

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Kalmer Lain

KOMBINEERITUD MEETODI RAKENDAMINE ÄRIKINNISVARA
INVESTEERINGUTE TASUVUSE ANALÜÜSIMISEKS EESTI VÄIKELINNAS
TEGUTSEVA ETTEVÕTTE NÄITEL

Magistritöö

Juhendaja: lektor Maire Nurmet

Tartu 2021

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

Sisukord

Sissejuhatus.....	4
1. Ärikinnisvara investeringud ja tasuvusanalüüsi meetodid.....	7
1.1. Ärikinnisvara investeringute vajadus, mõiste ja liigid.....	7
1.2. Ärikinnisvara investeringute tasuvusanalüüsi kombineeritud meetodid.....	15
2. Ärikinnisvara investeringu tasuvuse analüüs KLC Kinnisvara OÜ näitel	32
2.1. Ärikinnisvara sektorit mõjutavad tegurid Eestis Jõgeva maakonna näitel	32
2.2. Ettevõtte KLC Kinnisvara OÜ hetkeolukord ja finantsnäitajad	44
2.3. KLC Kinnisvara OÜ ärikinnisvara investeringute tasuvuse analüüs	52
Kokkuvõte.....	65
Viidatud allikad.....	68
Lisad.....	71
Lisa A Kinnisvara liigid vastavalt kasutusotstarbele	71
Lisa B Erinevad kinnisvara liigid	72
Lisa C Äriprojekti riskianalüüsi meetodid	73
Lisa D Tähtsamate ärikinnisvara investeringu hindamise tegurite hierarhiline süsteem.....	74
Lisa E Väliste tegurite alamtegurite olulisuse kaalud.....	75
Lisa F Sisemiste tegurite alamtegurite olulisuse kaalud	76
Lisa G Kaalutud tulemuste kaardistamine välimiste ja sisemiste tegurite osas.....	77
Summary	78

Sissejuhatus

Kinnisvarasse investeerimisel on väga palju erinevaid tegureid, millega tuleb arvestada – näiteks hoonete korrashoid ja remondivajadus või kinnisvara asukoht. Viimast peetakse koguni niivõrd oluliseks, et klišeeks on muutunud ütlemine, et kinnisvara puhul on olulised kolm tegurit – asukoht, asukoht ja veel kord asukoht. Kindlasti ei ole see siiski ainus oluline tegur. Ärikinnisvara puhul on tähtsad nii ettevõtte majandusnäitajad kui ka planeeritava investeeringu rahavood. Magistritöö kirjutamise ajendiks ärikinnisvara investeeringute tasuvuse analüüsimise teemal on autori omanduses olevale ettevõttele KLC Kinnisvara OÜ kuuluvad Jõgeval ja Põltsamaal asuvad hooned, mis on antud üürile erinevatele ettevõtetele. Kinnisvara on soetatud aastakümneid tagasi ja üüripinnad vajavad suuremas ulatuses investeeringuid, et vastata tulevikus kaasaaja nõuetele. Eelnevalt on vaja teada, milliseid investeeringuid teha, kas ja millal need hakkavad ära tasuma ning kui palju muudab nende tegemine tulevase rahavoogusid. Ilma suuremate investeeringute tegemiseta on ettevõtte rahavood head, kuid ajuti ei leidu piisavalt vabasid vahendeid ootamatu väljamineku, jooksva remondi või hooldustööde jaoks. Seetõttu on vaja enne suurte investeeringute tegemist analüüsida nende investeeringute tasuvust, võttes aluseks investeeringu asukohta, olemasolevat ja tulevast rahavoogu ning tasuvuse aega.

Küsimus on, kas investeerimine Jõgevamaal asuvasse ärikinnisvarasse on pikas perspektiivis jätkusuutlik, kuna piirkond on pigem väheneva rahvastiku ja madala ettevõtlusaktiivsusega. Töö tulemuseks ei ole vaid hinnangu andmine konkreetse ettevõtte investeeringute arendamiseks, vaid võimalus edaspidi töö koostamise käigus loodud ja rakendatavat kombineeritud meetodit kasutades analüüsida sarnaste investeeringute tegemise tasuvust ka teistes Eesti väikelinnades. Nimelt ei ole võimalik sellistesse tingimustesse investeerimist välja arvutada vaid rahavoogudel põhinevate meetodite abil, vaid tuleb arvestada ka teiste oluliste teguritega, nagu rahvastikku iseloomustavad näitajad, elanike sissetulekute tase või ka piirkonna areng ja kehtivad regulatsioonid.

Magistritöö uurimisprobleemiks on ettevõtte omanduses olevasse kinnisvarasse investeerimise ja arendamise otstarbekus pikas perspektiivis Jõgeva maakonnas. Töö tulemusena saadakse teada, millised on arenguvõimalused Eesti väikelinnades ärikinnisvara investeeringutega tegeleval ettevõttel ning millega tuleb selle juures arvestada.

Magistritöö eesmärk on kombineeritud meetodit rakendades analüüsida Eesti väikelinnas tegutseva ettevõtte näitel ärikinnisvara investeeringute tasuvust.

Eesmärgi saavutamiseks on püstitatud järgmised uurimisülesanded:

- anda ülevaade ärikinnisvara investeeringute tasuvust mõjutavatest teguritest;
- analüüsida ärikinnisvara investeeringute tasuvuse hindamiseks rakendatavaid kaasaegseid meetodeid;
- töötada välja kombineeritud meetod ärikinnisvara investeeringute tasuvuse analüüsimiseks Eesti väikelinnas.

Käesolev magistritöö koosneb kahest peatükist, millest esimeses on defineeritud kinnisvara mõiste, mis on küll kõnekeeles aktiivselt kasutuses, aga õigusaktides ja eestikeelses erialakirjanduses konkreetselt välja ei ole toodud. Läbi kinnisvara liikide käsitlemise jõutakse ärikinnisvara mõisteni. Antud töös käsitletakse seda maatumina, millel asetsevad hooneid kasutatakse tulu teenimiseks, üürides seda üürnikele tulu teenivate tegevuste läbiviimiseks. Lisaks on antud ülevaade kinnisvarainvesteeringutest, mis ärikinnisvara puhul on tavaliselt suuremamahulised, võrreldes eluruumide või hoonestamata kinnisasjadega.

Esimese peatüki teises alapunktis on antud ülevaade erinevatest ärikinnisvara investeeringute tasuvusanalüüsi meetoditest, mida võib jagada kahte kategooriasse: 1) rahavoogude prognoosil põhinevad ja 2) eksperthinnangutel põhinevad meetodid. Rahavoogude prognoosil põhinevatest meetoditest kirjeldatakse enamlevinud meetodeid, nagu NPV, PB, IRR, MIRR, jt. Ärikinnisvara investeeringute tasuvuse analüüsimisel kasutatakse ka eksperthinnangutel põhinevaid meetodeid. Neid meetodeid kasutatakse siis, kui lisaks rahavoogude hindamisele on olulised ka teised kriteeriumid, mida ei ole võimalik rahaliselt arvestada (Conteh jt, 2020). Kõige põhjalikumalt on töös nendest kirjeldatud mitme kriteeriumiga ekspertotsuste süsteemi meetodit (Huang, Ozer, 2020), mida kasutatakse ka töö empiirilises osas, et hinnata ettevõtte edukust tulevikus. Töö teoreetilise osa kokkuvõtteks on koostatud kombineeritud meetod, mida rakendatakse töö empiirilises osas.

Töö teises peatükis on kombineeritud meetodi rakendamise käigus analüüsitud maailma, Eesti ja Jõgeva maakonnas ärikinnisvara sektorit mõjutavaid tegureid ning nende mõju ettevõtte tegevusele. Peatüki teises alapunktis on kirjeldatud ettevõtte senist ärikinnisvara alast tegevust ja toodud välja finantsanalüüsi tulemused. Peatüki kolmandas alapunktis analüüsitakse kahe objekti kolme erinevat stsenaariumi, kus on ära toodud ettevõtte näitel erinevate investeeringute tasuvuse analüüsimeetodite rakendamine nii rahavoogude prognoosil, kui ka eksperthinnangutel põhinevatel meetoditel. Saadud tulemused on paigutatud kombineeritud meetodit kirjeldavale joonisele ja toodud välja tulemus.

Töö tulemusena ärikinnisvara investeeringu tasuvuse analüüsiks välja töötatud kombineeritud meetod on kasutatav Eesti väikelinnades tegutsevate ärikinnisvara omavate ettevõtete poolt planeeritavate investeeringute tasuvuse analüüsimiseks. Investeeringu tegelik tasuvus selgub alles siis, kui investeering on tehtud ja tasuvusaeg käes. Edasiste tegevuste ja uuringute küsimus on, kas töös välja toodud tulemused ka reaalses elus korrektseks osutuvad. See oleks järgmise uuringu või ettevõtte edaspidise tegevuse teema.

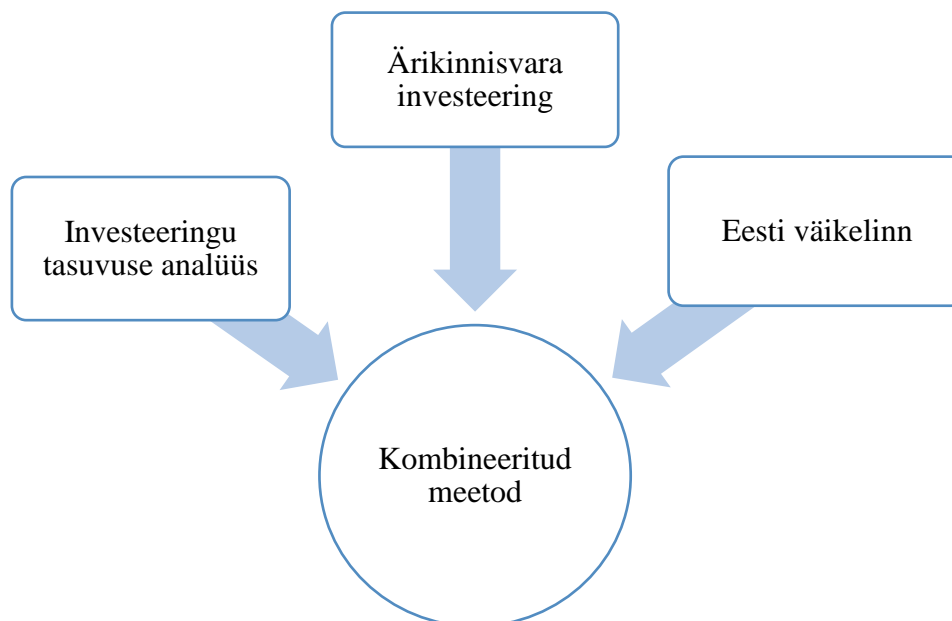
Märksõnad: kombineeritud meetod, ärikinnisvara investeering, investeeringu tasuvuse analüüs, Eesti väikelinn.

Teadusvaldkondade ja -erialade klassifikaatori kood: S184 Majanduslik planeerimine.

1. Ärikinnisvara investeeringud ja tasuvusanalüüsi meetodid

1.1. Ärikinnisvara investeeringute vajadus, mõiste ja liigid

Ärikinnisvara on vajalik kohtades, kus inimesed osutavad ja tarbivad igapäevaseid teenuseid ning kasutavad töökohana. Suuremates keskustes on ärikinnisvara areng olnud pidevas kasvus ja tegevus kasumlik. Ehitatakse üha uuemaid jaekaubanduse-, kontori-, lao-, tööstus- ja meelelahutuspiindasid. Seda ei saa öelda aga väiksemate keskuste, näiteks alla 15 000 elanikuga tõmbekeskus, ärikinnisvara arengute kohta. Kohalikud ettevõtjad on võtnud kasutusse olemasolevad hooned ja rekonstrueerinud need ärihooneteks. Uusi ärihooneid ehitavad põhiliselt suured kaubandusketid, kellel on suuremad mahud ja võimekus. Uute ärihoonete ehitamine võimaldab kaasajastada kasutustingimusi ja vähendada ülalpidamiskulusid. Rohkem pööratakse tähelepanu keskkonna säästmisele. Hooned on soojapidavamad, kasutatakse energiasäästlikke küttelahendusi, paigaldatakse päikesepaneele ja parandatakse õhukvaliteeti. Kohalikud väikefirmad ei suuda selles osas suurematega väga tihti konkureerida. Ühel hetkel võibki tekkida olukord, kus tänu vähesele võimekusele ja riskitaluvusele, omavad väikestes keskustes ärikinnisvara suured kaupluseketid, kes koondavad oma kaubakeskustesse ka väiksemaid teenuse pakkujaid. Käesolevas töös uuritakse aga just ühe väikeettevõtja võimekust investeerida ärikinnisvarasse Eesti väikelinnas. Ärikinnisvara investeeringu tasuvuse hindamiseks Eesti väikelinnas luuakse kombineeritud meetod, mis võtaks arvesse kõik nimetatud asjaolud. Joonisel 1 on välja toodud töö olulised märksõnad ning nende omavaheline seos, kust võib näha, et kombineeritud meetodis saavad kokku teised märksõnad – Eesti väikelinn, ärikinnisvara investeering ja investeeringu tasuvuse analüüs. Kõikide nende sisust käesoleva töö kontekstis on antud ülevaade antud alapeatükis.



Joonis 1. Märksõnade omavaheline seos

Allikas: Autori koostatud

Tuntakse nii kinnisvara, kui ka ärikinnisvara mõisteid, kuid käesoleva magistr töö koostamise käigus selgus, et erialakirjanduses või ka õigusaktides ei ole üheselt mõistetavalt need välja toodud. Seetõttu on järgnevalt antud ülevaade nii töös kasutatavast ärikinnisvara mõistest, liikidest, aga ka kinnisvarainvesteeringu mõistest.

„Kinnisvara traditsioonilises tähenduses ehk maa on inimkonna jaoks elulise tähtsusega vara, kuna maa toodab selliseid elatusvahendeid nagu toit, riie, eluase jne. Seetõttu on kinnisvara alati olnud tähtsaks faktoriks rahvaste majanduslikus, poliitilises ja sotsiaalses arengus.“ (Kask, 1997, lk 9) Kuna konkreetse ja ametliku mõistena ei ole üheski Eesti Vabariigis kehtivas õigusaktis välja toodud kinnisvara mõistet, siis on järgnevalt välja toodud erinevate allikate alusel käesolevas töös kasutatav ärikinnisvara mõiste. Tsviiliseadustiku üldosa seaduse (2020) § 50 lõikes 1 on öeldud, et „kinnisasi on maapinna piiritletud osa (maatükk)“. Sama seaduse paragrahv 54 lõikes 1 on öeldud, et „kinnisasja olulised osad on sellega püsivalt ühendatud asjad, nagu ehitised, kasvav mets, muud taimed ja koristamata vili“. Samas sõnastuses on kinnisvara defineerinud ka Kaia Kask (1997, lk 9), lisades vaid täpsustuse, et selleks on ka maatükiga seotud asjaõigused. Siinkohal on oluline märkida, et antud mõiste on ka seadusandluses aja jooksul muutunud. Mõiste *kinnisvara* kohta öeldud, et „kinnisvara on määratletud kui maa ja kõik, mis on sellele lisatud nii looduslikult kui ka ehitatud inimese poolt“ (Wofford, Claretie, 1992, lk 3), leiab kirjandusest veelgi.

Õigusaktidest on riigivaraseaduse (2020) § 90 lõikes 1 riigikinnisvara definitsioonis öeldud, et „hoonestatud kinnisvara on kinnisasi või kinnisasjade kogum, millel asub hoone või hoone osa“. Seega käsitletakse nimetatud seaduses kinnisvarana vaid hoonetega kinnisasju ja seega välistatakse mets ja teised taimed.

Käesoleva töö jaoks on oluline just ärikinnisvara mõiste, mida on samuti defineeritud erinevalt. Vastavalt Eesti Majanduse Tegevusalade Klassifikaatorile (EMTAK, 2008) kuulub kinnisvaraga tehtav ettevõtlus tegevusala L „Kinnisvaraalane tegevus“ alla, mis hõlmab „kinnisvara üürileandjate, kinnisvarabüroode ja/või kinnisvaramaaklerite tegevust enda või renditud varaga tasu eest või lepingu alusel. Siia kuulub kinnisvara ost ja müük või üürileandmine, kinnisvara hindamine või tegutsemine kinnisvara depositaarina jm kinnisvarateenused.“ (EMTAK, 2008) „Kinnisvaraäris on baasproduktideks ruum ja asukoht. Kinnisvaraäri on orienteeritud inimeste varustamisele elu-, töö-, mängu- jne ruumidega soovitavates piirkondades. Sellised ruumid võivad sisaldada erilisi hüvesid või ka mitte ühtegi. Näiteks mõned inimesed maksavad võimaluse eest viibida ürglooduses, teised luksushotellis elamise eest. Samuti makstakse kontoriruumide, eluruumide, laoruumide jne eest.“ (Kask, 1997, lk 13) Seega on kinnisvaraäri aluspõhimõtted väga lihtsad – kinnisvara omanikud annavad oma kinnisvara tasu eest teistele kasutamiseks.

Ärikinnisvara mõisteid on erinevaid, millest kõige lihtsam on see, et „ärikinnisvara alla kuuluvad praktiliselt kõik tulutoovad kinnisvaraliigid“ (Kask, 1997, lk 228). Üldisemalt on öeldud, et ärikinnisvara on kinnisvara, mida kasutatakse eranditult ettevõtlusega seotud eesmärkidel või töökohtade loomiseks. Kõige sagedamini üüritakse ärikinnisvara üürnikele tulu teenivate tegevuste läbiviimiseks. Ärikinnisvara võib hõlmata kõike alates ühest poeletist kuni kaubanduskeskuse. (Chen, 2020)

Kõike eelnevat ja antud töö eesmärki arvesse võttes käsitletakse käesolevas töös ärikinnisvarana maatükki, millel asetsevad hooned kasutatakse tulu teenimiseks üürides seda üürnikele tulu teenivate tegevuste läbiviimiseks.

Kinnisvara mõiste paremaks selgitamiseks ja käesolevas töös kasutatavate mõistete täpsustamiseks on välja toodud ka kinnisvara liigid. Kõige ametlikumaks liigituseks Eestis võib pidada Eesti Standardikeskuse poolt kehtestatud varahindamise standardit, mille järgi liigitatakse varasid mitmeti. Kõige laiem ja levinum on kinnisvara liigitus kasutuse järgi (EVS 875-2):

- 1) eluotstarbeline kinnisvara (elamu, korter jne);
- 2) äriotstarbeline kinnisvara (kontor, kaubandus, hulgikaubandus, majutus jne);

- 3) tootmisotstarbeline kinnisvara (tehas, vabrik, spetsiifilised laohooned jne);
- 4) põllu- ja metsamajanduslik kinnisvara (põllumaa, mets, rohumaa, talu jne);
- 5) muu kinnisvara (kool, haigla, kalmistu, golfiväljak jms).

„Kõige lihtsamalt saab kinnisvaraturu otstarbe järgi jaotada kaheks: elamukinnisvara turg ja mitteelamukinnisvara turg ehk äriotstarbeline“ (Nermann jt, 2007, lk 48). Lisas A on näha ka mõlema kinnisvara alamliigid. Antud töö jaoks on oluline just tabeli teine pool, st mitteelamispinnad.

Kõige laiemalt võib ärikinnisvara liigitada erinevate suuremate kategooriate alla järgmiselt: erinevad jaemüüjad, kontorid, majutusasutused, kaubanduskeskused ja tervishoiuasutused. (Chen, 2020) Eraldi on jaotatud ka äri- ja tootmispindade turg kolme klassi: büroo-, kaubanduse- ning tootmis- ja laopinnad. (Kaing, 2011)

Üheks põhjalikumaks liigitamise võimaluseks on lisas B toodud liigitus, kus on välja toodud erinevad kinnisvara liigid, mis on jaotatud kümne erineva kategooria alla: maa; alalised eluruumid; majutusasutused; kontorikinnisvara; ostu- ja kaubanduskeskused; tööstuslik; meelelahutus- ja puhkealad; erinevad arendused; avalikud teenused ja muu. (Woofford, Claretie, 1992) Ärikinnisvaraks on käesoleva töö mõistes punktides 3-7 toodud ruumid, kuna nende puhul on tegemist ruumidega, milles tegutsejad teenivad oma tegevusega tulu. Samas võivad kinnisvara omanike vaates teatud juhtudel olla ärikinnisvaraks ka punktis 9 toodud avalikku teenust pakkuvate asutuste hooned, nt koolid, hooldekodud ja haiglad. Nimetatud asutused ei ole küll otseselt loodud tulu teenivateks ettevõteteks, kuid nende tegutsemiseks vajalike ruumide üürimine võib tuua kinnisvara omanikule siiski tulu. Käesoleva töö aluseks olevale ettevõttele kuuluv kinnisvara on üüritud välja loetelu punktides 4-6 toodud tegevusteks: kontorikinnisvara, ostu- ja kaubanduskeskused ning tööstus. Töö aluseks olevale ettevõttele kuuluvate ruumide hulgas on nendest jaemüügi-, kontori-, teenindus- ja laopinnad.

Selline liigitus on ärikinnisvara investeeringute tasuvusanalüüsi juures vajalik seetõttu, et neil on erinev vajadus, klientuur, asukoht, tasuvusaeg, investeeringumaht, jne. Samas ei tohiks toodud liigitusse kinni jääda, kuna see võib lühikese ajaga muutuda seoses teenuste pakkumise ning arenemisega. Näiteks peaks ärikinnisvara investeeringute tegemisel jälgima e-kaubanduse arengut ja kasvu, sest see võib juba lähitulevikus tuua muutusi kaubanduses ning ärikinnisvara liigituses. E-kaubanduse ettevõtted võivad vajada universaalset äripinda nagu pood-kontor-ladu kaasaegses lahenduses. Lisaks võib ärikinnisvara kontori alaliigitusse muudatusi tuua kaugtöö võimaldamine tööandja poolt.

Tekivad kodukontorid või ka büroohotelli laadsed hooned, kus on võimalik ruume kasutada vastavalt vajadusele. Need trendid on siiani kehtinud pigem suuremate keskuste kohta, aga on alust arvata, et lähiajal tekivad sellised ehitised ka maapiirkondadesse, kuna seal on kulud väiksemad ja asukoht ei oma, nt e-kaubanduse jaoks eriti tähtsust. Omamoodi büroohotellideks võib nimetada juba ka maakondadesse rajatavaid riigimaju, kus erinevad ametnikud saavad nn riskasutada ruume. Samas ei kao väikelinnades kuhugi ka vajadus jaekaubanduse pindade järele, näiteks toidukaupu, aga ka ehitusmaterjale vajavad elanikud alati. Jaekaubanduses liigub suurem osa eluasemekuludest vabaks jääv raha ning seetõttu on oluline, kui palju inimesi piirkonnas elab, milline on inimeste sissetulek ja kui suur on tööhõive.

Järgnevalt on antud ülevaade kinnisvarainvesteeringu mõistest. Põhjalikumalt on kinnisvarainvesteeringute sisu sätestatud rahandusministri 22. detsembri 2017. a määruse nr 105 "Raamatupidamise Toimkonna juhendite kehtestamine" lisas 6 „RTJ 6 kinnisvarainvesteeringud“ (RTJ siin ja edaspidi Raamatupidamise Toimkonna juhend – autori märkus). Antud määrus sätestab, et „kinnisvarainvesteering on kinnisvaraobjekt (maa või hoone või osa hoonest või mõlemad), mida hoitakse (kas omanikuna või kapitalirendi tingimustel rendituna) eelkõige renditulu teenimise, väärtuse kasvu või mõlemal eesmärgil, mitte aga kasutamiseks toodete tootmisel või teenuste osutamisel, halduseesmärkidel või müügiks tavapärase äritegevuse käigus“. „Kinnisvarainvesteeringuks võib olla ka hoonestusõigus, mis vastab kinnisvarainvesteeringu mõistele. Vastandiks kinnisvarainvesteeringule on maa ja hooned, mida ettevõtte kasutab enda majandustegevuses – selliseid varasid käsitletakse nagu tavalist materiaalsel põhivara". (RTJ 6, 2020) Tabelis 1 on toodud näited, mida lugeda raamatupidamislikus mõttes kinnisvarainvesteeringuks ja mida mitte.

Tabel 1

Kinnisvarainvesteering raamatupidamislikus mõistes

Kinnisvarainvesteering on	Kinnisvarainvesteeringuks ei loeta
Maa, mida hoitakse pikaajaliselt väärtuse kasvu eesmärgil ja mida ettevõtte ise ei kasuta	Maa, mida ettevõtte on seni ise kasutanud, kuid nüüd otsustab müüa (kajastada kui varu)
Hoone, mida ettevõtte omab või rendib kapitalirendi tingimustel ning rendib välja kasutusrendi tingimustel	Hoone, mida ettevõtte omab või rendib kapitalirendi tingimustel ning kasutab enda äritegevuses (kajastada kui materiaalsed põhivara)
Hoone, mida ettevõtte soovib välja rentida, kuid hetkel on kasutusest, kuna rentnikke pole leitud	Hoone, mida ehitatakse kellegi tellimusel (kajastada kui pikaajalist ehituslepingut)
Hotellihoone, mille omanik ei tegele hotelli opereerimisega, vaid see ostetakse täielikult sisse rendi- või juhtimislepingu alusel	Hotellihoone, kui hotelli omanik tegeleb hotelli opereerimisega, isegi juhul, kui osa teenuseid ostetakse sisse (kajastada kui materiaalsed põhivara)

Allikas: RTJ 6 kinnisvarainvesteeringud (2020)

Investeeringustegevuse peamine eesmärk on saavutada kõrgeim võimalik tulukuse tase võrreldes investeeringute riskiga. Kinnisvarainvesteeringud on pikaajalised, kapitalimahukad, madala likviidsusega, küllaltki keerulised ja riskantsed. Seda saavad endale lubada investorid, kelle kasutada on piisav hulk vaba raha või võimekus kaasata madala kapitali hinnaga raha. Kinnisvara turul liigub ka investoreid, kes soovivad kinnisvaraga teha kiireid tehinguid leppides küll väiksema tuluga. Samas on kinnisvarasse investeerimine atraktiivne seoses suhteliselt kõrge potentsiaalse tulumääraga, finantsvõimenduse kasutamise võimalusega, kinnisvara väärtuse ja hinnataseme tõusuga koos inflatsioonikaitsega ning võimalus kasutada seda maksukilbina. (Kask, 1997) Ärikinnisvarasse investeerimise peamine põhjus on kapitali säilitamine ja investeeritud kapitali võimalik suurendamine. Põhimõtteliselt on kasulik eristada kahte erinevat ja vastastikku ainulaadset investeerimiseesmärki, mida ärikinnisvarainvestorid taotleavad: 1) pikaajalise kasvu (või säästude) eesmärk ja 2) sissetuleku (või rahavoo) eesmärk. Lisaks mõjutavad ärikinnisvara investeerimisprojektide hindamist sisemajanduse kogutoodang, intressimäärad ja inflatsioonimäär, mis on negatiivses korrelatsioonis kinnisvarainvesteeringutega. Samuti peetakse kinnisvarasse investeerimist laialdaselt inflatsiooni eest kaitsmise viisiks. Teine oluline kaalutlus ärikinnisvara investeeringute puhul on vakantsimäär – ehitatava ruumi protsent turul, mis pole kasutuses ja

millel on üüritootlusega negatiivne suhe. Sellised asukohategurid mõjutavad ka ärikinnisvara investeeringute hindamist rahvastiku suuruse, transpordisüsteemi ja tarbimisvõimena ning sõltuvad piirkonnast, kus see asub. (Huang, Ozer, 2020)

Käesolevas töös käsitletakse ärikinnisvara investeeringuna kinnisvaraobjekti, mida hoitakse eelkõige üüritulu teenimise, väärtuse kasvu või mõlemal eesmärgil.

Kinnisvarainvesteeringud võib jagada kahte laia kategooriasse: 1) otsene ja 2) kinnisvara varade kaudne omamine. Otsekinnisvara on termin, mida kasutatakse otseste omandiõiguse omamise ja mitte noteeritud aktsiate omamise valduses olevate investeeringute tähistamiseks. (Taderera, Akinsomi, 2020) Antud töös keskendutakse sarnaselt viidatud uuringule otsestele kinnisvarainvesteeringutele, mida nimetatakse siinkohal ärikinnisvara investeeringuteks.

Magistritöö uuringu läbiviimise vajaduse on tinginud eluline vajadus ettevõtte ärikinnisvara investeeringute tasuvuse analüüsimiseks. Majandusareng Eestis on olnud viimase 30 aasta jooksul väga suures muutuses ja ärikinnisvarasse investeerimine on olnud väikese riskiga ning tasuv. Tänapäevaks on tekkinud konkurents üürnike pärast, sest kahjuks on koroonaviiruse tõttu majandus jahtunud. Kuigi seda ei saa täheldada kõikides majanduse valdkondades. Majanduslangust oodati juba varem, aga, et see sellisel kujul tuleb, ei uskunud keegi. Nii investorid kui ka üürnikud on valikute ees, et kuidas ärikinnisvaraturg edasi toimib. Nüüd kus nii üürnikud kui ka ärikinnisvara teenuse tarbijad vajavad kaasaegset ostu-, teeninduse- ja töökeskkonda, on ka väikelinnades hakatud ehitama uusi ärihooneid. Ettevõtte on samuti valikute ees kas ehitada praeguste hoonete asemele uued, kas rekonstrueerida kapitaalselt kasutuses olevad hooned või kasutada olemasolevaid hooneid kuni amortiseerumiseni.

Ärikinnisvara investeeringute tasuvust mõjutavateks teguriteks on üldine majanduslik olukord riigis ja maailmas, mis väljendub nii investeeringuteks vajalike laenude kättesaadavuses, kui ka nende intressimääras. Oluliseks teguriks on ka turu- ja konkurentsitingimused konkreetses piirkonnas. Määravaks võib saada ka poliitiline olukord riigis, aga ka kohalikus omavalitsuses, millest sõltuvad erinevad õigusaktid ja regulatsioonid kui ka keskkonnamõjud. Samuti tuleb analüüsida piirkonda mõjutavaid majanduslikke ja demograafilisi faktoreid. Samas on olulised ka ettevõtte sisemised tegurid, nt juhtimine, kogemus ja maine. Vähem oluline ei ole ka riski prognoosimise ja kontrollimise võime, mis on ka käesoleva töö eesmärgiks. Augustine Conteh, George Earl, Benjamin Liu ja Eduardo Roca (2020) on leidnud, et enamlevinud NPV meetod arvestab küll riskidega, kuid mitte

paindlikkuse, ebakindluse ja/või juhtimismeetoditega ning on soovitanud kasutada reaaloptsiooni meetodit.

Ärikinnisvara investeeringud on lühiajalises perspektiivis üldiselt hea võimalus riski maandamiseks inflatsiooni vastu. Pikas perspektiivis maandavad jaekaubandus ja tööstusomand inflatsiooni eest kõige paremini, kusjuures jaemüügi kinnisvara on neist kahest parem inflatsiooni maandamiseks. Investorite üks peamisi eesmärke on kaitsta oma vara inflatsiooni negatiivsete mõjude eest, eriti kehtib see pikaajalistele investoritele. Kinnisvara omamine on selle jaoks hea võimalus, sest üüri saab aja jooksul kohandada, reageerides tarbijahinnaindeksi muutustele. Rendilepingutes on hea võimalus reguleerida üürihinna muutusi, et neid vajadusel kohandada inflatsioonile. (Taderera, Akinsomi, 2020) Ettevõtte üürilepingutes on sees üürihinna stabiilne tõus, mille muutusest võrdluses tarbijahinnaindeksi muutusega on antud ülevaade töö empiirilises osas.

Ärikinnisvarasse investeerimiseks on vaja ka raha. Tänapäeval ärikinnisvara investeeringuteks raha hankimise võimalused ei sõltu väga sellest, kus sa oma äriplaani ellu viid. Kõik oleneb äriplaanist ja ettevõtja taustast, aga lähtuvalt asukohast ning projekti riskantsusest võivad finantskulud olla suuremad, projekti tuleb rahastada kõrgema omafinantseeringuga ja leida lisatagatise. Raha võib hankida ka finantsturgudel, mis loob mitmeid uusi võimalusi. Ärikinnisvarasse investeerimisel on vaja pikaajalisi finantsinstrumente. Alati on oluline ja vajalik omakapitali olemasolu, mis lähtuvalt projektist peab olema 20-40% ulatuses. Ärikinnisvarasse finantseerimine on võimalik järgnevate rahastusallikatega nagu: omakapital, võõrkapital, aktsiate või osakute osaline müük, aktsia- või osakapitali laiendamine ja hüpoteeklaen.

Enamik ettevõtteid hangib pikaajalist kapitali laenamise teel, mille abil enamasti soetatakse põhivahendeid ja kaetakse ehituse finantseerimisvajadust. Pikaajalist laenu nimetatakse ka investeerimislaenuks, mille tähtaeg on üldiselt 1-10 aastat ja see tasutakse perioodiliste osamaksetena. (Raudsepp, 1999) Pangad on olulised ärikinnisvara tagatisel antavate laenude andjad, eriti selliste laenude puhul, mis on mõeldud vara soetamiseks, arendamiseks ja kinnisvaraprojektide teostamiseks. Ärikinnisvarasse investeerivad ka hoiu-laenuühistud, investeerimisfirmad, kindlustusfirmad, pensionifondid, hüpoteegipangad, sündikaadid, kinnisvara investeerimisfondid, kuid mitte väikelinnadesse. (Kask, 1997) Riigi toel on samuti maapiirkondades tegutsemiseks võimalik läbi toetusmeetmete raha kaasata järgmiste rakendusüksuste kaudu: Ettevõtluse Arendamise Sihtasutus (EAS), Maaelu Edendamise Sihtasutus (MES), Keskkonnainvesteeringute Keskus (KIK), KreDex, Eesti

Töötukassa, Riigi Tugiteenuste Keskus (RTK). KLC Kinnisvara OÜ on oma tegevust finantseerinud omakapitali ja pikaajaliste laenudega panga kaudu.

Töö eesmärgiks on kombineeritud meetodit rakendades analüüsida Eesti väikelinnas tegutseva ettevõtte näitel ärikinnisvara investeringute tasuvust ning järgnevalt on ära toodud selles kasutatava väikelinna mõiste. Eelnevalt on olnud juttu, et mõiste *kinnisvara* puhul ei olnud võimalik leida kirjandusest selle konkreetset vastet ning töö koostamise käigus on selgunud, et *väikelinnaga* on olukord sarnane. Vabariigi Valitsuse 25. novembri 2004 määruse nr 335 “Asustusüksuse liigi, nime ja lahkmeejoonte määramise alused ja kord” paragrahv 2 lõikes 5 on asustusüksuse liigitusena välja toodud, et „Alev ja linn asustusüksusena on üldjuhul vähemalt 1000 alalise elanikuga tiheasustusega asula.” (16.10.2017). Sellega on paigas linna kui asustusüksuse elanike alumine piir. Vabariigi Valitsuse 30. augusti 2012. aasta korraldusega nr 368 kehtestatud “Üleriigilises planeeringus „Eesti 2030+”” on toodud välja linnade omavahelised proportsioonid: pealinn – regioonikeskused – maakonnakeskused – väikelinnad, mis on viimase veerandsajandi jooksul jäänud sarnaseks. Käesoleva töö empiirilise osa aluseks on Jõgeva maakonna kahes linnas – Jõgeval ja Põltsamaal – ärikinnisvara üürimisega tegeleva ettevõtte andmed. Jõgeva puhul on küll antud liigituse järgi tegemist maakonnakeskusega, kuid kuna sealne elanike arv jääb alla 5000 ning on stabiilses languses, siis käesolevas töös käsitletakse Jõgevat siiski väikelinnana. Samuti on väikelinnana käsitletav Põltsamaa, kus elab alla 4000 elaniku ning ka sealne rahvaarv väheneb.

Kokkuvõtteks võib öelda, et ärikinnisvara käsitletakse käesolevas töös kui maatükki, millel asetsevaid hooneid kasutatakse tulu teenimiseks, üürides seda üürnikele tulu teenivate tegevuste läbiviimiseks. Liikidena käsitletakse empiirilises osas kaubandus-, kontori-, teenindus- ja laopindasid. Käesolevas peatükis on toodud välja ka ärikinnisvara investeringute mõiste ja tähendus ning antud ülevaade finantseerimisvõimalustest Eestis.

1.2. Ärikinnisvara investeringute tasuvusanalüüsi kombineeritud meetodid

Ärikinnisvarasse investeerimise osas otsuse tegemine nõuab põhjalikku ning mitmetahulist analüüsi, kuna arvestada tuleb väga erinevate teguritega. Vajadus on selgitada välja ärikinnisvara tasuvuse hindamise meetod, mis võtaks lisaks majanduslikule aspektile arvesse Eesti väikelinnale omaseid aspekte.

Ärikinnisvara investeringute tasuvuse analüüsi on käsitletud erinevates allikates, millest varasemates nimetatakse seda ka kapitali eelarvestamiseks. Nii on leitud, et

investeeringu tasuvuse analüüs on investeeringute valimise protsess, kus investeering on määratletud kui rahaline väljaminek, mis eeldatavasti toob tulevikus kasu (Bierman, Smidt, 1993), aga ka investeerimisvariantide võrdlemine neist niisuguse valimiseks, mis annab investeeringult suurima kasumi. (Raudsepp 1999) „Investeeringu tasuvuse analüüs on investeeringute kavandamise, analüüsimise, valimise ja juhtimise protsess, mis on üks suuremaid väljakutseid tänases ärimaailmas“ (Baker, English, 2011, lk 1). Investeeringu tasuvuse analüüsi on erinevad autorid defineerinud sarnaselt, tuues esile protsesse, mille hulgast tuleb valida kõige parem projekt nii strateegiliselt, kui ka kasumlikult. Kuigi protsessi osas puudub universaalne konsensus, peavad Baker ja Powell (2005) tasuvuse analüüsi kuue-etapiliseks protsessiks:

1. Teha kindlaks projektiettepanekud. Töötada välja ja teha projektiettepanekute eelkontroll.
2. Hinnata projekti rahavoogusid. Teha kindlaks ja hinnata kavandatava projekti täiendavad maksujärgsed rahavood.
3. Hinnata projekte. Määrata projekti rahaline elujõulisus, hinnates projekti täiendavaid maksujärgseid rahavoogusid.
4. Valida projektid. Valida projektid, mis vastavad kõige paremini valikukriteeriumidele.
5. Rakendada projekte. Määrata rakendamise järjekord, algatada ja jälgida valitud projekte.
6. Teha järel audit. Võrrelda projekti tegelikke rahavoogusid perioodiliselt investeeringu tasuvuse analüüsi ettepanekus esitatud varasemate hinnangutega (Baker, Powell, 2005, viidatud Baker, English, 2011, lk 2 kaudu).

Investeeringu tasuvuse analüüs on kõige tihedamalt seotud strateegiliste äriplaanidega, mis võivad muuhulgas sisaldada olemasoleva või uue turu kindlustamist, olemasoleva või uue toote täiustamist ning keskkonna kaitset. (Raudsepp 1999) „Investeeringu tasuvuse analüüsi poliitika kaldub sageli strateegiliselt oluliste kapitaliinvesteeringute poole“ (Seitz, Ellison, 1999, lk 13). Investeeringu tasuvuse analüüs viitab protsessile, mida juhivad otsuste tegemisel, selle kohta, kus nende organisatsioonid tasuvad pikaajalisi investeeringuid või kapitalikulutusi. (Baker, English, 2011) Projektide järjestamiseks ning otsustamiseks, kas neid kaasata kapitali eelarvesse või mitte, kasutatakse nelja meetodit: nüüdispuhasväärtuse, tasuvusaja, sisemise tulumäära ja modifitseeritud sisemise tulumäära analüüsi (Raudsepp, 1999). Investeeringu hindamine

kujutab endast protsessi, mille tulemusel langetatakse otsus selle kohta, kas hakata kapitali antud projekti mahutama või mitte. Käiku lastud projekti korral selgitatakse investeeringu hindamisel välja, kas on otstarbekam projekti endistviisi jätkata, teha seda muudetud kujul või projekt lõpetada. Projekt koosneb aja jooksul toimuvate majanduslike tegevuste jadast. Projekti analüüs kujutab endast tulevaste sündmuste loodetava rahalise tulemuse hindamist eesmärgiga määrata kindlaks projekti tasuvus antud ajamomendil. (Palm, Qayum, 1991)

Ettevõttesse investeeringuid tehes tuleb eelnevalt analüüsida majandustulemusi, hinnata ettevõtte seisundit ja vastavalt sellele langetada juhtimisotsuseid ning vajadusel korrigeerida tegevust. Investeerimise soovi korral tuleb läbi teha investeeringu tasuvuse analüüs. Finantsaruandluse analüüsi puhul kasutatakse peamiselt horisontaal-, vertikaal- ja rahandussuhtarvu analüüsi. Suhtarvu analüüs, mis tugineb bilansi ja kasumiaruande andmetele, on esmane ja peamine finantsanalüüsi instrument. See võimaldab esile tuua majandusnäitajate seoseid ning võrrelda omavahel ettevõtte erinevaid perioode ning vaadelda näitajate tendentsi. Analüüsida saab maksevõimet, efektiivsust, rentaablust ja omakapitali.

Investeerimisprojektide tasuvuse analüüs teostatakse investeeringu vajalikkuse väljaselgitamiseks. Selles alapeatükis toodud andmete alusel koostatakse kombineeritud meetod, mille abil analüüsida Eesti väikelinnades tegutsevate ärikinnisvara üürimisega tegelevate ettevõtete poolt tehtavate investeeringute tasuvust. Ärikinnisvara investeeringute tasuvusanalüüsi meetodid võib jagada kahte kategooriasse:

- 1) rahavoogude prognoosil ja
- 2) eksperthinnangutel põhinevad meetodid.

Kuna ärikinnisvara investeeringute tasuvust mõjutavad väga erinevad tegurid, siis otsuse tegemiseks tuleb kasutada erinevaid meetodeid ja neid kombineerides jõuda võimalikult objektiivse ning kõiki olusid arvestava tulemuseni.

Kinnisvarainvesteeringute tasuvuse määramiseks tuleb teha võimalikult realistlik pikaajaline finantsplaan, milles tuleb planeerida investeeringud käibekapitali ja põhivarasse. Seejärel tuleb leida prognoositavad projekti rahavood. Finantseerimiskulud ja dividendi väljamaksed tuleb arvestada kapitali hinnas, millega tuleb hiljem rahavoogusid diskonteerida. Peale eelarvestamist tuleb esmalt teha tasuvusanalüüs ja seejärel vajadusel riskianalüüs. Tasuvusanalüüsi puhul on eriti oluline arvestada raha ajaväärtusega. Riskianalüüs on vajalik teha seetõttu, et projekti eelarve on prognoositud ja see ei pruugi täituda. Eriti kehtib see pikemate projektide puhul, kuna need võivad osutada ebatäpsemaks. (Kõomägi, 2006)

Rahavoogude prognoosil põhinevatest meetoditest sobivad ärikinnisvara investeringute tasuvuse analüüsimiseks järgmised meetodid:

- Nüüdispuhasväärtus (NPV - *net present value*);
- Tasuvusaja analüüs (PB – *payback period*);
- Kasumiindeks (PI - *profitability index*);
- Sisemist tulumäära ehk rentaabluse (IRR - *internal rate of return*);
- Modifitseeritud sisemine rentaablus (MIRR – *modified internal rate of return*);
- Arvestuslikku tasuvusmäära (ARR – *average accounting rate of return*);

Järgnevalt on lühidalt kirjeldatud nimetatud meetodeid. Eelarvete tegemise järel tuleb hakata hindama projekti erinevate kriteeriumite järgi ja vajadusel koostama riskianalüüsi. „Kõige sagedamini kasutatavaks projekti edukuse hindamise kriteeriumiks on tänapäeval nüüdispuhasväärtus (NPV *net present value*). See võrdub tulumaksujärgsete rahavoogude nüüdisväärtuste summaga, millest on lahutatud esialgne rahaline väljaminek. Sisuliselt võrreldakse oodatavate rahavoogude nüüdisväärtust esialgse investeringuga.“ (Kõomägi, 2006, lk 191)

Valem kirjutatakse järgmiselt:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} - IO \quad (1)$$

kus CF_t – tulevased rahavood perioodil n ;

IO – esialgne investering rahalises väljenduses;

$WACC$ – kaalutud keskmine kapitali hind.

$WACC$ (*weighted average cost of capital*) on „kogu intressikandva võörkapitali ja omakapitali hind, mis saadakse laenude ja omakapitali osakaalusid arvesse võttes“ (Kõomägi, 2006, lk 156).

$$WACC = W_d \cdot K_d \cdot (1 - t) + W_p \cdot K_p + W_s \cdot K_s \quad (2)$$

Käesolevas töös kasutatakse $WACC$ arvutamiseks allolevat valemit, mis ei sisalda maksumäära. Eesti tulumaksuseaduse kohaselt ei rakendata ettevõtetele tulumaksu, sest see arvestatakse välja ainult makstavatelt dividendidelt. Seega ei tule tulumaksu valemis arvesse võtta.

$$WACC = W_d \cdot K_d + W_s \cdot K_s \quad (3)$$

kus W_d – laenukapitali osatähtsus kapitalis;

K_d – laenukapitali hind;

W_s – omakapitali osatähtsus kapitalis;

K_s – omakapitali hind.

„NPV väärtuste hindamiseks on välja töötatud järgmised hindamiskriteeriumid:

- $NPV > 0$, võib projekti vastu võtta;
- $NPV = 0$, tuleb teha edasist analüüsi;
- $NPV < 0$, tuleb projekt edasi lükata.“ (Kõomägi, 2006, lk 191)

„NPV-meetodil on ka omad miinused:

- raskem mõista, kui raamatupidamisnäitajaid;
- keeruline leida õiget diskontomäära (kapitali hinda);
- vale kasutamise oht;
- eeldatakse kohest projekti käivitamist;
- ei saa otseselt kasutada erinevate eluigade või mastaapidega projektide võrdlemiseks.“ (Kõomägi, 2006, lk 192)

Seega on tegemist küll väga hea meetodiga, kuid see ei sobi kõikide projektide puhul ja seetõttu vaatame ka teisi meetodeid, mis toetavad või ei toeta NPV meetodi tulemust.

„Tasuvusaeg (PB – payback period) on ajavahemik, mille jooksul projekti realiseerimisest saadud tulu arvestuslikult katab investeringu käivitamiseks tehtud kulud. Teisisõnu, tasuvusaja jooksul katavad projektist saadud tulud investeeritud summa ning peale tasuvusaja lõppu annab projekt arvestuslikult puhastulu.“ (Zeiger, 2012, lk 15) Tasuvusaega võib arvutada nii diskonteerimata kui ka diskonteeritud rahavoogude põhjal. Tänapäeval kasutatakse üha rohkem diskonteeritud rahavoogudega tasuvusaja arvutust, mis võtab arvesse ka rahavoogude ajaväärtust. (Kõomägi, 2006)

Diskonteeritud tasuvusaega võib arvutada järgmiselt:

$$PB = YBPB + \frac{MCF_t}{DCF_t}, \quad (4)$$

kus YBPB – täisaastate arv enne projekti täielikku tasuvust;

MCF_t – täieliku tasuvuse aastast puuduv rahavoog;

DCF_t - täieliku tasuvuse aasta kogu diskonteeritud rahavoog.

Tasuvusaja hindamiskriteeriumiks on see, et projekti võiks vastu võtta, kui selle tasuvusaeg on lühem, kui ettevõtja on eesmärgiks seadnud. Projekt peaks end ära tasuma keskmiselt 5 aastaga, kuid kui see õnnestub vähemate aastatega, siis on tegemist hea projektiga. (Kõomägi, 2006) Madalama suhtarvuga projekt on eelistatum võrreldes teiste projektidega.

Koos nüüdispuhasväärtusega leitakse tihti ka investeeringu tasuvuse näitajana kasumiindeks. „Kasumiindeks (PI - *profitability index*) on tulevaste rahavoogude nüüdisväärtuse ja esialgse investeeringu suhe, mis näitab nüüdispuhasväärtus iga investeeritud rahaühiku kohta.“ (Kõomägi, 2006, lk 195) Arvutuskäik on järgmine:

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t}}{IO} \quad (5)$$

Kasumiindeksi hindamise kriteeriumid on järgmised:

- $PI > 1$, projekti võib vastu võtta;
- $PI = 1$, tuleb teha täiendavat analüüsi;
- $PI < 1$, projekt tuleb tagasi lükata.

NPV- ja PI-meetodil on range matemaatiline seos: $NPV=0 \Rightarrow PI=1$.

PI- meetodit saab kasutada ainult üksteist mitteväljavõetavate projektide puhul, sest vastasel korral viivad need valede järeldusteni. PI-meetodiga kaasneb üks spetsiifiline probleem: paljudel juhtudel ei ole projekti eesmärk parima suhtelise tulususe saavutamise, vadi kogu ettevõtte väärtuse maksimeerimine. (Kõomägi, 2006)

„Sisemise tulumäära ehk rentaabluuse (IRR - *internal rate of return*) abil leitakse vastus küsimusele, millise tulususe projekt annab. Arvutuslikel eesmärkidel defineeritakse sisemist rentaablust diskontomäärana, mis võrdsustab projekti tulevaste rahavoogude nüüdisväärtuse projekti esialgsete kuludega.“ (Raudsepp, 1999, lk 116) „Sisemine tulumäär näitab, mitme protsendi võrra aastas kasvab keskmiselt projekti paigutatud kapital. Sisemine tulumäär peab olema alati suurem kui nõutav tulumäär (näiteks kapitali kaalutud keskmine hind).“ (Zeiger, 2012, lk 16)

Sisemise tulumäära arvutamiseks kasutatakse järgmist valemit:

$$IO = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} \quad (6)$$

Projekt on seda väärtuslikum, mida kõrgem on IRR. Üheks hindamiskriteeriumiks on ka see, et IRR peab olema suurem kui WACC. IRR-meetodit tasub võrrelda NPV-meetodil saadud tulemusega. Kui NPV kriteerium eeldab, et projektist tulevad rahavood reinvesteeritakse nõutava tulunormiga, siis IRR eeldab reinvesteerimist endasuurse tulunormiga. (Kõomägi, 2006)

„Modifitseeritud sisemine rentaabluus (MIRR – *modified internal rate of return*) on diskontomäär, mis võrdsustab lõppväärtuse esialgsete kuludega. Erinevus IRR-ist seisneb selles, et tulevased rahavood tuleb viia lõpptähtaega, mil projekti eluiga lõpeb.“ (Raudsepp, 1999, lk 116, 117) MIRR-i valem on järgmine:

$$\sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} = \frac{\sum_{t=0}^n CF_t(1+k)^{n-1}}{(1+MIRR)^n} \quad (7)$$

Modifitseeritud sisemisel rentaablusel on IRR-i ees märkimisväärsed eelised. MIRR eeldab, et rahavood kõikidest projektidest reinvesteeritakse kapitali hinnaga, samas kui IRR eeldab, et rahavood igast projektist reinvesteeritakse projekti enda sisemise rentaablusega. (Raudsepp, 1999)

„Mõnikord kasutatakse lihtsuse mõttes ka arvestuslikku tasuvusmäära (ARR – *average accounting rate of return*), mis põhineb raamatupidamisandmetel. Sisuliselt jagatakse perioodi keskmine rahavoog esialgse investeeringuga.“ (Kõomägi, 2006, lk 200)

Arvutuskäik on järgmine:

$$ARR = \frac{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n CF_t}{IO} \quad (8)$$

„Arvestusliku rentaabluse meetodi miinuseks on see, et lähtutakse raamatupidamislikust puhaskasumist, mitte rahavoost. Samuti ei arvestata raha ajaväärtusega.“ (Kõomägi, 2006, lk 201)

Äriprojektide riskianalüüsi meetodite – tegevusvõimendi (DOL), finantsvõimendi (DFL) ja koguvõimendi (DTL) – kohta on antud ülevaade lisas C. Need viiakse läbi siis, kui valituks osutub suurema riskiga projekt või siis, kui see ei lähe plaanipäraselt. Käesoleva töö empiirilises osas ei ole antud meetodite kasutamiseks vajadust, kuna esialgsete analüüside alusel võib öelda, et ellu ei viida suure riskiga projekte.

Ärikinnisvara investeeringute tasuvuse analüüsimisel kasutatakse ka eksperthinnangutel põhinevaid meetodeid. Neid meetodeid kasutatakse siis, kui lisaks rahavoogude hindamisele on olulised ka teised kriteeriumid, mida ei ole võimalik rahaliselt arvestada. Sellisteks kriteeriumideks on näiteks keskkonna jätkusuutlikkus, mis väljendub edaspidi vähenenud energia- ja veekuludes, aga ka sotsiaalne jätkusuutlikkus. Sellised otsused tuleks teha juba enne projektiga alustamist, kuna mõnel juhul võib sellest sõltuda investeeringu tegemise aeg või ulatus. (Conteh jt, 2020) Järgnevalt on kirjeldatud eksperthinnangutel põhinevaid meetodeid. Kun-Tai Huang'i ja Muammer Ozer'i (2020) teadusartiklis on kirjeldatud Hiina ärikinnisvara investeeringute näitel mitme kriteeriumiga ekspertotsuste süsteemi (MCDM - *multi-criteria decision making*). Hiinas on olnud ärikinnisvarasse investeerimine suhteliselt riskivaba, kuna turg on pidevalt kasvanud, aga lähiajal on oodata turu stabiliseerumist ja rahunemist ning siis on vajalik otsuste tegemiseks ka teaduslikku meetodit. Ärikinnisvara hulka kuuluvad väga erinevat tüüpi ruumid – nt kontorid, hotellid, kaubanduskeskused, meelelahutuskohad, konverentsikeskused ja muud

kaubandusettevõtted, mis muudab nende hindamise oluliselt vähem mõistetavaks.

Ärikinnisvara investeeringute puhul on operatiivseid ja juhtimisalaseid kaalutlusi, muutes nende investeerimisprojektide hindamise oluliselt keerukamaks. Ärikinnisvara investeeringute hindamise otsustustegureid ja nende olulisust saab hinnata mitme kriteeriumiga ekspertotsuste süsteemi meetodil. Selleks tehakse alustuseks kindlaks peamised otsustamistegurid, mida arvestada erinevate ärikinnisvara investeerimisprojektide hindamisel ja nende olulisuse määramisel. Seejärel hinnatakse investeerimisprojektide edukust, võttes arvesse iga ärikinnisvara investeerimisprojekti omadusi. (Huang, Ozer, 2020)

Kun-Tai Huang´i ja Muammer Ozer´i (2020) on pakkunud Hiina ärikinnisvara investeeringu tasuvuse hindamiseks välja jaotuse, kus on määratletud sisemised ja välimised tegurid, millel on omakorda alamtegurid – need on välja toodud lisas D. Käesoleva töö koostamise käigus selgus, et Hiinas kasutamiseks mõeldud kõik alamtegurid ei sobi Eestis kasutamiseks ning need said muudetud sobivamaks Eesti oludele. Tabelis 2 on välja toodud välised ja sisemised tegurid koos alamteguritega, mis on olulised ärikinnisvara investeerimisobjektide hindamisel Hiinas ja Eestis. Tabeli vasakpoolses tulbas on toodud Huang ja Ozeri (2020) poolt välja pakutud tegurid kasutamiseks Hiina ärikinnisvara turul ning parempoolses tulbas tegurid koos alamteguritega, mis on kasutatavad Eesti väikelinnas tegutseva ärikinnisvara üürimisega tegeleva ettevõtte jaoks. Erinevused tulenevad turgude suurusest, ettevõtluskeskkonnast ja vajadusest suuremat rõhku panna demograafilisele olukorrale. Näiteks on *valitsuse poliitika* all alamtegur *laenupoliitika* asendatud *regionaalpoliitikaga*, kuna laenupoliitikaga Eesti valitsus otseselt ei tegele, kuid regionaalpoliitika tähtsust tuuakse sageli välja. *Majanduse arengu* alt on välja viidud alamtegurid *sissetulekute tase* ja *aastane riiklik sissetulek*, mis on võetud kokku alamteguriks *keskmise töötasu*, kuna see on Eestis kasutatav ja mõistetav termin.

Kõige rohkem muudatusi on sisse viidud teguri *linna areng* alamtegurite hulgas, kuna käesoleva töö eesmärgi täitmiseks on see osa kõige olulisem. Nii on *transpordisüsteem* asendatud alamteguriga *logistiline asukoht*, kuna Eesti väikelinnade jaoks ei oma nii palju tähtsust neis või nendeni viiv transpordisüsteem, kui just nende logistiline ligipääsetavus. Lisatud on alamtegurid *linna maine* ja *ettevõtluskeskkond*, kuna erinevate kinnisvara investeeringute osas otsuste tegemiseks on need väga olulised näitajad. Kaia Kask (1997) on öelnud, et kinnisvaraturu analüüsimisel tuleb arvestada ka raskesti määratava teguriga, milleks on piirkonna maine, mis mõjutab kinnisvaraarendajate, investeerijate, laenajate ja potentsiaalsete ruumikasutajate suhtumist. Samuti on Kaia Kask (1997) öelnud, et oluline on

piirkonna tööstuspotsiaal, kuna igale piirkonnale avaldab mõju mingi tööstus- või teenindusharu. Sellest siis vajadus tuua alamtegurina sisse *ettevõtluskeskkond*. Neljanda välise teguri puhul on vähendatud alamtegureid ja täpsustatud sõnastusi, et need oleksid kasutatavad Eesti ärikinnisvara sektori iseloomustamiseks.

Tabel 2

Välised tegurid koos alamteguritega kasutamiseks Hiinas ja Eestis

HIINA (Huang, Ozer 2020)	EESTI (autor)
<p>1. Valitsuse poliitika Regulatsioonid; Investeerimispoliitika; Maapoliitika; Toetuste poliitika; Maksupoliitika; Laenupoliitika</p> <p>2. Majanduslik olukord SKP (sisemajanduse kogutoodang); Intressimäärad; THI (tarbijahinnaindeks); Töötuse määr; Sissetulekute tase; Põhivarainvesteering; Üüri tasuvuse määr; Maailmamajandus; Aastane riiklik sissetulek; Ärikinnisvara täituvus</p> <p>3. Linna areng Rahvastiku kasvumäär; Transpordisüsteem; Linnaarengupoliitika; Infrastruktuur ja avalikud rajatised; Elanikkond; Kinnisvara kallinemise määr</p> <p>4. Turu- ja konkurentsitingimused Tarbimiskogus; Tarbimise liik; Kogu turu suurus; Olemasolev turustusskaala; Konkurentide seisund</p>	<p>1. Valitsuse poliitika Regulatsioonid; Investeerimispoliitika; Maapoliitika; Toetuste poliitika; Maksupoliitika; Regionaalpoliitika</p> <p>2. Majanduslik olukord Maailmamajandus; Sisemajanduse kogutoodang; Intressimäärad; Keskmise töötasu; Töötuse määr; Tarbijahinnaindeks; Ärikinnisvara täituvus; Üüri tasuvuse määr; Põhivarainvesteering</p> <p>3. Linna areng Rahvastiku kasvumäär; Logistiline asukoht; Linna maine; Taristu ja avalikud rajatised; Ettevõtluskeskkond; Linna arenguvõime; Kinnisvara väärtuse muutus</p> <p>4. Turu- ja konkurentsitingimused Turu suurus; Konkurentide seisund; Tarbimise liik ja maht</p>

Allikas: Huang, Ozer, 2020 ja autor

Kõikidele alamteguritele määrati olulisuse kaal skaalal 0% kuni 100%. Hiina turu jaoks antud välise tegurite alamtegurite olulisuse kaalud on toodud lisas E, kust võib näha, et kõige olulisemaks väliseks teguriks peeti *туру- ja konkurentsitingimusi* (77%) ning kõige vähem oluliseks *majanduslikku olukorda* (66%). Välimiste tegurite alamteguritest peetakse

kõige olulisemateks *tarbimiskogust* (85%), *regulatsioone* (83%) ja *maapoliitikat* (83%). Teisalt peeti selliseid alamtegereid, nagu *töötuse määr* (56%) ja *maailmamajandus* (56%) suhteliselt vähem oluliseks. Seega näivad eksperdid arvavat, et majanduslikud tingimused võivad olla ajutised, samas kui eeldataval turu suurusel ning valitsuse üldistel regulatsioonidel ning maapoliitikal võib olla pikaajaline mõju ärikinnisvara investeeringu üldisele edukusele. (Huang, Ozer, 2020) Eestis kasutatavatele teguritele antud olulised kaalud on välja toodud töö empiirilises osas.

Tabelis 3 on näha, et ka sisemiste tegurite alamtegurite osas on Eesti jaoks kohandamisel viidud samuti sisse muudatusi. Ettevõtte sisemised tegurid on erinevad suur- ja väikeettevõtetel. Väikeettevõtetel ei olnud objektiivne kirjeldada aktsiaturu või turunduse tähtsust. Samuti on enamuses sellised ettevõtted, kes tegutsevad samal erialal Eesti väikelinnades, pigem väikesed ja seetõttu peaks siinkohal välja pakutud alamtegurid sobima analüüsi tegemiseks paremini.

Meeskonna juhtimine on kirjeldatud kolme alamteguriga, milledest *juhtimiskogemus* võtab vajalikul määral kokku kõik erinevad kompetentsid. Ainsa peamise tegurina on *maine ja krediit* muudetud *maine ja arenguks*, et alamteguritena välja toodu kirjeldaks vajalikke aspekte. Väga oluline on ühes väikelinnas tegutsedes just *koostöö kogukonnaga*, mille all peetakse silmas häid suhteid ning vastastikust lugupidamist nii kohalike elanikega, aga ka kohaliku omavalitsusega. Lisaks on olulised nii *ettevõtte maine*, kui ka *arenguvõime*. Sisemistest teguritest ainsana ei muutunud teguri *riski prognoosimise ja kontrollimise võime* alamtegurid, kuna need on olulised olenemata riigist või turu suurusest. *Kapitali võimekuse* alamteguritena jäid alles ärikinnisvara sektori jaoks kõige olulisemad – *oma-, võõrkapitali ja finantsjuhtimisvõimekus*.

Lisas F on ära toodud sisemiste tegurite kaalud, kust on näha, et Hiina finantsturul peeti kõige olulisemaks *kapitali võimekust* (78%), *riski prognoosimise ja kontrollimise võimet* (77%) ning *meeskonna juhtimise oskust* (73%), kuid ärikinnisvara investeeringu *mainet ja krediiti* (56%) peeti suhteliselt vähem oluliseks. Sisemistest alamteguritest on *toimimis- ja juhtimisvõime* (87%) ning *laenu- ja finantseerimisvõime* (86%) ärikinnisvara investeeringu edukuse jaoks tähtsad. Need tulemused kinnitavad, et ärikinnisvara investeeringute hindamine ei hõlma ainult investeeringute väliste tegurite hoolikat kaalumist, vaid oluline on arvestada ka sisemiste teguritega, nagu kapitali- ja juhtimisvõime, samuti laenu- ja finantseerimisvõime. (Huang, Ozer, 2020) Ka sisemiste tegurite puhul on nende olulisuse kaalud Eesti väikelinnade jaoks ära toodud töö empiirilises osas.

Tabel 3

Sisemised tegurid koos alamteguritega kasutamiseks Hiinas ja Eestis

HIINA (Huang, Ozer 2020)	EESTI (autor)
<p>1. Meeskonna juhtimine Töökogemus ärikinnisvaras; Eelnev kogemus ärikinnisvaras; Programmi- ja kujundusvõime; Toimimis- ja juhtimisvõime; Turundus- ja planeerimisvõime</p>	<p>1. Meeskonna juhtimine Töökogemus ärikinnisvaras; Juhtimiskogemus; Turundus- ja planeerimisvõime</p>
<p>2. Maine ja krediit Maine ja kaubamärk; Varasemad auhinnad; IPO ja organisatsiooniskaala</p>	<p>2. Maine ja areng Koostöö kogukonnaga; Ettevõtte maine; Arenguvõime</p>
<p>3. Riski prognoosimise ja kontrollimise võime Riski prognoosimise võime; Riski kontrollimise võime; Riskitaluvus</p>	<p>3. Riski prognoosimise ja kontrollimise võime Riski prognoosimise võime; Riski kontrollimise võime; Riskitaluvus</p>
<p>4. Kapitali võimekus Investorite kapitali osatähtsus; Laenu- ja finantseerimisvõimekus; Kapitalivõimekus; Finantskontrolli ja juhtimisvõimekus</p>	<p>4. Kapitali võimekus Omakapitali võimekus; Laenuvõimekus; Finantsjuhtimise võimekus</p>

Allikas: Huang, Ozer, 2020 ja autor

Kirjeldatava meetodi teises etapis märgivad ettevõtete esindajad ära nende alamtegurite mõju ettevõttele skaalal vahemikus -1 kuni +1. Näiteks kui ärikinnisvara projektist loodetakse majanduslikust olukorrast kasu saada paluti anda hinne vahemikus 0 kuni 1, kus 1 on maksimaalne. Teiselt poolt, kui ärikinnisvara projektile eeldatakse majandusliku olukorra poolt negatiivset mõju antakse hinne vahemikus -1 ja 0, kus -1 on miinimum. (Huang, Ozer, 2020)

Kasutades I etapis antud tähtsuse kaalusid ja II etapis antud hinnanguid saab välja arvutada iga ettevõtte väliste ja sisemiste tegurite kokkuvõtliku skoori. Arvutamiseks kasutatakse järgmist valemit:

$$V(\text{projekt } A) = \sum_i \left(\frac{w_{ij}}{\sum_j w_{ij}} \right) V_{ij}(\text{projekt } A) \quad (9)$$

Kus $V^{(projekt A)}$ on väliste tegurite kogu kaalutud punktisumma projekti A jaoks, w_{ij} on j -nda alamteguri kaalumine välise teguri i all ja $V_{ij}^{(projekt A)}$ on projekti A jõudlusväärtus väliste tegurite i alamteguri j suhtes. (Huang, Ozer, 2020)

Tulemused kaardistatakse koordinaatteljestikul (lisa G), kus vertikaalsel Y –teljel on ärikinnisvara investeerimisprojektide väliste tegurite kaalutud hinded ja horisontaalteljel X sisemiste tegurite kaalutud hinded kokku. Iga veerand peegeldab süsteemi eeliseid ja puudusi erinevate ärikinnisvarade puhul. I veerandis on nii välised (V), kui ka sisemised (S) tegurid positiivsed. Seega kõik selles asuvad investeeringud loetakse edukaks. III veerandis on mõlemad - välised (V-) ja sisemised (S-) tegurid negatiivsed. Seega igasugune investeering selles veerandis olevasse kinnisvarasse hinnatakse ebaõnnestunuks. Kuid, kui investeering asub II või IV veerandis, siis sõltub hinnang sellest, kus investeering asub diagonaaljoone suhtes. II veerand näitab, et välised tegurid (V+) on positiivsed, sisemised tegurid (S-) ei ole, kuna võrreldes - väliste teguritega, mis on tavaliselt ebakindlad ja ettearvamatud, on sisemised tegurid paremini kontrollitavad. Ärikinnisvara investeeringud, mis asuvad selles veerandis võib hinnata edukaks sel määral, kui võrd suudetakse vähendada ärikinnisvara investeeringu sisemisi nõrkusi. Eriti, kui investeering asub diagonaaljoone kohal, siis võib selle hinnata edukaks. Teiselt poolt, kui investeering on asub diagonaaljoone all, võib seda pidada ebaõnnestunuks, kuna investeeringul on tõsised sisemised probleemid ja välised tegurid ei toeta investeeringut. Samamoodi IV veerand näitab, et sisemised tegurid (S+) on soodsad, kuid on väliste teguritega (V-) seotud väljakutsed. Kui investeering asub diagonaaljoone kohal, võib seda hinnata edukaks. Teisalt, kui investeering asub diagonaaljoone all, siis võib investeeringut pidada ebaõnnestunuks, kuna investeering seisab silmitsi tõsiste väliste väljakutsetega ja sisemised tegurid pole eriti kindlalt investeeringu kasuks. (Huang, Ozer, 2020)

Kirjeldatud meetodit kasutades saab määrata ettevõtete või planeeritavate kinnisvara investeeringute asukoha antud koordinaatteljestikus ja sellega ka nende edukuse. Selle meetodi puuduseks on see, et see põhineb kaalutud keskmistel, mis ei ole alati parim viis kõigi arvamuste kaalumiseks. Samuti ei saa antud mudeli usaldusväärsuses veel väga kindel olla, kuna hetkel on seda rakendatud vaid väga väikese valimi alusel. Leitakse, et antud mudelit võiks julgelt kasutada elamukinnisvara investeeringutele hinnangu andmiseks, kuid ärikinnisvarasse investeerimine nõuab tavaliselt pikaajalist keskendumist ja olulist tähelepanu pööramist kapitali suurusele. (Huang, Ozer 2020) Seega võiks antud mudelit kasutada ärikinnisvara investeeringu tasuvuse analüüsi ühe osana, mis aitab anda hinnangu nii maailma

majanduse, kui ettevõtte sisemiste tegurite mõjule planeeritava projekti puhul. Antud meetod on käesolevas töös muudetud ka sobivamaks Eesti väikelinnades ärikinnisvara investeringute tasuvuse analüüsis ning kasutatakse ka töö empiirilises osas konkreetsete projektide analüüsimisel.

Järgnevalt on antud lühike ülevaade reaaloptsiooni meetodist (*Real Option*), mis pakub vara väärtuse kohta teistsuguse arvamuse investeerimisest. (Conteh jt, 2020) Meetod võib näidata projekti oluliselt suuremat kasumlikkust, kui NPV meetod. Olulised võivad olla ka keskkonnategurid, nagu üleujutused, metsapõlengud või maavärinad ning majanduslikud tegurid, nagu madal inflatsioon, madal intressimäär või kõrge tööhõive (mis kõik on projekti elluviimisel asjakohased). Seega, kasutades reaaloptsiooni meetodit investeringu tasuvuse analüüsiks, on võimalik paljastada võimalikud riskid, riskide vähendamise meetmed ja optimaalsed eelised projekti jaoks.

Hinnatavad kuus riski on järgmised (Conteh jt, 2020, lk 4-5):

- Arengurisk: projekti investeringute kulusid ei saa lihtsalt taastada. Sisuliselt tähendab see seda, et projekti käigus tekkinud kulusid ei pruugi hõlpsasti tagasi saada. Kui see juhtub, võib kasum olla negatiivne.
- Kulurisk: vajadus õigete kuluprognoside järele. Muutuvate majandustingimuste ja ümbritseva ehituskorralduse ettearvamatus muutmata kuluhinnanguteta on peaaegu võimatu tulevased kohandused.
- Finantseerimisrisk: võib tekkida projekti elluviimise toetamiseks vajalike rahastamisallikatest tuleneva ebakindluse tõttu. Näiteks laenude intressimäära kõikumine, mis kujutab endast ohtu laenu tagasimaksmisele, eriti kui üüritootlus on madal.
- Ajaline risk: mida kauem projekti elluviimiseks aega kulub, seda väiksemad on sissetuleku teenimise ja investeringutasuvuse võimalused. Selle riski kõrvaldamiseks on mõistlik rakendada võimalikult lühikese aja jooksul kasumi teenimist. Siiski on juhtumeid, kus viivitused projektis annavad sellele lisaväärtust ja soodustavad rahalist tasuvust ning seetõttu on viivitusi parem kui kiire rakendamine kasumi teenimise seisukohalt. Selliste olukorda hindamise jaoks ongi reaaloptsiooni meetod väga hea.
- Keskkonnarisk: see hõlmab keskkonnategureid, nagu lagunemine, üleujutused, võsapõlengud jne, mis on ohuks kinnisvara kasutajate rahule ja turvalisusele.

- Heakskiidu risk: see risk on seotud poliitiliste või ametiasutuste otsustega.

Näiteks, millise tegevusala jaoks antakse konkreetses asukohas tegevusluba jmt.

Kõikide riskide õigeaegse hindamise ja maandamise korral on võimalik esialgu ebaotstarbekana tunduvad investeeringud muuta investorite jaoks kasumlikuks ja vajalikuks. Reaaloptsiooni meetod näitab väga selgelt, miks on raske ärikinnisvara investeeringuid hinnata, kuna vaid ühetaoliste arvutuskäikudele tuginedes ei ole võimalik arvestada kõikide riskidega ega ka nende maandamiseks tehtavaga.

Kinnisvara investeeringute hindamiseks välja töötatud mudeleid on eriti keeruline kasutada just sellises turuolukorras, kus muutused ei ole ette prognoositavad ja kõikidel tuleb arvestada väga erinevate kriteeriumidega. Nii leidsid ka Onofrei ja Anghel (2012) Rumeenia nelja erinevat ärikinnisvara investeeringute projekti analüüsid, et need sõltusid väga palju erinevatest riskidest, mida oleks olnud ettevõtte juhtidel väga keeruline ette teada. See kinnitab veel kord vajadust mõelda läbi erinevate ärikinnisvara investeeringute hindamiseks kasutatavad meetodid.

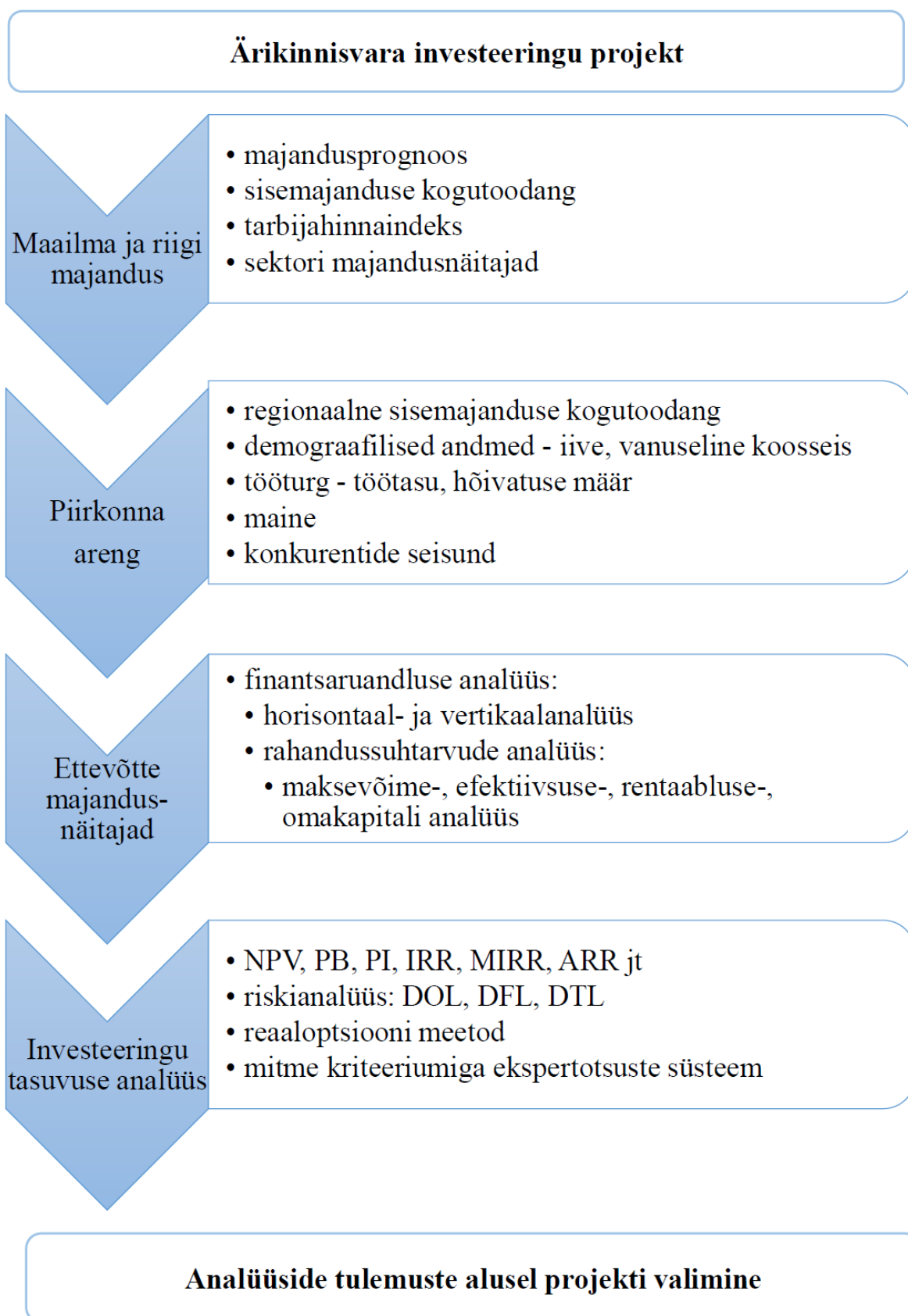
Üheks oluliseks kriteeriumiks ärikinnisvara investeeringute puhul on kindlasti kliendi rahulolu ruumidega ja seal pakutavate tingimustega nt õhu kvaliteet, ruumide funktsionaalsus, interneti kiirus jm. Razlin Mansor ja Low Sheau-Ting (2020) uurisid kontorihoonete sisekeskkonna tingimusi, mis võivad oluliselt mõjutada sealsete töötajate heaolu. Taolisi parameetreid on väga palju. Uuringu käigus toodi välja 15 parameetrit, mis jagati nelja kriteeriumi vahel: kasutajate mugavus, tervis, kohanemine ja ohutus. Kasutajate mugavuse alla paigutati järgmised parameetrid: a) temperatuur, b) biofiilia ehk seotus loodusega, c) akustika, d) kontori välimus, e) värv ja f) tajutav õhu kvaliteet. Tervislikkuse seisukohalt peeti oluliseks järgmisi kriteeriume: a) õhu kvaliteet, b) valgustus, c) puhtus ja d) ergonoomilisus. Kasutajate kohanemise seisukohalt jaotati kriteeriumid järgmiselt: a) töökoha paindlikkus, b) isikliku kontrolli võimalus ja c) privaatsus. Ohutuse osas toodi välja: a) hädaolukordadeks valmisolek ja b) vigastuste ennetamine. Uuringus osalenud ekspertide arvates oli nendest üldisematest kriteeriumitest kõige olulisem kasutajate tervis ning alakriteeriumitest toodi kõige sagedamini välja õhu kvaliteeti ja temperatuuri. (Mansor, Sheau-Ting, 2020)

Suur enamus nendest on kinnisvara omaniku poolt tagatavad tingimused nt ventilatsioon, ruumide värv, valgustus, akustika jm. Kindlasti toimuvad sellised parendused ja kohandused vastavalt kokkulepetele kinnisvara omaniku ja üürniku vahel. Nimetatud tingimuste täitmisest sõltub ruumidele rakenduv üürihind ja lõpuks ka rendilepingu pikkus,

kuna kõikide ettevõtjate jaoks on oluline, et nende töötajad ja kliendid oleksid ruumidega rahul. Samas vähendavad täiendavad nõudmised kinnisvara omaniku kasumit ja seega muudavad investeeringu vähem tasuvaks.

Samuti on just viimastel aastatel järjest enam suurenemas ettevõtjate soovid oma tegevuse läbi looduskeskkonna mõjude vähendamiseks. See aga suurendab samuti vajadust investeeringuteks, kuna nii olemasolevate hoonete rekonstrueerimise või uute ehitamise käigus tuleb pöörata tähelepanu nende keskkonnasäästlikkusele. Mõned näited rohelistest ehitusalgatustest on Malaisias vastu võetud roheline hoone indeks, Roheline märk Singapuris, *Beaufort Region*’i keskkonnamõju hindamine ja seire Ühendkuningriigis ning juhtpositsioon energeetikas ja keskkonnadisain Ameerika Ühendriikides. (Mansor, Sheau-Ting, 2020) Sarnased algatused on kasutusel ka Eestis ja laienevad koos üldise keskkonna mõjude vähendamise sooviga järjest enam.

Eelnevalt on kirjeldatud mitme kriteeriumiga ekspertotsuste süsteemi meetodit (Huang, Ozer, 2020), lühidalt reaaloopsiooni meetodit (Conteh jt, 2020) ja toodud välja erinevad ärikinnisvara jaoks olulised kriteeriumid (Mansor, Sheau-Ting, 2020). Töö empiirilises osas kasutatakse neist esimest, et hinnata KLC Kinnisvara OÜ planeeritavate projektide edukust tulevikus. Kokkuvõtteks võib öelda, et ärikinnisvara investeeringu tasuvust analüüsides peaks kasutama nii rahavoogude prognoosil, kui ka eksperthinnangutel põhinevaid meetodeid. Arvestades seda, kui paljude erinevate kriteeriumidega tuleb otsuste tegemise juures arvestada, ei saa kindel olla, et ainult ühte meetodit kasutades jõutakse õigele otsusele. Töö teoreetilises osas kirjeldatud ja empiirilises osas kasutatavate meetodite hulgas ei ole ühte meetodit, mis võimaldaks hinnata kõiki vajalikke aspekte Jõgeva maakonna väikelinnades ärikinnisvara investeeringu tasuvuse hindamiseks. Joonisel 2 on ära toodud töö koostamise käigus loodud kombineeritud meetod, kuhu on koondatud kõik erinevad tasandid, mida peaks ärikinnisvara investeeringu tasuvust analüüsides läbima. Iga tasandi juures on loetletud andmed ja/või meetodid, mida võiks analüüs koostamisel kasutada.



Joonis 2. Ärikinnisvara investeringu tasuvuse analüüsi kombineeritud meetod

Allikas: Autori koostatud

Jooniselt 2 on näha, et kombineeritud meetodi rakendamiseks on kõige olulisem investeerimise idee ehk projekt, millest saab kõik alguse. Oluline on selgeks teha mida, kellele ja miks investeerida plaanitakse, et oleks teada millist liiki ärikinnisvara looma hakatakse. Seejärel tuleks alustada andmete kogumist ja analüüsimist joonise ülemisest osast. Alustuseks oleks oluline teada, kas olukord maailma ja riigi majanduses soosib planeeritavat investeeringut. Selleks võiks kasutada konkreetset investeeringut arvestades maailma ja riigi majanduse kohta olemasolevaid andmeid ning tehtavaid prognoose. Näiteks, kui soovitakse investeerida eksporditavat toodangut tootvasse tööstusettevõttesse, siis on olulised näiteks riigi plaanid taristu arendamisel, aga ka sihtriigi majanduslik olukord. Antud tasandi positiivsed või ka negatiivsed tulemused, mis on kompenseeritavad teiste tasandite tugevustega, annavad võimaluse liikuda edasi järgmisele tasandile.

Järgmisena peab analüüsima planeeritava investeeringu tegemise piirkonna arengut, kus on olulised demograafilised ja tööturu andmed, aga ka piirkonna maine ning seal tegutsevate konkurentide seisund. Ka sellel tasandil oleks oluline jälgida just konkreetse investeeringu ideed, kuna näiteks lõbustusparkidel ja hooldekodudel on väga erinev klientuur ning seega võib elanikkonna vananemine olla ühe investeeringu puhul miinuseks, aga teisel juhul plussiks. Piirkonna areng on väga oluline ja antud mudeli puhul võiks siinsete negatiivsete tulemuste korral loobuda investeerimisest või vähendada plaane. Samas on väga olulised ka ettevõtte ja konkreetse projekti rahavoogudel põhinevad analüüsid ning investeeringu tasuvust analüüsides võiks ka piirkonna mõõdukalt negatiivsete tulemuste korral siiski edasi minna. Loomulikult ei ole mõistlik ehitada üksikule saarele suurt kultuurimaja, kuid näiteks väheneva rahvastikuga piirkonda on ka edaspidi vaja nii poodi, kui ka kooli või hooldekodu, kuid arvestada tuleks nende planeeritava suurusega.

Ettevõtte majandusnäitajaid ja konkreetset investeeringut analüüsides peaks kindlasti lähtuma reaalsetest andmetest, st ei tohiks prognoosida liialt positiivselt, et saada oodatav tulemus. Investeeringu tasuvust võiks analüüsida ka reaaloptsiooni või mitme kriteeriumiga ekspertotsuste süsteem alusel. Viimane neist hõlmab enamusi joonisel välja toodud tasandeid ja on seega väga heaks vahendiks erinevate tulemuste sünteesimisel.

Peale kõikidel nendel tasanditel kogutavate andmete analüüsimist, võrdlemist ja hindamist on selge konkreetse ärikinnisvara projekti tasuvus ning saab teha otsuse investeeringu tegemise tasuvuse kohta. Töö empiirilises osas viiakse antud mudelit kasutades läbi analüüs Jõgeva maakonnas tegutseva ettevõtte KLC Kinnisvara OÜ andmeid ja investeeringu projekte analüüsides.

2. Ärikinnisvara investeringu tasuvuse analüüs KLC Kinnisvara OÜ näitel

2.1. Ärikinnisvara sektorit mõjutavad tegurid Eestis Jõgeva maakonna näitel

Magistritöö empiirilises osas viiakse läbi ärikinnisvara projekti tasuvusanalüüs vastavalt joonisele 2. Ärikinnisvara investeringu projektiks on Jõgeva maakonnas tegutseva ettevõtte KLC Kinnisvara OÜ kahes väikelinnas – Jõgeva ja Põltsamaa – asuva ärikinnisvara hoonetesse investeerimine. Ettevõtte ärikinnisvara on üürile antud erinevatele ettevõtetele, kuid suurimaks üürnikuks on ehitusmaterjalide jaemüügiga tegelev kaubandusettevõtte ning investeringu tasuvusanalüüs viiakse läbi just nende pindade osas. Valikus on ankurüürniku vajadustest lähtuvate uute hoonete ehitamine, olemasolevate hoonete rekonstrueerimine vastavaks kaasaja nõuetele või olemasolevates hoonetes vaid hooldusremondi tegemine.

Analüüsi tegemisel läbitakse kõik kombineeritud meetodi etapid järgmiselt:

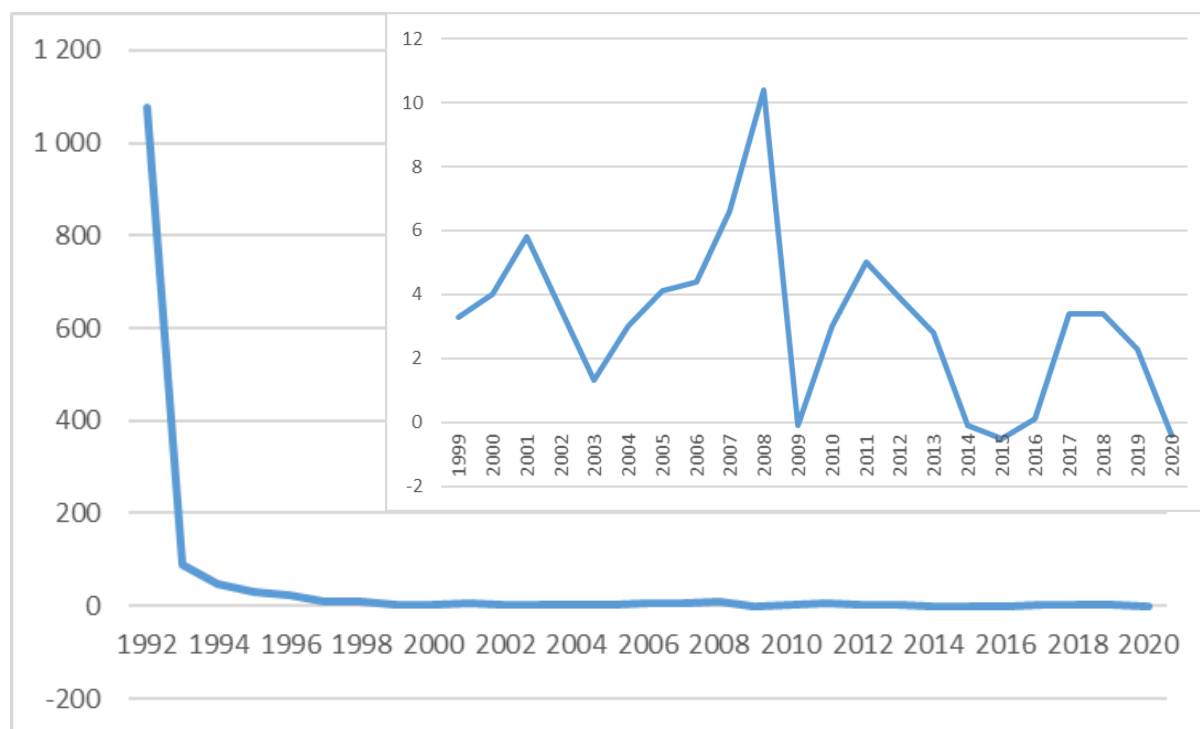
1. Maailma majanduse hetkeolukord Eesti Panga majandusanalüüsi alusel.
2. Eesti riigi majandusnäitajate kirjeldamiseks on kasutatud Statistikaameti andmebaasidest saadud järgmisi andmeid:
 - a. tarbijahinnaindeksi muutus;
 - b. sisemajanduse kogutoodangu, sh regionaalne SKP elaniku kohta.
3. Kinnisvara sektorit iseloomustavatest näitajatest on Statistikaameti andmetest välja toodud järgmised andmed Eesti ja Jõgeva maakonna kohta:
 - a. kasutusse lubatud mitteelamute arv;
 - b. ehitus- ning remondi- ja rekonstrueerimistöörde hinnaindeksi muutus;
 - c. ehitusmahuindeks.
4. Piirkonna, st Jõgeva maakonna arengut iseloomustavad järgmised näitajad:
 - a. Demograafilised andmed Statistikaameti andmetel:
 - i. rahvaarv aastatel 1990 - 2020 ja prognoos aastateks 2030 – 2040;
 - ii. rahvastiku vanuseline jaotus.
 - b. Tööturгу ja rahva ostujõudu kirjeldavad andmed Statistikaameti ja Töötukassa andmetel:
 - i. töötuse määr;
 - ii. keskmine töötasu.
 - c. Piirkonna maine autori eksperthinnangu alusel.
 - d. Konkurentide seisund autori eksperthinnangu alusel.
5. Ettevõtte viimase üheksa aasta majandusnäitajad:
 - a. Finantsaruandluse analüüs:

- i. horisontaal- ja vertikaalanalüüs;
 - ii. rahandussuhtarvude analüüs: maksevõime-, efektiivsuse-, rentabluse-, omakapitali analüüs.
6. Rahavoogudel põhinevatest meetoditest on rakendatud järgmisi:
- a. nüüdispuhasväärtus (NPV);
 - b. tasuvusaja analüüs (PB);
 - c. kasumiindeks (PI);
 - d. sisemist tulumäära ehk rentabluse (IRR);
 - e. modifitseeritud sisemine rentablus (MIRR);
 - f. arvestuslikku tasuvusmäära (ARR).
7. Eksperthinnangutel põhinevad meetoditest on kasutatud mitme kriteeriumiga ekspertotsuste süsteemi.

Vastavalt joonisele 2 tuleb alustada hinnangust maailma ja Eesti majandusele, millele lisada ka Jõgeva maakonna kohta välja toodud andmed. Info maailma ja Eesti riigi majandusnäitajate kohta pärineb Eesti Panga analüüsides ja Statistikaameti andmetest. Käesoleval, st 2021. aasta kevadel, on seoses koroonaviiruse tõttu tekkinud ebaselge olukorraga, väga keeruline olla kindel üldises majanduskasvus. Samas maailmamajandus taastus 2020. aasta lõpus tänu rangete koroonapiirangute leevendamisele langusest kiiremini, kui veel aasta keskel prognoosida julgeti. (Eesti Pank, 2021) Kuigi IMFi (*The International Monetary Fund* – Rahvusvaheline Valuutafond) hinnangul ulatus maailmamajanduse langus 2020. aastal 3,5%ni. Samuti arvatakse, et viirusekriisi süvenemine lükkab maailmamajanduse taastumist edasi. (Eesti Pank, 2021) Seega ei ole veel väga hea aeg suuremaid investeringuid tegema hakata, kuid planeerimiseks ja tasuvuse analüüsimiseks nn normaalsetes oludes toimimiseks sobib praegune aeg väga hästi. Samuti võib öelda, et võttes aluseks investeerimisprojekti idee, siis maailmamajandus seda konkreetset investeringut ilmselt ei mõjuta. Samas on väga oluline Eesti majanduslik stabiilsus, kuna kaubandusettevõtete käive sõltub väga palju näiteks elanike sissetulekutest, mis omakorda sõltub nii THI-st (tarbijahinnaindeks), kui ka SKP-st (sisemajanduse kogutoodang), millest on järgnevalt antud ülevaade.

Töö teoreetilises osas on välja toodud erinevate autorite väited, et ärikinnisvara investeringud on hea võimalus riski maandamiseks inflatsiooni vastu ning seetõttu on järgnevalt toodud ära Eesti tarbijahinna indeksi muutus läbi aastate. Tarbijahinnaindeks iseloomustab tarbekaupade ja teenuste hinnamuutust ning seda kasutatakse laialdaselt

mitmesuguste lepingujärgsete tasude ajakohastamiseks, aga ka pensionide ja töötasude korrigeerimiseks. Tarbijahinnaindeksi muutuse kaudu mõõdetakse inflatsiooniindeksit, mis iseloomustab tarbekaupade ja tasuliste teenuste hindade muutust. Joonisel 3 on näidatud THI muutust võrreldes eelmise aastaga. Eesti majanduse ebastabiilsuse illustreerimiseks 90-ndate aastate alguses on see ära toodud kahe joonise liitmisenä, kus suuremal on näidatud, kui suur oli muutus 1992. aastal, kui THI-ks mõõdeti 1076, kui hinnad muutusid ajavahemikul 1991. detsembri lõpp kuni 1992. aasta juunis toimunud rahareformini 5,5 korda ning võrreldes 1990. a III kvartaliga 33 korda. (Vära, 2009) Selleks, et näha ka THI muutust viimastel aastatel, kus muutused ei ole nii suured on väiksemal joonisel toodud ära THI muutus aastatel 1999-2020. Kust võib näha, et paaril korral on Eestis erinevatel põhjustel tekkinud ka deflatsioon (2009. a -0,1%; 2014. a -0,1 ja 2015. a -0,5). (Kuum, 2020) Seega võib öelda, et Eesti majanduses on olnud väga erinevaid aegu, kuid viimastel aastatel on THI olnud siiski stabiilne ja suuri muutusi ei ennustata selles osas ka tulevikuks.

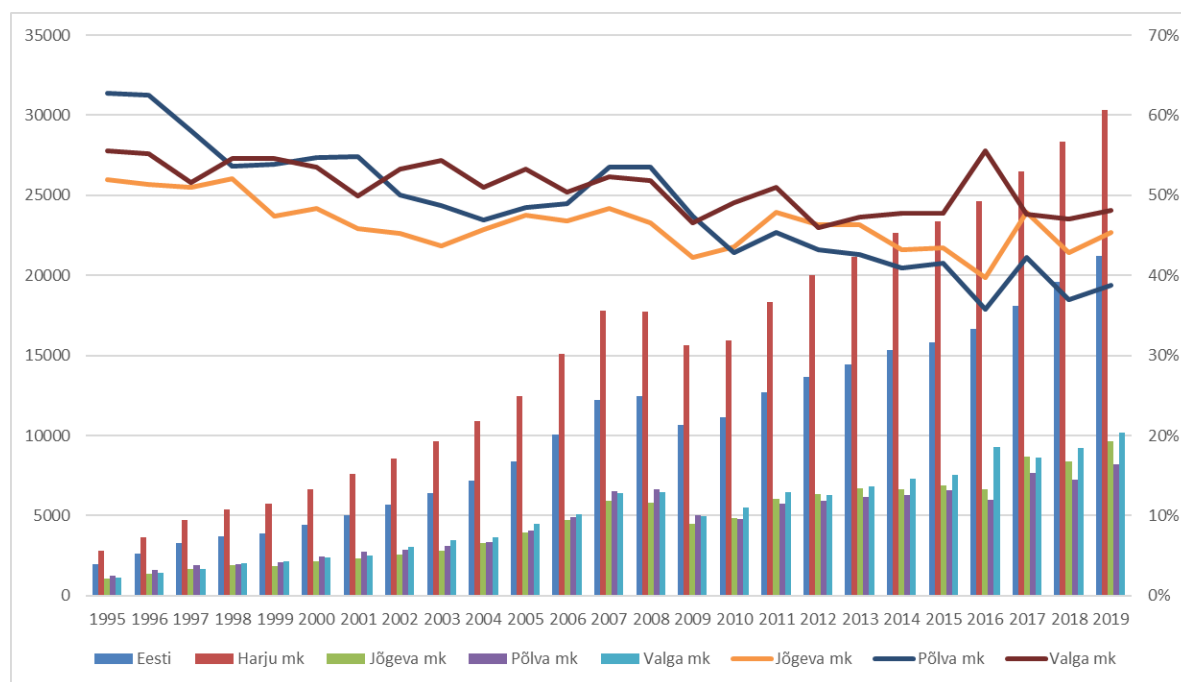


Joonis 3. Tarbijahinnaindeksi muutus võrreldes eelmise aastaga 1992-2020. a protsentides

Allikas: Statistikaameti andmete alusel autori koostatud

Teine Eesti riigi majanduse hetkeseisu iseloomustav näitaja on sisemajanduse kogutoodang (SKP) ja ka regionaalne sisemajanduse kogutoodang – koondnäitaja, mis mõõdab maakonna majandusüksuste tootmistegevuse lõpptulemust. Joonisel 4 on välja

toodud SKP elaniku kohta kogu Eesti ja nelja erineva maakonna regionaalse SKP võrdluses. Siit võib näha, et Jõgeva, Põlva ja Valga maakondade puhul, mis said valitud oma suhteliselt sarnase tausta tõttu, on SKP elaniku kohta Eesti keskmisest oluliselt madalam. Jõgeva maakonna SKP inimese kohta aastas on olnud üsna samal tasemel jäädes alates 1995. aastast 52%-st 40%-ni. Suurem on olnud kukkumine Põlva maakonnas, kus SKP on kukkunud 62%-lt 38%-ni. Joonisel 4 võib näha, et võrreldes Põlva maakonnaga on Jõgeva maakonna SKP viimastel aastatel kõrgem, kuid jääb siiski alla Valga maakonnale. Harju maakonna näitaja on joonisele lisatud, kuna tegemist on ainsa maakonnaga, mille SKP on Eesti keskmisest suurem ja seega maakonnaga, mis annab väga suure osakaalu Eesti riigi SKP suurusele. Seega võib öelda, et vaatamata mõningatele tagasilöökidele, nt 2008. aasta majanduslangus, on SKP Eestis ka maakondade lõikes olnud siiski tõusvas trendis.

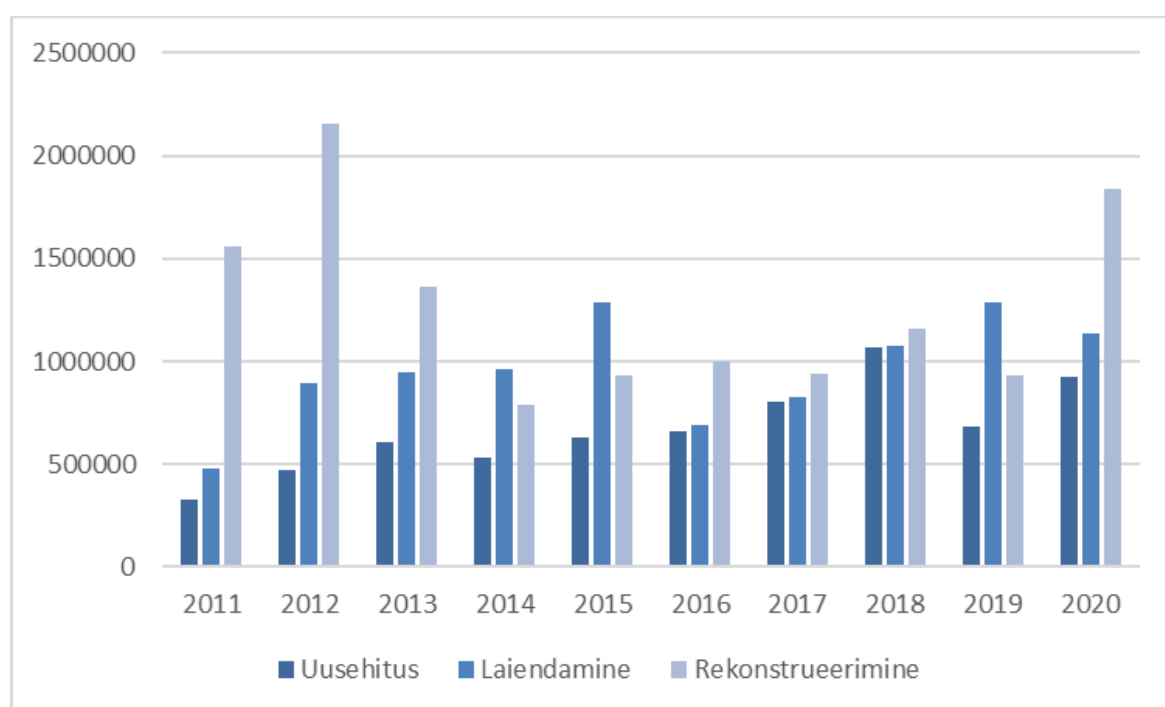


Joonis 4. SKP elaniku kohta eurodes ja väiksemate maakondade SKP osakaal Eesti keskmisest

Allikas: Statistikaameti andmete alusel autori koostatud

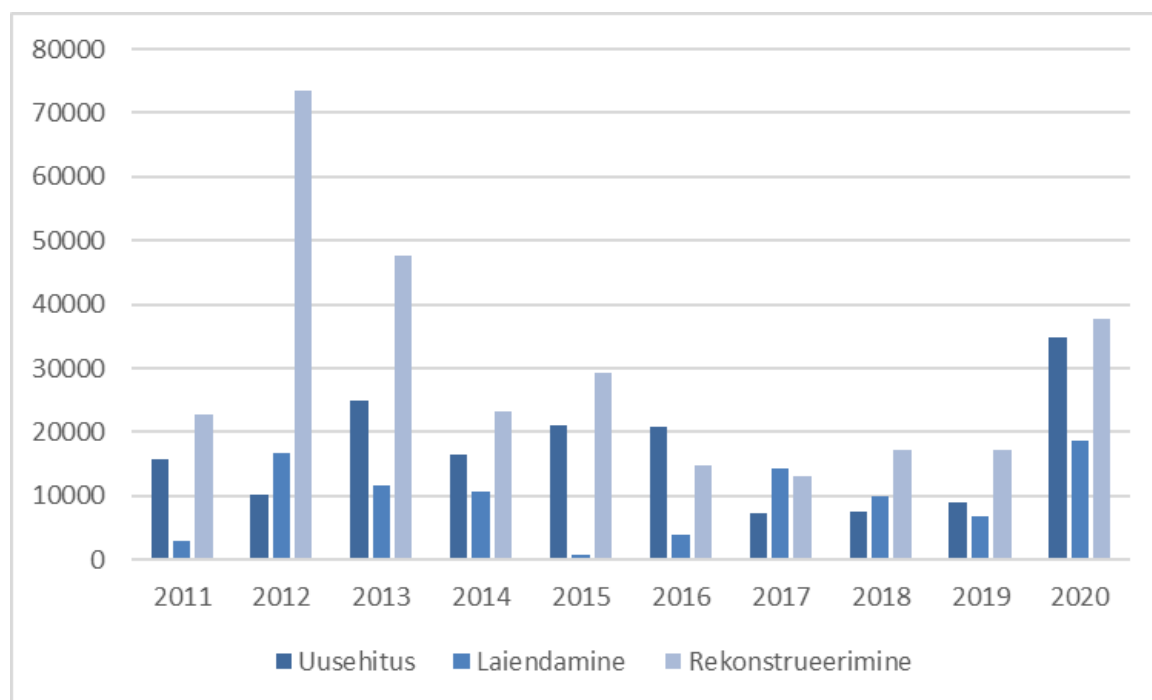
Käesoleva töö uurimisobjektiks on mitteeluruumide üürimisega tegeleva ettevõtte investeeringute tasuvuse analüüs ning seetõttu on antud ülevaade ka Eesti riigi ja Jõgeva maakonna kinnisvara sektorit iseloomustavatest näitajatest, mis iseloomustavad nõudluse ja pakkumise näitajaid. Joonistel 5 ja 6 on ära toodud 2011. – 2020. aastal Eestis ja Jõgeva maakonnas kasutusse lubatud mitteelamud ehituse liikide lõikes suletud netopinna alusel. On

näha, et trendid on sarnased, kuid esineb ka erinevusi. Arvestada tuleb, et Jõgeva maakonna mahud on väga väikesed ja mõnel aastal võib ühe suurema objekti valmimine mõjutada mahtude muudatust olulisel määral. Joonistel on näha, et aastatel 2011 ja 2012 oli väga suur mitteelamute rekonstrueerimiste osakaal, kuid edaspidi on Eestis laiemalt järjest suurenenud uusehituste maht, kuid Jõgeva maakonnas on rekonstrueerimine jäänud alati olulisemaks uusehitistest. Mitteeluruumide laiendamine on kogu Eestis olnud alati oluline, kuid Jõgeva maakonnas oluliselt vähem. Seega panustatakse Jõgeva maakonnas endiselt pigem olemasolevate hoonete korrastamisse, mitte uute ehitamisse. Põhjuseks on ilmselt ebakindlus piirkonna jätkusuutlikkuse osas ning uute hoonete nõudluse puudumine. Samuti on Jõgevamaal veel hooned, mida ei ole kasutusse võetud, kuid mida saaks rekonstrueerimise järel kasutusse võtta, mis omakorda suurendab pakkumist. Samasugune trend on teistes väheneva rahvastikuga maakondades, nt Põlva ja Valga. Need andmed kinnitavad ka ettevõtte senist tegevust ärikinnisvarana kasutatavate ruumide parendamisel, et pigem on tehtud jooksvat remonti olemasolevates ruumides ja ei ole nähtud võimalust ega vajadust ehitada uusi.



Joonis 5. Kasutusse lubatud mitteelamud Eestis ehituse liikides, suletud netopind 1000 m²

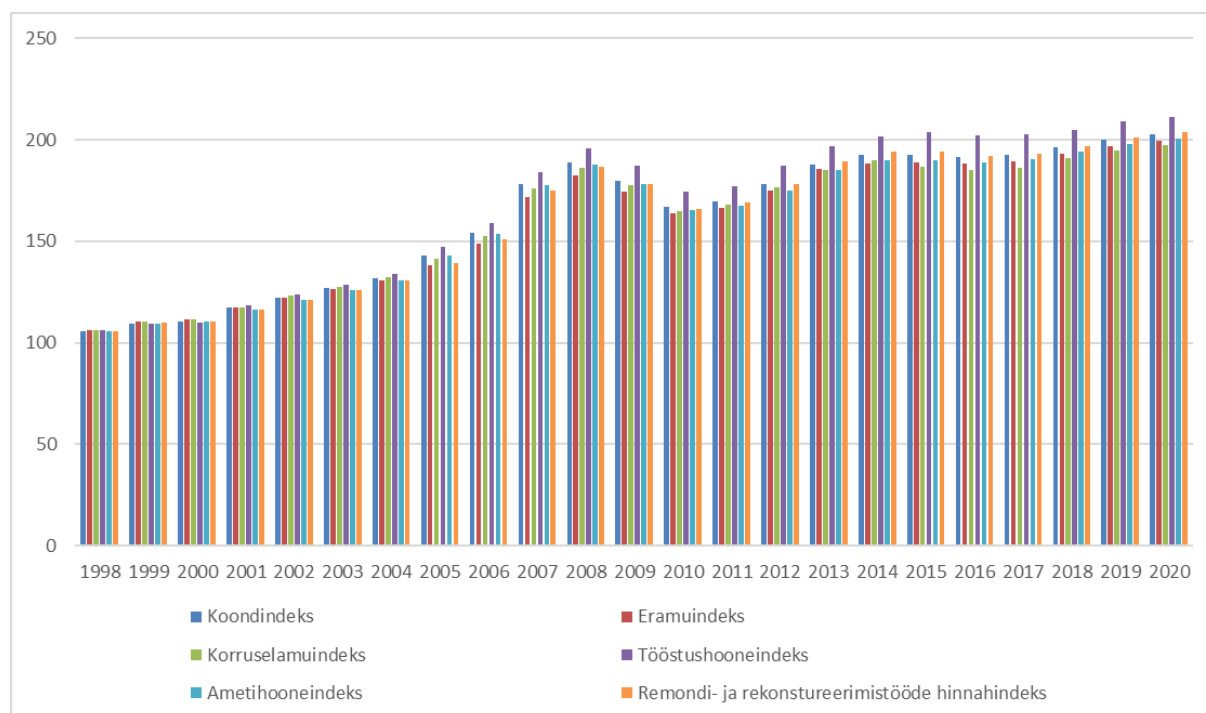
Allikas: Statistikaameti andmete alusel autori koostatud



Joonis 6. Kasutusse lubatud mitteelamud Jõgeva maakonnas ehituse liikides, suletud netopind 1000 m²

Allikas: Statistikaameti andmete alusel autori koostatud

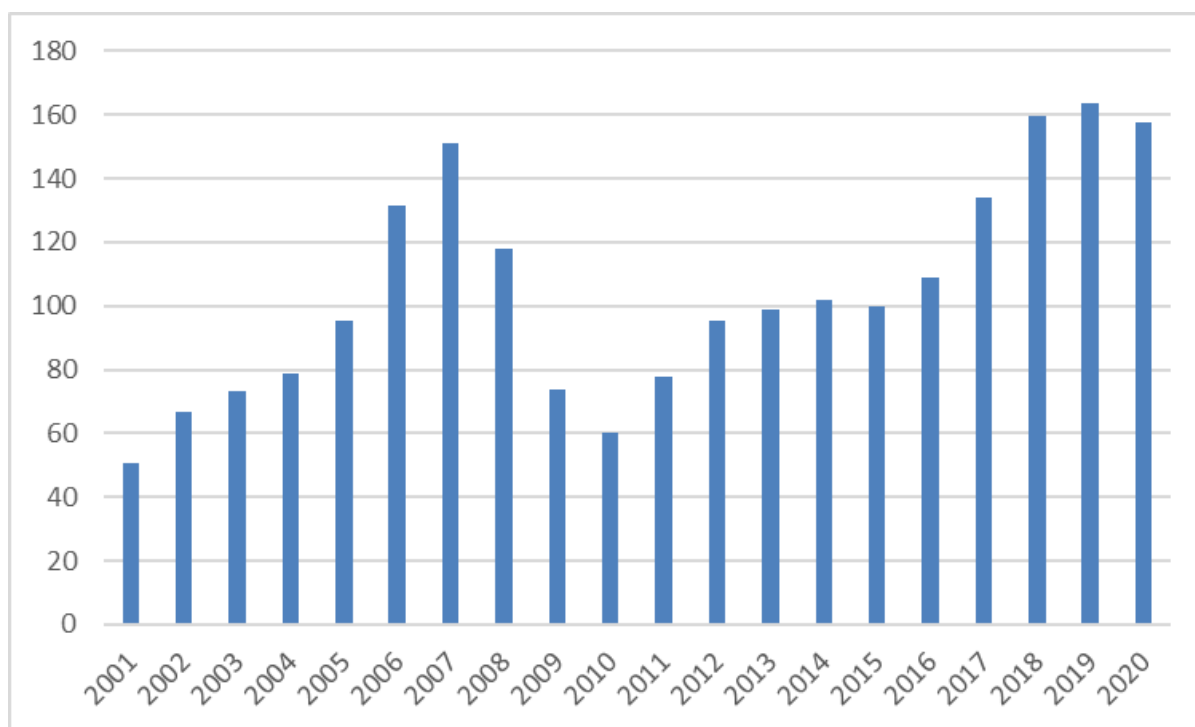
Oluline näitaja ärikinnisvara rekonstrueerimise ja ehitamise osas otsuste tegemiseks on ehitus- ning remondi- ja rekonstrueerimistöode hinnaindeks, mille muutus võrreldes eelmise aastaga on välja toodud joonisel 7. Ehitushinnaindeks väljendab ehitustegevuse maksumuse muutust ehitusplatsi otsekulude alusel ja selle arvutamisel arvestatakse nelja ehitisegrupi: eramud, korruselamud, tööstushooned ja ametihooned. Remondi- ja rekonstrueerimistöode hinnaindeks iseloomustab nimetatud töödele iseloomuliku ehitustegevuse maksumuse muutust ametihoonete puhul ehitusplatsi otsekulude tasemel. Hinnainfo kogutakse valikuuringuga, mis hõlmab ehitus-, rendi- ja hulgimüügifirmasid ning kümne linna jaemüügiettevõtteid. (Statistikaamet, 2021) Jooniselt on näha, et ehitushinnad on alates 1997. aastast, mis on võetud baasiks tõusnud kaks korda. Samuti on selgelt näha, et 2008. aasta majanduskriis mõjutas hindu ja tagasi 2007. aasta tasemele jõuti 2013. aastaks. Käesoleva töö seisukohalt on oluline välja tuua tööstushooneindeksi suurus võrreldes teiste ehitusgruppidega, mis kinnitab seisukohta, et vajalikud investeeringud nendesse on suuremad võrreldes eluruumidesse investeerimisega.



Joonis 7. Ehitus- ning remondi- ja rekonstrueerimistööde hinnaindeksi muutus võrreldes eelmise aastaga, 1997=100

Allikas: Statistikaameti andmete alusel autori koostatud

Ärikinnisvarasse investeerimise puhul on oluline ehitismahuindeks, mis iseloomustab omal jõul tehtud ehitustööde maksumuse muutust püsivhindades ja statistiliseks üldkogumiks on ettevõtted, mille põhitegevusala on ehitus. (Statistikaamet, 2021) Joonisel 8 on näha Eesti ehitismahuindeksi muutus eelnenud aasta sama perioodi ja eelnenud perioodi suhtes hoonete ehituse kohta, kus fikseeritud baasperioodiks on 2015. aasta. Jooniselt võib näha, et ehitusmaht on 20 aasta jooksul kasvanud üle kolme korra. Samas on siit näha, et 2008. aasta majanduskriis mõjutas ehituse mahtusid väga olulisel määral. Seega võib kokkuvõtteks öelda, et tuleb arvestada ka võimalike tagasilöökidega. Näiteks majanduskriis mõjub halvasti küll kõikidele sektoritele, kuid ehitussektorile, mis on seotud paljude teiste sektoritega, nagu töäjõu-, jae- ja hulgikaubanduse, aga ka pangandussektoriga võib olla mõju väga suur.



Joonis 8. Ehitismahuindeks, 2015=100

Allikas: Statistikaameti andmete alusel autori koostatud

Üheks oluliseks jaekaubandusega tegeleva ärikinnisvara sektorit mõjutavaks teguriks on piirkonna demograafiline olukord, mille järgi saab hinnata nõudlust jaekaubanduse järele. Tabelis 4 on ära toodud Eesti ja Jõgeva rahvaarv aastatel 1990 – 2020 ja prognoos aastateks 2030 ja 2040, kust võib näha, et rahvaarv on kogu Eestis ja ka Jõgeva maakonnas languses. Suurem muutus Jõgeva maakonna rahvaarvu osas võrreldes kogu Eesti rahvastikuga on aga prognoositud tulevikuks, kuna siiani on Jõgeva maakonna elanikkond moodustanud 2,7% - 2,1%-ni Eesti elanikkonnast, aga aastaks 2040 prognoositakse osakaaluks vaid 1,6%.

Tabelist 5 võib näha, et 1990. aasta ja 2020. aasta võrdluses on vähenenud kogu Eesti rahvastik 15,4%, aga Jõgeva maakonnas koguni 33,2%, st langus on olnud Jõgeva maakonnas oluliselt suurem. Üheks põhjuseks on kindlasti kogu maailmas toimuv linnastumine, kus rahvas valib elamiseks suuremad linnad. 2018. aasta algusega jõustus Eestis haldusreform ja paljude maakondade suurused muutusid, nt Lääne maakonna rahvastik vähenes 17% võrra. Jõgeva maakonna koosseis muutus samuti mõne omavalitsuse osas ja maakonna elanike arv vähenes ligi 1350 inimese võrra, mis ei ole märkimisväärne muutus. Veelgi suuremat langust prognoositakse aastaks 2040, kui Jõgeva maakonna rahvastik peaks vähenema veel neljandiku võrra (25,8%), samas, kui kogu Eesti rahvastik vaid 2,4%.

Tabel 4

Eesti ja Jõgeva maakonna rahvaarv aastatel 1990 - 2020 ja prognoos aastateks 2030 - 2040

	1990	2000	2010	2020	2030	2040
Eesti	1 570 599	1 401 250	1 333 290	1 328 976	1 313 785	1 296 575
Jõgeva	42 607	38 760	33 040	28 442	24 770	21 110
Osakaal	2,7%	2,8%	2,5%	2,1%	1,9%	1,6%

Allikas: Statistikaameti andmete alusel autori koostatud

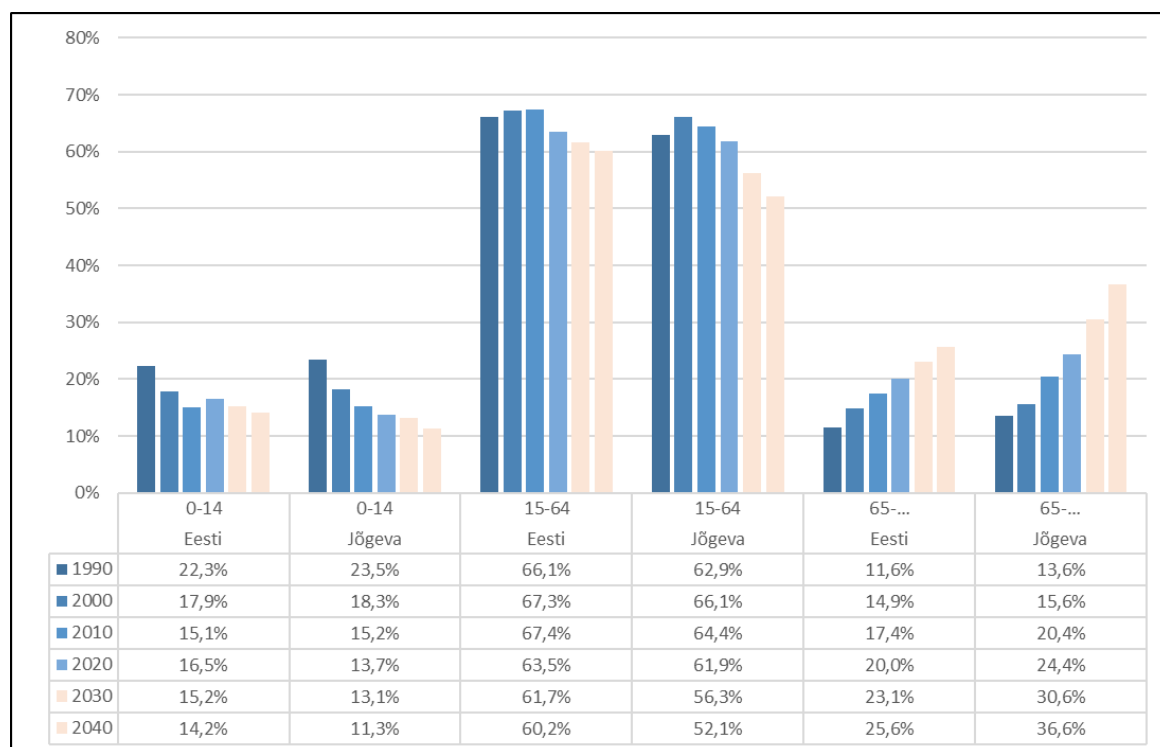
Tabel 5

Eesti ja Jõgeva maakonna rahvaarv ja muutus protsentides aastatel 1990 - 2020 ja 2020 – 2040

	1990	2020	Muutus 1990 - 2020	2040	Muutus 2020 - 2040
Eesti	1 570 599	1 328 976	-15,4%	1 296 575	-2,4%
Jõgeva	42 607	28 442	-33,2%	21 110	-25,8%

Allikas: Statistikaameti andmete alusel autori koostatud

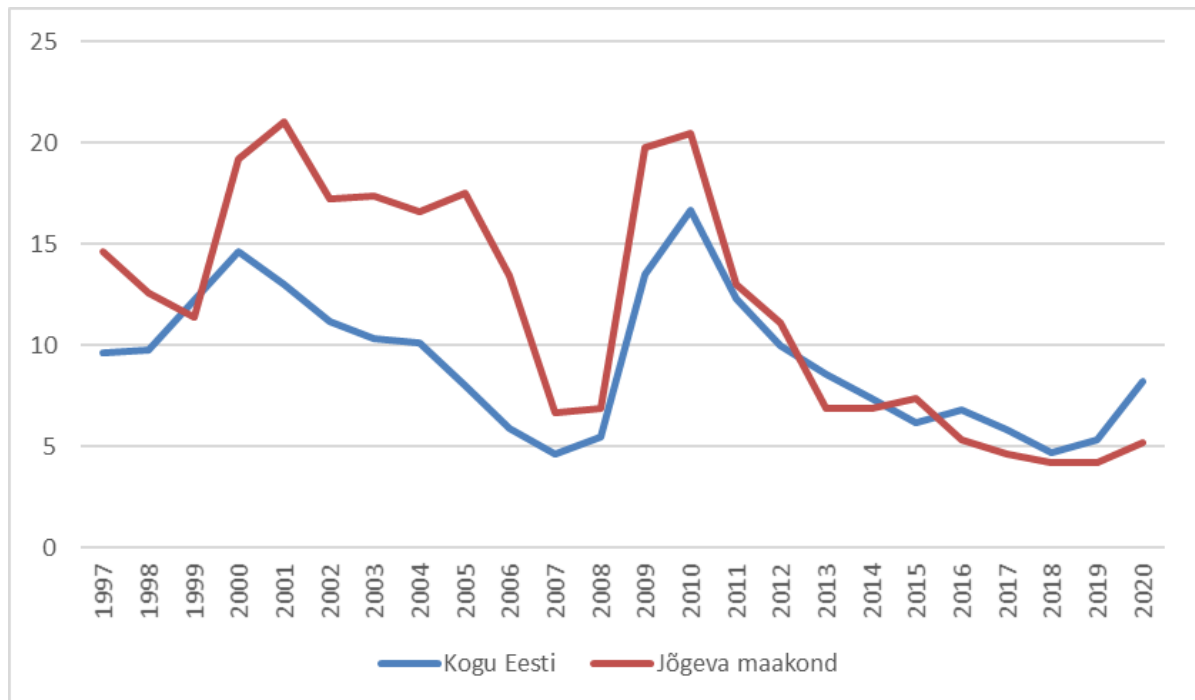
Joonisel 9 on rahvastiku vanuselise koosseisu osakaal kogu rahvastikust Eestis ja Jõgevamaal aastatel 1990 - 2020 ja prognoosina aastatel 2030 ja 2040. Trendid rahvastiku vanuselises koosseisu muutustes on sarnased, st vanuserühmade 0-14 ja 15-64 osakaal rahvastikus väheneb ja üle 65-aastaste inimeste osakaal suureneb. Erinevus on aga küll selle muutuse ulatuses. Kui tööealiste, st 15-64 aastaste inimeste osakaal kogu Eestis peaks 50 aasta jooksul vähenema 6% jagu, siis Jõgeva maakonnas peaks aastaks 2040 olema tööealiste inimeste osakaal 10% võrra väiksem. Samas kasvab üle 65 aastaste inimeste osakaal kogu Eesti rahvastikust 14% võrra, aga Jõgeva maakonnas koguni 23% jagu. Seega võib väita, et Jõgeva maakonna elanikkond vananeb Eesti keskmisest kiiremini ja sellel on kindlasti mõju ka sealsele ettevõtlusele. Käesolevas töös analüüsitava ärikinnisvara kasutuse ehk ehitusmaterjalide jaemüügi jaoks on küll halb näitaja rahvastiku üldine vähenemine, aga rahvastiku vananemine ei pruugi seda mõjutada väga negatiivselt. Ehitusmaterjale vajavad kõik vanusegrupid ja kui nooremad inimesed sõidavad nende hankimiseks ka kaugemale, nt Tartusse, siis vanemaelised teevad oma ostud hea meelega kohalikust poest.



Joonis 9. Rahvastiku vanuseline jaotus Eestis ja Jõgeva maakonnas protsentides

Allikas: Statistikaameti andmete alusel autori koostatud

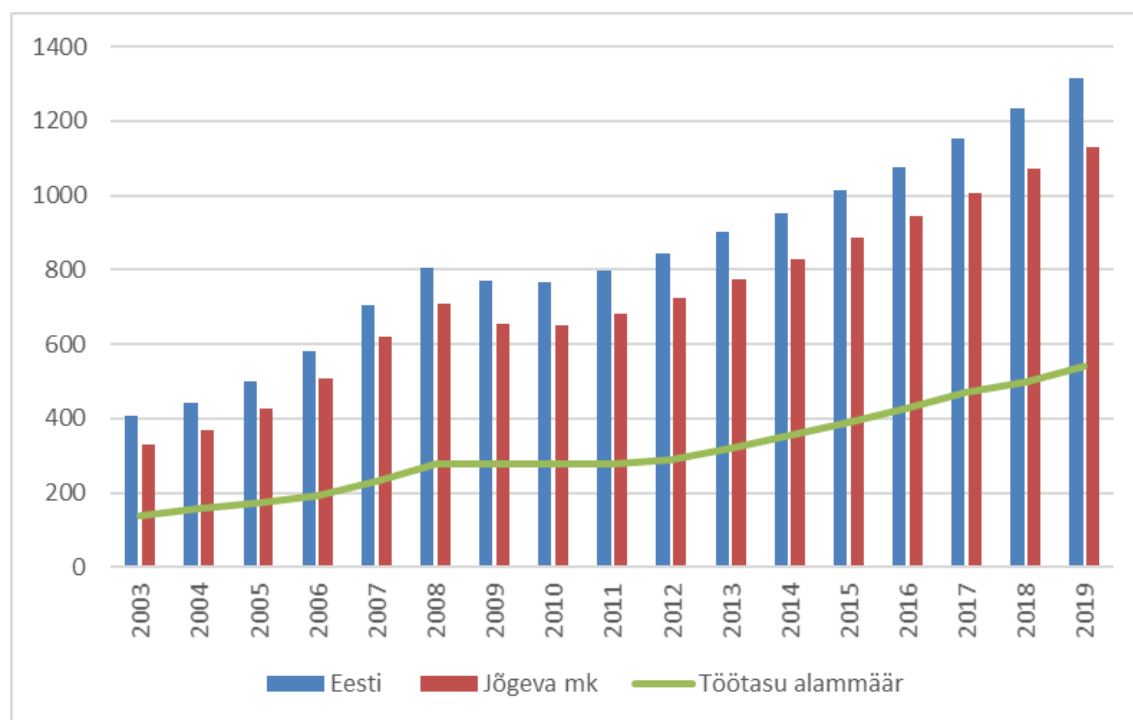
Rahvaarv Jõgeva maakonnas küll väheneb, aga viimastel aastatel on elanike ostujõudu iseloomustav töötuse määr maakonnas pigem langenud ja olnud isegi madalam Eesti keskmisest (joonis 10). Olukord on olnud varasematel aastatel ka vastupidine, näiteks aastatel 2000 – 2006. aastal oli töötuse määr Jõgeva maakonnas Eesti keskmisest suurem. Võrreldes Põlva maakonnaga, kus töötuse määr on olnud viimasel kolmel aastal 6,9% - 9,6% vahel või Valga maakonnaga, kus registreeritud töötuse määr on jäänud 7,8% ja 10,1% vahele, on olukord Jõgeva maakonnas parem. Töö kirjutamise hetkel on Jõgeva maakonna registreeritud töötuse määr Eesti madalaim, 5,3%, mis tähendab aga siiski 799 töötut.



Joonis 10. Töötuse määr Eestis ja Jõgeva maakonnas protsentides

Allikas: Statistikaamet ja Töötukassa andmete alusel autori koostatud

Kehvem on olukord küll samuti elanike ostujõudu iseloomustava näitajaga, milleks on keskmine töötasu, mis on olnud alates 2003. aastast stabiilselt 12-15% võrra madalam Eesti keskmisest. Positiivsena võib siinkohal välja tuua, küll selle, et erinevus Eesti keskmise ja Jõgeva maakonna keskmise vahel ei ole aastate jooksul suurenenud. Joonisel 11 on ära toodud lisaks keskmisele töötasule ka riiklik töötasu alammäär, mis on olnud stabiilses tõusus, v.a majanduskriisi järgsetel aastatel 2008 – 2011, ning kindlasti on see ka üheks põhjuseks, miks ka keskmine töötasu Jõgeva maakonnas on stabiilselt tõusnud.



Joonis 11. Keskmise töötasu Eestis ja Jõgeva maakonnas ning riiklik töötasu alammäär eurodes

Allikas: Statistikaameti andmete alusel autori koostatud

Käesoleva töö empiirilise osa aluseks oleval kombineeritud meetodit kujutaval joonisel 2 on piirkonda iseloomustavate teguritena toodud välja piirkonna maine ja konkurentide seisund, mis on kindlasti olulised otsuste tegemisel. Käesoleva analüüsi koostamise ajal ei olnud võimalik leida Jõgeva või Põltsamaa linna mainet käsitletud uuringut ning seetõttu saab tugineda vaid töö autori eksperthinnangule. Omavahelises võrdluses tuuakse pigem välja Põltsamaa paremat mainet, kuna tegemist on ajaloolise asulaga ja ka asukoht – Tallinna-Tartu maantee ääres – kujundab inimestes teadmist sellest väikelinnast ja sellega ka mainet. Jõgeva linna näol on tegemist suhteliselt uue linnaga (aastast 1938) ning tema asukoht on küll Piibe maantee ja raudtee suhtes väga hea, kuid suurematest magistraalidest jääb ta kaugele.

Konkurentide seisundi hindamine tugineb samuti töö autoripoolsel eksperthinnangul ja teadmistel kohalikest oludest. Jõgeva linnas tegelevad ehitusmaterjalide jaemüügiga kaks konkurenti, kes on pikaajalised valdkonnas tegutsevad ettevõtjad ja kuuluvad üle-eestilisse jaekaubandusketti. Mõlemad on teinud suured investeeringud taristusse, mille järel on kauplustes kaasaegsem keskkond ning selles osas on nad paremas seisus. KLC Kinnisvara OÜ üürniku eelis on kliendisõbralikum ja pädevam teenindus, paremad hinnad, aktiivsem

müük ning lihtsam kauba ostmise ja laost kättesaamise logistika. Kauplus asub kesklinna ligidal ja suure elamukvartali ning tööstuspiirkonna kõrval. Põltsamaal on üks konkurent ja mõlemal kauplusel on müügikeskkonna mõttes suured investeeringud tegemata, kuid ka siin saab ettevõtte eelisena välja tuua hea logistilise asukoha ja aktiivsema müügitegevuse osas. Seega on nii maine kui ka konkurentide seisundi osas Põltsamaa Jõgevast paremas seisus, kuid erisused ei ole suured.

Kokkuvõtteks võib öelda, et ärikinnisvara investeeringute tasuvuse seisukohast on Eesti majanduses olnud erinevaid olukordi, kuid viimase kolmekümne aasta jooksul on majandus jõudsalt kasvanud. Kahjuks ei saa olla nii positiivne Jõgeva maakonna suhtes, mis kipub oma arenguga sarnaselt teiste väheneva rahvastikuga maakondadega oma arengus suurtest maha jääma. Jõgeva maakonna rahvastikku iseloomustavatest näitajatest selgub, et elanikkond vananeb ja väheneb ning teenib vähe. Samas ei tohiks see olla põhjuseks igasugune investeerimine antud piirkonda lõpetada, kuna see tekitaks omakorda inimestes soovi piirkonnast lahkuda. Selleks on ka riigi poolt väheneva rahvastikuga piirkondadesse suunatud rohkem riiklikke eelarvelisi vahendeid ja eurotoetusi. Samuti panustavad kohalikud omavalitsused oma võimaluste piires rahva jaoks oluliste teenuste nagu haridus või tervishoid, heal tasemel pakkumisse. Seega statistilised andmed ei sisenda julgust Jõgeva maakonda investeerida, kuid see sõltub siiski ka investeeringust ja selle tasuvusest.

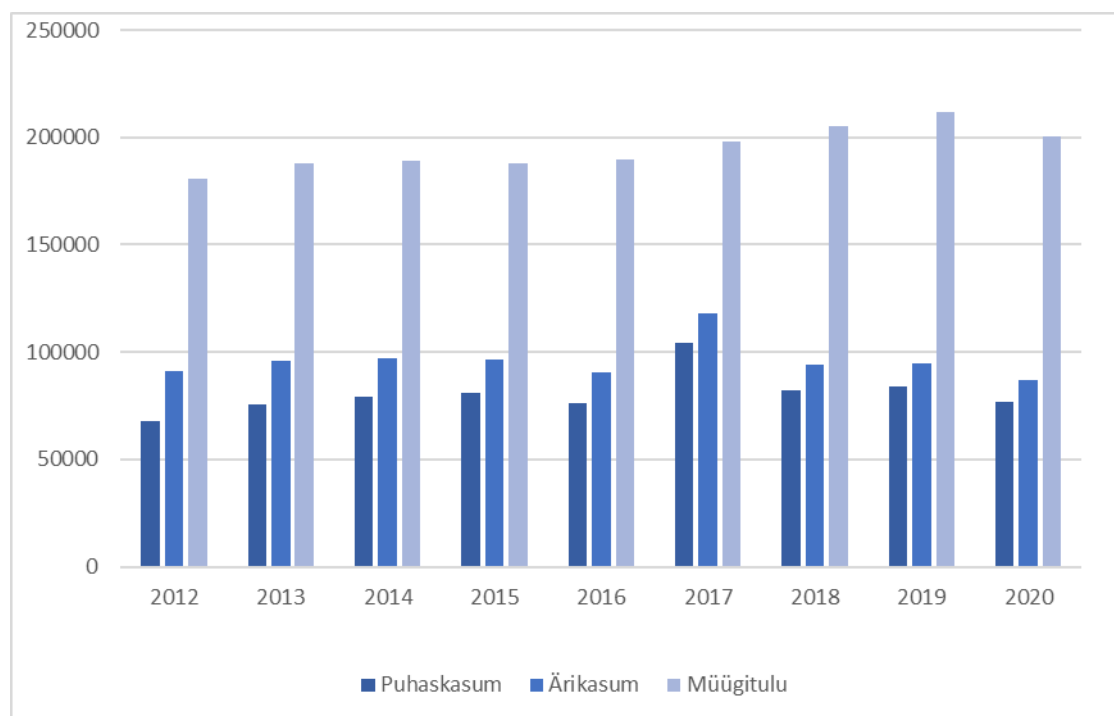
2.2. Ettevõtte KLC Kinnisvara OÜ hetkeolukord ja finantsnäitajad

Lisaks piirkonna arengut iseloomustavatele näitajatele analüüsitakse vastavalt joonisel 2 välja toodud kombineeritud meetodile ettevõtte majandusnäitajaid. Tausta avamiseks antakse ka ülevaade analüüsi aluseks olevast ettevõttest. Eesti kapitalil põhinev KLC Kinnisvara OÜ on asutatud 1989. aastal ja tegelenud ettevõtlusega üle 30 aasta. Sellest 20 aastat on tegeletud ettevõtte jaekaubanduse, teeninduse ja osaliselt ka ärikinnisvara üürimisega Jõgeva- ja Järva maakonnas ning seda enamuses ettevõtte omanduses olevatel äripindadel. Majanduslikel kaalutlustel otsustati 10 aastat tagasi väljuda jaekaubandusest ja alustati ettevõtte omanduses oleva ärikinnisvara üürile andmisega ainult Jõgeva maakonnas Jõgeva ja Põltsamaa linnas.

Algusaastatel üüriti ruume teistelt ettevõtetelt, aga äri arenedes hakati ärikinnisvara ostma, kui selleks sobivad hooned või kinnistud müüki tulid. Ärikinnisvara soetamisega alustati 1995. aastal, kui soetati nõukogudeaegsed hooned, mida pidi kaasajastama ja sobitama vajadustele. Ettevõtte eesmärgiks oli jaekaubanduse ja teenindusega tegeleda

ettevõtte omanduses olevas kinnisvaras ning vältida üüripindadel tegutsemist. Võimalusel osteti ka oma kinnistuga piirnevaid kinnistuid, et vajadusel oleks olemas hoonete laiendamise võimalus. Samuti soetati vastavalt võimalustele erinevaid soodsa hinnaga hooneid või maad. Aja jooksul on mittevajalikke kinnistuid müüdud, et täita uude ärikinnisvarasse investeerimiseks võetava pangalaenu omakapitali kohustus. Ilma tuludeta seisvate kinnistutega kaasnevad maamaksu ja hooldamise kulud ning seetõttu ei peetud perspektiivi mitteomavate kinnistute omamist mõttekaks.

Käesoleval ajal on ettevõtte omanduses jaekaubanduse-, kontori-, teeninduse- ja laopinnad ning mõned hooneteta kinnistud. Kümme aastat tagasi tekkis hea võimalus suurem osa ehk 90% jaemüügiks sobivast ärikinnisvarast üürile anda ühele Eesti ehitusmaterjale müüvale jaekaubandusketile (edaspidi ka ankurüürnik). Eesmärgiks sai võetud varasemalt suuremas ulatuses jaekaubandusega tegeleva ettevõtte reorganiseerimine ärikinnisvara omavaks ja haldavaks ettevõtteks. Jaekaubandusega tegelemise viimastel aastatel ja üleminekuajal rendipindade üürimisele oli ettevõtte omanik palgalisel tööal avalikus sektoris ning igapäevaselt ettevõtte tööga kokku ei puutunud. Ettevõttel puudus kogemus ja teadmine, kuidas on kõige efektiivsem kinnisvara hallata ning seetõttu esimesel viiel aastal lihtsalt üüriti ruume, tehti väiksemaid remonttöid ja korraldati hooldust. Ettevõttel ei olnud ärikinnisvara üürimise valdkonnapõhist kulu- ja finantsarvestusesüsteemi ega aruandluse analüüsimudelit. Muuta oli vaja kuluarvestussüsteemi, finantseerimismudelit ja koostada uus äriplaan, mis pidi tagama ettevõtte jätkusuutlikkuse ning andma uued tegevussuunad. Tänapäevaks tegeletakse aktiivselt ettevõtte juhtimisega ja on hakatud arenguperspektiive analüüsima. Eesmärk on jõuda arusaamisele, mis aitab ettevõtet hoida jätkusuutlikuna pikas perspektiivis, et tehtud investeeringud tagaksid vajaliku rahavoo investeeringuid silmas pidades. Ärikinnisvara üürimisega tegelev ettevõtte peab omama piisavalt kinnisvara, et katta ettevõtte püsi- ja muutuvkulud, ootamatud väljaminekud kinnisvara taristu haldamisel ning olla valmis hooldusremondi tegemiseks. Samuti on oluline teenida omanikule tulu. Jooniselt 12 on näha, et müügitulu ja kasum on ajavahemikus 2012 – 2020 iga-aastaselt stabiilne ning müügitulu puhaskasum on hea.



Joonis 12. Puhas- ja ärikasum ning müügitulu.

Allikas: Autori koostatud

Ettevõtte on 25 aasta jooksul vanu ärihooneid rekonstrueerinud ja nendesse suures mahus investeerinud. Aja möödudes ei vasta aga need siiski kõikidele kaasaja nõuetele ja kliendi ootustele. Piirkonna majanduslik ja demograafiline olukord ning maine on pidurdanud targalt tulevikku mõtlemist. Kunagi ei ole tundunud mõistlik vana ärihoone rekonstrueerimise asemel uus ehitada, kuna piirkond on ju väheneva rahvastiku ja kehva mainega. Tegelikult oleks pidanud seda siiski tõsiselt kaaluma ja analüüsima, sest tänu heale ning stabiilsele rahavoole oleks investeringu tasuvusaeg juba lähiaastatel täitumas. Siit tekibki küsimus, et kas tuleks ehitada täiesti uued kaasajale vastavad ärihooned olemasolevale ankurüürnikule või jätkuvalt investeerida vanadesse hoonetesse või enam mitte investeerida ettevõtte omanduses olevasse ärikinnisvarasse Jõgevamaal, vaid suunata vabad vahendid arenevale turule.

Uute investeeringute tegemiseks koostatakse vastavalt teoreetilises osas kirjeldatud meetoditele ja skeemile tasuvusanalüüsid. Uute ärihoonete ehitamisel võetakse arvesse üürnike taluvuspiiri üürihinna tõstmisel, arvestades elanikkonna vananemise ja vähenemisega ning eeldatava ostujõu langusega väikelinnades. Samas paraneks uues hoones oluliselt kasutusmugavus, sisekliima ja hoonete kvaliteet ning keskkonnasäästlikkus. Sisekliima kvaliteet on eriti oluliseks muutunud nüüd, kui koroonakriisi tõttu hakatakse rohkem pöörama

tähelepanu ruumide suurusele ja õhukvaliteedile. Vähemtähtsad pole ka vähenevad ülalpidamiskulud, mis tasakaalustaks mingil määral kallinevat üürihinda.

Üürnike lojaalsus ja rahulolu kasvab, kui haldusettevõtte on aktiivne ning teeb kinnisvara parendamiseks investeeringuid ning hooned näevad kaasaegsed välja, mis tõstab usaldusväärst. Oluline on üürileandja ja üürniku vaheline koostöö ning ühesuguse arenguperspektiivi nägemine. Tavapärase on see, et üürile andja eesmärgiks on rohkem tulu saada, kui üürnik maksta tahab või jõuab. Samas tuleb arvestada ka sellega, et KLC Kinnisvara OÜ ei ole väga suur ettevõtte. Suurematel ärikinnisvara arendajatel on suurte investeeringute tegemisel eeliseks see, et neil on suurem finantsvõimekus, kinnisvaraportfell, meeskond ja kogemus. Arvestada tuleb ka maailmamajandusega, sest nagu viimaste aastate sündmused tõestavad, siis ettenägematuid olukordi maailmas tuleb pidevalt ette ja nende mastaabid on muutunud suuremaks ning ettearvamatuks. See aga muudab suuremate investeeringute tegemise väikese ettevõtte jaoks liialt riskantseks.

Tänaseks on ettevõtte põhivara kinnisvarainvesteeringute bilansiline maksumus ühe miljoni euro suurune. Kokku on investeeritud ärikinnisvarasse 1,1 miljonit eurot, millest laenukapital on olnud 800 tuhat ja omakapital 300 tuhat eurot. Seda kõike pea kolmekümne aasta jooksul ja järk-järgult kasvatades. Töö koostamise ajal on laenukapitali suurus 240 tuhat eurot ja omakapitali suurus 900 tuhat eurot. Omakapitali on saanud tõsta ka tehingutega, kus ärikinnisvara on ostetud odavamalt ning tänu inflatsioonile ja nõudlusele müüdnud kallimalt. Kõige eredam on näide veel nn rublaajast, kus pangast võetud 5% laenuintressiga laenu pidi tagasi maksuma kolme aasta pärast. Ka käesolevas töös on kirjeldatud Eestit viimastel rubla kehtivuse aastatel tabanud hüperinflatsiooni, mis tõi kaasa selle, et kolm aastat hiljem oli tagastatav laenusumma muutunud tühiseks. Samas on selliselt saadud vahendid omakorda suuremasse ja kasumlikumasse äritegevusse ning ärikinnisvarasse investeeritud. Seega võib kinnitada, et kinnisvara on heaks kaitseks inflatsiooni vastu, sest investeeringud aitavad kapitali säilitada ja suurendada ning teenida rahavoogu. Tagasi on makstud kümneid võetud laene ja osad objektid on juba laenuvabad ning uusi suuremaid investeeringuid ei vaja. Ärikinnisvara soetamine ja rekonstrueerimine on erinevatel aegadel olnud keeruline ja pingeline tegevus. Laenu saamiseks on olnud vaja omakapitali, mille hankimine ei ole olnud alati lihtne. Suuremate investeeringute tegemisel on tekkinud valet arvestusest ja ehituse lisatöödest tingitud lisakulusid, aga ka ajagraafikute nihkumist. Samuti ei ole prognoositud rahavood laekunud alati õigeaegselt ning see on tekitanud pingeid.

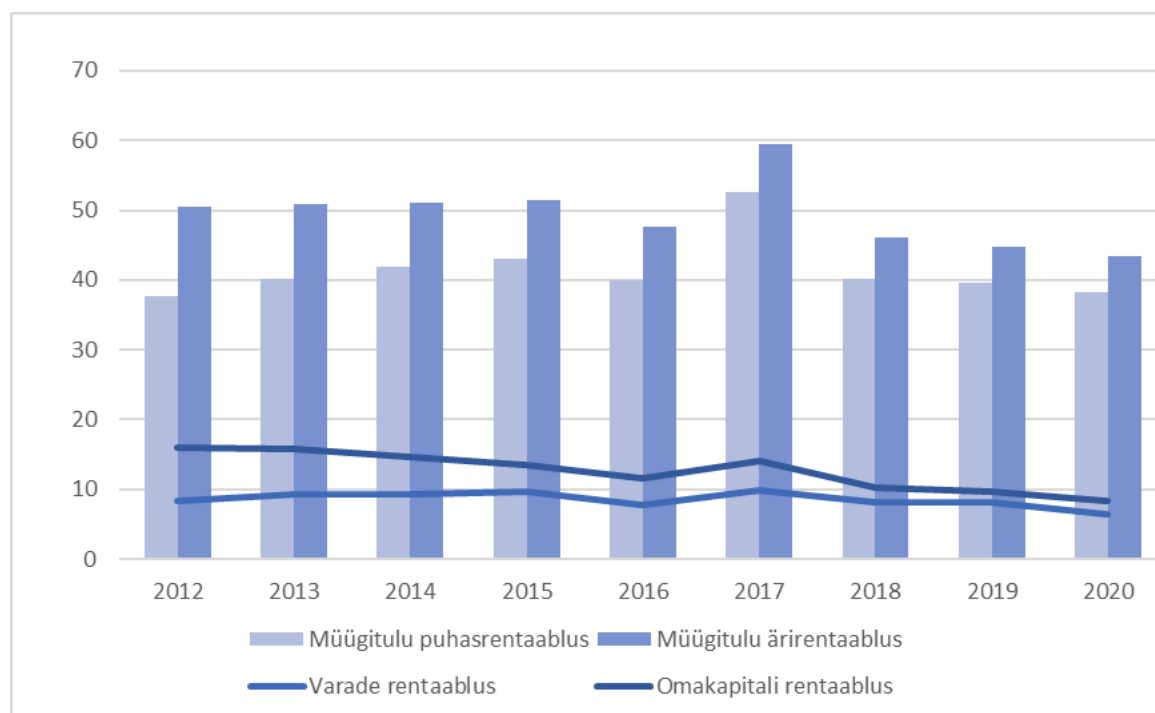
Ärikinnisvara investeringute tasuvusanalüüsi tegemise vajadust on tunnetatud juba aastaid, kuid siiani on see jäänud tegemata. Kuid 2020. aastal sai siiski ilma selleta neljale objektile päikesepaneelid soetatud, et vähendada ostetavat elektrikogust ja kulusid ning kasutada võimalust saada riikliku taastuvenergiatoetust 12 aasta jooksul. Kuna konkreetne äriplaan oli teoreetiliselt tasuv ja pank oli nõus finantseerima, siis sai kiirelt otsustatud äriplaan ellu viia. Samas jäi korralikult analüüsimate, mida selle projekti elluviimine pikas plaanis tähendab ning lähtunud vaid põhimõttest, et kindlasti tõstab selline investering kinnisvara väärtust ja mainet.

Uute ärihoonete ehitamisel tuleb kindlasti ankurüürnikega sõlmida investeringut kaitsvad üürilepingud ja võtta ka suuremad tagatised (üüri pikem ettemaks ehk tagatisraha, lepingu lõpetamise suurem hüvitis ja piisavalt pikk etteteatamise tähtaeg), sest riskid on muutunud suuremaks. Hetkel ankurüürniku üürilepingus sõltuvust tarbijahinnaindeksist (THI) ei ole, sest lepingus on õigus iga aasta üüri tõsta 2% ja seda võimalust on ka kasutatud. Väiksemate üürnikega on lepingu õigus üüri tõsta üks kord aastas vähemalt 5%, kuid mitte vähem kui THI. Vaadates joonisel 3 näidatud Eesti THI-d, siis see viimase üheksa aasta jooksul keskmiselt olnud 1,66%, st madalam, kui lepingujärgne üürihinamuutus. Üüri muutus toimub ka siis kui üürnik soovib mingit suuremat investeringut, mis väljub tavapärasest remondist või ümberkorraldusest ning mida finantseerib üürileandja.

Ettevõtte rahandussuhtarvu analüüsiks on kasutatud viimase üheksa aasta majandusaasta aruandeid, sest selle aja jooksul on olnud ettevõtte peamiseks tegevusalaks ärikinnisvara üürimine ja annab tervikliku ülevaate selle perioodi kohta.

Müügitulu puhasrentaablus näitab müügitulu iga euro tasuvust peale kõikide kulude mahaarvamist. Müügitulu ärirentaablus näitab kui suur osa müügitulust jääb järele peale ärikulude mahaarvamist. Jooniselt 13 on näha, et mõlemad rentaabluse näitajad on ettevõttele head.

Varade rentaablus (ROA) näitab ettevõtte varadesse tehtud investeringute tasuvust. Omakapitali rentaablus (ROE) näitab, kuidas ettevõtte toodab oma omanikele tulu. Jooniselt 13 on näha, et nii ROA, kui ka ROE on langustrendis, mis ei ole väga hea, sest nende langemisel alla kapitalihinna ei ole äritegevuse rentaablus enam nii tasuv.

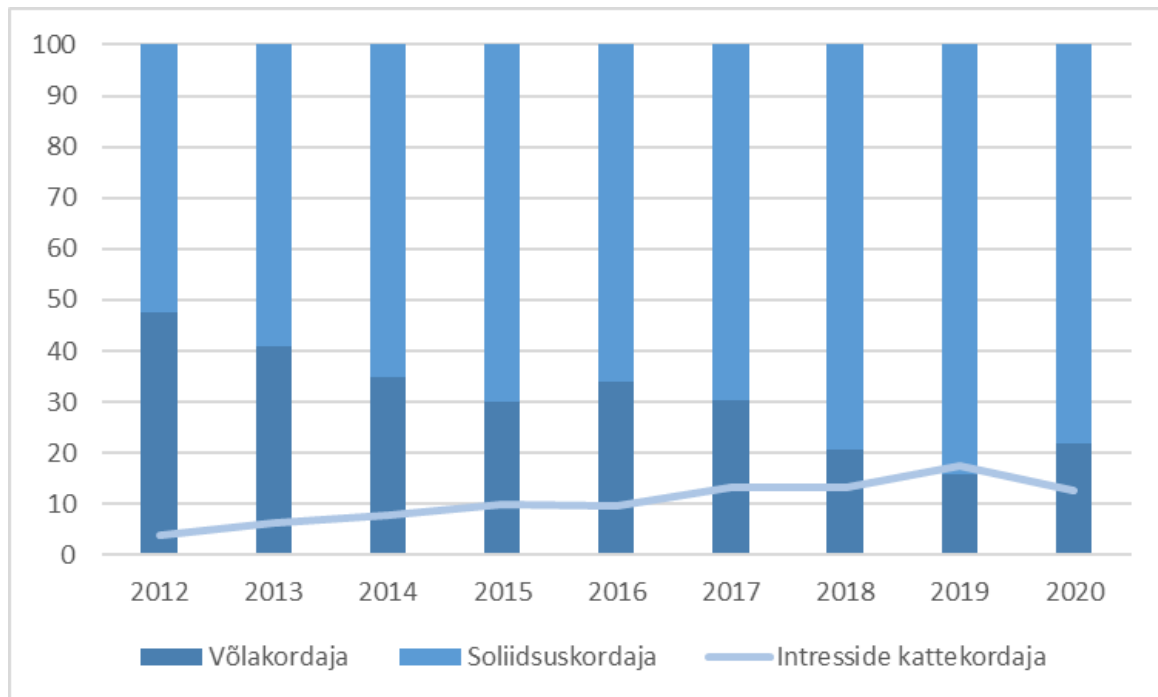


Joonis 13. Müügitulu puhas- ja äri ning varade ja omakapitali rentaablus protsentides

Allikas: Autori koostatud

Võlakordaja näitab, kui suur osa varadest on finantseeritud laenatud vahenditega. Mida väiksem on suhtarv, seda väiksem on laenatud vahendite osatähtsus varade finantseerimisel. Võlakordaja näitaja ei tohiks olla rohkem, kui 60-70%. Joonisel 14 on näha, et ettevõtte näitaja on viimase kümne aasta jooksul olnud langustrendis. Välja arvatud aastatel, kus investeeringute tegemiseks on laenu maht suurenenud. Kuna see näitaja on hea, siis on võimalus ettevõttel ka investeeringuid suurendada.

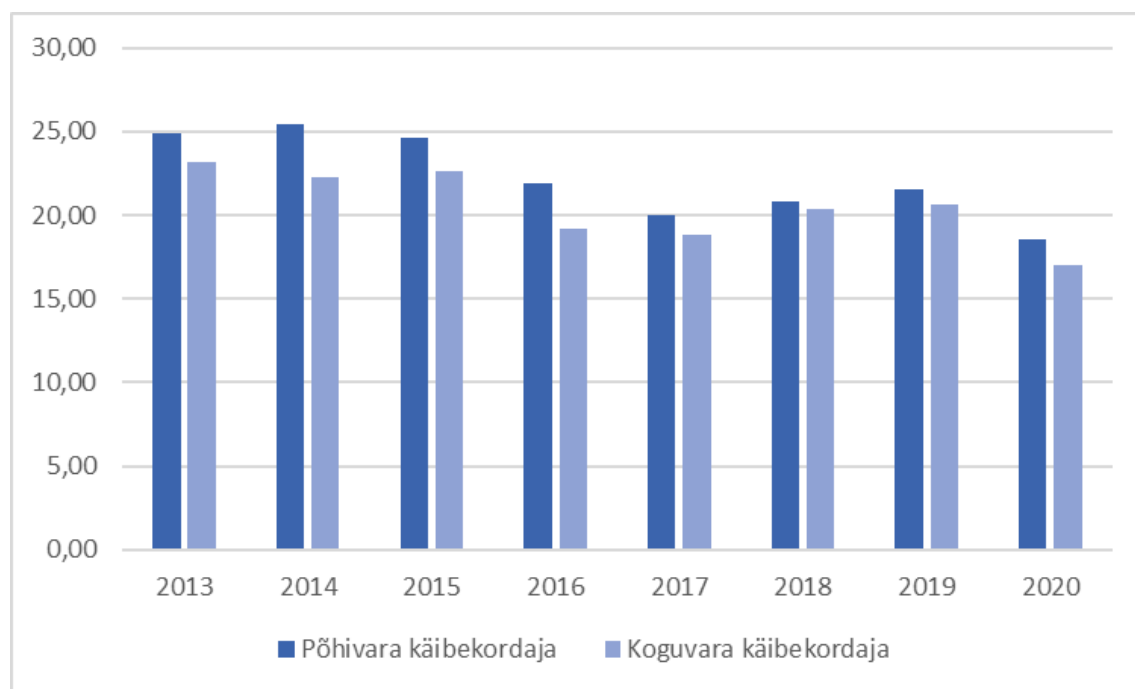
Soliidsuskordaja näitab omakapitali osakaalu ettevõtte finantseerimisallikates. Mida suurem on soliiduskordaja näitaja, seda väiksem on laenatud vahendite osatähtsus ja seda suurem on omavahendite osatähtsus finantseerimisallikates. Soliiduskordaja näitaja arväärtus peaks olema vähemalt 30-40%. Jooniselt 13 on näha, et aastate jooksul on soliiduskordaja suurenenud. Intresside kattekordaja näitab, millises ulatuses on ärikasum suuteline katma intressikuludid. See näitaja peaks olema vähemalt 2-3 ringis, kuid jooniselt 13 on näha, et ettevõtte puhul on see mitmeid kordi suurem. Seega on selles osas samuti ettevõtte laenuteenindamine ja -võime väga hea.



Joonis 14. Võla- ja soliiduskordaja ning intresside kattekordaja protsentides

Allikas: Autori koostatud

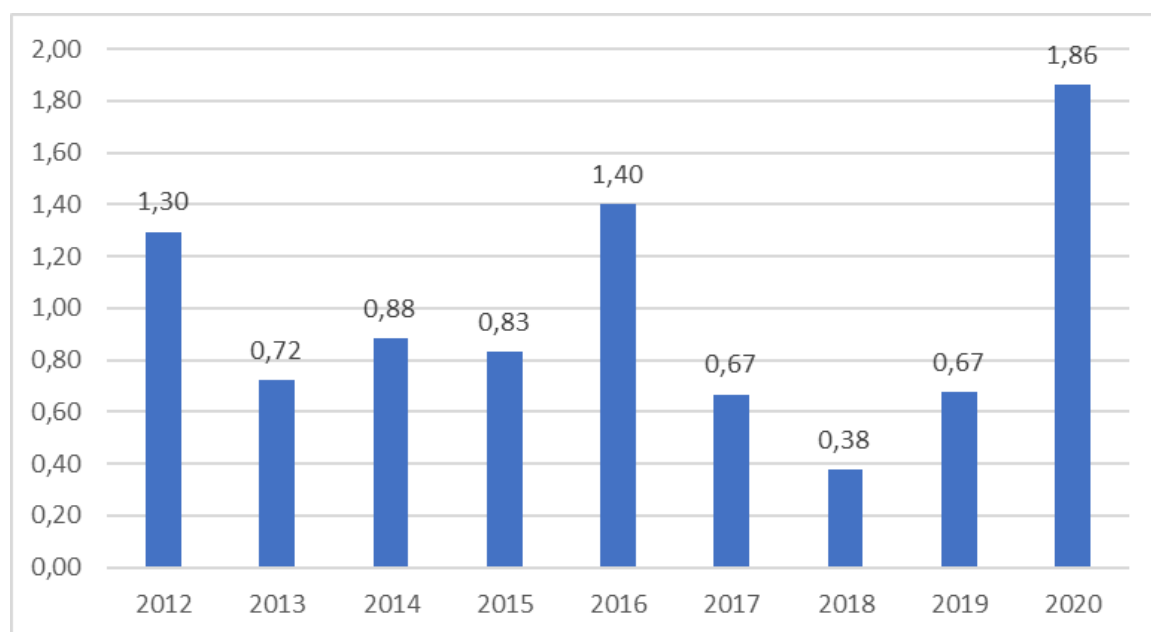
Põhivara käibekordaja näitab mitu eurot müügitulu teenib iga materiaalsesse põhivarasse investeeritud euro ehk näitab, kui efektiivselt kasutati ettevõtte põhivara müügitulu teenimisel. Koguvara käibekordaja näitab ettevõtte varade kasutamise efektiivsust ja seda, mitu käibe eurot tuleb ühe varasse investeeritud euro kohta. Jooniselt 15 on näha, et ettevõtte mõlema käibekordaja näitajad on kinnisvaraga tegelevate ettevõtete keskmisel tasemel. Samas võiks varad rohkem tulu teenida, kui tänased tulemused näitavad.



Joonis 15. Põhi- ja koguvara käibekordaja protsentides

Allikas: Autori koostatud

Lühiajaliste võlgnevuste kattekordaja kajastab ettevõtte võimet katta kreditoride lühiajalised nõuded käibevaraga. See näitaja on olnud aegade jooksul ebastabiilne. Koheselt peale investeringuid on näitaja languses, järgnevatel aastatel taas tõusnud. Positiivseks peetakse näitajat vahemikus 0,9 - 1,0. Jooniselt 16 on näha, et päris sellises vahemikus ettevõttel see näitaja olnud ei ole, kuid on liikunud siiski selle lähedal.



Joonis 16. Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja

Allikas: Autori koostatud

Suhtarvuanalüüsi tulemusel selgus, et ettevõtte müügitulu rentaabluse ning võla- ja soliidsuskordaja näitajad on väga head ning põhi- ja koguvara käibekordaja näitajad on head. Vara- ja omakapitali rentaabluse ning lühiajaliste võlgnevuste kattekordajale tuleb rohkem tähelepanu pöörata ning püüda tegevusi suunata efektiivsemaks. Varadesse suunatud vahendid peaksid teenima rohkem tulu. Ettevõtte juhtkonna tasandil on vaja regulaarselt teha tulu- ja kulutasuvuse analüüse, et ettevõtet hoida õigel ning paremal kursil. Analüüsidesid lähtuvalt on võimalik seada uusi eesmärke. Varasemale kogemusele, headele finantsnäitajatele ja olemasoleva põhivara mahule tuginedes on võimalik uusi investeeringuid plaani võtta.

2.3. KLC Kinnisvara OÜ ärikinnisvara investeeringute tasuvuse analüüs

Eelnevalt sai selgeks, et KLC Kinnisvara OÜ majandusnäitajad on head ja võib kaaluda investeeringut. Minnes edasi konkreetsete investeeringute tasuvuse analüüsimisele, on vaja arvestada investeeringutega põhivarasse, leida rahavood ja analüüsimeetodid. Järgnevalt on analüüsitud kahte ärikinnisvara objekti, mis vajavad otsustamist tuleviku investeeringute osas ja mis toovad enamuse rahavoost ettevõttele. Analüüsimiseks on kasutatud kolme erinevat arengustsenaariumi mõlema objekti puhul, arvestusega kümne aastase rahavoo ning pangalaenuga. Projektid on tähistatud järgmiselt:

Jõgeva linnas asuv jaekaubanduseks kasutatav hoone on tähistatud numbriga 1, Põltsamaal asuv jaekaubanduseks kasutatav hoone numbriga 2 ning projektidena järgmiselt:

1A ja 2A – uue hoone ehitamine;

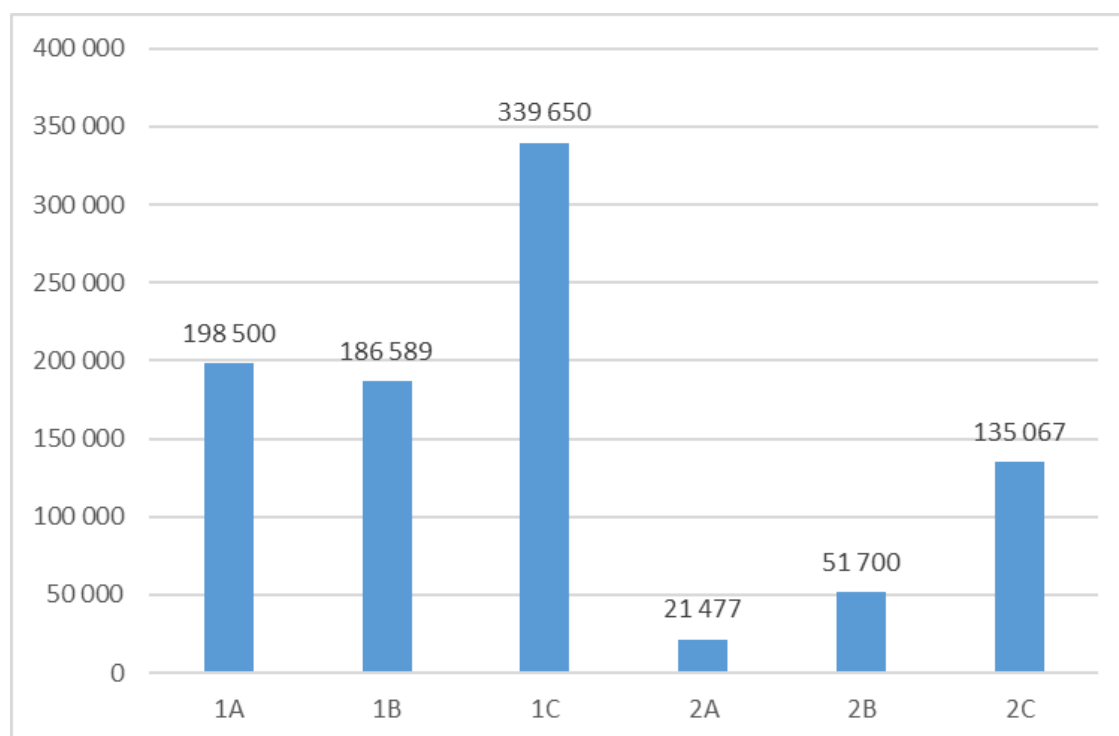
1B ja 2B – olemasoleva hoone rekonstrueerimine vastavaks kaasaja nõuetele;

1C ja 2C – olemasolevasse hoonesse suuri investeeringuid ei tee.

Nende kahe objekti vahel on jagatud võrdsetes osades ettevõtte püsi- ja muutuvkulud. Nende objektide rahavoogudest kaetakse ettevõtte kulusid. Kommunaalkulusid pole kuludesse ega tuludesse arvesse võetud, sest need on kõik üürniku kanda. Kõik intressi ja dividendikulud on arvestatud kapitalihinnas. Projektide 1A ja 2A puhul on prognoositavad rahavood tuletatud tänasest üürilepingust ja kinnisvaraturu info põhjal ning kohandatud uue ärihoone üürimiseks. Need on realistlikud ja rahuldavad omanikku. Projektide 1C ja 2C rahavood on arvestatud vastavalt tänasele üürilepingule. Projektide 1B ja 2B rahavood on arvestatud kahe eelneva projekti keskele ning iga-aastaseks üürihinna tõusuks on planeeritud 2%.

Ettevõtte kulud ei ole suured, sest ettevõttes töötab üks inimene ja vajalikud teenused ostetakse sisse. Suurem muudatus on ainult projektide 1C ja 2C puhul, sest seal suuri investeeringuid ei tehta, kuid muutuvkuluks on arvestatud poole võrra suurem summa vajalike remondikulude tarbeks. Kaalutud keskmise kapitalihinna arvutamisel on lähtutud praegusest hetkeseisust ja tuleviku prognoosist. Võõrkapitali hinnaks on arvatud 4% ja omakapitali hinnaks on määratud 15%. Kaalutud keskmise kapitalihinna valemit kasutades tuli kapitali hinnaks (WACC) 10%, mis ei ole eriti kõrge, sest laenuintressid on madalad ja Euribor on miinuses ning kiiret tõusu ei ole prognoositud. Projektide 1C ja 2C kapitali hinnaks on arvestatud 15%, mis on ainult omakapitali hind. Võõrkapitali selles projektis ei kasutata, sest võimalikud väikesed vajalikud investeeringud teostatakse omafinantseeringuga.

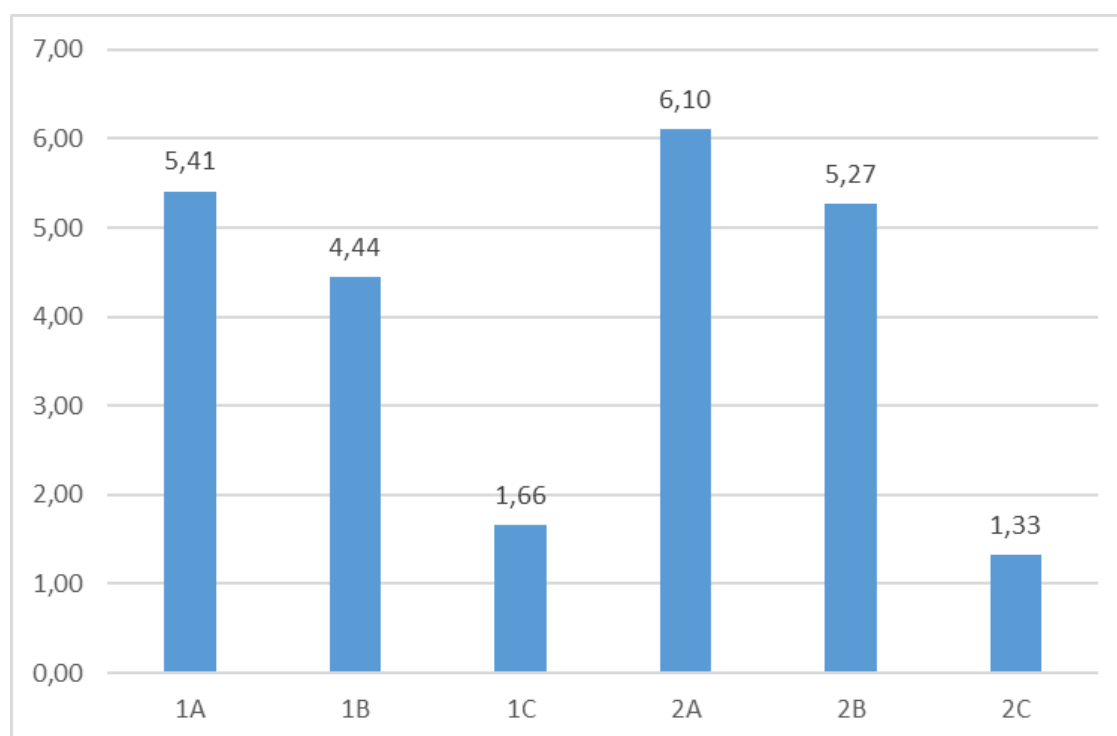
Järgnevalt on antud ülevaade teoreetilises osas kirjeldatud analüüsimeetodite tulemustest. Jooniselt 17 võib näha, et nüüdispuhasväärtus ehk NPV on kõikidel projektidel positiivne ja see tähendab, et need projektid saaks ellu viia. Eelistatuim on projekt, mille NPV on kõige suurem ja mis loob kõige suuremat väärtust. Selgelt eristuvad projektid 1C ja 2C, st kõige kasulikum oleks hoonetes vaid väga väikese eelarvega teha nn hooldusremonti. Samas on hea väärtusega ka teised objekti 1 projektid. Projekt 2A on kõige riskantsem võrreldes teistega. Kuna ühe objekti puhul saab teostada ainult ühte projekti kolmest, siis tuleb kõiki analüüsiandmeid võrrelda ja kaaluda riske.



Joonis 17. Nüüdispuhasväärtus (NPV) eurodes

Allikas: Autori koostatud

Joonisel 18 on näha, et tasuvusaeg ehk PB on enamus projektide puhul hea ja vastab teoreetilises osas soovitatule. Projektide PB peaks jääma keskmiselt viie aasta juurde, et see oleks vähem riskantsem. Projektide vahel valiku tegemisel tuleks eelistada projekte, mille tasuvusaeg on lühem. Projektid 1C ja 2C on tunduvalt lühema tasuvusajaga, sest investeeringud on minimaalsed. Projekt 2A, mille nüüdispuhasväärtus oli kõige madalam, on teistest projektidest ka kõige pikema tasuvusajaga, kuigi see ei erine väga palju projektide 1A ja 2B tasuvusajast.



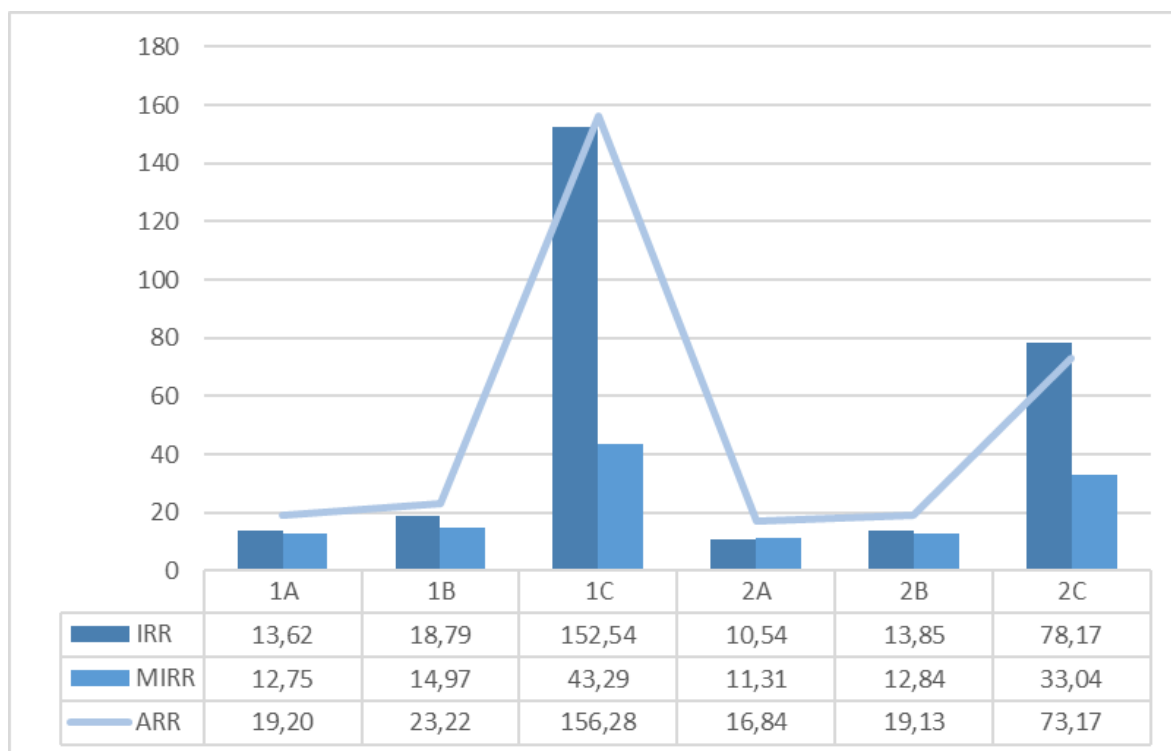
Joonis 18. Tasuvusaeg (PB) aastates

Allikas: Autori koostatud

Hea projekti eelduseks on, et sisemine tulumäär ehk IRR on kõrgem kui kapitali hind. Eelnevalt toodud analüüsi järgi on kapitali hinnaks erinevate projektide puhul 10% ja 15%, st antud juhul võib kõik projektid lugeda teostatavateks. Mida suurem on IRR, seda parem see projekt on. Jooniselt 19 on näha, et kõige tulemuslikumad on projektid 1C ja 2C. Projekt 2A on selles analüüsis kõige riskantsem. IRR-i tulemust on vajalik võrrelda ka NPV tulemusega, mis näitab, et hea tulemuse on saanud samad projektid.

MIRR, mis on modifitseeritud IRR, on ettevõtjate hulgas investeeringu tasuvuse hindamisel viimasel ajal rohkem hinnatud kui IRR või NPV, kuna on tõesem. Antud projektide puhul on ka MIRR-i näitajad positiivsed, mis võimaldab projektid ellu viia. Samas

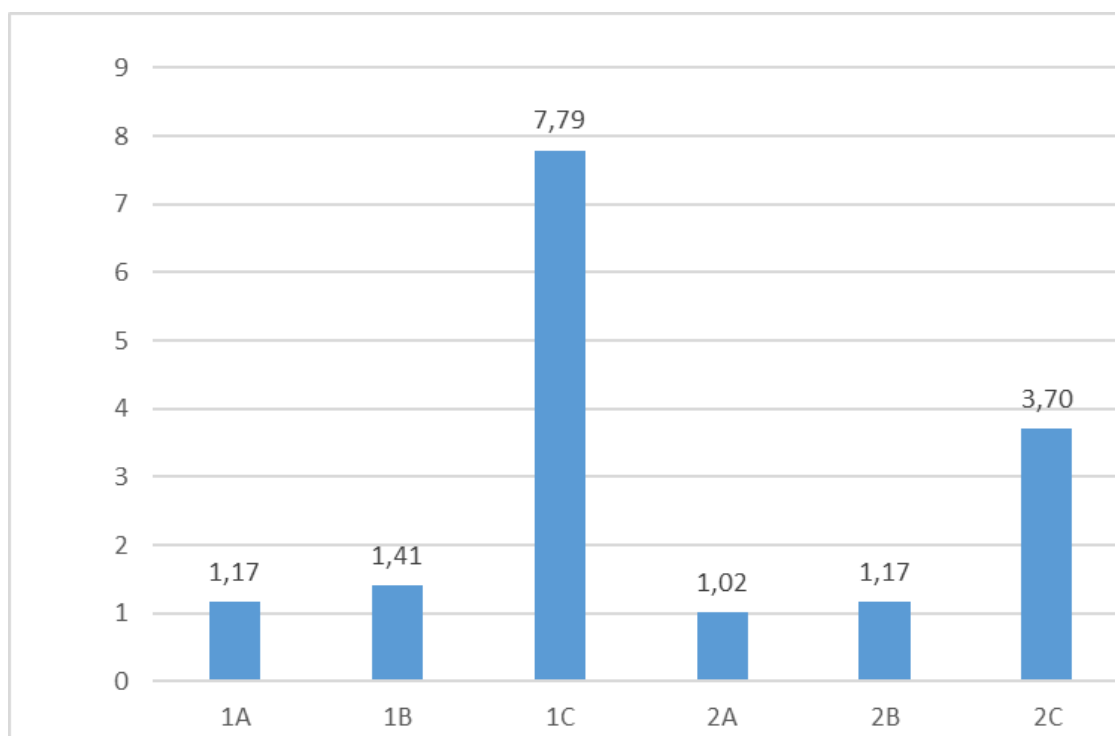
ei ole MIRR tulemused hästi võrreldavad, kui teineteist välistavad projektid on erineva suurusega. Arvestusliku tasuvusmäära ehk ARR tulemused, mis põhinevad raamatupidamisnäitajatel, on ka sellised, et need projektid saab ellu viia, sest arvestuslik tasuvusmäär on suurem kui varade rentaablus ehk ROA.



Joonis 19. Sisemine tulumäär (IRR), modifitseeritud sisemine tulumäär (MIRR) ja arvestuslik tasuvusmäär (ARR) protsentides

Allikas: Autori koostatud

Jooniselt 20 võib näha, et kasumiindeks ehk PI näitaja võimaldab samuti kõik projektid ellu viia, sest näitaja on suurem kui üks. Ainult projekti 2A tulemus on väga lähedal ühele. PI on küll mõeldud üksikute projektide hindamiseks ja rohkem üksteist mittevälisstavate projektide võrdlemiseks, kuid kui sobilik projekt on välja valitud, siis on hea teada, milline on selle kasumiindeks. Ülekaalukalt kõige suurem on PI projekti 1C puhul, aga ka projekti 2C kasumiindeks on väga kõrge.



Joonis 20. Kasumiindeks (PI)

Allikas: Autori koostatud

Rahavoogude meetodite analüüsi tulemusel selgus, et kõik projektid osutusid selliseks, et need saaks vastu võtta. Välja aga tuleb valida üks projekt objektile 1 ja üks projekt objektile 2. Võrrelda tuleb neid nüüd ka eksperthinnangul põhinevatele meetodite ja prognoositud statistiliste näitajatega. Et teada saada, millised oleksid vähem riskantsed, suurema rentaablusega ja ka ankurüürnikule vastuvõetavamad. Enne, kui kaaluda kõige riskantsema projekti elluviimist, tuleb koostada lisaks riskianalüüs. Riskantsete projektide juures võib kapitali hind tõusta kõrgemaks, mis tähendab, et näitajad võrreldes teiste projektidega muutuvad nõrgemaks.

Töö teoreetilises osas kirjeldatud mitme kriteeriumiga ekspertotsuste süsteemi on samuti rakendatud töö koostamise aluseks olevate ärikinnisvara projektide hindamiseks. Töö teoreetilises osas on välja toodud antud meetodis kasutatavate välimiste ja sisemiste tegurite alamtegurid, mis on muudetud sobivaks Eesti väikelinnas ärikinnisvara üürimisega tegelevate ettevõtete jaoks. Peale seda on antud kõikidele välimiste ja sisemiste tegurite alamteguritele kaalud 0-st 100 protsendini selle järgi, kui oluline mingi alamtegur võiks mõjutada ärikinnisvara investeringute tegemist.

Alamteguritele antud kaalud on välja toodud tabelites 6 ja 7, kust võib näha, et peamiste tegurite olulisuse kaalud erinevad üheksa protsendi ulatuses, jäädes 84% ja 93%

vahele. Lisades E ja F toodud tabelitest võib näha, et Hiinas läbi viidud analüüsi puhul olid erinevused 20 protsendi ulatuses, olles 56% ja 76% vahel. Seega on käesoleva töö koostamise käigus läbi viidud analüüsis kasutatavad olulisuse kaalud kõrgemad ja kitsamas vahemikus, kuid siiski kasutamiseks piisavalt eristuvad. Üheks põhjuseks on ilmselt see, et Eestis kasutatavate alamtegurite välja valimisel sai valitud just ärikinnisvara investeringute jaoks olulised tegurid ja seega oli neile väga keeruline anda vähem olulist kaalu. Huvitav on küll see, et nii Hiinas, kui ka Eestis olid kõige olulisemad ja ka kõige vähem olulisemad samad tegurid ehk siis kõige olulisemaks peeti *kapitali võimekust* ja kõige vähem oluliseks *ettevõtte mainet*.

Väliste tegurite puhul erinevad kaalud uuringu käigus kaasatud ekspertide poolt antud hinnangutes Hiina ettevõtluskeskkonna kohta olulisel määral käesoleva töö koostamise käigus Eesti oludele vastavalt antud kaaludest. Nii on näiteks *majanduslikku olukorda* peetud Hiinas tegutsevate ettevõtete jaoks ainult 66% jagu oluliseks, aga Eestis koguni 85% ulatuses.

Täiesti oodatult on ettevõtete jaoks sisemiste tegurite olulisuse kaalud omavahelises võrdluses väga sarnases suhtes. Näiteks on sisemistest tegurites kõige vähem oluline *ettevõtte maine*, kuigi kaal on neil erinev (Hiinas 56% ja Eestis 88%). Selline erisus väliste ja sisemiste tegurite olulisuse kaalude puhul on selgitatav sellega, et kui väliskeskkonna osas on Hiina ja Eesti olud väga erinevad juba ainuüksi majanduskeskkonna suuruse tõttu, siis ettevõtte sisemised tegurid ei sõltu sellest ja on riigiti oluliselt sarnasemad.

Tabel 6

Väliste tegurite olulisuse kaalud Eestis

	Olulisuse kaalud
1. Valitsuse poliitika	84%
a. Regulatsioonid	83%
b. Investeerimispoliitika	75%
c. Maapoliitika	85%
d. Toetuste poliitika	72%
e. Maksupoliitika	92%
f. Regionaalpoliitika	95%
2. Majanduslik olukord	87%
a. Maailmamajandus	88%
b. Sisemajanduse kogutoodang	92%
c. Intressimäärad	91%
d. Keskmise töötasu	95%
e. Töötuse määr	89%
f. Tarbijahinnaindeks	72%
g. Ärikinnisvara täituvus	85%
h. Üüri tasuvuse määr	90%
i. Põhivarainvesteering	82%
3. Linna areng	92%
a. Rahvastiku kasvumäär	97%
b. Logistiline asukoht	85%
c. Linna maine	92%
d. Taristu ja avalikud rajatised	88%
e. Ettevõtluskeskkond	90%
f. Linna arenguvõime	94%
g. Kinnisvara väärtuse muutus	97%
4. Turu- ja konkurentsitingimused	91%
a. Turu suurus	95%
b. Konkurentide seisund	89%
c. Tarbimise liik ja maht	90%

Allikas: Autori koostatud

Tabel 7

Sisemiste tegurite olulisuse kaalud

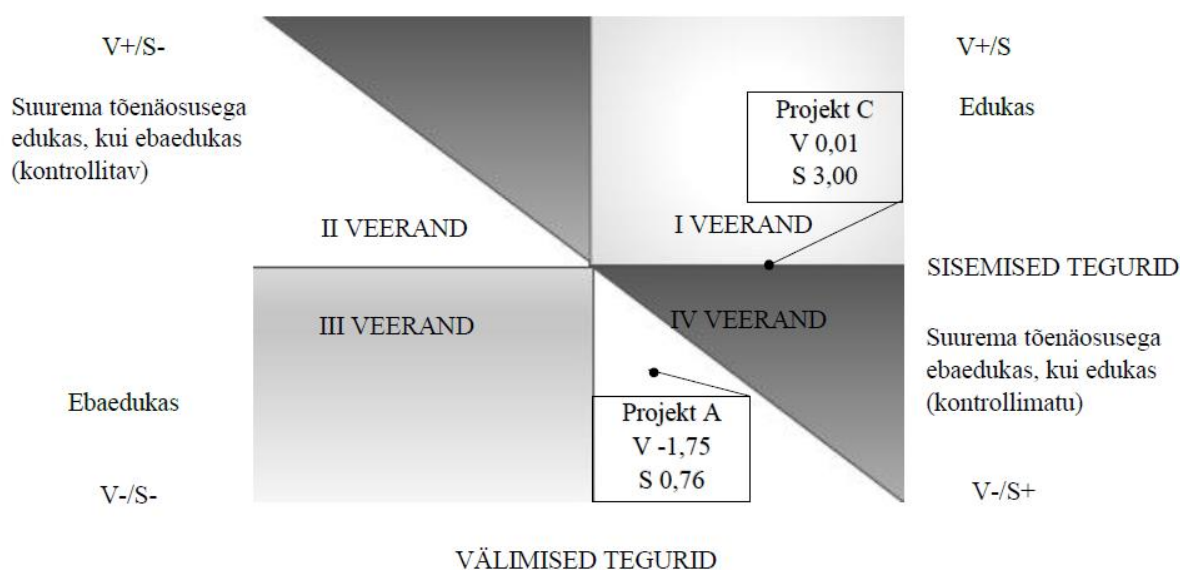
	Olulisuse kaalud
1. Meeskonna juhtimine	91%
a. Töökogemus ärikinnisvaras	92%
b. Juhtimiskogemus	93%
c. Turundus- ja planeerimisvõime	88%
2. Maine ja areng	88%
a. Koostöö kogukonnaga	89%
b. Ettevõtte maine	85%
c. Arenguvõime	89%
3. Riski prognoosimise ja kontrollimise võime	92%
a. Riski prognoosimise võime	90%
b. Riski kontrollimise võime	93%
c. Riskitaluvus	92%
4. Kapitali võimekus	93%
a. Omakapitali võimekus	95%
b. Laenuvõimekus	93%
c. Finantsjuhtimise võimekus	91%

Allikas: Autori koostatud

Peale alamtegurite olulisuse kaalude andmist on hinnatud nende mõju projektidele ja arvutatud välja nende väliste ja sisemiste tegurite kaalutud skoori, mille alusel sai projektid kanda koordinaatteljestikule (Huang, Ozer, 2020) joonisel 21. Eelnevalt sai jagatud võimalikud investeeringud kuue erineva projekti vahel - ehitada olemasolevale ankurüürnikule uus ärihoone (projekt 1A ja projekt 2A), rekonstrueerida olemasolev hoone kaasaja nõuetele vastavaks (projekt 1B ja projekt 2B) või olemasolevasse hoonesse suuri investeeringuid mitte teha (projekt 1C ja projekt 2C). Käesoleva analüüsi puhul on antud jõudlusväärtused A ja C arengustsenaariumile, arvestamata nende erinevate asukohtadega Jõgeva ja Põltsamaa linnas. Projekti B ei ole eraldi hinnatud, kuna see oleks erinevate tegurite puhul liialt sarnane projektide A ja C-ga ning ei oleks seega andnud vajalikul määral eristuvat tulemust. Analüüsi käigus oli mõnede alamtegurite puhul mõju hindamises erinevusi ka projektide A ja C vahel keeruline leida, kuid oli ka alamtegereid, kus see oli lihtne. Näiteks on *maapoliitika* mõju uue hoone ehitamise puhul suurem, kui olemasolevate hoonete säilitamise korral. Samuti mõjutavad *intressimäärad* või *üüri tasuvuse määr* uusehitise puhul

ettevõtte tegevust olulisel määral. Erinevused on tingitud juba ainuüksi sellest, et uue hoone ehitamiseks kasutatakse välist rahastust, aga hoonete säilitamise korral saadakse hakkama pigem ettevõtte omafinantseeringuga. Sisemiste tegurite puhul on erinevused kahe projekti puhul väiksemad ja olulised erinevused ongi just *kapitalivõimekuse* juures.

Kasutades teoreetilises osas toodud valemit 9 tuli projekti A puhul väliste tegurite väärtuseks -1,57 ja sisemistel 0,76. Projekti C puhul on väliste tegurite väärtuseks 0,01 ja sisemistel 3. Kandes antud väärtused koordinaatteljestikule joonisel 21 võib öelda, et projekti A puhul, mis asub IV veerandis, oleks tegemist pigem ebaeduka projektiga. Nimelt näitab see, et sisemised tegurid (S+) on soodsad, kuid projektil on väliste teguritega (V-) seotud väljakutsed. Samuti on öeldud, et kui planeeritav investeering asub diagonaaljoone all, võib seda hinnata pigem ebaedukaks, kuna investeering seisab silmitsi tõsiste väliste väljakutsetega ja sisemised tegurid pole eriti kindlalt investeeringu kasuks (Huang, Ozer, 2020).



Joonis 21. Kaalutud tulemuste kaardistamine välimiste ja sisemiste tegurite osas KLC Kinnisvara OÜ näitel

Allikas: Autori arvutused

Vaadates projekti A väliste tegurite hinde, -1,75, kujunemist, siis võib näha, et kõige suurema mõjuga on *valitsuse poliitika* ja *linna arenguga* seotud alamtegurid – *rahvastiku kasvumäär* ja *sissetulekute tase*, aga ka *regionaal* ja *toetuste poliitika*. Kõik see kinnitab käesolevas töös juba eelnevalt kirjeldatud, et Jõgeva maakonna suurimaks miinuseks on sealne rahvastiku vähenemise tendents, mis on omakorda tingitud sinna investeerimise

vähese atraktiivsuse, millega on kaasnenud olemasolevate ärikinnisvaraks sobivate ruumide alakasutuse. Samuti on juba väga pikalt olnud valitsuse tugi – nii rahaline, kui muu – maakonna linnadele väga väike. Pigem toetatakse päris maapiirkondi ja regionaalpoliitika on suunatud sinna, kuna arvatakse, et väikelinnades saadakse ka ilma selleta hakkama. Samuti ei toeta valitsuse poliitika sellistesse piirkondadesse uute hoonete ehitamist, vaid pigem olemasolevate hoonete muutmist näiteks energiatõhusateks vmt. Ekspert hinnangu analüüsi kokkuvõtteks võib öelda, et projekti A puhul, milleks on uue ärihoone ehitamine, on investeerimine riskantne, mis ei sõltu nii palju ettevõttest, kui just välistest ja seega kontrollimatutest teguritest.

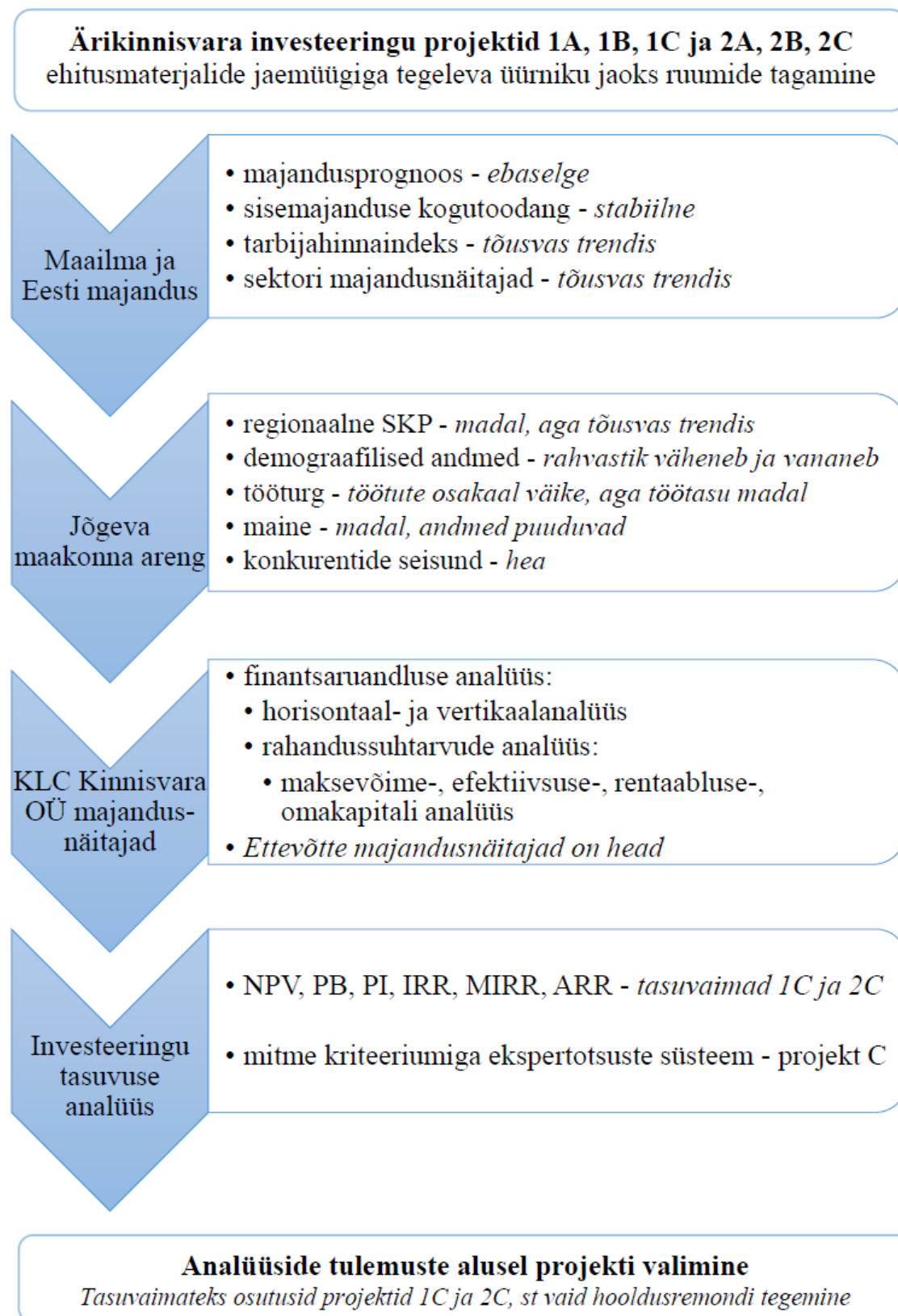
Projekt C-le vastav punkt asub I veerandis ja seega saab seda projekti nimetada edukaks. Tõsi on küll see, et välised tegurid annavad ka selle projekti puhul väga madala positiivse väärtuse. Olemasoleva kinnisvara säilitamine vaid väga väikese lisainvesteeringuga on vähem mõjutatud välistest teguritest, nagu *riigi või maailma majanduslik olukord või turu- ja konkurentsitingimused*. Samuti on ettevõtte juba pikemalt taolise tegevusega tegelenud ja selles osas juba vägagi kogunud ning seetõttu on ka sisemiste tegurite puhul number väga suur – kolm. Seega võiks öelda, et projekt C on ekspertide poolt hinnatud teostatavaks ja väheriskantseks. Kokkuvõtteks võib Kun-Tai Huang ja Muammer Ozer'i (2020) poolt kirjeldatud mitme kriteeriumiga ekspertotsuste süsteemi kohta öelda, et see on kasutatav ja annab päris objektiivsed ning lihtsalt põhjendatavad tulemused ärikinnisvara projektide tasuvuse analüüsiks. Seega võiks seda soovitada kasutamiseks ühe osana Eesti väikelinnadesse ärikinnisvara investeeringute tasuvuse analüüsimisel.

Võttes aluseks töö teoreetilises osa põhjal koostatud kombineeritud meetodi on empiirilises osas saadud analüüside tulemused lisatud joonisele 22. Toodud on andmed nii maailma, Eesti, Jõgeva maakonna, kui ka ettevõtte kohta. Jooniselt võib näha, et kuigi maailma majanduse hetkeolukorda ja ka tuleviku väljavaateid võib hetkel pidada ebaselgeks, siis pigem on kõik majandusnäitajad olnud positiivsed.

Läbiviidud analüüs näitas ka, et kuigi Eestis laiemalt on majanduslik olukord vaatamata 90-ndate aastate keerulisele aegadele mõningate kõrvalekalletega stabiilselt tõusu teel, siis Jõgeva maakonna sisemajanduse kogutoodangu maht elaniku kohta on võrreldes Eesti keskmisega madal ja pigem languses. Samuti on ehitussektoriga, mis Eestis üldiselt on kasvav ja arenev sektor, kuid Jõgeva maakonnas pigem madalam. Analüüs näitas ka seda, et tööstushoone ehitusindeks on kõrgem teist liiki hoonete ehitusindeksitest, mis tähendab seda,

et ettevõtte, mis just selliste hoonetega tegeleb, peab ehitades arvestama üsna kõrgete hindadega.

Samuti selgus analüüsi käigus, et kuigi ettevõtte majandusnäitajad võimaldaksid investeerida ning ka rahavoogudel põhinevad analüüsimeetodid toetaksid seda, siis olemasoleva kinnisvara asukoht ei soosi sinna suures mahus kapitali paigutamist, kuna rahvastik väheneb, vananeb ja sissetulekud on Eesti keskmisest stabiilselt väiksemad. Kuna analüüsitud projektide puhul on tegemist jaekaubandusega tegelevale ettevõttele üüritud ruumidega, siis just need näitajad on kõige olulisemad. Käesoleval ajal on Jõgeval kolm ja Põltsamaal kaks sama sortimenti pakkuvat kauplust, aga kui Jõgeva maakonnas peaks rahvastik 2040. aastaks tõesti vähenema veel veerandi võrra, siis ei ole seda neil kindlasti nii palju vaja. Positiivseks trendiks on see, et elamukinnisvara vastu on viimasel ajal Jõgeva maakonnas oluliselt suurem huvi võrreldes teiste nn maapiirkondadega – korterite keskmine pakkumishind on 20 892 eurot ja müügiperioodi keskmine pikkus 9,7 nädalat. Sama trendi on märganud Põlva maakonna kinnisvaraturul ja seega on võimalik püstitada hüpotees, et Tartu ümber hakkab tekkima laiem ja aktiivsem majanduspiirkond, nagu see on kujunenud viimase paarikümne aasta jooksul Tallinna ümber. (Õmblus jt, 2021) Jõgeva linna arengule aitab ka kaasa hea rongiühendus Tartu ja Tallinnaga ning Põltsamaale Tartu – Tallinna maantee lähedus. Kui ligi poole tunniga on võimalik saada Tartu kesklinna lähedale, siis soodsa hinnaga kortereid soetatakse sellisesse piirkonda hea meelega. Lisaks on Jõgeva ja Põltsamaa perega elamiseks väga head kohad – väikesed vahemaad, turvaline keskkond, hea haridus ja rekonstrueeritud infrastruktuur. Seega jääb võimalus, et elanike äravool pidurdub, mis loob siiski eeldused ärikinnisvarasse investeerimiseks, kuid hetkel seda siiski veel kindlalt väita ei saa. Samuti on tunnetuslikult madal piirkonna maine ja ka konkurentide seisund on hea, mis samuti ei toeta investeerimisotsuste tegemist.



Joonis 22. KLC Kinnisvara OÜ ärikinnisvara investeringu tasuvuse analüüsi tulemused kombineeritud meetodil

Allikas: Autori koostatud

Töö empiirilises osas on võrreldud kahte erinevat objekti, mis asuvad üks Jõgeva (1) ja teine Põltsamaa (2) linnas ning on üüritud jaekaubandusega tegelevale kaubandusketile. Analüüsi aluseks on võetud mõlema objekti puhul kolm projekti – uue hoone ehitamine (A), olemasoleva hoone rekonstrueerimine (B) ja väheses mahus hooldusremondi tegemine (C). Rahavoogudel põhinevad analüüsid kinnitasid eelnevat teadmist, et projekt C, mis ei vaja välist rahastust ega suuri investeeringuid, on igal juhul kõige kasumlikum. Seda kinnitas ka eksperthinnangul põhinev analüüs, mille käigus sattus projekt kõige positiivsemasse veerandisse ja selle võiks seega edukaks lugeda. Miinuseks on antud projekti puhul aga see, et pikemaajaliselt ei ole sellel projektil tulevikku, kuna ühel hetkel, nt 10-15 aasta pärast on hooned siiski kasutamiseks liialt amortiseerunud ning ei vasta enam üürniku ootustele, kes võib seetõttu loobuda nende üürimisest.

Tasuvuselt järgmine on erinevaid analüüse arvestades projekt B, milles on investeeringuks vajalik ka võõrkapital laenuna ja seetõttu on ka tasuvus väiksem. Kõige pikema tasuvusaja, kehvema nüüdispuhasväärtuse, tulumäära ja kasumiindeksiga projektiks osutus oodatult uue hoone ehitamine (A), mis vajab kõige suuremas mahus investeeringuid ja võõrkapitali. Samas annaks see üürnikele kõige paremad tingimused ja muudaks kaupluse konkurentide ees ilmselt ka populaarsemaks. Samas tõstaks see ka üürihinda, mis aga üürnikule ei pruugi sobida, kuna sunniks neid siis ka oma kaupade hinda tõstma ja üks praegune konkurentsieelis teiste ees kaoks sellega ära. Uue hoone ehitamist ja sellega seotud muudatustest on ka ankurüürnikuga juttu olnud, kuid siiani ei ole nad üles näidanud soovi sellega veel kaasa minna.

Skeemil välja toodud erinevaid tasandeid analüüsiti projektide A ja C osas lisaks eelnevalt välja toodule ka mitme kriteeriumiga ekspertotsuste süsteemi alusel, mis samuti kinnitas projekt C eelist. Põhiliselt erines projekt A projektist C just väliste tegurite osas, mis uue hoone ehituse korral ongi oluliselt tähtsamad ja mõjutavad tulemust olulisel määral, kui olemasolevates hoonetes väikese remondi tegemine.

Erinevate andmete analüüsimise kokkuvõtteks võib seega öelda, et kõige kindlam oleks ettevõtte KLC Kinnisvara OÜ-l jätkata olemasolevates hoonetes ruumide üürimist koos väiksemate hooldusremontidega ning kaaluda ettevõtlusest tekkiva kasumi investeerimist mõnes teises piirkonnas nt Tartus.

Kokkuvõte

Magistritöö eesmärgiks on kombineeritud meetodit rakendades analüüsida Eesti väikelinnas tegutseva ettevõtte näitel ärikinnisvara investeringute tasuvust. Eesmärgini jõudmiseks on töö teoreetilises osas sõnastatud kinnisvara ja täpsemalt ärikinnisvara mõiste, mis on kasutuses küll kõnekeeles, aga mille mõistet ei olnud võimalik leida ning seetõttu tuli see erinevate allikate alusel ise sõnastada. Käesolevas töös käsitletakse ärikinnisvarana maatükki, millel asetsevaid hooneid kasutatakse tulu teenimiseks, üürides seda üürnikele tulu teenivate tegevuste läbiviimiseks.

Samuti on töös ära toodud kinnisvara erinevad liigitused, milledest kõige laiema järgi jaguneb kinnisvara elamukinnisvaraks ja mitteelamukinnisvaraks, mis omakorda jagunevad erinevatel viisidel. Töö empiirilise osa aluseks olevale ettevõttele KLC Kinnisvara OÜ kuuluvate ruumide hulgas on nendest jaemüügi-, kontori-, teeninduse- ja laopinnad. Töö märksõnana on ärikinnisvara investering kinnisvaraobjekt, mida hoitakse eelkõige üüritulu teenimise, väärtuse kasvu või mõlemal eesmärgil.

Esimese peatüki teises alapeatükis kirjeldatud erinevad ärikinnisvara investeringute tasuvusanalüüsi meetodid võib jagada kahte kategooriasse: 1) rahavoogude prognoosil ja 2) eksperthinnangutel põhinevad. Rahavoogude prognoosil põhinevatest meetoditest kasutatakse enamlevinud meetodeid, nagu NPV, PB, IRR, MIRR ja ARR. Eksperthinnangutel põhinevatest meetoditest on kõige põhjalikumalt selgitatud Kun-Tai Huang'i ja Muammer Ozer'i (2020) poolt kirjeldatud mitme kriteeriumiga ekspertotsuste süsteemi meetodit. Töö teoreetilise osa kokkuvõtteks on koostatud kombineeritud meetod, mille saab võtta aluseks, et erinevad andmeid ja analüüsimeetodeid kasutades viia läbi planeeritava ärikinnisvara investeringu tasuvuse analüüs.

Teises peatükis on nimetatud kombineeritud meetodi alusel analüüsitud ettevõtte planeeritava investeringu tasuvust. Analüüsitud on maailma, Eesti ja Jõgeva maakonna majanduslikku- ja demograafilist olukorda ning toodud välja ärikinnisvara investeringute tasuvust mõjutada võivad tegurid. Analüüsitud andmetest tuleb välja, et kuigi Eesti majanduslik areng ning kinnisvara- ja ehitussektor on olnud väikeste eranditega pidevas tõus, siis kahjuks ei ole Jõgeva maakonna kohta käivad andmed väga positiivsed – rahvastik väheneb ja vananeb ning sissetulekud on Eesti keskmisest madalamad. Samuti on ettevõtlusaktiivsus väga madal, mida näitab regionaalse sisemajanduse kogutoodangu madal näitaja. Seega võib öelda, et vaatamata sellele, et mingil hetkel võiks Jõgeva maakonna

rahvastikunäitajad tänu Tartu linna lähedusele ka paraneda, siis investeerimisega sellesse piirkonda peaks siiski ettevaatlik olema.

Töö koostamise käigus tehtud analüüsid ettevõtte majandusnäitajate kohta näitavad, et ettevõtte on heas seisukorras ja investeerimisvõimekust on käesoleval ajal piisavalt. Nii võib heaks lugeda ettevõtte müügitulu rentaabluse ja võlakordaja näitajaid. Suunatud tegevusega saab heale tasemele viia varade käibekordaja ja rentaabluse näitajaid.

Lisaks viidi läbi kahe objekti, Jõgeva ja Põltsamaa linnas asuva jaekaubandusega tegeleva üürnikuga hoone näitel kolme erineva projekti andmete alusel investeringu tasuvusanalüüsid uute hoonete ehitamise, olemasolevate hoonete põhjaliku rekonstrueerimise ja väiksema hooldusremondi korraldamise kohta. Erinevatel rahavoogudel põhinevate tasuvusanalüüsi meetodite alusel tehtud arvutused näitasid, et kõik kuus projekti oleksid tasuvad, kuigi erinevused tuleneksid tasuvuse ajast ja määrast. Kõige tasuvamaks osutusid projektid C, st üksnes hooldusremondi tegemine hoonetes.

Lisaks teostati ka eksperthinnangutel põhinev analüüs, mille käigus analüüsiti erinevate sisemiste ja välimiste tegurite mõju kahele võimalikule investeerimisprojektile – uue hoone ehitamine ja vaid hooldusremondi läbiviimine hoonetes. Selle tulemusena selgus, et just väliste tegurite mõju tõttu, nagu rahvastiku kasvumäär ja sissetulekute tase, aga ka regionaal - ja toetuste poliitika, võib uue hoone ehitamist pidada pigem ebaedukaks. Samas mõjuanalüüsi tulemus sisemiste tegurite osas ei olnud kahe võrreldava projekti puhul väga erinev, mis on selgitatav sellega, et ettevõtte juhtimisalased teadmised ja kogemused oleksid samad mõlema projekti puhul.

Käesoleva töö suurimaks väärtuseks võib pidada siin kasutatud Kun-Tai Huang ja Muammer Ozer'i (2020) poolt kirjeldatud mitme kriteeriumiga ekspertotsuste süsteemi teadaolevalt esmakordset kasutamist Eestis. See annab väga hea võimaluse hinnata ärikinnisvara investeringute tasuvust, analüüsides lisaks rahavoogude prognoosile, selliste tegurite, nagu vähenev rahvastik või piirkonna madal maine mõju ärikinnisvara, aga ka igasuguste teiste investeringute tegemisele. Töö käigus välja töötatud kombineeritud meetod võiks olla kasulik kõikidele suuremate investeringute tegijatele, et analüüsida selle tasuvust.

Töö koostamise käigus läbi viidud analüüsides kokkuvõtteks võib öelda, et kõige kindlam oleks ettevõttel KLC Kinnisvara OÜ jätkata olemasolevates hoonetes ruumide üürimist koos väiksemate hooldusremontidega ning kaaluda ettevõtlusest tekkiva kasumi investeerimist mõnes teises piirkonnas nt Tartus. Samas ei tahaks kuidagi lõpetada nii pessimistliku järeldusega ja sooviks siiski avaldada lootust, et tegelikult kestab Jõgeva

maakonnas ettevõtlus siiski ka edaspidi ja kui see nii on, siis vajavad sealsed inimesed samuti kaasaegseid teenuseid ning kaubandust. Ühe soovitusena tooks välja, et regionaalpoliitika elluviimisel võiks Eestis mõelda ka sellistes väheneva rahvastikuga piirkondades tegutsevate ettevõtjate toetamisele suuremate investeeringute tegemisel taristusse ettevõtete jätkuva tegutsemise ja vajalikke teenuste osutamise eesmärgil. Oluline oleks kindlasti selles keskkonna aspekt, kus toetusmeetmed soodustaks hoonete soojustamist ja keskkonnasõbralike küttelahenduste väljatöötamist. Kohalikul väikeettevõtjal on uut ärikinnisvara ehitada suhteliselt raske, sest ärikinnisvara investeeringute hindamisemeetodid peavad seda riskantseks. Üheks võimaluseks on teha koostööd kohaliku kogukonna ja omavalitsusega, et parandada paikkonna mainet ja turundada head elukeskkonda ning toetada ja väärtustada ettevõtluskeskkonda, et ettevõtjad looksid uusi töökohti ning inimesed sooviksid elada Eesti väikelinnades.

Viidatud allikad

1. Asustusüksuse liigi, nime ja lahkmeejoonte määramise alused ja kord. (16.10.2017). Riigi Teataja I. Kasutatud 06.05.2021 veebilehelt:
<https://www.riigiteataja.ee/akt/116102017005?leiaKehtiv>
2. Baker, H. K., English, P. (2011). Capital budgeting valuation. Hoboken: Wiley.
3. Bierman, H., Smidt, Jr. S. (1993). Capital budgeting decision. Economic analysis of investment projects. 8th Ed. New York: Macmillan.
4. Chen, J. (2020). Commercial Real Estate (CRE). Investopedia. Kasutatud 12.03.2021veebilehelt:
<https://www.investopedia.com/terms/c/commercialrealestate.asp>
5. Conteh, A., Earl, G., Liu, B., Roca, E. (2020). A new insight into the profitability of social housing in Australia: A Real Options approach. Habitat International. 105. DOI: 10.1016/j.habitatint.2020.102261.
6. Eesti Majanduse Tegevusalade Klassifikaator (EMTAK). (2008). Kasutatud 04.04.2021 veebilehelt: <https://www.rik.ee/et/e-ariregister/emtak-tegevusalad>
7. Eesti Pank. (2021). Rahapoliitika ja Majandus. 1. Kasutatud 16.04.2021 veebilehelt:
<https://www.eestipank.ee/publikatsioon/rahapoliitika-ja-majandus/2021/rahapoliitika-ja-majandus-12021>
8. Eesti Standard EVS 875-2. (2015). Vara hindamine. Osa 2, Vara liigid. Eesti Standardikeskus.
9. Eesti Töötukassa. (2021). Kasutatud 15.03.2021 veebilehelt:
<https://www.tootukassa.ee/content/tootukassast/registreeritud-tootud>
10. Huang K.T, Ozer M. (2020). A multi-criteria expert decision system for investment decisions: The case of commercial real estate investments in China. Socio.economic Planning Sciences. 71. DOI: 10.1016/j.seps.2019.100769.
11. Kaing, M. (2011). Kinnisvara alused. Tartu: Atlex.
12. Kask, K. (1997). Kinnisvara rahandus. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus.
13. Kuum, L. (2020). Eesti majandusareng 1993–2019 ja prognoos 2020. Konjunktuur. 212(1). 51-54. Kasutatud 04.04.2021 veebilehelt:
https://mkm.ee/sites/default/files/konjunktuur_nr_1_212_2020_marts_.pdf
14. Kõomägi, M. (2006). Ärirahandus. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus.

15. Mansor, R., Shean-Ting, L. (2020). Criteria for occupant well-being: A qualitative study of Malaysian office buildings. *Building and Environment*. 186. DOI: 10.1016/j.buildenv.2020.107364
16. Nermann, R., Sorga, M., Kuhlbach, H. (2007). *Kinnisvaraõpik II*. Tallinn: Kinnisvarakool.
17. Onofrei, M., Anghel, I. (2012). Risks and Rewards of Leverage in Romanian Real Estate Investment. *Procedia Economics and Finance*. 3. DOI: 10.1016/S2212-5671(12)00184-0
18. Palm, T., Qayum, A. (1991). *Investeeringute analüüs*. Tallinn: Eesti Inseneride Liit.
19. Raamatupidamise Toimkonna juhendite kehtestamine. (29.12.2020). Riigi Teataja I. Kasutatud 09.03.2021 veebilehelt: <https://www.riigiteataja.ee/akt/129122020042>
20. Raudsepp, V. (1999). *Finantsjuhtimise alused, Ettevõtte rahandus*. Tallinn: Külim.
21. Riigivaraseadus (10.12.2020). Riigi Teataja I. Kasutatud 09.03.2021 veebilehelt: <https://www.riigiteataja.ee/akt/110122020032>
22. Seitz, N., Ellison, M. (1999). *Capital budgeting and long terms financing decisions*. Forth Worth: Dryden Press.
23. Statistikaamet. (2021). Kasutatud korduvalt veebilehelt: <https://andmed.stat.ee/et/stat>
24. Zeiger, P. (2012). *Finantsjuhtimine*. Tallinn. Kasutatud 15.03.2021 veebilehelt: <https://www.etis.ee/Portal/Publications/Display/2c62620e-4d58-4f12-a0ba-af665c26bf4a>
25. Taderera, M, Akinsomi, O. (2020). Is commercial real estate a good hedge against inflation? Evidence from South Africa. *Research in International Business and Finance*. 51. DOI: 10.1016/j.ribaf.2019.101096
26. Tsiviilseadustiku üldosa seadus (23.05.2020). Riigi Teataja I. Kasutatud 09.03.2021 veebilehelt: <https://www.riigiteataja.ee/akt/123052020004>
27. Vära, E. (2009). Hüperinflatsioon Eestis 1991-1992. Kasutatud 03.04.2020 veebilehelt: http://www.estonica.org/et/H%C3%BCperinflatsioon_Eestis_1991-1992/
28. Wofford, L. E., Clauretje, T. M. (1992). *Real Estate*. New York: Wiley.
29. Õmblus, J., Keskküla, A. Sõstra, K., Leesment, M. (2021). Põlvamaa korterite kiirmüük ennustab Suur-Tartu teket. Kasutatud 06.04.2021 Statistikaameti veebilehelt: <https://www.stat.ee/et/uudised/polvamaa-korterite-kiirmuuk-ennustab-suur-tartu-teket>
30. Üleriigiline planeering Eesti 2030+. (06.09.2012). Riigi Teataja III. Kasutatud 06.05.2021 veebilehelt:

https://www.rahendusministeerium.ee/sites/default/files/Ruumiline_planeerimine/eesti2030.pdf

Lisad

Lisa A

Kinnisvara liigid vastavalt kasutusotstarbele

Kinnisvara	
Elamispinnad	Mitteelamispinnad
Korterid (1-toal, 2-toal jne)	Büroo
Eramud (ühepere, kahepere, ridaelamud)	Teenindus (juuksur, bensiinjaam jne)
Suvilad (suvekodud, aastaringseks kasutamiseks)	Kaubandus
Talud	Toitlustus (baarid, restoranid jne)
	Meelelahutus (ööklubi, kino, teater, spordisaal jne)
	Majutus (hotell, kämping jne)
	Tööstus
	Ladu
	Hoonestamata maa
	Muud (kirik, kool jne)

Allikas: Nermann jt, 2007

Lisa B**Erinevad kinnisvara liigid**

1. Maa	6. Tööstuslik
Looduslik maa-ala	Laod
Puhkeala	Tehased
Maaosad	Tööstuspargid
Farmid, rantšod ja salad	
Nafta- ja metsamaad	7. Meelelahutus- ja puhkealad
	Teatrid
2. Alalised eluruumid	Keeglisaalid
Majad	Golfirajad
Korterid	Golfiradade teenindusteed
Linnamajad	Minigolfirajad
Kortere lamud	Staadionid
Ühistud	Muuseumid
Haagissuvilad	Messikeskused
Hooldekodud	Sadamaalad
	Lasketiirud
3. Majutusasutused	Peaspalliväljakud
Motellid	Tenniseklubid
Hotellid	Squashiklubid
Kuurordid	Massaažisalongid
Spaad	Spordihallid
Puhkekorterid	Tervisekeskused
Sanatooriumid	
	8. Erinevad arendused
4. Kontorikinnisvara	Kinnisvara arendused
Üldkasutatavad hooned	Suusakeskused
Kontoripargid	Lõbustuspargid
Erialased hooned	Pensionäride päevakeskused
Majanduskeskused	Linna arendused
Kontorihoone	Olemasoleva kinnisvara taasarendus
	Uued kogukonnad
5. Ostu- ja kaubanduskeskused	Uued linnad
Poed	
Restoranid	9. Avalikud teenused
Kiirtoidukohad	Haiglad
Tanklad	Koolid
Toidukauplused	Avalikud hooned
Kaubandustänav	
Naabruskonna, kogukonna, piirkondlikud keskused	10. Muu
Turud	Pühakojad
Lennujaama kauplused	Saared
Parkimisalad ja garaažid	Välismaised investeeringud
Autopesulad	Eksootilised kinnistud
Pesumajad	

Allikas: Woofford, Clauretje, 1992

Lisa C**Äriprojekti riskianalüüsi meetodid**

Äriprojektide riskianalüüs tuleks teha juhul, kui äriprojekt ei ole läinud planeeritult. Üheks võimaluseks on käsitleda riskianalüüsi võimendite abil. Tegevusvõimendi (DOL – *degree of operating leverage*) näitab ärikasumi tundlikkust müügikoguse muutumise suhtes. Äririsk tuleneb siin sellest, kui ettevõttel on suured püsikulud, sest sellega tekitaks iga väiksema muudatus sissetulekutes suure surve ärikasumile. (Kõomägi, 2006) Kasumiaruande kirjeid järgides võib DOLi esitada järgmiselt:

$$DOL = \frac{S-VC}{S-VC-FC-D}$$

„Finantsvõimendi (DFL – *degree of financial leverage*) näitab kasumi tundlikkust EBIT-i muutumise suhtes aktsia kohta. Sisuliselt analüüsitakse, kuidas muutub EPS seoses EBITi muutusega. Mida suurem on laenukapitali osatähtsus, seda suurem on finantsvõimendi ja finantsrisk. Mida vähem ettevõtte tegevus varieerub, seda suuremat laenukapitali osatähtsust võib lubada.“ (Kõomägi, 2006, lk 209,210)

DFL valemina lahti kirjutatult on selline:

$$DFL = \frac{S-VC-FC-D}{S-VC-FC-D-I}$$

„Koguvõimendi (DTL - *degree of total leverage*) näitab toodangumahu muutuse mõju EPS-ile. Arvutuskäik on järgmine:

$$DTL = \frac{\% \Delta EPS}{\% \Delta Q} = \frac{\frac{\Delta EBIT}{EBIT-I}}{\frac{\Delta Q}{Q}} = \frac{Q \times (P-V)}{Q \times (P-V) - FC - D - I}$$

Sisuliselt ühendab koguvõimendi tegevusvõimendit ja finantsvõimendit ning tulemuseks on koguriski mõõt.“ (Kõomägi, 2006, 211)

$$DTL = DOL \times DFL$$

Lisa E**Väliste tegurite alamtegurite olulisuse kaalud**

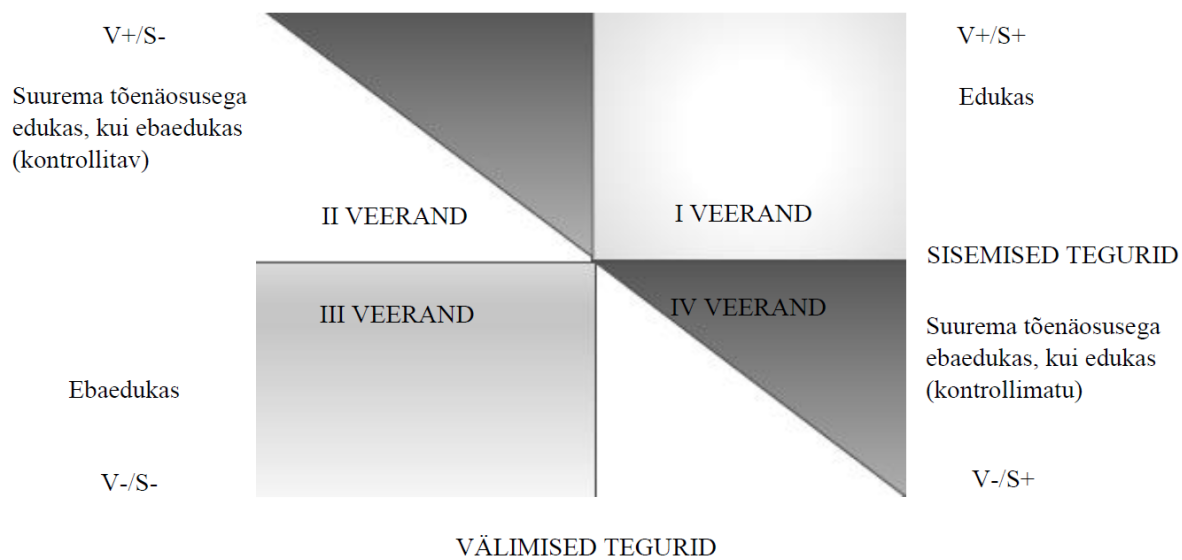
	Kaalud Hiina näitel
1. Valitsuse poliitika	76%
a. Regulatsioonid	83%
b. Investeeringupoliitika	73%
c. Maapoliitika	83%
d. Toetuste poliitika	72%
e. Maksupoliitika	68%
f. Laenupoliitika	74%
2. Majanduslik olukord	66%
a. SKP (sisemajanduse kogutoodang)	78%
b. Intressimäärad	76%
c. THI (tarbijahinnaindeks)	72%
d. Töötuse määr	56%
e. Sissetulekute tase	68%
f. Põhivarainvesteering	62%
g. Üüri tasuvuse määr	71%
h. Maailmamajandus	56%
i. Aastane riiklik sissetulek	68%
j. Ärikinnisvara täituvus	57%
3. Linna areng	75%
a. Rahvastiku kasvumäär	71%
b. Transpordisüsteem	81%
c. Linnaarengupoliitika	80%
d. Infrastruktuur ja avalikud rajatised	80%
e. Elanikkond	75%
f. Kinnisvara kallinemise määr	64%
4. Turu- ja konkurentsitingimused	77%
a. Tarbimiskogus	85%
b. Tarbimise liik	76%
c. Kogu turu suurus	79%
d. Olemasolev turustusskaala	70%
e. Konkurentide seisund	74%

Allikas: Huang, Ozer, 2020

Lisa F**Sisemiste tegurite alamtegurite olulisuse kaalud**

	Kaalud Hiina näitel
1. Meeskonna juhtimine	73%
a. Töökogemus ärikinnisvaras	66%
b. Eelnev kogemus ärikinnisvaras	59%
c. Programmi- ja kujundusvõime	77%
d. Toimimis- ja juhtimisvõime	87%
e. Turundus- ja planeerimisvõime	77%
2. Maine ja krediit	56%
a. Maine ja kaubamärk	74%
b. Varasemad auhinnad	45%
c. IPO ja organisatsiooniskaala	50%
3. Riski prognoosimise ja kontrollimise võime	77%
a. Riski prognoosimise võime	74%
b. Riski kontrollimise võime	79%
c. Riskitaluvus	78%
4. Kapitali võimekus	78%
a. Investorite kapitali osatähtsus	73%
b. Laenu- ja finantseerimisvõimekus	86%
c. Kapitalivõimekus	79%
d. Finantskontrolli ja juhtimisvõimekus	74%

Allikas: Huang, Ozer, 2020

Lisa G**Kaalutud tulemuste kaardistamine välimiste ja sisemiste tegurite osas**

Allikas: Huang, Ozer, 2020

Summary

THE IMPLEMENTATION OF THE COMBINED METHOD FOR ANALYSING THE PROFITABILITY OF COMMERCIAL REAL ESTATE INVESTMENTS ON THE EXAMPLE OF A COMPANY OPERATING IN A SMALL ESTONIAN TOWN

The motivation for writing the Master's thesis on the analysis of the profitability of commercial real estate investments were the buildings owned by the author's company KLC Kinnisvara OÜ in Jõgeva and Põltsamaa, which have been leased to various companies. The buildings need investments, but an analysis of the area, the company and the specific project is necessary in advance.

The purpose of the Master's thesis is to analyse the profitability of commercial real estate investments using the combined method on the example of a company operating in a small Estonian town.

In order to achieve this purpose, the following research aims have been defined:

- to provide an overview of the factors influencing the profitability of commercial real estate investments;
- to analyse modern methods used to assess the profitability of commercial real estate investments;
- to develop a combined method for analysing the profitability of commercial real estate investments in a small Estonian town.

The Master's thesis consists of two chapters, the first of which defines the concept of commercial real estate, which in this thesis is a plot of land where buildings are used to earn income by renting them out to tenants for profit-making activities. The various classifications of real estate are also listed in the thesis, the largest groups of which are residential real estate and non-residential real estate, which in turn are divided into other groups. The premises belonging to KLC Kinnisvara OÜ, which is the subject of the empirical part of the thesis, include retail, office, service and storage areas. It is also mentioned that a commercial real estate investment is a real estate object that is held primarily for the purpose of earning rental income, increasing its value or both.

The second point of the first chapter provides an overview of different methods of cost-benefit analysis of commercial real estate investments, which can be divided into two categories: 1) methods based on cash flow forecasts and 2) expert assessments. The most

common methods based on cash flow forecasting are described, such as NPV, PB, IRR, MIRR, and others. Of the methods based on expert assessments, the most thoroughly described is the system of multi-criteria expert decisions (Huang, Ozer 2020), which is also used in the empirical part of the thesis to assess the company's future success. The theoretical part of the thesis is concluded with the development of a combined method which is applied in the empirical part of the thesis.

The second chapter analyses the profitability of the planned investment of KLC Kinnisvara OÜ in Jõgeva County using this combined method. To this end, the economic and demographic situations of the world, Estonia and Jõgeva counties were analysed, which showed that while Estonia's economic development and the real estate and construction sector have been on a steady rise with small exceptions, the data for Jõgeva County is not very promising – the population is decreasing and ageing and incomes are below the Estonian average. Thus, it can be said that despite the fact that at some point the population indicators of Jõgeva county could improve due to the proximity of the city of Tartu, one should still be careful when investing in this area.

However, the company KLC Kinnisvara OÜ is in good condition and currently there is enough investment capacity. The profitability of commercial real estate investments was analysed using the example of the two objects based on the data of three different projects through break-even analyses of the construction of new buildings, the detailed reconstruction of existing buildings and organising smaller maintenance repairs. Calculations based on break-even analysis of different cash flows showed that all six projects would be profitable, although there would be differences in the timing and the rate of profitability. Doing only maintenance repairs in the buildings proved to be the most cost-effective.

In addition, an analysis based on expert assessments was carried out, which analysed the impact of different internal and external factors on two possible investment projects – the construction of a new building and performing maintenance repairs in the buildings. As a result, it turned out that precisely due to the influence of external factors, such as population growth rate and income level, as well as regional and support policies, this project could be considered rather unsuccessful. However, in terms of internal factors in the impact analysis, there were no major differences between the two comparable projects, which can be explained by the fact that the company's skills, knowledge and experience would be the same for both projects.

The combined method developed in the thesis could be useful to all major investors for analysing profitability, since it also takes into account other important aspects such as the development of the region and expert opinions in addition to cash flows.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Kalmer Lain,

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) minu loodud teose „Kombineeritud meetodi rakendamine ärikinnisvara investeringute tasuvuse analüüsimiseks Eesti väikelinnas tegutseva ettevõtte näitel“, mille juhendaja on lektor Maire Nurmet, reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada digitaalarhiivi DSpace kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.
2. Annan Tartu Ülikoolile loa teha punktis 1 nimetatud teos üldsusele kättesaadavaks Tartu Ülikooli veebikeskkonna, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace kaudu Creative Commons'i litsentsiga CC BY NC ND 3.0, mis lubab autorile viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, alates 1.01.2025.a. kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni.
3. Olen teadlik, et punktides 1 ja 2 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
4. Kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei riku ma teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse õigusaktidest tulenevaid õigusi.

Kalmer Lain

25. 05. 2021