



WARTOŚĆ NIERUCHOMOŚCI JAKO PODSTAWA ZABEZPIECZENIA KREDYTU BANKOWEGO. STUDIUM PRZYPADKU DLA INWESTYCJI NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI KOMERCYJNYCH

Iwetta Budzik-Nowodzińska

Politechnika Częstochowska
Wydział Zarządzania

Streszczenie: W artykule scharakteryzowano powszechny sposób zewnętrznego finansowania aktywów na rynku nieruchomości, jakim jest kredyt bankowy zabezpieczony hipoteką. Podjęto również próbę oceny wartości nieruchomości komercyjnej dla celu zabezpieczenia zwrotności kredytu bankowego.

Słowa kluczowe: wycena wartości, wartość nieruchomości komercyjnej, kredyt bankowy, hipoteka, podejście dochodowe

DOI: 10.17512/znpcz.2016.4.1.10

Wprowadzenie

Przy zakupie nieruchomości, która w przyszłości będzie lub powinna przynosić dochody, inwestorzy podejmują decyzje, jakim (czyim) kapitałem finansować zakup. Najczęściej nakłady inwestycyjne są na tyle wysokie, że własne środki inwestora są niewystarczające. Stąd ratunkiem w wielu przypadkach jest kredyt bankowy, spłacany najczęściej przez okres kilkunastu lat (Kucharska-Stasiak 2011). Dla banku udzielającego kredytu jednym z ważniejszych analizowanych elementów jest zabezpieczenie jego zwrotności. Celem artykułu jest charakterystyka najbardziej powszechnego źródła obcego finansowania na rynku nieruchomości, jakim jest kredyt bankowy, oraz podjęcie próby oszacowania wartości nieruchomości komercyjnej dla potrzeb kredytu bankowego, gdy nieruchomość zostaje obciążona ograniczonym prawem rzeczowym, stanowiącym zabezpieczenie wierzytelności. W badaniach zastosowano podejście dochodowe, metodę inwestycyjną, jako jedną z możliwych do wyboru metod pozwalających określić wartość nieruchomości komercyjnej.

Kredyt bankowy w finansowaniu nieruchomości komercyjnej

Inwestor finansujący przedsięwzięcie związane z zakupem nieruchomości komercyjnej bierze pod uwagę różne źródła finansowania, które literatura z zakresu finansów przedsiębiorstw dzieli na własne i obce. W przypadku inwestora indywi-

dualnego kapitał własny pochodzi najczęściej z oszczędności osobistych. W przypadku przedsiębiorstw finansowanie własne inwestycji w nieruchomości komercyjne pochodzi najczęściej z części zysku przeznaczanego na rozwój. Z reguły udział własny w finansowaniu inwestycji na rynku nieruchomości komercyjnych jest niewielki (Jonak 2015, s. 344-348). Rynek finansowy oferuje wiele różnych instrumentów finansowania inwestycji, jednak do najpopularniejszych należy kredyt bankowy, oferowany przez banki komercyjne. W przypadku finansowania inwestycji na rynku nieruchomości komercyjnych najbardziej popularny jest kredyt bankowy zabezpieczony hipoteką (Wielgórka 2009, s. 86-90). Ustanowienie hipoteki na nieruchomości jest jednym z wielu sposobów na zabezpieczenie zapłaty. Hipoteka uznawana jest za najbardziej skuteczną formę zabezpieczenia wierzytelności. Podstawowym warunkiem udzielenia takiego kredytu jest posiadanie przez kredytobiorcę zdolności kredytowej, czyli zdolności do spłaty zaciągniętego kredytu wraz z odsetkami w umownych terminach. Ocena zdolności kredytowej dotyczy nie tylko bieżącej sytuacji majątkowej kredytobiorcy, ale także przyszłej (Bednarz, Gostomski 2008, s. 64-74). Dodatkowo kredyty na finansowanie nieruchomości komercyjnych są najczęściej kredytami długoterminowymi, stąd potrzebne jest bardziej stabilne zabezpieczenie, jakim jest wartość nieruchomości. Zabezpieczenie kredytu daje bankowi możliwość odzyskania pożyczonych środków pieniężnych wraz z odsetkami i prowizjami, w przypadku gdyby klient nie uregulował płatności zgodnie z umową (Kucharska-Stasiak 2006, s. 172; Jonak 2015a, s. 335-340). Dzięki finansowaniu ze środków zewnętrznych inwestor może podejmować inwestycje, dysponując niewielkim kapitałem własnym. Finansowanie kredytem bankowym jest obarczone jednak pewnym ryzykiem, ponieważ przyszłe dochody z nieruchomości mogą okazać się niewystarczające na spłatę rat kredytowych czy choćby rat odsetkowych (Jonak 2015, s. 347).

Ważną rolę przy udzielaniu tego typu kredytów odgrywa wskaźnik LTV (Loan to Value) stosowany przez banki, który łączy wysokość kredytu z wartością jego zabezpieczenia, czyli z wartością rynkową nieruchomości. Większość banków przyjmuje wysokość wskaźnika LTV na poziomie 60-80%, a ze względu na bezpieczeństwo banku poziom LTV nie powinien przekraczać 100%. Wskaźnik ten służy głównie do ustalania wysokości oprocentowania, a dokładniej marży banku. Im niższy jest współczynnik LTV, tym niższe oprocentowanie może zaproponować bank (Marcinek 2009, s. 76-77). Banki ustalają własny maksymalny poziom wskaźnika LTV, jaki są w stanie zaakceptować. Im wyższa wartość wskaźnika, tym ryzyko dla banku jest większe. W latach wcześniejszych zdarzało się, że wskaźnik LTV mógł wynosić 100%, co oznaczało, że można było zaciągnąć kredyt bez wkładu własnego. Niektóre banki oferowały nawet kredyty na 110-120% wartości nieruchomości. Na podstawie analizy ofertowej banków komercyjnych zauważono, iż wyższemu wskaźnikowi LTV towarzyszy zwykle dodatkowe ubezpieczenie wkładu własnego – przeważnie gdy przekracza próg 80%. Z uwagi na kryzys gospodarczy (2007 rok) banki stały się bardziej ostrożne w udzielaniu kredytów, a dodatkowo Komisja Nadzoru Finansowego, która na bieżąco monitoruje sytuację na rynku bankowym, wydała rekomendacje dotyczące m.in. zalecanej wyso-

kości wskaźnika LTV (<http://www.kredyt-na-dom.pl>). Maksymalny poziom LTV w roku 2014 wynosił wg zaleceń KNF 95% i co roku jest on obniżany. W roku 2016 maksymalny wskaźnik LTV wynosi 85%, a w roku 2017 wskaźnik ten spadnie do docelowego poziomu 80% (<http://www.kredythipoteczny.edu.pl>).

Nieruchomość komercyjna jako zabezpieczenie kredytu bankowego

Literatura przedmiotu dzieli nieruchomości na gruntowe, budynkowe i lokalowe (Żróbek, Belej 2000, s. 8). Jednak ze względu na fakt, iż nieruchomość może generować dochód dla właściciela, wyodrębnia się nieruchomości komercyjne, czyli nieruchomości nabyte w celach inwestycyjnych, przynoszące okresowe przychody czynszowe, które wynikają z oddania ich w użytkowanie innym osobom (Nalepka 2006, s. 11). Są to nieruchomości nie mieszkalne, ale nieruchomości nabyte lub wybudowane w celu osiągnięcia zysku.

Wśród nieruchomości komercyjnych można wyróżnić m.in. biurowce, centra handlowe, hotele, ośrodki sportowe, ośrodki turystyczne itp. Właściciele takich nieruchomości mogą osiągać korzyści finansowe w różny sposób. Mogą to być np. przychody o charakterze czynszów z wynajmu lub udziały w zyskach użytkownika – najemcy czy też korzyści kapitałowe, wynikające ze wzrostu wartości danej nieruchomości w czasie (Kietliński, Woźniak 2009). J. Lipiński definiuje nieruchomość komercyjną jako nieruchomość generującą systematyczne przychody pochodzące z jej użytkowania lub jej własności (Lipiński 2000, s. 30). M. Prystupa wskazuje, iż podstawowym źródłem dochodów z nieruchomości jest czynsz generowany przez najem lub dzierżawę, a dodatkowym źródłem może być dochód z wynajmu miejsc parkingowych, z reklam znajdujących się na nieruchomości, a także z różnego rodzaju automatów (Prystupa 2016, s. 89-90), np. z napojami, słodyczami, kawą czy też bankomaty. Przedmiotem zainteresowania inwestorów na rynku nieruchomości komercyjnych są bardzo często centra handlowe. Źródłem dochodów dla inwestora są czynsze płacone przez najemców powierzchni handlowych za wynajmowane powierzchnie. Dodatkowo najemcy uczestniczą w finansowaniu kosztów utrzymania powierzchni wspólnych, np. parkingów, wind, deptaków (Marcinek 2009, s. 16).

Zatem wartość nieruchomości uzależniona jest od tego, czy w danym okresie jest ona przedmiotem najmu czy dzierżawy. Pomiedzy dochodami generowanymi przez nieruchomość a jej wartością rynkową istnieje powiązanie, dzięki któremu można wycenić taką nieruchomość dla celów zabezpieczenia kredytu metodą dochodową (Dydenko 2015, s. 482-483).

W sytuacji finansowania inwestycji zakupu/budowy centrum handlowego (nieruchomości komercyjnej) ze środków pieniężnych pochodzących z kredytu bankowego, bank ustanawia na kredytowanej nieruchomości hipotekę. „Hipoteka to ograniczone prawo rzeczowe, które może być ustanowione na nieruchomości lub na wybranych prawach, takich jak użytkowanie wieczyste, spółdzielcze własnościowe prawo do lokalu, wierzytelność zabezpieczona hipotecznie, w całości lub w części ułamkowej, stanowiącej udział współwłaściciela. Hipoteka stanowi zabez-

pieczenie oznaczonej wierzytelności (długu), na mocy którego wierzyciel może dochodzić zaspokojenia swoich praw z nieruchomości, z pierwszeństwem przed wierzycielami osobistymi właściciela nieruchomości” (<http://www.hipoteka.edu.pl/>).

Studium przypadku

Poddana ocenie w artykule nieruchomość komercyjna podlegająca obcemu finansowaniu to hipotetyczne osiedlowe centrum handlowe. Inwestor, nie posiadając wystarczających środków własnych, postanowił sfinansować budowę ww. nieruchomości z kredytu bankowego, zabezpieczonego hipoteką. Jednym z kluczowych dokumentów pozwalających na otrzymanie takiego kredytu jest opinia dotycząca wartości zastawianej nieruchomości. Hipotetyczna, przyjęta dla celów niniejszego artykułu, wartość wskaźnika LTV wynosi 85%, co oznacza, że 85% wartości nieruchomości będzie mogła być sfinansowana środkami z kredytu, a pozostałe 15% to środki własne inwestora. W Tabeli 1 przedstawiono zestawienie powierzchni budynku osiedlowego centrum handlowego oraz stawki czynszu najmu. Podstawowym bowiem składnikiem przychodów z analizowanej nieruchomości komercyjnej jest płacony przez najemców czynsz za użytkowanie poszczególnych lokali handlowych.

Tabela 1. Dane nieruchomości

Wyszczególnienie	Powierzchnia w m ²	Czynsz za m ²
Powierzchnia usługowa	745	35,00

Źródło: Opracowanie własne

Razem powierzchnia usługowa wynosi 745,50 m². Miesięczny czynsz netto z umów najmu to kwota 26 075 zł, co daje rocznie prawie 312 900 zł.

Przedmiotem wyceny jest nieruchomość, a źródłem wartości działalność gospodarcza związana z faktycznym najmem tej nieruchomości. Z kolei nośnikiem wartości wykorzystanym do wyceny jest czynsz z analizowanej nieruchomości (Konowalczyk 2009, s. 12).

Dla potrzeb oszacowania wartości hipotetycznej nieruchomości komercyjnej, będącej przedmiotem analizy w artykule, zastosowano podejście dochodowe, metodę inwestycyjną i technikę dyskontowania przyszłych dochodów (Trojanek 2012, s. 61-76). W wyżej wymienionym podejściu wartość nieruchomości określa się, zakładając, że cena sprzedaży będzie uzależniona od przewidywanego przyszłego dochodu z nieruchomości, możliwego do uzyskania przez potencjalnego nabywcę. Podejście to stosuje się dla nieruchomości, które przynoszą lub mogą przynosić dochody (Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r.). Inna definicja wskazuje, iż „[...]” podejście dochodowe jest stosowane w przypadku określenia wartości nieruchomości generujących dochód bądź stwarzających możliwość osiągnięcia dochodu, przy za-

łożeniu, że dochód jest podstawowym czynnikiem wpływającym na wartość tych nieruchomości” (Zabielski 2011).

W procesie szacowania wartości hipotetycznej nieruchomości komercyjnej wykorzystano metodę inwestycyjną (Maczyńska 2005, s. 49), z uwagi na fakt, iż dochód osiągany z tej nieruchomości jest określony w stawkach czynszu najmu. W technice tej wartość nieruchomości oszacowano jako sumę zdyskontowanych strumieni zmiennych dochodów przewidywanych do osiągnięcia w przyszłości. Wartość tę powiększono o zdyskontowaną wartość rezydualną nieruchomości komercyjnej (Cymerman, Hopfer 2009, s. 19):

$$DCF = CF_1 / (1+r) + CF_2 / (1+r)^2 + CF_n / (1+r)^n + RV / (1+r)^n$$

Gdzie:

CF – przepływy pieniężne w kolejnych okresach prognozy,

r – stopa dyskonta,

n – ostatni rok prognozy,

RV – wartość rezydualna.

Jak podaje J. Dydenko, najczęściej wartość rezydualną nieruchomości określa się przy założeniu stałych dochodów po okresie prognozy, które przyjmuje się w wysokości dochodu z ostatniego roku prognozy (Dydenko 2015, s. 489):

$$RV = CF_n / r$$

Liczba lat prognozy zależy od przewidywanego okresu, dla którego dochody z wycenianej nieruchomości będą generowane. Dla przedmiotowej nieruchomości założono 10-letni okres prognozy. Źródłem dochodu z analizowanej nieruchomości jest czynsz, generowany dla właściciela przez nieruchomość (Prystupa 2008, s. 91-103). Obliczanie dochodu generowanego przez nieruchomość zostało usystematyzowane i wyróżniono trzy etapy jego szacowania (Dydenko 2015, s. 492-494).

Pierwszy etap to obliczenie potencjalnego dochodu brutto (PDB), który obejmuje wszystkie możliwe dochody z nieruchomości, ustalone przy założeniu całkowitego wynajęcia powierzchni oraz pełnego ściągnięcia należności. Na podstawie danych zawartych w Tabeli 1 wyliczono potencjalny dochód brutto (Tabela 2), czyli możliwy dochód do uzyskania w skali roku w przypadku analizowanej nieruchomości.

Tabela 2. Potencjalny dochód brutto PDB

Wyszczególnienie	Powierzchnia w m ²	Czynsz za m ² PLN/m ²	Czynsz netto PLN/mies.	Potencjalny dochód brutto PLN/rok
Powierzchnia usługowa	745	35,00	26 075	312 900

Źródło: Opracowanie własne

W procesie wyceny wartości rynkowej nieruchomości, nawet jeżeli wyceniana nieruchomość jest wynajęta w 100%, uwzględnia się pewną rezerwę na pustostany.

W drugim etapie szacowania dochodu generowanego przez analizowaną nieruchomość określony powyżej potencjalny dochód brutto urealniono o tzw. pustostany. Są to straty w dochodzie związane z występowaniem w trakcie roku okresów, kiedy nieruchomość nie jest wynajmowana w całości, lub spowodowane zaległościami opłat w czynszach. Przyjęte średnie pustostany na rynku podobnych nieruchomości wynoszą ok 10% i w takiej wysokości przyjęto je w artykule. Potencjalny dochód brutto, urealniony o straty w dochodach, umożliwia wyznaczenie efektywnego dochodu brutto (EDB), który jest wielkością rzeczywiście uzyskiwaną przez inwestora. Stąd też efektywny dochód brutto dla analizowanej nieruchomości wyliczono w *Tabeli 3*.

Tabela 3. Efektywny dochód brutto EDB

Dochód i jego elementy	[PLN]
Potencjalny dochód brutto PDB	312 900
Efektywny dochód brutto EDB	281 610

Źródło: Opracowanie własne

Trzeci etap to obliczanie dochodu operacyjnego netto DON, będącego różnicą pomiędzy efektywnym dochodem brutto a wydatkami operacyjnymi ponoszonymi w sposób ciągły w związku z bieżącą eksploatacją nieruchomości. Do wydatków operacyjnych dla hipotetycznej nieruchomości zaliczono podatek od nieruchomości, ubezpieczenie, koszty prowadzenia księgowości oraz naprawy i konserwacje bieżące. Na różnicę pomiędzy efektywnym dochodem brutto a dochodem operacyjnym netto w procesie wyceny nie mają wpływu takie pozycje jak amortyzacja i koszt kredytu (Dydenko 2015, s. 503). Koszty operacyjne rozważanej nieruchomości przyjęto na poziomie 50 699 zł na rok.

Po oszacowaniu dochodu potencjalnego i efektywnego kreowanego przez nieruchomość oraz po oszacowaniu kosztów jej eksploatacji ustalono oczekiwany dochód przez inwestora. Jest on wielkością, która wyznacza potencjał nieruchomości do osiągania przez inwestora zysku netto. Wyliczony dochód operacyjny netto dla analizowanej nieruchomości komercyjnej przedstawia *Tabela 4*.

Tabela 4. Dochód operacyjny netto DON

Wyszczególnienie	Wartość [PLN/rok]
EDB	281 610
WO	50 699
DON	230 911

Źródło: Opracowanie własne

Jako kolejny etap wyceny przyjęto oszacowanie stopy dyskontowej wykorzystanej następnie do wyliczenia wartości nieruchomości (Dydenko 2015, s. 498-500). Przyjęto stopę dyskontową w wysokości 5% na podstawie badań i analiz rynku nieruchomości za 2015 rok przeprowadzonych przez Cushman & Wakefield: „Stopy kapitalizacji dla najlepszych obiektów handlowych w największych miastach spadły do 5%. Jest to wyraźnie spowodowane rosnącą atrakcyjnością sektora handlowego dla inwestorów chcących zdywersyfikować portfele nieruchomości” (Cushman & Wakefield 2016, s. 6).

Kolejnym krokiem w wycenie nieruchomości komercyjnej w podejściu dochodowym jest określenie przyszłych dochodów z analizowanej nieruchomości w kolejnych 10 latach okresu prognozy, a następnie ich zdyskontowanie. Przyjęto wzrost dochodu na poziomie średniej stopy inflacji projektowanej przez NBP na lata 2017-2018, w wysokości 1,5% (Instytut Ekonomiczny 2016; Rada Polityki Pieniężnej 2016). *Tabela 5* zawiera wyliczenie wartości nieruchomości gruntowej zabudowanej budynkiem komercyjnym.

Tabela 5. Wyliczenie wartości nieruchomości

Wyszczególnienie	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Oczekiwany dochód [PLN]	234 375	237 890	241 459	245 080	248 757	252 488	256 275	260 119	264 021	267 982
Stopa dyskontowa	0,0500									
Współczynnik dyskontowy	0,9524	0,9070	0,8638	0,8227	0,7835	0,7462	0,7107	0,6768	0,6446	0,6139
Wartość rezydualna [PLN]	5 359 631									
Zdyskontowany oczekiwany dochód [PLN]	223 214	215 773	208 581	201 628	194 907	188 410	182 130	176 059	170 190	164 517
Zdyskontowana wartość rezydualna [PLN]	3 290 349									
Wartość rynkowa [PLN]	5 215 760									

Źródło: Opracowanie własne

Zastosowana metodyka badań pozwoliła oszacować hipotetyczną wartość rynkową nieruchomości komercyjnej w przyjętej wysokości 5 215 760 PLN, co może dawać podstawę do zabezpieczenia wierzytelności. Finansowanie tej inwestycji kapitałem obcym pochodzącym z kredytu bankowego mogłoby zostać zrealizowane w wysokości wyliczonej według wskaźnika LTV stosowanego przez banki komercyjne. Jak wcześniej wspomniano, jego wartość przyjmowana jest w 2016 roku w wysokości 85%, co oznacza, że inwestor mógłby ubiegać się o finansowanie inwestycji w analizowaną nieruchomość komercyjną kapitałem obcym w wysokości 4 433 396 PLN. Natomiast środki własne inwestora powinny wynosić 786 364 PLN.

Podsumowanie

Zakup nieruchomości komercyjnej wiąże się z bardzo dużymi nakładami finansowymi. Inwestorzy najczęściej posilkują się zewnętrznymi źródłami finansowania, a w szczególności kredytem bankowym. Wartość danej nieruchomości jest podstawą w procesie kredytowania inwestycji, zatem wycena tej wartości ma zasadnicze znaczenie. Przedstawiona w artykule próba wyceny nieruchomości komercyjnej wskazuje na możliwość sfinansowania inwestycji przynoszącej w przyszłości dochód z najmu kredytem bankowym w wysokości od 4 433 396 zł w zależności od wartości wskaźnika LTV.

Podejście dochodowe nie jest jedynym sposobem określenia wartości nieruchomości komercyjnej. Istnieje jeszcze podejście kosztowe i porównawcze, jednak podejście dochodowe zastosowane w artykule uznawane jest za najwłaściwsze w przypadku nieruchomości komercyjnych, bowiem ich wartość zależy od dochodu generowanego przez daną nieruchomość. Oznacza to, że im wyższe są prognozowane dochody, tym wartość wycenianej nieruchomości będzie wyższa.

Literatura

1. Bednarz J., Gostomski E. (2008), *Finansowanie działalności gospodarczej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
2. Cushman & Wakefield (2016), *Polskie nieruchomości przyciągają inwestorów. Polska 2016*, Investment Market Update.
3. Cymerman R., Hopfer A. (2009), *System, zasady i procedury wyceny nieruchomości*, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa.
4. Dydenko J. (2015), *Podejście dochodowe w wycenie nieruchomości*, [w:] Dydenko J. (red.), *Szacowanie nieruchomości. Rzeczoznawstwo majątkowe*, Wolters Kluwer, Warszawa.
5. <http://www.hipoteka.edu.pl/> (dostęp: 17.04.2016).
6. <http://www.kredythipoteczny.edu.pl> (dostęp: 16.04.2016).
7. <http://www.kredyt-na-dom.pl> (dostęp: 16.04.2016).
8. Instytut Ekonomiczny (2016), *Projekcja inflacji i wzrostu gospodarczego Narodowego Banku Polskiego na podstawie modelu NECMOD*, Narodowy Bank Polski, Warszawa, 15 marca 2016.
9. Jonak M. (2015), *Finansowanie inwestycji*, [w:] Dydenko J. (red.), *Szacowanie nieruchomości. Rzeczoznawstwo majątkowe*, Wolters Kluwer, Warszawa.
10. Jonak M. (2015a), *Wybrane zagadnienia systemu bankowego*, [w:] Dydenko J. (red.), *Szacowanie nieruchomości. Rzeczoznawstwo majątkowe*, Wolters Kluwer, Warszawa.
11. Kietliński W., Woźniak C. (2009), *Nieruchomości komercyjne*, „Nieruchomości”, nr 06(130).
12. Konowalczyk J. (2009), *Wycena nieruchomości przedsiębiorstw*, C.H. Beck, Warszawa.
13. Kucharska-Stasiak E. (2006), *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
14. Kucharska-Stasiak E. (2011), *Wartość rynkowa nieruchomości jako podstawa zabezpieczenia wierzytelności*, „Finansowanie Nieruchomości”, nr 03.
15. Lipiński J. (2000), *Deweloper na rynku nieruchomości*, C.H. Beck, Warszawa.
16. Marcinek K. (2009), *Finansowa ocena inwestowania w nieruchomości komercyjne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice.
17. Mączyńska E. (2005), *Wycena przedsiębiorstw. Zasady, procedury, metody*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa.

18. Nalepka A. (2006), *Zarządzanie nieruchomościami*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków.
19. Prystupa M. (2008), *Wycena nieruchomości i przedsiębiorstw w podejściu dochodowym*, AlmaMer Wyższa Szkoła Ekonomiczna, Warszawa.
20. Rada Polityki Pieniężnej (2016), *Raport o inflacji. Marzec 2016 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
21. Trojanek M. (2012), *Istota podejścia dochodowego w wycenie nieruchomości*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu”, nr 223.
22. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (t.j.: Dz.U. 2010 nr 102 poz. 651).
23. Wielgórka D. (2009), *Zewnętrzne źródła finansowania przedsięwzięć gospodarczych*, [w:] Wielgórka D., Chudzik M. (red.), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa.
24. Zabielski M. (2011), *Wycena nieruchomości przy zastosowaniu podejścia dochodowego*, „Finansowanie Nieruchomości”, nr 1.
25. Żróbek S., Belej M. (2000), *Podejście porównawcze w szacowaniu nieruchomości*, Educaterra, Olsztyn.

PROPERTY VALUE AS A SOURCE FOR A BANK LOAN INSURANCE. THE CASE STUDY OF THE INVESTMENT IN REAL ESTATE MARKET

Abstract: This article presents the valuation of the commercial property for the purpose of securing the bank loan. The subject of the valuation is commercial shopping center. The commercial property was presented as an investment product that generates cash flows.

Keywords: income approaches, valuation, economic value of the commercial property