosti celotnega nakupovalnega centra, ki sem jo pridobila od investitorja.

4.1 Ocena iz tržnih podatkov

Ocena stopnje kapitalizacije je mogoča s primerjavo oddanih trgovskih prostorov s transakcijskimi cenami nakupovalnih centrov v primerljivem okolju. Za to metodo imam zaradi zaupnosti podatkov investicij primerljivih objektov premalo informacij, zato je ne morem uporabiti. Zato se bom bolj posvetila oceni stopnje kapitalizacije po metodi dograjevanja.

4.2 Ocena stopnje kapitalizacije po metodi dograjevanja

Kapitalizacijska stopnja po metodi dograjevanja je sestavljena iz naslednjih indikatorjev (Pšunder in Torkar 2007, 142--144):

- donosnost netveganih naložb,
- premija za tveganje,
- premije za manjšo likvidnost,
- premija za gospodarjenje z naložbo,
- premija za ohranitev kapitala (glavnice).

Donosnost netveganih naložb

Kot netvegane naložbe štejemo tiste, za katere jamči država in imajo primerljiv rok zapadlosti, kot je tipično trajanje naložbe v nepremičnino. V praksi se za to uporablja donosnost večletnih (pet do desetletnih) obveznic, pri katerih pa kot merodajnih ne upoštevamo nominalnih obrestnih mer, ampak donosnost do dospelja. Hkrati moramo upoštevati, da je v to donosnost vključena premija za ročnost naložbe.

Tabela 4.1 Izračun donosnosti ne tveganih naložb

Obveznica	Dospetje	Donosnost do zapadlosti na dan 25. 4. 2008
RS64	2012	4,25 %
SLO 4	2018	4,00 %
RS62	2017	3,50 %
povprečje		3,91 %

Vir.: Ministrstvo za finance RS b. l.

Način izračuna povzemam po cenitvi trgovskega centra v Kranju iz avgusta 2008, ki jo je opravila Džaničeva, podatki pa so osveženi, in sicer na osnovi podatkov Banke Slovenije (Banka Slovenije 2009):

Fisherjeva enačba:

$$(1 + \text{nominalna obr. mera}) = (1 + \text{realna obr. mera}) / (1 + \text{st. inflacije})$$

$$1 + i_n = (1 + i_r) / (1 + \pi),$$

i_r = realna obrestna mera,

i_n = nominalna obrestna mera,

π = stopnja inflacije,

kjer je i nominalna donosnost, r realna donosnost in π inflacija.

Tako izpeljemo realni del:

$$i_r = (i_n - \pi) / (1 + \pi),$$

$$i_n = 3,91 \%,$$

$$\pi = 1,2 \%,$$

$$i_r = 2,68 \%.$$

Stopnja inflacije v povprečni višini 1,2 % predstavlja razmerje med povprečjem mesecev tekočega leta in povprečjem istih mesecev preteklega leta (Statistični urad RS 2010). Primerjava je izvedena za mesece od decembra 2008 do decembra 2009. Za enako obdobje je vzeta tudi realna obrestna mera.

Premija za tveganje

Naložbe v nepremičnine so tvegane, zato naložbeniki za tveganje zahtevajo nagrado. Ta je odvisna od tipa nepremičnine in najemnika. Po ocenah se giblje od treh odstotnih točk za oddajanje nepremičnin velikim institucionalnim najemnikom do sedem odstotnih točk za manjša stanovanja. Izkušnje pri nas kažejo, da je praviloma bližje spodnji meji zapisanega razpona ali celo pod njo (Pšunder in Torkar 2007, 143). Iz tega razloga bom upoštevala iz informacij investitorja nižjo premijo za tveganje, kar je 2 odstotne točke.

Premije za manjšo likvidnost

Nepremičnine je v primerjavi z vrednostnimi papirji težje udenariti. Gre v bistvu za mero za hitrost prodaje. Smiselno jo je določiti z upoštevanjem predvidenega časa, potrebnega za prodajo ocenjevane nepremičnine.

Premijo za slabšo likvidnost sem povzela iz opravljene cenitve trgovskega centra; avtorica te cenitve je na podlagi izbranih dolgoročnih obveznic uporabila formulo za izračun likvidnosti obveznic, ki jo za izračun likvidnosti uporabljajo slovenske borzno-posredniške hiše.

Izračunamo jo na način:

likvidnost = število obveznic, s katerimi se je trgovalo v zadnjih šestih mesecih, deljeno z izdanim številom obveznic.

Celotna tabela je razvidna v prilogi 2. Tako izračunana povprečna ugotovljena likvidnost na borzi za izbrane dolgoročne obveznice RS je v zadnjih šestih mesecih znašala 1,56 odstotnih točk, kar uporabim kot premijo za manjšo likvidnost (Džanič 2008, 54).

Premija za gospodarjenje z naložbo

Gospodarjenja z naložbo (npr. izpolnjevanje davčnih napovedi, spremljanje tržnih gibanj, zbiranje virov financiranja) ne smemo zamenjevati z upravljanjem nepremičnine, lahko pa enačimo 'napore' obeh dejavnosti, torej sta primerljivi tudi premiji (med 0,3 in 0,4 %), pri manjših nepremičninah (npr. stanovanjih) je lahko premija tudi višja (med 1 in 2 %).

Za predmetno nepremičnino izberem premijo za gospodarjenje z naložbo v višini 0,4 %, kar je v skladu s pridobljenimi podatki upraviteljskih podjetij, ki ugotavljajo povprečno premijo za trgovske centre.

Premija za ohranitev kapitala (glavnice)

Ker izkušnje kažejo, da ni nujno, da se vrednost nepremičnine sčasoma niža (gre za dolgoročno rast vrednosti nepremičnin, ki bi jo matematično označili kot negativno premijo za ohranitev kapitala), je v takem primeru to treba odšteti. Višina premije je za vsak posamezen primer drugačna in jo določimo na podlagi referenčnih podatkov, če teh ni na voljo, pa na podlagi ene izmed treh metod: Ringove., Hoskoldove ali Inwoodove (Pšunder in Torkar 2007, 144).

Izberem Ringlovo metodo, ki predpostavlja časovno enakomerno slabšanje nepremičnine:

$$p=1/n*100,$$

pri čemer spremenljivka p predstavlja premijo za ohranitev glavnice in spremenljivka n dobo gospodarne uporabnosti (število let).

Za izračun potrebujem podatek o povprečni ekonomski življenjski dobi (Spletni portal za gradnjo 2007):

- mestni objekti s stanovanji v najemu: 50–80 let,
- poslovni in pisarniški objekti: 60 let,
- nakupovalni centri: 40 let,
- industrijski objekti: 30–40 let.

Izračun premije za ohranitev kapitala je naslednji:

$$p=1/40*100=2,5 \%$$

Izračun stopnje kapitalizacije po metodi dograjevanja

Izračun stopnje kapitalizacije po metodi dograjevanja je prikazan v tabeli 4.2.

Tabela 4.2 Kapitalizacijska stopnja po metodi dograjevanja

Kategorija	Premija
Realna donosnost ne tveganih naložb (%)	2,68
Premija za tveganje (%)	2,00
Premija za manjšo likvidnost (%)	1,56
Premija za gospodarjenje z naložbo (%)	0,40
Premija za ohranitev kapitala (%)	2,50
Stopnja kapitalizacije (%)	9,14

Stopnja kapitalizacije na podlagi metode dograjevanja znaša *9,14 odstotnih točk*.

Zahtevano donosnost lahko izračunamo na dva načina, in sicer z metodo dograjevanja ter z metodo primerljivih prodaj in najemnin. Ker sem bila s podatki prodaje primerljivih nepremičnin zelo omejena, sem primerjala donos obravnavanega centra le z donosom po metodi dograjevanja. Zahtevani donos po metodi dograjevanja znaša 9,14 odstotnih točk. Največji delež v izračunu po metodi dograjevanja zavzmeta tveganje ter premija za ohranitev kapitala, kar je razumljivo glede na trenutno gospodarsko krizo in visok znesek vlaganja, ki ga zahtevajo nepremičnine, ter dolgo časovno obdobje, ko ne moremo razpolagati z vloženim denarjem. Obravnavana nepremičnina se nahaja na trgu najemnih poslovnih prostorov v Kranju, za katerega je značilna visoka raven cen in nasproti visokim cenam dokaj nizka raven najemnin. Dokaz je stopnja kapitalizacije iz trga oz. po navedbi investitorja v višini 6,9 %. Razlogi za nastalo stanje so predvsem v tem, da se kupujejo poslovni prostori za namen lastnega

poslovanja in ne kot alternativne finančne naložbe. Zato v nadaljevanju privzamem kot primerno stopnjo kapitalizacije stopnjo kapitalizacije iz trga.

Na podlagi izračuna donosa obravnavanega NC, ki znaša *6,9 odstotnih točk*, ter na podlagi zahtev po donosu NC z metodo dograjevanja, ki znaša *9,14 odstotnih točk*, pridemo do zaključka, da že izvedena investicija na podlagi danih podatkov investitorja ne zagotavlja zahtevanega donosa. Zahtevan donos po metodi dograjevanja sem izračunala po konzervativnejšem načinu ob upoštevanju trenutnih dejavnikov tveganja, netveganih donosov, ohranitve kapitala, gospodarjenja z naložbo ter manjše likvidnosti.

Seveda pa vsako podjetje izračunava zahtevani donos po svojem ključu in glede na finančne zmožnosti. V obravnavanem podjetju imajo možnost ugodnega financiranja, prav tako imajo znanje zaposlenih in naložbe v nepremičnine so kljub vsemu bolj konzervativne naložbe in zato se tudi odločajo zanje.

5 ZAKLJUČEK IN KOMENTAR OCENE OPRAVIČENOSTI VLAGANJ V NC TER TVEGANJE, POVEZANO Z VLAGANJEM

Zaključek ocene vlaganj v predmetni NC na podlagi pridobljenih podatkov in izračunov ni upravičen. Tržno zahtevana donosnost je kar za 2,24 odstotne točke višja od donosnosti obravnavane naložbe. Toda izračunana je na zelo konzervativen in, lahko bi rekla, šolski način (po knjigi).

Vsako podjetje ima svoj način izračuna donosnosti. Obravnavano podjetje zahteva minimalen donos za naložbe v nakupovalne centre, ki je 7 odstotnih točk, česar obravnavana naložba ni dosegla. Obstaja pa bojazen, da so podatki, ki sem jih pridobila od investitorja, predvsem cena investicije, nepopolni oz. preveč zaokroženi. Kot razlog lahko navedem, da obsegajo cene podobnih investicij na kvadratni meter od 1.100 EUR/m² do 1.300 EUR/m². V našem primeru je cena na kvadratni meter 1.486 EUR/m². Obstaja tudi možnost, da je bila investicija predraga oz. da jo je investitor iz neznanih vzrokov presegel.

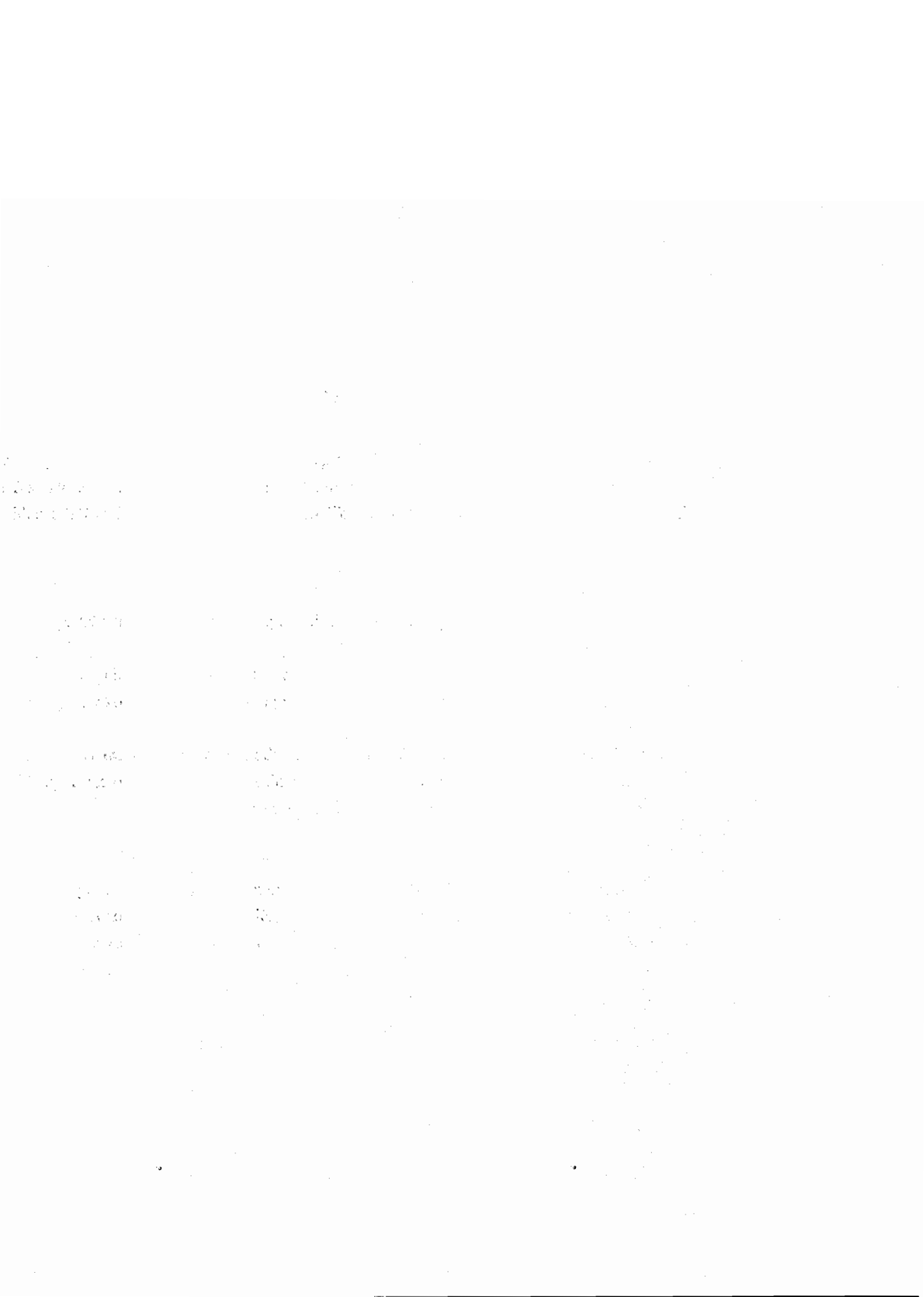
Prav tako se donos NC z leti zvišuje zaradi indeksacije najemnin, kar pomeni višanje prihodkov. V začetku leta 2009 so se najemnine zvišale za 2,1 odstotne točke, v letu 2010 za 1,8 odstotne točke, kar tudi vpliva na donosnost.

Tudi vrednost NC ob nameravani prodaji strateškemu vlagatelju oz. nepremičninskemu skladu odseva njen donos, vrednost dolgoročnih najemnih pogodb ter stroškov centra. Potencialen kupec si bo pred nakupom in skrbnim pregledom najemnikov s preprosto enačbo izračunal vrednost NC ne glede na ponujeno ceno prodajalca. Enačba se glasi:

neto letna najemnina, zmanjšana za stroške, neizterljivost ter nezasedenost deljena z zahtevano donosnostjo kupca.

Višina zahtevanega donosa pa je odvisna od več elementov, med njimi sta tudi špekulacija ter pogajalska izhodišča, in je različna od kupca do kupca.

Razlog za odločitev podjetja za naložbo v NC je težko komentirati, saj ne vem vseh finančnih podrobnosti in morebitnih špekulacij. Dejstvo je, da vsak investitor želi za svoj vložek maksimalen donos oz. večji, kot bi ga dosegel pri netveganih donosih, ob predpostavki tveganja, likvidnosti, ohranitvi kapitala. V nasprotnem primeru se investitor raje odloči za naložbo, ki mu prinaša večji donos glede na že prej naštete parametre.



LITERATURA

- Bojko Tomaž. 1999. *Strateški pristop k trženju pri preobrazbi klasičnega nakupovalnega središča v mešano (na primeru BTC d.d.)*. Magistrsko delo, Univerza v Ljubljani, Ekonomska fakulteta
- Bojko, Tomaž. 2007. *Nakupovalni centri*. Interno gradivo, Hypo leasing.
- Džanić, Edna. 2008. *Poročilo o oceni vrednosti nepremičninskih pravic za trgovski center Kranj*. Zaključno delo, Slovenski inštitut za revizijo Ljubljana.
- Encyclopedia of investments*. 2009. 2nd ed. Boston: Warren, Gorham & Lamont.
- Fisher, Jeffrey D. in William P. Bruggman. 2002. *Real estate and investments*. New York, London: McGraw-Hill.
- Friedman, Jack P. 1990. *Encyclopedia of investments*. Boston: Warren Gorham & Lamont.
- Kotler, Philip. 2004. *Management trženja*. Ljubljana: GV Založba.
- Potočnik, Vekoslav. 1996. *Komercialno poslovanje z osnovami trženja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Pšunder, Igor in Milan Torkar. 2007. *Vrednost nepremičninskih pravic*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
- Roca, Ruben A. 1988. *Market research for shopping centres*. New York: International Council of shopping centres.
- Veliki slovar tujk*. 2006. Ljubljana: Cankarjeva založba.

VIRI

- Banka Slovenije. 2009. *Povzetek – Bilten, december 2009: Letnik XVIII št. 12*.
[Http://www.bsi.si/okvir-popup.asp?/iskalniki/povzetek.asp?VsebinaId=14280](http://www.bsi.si/okvir-popup.asp?/iskalniki/povzetek.asp?VsebinaId=14280)
(januar 2010).
- Ministrstvo za finance RS. B. I. *Predstavitev obveznic*.
[Http://www.mf.gov.si/slov/obvezn/predst.htm](http://www.mf.gov.si/slov/obvezn/predst.htm) (marec 2010).
- Random House Dictionary*. 1970. New York: Random House.
- Statistični urad RS. 2009. *Slovenske občine v številkah*. Ljubljana: Statistični urad Republike Slovenije.
- Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti – MSOV. 2007. Slovenski inštitut za revizijo. [Http://www.si-revizija.si/ocenjevalci/dokumenti/MSOV-2007-SLO.pdf](http://www.si-revizija.si/ocenjevalci/dokumenti/MSOV-2007-SLO.pdf)
(14. 10. 2009).
- Spletni portal za gradnjo. 2007. *Potek vzdrževalnih del pri nepremičninah ...*
[Http://www.gradimo.com/zanimivosti/c38/4610](http://www.gradimo.com/zanimivosti/c38/4610) (20. 2. 2010).
- Statistični urad RS. 2010. *Stopnja inflacije za poljubno obdobje*.
[Http://www.stat.si/indikatorji_preracun_inflacija.asp](http://www.stat.si/indikatorji_preracun_inflacija.asp) (23. 4. 2010).
- Zakon o poslovnih stavbah in poslovnih prostorih. *Uradni list SRS*, št. 176/74 in *Uradni list RS*, št. 32/2000.

Obligacijski zakonik (OZ – UPB). *Uradni list RS*, št. 97/2007.

Zakon o davku na dodano vrednost. *Uradni list RS*, št. 117/2006.

Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb. *Uradni list RS*, št. 117/2006.

PRILOGE

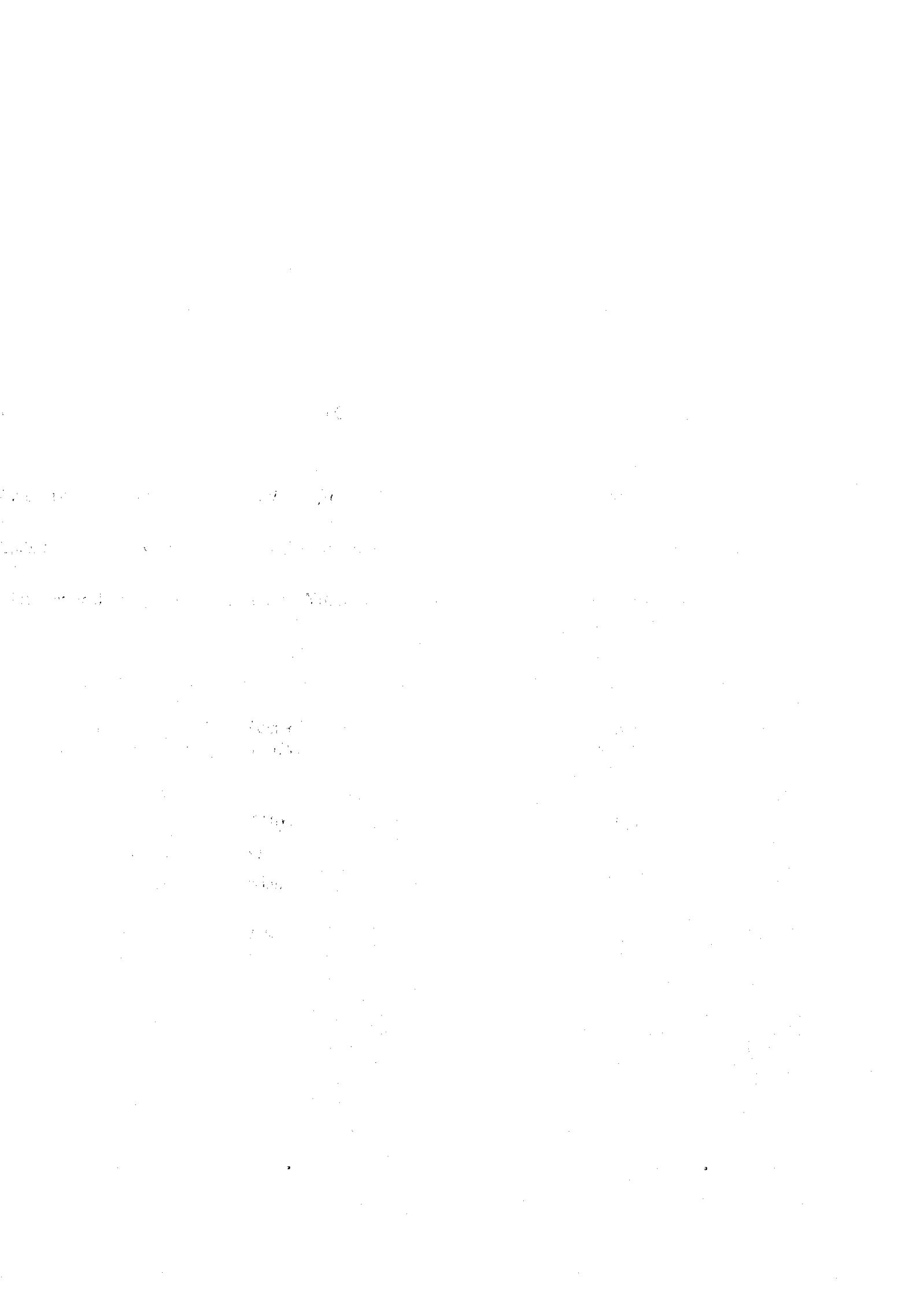
Priloga 1 Nabor programov in kvadratur

Priloga 2 Likvidnost izbranih dolgoročnih obveznic RS v zadnjih šestih mesecih

NABOR PROGRAMOV IN KVADRATUR

Zap št.	Program	Število	Kvadratura (v m ²)
1	Drogerija	1	350 - 450
2	Hišni tekstil	1	< 500
3	Oblačila	večje in manjše trgovine	> 3.000
4	Obutev	2, max 3, če je tretji butik	< 1.200
5	Spodnje perilo	1	60 – 150
6	Nogavice	1	50
7	Gostinski lokali (bife)	2-3	150-200
8	Športni program	1	1000-1200
9	Tehnični program	1	1.000-2.000
10	Kemična čistilnica	1	30
11	Ključni	1	8
12	Optika	1	70-120
13	Male živali	1	120-160
14	Darilni program	1	100-200
15	Usnjena galanterija	1	80-100
16	Mobilna telefonija	1	20-30
17	Parfumerija	1	60-100
18	Lekarna	1	100-150
19	Otroški program	1	500-600
20	Knjigarna	1	200-400
21	Ure in nakit	1	50-80
22	Cvetličarna	1	25-35
23	Frizerstvo	1	40
24	Sex shop	1	200-400
25	Čokoladnica, slaščičarna	1	50
26	Hitra hrana, restavracije	2-5	1.000-2.000
27	Loterija	1	6
28	Prehrambenik	1	5.000-6.000
29	Zabavišni del	2-5	1.000-2.500
30	Turistična agencija	1	20-50
31	Pošta, banka	1-2	200-500

Vir: Bojko 2007, 43.



**LIKVIDNOST IZBRANIH DOLGOROČNIH OBVEZNIC RS V ZADNJIH
ŠESTIH MESECIH**

Obveznice	Izdaja kosov	Likvidnost zadnjih 6 mesecev (14.3.-14.8.2008)	Likvid. na borzi v %
RS18	500.000	2.415	0,48
RS23	400.000	2.225	0,56
RS26	500.000	3.241	0,65
RS29	550.000	252	0,05
RS32	238.655	24.958	10,46
RS38	1.000.000	740	0,07
RS44	296.493	23	0,01
RS48	600.000	21.061	3,51
RS50	612.818	3.366	0,55
RS53	1.000.000	34.686	3,47
RS54	300.000	1.322	0,44
RS57	9.000.000	25.756	0,29
RS59	25.553.128	315.484	1,23
RS62	11.800.000	7.915	0,07
povprečje			1,56

Vir: Džanić 2008, 48.

