

Ivona JAVOROVIĆ

Ocena vrednosti nepremičnin v lasti podjetja

Članek prikazuje pomembnost ocene vrednosti nepremičnin v lasti podjetja na Hrvaškem. Podjetje XY⁽¹⁾ ima v bilanci stanja nepremičnino navedeno kot del opredmetenih osnovnih sredstev, katerih knjigovodska vrednost ni enaka tržni vrednosti, zato je treba to vrednost prilagoditi. Rezultat tega je verodostojnejša slika bilance podjetja. Na vrednost premoženja podjetja, ki poseduje nepremičnine, pomembno vplivajo tržne vrednosti nepremičnin na trgu, ki so odvisne od vrste nepremičnine, načina, na katerega se nepremičnina vodi v bilanci podjetja, in metode, uporabljene pri vrednotenju podjetja. Kaže tudi, kako trg vrednoti premoženje, ne glede na njegovo vrednost, navedeno v bilanci stanja. Tržna vrednost je edina relevantna pri prodaji in nakupu, ker jo oblikujeta ponudba in povpraševanje na trgu neodvisno od knjigovodske vrednosti, zato se tržna vrednost nepremičnine na trgu razlikuje od njene bilančne vrednosti, velika razlika pa je tudi v tem, ali nepremičnine ustvarjajo prihodke podjetja

ali samo stroške (ki vplivajo na vrednost podjetja pri vrednotenju po metodi diskontiranih denarnih tokov). Ta strokovni članek izhaja iz dejstva, da sta dva zanimiva poklica tesno povezana z vrednotenjem nepremičnin v lasti podjetja – dejavnost vrednotenja nepremičnin in dejavnost analize finančnih izkazov družbe, ki jo izvajajo finančni analitiki. V članku bomo poskušali potrditi predpostavki, da se v praksi najpogosteje uporablja primerjalna metoda vrednotenja nepremičnin in da se tržna vrednost nepremičnine v lasti podjetja močno razlikuje od njene knjigovodske vrednosti, prikazane v bilanci stanja. V zadnjem delu članka bo prikazano tudi, kako ocenjene tržne vrednosti nepremičnin vplivajo na metode vrednotenja podjetja.

Ključne besede: nepremičnine, metode vrednotenja, podjetje, tržna vrednost

1 Uvod

Nepremičninski trg je v svetovnem gospodarskem okolju izjemno pomemben in vpliven, kar potrjujejo tudi gospodarske krize, ki se pojavljajo po vsem svetu zaradi zloma trga drugorazrednih hipotekarnih kreditov avgusta 2007. Kljub posredovanju državnih institucij v Združenih državah Amerike, na Japonskem in v Evropi se je leta 2008 kriza razširila in prizadela svetovni finančni trg. Zlom nepremičninskega trga zahteva nove standarde in izboljšanje pravnega okvira. Zaradi visoke vrednosti nepremičnin je ta trg izjemno zanimiv za špekulante in tudi za vlagatelje, zato se želi z vrednotenjem pridobiti transparenten pregled nad nepremičninskim trgovom, da bi se izognili pokomu nepremičninskih balonov in krizam, ki jih lahko ti povzročijo. V sodobnem gospodarskem okolju je vrednotenje nepremičnin velik izziv, ki zahteva številna multidisciplinarna znanja, posebne veščine, ki jih posedujejo usposobljeni ocenjevalci vrednosti nepremičnin. Težave nastanejo pri izbiri vrednosti, ki se uporabljajo pri analizi, saj te vplivajo na končno vrednost nepremičnine, vrednotenje pa je močno odvisno tudi od subjektivnega odnosa ocenjevalca, zahtev investorja itd.

Osnovna pojma, obravnavana v članku, sta ocena vrednosti nepremičnin in ocena vrednosti podjetja. Nepremičnina je opredmeteno osnovno sredstvo, katerega tržna vrednost se ocenjuje s tremi metodami. Pri primerjalni metodi se nepremičnine primerjajo glede na skupne značilnosti, prihodkovna metoda se uporablja za nepremičnine, katerih namen je ustvarjanje dohodka, in stroškovna za tiste, pri katerih ni mogoče uporabiti prvih dveh. Cilj vseh teh metod je določiti tržno vrednost nepremičnin. Pri vrednotenju podjetja je izjemno pomembno, da pravilno razumemo pomen nepremičnine v lasti podjetja, saj se vrednost nepremičnine v računovodskih izkazih izkazuje s stroškom nabavne vrednosti nepremičnine, zmanjšanim za predpisano amortizacijsko stopnjo, ki ne izraža realne (tržne vrednosti) nepremičnine. Knjigovodska vrednost ni enaka tržni vrednosti, zato je treba vrednost nepremičnine prilagoditi vrednosti, ki kar najbolje izraža tržno vrednost na podlagi tržnih in drugih podatkov. V članku so predstavljeni odgovori na hipoteze, postavljene v magistrskem delu *Utjecaj procjene tržišne vrijednosti nekretnina kod procjene vrijednosti trgovačkih društava* (sln. Vpliv ocene tržne vrednosti nepremičnin pri oceni vrednosti podjetij).

2 Pomembnost nepremičnine pri oceni vrednosti podjetja

Sredstva podjetja so eden od treh osnovnih računovodskih pojmov in so sestavni del računovodskih izkazov. Bilanca stanja je računovodski izkaz sredstev podjetja, obveznosti in kapitala za določen dan, na katerega velja osnovno pravilo bilance stanja: $\text{sredstvo} = \text{obveznosti} + \text{kapital}$. Iz tega sledi, da večja ko so sredstva podjetja, večja bo vrednost njegove glavnice. Vsako podjetje ima premoženje, vendar pa je struktura tega odvisna od njegovih dejavnosti. Sredstva se na podlagi časa uporabe delijo na dolgoročna in kratkoročna. Dolgoročna sredstva imajo življenjsko dobo daljšo od leta dni, kratkoročna pa do leta dni. Nepremičnine se lahko opredelijo kot dolgoročna osnovna sredstva ali kot kratkoročna sredstva pod postavko dolgoročna opredmetena osnovna sredstva, namenjena prodaji. Med osnovna opredmetena sredstva spadajo nepremičnine, ki imajo fizično ali materialno obliko, jih podjetje uporablja v poslu in niso namenjene prodaji. V tem primeru jih podjetje uporablja za operativne ali neoperativne namene. Za operativni namen gre, kadar je na primer dejavnost podjetja oddajanje prostorov, prihodki od najemnin pa so glavni vir poslovanja. Nepremičnine, ki jih podjetje uporablja pri poslu, na primer poslovne stavbe, pa so pri vrednotenju podjetja prikazane kot neoperativna sredstva. To je treba ločiti zaradi predvidenih denarnih tokov, ki se uporabljajo pri vrednotenju podjetja. Med kratkoročna sredstva za prodajo spadajo nepremičnine, za katere se pričakuje hitra prodaja. Prodaja prinaša podjetju dobiček, zato lahko podjetje, ki ima presežek poslovnega prostora in ga želi prodati, to sredstvo prekvalificira iz dolgoročnih opredmetenih osnovnih sredstev v kratkoročna. V podjetjih, dejavnost katerih je gradbeništvo, so zgrajene stavbe in stanovanja zaradi narave njihovega poslovanja kratkoročna sredstva.

Vrednost nepremičnine vpliva na vrednost podjetja. Če vrednost nepremičnine predstavlja velik del v bilanci podjetja, bo pomembno vplivala na vrednost podjetja. Nepremičnina lahko poveča vrednost podjetja, če je njena tržna vrednost večja kot knjigovodska oziroma kot stroški pridobitve. Kadar pa cene na nepremičninskem trgu padajo, je tržna vrednost nepremičnine manjša kot njena knjigovodska vrednost, zato je treba vrednost nepremičnine prilagoditi njeni realni tržni vrednosti, kar vpliva tudi na zmanjšanje vrednosti podjetja.

Namen vrednotenja nepremičnine je odvisen od naročnika, torej podjetja ali vlagatelja, ta pa se za vrednotenje najpogosteje odloči zaradi nakupa osnovnih opredmetenih sredstev (tovarne, poslovni prostori), zastavitve nepremičnine, ko podjetje prevzame posojilo, ocenitve vrednosti premoženja pri statusni spremembi podjetja, ocenitve vrednosti nepremičnin pri vrednotenju temeljne vrednosti podjetja, postopka ureditve stavbnega zemljišča ali prodaje dela neoperativnih sredstev podjetja.

Nepremičnine je mogoče deliti glede na namen, zaradi katerega se vrednotijo, in tako je za potrebe finančnega poročila njihova klasifikacija taka (Štefančič, Stojević, 2017):

1. Nepremičnina za potrebe poslovanja je nepremičnina v lasti podjetja ali v najemu, ki se uporablja v proizvodnji, pri nabavi blaga, izvajanju storitev ali za administrativne namene. Taka nepremičnina je del rednega poslovanja, lahko pa je operativna ali neoperativna.
2. Nepremičnina za ustvarjanje dohodka ali kapitalskega dobička je nepremičnina v lasti podjetja ali v najemu, ki je namenjena pridobivanju dobička ali dvigovanju vrednosti podjetja in se ne uporablja za proizvodnjo ali prodajo. Taka nepremičnina ni del običajnega poslovanja niti del operativnega poslovanja podjetja.
3. Nepremičnina, ki glede na potrebe podjetja in operativno uporabo pomeni presežek ter je običajno predvidena za prodajo.
4. Nepremičnina, namenjena prodaji, je opredeljena kot del kratkotrajnih sredstev in je bila kupljena za trgovanje.
5. Nepremičnina, namenjena zakupu.

Pri vrednotenju nepremičnin v okviru vrednotenja podjetij je najprej treba upoštevati, za kaj se nepremičnina uporablja v podjetju. Ali se uporablja kot operativno sredstvo (npr. prodajalna, proizvodna hala, hotel ipd.) ali kot neoperativno (npr. če podjetje ukvarja z neko dejavnostjo, hkrati pa ima v lasti nepremičnino, ki jo daje v najem drugim, ali stanovanje lastnika podjetja, ki je vneseno v kapital podjetja, ipd.). Če je nepremičnina del operativnih sredstev, se njena vrednost upošteva pri vrednosti podjetja (npr. za hotelski objekt, ki se uporablja za posel, se denarni tokovi, ki izhajajo iz posla, prištevajo dinamični vrednosti nepremičnine). Če nepremičnina ni del operativnih sredstev, se operativna vrednost podjetja (brez nepremičnine) določa ločeno na podlagi predvidenih denarnih tokov iz poslovanja, ocenjena vrednost nepremičnine pa se doda tej operativni vrednosti, da se dobi vrednost celotnega kapitala (operativnega in neoperativnega), vloženega v podjetje. Nadaljnji postopek vrednotenja poteka običajno.

Drugačen pristop k vrednotenju nepremičnin je mogoč, če podjetje opravlja posel v nepremičnini na izjemni lokaciji (pisarniški prostori). Če lahko podjetje isti posel opravlja na kateri koli drugi (cenejši) lokaciji (npr. računovodsko podjetje ali arhitekturni biro), je bolje, da se vrednost pisarniških prostorov ovrednoti ločeno in se stroškom poslovanja podjetja dodajo ocenjeni stroški za najem prostora na neki drugi lokaciji. V tem primeru ocena ponovno sestoji iz dveh delov – iz denarnega toka iz poslovanja (v katerem so vključeni stroški najema na drugi lokaciji) in ločeno ocenjene vrednosti nepremičnine. Druga možnost je, da vrednotenje opravimo brez popravka, tj. da denarni tokovi podjetja že izražajo vrednost nepremičnine, vendar to običajno ni priporočljivo, ker gre za oportunistične strošek.

3 Postopek vrednotenja nepremičnine

Postopek vrednotenja nepremičnine vključuje določitev namena vrednotenja, *določitev naloge ocenjevalca vrednosti nepremičnin*, izbiro osnove, izbiro metode vrednotenja, pridobivanje podatkov, analizo, prikaz rezultatov in dokumentiranje (Uhlir, Majčica, 2016). Pri vrednotenju nepremičnine je najprej treba *opredeliti namen tega*. Tega navede naročnik, ocenjevalcu pa pomaga pri izbiri postopkov za vrednotenje in pri pridobivanju podatkov, ki jih potrebuje za uspešno vrednotenje. Z opredelitvijo namena se določi vrsta pravnega posla, zaradi katerega se opravlja elaborat. *Določitev naloge ocenjevalca* je naslednji korak pri vrednotenju, v okviru katerega da naročnik ocenjevalcu navodila za vrednotenje, ki vsebujejo prostorsko opredelitev nepremičnine, datum ugotavljanja njene kakovosti in datum, na katerega bo opravljeno vrednotenje. V naslednjem koraku sledi *izbor osnove za vrednotenje*, ki se določi na podlagi namena in naloge ocenjevalca. Izbere se najustreznejša osnova, včasih pa za vrednotenje zadošča že osnova, določena s predpisi. Osnova za vrednotenje je tržna vrednost nepremičnine, ki se oblikuje ob upoštevanju predpisanih metod vrednotenja nepremičnin. Podatki, vzeti s prostega trga, vedno temeljijo na tržni vrednosti. Če se podatki pridobijo pri investitorju, dobimo investicijsko vrednost, ki ni odvisna od metode, po kateri je pripravljen izračun. *Izbora metode vrednotenja* je odvisen od vrste vrednotene nepremičnine, namena vrednotenja, razpoložljivih informacij, osnove, naloge in poslovne prakse. Z zakonom je določeno, katere metode se glede na razpoložljive podatke uporabljajo pri vrednotenju določenih nepremičnin. Za izdelavo ocene vrednosti nepremičnin se uporabljajo te predpisane metode:

- primerjalna metoda,
- prihodkovna metoda,
- stroškovna metoda.

Za natančnejšo opredelitev metod, ki se uporabljajo pri vrednotenju nepremičnin, se na Hrvaškem uporablja pravilnik o metodah vrednotenja nepremičnin (hrv. *Pravilnik o metodama procjene vrijednosti nekretnina*).

4 Vrednotenje nepremičnin z izbranimi metodami vrednotenja

Primerjalna metoda se uporablja za nepremičnine, ki izpolnjujejo te tri pogoje (Uhlir, Majčica, 2016.):

- Vrednost nepremičnine se ocenjuje na podlagi vsaj treh primerjalnih transakcij, opravljenih na trgu. Če imamo na voljo dovolj kupoprodajnih cen, se lahko pri primerjavi uporabijo kupoprodajne cene nepremičnin z drugih podobnih območij, ki imajo dovolj primerljivih značilnosti kot vrednotena nepremičnina – t. i. indeks razvitosti (2.

stavek 35. člena hrvaškega pravilnika o metodah vrednotenja nepremičnin).

- Vrednotena nepremičnina mora imeti dovolj podobnih značilnosti s primerjano nepremičnino, da za interkvalitativno izenačevanje uporabljenih odbitkov in dodatkov ne presega 40-odstotne izstopne vrednosti, s čimer se doseže zanesljivost metode. Manjši ko je odstotek prilagoditve, večja je zanesljivost, pri večjih pozidanih zemljiščih pa večja stopnja heterogenosti vpliva na večja odstopanja.
- Uporabljeni podatki na dan vrednotenja ne smejo biti stari več kot štiri leta (časovna prilagoditev).

Osnova *prihodkovne metode* je uporaba diskontiranih prihodnjih denarnih prihodkov nepremičnin na sedanjo vrednost. Metoda neposredne kapitalizacije izhaja iz razmerja med enoletnim donosom nepremičnine in vrednostjo nepremičnine, ki se izpeljeta iz realiziranega prometa nepremičnin, izrazi pa se s pomočjo obrestne mere za nepremičnine *V* izračun se vnese predviden preostanek življenjske dobe nepremičnine.

V nadaljevanju bomo prikazali ocenitev tržne vrednosti nepremičnin podjetja XY d. o. o. z uporabo različnih predpisanih metod (primerjalna, prihodkovna in stroškovna). Prikazali bomo, kako lahko uporaba različnih metod spremeni bilanco in vpliva na vrednost podjetja, tj. lastniškega kapitala. Pri vrednotenju nepremičnine smo uporabili zaupne tržne podatke, ki smo jih prejeli od pooblaščenega ocenjevalca nepremičnin iz hrvaške baze podatkov eNekretnine in so dostopni samo pooblaščenim osebam, in podatke, ki smo jih prejeli od pooblaščenih oseb podjetja XY, ki je lastnik vrednotenih nepremičnin. Vrednotenje je za vse nepremičnine potekalo enako, ker se je ocenjevala skupna vrednost kapitala podjetja in v okviru tega nepremičnine v njegovi lasti.

Ker so vse nepremičnine v Zagrebu, se splošen prikaz vrednostnih zakonitosti na trgu nepremičnin navezuje in vpliva enako na vse nepremičnine v lasti podjetja, enako pa velja tudi za makrolokacijo. Cene nepremičnin na Hrvaškem še vedno nekoliko padajo glede na doseženo ceno in območje celotne države, kar je mogoče pripisati slabemu povpraševanju, ki je posledica neenakega gospodarskega razvoja in slabe kupne moči.

Razlogi za povprečen padec cen izvirajo iz tega, da na Hrvaškem – razen na omenjenih območjih – ni povpraševanja po nepremičninah, kar je posledica neenakomernega razvoja gospodarstva in nizke kupne moči. Niti v Zagrebu cene ne rastejo na vseh območjih, temveč samo na tistih, ki so na dobrih lokacijah za stanovanja in so zanimiva za turiste, zato veljajo za dobro naložbo. (Ranilović, 2017, internet)

Čeprav se je ob vstopu Hrvaške v EU pričakoval pozitiven vpliv na razvoj hrvaškega gospodarstva in nepremičninski trg, zaradi strukturnih težav ti vplivi še vedno niso opazni.

Pomanjkanje tujih naložb in nakupov nepremičnin je mogoče pripisati »neustreznemu podjetniškemu vzdušju na Hrvaškem«, tj. visokim davkom in pravni negotovosti, zaradi katerega se tuji vlagatelji še vedno ne odločajo za sodelovanje v nepremičninskih projektih.

V članku bosta prikazani vrednotenji dveh vrst nepremičnin v lasti podjetja, in sicer zemljišču s parkirnimi površinami in poslovne stavba. Za tretjo nepremičnino v lasti podjetja – stanovanje, ki je tudi vključeno v oceno vrednosti podjetja –, je bila prav tako uporabljena primerjalna metoda, vendar pa vrednotenja te v članku nismo prikazali, ker gre za enak postopek kot pri vrednotenju zemljišča.

4.1 Vrednotenje nepremičnine – zemljišče

Prva nepremičnina v lasti XY d. o. o., ki se vrednoti, je zemljišče s parkirnimi površinami, za katero se po zakonu kot za vsa nepozidana zemljišča pri vrednotenju lahko uporablja le primerjalna metoda. S primerjavo vrednotenega zemljišča z zemljiščem, ki je na isti lokaciji in podobne velikosti, se najverodostojneje določi tržna vrednost, ker glede na to, da gre za nepozidano zemljišče, ni veliko razlikovalnih značilnosti.

Pri tej metodi je zelo pomembna pravilna uporaba podatkov o primerjanih nepremičninah. Ti vključujejo realne kupoprodajne cene primerjanih nepremičnin, ki stojijo blizu vrednotene nepremičnine ali imajo vsaj podoben tržni položaj. Z vrednoteno nepremičnino se primerjajo nepremičnine, ki so bile prodane in/ali so trenutno na trgu. Ker nobena nepremičnina ni popolnoma enaka, se za čim natančnejšo oceno tržne vrednosti primerjajo štiri podobne nepremičnine. Postopek primerjave je opisan v nadaljevanju (Uhlir, Majčica, 2016):

1. Najprej se določijo nepremičnina, ki bo vrednotena, in vse njene značilnosti (datum ugotavljanja kakovosti nepremičnine, datum vrednotenja, posebne značilnosti nepremičnine, splošna vrednostna razmerja).
2. Določitev pomembnih dejstev primerjanih nepremičnin na podlagi dostopnih podatkov.
3. Pretvorba vrednosti na skupni imenovalac z uporabo pretvorbenih koeficientov (časovna in kakovostna izenačitev), ker se nepremičnine medsebojno razlikujejo.
4. Izračun tržne vrednosti vrednotene nepremičnine z množenjem neto uporabne površine nepremičnine in vrednosti na kvadratni meter iz aritmetične sredine primerjanih cen.

Prilagoditve pri primerjanju se opravijo na podlagi podatkov o časovnem obdobju, v katerem se primerjane nepremičnine poskušajo prodati, lokaciji, velikosti in obliki zemljišča, infrastrukturi, možnosti gradnje, coni gradnje ipd. Prilaganje mora dati odgovor na vprašanje, kakšno ceno bi imela primer-

jana nepremičnina, če bi imela enake značilnosti kot vrednotena. Cena je določena glede na fizične dimenzije v kvadratnih metrih.

Treba je poudariti, da se prilagoditev vedno opravlja glede na primerjane nepremičnine. Če so primerjane lastnosti slabše primerljive, se poveča vrednost primerjane nepremičnine, ker je ta »manj vredna« in je koeficient za preračunavanje negativen % (-). Pozitiven (+) koeficient se uporablja, kadar imajo nepremičnine podobne lastnosti.

V preglednici 1 je prikazan izračun tržne vrednosti zemljišča po primerjalni metodi. V prvem delu preglednice so navedeni podatki o primerjanih nepremičninah in njihove glavne značilnosti. V drugem delu preglednice so splošne prilagoditve, ki vključujejo časovno prilagoditev, pravice na nepremičninah, tržne in prodajne pogoje ipd. Pri časovni prilagoditvi se s pomočjo indeksnih nizov zmanjšajo razlike zaradi sprememb splošnih vrednostnih razmer na trgu. Na uradnih straneh Hrvatske narodne banke se pridobijo podatki o indeksnih nizih (indeksi cen stanovanjskih nepremičnin). Po časovni prilagoditvi se opravi fizična prilagoditev, pri kateri se določijo relevantni koeficienti za preračunavanje zemljišča. Določena tržna vrednost zemljišča po vseh prilagoditvah znaša 185.985 evrov.

4.2 Vrednotenje nepremičnine – poslovna stavba

Druga vrednotena nepremičnina je poslovna stavba v lasti XY d. o. o. Glede na dostopne tržne podatke, vrsto nepremičnine in namen vrednotenja je vrednotenje opravljeno po poenostavljeni prihodkovni metodi – z neposredno kapitalizacijo prihodnjega donosa. Po hrvaških zakonih se ta metoda uporablja pri vrednotenju nepremičnin za najem, gospodarskih in drugih nepremičninah, katerih namen je ustvarjanje prihodka. Metodo smo uporabili, ker smo pridobili največ podatkov o dogovorjenih zakupih podobnih nepremičnin, oglaševanih za najem na trgu, in tudi zaradi podatkov o dogovorjenem zakupu za del navedene stavbe, ki je uporabljen v izračunu. Pogodba o zakupu dela poslovne stavbe je sklenjena za najem enote po ceni 9,6 EUR/m². Cena iz pogodbe o zakupu je bila uporabljena v izračunu čistega prihodka, ker ni bistvenega odstopanja od prihodka od najema, doseženega na trgu.

Stroški gospodarjenja so običajni letni izdatki za vzdrževanje nepremičnine, ki nastanejo ob ustreznem gospodarjenju z nepremičnino in ob dovoljeni uporabi te. Stroški vsebujejo (44.–48. člen hrvaškega pravilnika o metodah vrednotenja nepremičnin):

1. stroške upravljanja nepremičnine (npr. stroške delovne sile in urejanja, stroške nadzora ...), ki znašajo 2 % neto najemnine^[3];

Preglednica 1: Vrednotenje zemljišča

Vrsta podatka		Primerjalna metoda – zemljišče				
Podatki o nepremičninah	nepremičnina	ocenjena	primerjalna 1	primerjalna 2	primerjalna 3	primerjalna 4
	mesto	Zagreb	Zagreb	Zagreb	Zagreb	Zagreb
	lokacija	Palmitičeva ulica	Vončinina ulica	Klaićeva ulica	Klaićeva ulica	Jagićeva ulica
	nepremičnina	zemljišče	zemljišče	zemljišče	zemljišče	zemljišče
	vrsta transakcije	/	kupoprodaja	kupoprodaja	kupoprodaja	kupoprodaja
	datum transakcije	3Q2018	3Q2017	4Q2017	1Q2018	4Q2015
	površina (m ²)	415	602	47	23	47
	cena (EUR)	/	270.900	24.957	11.063	32.054
	cena po m ²	/	450	531	481	682
Splošne prilagoditve	datum transakcije	3Q2018	3Q2017	4Q2017	1Q2018	4Q2015
	indeks cen Hrvatske narodne banke	112,2	106,5	110,5	112,2	98,6
	prilagoditev	/	5,4 %	1,6 %	0,0 %	13,8 %
	prilagojena vrednost	/	474,3	539,3	481	775,8
	lastninske pravice	zemljiškoknjižno lastništvo	zemljiškoknjižno lastništvo	zemljiškoknjižno lastništvo	zemljiškoknjižno lastništvo	zemljiškoknjižno lastništvo
	prilagoditev	/	0 %	0 %	0 %	0 %
	časovna prilagoditev	/	474,3	539,3	481,0	775,8
	lokacijsko/gradbeno dovoljenje	ne	ne	ne	ne	ne
	prilagoditev	/	0 %	0 %	0 %	0 %
	lokacija	dobra	podobna	malo boljša	malo boljša	podobna
Fizične prilagoditve	prilagoditev	/	0 %	-5 %	-5 %	0 %
	oblika zemljišča	stranica od 1:2,5 do 1:5	stranica od 1:2,5 do 1:5	več kot 1:5	več kot 1:6	stranica od 1:2,5 do 1:5
	prilagoditev	/	0 %	10 %	10 %	0 %
	velikost zemljišča v m²	415,00	602,00	47,00	23,00	47,00
	prilagoditev	/	0 %	-10 %	-10 %	-10 %
	dostop po cesti	dober	boljši	boljši	boljši	boljši
	prilagoditev	/	-5 %	-5 %	-5 %	-5 %
	komunalna ureditev	da	da	da	da	da
	prilagoditev	/	0 %	0 %	0 %	0 %
	dostop do javnega prometa	neposreden	boljši	boljši	boljši	boljši
	prilagoditev	/	-10 %	-10 %	-10 %	-10 %
	zanimivost zemljišča	dobra	boljša	boljša	boljša	boljša
	prilagoditev	/	-10 %	-10 %	-10 %	-10 %
konfiguracija terena (presek)	raven	raven	poševen	poševen	nepravilen	
prilagoditev	/	0 %	10 %	10 %	15 %	
skupna prilagoditev	/	-25 %	-20 %	-20 %	-20 %	
indicirana vrednost na m ²	448,2	355,7	431,5	384,8	620,7	
površina nepremičnine v m ²	415,00					
vrednost na m ² v EUR	448,16					
tržna vrednost v EUR	185.985					

Vir: lastna raziskava

Preglednica 2: Izračun preostanka življenjske dobe stavbe

Tabela FU	A	B	C	Izbrani FU =	1,5
	1,5	1,5	1,5		
S = 15 let	ŽDS = 100		S/ŽDS = 15 %		%ŽDS = 79 %
PŽDS = %ŽDS*ŽDS (let) =					79

Vir: lastna raziskava

Preglednica 3: Izračun obrestne mere za nepremičnino

Obrestna mera za nepremičnino			izbrano
Kategorija:	poslovni prostori	4,5–6 %	5,5 %
		lega nepremičnine: dobra ali slaba	0,5 %
Prilagoditev stopnje kapitalizacije:		kakovost stavbe: povprečna	0 %
		gospodarski položaj: povprečen	0,5 %
		razvojni potencial: ne obstaja	0 %
Skupaj: 6 % + 0,5 % + 0 % + 0,5 % + 0 % =			6,5 %

Vir: lastna raziskava

- stroške vzdrževanja (zaradi iztrošenosti/starosti nepremičnine in podnebnih vplivov, zaradi katerih se podaljšuje življenjska doba konstrukcije), ki so pavšalno določeni, odvisno od preostanka predvidene življenjske dobe stavbe in kvadrature;
- tveganja izgube najemnine/zakupnine (zaradi neizterljivosti plačila najema/zakupa ali praznega prostora, namenjenega najemu/zakupu), ki za stanovanjske nepremičnine znašajo 2 % neto najemnine, za gospodarske nepremičnine pa 4 % neto najemnine;
- zagonške (režijske) stroške (npr. stroške za komunalne storitve, davek na nepremičnine ...), ki jih praviloma plača najemnik/zakupnik in v njih niso vključeni stroški gospodarjenja, saj ne zmanjšujejo prihodka.

Prvi korak pri prihodkovni metodi je ocena bruto prihodka, ki ga lahko doseže vrednotena nepremičnina. Nato se vrednotijo nezapolnjene zmogljivosti in višina stroškov, ki se odštejejo od potencialnega bruto prihodka, da se dobi neto prihodek. Potem se vrednost nepremičnine ocenjuje s pomočjo neposredne kapitalizacije. Operativni stroški se izračunajo kot odstotek potencialnega bruto prihodka, upoštevajoč razmerja, ki veljajo za podobne nepremičnine.

Za izračun tržne vrednosti poslovne stavbe sta pomembna dva preliminarne postopka, in sicer izračun preostanka življenjske dobe stavbe (PŽDS) in izračun obrestne mere za nepremičnino (preglednici 2 in 3).

Verjeten preostanek življenjske dobe stavbe se izračuna v skladu z določili iz priloge 10 k hrvaškemu pravilniku o metodah vrednotenja nepremičnin, in sicer tako, da se uporabi faktor uporabe (FU) in relativna starost stavbe (S/ŽDS). Za izbrani FU se uporabi najslabša klasifikacija, ki po vseh merilih iz tabele (razdelek ŽDS) znaša 100 let (glede na prilogo 9

k hrvaškemu pravilniku o metodah vrednotenja nepremičnin je ocenjena življenjska doba za stanovanjske in poslovne stavbe (klasična urbana gradnja v mestih 19. st.) 100–120 let). Na podlagi izračuna znaša razlika med ŽDS in PŽDS 21 let (ŽDS – PŽDS)^[4].

Obrestna mera za nepremičnino (mera donosnosti/kapitalizacije nepremičnine) se določa glede na vrsto nepremičnine, s katero se običajno kapitalizira tržna vrednost nepremičnine. Za vrednoteno nepremičnino je bila izbrana 6,5-odstotna obrestna mera (preglednica 3). Vrednosti za posamezna merila so povzete po prilogi 13 k hrvaškemu pravilniku o metodah vrednotenja nepremičnin. Tako je npr. za lego nepremičnine uporabljena vrednost 0 %, ker je lega dobra do zelo dobra. Pri tem ima ocenjevalec možnost, da opredeli, ali je lega nepremičnine boljša ali slabša. Enako so opredeljene tudi druge vrednosti. Vsota vseh vrednosti daje skupno obrestno mero za nepremičnino. Tako je bila za gospodarske razmere na Hrvaškem upoštevana obrestna mera 0,5 %, ki je višja kot povprečna obrestna mera, saj so po mnenju avtorice razmere v državi slabše.

Prihodkovna vrednost (PV) nepremičnine je izračunana s poenostavljeno prihodkovno metodo po formuli: $PV = LP \times M$. (3. stavek 41. člena hrvaškega pravilnika o metodah vrednotenja nepremičnin). Ocenjena prihodkovna vrednost poslovne stavbe znaša 624.146,74 evra oziroma 1.532 evrov na kvadratni meter uporabne površine nepremičnine.

Čisti letni prihodek nepremičnine (LP) se izračuna tako, da se od tržnega bruto prihodka od najema (bruto najemnina) odbijejo vsi stroški gospodarjenja. Tak neto prihodek se kapitalizira z izstopnim faktorjem kapitalizacije (multiplikator M), ki se izračuna iz obrestne mere za nepremičnino in preostanka življenjske dobe nepremičnine. Poenostavljena prihodkovna

Preglednica 4: Vrednotenje poslovne stavbe

Prihodkovna metoda – poslovna stavba				
	Merilo	NPM (m ²)	EUR/m ²	Vrednost v EUR
	Bruto najemnina	407,3	9,6	3.910,08
	letno skupaj:			46.921
	Stroški gospodarjenja:			
(a) izračun PG – čisti prihodek nepremičnine	upravljanje:	2 %		-938,42
	vzdrževanje:	8 EUR/m ²		-3.258,40
	tveganje izgube najemnine:	4 %		-1.876,84
	letni stroški skupaj:			6.074
	čisti letni prihodek (LP)			40.847
	PŽDS 79 let			
(b) izračun M	obrestna mera za nepremičnino 6,5 %			
	Multiplikator (M)	15,28		
(c) LP x M	kapitalizirani čisti prihodek			624.147
Prihodkovna vrednost				624.147
Prihodkovna vrednost na m² NPM				1.532

Vir: lastna raziskava

metoda se uporablja, če je diskontirano vrednost zemljišča mogoče zanemariti pri predvidljivem preostanku življenjske dobe nepremičnine (PŽDS), to je kadar je ta daljši od 50 let. Pri vrednoteni nepremičnini PŽDS znaša 79 let, kar pomeni, da vrednost zemljišča postaja zanemarljiva v razmerju do prihodkovne vrednosti brez zemljišča.

5 Vpliv ocenjenih tržnih vrednosti nepremičnin

Podjetje XY ima v aktivi bilance obravnavane nepremičnine navedene kot del osnovnih opredmetenih sredstev večje vrednosti, njihova vrednost pa se izkazuje s stroškom nabavne vrednosti. Od trenutka uporabe nepremičnine se zanjo zaračunava amortizacija, ki pomeni za podjetje strošek, s katerim se zmanjšuje knjigovodstvena vrednost nepremičnine. Uporabljene amortizacijske stopnje za osnovna sredstva so samo računovodski približek uporabe osnovnih sredstev, za katerega ni nujno, da izraža realno (tržno) zmanjšanje vrednosti. Knjigovodska vrednost ni enaka kot tržna vrednost, zato jo je treba prilagoditi na vrednost, ki kar najbolj izraža tržno vrednost. V tem delu se vrednoti vpliv precenjenih tržnih vrednosti zemljišča in poslovne stavbe na čista sredstva (lastniški kapital) podjetja XY.

Pri vrednotenju lastniškega kapitala podjetja smo uporabili metodo diskontiranih prostih denarnih tokov in metodo prilagojene knjigovodske vrednosti. *Metoda diskontiranih prostih denarnih tokov* temelji na predvidevanju poslovanja v prihodnosti. Upoštevajoč vrednosti, dobljene pri vrednotenju, so

vstopne postavke prilagojene knjigovodske vrednosti podjetja. V tem delu članka bo prikazano, kako te vrednosti nepremičnin spremenijo bilanco, tj. vrednost podjetja. Neoperativna sredstva podjetja tvori prav tržna ocena vrednosti nepremičnin – zemljišča s parkirnimi prostori, stanovanja in poslovne stavbe. Glede na to, da gre za osnovna opredmetena sredstva, ki ne ustvarjajo operativnih prihodkov, se njihova vrednost pri metodi diskontiranih prostih finančnih tokov posebej prišteje znesku ocene. V nasprotju s stanovanjem in zemljiščem je edina nepremičnina, ki delno ustvarja prihodek, poslovna stavba s poslovnimi prostori, ki se oddajajo po od 9,6 EUR/m². Zato se četrtnina vrednosti pojmuje kot neoperativna sredstva. Na podlagi navedenega znaša skupna vrednost podjetja, tj. njegovega lastniškega kapitala, 1.656.409 evrov.

Metoda prilagojene knjigovodske vrednosti je statična metoda, ki delno upošteva tržne vrednosti za postavke, tržno vrednost katerih je mogoče relativno zanesljivo ugotoviti, namesto preteklih (nabavnih) vrednosti. Zato se s to metodo posamezne postavke sredstev in obveznosti prilagodijo vrednosti, ki kar najbolj izraža tržno vrednost, in sicer na podlagi tržnih in drugih vstopnih podatkov. Na primer uporabljene amortizacijske stopnje za osnovna sredstva so samo računovodski približek uporabe osnovnih sredstev, ki ne izraža nujno realnega (tržnega) zmanjšanja vrednosti. Razlika med tržno prilagojeno vrednostjo celotnih sredstev in tržno prilagojeno vrednostjo obveznosti izraža prilagojena (tržna) vrednost lastniškega kapitala. Eden od razlogov za prilagoditev je, da stanje na določeni datum prikazuje pretekle podatke, vrednosti, prikazane v bilanci stanja, pa se ne ujema s tržnimi cenami.

Preglednica 5: Vrednotenje lastniškega kapitala podjetja

Parametri ocene končne vrednosti po desetem letu	
stopnja rasti FCFF po 10. letu (g_{FCFF})	2,50 %
končni strošek WACC po 10. letu ($WACC_{TV}$)	10,21 %
končna vrednost podjetja ob koncu 10. leta (TV)	1.578.471 EUR
PV končne vrednosti podjetja (PV)	597.195 EUR
Ocena vrednosti podjetja na podlagi FCFF	
PV (FCFF _{1...10})	579.637 EUR
PV (FCFF _{11...∞})	597.195 EUR
EV _p (enterprise value): vrednost operativnih sredstev	1.176.832 EUR
– manjšinski interesi (pri konsolidaciji)	0 EUR
+ Σ neoperativna sredstva	492.874 EUR
tržna vrednost pisarniškega prostora, Palmotićevega ulica	624.147 EUR
tržna vrednost parkirnega prostora, Palmotićevega ulica	185.985 EUR
tržna vrednost stanovanja, Palmotićevega ulica	111.651 EUR
– tržna vrednost dolga (15. 9. 2018)	13.297 EUR
Vrednost lastniškega kapitala	2.604.786 EUR

Vir: lastna raziskava

Preglednica 6: Bilančna in tržna vrednost sredstev

Bilanca 15. 9. 2018	
poslovna stavba	31.023 EUR
zemljišče s parkirnimi površinami	137.823 EUR
stanovanje	238.478 EUR
Skupaj	407.324 EUR
Prilagojena bilanca 15. 9. 2018	
poslovna stavba	624.315 EUR
zemljišče s parkirnimi površinami	225.144 EUR
stanovanje	111.652 EUR
Skupaj	691.111 EUR

Vir: lastna raziskava

Prvi korak pri določanju vrednosti lastniškega kapitala s to metodo je prilagoditev vrednosti osnovnih opredmetenih sredstev podjetja (nepremičnin) na njihovo tržno vrednost. Iz preglednice 6 je razvidno, da znaša skupna knjigovodska vrednost nepremičnin 407.324 evrov, kar je kot 50 % ocenjene tržne vrednosti nepremičnin, ki znaša 921.783 evrov. Tako velika razlika izhaja iz vrednosti poslovne stavbe. Medtem ko bilančna vrednost stavbe znaša 31.023 evrov, je njena tržna vrednost ocenjena na 624.147 evrov. Visoke amortizacijske stopnje se izražajo v nižji knjigovodski vrednosti. Nasprotno pa je visoka tržna vrednost posledica zanimive lokacije, primerne za najem poslovnih prostorov, in ugodne najemnine. Pri zemljišču, drugi nepremičnini v lasti podjetja, se vrednosti ne razlikujeta bistveno, saj se za zemljišče po hrvaškem zakonu o računovodstvu ne zaračunava amortizacija, zato ni večjih razlik med tržno in knjigovodsko vrednostjo. Večja tržna vrednost

izhaja iz zanimivosti lokacije, boljših razmer na trgu in dejstva, da je družba kupila zemljišče v ugodnem času in pod ugodnimi pogoji. Pri stanovanju, tretji nepremičnini v lasti podjetja, je ocenjena tržna vrednost veliko nižja kot bilančna. Stanovanje je bilo kupljeno po premijski ceni v času gospodarske rasti in finančnega razcveta, kar se izraža v njegovi »visoki« bilančni vrednosti. Ta razlika je lahko za podjetja sporna, saj je težko dokazati, da je realna (intrinzična) vrednost stanovanja 111.651 evrov. Ta vrednost je rezultat ocene in ne natančne vrednosti. Iz tega izhaja, da bi bila na podlagi prilagoditve vrednosti samo vrednost nepremičnine ob predpostavki *ceretis paribus* preostalih postavk vrednost podjetja večja za 283.787 evrov, s čimer bi vrednost lastniškega kapitala znašala 1.314.452 evrov. Potrdilo se je, da se bilančna vrednost nepremičnin razlikuje od tržno ocenjene vrednosti nepremičnin. Vzrok za to izhaja iz dejstva, da bilančna oziroma knjigovodska vrednost izraža preteklo vrednost nepremičnin glede na stroške pridobitve (cene, ki je bila takrat plačana), medtem ko tržna vrednost izraža aktualno trenutno vrednost glede na razmere na trgu. Po metodi prilagojene knjigovodske vrednosti je vrednost lastniškega kapitala podjetja XY 993.024 evrov. Vrednost lastniškega kapitala, dobljena s to metodo, izraža samo minimalen prag vrednosti lastniškega kapitala, ker se vrednost določa na podlagi nekdanjih podatkov, neupoštevajoč načelo trajnosti poslovanja niti rast podjetja v prihodnosti.

5.1 Primerjava metod vrednotenja podjetja

Pri vrednotenju smo uporabili dve metodi. Z metodo diskontiranja pričakovanih prostih denarnih tokov je bila poštena

vrednost kapitala v lasti podjetja določena na 2.604.786 evrov. Z uporabo metode prilagajene knjigovodske vrednosti, ki služi kot referenca najnižjega praga vrednosti, je poštena vrednost kapitala v lasti podjetja znašala 993.024 evrov.

Metoda diskontiranih denarnih tokov (DCF) se uporablja pri kupoprodaji delnic, kadar prodajalcu ni nujno treba prodati delnic in razmišlja, ali je glede na prihodnje finančne tokove smiselno, da ostane lastnik. S to metodo se določa intrinzična vrednost podjetja, ker temelji na predvidevanju in oceni uspešnosti operativnega poslovanja podjetja. Uporablja se, kadar se vrednoti podjetje, ki trajno posluje in namerava tudi v prihodnosti poslovati po načelu delujočega podjetja. Na oceno pomembno vplivajo subjektivna percepcija ocenjevalca in napovedi prihodnosti, kar se kaže v ocenjenih denarnih tokovih in stopnji rasti. Zaradi navedenega je največji problem tega modela to, da je uspešen toliko, kolikor so uspešno ocenjeni njegovi vložki.

Metoda prilagajene knjigovodske vrednosti se uporablja pri kupoprodaji delnic, če se prodajalec odloči, da bo prodal podjetje. Je statistična metoda za vrednotenje, zato je vrednost lastniškega kapitala manjša kot tista, ki je bila dobljena z metodo diskontiranih denarnih tokov. Uporablja se v primerih likvidacije in stečaja, pri katerih je zaradi hitrega postopka prodaje ocenjena vrednost vedno nižja.

6 Sklep

Za učinkovito razpolaganje z nepremičninami in upravljanje teh je treba poznati tudi njihovo vrednost. V praksi je na voljo več metod in postopkov vrednotenja nepremičnin, zaradi česar prihaja do različnih vrednosti nepremičnin, kar povzroča zmedo pri naročnikih ocen vrednosti nepremičnin in drugih udeležencih, ki uporabljajo te informacije. Vzrok za tako stanje je subjektivna svoboda, ki jo ima ocenjevalec pri vrednotenju. Prevladuje prepričanje, da je ocena vrednosti nepremičnine samo ocena in ne natančno določen znesek. Potrebujemo metodo, ki bi omogočala določitev kar najbolj trajnih in nespremenljivih vrednosti nepremičnin, s čimer bi se doseglo pregledno poslovanje na nepremičninskem trgu ter ustvarila pravna varnost za vlagatelje in prodajalce nepremičnin ter tudi pravna varnost pri razlastitvi in sodnih postopkih.

Realna vrednost nepremičnine se doseže na trgu s tem, ko se stranki, ki sodelujeta v postopku izmenjave in nista pod časovnim pritiskom za prodajo/nakup, strinjata o vrednosti nepremičnine. Ocena vrednosti nepremičnine je vedno samo ocena in stvar družbenega dogovora je, katera vrednost bo obveljala za sprejemljivo. Ne nazadnje je trg tisti, ki oceno sprej-

me ali zavrne. Tako za vrednost, ki jo je določil pooblaščen ocenjevalec vrednosti nepremičnin, ni nujno, da je sprejeta, niti ocenjevalcu zaradi njenega odstopanja ni treba odgovarjati.

Ta članek povezuje poznavanje dveh strokovnih področij – dejavnost vrednotenja nepremičnin in vrednotenje podjetij. Kdor se ukvarja z vrednotenjem, mora opraviti izpit in pridobiti licenco, kar pomeni, da poseduje zahtevana strokovna znanja. Pooblaščen ocenjevalec nepremičnin ima najpogosteje končno gradbeno ali ekonomsko fakulteto, vrednotenje podjetij pa opravljajo strokovnjaki, ki so se izobraževali na področju financ in so pridobili certifikat CFA. Tako se pogosto dogaja, da pri vrednotenju nepremičnine zaradi določanja vrednosti podjetja velikokrat prihaja do nesporazumov in nejasnosti med obema strokama. Z medsebojnim sodelovanjem in dopolnjevanjem obeh strok bi pripomogli k razvoju trga nepremičnin in investicijskih naložb in tudi k izboljšanju splošnih gospodarskih razmer.

.....
Ivona Javorović, mag. prav. in manag. neprem.
magistrantka Evropske pravne fakultete Nove univerze, Katedra za
pravo in management nepremičnin, Ljubljana
E-pošta: ivona9900@gmail.com

Opombe

^[1] Zaradi anonimnosti podatkov je družba označena z oznako XY.

^[2] Vse vrednosti so preračunane iz hrvaških kun v evre po tečaju, ki ga je 15. septembra 2018 določila Hrvatska narodna banka. Po njem je vrednost 1 evra znašala 7,43 hrvaške kune.

^[3] Neto najemnina je najemnina, v kateri niso vključeni obratovalni stroški.

^[4] S = starost stavbe, ŽDS = življenjska doba stavbe v letih, PŽDS = preostanek življenjske dobe stavbe v letih.

Viri in literatura

Štefančič, D., in Stojević, I. (2017): PBZ nekretnine – 2017/03 – Pravilnik i procedure procjena vrijednosti nekretnina, str. 18.

Uhlir, Ž., in Majčica, B. (2016): Priručnik za procjenu vrijednosti nekretnina, Zagreb: Društvo građevinskih inženjera Zagreb, str. 29, 86–92, 93 in 108.

Verner, V. (1936): Pravilnik općine grada Zagreba za procjenu nekretnina, Zagreb: Općina Grada Zagreba.

Lovrinčević, Ž., in Vizek, M. (2008): Determinantne cijene nekretnina u Republici Hrvatskoj I potencijalni učinci liberalizacije tržišta nekretnina. Ekonomski pregled, let. 59, št. 12.

Internet 1: Burza nekretnina (2018), 3. 7. 2018. BN Komentar. Dostopno na: <https://www.burza-nekretnina.com/statistike>, sneto 22. 8. 2018.

Internet 2: Damodaran, A.: Estimating Growth. Dostopno na: <https://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/dcfgrowt.pdf>, sneto 20. 8. 2018.

Internet 3: Ranilović, D. (2016): Tržište nekretnina u Hrvatskoj. Dostopno na: <https://www.hgk.hr/documents/prezentacija-trziste-nekretnina-u-rh58944a8a4c51d.pdf>, sneto 22. 8. 2018.

Internet 4: Uhlir, Ž. (2017): Zakon o procjeni vrijednosti nekretnina i pripadajući pravilnici –predavanje, Zagreb: Zbornik radova s 24. foruma poslovanja nekretninama. Dostopno na: <https://www.hgk.hr/documents/predavanje-uhlir58aabd6e5b7be.pdf>, sneto 28. 8. 2018.

Internet 5: Google maps. Dostopno na: <https://www.google.com/maps>, sneto 22. 8. 2018.

Internet 6: Državni zavod za statistiku. Dostopno na: https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2012/SI-1468.pdf.

Pravilnik o metodama procjene vrijednosti nekretnina, Narodne novine, št. 105/2015.

Zakon o procjeni vrijednosti nekretnina, Narodne novine, št. 78/2015.