

Univerza
v Ljubljani
Fakulteta
*za gradbeništvo
in geodezijo*

*Jamova 2, p.p. 3422
1115 Ljubljana, Slovenija
telefon (01) 47 68 500
faks (01) 42 50 681
fgg@fgg.uni-lj.si*



**MAGISTRSKI ŠTUDIJ
GRADBENIŠTVA
KOMUNALNA SMER**

Kandidat:

MATEJ PETELIN, univ. dipl. inž. grad.

**TVEGANJE IN DONOSNOST V STANOVANJSKIH
INVESTICIJAH**

Magistrsko delo štev.: 232

**RISK AND PROFITABILITY IN RESIDENTAL
INVESTMENTS**

Master of Science Thesis No.: 232

Mentorica:
izr. prof. dr. Maruška Šubic Kovač

Predsednik in član komisije:
izr. prof. dr. Albin Rakar

Član komisije:
prof. dr. Ivo Lavrač, UL EF

Ljubljana, 18. julij 2012

IZJAVE

Podpisani Matej Petelin izjavljam, da sem avtor magistrskega dela z naslovom »Tveganje in donosnost v stanovanjskih investicijah«.

Izjavljam, da je elektronska različica v vsem enaka tiskani različici.

Izjavljam, da dovoljujem objavo elektronske različice v repozitoriju UL FGG.

Ljubljana, 18. julij 2012

Matej Petelin

BIBLIOGRAFSKO – DOKUMENTACIJSKA STRAN IN IZVLEČEK

UDK:	332.6.003.13(043.3)
Avtor:	Matej Petelin
Mentor:	izr. prof. dr. Maruška Šubic Kovač
Naslov:	Tveganje in donosnost v stanovanjskih investicijah
Obseg in oprema:	192 str., 53 sl., 22 pregl., 7 pril.
Ključne besede:	tveganje, donosnost, stanovanjske nepremičnine, stanovanjske naložbe, nepremičninski portfelj

Izveček

V magistrskem delu obravnavamo tveganje in donosnost v stanovanjskih naložbah po posameznih regijah v Sloveniji. Ugotavljanje tveganja in donosnosti v stanovanjskih naložbah je v vse bolj dinamičnem poslovnem svetu vedno bolj aktualna tema. Finančna teorija o tveganju in donosnosti je nastala v poznih 50. letih prejšnjega stoletja, za potrebe institucionalnih naložbenikov. Takrat zasnovano finančno teorijo smo nadgradili z uporabo različnih naložbenih kriterijev in osnovnih orodij za ocenjevanje tveganja in donosnosti v stanovanjskih naložbah. Ker zagovarjamo tezo, da sta donosnost in tveganje v portfelju, sestavljenem samo iz različnih tipov stanovanj, večja v osrednjeslovenski kot v ostalih regijah po državi, smo posebno pozornost posvetili lastnostim nepremičninske naložbe, donosnosti stanovanjskih naložb in dosednji stanovanjski ponudbi v Sloveniji. S pomočjo izvedene ankete med naključnimi ponudniki najemnih stanovanj smo zajeli potrebne podatke za analizo tveganja in donosnosti v stanovanjskih naložbah po posameznih regijah in podali ugotovitve o trenutni stanovanjski ponudbi v državi. Z omenjeno analizo smo ugotovili najdonosnejše stanovanjske nepremičnine ter jim skladno s predpostavljenim scenarijem določili pričakovano donosnost in kazalnike tveganja po posameznih regijah. V nadaljevanju smo naložbene možnosti v stanovanjske nepremičnine nadgradili s tvorjenjem stanovanjskih portfeljev, izmed katerih nam posamezne kombinacije nudijo optimalno razmerje med donosnostjo in tveganjem. Podatke o donosnosti in tveganju potrebujemo tako v sestavljanju nepremičninske (portfelj, sestavljen iz nepremičnin) ali mešane naložbe (portfelj, sestavljen iz nepremičnin, delnic, obveznic). Za zagotovitev visoke donosnosti nepremičninske naložbe predlagamo izbiro optimalnih nepremičninskih portfeljev. Rezultat dela je ovržena hipoteza, da sta donosnost in tveganje v portfelju, sestavljenem samo iz različnih tipov stanovanj, večja v osrednjeslovenski kot v ostalih regijah po državi, saj nam stanovanjske nepremičnine v osrednjeslovenski regiji izkazujejo negativno donosnost.

BIBLIOGRAPHIC-DOCUMENTALISTIC INFORMATION AND ABSTRACT

UDK: 332.6.003.13(043.3)
Author: Matej Petelin
Supervisor: Assoc. Prof. Maruška Šubic Kovač, Ph.D.
Title: Risk and profitability in residential investments
Scope and tools: 192 p., 53 fig., 22 tab., 7 ann.
Keywords: risk, profitability, residential real estate, residential investments, real estate portfolio

Abstract

The Master's thesis discusses risk and profitability in residential investments in different Slovenian regions. In today's modern and dynamic business world, the question how to find risk and profitability in residential investments is becoming a burning issue. The financial theory about risk and profitability was developed in the late 1950s out of institutional investors' needs. In the thesis, that theory was upgraded by using different investment criteria and elementary tools to value risk and profitability in residential investments. Special attention is paid to the characteristics of real estate investment, profitability of residential investments and previous residential offer in Slovenia, because the hypothesis is that the profitability and risk in a portfolio composed only of different residential types, is higher in central Slovenian region than in other regions. A questionnaire carried out among randomly selected landlords gave us all the necessary data for risk analysis and profitability in residential investments in different Slovenian regions and data about residential offer in Slovenia. The analysis showed which residential real estates are the most profitable. Expected profitability and risk index in several regions according to a simulation scenario was also defined. In the following chapters, upgraded investment possibilities into residential real estate through residential portfolios are presented. Some combinations offer an optimal ratio between profitability and risk. Data about risk and profitability are needed when making investments in real estate (portfolio composed of real estate) as well as mixed investments (portfolio composed of real estate, stocks and debenture shares). To assure high profitability of investment in real estate, a choice of optimal real estate portfolios is suggested. Residential real estate in central Slovenian region has negative profitability. Therefore, our hypothesis that the profitability and risk in a portfolio composed only of different residential types is higher in central Slovenian region than in other regions can be rejected.

ZAHVALA

Za pomoč in podporo pri nastajanju magistrskega dela se zahvaljujem mentorici izr. prof. dr. Maruški Šubic Kovač in dr. Zarjanu Fabjančiču.

Za nastanek magistrskega dela so bila potrebna številna odrekanja. Porabljenega je bilo mnogo časa in vloženega veliko truda. Delo posvečam vsem družinskim članom in se jim iskreno zahvaljujem za vso pomoč, potrpežljivost, trud in spodbudo pri uresničitvi zastavljenega cilja.

Matej Petelin

KAZALO VSEBINE

1	UVOD	1
1.1.	Problematika in namen magistrskega dela	1
1.2.	Cilj magistrskega dela	4
1.3.	Zasnova in metodologija dela	5
2	NALOŽBE IN NALOŽBENI PROJEKTI	9
2.1.	Opredelitev naložbe	9
2.2.	Motivi naložbenika pri naložbah v nepremičnine	12
2.2.1.	Naložbene prednosti in donosi	12
2.2.2.	Naložbene slabosti in tveganja	13
2.2.3.	Naložbe v nepremičnine, ki prinašajo donos	14
2.3.	Ocenjevanje donosnosti na podlagi naložbenih kriterijev	16
2.3.1.	Ocene denarnega toka	16
2.3.2.	Statične metode	18
2.3.3.	Dinamične metode	20
2.3.4.	Razvrščanje projektov	25
2.4.	Ocenjevanje naložbenega tveganja	26
2.4.1.	Definicija tveganja	26
2.4.2.	Vrste tveganja pri naložbah v nepremičnine	28
2.4.3.	Modeli in merjenje tveganja	29
2.4.4.	Osnovna orodja za ocenjevanje naložbenega tveganja	31
2.4.5.	Pričakovani donos in tveganje tržnega portfelja ter učinek razpršitve	34
2.5.	Financiranje nepremičninske naložbe	39
2.5.1.	Lastniški kapital	40
2.5.2.	Dolžniški kapital	41

2.5.3. Kvazi-lastniški kapital	44
2.5.4. Rezervni kapital	44
2.6. Davčne obremenitve nepremičninskega naložbenika	44
2.6.1. Davki pri prodaji nepremičnine	45
2.6.2. Davki ob nakupu nepremičnine	46
2.6.3. Davki pri oddajanju nepremičnine	47
2.6.4. Davek na dediščine in darila	47
2.6.5. Davek od premoženja	48
2.6.6. Nadomestilo za uporabo stavbnega zemljišča	49
3 DOSEDANJE ANALIZE NEPREMIČNINSKEGA TRGA	50
3.1. Opredelitev nepremičnine	50
3.1.1. Pojem nepremičnine	50
3.1.2. Osnovne lastnosti nepremičnine	51
3.1.3. Vrste nepremičnin	52
3.1.4. Pojem vrednost nepremičnine	53
3.2. Opredelitev trga nepremičnin	55
3.2.1. Trg in funkcije trga nepremičnin	55
3.2.2. Značilnosti trga nepremičnin	57
3.2.3. Vrste trgov nepremičnin	59
3.3. Trg nepremičnin v Sloveniji	59
3.3.1. Razvoj slovenskega nepremičninskega trga	59
3.3.2. Dejavniki, ki vplivajo na slovenski nepremičninski trg	60
3.3.3. Stanje slovenskega nepremičninskega trga	64
3.4. Nepremičnina kot del (nepremičninskega) premoženja	68
3.4.1. Nepremičninsko premoženje	68
3.4.2. Nepremičninski investicijski skladi	70
3.5. Nepremičnina kot del mešanega premoženja	72

4	DOSEDANJA STANOVANJSKA PONUDBA V DRŽAVI	76
4.1.	Stanovanjska politika v Sloveniji	76
4.1.1.	Glavne značilnosti	76
4.1.2.	Pomembni dokumenti stanovanjske politike v Sloveniji	77
4.2.	Donosnost stanovanjskih naložb v Sloveniji	85
4.2.1.	Donosnost naložbe	85
4.2.2.	Pregled gibanja cen stanovanj na stanovanjskem trgu	87
4.2.3.	Pregled gibanja najemnin na stanovanjskem trgu	93
4.3.	Vzroki za naložbe v stanovanjske nepremičnine	96
4.3.1.	Vrste stanovanjskih naložbenikov	96
4.3.2.	Naložbeni motivi v stanovanjskih naložbah	98
4.4.	Število zgrajenih stanovanj in napovedovanje povpraševanja po stanovanjih	100
4.4.1.	Število zgrajenih stanovanj	100
4.4.2.	Napovedovanje povpraševanja po stanovanjskih nepremičninah	104
4.5.	Gradnja in prodaja stanovanj oziroma povečevanje ponudbe stanovanj na trgu	111
4.5.1.	Nepremičnine za tržno gradnjo	111
4.5.2.	Povečevanje ponudbe tržnih stanovanj	113
4.5.3.	Pričakovanja na nepremičninskem trgu v prihodnjih letih	115
4.6.	Anketa ponudnikov stanovanj	117
4.6.1.	Splošno	117
4.6.2.	Motivacija, namen, vsebina in izvedba ankete	117
4.6.3.	Rezultati ankete	120
4.6.4.	Najpomembnejše ugotovitve prvega dela ankete	129
5	TVEGANJE IN DONOSNOST V STANOVANJSKIH NEPREMIČNINAH	131
5.1.	Odnos med tveganjem in donosnostjo	131
5.1.1.	Rezultati drugega dela ankete	131

5.1.2. Analiza naložbe v stanovanjsko nepremičnino	139
5.2. Metoda scenarijev	152
5.2.1. Teoretični okvir	152
5.2.2. Uporaba metode scenarijev v analizi donosnosti stanovanjskih nepremičnin	153
5.3. Merjenje tveganja	158
5.3.1. Pričakovana donosnost stanovanjskih nepremičnin	158
5.3.2. Varianca, standardni odklon, kovarianca in korelacija stanovanjskih nepremičnin	161
5.3.3. Matrika $\beta_{i,j}$	166
5.4. Diverzifikacija portfelja	167
5.4.1. Diverzifikacija portfelja	167
5.4.2. Optimalni portfelji	168
5.5. Oblikovanje naložbenega portfelja	170
5.5.1. Oblikovanje naložbenega portfelja s pomočjo dinamičnih kriterijev donosnosti	170
5.5.2. Oblikovanje portfelja s pomočjo analize pričakovane donosnosti in tveganja	173
5.6. Izbira optimalnega portfelja	177
6 ZAKLJUČEK	182
7 POVZETEK	187
8 SUMMARY	190
VIRI IN LITERATURA	193

KAZALO SLIK

Slika 1: Tveganje in donosnost različnih naložbenih alternativ	12
Slika 2: Shema denarnih tokov pri nepremičninskih naložbah	15
Slika 3: Tveganje premoženja	35
Slika 4: Vrednost kot medsebojni vpliv štirih dejavnikov	54
Slika 5: Primerjava med trgom popolne konkurence in trgom nepremičnin	56
Slika 6: Nepremičninski cikel	58
Slika 7: Gibanje povprečne oglaševane cene stanovanj in povprečne neto plače v MO Ljubljana	63
Slika 8: Število in površine novozgrajenih stavb v izdanih gradbenih dovoljenjih 2005–2010	64
Slika 9: Število novogradenj in evidentiranih kupoprodaj stanovanj 2007–2009	65
Slika 10: Gibanje števila evidentiranih kupoprodaj stanovanjskih nepremičnin v Ljubljani, Mariboru in Celju	66
Slika 11: Število evidentiranih prodaj nepremičnin	67
Slika 12: Naložbeni produkti na nepremičninskem trgu	69
Slika 13: Življenski cikel nepremičninskega sklada	72
Slika 14: Odnos med tveganjem in donosom učinkovitega naložbenega portfelja	73
Slika 15: Optimalna struktura portfelja	74
Slika 16: Obseg gradnje po vrsti naložbenikov med leti 1975 in 2000	78
Slika 17: Struktura izdatkov v % BDP za okoljsko in prostorsko politiko	84
Slika 18: Povprečna letna donosnost stanovanjskih nepremičnin na Evro območju med leti 1999–2007, razen Cipra (2003–07), Luksemburga (1999–06), Slovenije (2005–07) in Finske (2001–07).	87
Slika 19: Četrletni verižni indeksi povprečnih cen nepremičnin, leto 2010	89
Slika 20: Povprečne cene rabljenih stanovanj (v €/m ²) in število upoštevanih prodaj po cenovnih območjih za drugo polovico leta 2010	89
Slika 21: Povprečne polletne cene rabljenih stanovanj v večjih slovenskih mestih	90
Slika 22: Povprečne cene pisarniških prostorov (v €/m ²) in število upoštevanih prodaj po cenovnih območjih za drugo polovico leta 2010	91
Slika 23: Povprečne cene lokalov (v €/m ²) in število upoštevanih prodaj po cenovnih območjih za drugo polovico leta 2010	92
Slika 24: Gibanje povprečnih oglaševanih najemnin stanovanj v Ljubljani v € v obdobju junij 1995–december 2010	94
Slika 25: Gibanje povprečnih oglaševanih najemnin poslovnih prostorov v Ljubljani v €/m ² , junij 1995–december 2010	96
Slika 26: Bruto domači proizvod v valuti USD	101
Slika 27: Dokončana stanovanja na 1000 prebivalcev po občinah Slovenije, 2009	104
Slika 28: Kazalnik zaupanja v gradbeništvo za obdobje marec 2002–marec 2011	107

Slika 29: Kazalnik gospodarske klime za obdobje januar 2000–marec 2011	107
Slika 30: Pričakovane cene nepremičnin v obdobju marec 2002–marec 2011	108
Slika 31: Obseg gradbenih del v obdobju marec 2002–marec 2011	108
Slika 32: Gibanje obiska spletne strani www.Nepremicnine.net	110
Slika 33: Število izdanih gradbenih dovoljenj fizičnim osebam	114
Slika 34: Število izdanih gradbenih dovoljenj pravnim osebam	115
Slika 35: Prispevki posameznih komponent k potencialni rasti BDP	116
Slika 36: Starostna struktura ponudnikov nepremičnin	120
Slika 37: Povpraševanje po najemnih nepremičninah v januarju 2011	121
Slika 38: Čas ukvarjanja z nepremičniskimi naložbami	121
Slika 39: Vzroki za nepremičninske naložbe	122
Slika 40: Sodelovanje s finančnimi institucijami	123
Slika 41: Povprečno število ogledov nepremičnine	124
Slika 42: Struktura najemnejalcev stanovanjskih in poslovnih nepremičnin	127
Slika 43: Najdonosnejše slovenske regije za nakup in oddajo v najem	128
Slika 44: Deleži nepremičnin za oddajo v najem	131
Slika 45: Deleži nepremičnin po regijah	132
Slika 46: Najemnine po posameznih slovenskih regijah [$\text{€}/\text{m}^2$]	134
Slika 47: Stroški nepremičnin v [$\text{€}/\text{m}^2$]	135
Slika 48: Starost najemnih nepremičnin	137
Slika 49: Nezasedenost profitnih nepremičnin	138
Slika 50: Grafična primerjava tveganja stanovanjskih nepremičnin	163
Slika 51: Tvorjenje optimalnih portfeljev	169
Slika 52: Tvorjenje portfeljev s pomočjo analize pričakovane donosnosti in tveganja	177
Slika 53: Optimalni portfelji in meja učinkovitosti	180

KAZALO PREGLEDNIC

Preglednica 1: Razlogi za naložbe v stanovanjske nepremičnine v raziskavi o naložbah v najemne stanovanjske nepremičnine	99
Preglednica 2: Tip naložbene stanovanjske nepremičnine	100
Preglednica 3: Dokončana stanovanja, Slovenija, 2005–2009	102
Preglednica 4: Stanovanjski sklad na dan 31. 12. 2009	103
Preglednica 5: Odločitveni dejavniki pri oddaji in prodaji nepremičnine	125
Preglednica 6: Tveganost nepremičninske naložbe	125
Preglednica 7 Prednosti in koristi, ki jih naložbe v nepremičnine nudijo	127
Preglednica 8: Analiza naložbe v nepremičnino	144
Preglednica 9: Gibanje povprečnih najemnin v Ljubljani	145
Preglednica 10: Razvrstitev stanovanjskih nepremičnin na osnovi realnega indeksa donosnosti za 6-letno obdobje z diskontno stopnjo 6 % in 8 % po regijah	146
Preglednica 11: Razvrstitev stanovanjskih nepremičnin na osnovi realnega indeksa donosnosti za 18-letno obdobje z diskontno stopnjo 6 % in 8 % po regijah	148
Preglednica 12: Razvrstitev nepremičnin na osnovi realnega indeksa donosnosti za 6-letno obdobje z diskontno stopnjo 6% po regijah	149
Preglednica 13: Razvrstitev donosnih nepremičnin na osnovi realnega indeksa donosnosti za 18-letno obdobje z diskontno stopnjo 8 % po regijah	151
Preglednica 14: Razvrstitev stanovanjskih nepremičnin na osnovi pričakovanega indeksa donosnosti za 6-letno obdobje z diskontno stopnjo 6 % in 8 % po regijah	156
Preglednica 15: Razvrstitev stanovanjskih nepremičnin na osnovi pričakovanega indeksa donosnosti za 18-letno obdobje z diskontno stopnjo 6 % in 8 % po regijah	157
Preglednica 16: Pričakovana donosnost za prvih pet nepremičnin, obdobje 6 let	160
Preglednica 17: Pričakovana donosnost za prvih pet nepremičnin, obdobje 18 let	161
Preglednica 18: Standardni odklon pričakovane donosnosti prvih petih nepremičnin	162
Preglednica 19: Primerjava pričakovane donosnosti nepremičnin in skladov	163
Preglednica 20: Oblikovanje naložbenega portfelja s pomočjo dinamičnih kriterijev	172
Preglednica 21: Oblikovanje portfelja s pomočjo analize pričakovane donosnosti in tveganja	175
Preglednica 22: Optimalni portfelji stanovanjskih nepremičnin	179

SEZNAM PRILOG

- Priloga A: Preglednica rezultatov drugega dela ankete
- Priloga B: Podatki o vrednostih, najemninah, stroških, starosti in nezasedenosti stanovanjskih in poslovnih nepremičnin
- Priloga C: Povprečna letna rast vrednosti stanovanj
- Priloga D: Gibanje oglaševanih letnih vrednosti stanovanjskih nepremičnin v obdobju 2005–2010 v %
- Priloga E: Gibanje oglaševanih cen poslovnih prostorov v Ljubljani v obdobju 2005–2010 v %
- Priloga F: Izračun NPV, IRR, MIRR in PI za stanovanjske in poslovne nepremičnine po posameznih slovenskih regijah
- Priloga G: Anketni vprašalnik

LIST OF FIGURES

Figure 1: Risk and profitability of different investment alternatives	12
Figure 2: Scheme of cash flows by real estate investments	15
Figure 3: Risk of property	35
Figure 4: Value as a reciprocal influence of four facts	54
Figure 5: Comparison between full competition market and real estate market	56
Figure 6: Real estate cycle	58
Figure 7: Movement of average advertised price of residential real estate and average net salary in Ljubljana municipality	63
Figure 8: The number and area of new built buildings in issued buildings permits 2005–2010	64
Figure 9: Number of new buildings and controlled residential real estate deed of sales from 2007–2009	65
Figure 10: Movement of controlled apartment deed of sale in Ljubljana, Maribor and Celje	66
Figure 11: Number of controlled real estate sales	67
Figure 12: Investment products on real estate market	69
Figure 13: Life cycle of real estate fund	72
Figure 14: Relation between risk and yield of effective investment portfolio	73
Figure 15: Optimal structure of portfolio	74
Figure 16: Extent of construction regarding investors from 1975 to 2000	78
Figure 17: Structure of expenses in % GDP for environmental and areal politics	84
Figure 18: Average annual yields of residential real estate in Euro region from 1999 to 2007, with the exception of Cyprus (from 2003 to 2007), Luxemburg (from 1999 to 2006), Slovenia (from 2005 to 2007) and Finland (from 2001 to 2007)	87
Figure 19: Quarterly chain-indexes of average real estate prices, year 2010	89
Figure 20: Average prices of used apartments (in €/m ²) and number of considered sales regarding prices in second half of year 2010	89
Figure 21: Average half-year prices of used apartments in larger Slovenian cities	90
Figure 22: Average prices of offices (in €/m ²) and number of considered sales regarding prices in second half of year 2010	91
Figure 23: Average prices of bars (in €/m ²) and number of considered sales regarding prices in second half of year 2010	92
Figure 24: Movement of average advertised apartment rents in Ljubljana from June 1995 to December 2010	94
Figure 25: Movement of average advertised office rents in Ljubljana (€/m ²) from June 1995 to December 2010	96
Figure 26: GDP in USD currency	101
Figure 27: Completed apartments per 1000 residents in Slovenian communes, 2009	104

Figure 28: Index of trust in civil engineering from March 2002 to March 2011	107
Figure 29: Index of economic climate from January 2000 to March 2011	107
Figure 30: Price expectations of real estate from March 2002 to March 2011	108
Figure 31: Assessment of building activity from March 2002 to March 2011	108
Figure 32: Movement of visiting the website www.Nepremicnine.net	110
Figure 33: Number of issued building permits for natural person	114
Figure 34: Number of issued building permits for legal person	115
Figure 35: Subscription of components to potential growth of GDP	116
Figure 36: Age structure of real estate owner	120
Figure 37: Request for real estate in January 2011	121
Figure 38: Time of being occupied with real estate investments	121
Figure 39: Reasons for real estate investments	122
Figure 40: Collaboration with financial institutions	123
Figure 41: Average number of real estate visits	124
Figure 42: Structure of lessee in apartments and offices	127
Figure 43: The most profitable Slovenian regions regarding buying and leasing	128
Figure 44: Shares of real estate for leasing	131
Figure 45: Shares of real estate regarding regions	132
Figure 46: Rents in several Slovenian regions (€/m²)	134
Figure 47: Expenses of real estate (€/m²)	135
Figure 48: Age of real estate to lease	137
Figure 49: Unoccupied profitable real estate	138
Figure 50: Graphic comparison of risk in residential real estate	163
Figure 51: Creating optimal portfolios	169
Figure 52: Creating optimal portfolios	177
Figure 53: Optimal portfolios and edge of efficiency	180

LIST OF TABLES

Table 1: Reasons for investing in residential real estate on the basis of research about investments in lease apartments	99
Table 2: Type of residential real estate investment	100
Table 3: Completed apartments in Slovenia from 2005 to 2009	102
Table 4: Residential fund on 31st December 2009	103
Table 5: Essential factors at lease and sale of real estate	125
Table 6: Risk of real estate investment	125
Table 7: Benefits of real estate investment	127
Table 8: Analysis of real estate investment	144
Table 9: Movement of average rents in Ljubljana	145
Table 10: Classification of residential real estate on the basis of real profitability index for 6 years with 6 and 8 per cent discount rate in different regions	146
Table 11: Classification of residential real estate on the basis of real profitability index for 18 years with 6 and 8 per cent discount rate in different regions	148
Table 12: Classification of residential real estate on the basis of real profitability index for 6 years with 6 per cent discount rate in different regions	149
Table 13: Classification of profitable real estate on the basis of real profitability index for 18 years with 8 per cent discount rate in different regions	151
Table 14: Classification of residential real estate on the basis of expected profitability index for 6 years with 6 and 8 per cent discount rate in different regions	156
Table 15: Classification of residential real estate on the basis of expected profitability index for 18 years with 6 and 8 discount rate in different regions	157
Table 16: Expected profitability of the first five real estate, period 6 years	160
Table 17: Expected profitability of the first five real estate, period 18 years	161
Table 18: Standard deviation of the first five real estate	162
Table 19: Comparison between real estate and funds regarding expected profitability	163
Table 20: Forming an investment portfolio with help of dynamic methods	172
Table 21: Forming a portfolio with help of analysis about expected profitability and risk	175
Table 22: Optimal portfolios of residential real estate	179

LIST OF ANNEXES

- Annex A: Table results of second part poll
- Annex B: Data about values, rents, costs, age and unoccupiedness of residential and businesslike real property
- Annex C: Average annual value growth of apartments
- Annex D: Annual advertised values movement of apartments in period 2005–2010 in %
- Annex E: Annual advertised values movement of businesslike real property in Ljubljana in period 2005–2010 in %
- Annex F: Calculation of NPV, IRR, MIRR and PI for apartments and businesslike real property on several Slovenian regions
- Annex G: Poll questionnaire

KRATICE

β	merilo sistematičnega tveganja
AAR	računovodska stopnja donosa
BDP	bruto domači proizvod
BDP	bruto družbeni produkt
CC	enotna klasifikacija objektov po vrstah
CF	prihodki v nekem času t
CIF	denarni prihodki
COF	stroški naložbe
CoV	kovarianca
DCF	diskontirani denarni tok
DDV	davek na dodano vrednost
EAA	ekvivalentni letni donos
GURS	Geodetska uprava Republike Slovenije
GZS	Gospodarska zbornica Slovenije
IRR	notranja stopnja donosa
MIRR	popravljen notranja stopnja donosa
MPT	moderna portfeljska analiza
MSN	mednarodni standardni ocenjevanja vrednosti nepremičnin
NOPAT	vsota dobička iz poslovanja po obdavčenju
NPV	neto sedanja vrednost
NSP	nacionalni stanovanjski program
NUSZ	nadomestilo za uporabo stavbnega zemljišča
PI	indeks donosnosti
PKM	pariteta kupne moči
PMT	pričakovani neto denarni tok pred obdavčenjem
PP	doba povračila naložbe
PVCF	sedanja vrednost denarnih prihodkov
PV_{costs}	začetni naložbeni stroški, diskontirani s stroški kapitala
REIT	ameriški nepremičninski sklad

SKM	standard kupne moči
SURS	Statistični urad Republike Slovenje
SZ	stanovanjski zakon
TV	prihodnji neto prohodki, diskontirani na zadnje leto
UMAR	Urad RS za makroekonomske analize in razvoj
VaR	tvegana vrednost
W	tržna vrednost naložbe
WACC	tehtano povprečje stroškov posameznih vrst kapitala, diskontna stopnja
ZDA	Združene države Amerike

1 Uvod

1.1. Problematika in namen magistrskega dela

Ljudje smo v veliki večini nagnjeni k različnim načinom varčevanja. Eden izmed načinov varčevanja je investiranje oz. naložbenje. Spletni finančni slovar Konto-Invest (2011) slovensko besedo naložbenje enači s tujko investiranje (ang. *to invest*), osebo, ki dejanje izvaja, opredeljuje kot naložbenik (ang. *investor*), rezultat oz. posledico tega dejanja pa kot naložbo (ang. *investment*). Ker je beseda investicija prevzeta iz angleščine, bomo namesto nje v celotnem magistrskem delu uporabljali slovensko ustreznico naložba. Namesto ostalih dveh zgoraj naštetih besed, ki prav tako izvirata iz angleščine, pa bomo uporabljali besedi naložbenje in naložbenik. Vse te besede se od sorodnih besed vlaganje (ang. *to deposit*), vlagatelj (ang. *depositor*), vložek (ang. *deposit*) ločijo le v tem, da se slednje uporabljajo bolj v borznem svetu v povezavi z različnimi oblikami vlaganja z vrednostnimi papirji in drugimi borznimi instrumenti (Štamulak, 2011).

Naložbenje je vlaganje v sredstva z namenom, da bi zagotovili pozitivni denarni tok v prihodnosti (Levy, Sarnat, 1982). Po raziskavah, ki jih je izvedla organizacija Gfk d. o. o. (2007), je v Sloveniji približno dve tretjini državljanov, ki se odločijo za varčevanje na banki. V večini primerov gre za poročene osebe z višjim ali nadpovprečno visokim dohodkom gospodinjstva. Tak način varčevanja ne prinaša visokih donosov, ne predstavlja tveganja, ampak predstavlja eno najbolj varnih naložb. Približno tretjina državljanov se odloči za sklenitev življenjskega zavarovanja. Raziskava je pokazala, da se za to obliko odločajo ljudje v starosti nad 30 let. Pogosta načina varčevanja sta tudi nakup stanovanja ali hiše ter naložbe v investicijske in vzajemne sklade. Taka oblika naložbe je najbolj zanimiva moškim, starim od 30 do 49 let z visoko stopnjo izobrazbe.

Naložba je najbolj splošno opredeljena kot izdatek, katerega namen je povečevanje prihodnjega dobička, in vedno pomeni žrtvovanje porabe sredstev danes za porabo v prihodnosti (Turk, Kavčič, Kokotec-Novak, 2003). Ne glede na dejstvo, da ima vsak naložbenik različne interese, okuse in preference, je za vse značilna želja po maksimiziranju njihovega bogastva.

Osnovni in zelo posplošeni razlog naložbenja v nepremičnine leži v dejstvu, da je ljudi vedno več, velikost zemeljske površine pa ostaja enaka. Slovenski Stvarnopravni zakonik (Uradni list RS, 87/2002) nepremičnine opredeljuje kot prostorsko odmerjen del zemeljske površine, skupaj z vsemi sestavinami. Sestavina nepremičnine je vse, kar je po namenu trajno spojeno. Vse druge stvari so premične. Pri naložbenju v nepremičnine si je potrebno zastaviti kar nekaj vprašanj. Naložbeniki morajo vedeti, zakaj nepremičnino uvrščajo v svoj portfelj, kje in za kakšno ceno s kakšnim namenom so pripravljene naložiti svoje prihranke? Ali kot bivalno enoto zase ali družino, ali kot čisto naložbo? Vedeti morajo, kaj jim nepremičnina predstavlja in kolikšna bo njena letna donosnost (bralca na tem mestu posebej opozarjamo na ustrezno rabo besed donos in donosnost, oba termina sta podrobno razložena v poglavju 4.2). Slednji je lahko le večanje tržne vrednosti nepremičnine ali prihodek v obliki najemnine. Pri tem ima odločilno vlogo čas, obdobje, v katerem nepremičnino kupujejo ali prodajajo po določeni ceni. Raziskava Shillerja in Casea (1988) razkriva med ljudmi zelo razširjeno mnenje, da je v neugodnih razmerah na trgu stanovanjskih nepremičnin naložbo najbolje držati toliko časa, dokler zanjo ne dobiš ustrezne cene.

Temeljni cilj naložbene politike je doseči optimalno razmerje med tveganjem in donosom z razporeditvijo premoženja med ustrezne vrste naložb (Davis, 2002). Pogoj za dosego optimalnega razmerja je sposobnost naložbenikov, da dosežejo mejo učinkovitosti, kjer ni več mogoče povečevati donosa premoženja brez povečevanja stopnje tveganja ali zmanjševati stopnje tveganja brez zniževanja donosa.

Po definiciji je tveganje verjetnost, da bo realizacija dogodka odstopila od pričakovane, najbolj verjetne vrednosti (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005). Matematično lahko tveganje izračunamo z verjetnostno porazdelitvijo. V večini primerov je ta kar normalna, kjer lahko celotno odklanjanje dogajanja od pričakovane vrednosti opišemo z dvema parametroma – pričakovano vrednostjo in standardnim odklonom. Teoretiki opredeljujejo pojem tveganje kot porazdelitev negotovih bodočih rezultatov. Bitz poudarja, da tveganje ni le posledica porazdelitve negotovih dogodkov v prihodnosti, temveč je posledica nepopolnih ali nekakovostnih informacij (Bitz, 2000).

Pri vsaki naložbi je prisotno tveganje. Tudi pri vezanem depozitu v banki lahko izgublamo, če je njegova obrestna mera nižja od stopnje inflacije. Vrste tveganj, ki se pojavljajo v zvezi z nepremičninskimi naložbami, lahko razdelimo na poslovno tveganje, finančno tveganje, likvidnostno tveganje, tveganje inflacije, tveganje upravljanja, tveganje spremembe obrestne mere, tveganje sprememb zakonodaje ter tveganje okolja (Cirman et al., 2000). Obstoje opisanih tveganj povečuje zahtevano stopnjo donosa, ki jo mora naložbenik realizirati z naložbo v nepremičnino. Tako se zahtevana stopnja donosa določi kot seštevek stopnje donosa za netvegano naložbo ter ustrezne premije za tveganje.

Nepremičnine so pomemben dejavnik pri optimizaciji portfelja. Z njihovim vključevanjem zmanjšujemo tveganje ter povečamo razpršenost in donose celotnega portfelja. Portfeljsko tveganje, ki ga razdelimo na sistematično in nesistematično, lahko določimo s pomočjo kvantitativnih modelov, ki ne temeljijo na verjetnostnih porazdelitvah. Najbolj znani predstavniki te skupine modelov so testi ekstremnih okoliščin, analiza občutljivosti in analiza scenarijev. Slednja je uporabljena v večini primerov. Gre za predstavo o dogodkih, ki se potencialno lahko realizirajo. Primerna izbira scenarijev vključuje verjetno odstopanje od trenutnega stanja, s čimer pridobimo primerne kazalnike za primerjavo tveganj posameznih naložb v portfelju. Kazalniki tveganja za primerjavo so varianca, standardni odklon, kovarianca, korelacija in koeficient β . Omenjeni kazalniki nam dajejo informacijo o višini tržnega tveganja. Podrobna razlaga kazalnikov tveganja bo v poglavju 2.4.4 in 2.4.5. S pomočjo omenjenih kazalnikov lahko tvorim poljubne portfelje, v katerih definiram poljubne naložbe. Izmed vseh lahko sestavim najboljše možne – optimalne, za katere velja, da je razmerje med donosnostjo in tveganjem za naložbenika najugodnejše.

V Sloveniji so v letu 2007 nepremičnine ponekod dosegale visoke cene. Cene novih stanovanj na Obali so dosegle ceno 5000 €/m², v Ljubljani od 4000 €/m² do 5500 €/m². Stanovanj pod 100.000 € praktično ni bilo več ([URL:http://www.revijakapital.com](http://www.revijakapital.com), 2007). Na področju Ljubljane sta nastali Villa Urbana in Villa Grad. V Mariboru je bil konec meseca marca 2010 predan objekt na Lackovi cesti v Radvanju. V sklepnih fazah je stanovanjski objekt ob Dravi na Lentu. Konec leta 2010 so bile vseljive številne novozgrajene soseske širom po državi.

Namen magistrskega dela je preizkusiti domnevo, da sta donosnost in tveganje v portfelju, sestavljenem samo iz različnih tipov stanovanj, večja v osrednjeslovenski kot v ostalih regijah po državi. Navedeno tezo bomo podkrepili z rezultati ankete med naključno izbranimi ponudniki stanovanj v državi.

1.2. Cilj magistrskega dela

Jasno opredeljeni cilj naložbe je temeljni pogoj za njeno uspešnost (Herbert B. Mayo, 2006). Opredelitev ciljev naložbe je prvi korak k obvladovanju tveganja. Naložbeniku omogoča prepoznavo dejavnikov tveganja in sprejem potrebnih ukrepov za njihovo zmanjševanje.

Obvladovanje tveganja postaja sestavina vseh podjetniških funkcij in procesov (Berek, Peterlin, Ribarič, 2005). Naložbeniki vključujejo obvladovanje tveganja v svoje poslovne strategije, poslovanje, finančno upravljanje in odnose z različnimi interesnimi skupinami potencialnih kupcev.

Cilji magistrskega dela so:

- na osnovi predstavljene problematike proučiti ustrezno tujo in domačo znanstveno in strokovno literaturo ter razširiti in poglobiti znanje o tveganju, donosu, donosnosti, naložbah in nepremičninah;
- s pomočjo metode analize scenarijev določiti kazalnike tveganja portfeljev za primerjavo med različnimi slovenskimi regijami;
- na podlagi analize oblikovati optimalne portfelje stanovanj po posameznih slovenskih regijah.

Vsak naložbenik tehta med donosnostjo in tveganjem, zato je posredni cilj magistrskega dela predstaviti pomen naložbenih možnosti v stanovanjske nepremičnine, ki lahko z učinkovitim načinom naložbenja postanejo dobičkonosna dejavnost.

1.3. Zasnova in metodologija dela

Magistrsko delo je nastalo po metodologiji, ki se načeloma uporablja v analizi naložb v stanovanjske nepremičnine. Ugotavljanje tveganja in donosnosti v omenjenih naložbah je v vse bolj dinamičnem poslovnem svetu vedno bolj aktualna tema. Številni raziskovalci ugotavljajo, da nepremičnine predstavljajo obliko dolgoročne naložbe s številnimi tveganji in slabo likvidnostjo. Vse poslovne odločitve imajo svoje finančne posledice in ker so le-te tvegane, se vse vrste tveganj posredno zrcalijo v zmanjšanju donosnosti.

Zelo na splošno lahko poglavitne faze nepremičninskih naložb razdelimo na finančno-analitično, načrtovalno in izvedbeno fazo. Posameznih faze se med seboj močno prepletajo, med njimi ne moremo potegniti stroge ločnice.

Ker fazi načrtovanja in izvedbe bolj posegata na področje arhitekture in gradbeništva in bi s podrobno obdelavo le-teh presegli zastavljene cilje dela, smo se v delu bolj posvetili finančno-analitični fazi in v tej poskusili, s pomočjo metode deskripcije, kompilacije, analize, ankete in uporabe statističnih metod, podati odgovor o tveganju in donosnostih v stanovanjskih naložbah po posameznih regijah v Sloveniji. Za teoretične opredelitve posameznih poglavij, ki jih obravnavamo, smo najprej preučili tujo in domačo strokovno literaturo ter ostale vire. Uporabili smo znanje, ki smo ga pridobili z dodiplomskim študijem gradbeništva, podiplomskem študijem gradbeništva na komunalni smeri in lastnimi delovnimi izkušnjami, ki smo jih pridobili na področju izdelave projektne dokumentacije za gradnjo objektov za trg.

V uvodnem poglavju predstavljamo problematiko stanovanjskih naložb, ki za posameznike lahko predstavljajo pomembno obliko naložbe, cilje magistrskega dela ter uporabljene metode dela.

V drugem poglavju s pomočjo metode deskripcije definiramo osnovne pojme in z njimi povezane zveze, kot so naložba in nepremičnine. Podrobno predstavimo osnovne kriterije, donosnosti in tveganja, na podlagi katerih se vrši ocenjevanje naložb. Z metodo kompilacije predstavimo glavne motive naložbenika pri naložbah v nepremičnine, osnovne kriterije, na podlagi katerih primerjamo posamezne naložbe, načine financiranja in davčne obremenitve pri nepremičninskih naložbah.

V tretjem in deloma v četrtem poglavju analiziramo dosedanji trg nepremičnin ter stanovanjsko ponudbo v Sloveniji. Poznavalci poudarjajo cikličnost nepremičninskega trga, ki se kaže v štirih fazah: oživljanje, rast, presežna ponudba in upad. Pri analizi trga poskušamo odgovoriti na vprašanje, kaj se je dogajalo na slovenskem nepremičninskem trgu v letu 2011, kakšno je bilo dosedanje stanovanjsko povpraševanje in ponudba po posameznih regijah ter skozi katere faze je prešel slovenski nepremičninski trg. Nekaj podatkov – rezultatov tako opravljene analize kasneje uporabimo v modelu, na osnovi katerega izračunamo donosnost in tveganje po posameznih regijah v Sloveniji. Potrebno se je zavedati, da je podrobna analiza nepremičninskega trga izjemnega pomena, saj se v najslabšem primeru lahko izkaže, da imajo napačno analizirani podatki za posledico lahko slabe rezultate v nadaljnjem izračunu in s tem hkrati nerealne ocene donosnosti in tveganja v stanovanjskih naložbah.

V sklopu magistrskega dela opravimo anketo med ponudniki stanovanjskih nepremičnin, ki svoje nepremičnine oglašujejo za oddajo v najem na nepremičninskih portalih. Anketo razdelimo vsebinsko na dva dela ter z njo anketiramo ponudnike garsonjer, enosobnih, dvosobnih, trisobnih, štirisobnih stanovanj, gostinskih, trgovskih lokalov in pisarn. S prvim delom poskusimo ugotoviti starostno strukturo, čas ukvarjanja ponudnikov z nepremičninskimi naložbami, povpraševanje po najemnih nepremičninah, vzroke za nepremičninske naložbe, sodelovanje s finančnimi institucijami, povprečno število ogledov nepremičnine, glavne odločitvene dejavnike pri oddaji in prodaji nepremičnine, tveganost nepremičninske naložbe, prednosti in koristi, ki jih nepremičnine nudijo, strukturo najemnejalcev in najdonosnejše slovenske regije za nakup in oddajo v najem. S pomočjo uporabe statističnih metod podatke obdelamo in predstavimo trenutno stanje, ki vlada na nepremičninskem trgu. Drugi del ankete zasnujemo z namenom pridobitve podatkov, ki nam bi lahko služili pri izračunu tveganja in donosnosti v nepremičninskih naložbah po posameznih slovenskih regijah. Ključne podatke o deležih nepremičnin za oddajo v najem, najemninah, stroških, starosti in nezasedenosti nepremičnin ponudnikov dobimo, ko s statistično metodo povprečimo odgovore za posamezne tipe nepremičnin po posameznih regijah in na tak način dobimo povprečne vrednosti, ki nam kasneje služijo kot vhodni podatki v analizi naložbe v nepremičnino.

V petem poglavju predstavimo model, na osnovi katerega opravimo analizo donosnosti za posamezno nepremičnino za 6-letno in 18-letno proučevano obdobje ter za 6%-no in 8%-no diskontno stopnjo. Model v svojem izračunu upošteva začetno nakupno ceno nepremičnine, mesečno najemnino, povprečni odstotek nezasedenosti, stroške zavarovanja, popravil in upravljanja, njihovo letno rast, dohodninsko stopnjo, davek na promet z nepremičninami in kapitalski dobiček, zneske najetega posojila, povprečno letno rast vrednosti stanovanja ter provizijo agencije ob prodaji nepremičnine. Neto denarne tokove iz poslovanja pred obdavčenjem na letni ravni določimo tako, da od potencialnega bruto prihodka od najemnin odštejemo izgube zaradi nezasedenosti stanovanja, stroške zavarovanja, upravljanja, popravil in stroške morebitnega najema kredita. Neto denarne tokove po obdavčenju na letni ravni pa določimo tako, da od neto denarnih tokov iz poslovanja pred obdavčenjem upoštevamo bruto denarni znesek od prodaje nepremičnine, dohodnino, prodajne stroške, davek na kapitalski dobiček in davek na promet z nepremičninami. Število let, za katere ugotavljamo omenjene vrednosti, predpostavimo 6-letno in 16-letno lastništvo nad nepremičnino. Na osnovi definirane diskontne stopnje in tako izračunanih denarnih tokov izračunamo povprečni indeks donosnosti, povprečno neto sedanjo vrednost, povprečno notranjo stopnjo donosa in povprečno popravljenoto notranjo stopnjo donosa po posameznih slovenskih regijah. Zaradi preobsežne analize in pomanjkanja podatkov o pretekli povprečni letni rasti cen za gostinske, trgovske lokale in pisarne po posameznih slovenskih regijah v nadaljnjo analizo vključimo le stanovanjske nepremičnine. S pomočjo statistične metode scenarijev izračunamo povprečni pričakovani indeks donosnosti, povprečno pričakovano neto sedanjo vrednost, povprečno pričakovano notranjo stopnjo donosa, povprečno pričakovano popravljenoto notranjo stopnjo donosa, standardni odklon in koeficient β za stanovanjske nepremičnine po posameznih regijah. Slednji je mera volatilnosti oz. tržnega tveganja posamezne naložbe, ki pove, koliko je gibanje donosnosti posamezne naložbe (ali portfelja) povezano z gibanjem trga. V nadaljevanju analizo s pomočjo kombinatorike nadgradimo s tvorjenjem posameznih portfeljev, sestavljenih iz različnih tipov stanovanj po posameznih regijah, ter izračunamo zgoraj omenjene pričakovano donosnost, pričakovano neto sedanjo vrednost, pričakovano notranjo stopnjo donosa, pričakovano popravljenoto notranjo stopnjo donosa in tveganja.

Na tak način dobimo rezultate, na osnovi katerih lahko sprejmemo ali ovržemo domnevo, da sta donosnost in tveganje v portfelju, sestavljenem samo iz različnih tipov stanovanj, večja v

osrednjeslovenski kot v ostalih regijah po državi. V skladu z opravljeno analizo in navedenimi teoretičnimi predpostavkami lahko v podpoglavju o izbiri optimalnega portfelja iz rezultatov izberemo optimalne portfelje, ki jih sestavljajo posamezne stanovanjske nepremičnine po posameznih slovenskih regijah.

2 Naložbe in naložbeni projekti

2.1. Opredelitev naložbe

Izraz naložba oz. investicija izhaja iz latinskega jezika, kjer izraz »investio« pomeni vlaganje. Najširša opredelitev pojma naložbe pomeni vsak izdatek samostojne gospodarske enote (enota z določenimi nalogami na področju proizvodnje, trgovine in storitev) ali organizacije, katere namen je povečevanje prihodnjih prihodkov le-te (Bojnec et al., 2006). V bolj splošni obliki lahko naložbo opredelimo kot izdatek z namenom povečevanja prihodnjega dobička, kar pomeni žrtvovanje porabe sredstev danes za porabo v prihodnosti (Turk, 2003). Ta opredelitev pojma naložbe omogoča, da med naložbe uvrstimo tako materialne (opredmetene naložbe) kot tudi nematerialne (neopredmetene) naložbe. Slednje so npr. naložbe v organiziranost samostojne enote, v raziskave in razvoj, v dobro ime, v človeški kapital. V ožjem smislu pa naložbe razumemo kot vsak izdatek enote, ki je namenjen nabavi dolgoročnih oziroma stalnih sredstev. V večini primerov gre za naložbe v osnovna sredstva in dolgoročne finančne naložbe (Bojnec et al., 2006).

Naložba je lahko naložbenje denarja v različne oblike sredstev znotraj enote (stalna in gibljiva sredstva) ali zunaj nje (finančne naložbe). Nepremišljeno naložbenje ne le, da ne daje pričakovanih rezultatov (naložbenje je le potreben, ne pa tudi edini pogoj doseganja želene uspešnosti poslovanja organizacije), temveč lahko s porabo denarja, pridobljenega iz lastnih in tujih virov financiranj, tudi ogrozi tekoče poslovanje in razvoj ter celo obstoj enote (Rebernik in Repovž, 2000).

Osnovna značilnost vseh naložb je poraba oz. raba sredstev v enem ali več proučevanih časovnih obdobjih in ustvarjanje sredstev v drugih proučevanih časovnih obdobjih, ob dejstvu da splošno določen znesek denarja ali ekvivalenta nima enake vrednosti ob vsakem času (Bajt, 1979). Tok sredstev, ki jih naložba uporabi in ustvari, moramo za medsebojno primerjavo letih spremeniti na skupen imenovalec s pomočjo diskontnih faktorjev.

Odvisno od izbranega merila lahko naložbe klasificiramo v različne skupine. Glede na predmet naložbe ločimo bruto in neto naložbe. Bruto naložbe se nanašajo na naložbe v obnovo

obstojećih prvin poslovnega procesa (praviloma samo osnovna sredstva) in pridobivanje novih. Predstavljajo tisti del domačega proizvoda, ki je v procesu končne uporabe uporabljen za zamenjavo dotrajanih in za izgradnjo novih fiksnih (osnovnih) sredstev ter za povečevanje obratnih in ni uporabljen za osebno in javno porabo. Neto naložbe pomenijo naložbe samo v dodatne, nove prvine. So tisti del narodnega dohodka, ki so v danem obdobju uporabljene za izgradnjo novih osnovnih sredstev in za povečevanje obratnih. Statistično se neto naložbe ocenjujejo tako, da se od bruto naložb odšteje celotna vrednost ekonomske amortizacije. Ta ustreza nadomestilu ekonomske obrabe osnovnih sredstev (Senjur, 2002).

Glede na namen naložb ločimo gospodarske in negospodarske naložbe (Rebernik, 1999). Med gospodarske naložbe uvrščamo obnavljanje oz. razširjanje gospodarskih dejavnosti (ekstraktivne, bazične, predelovalne panoge) in infrastrukture (energetika, promet, komunala s celo vrsto storitev). Med negospodarske uvrščamo naložbe v šolstvo, zdravstvo, kulturo, šport in upravo.

Glede na tehnično strukturo naložbe klasificiramo po naložbenih elementih. Sem spadajo naložbe v gradbene objekte, opremo, raziskovalne projekte. Glede na stopnjo dokončnosti pa jih razdelimo med aktivirane (začete) in neaktivirane (nezačete) naložbe.

Pomen naložb za gospodarski razvoj je večvrsten (Senjur, 2002):

- naložbe ustvarjajo proizvodne zmogljivosti in s tem vplivajo na sposobnost za proizvodnjo;
- obseg naložb in tehnološki napredek sta tesno povezana, kar pomeni, da lahko dosežke tehničnega napredka popolnoma uporabi tisto gospodarstvo, ki izvaja naložbo;
- naložbe povečujejo število delovnih mest in možnost mobilizacije delovne sile, ki bi sicer ostala neizkoriščena.

Opredelitve naložbe, izračun njene ekonomske upravičenosti, virov financiranja in terminski plan implementacije naložbe so osnovni dejavniki odločanja o naložbi, ki jih združimo v naložbeni program. Ta služi organizacijam za ugotavljanje smotrnosti predvidenih naložb. Pred pripravo naložbenega programa je smiselno preučiti praktično izvedljivost naložbe (znanja, tehnologija). V naložbenem programu je potrebno preučiti tudi organizacijski vidik

implementacije naložbe, saj ta pomembno prispeva k večji učinkovitosti izvedbe. Če obstaja možnost, da je projekt neučinkovit, obstaja tudi velika nevarnost, da bo v celoti neuspešen.

Naložbene odločitve so v kateri koli gospodarski enoti najpomembnejše, ker (Turk, 2003):

- za njihovo uresničitev potrebujemo veliko denarja, ki je ponavadi dolgo časa vezan in ga ni mogoče uporabiti za drug namen;
- bistveno vplivajo na poslovanje naložbenika;
- ima naložbenik v večini primerov na voljo le omejen obseg finančnih sredstev in je s tem omejen na odločitve v vlaganja med različne dobičkonosne naložbe.

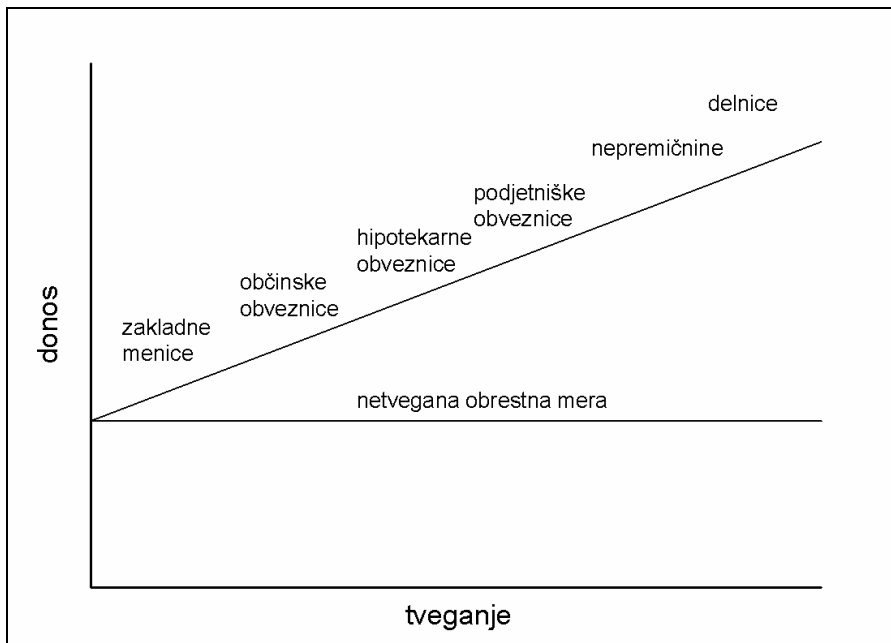
Odločitve o izvajanju naložbe uresničujemo v naložbenem procesu, ki obsega vse aktivnosti v celotni dobi trajanja procesa, od ideje do normalnega obratovanja naložbe. V vsakem naložbenem procesu obstaja časovni razkorak med naložbo in učinkih naložbe. Zaradi časovnega razkoraka med današnjim naložbenjem denarja in denarnimi učinki v prihodnosti so zato odločitve za naložbe tesno povezane s tveganji (Rebernik, 1999). Oblikovanje in sprejemanje odločitev o naložbah temelji na razumevanju razmerja med donosom (dobičkom, pozitivnim denarnim tokom) in tveganjem posamezne naložbe ter (s finančnega vidika) likvidnostjo sredstev. Odločitev o uresnitvi naložbe kot celote je zato odločanje o vseh možnih materialnih, nematerialnih in finančnih naložbah v sredstva organizacije in/ali okolje organizacije ob upoštevanju meril donosa, tveganja in likvidnosti (Rebernik in Repovž, 2000).

Ko se odločamo za naložbo, dejansko tehtamo med donosi naše naložbe in tveganjem. Običajno sta ti dve spremenljivki premo sorazmerni. Bolj kot je naložba tvegana, večji donos zahtevamo in obratno. V današnjem času poznamo številne inštrumente, v katere vlagamo svoja sredstva in s katerimi ohranjamo in povečujemo premoženje v sorazmerju s tveganji, ki nam jih nudijo. Inštrumente, s katerimi lahko trgujemo na organiziranem trgu, delimo na lastniške (delnice) in dolžniške (obveznice) vrednostne papirje, izvedene finančne inštrumente ter različne sklade (vzajemni, investicijski) in nepremičnine. Pri slednjih lahko naložbo izvajamo v obliki izgradnje, nakupa ali najema, pri čemer so odločitve zaradi velikih začetnih finančnih vložkov zelo občutljive. Najmanj donosna in najmanj tvegana oblika naložbe je neposredna vezava sredstev v bankah. Poleg pravkar navedenih poznamo še druge realne naložbe. To so naložbe v umetnine in podobno.

Na spodnji sliki so prikazane različne naložbene alternative, opisane s stopnjo tveganja in donosom. Iz slike lahko vidimo, da nepremičnine glede na razmerje med donosi in tveganji zaostajajo le za lastniškimi naložbenimi alternativami.

Slika 1: Tveganje in donosnost različnih naložbenih alternativ

Figure 1: Risk and profitability of different investment alternatives



Vir: Brueggeman, Fisher, 2002, str. 356

2.2. Motivi naložbenika pri naložbah v nepremičnine

Naložba v nepremičnine predstavlja relativno velik finančni zalogaj in dolgoročno naložbo. Različnih spodbud in motivov za naložbe vanje je toliko, kolikor je naložbenikov. Vsem je značilno, da imajo tako prednosti kot slabosti, ki jih prinašajo naložbenikom (Pyhrr et al., 1989).

2.2.1. Naložbene prednosti in donosi

Lastniški ponos. Lastništvo na nepremičnini je lahko tudi čustvena izkušnja, statusni simbol. Slednji je še posebno značilen pri nakupu družinske hiše ali stanovanja. Naložbeniki občutijo nepremičnino kot merilo pomembnosti in uspeha.

Osebni nadzor. Lastništvo na nepremičnini nam omogoča neposredni nadzor nad sredstvom. Naložbenik lahko osebno nadzira razpolaganje z nepremičnino, refinanciranje, delovanje, finančni vzvod, ceno, odločitev med nakupom in prodajo ter obliko lastništva na nepremičnini.

Osebna uporaba in posest. Velika večina naložbenikov uporablja nepremičnino za lastno posest ali pravico nad posestjo prepusti drugi osebi. Naložbenik pridobiva koristi od povečevanja vrednosti nepremičnine in od prihranka neplačevanja najemnine.

Gradnja premoženja. S pridobivanjem nepremičnin z uporabo finančnega vzvoda lahko naložbenik zgradi premoženje, nato ponovno naloži nepremičninske prihodke in dolgoročno zgradi premoženje s povečano vrednostijo nepremičnin in z amortizacijo dolga.

Operativna donosnost. Posamezne nepremičnine v ZDA kot naložbe prinašajo donosnost pred obdavčenjem od 8 do 15 %.

Finančni vzvod. Količnik med dolgom in lastnim kapitalom se pojavi, kadar naložbenik pri financiranju naložbe uporabi poleg lastniškega tudi dolžniške vire financiranja. Višji kot je količnik finančnega vzvoda, večja je variabilnost poslovanja, kar pa ima za posledico večje tveganje. Pozitivni finančni vzvod predstavlja korist v obliki povečevanja donosnosti naložbe zaradi zamenjave lastniškega financiranja (običajno dražji) z dolžniškim financiranjem (ponavadi cenejše) naložbe. Ob tem se pojavi priložnost, da lahko naložbenik obvladuje veliko sredstvo (nepremičnino) z majhnim deležem lastniškega kapitala. Večina naložbenikov ima v strukturi financiranja od 70 do 80 % dolga.

Povečevanje vrednosti (apreciacija) in zaščita proti inflaciji. Appreciacija ali povečevanje vrednosti nepremičnine je lahko posledica dveh vzrokov. Pri prvem gre za povečanje povpraševanja glede na ponudbo v neinflacijskem okolju, pri drugem gre za dramatično povečevanje cen pri nastanku inflacije.

2.2.2. Naložbene slabosti in tveganja

Slaba likvidnost. Zaradi specifičnosti posamezne nepremičnine je za prodajo potreben daljši čas. Če je naložbenik prisiljen nepremičnino prodati v kratkem času, pogostokrat to stori z velikim znižanjem cene, kar ima za posledico nižjo donosnost. Sprememba nepremičnine v denar je prav tako povezana z visokimi transakcijskimi stroški.

Breme za upravljalca. Upravljalca nepremičnine mora za doseganje denarnega toka vseskozi spremljati vrednost in prihodke nepremičnine, ki jih je načrtoval naložbenik. Večina nepremičnin zato zahteva od upravljavca veliko znanja, odgovornosti in osebne pozornosti.

Zmanjšanje vrednosti (depreciacija). Na nepremičnine vplivajo spremembe v okolju in spremembe v zavedanju nevarnosti iz okolja. Realna vrednost se lahko v času zmanjša zaradi psihičnega, funkcionalnega ali lokalnega razvrednotenja.

Vladna kontrola. Področje nepremičnin je močno regulirano. Vlada s svojo okoljevarstveno, socialno, monetarno in fiskalno politiko vpliva na razvoj in uporabo nepremičnin. Rezultat vladnih kontrol in regulativ se odraža kot dodatni stroški, ki nastanejo pri nakupu nepremičnine. Te socialno-politične odločitve imajo za posledico omejen razvoj, zmanjšanje prihodkov in zaviranje rasti cen nepremičnine.

Pravna zapletenost. Pri nemotenem pravnem prometu nepremičnin predstavljajo oviro pomanjkljive nepremičninske evidence (nevpisane pravice), zapletene pogodbe med upniki in lastniki, neizvajanje zakonskih določil in nepredvidljive davčne spremembe. Naštetá dejstva lahko neugodno vplivajo na naložbenika, ki se zanaša na davčne koristi in znaten del donosov.

Pomanjkanje informacij in znanja. Pridobivanje informacij o transakcijah med kupci in prodajalci je zahtevno in drago opravilo. Te informacije so navadno zaupne in decentralizirane. Posledica slabe informiranosti so višji transakcijski stroški, ki nastanejo pri posredovanju nepremičninskih posrednikov.

2.2.3. Naložbe v nepremičnine, ki prinašajo donos

V kategorijo komercialnih nepremičnin, nepremičnin, ki prinašajo donos, uvrščamo stanovanjske nepremičnine, poslovne prostore, proizvodne hale, rekreacijske nepremičnine in druge. Naložba v tej kategoriji lahko temelji na naložbe v že zgrajene objekte ali pa v tiste, ki jih šele nameravamo zgraditi (ang. *development projects*). V nadaljevanju dela se bomo omejili na naložbe v že zgrajene stanovanjske nepremičnine, na katerih bomo s pomočjo različnih naložbenih kriterijev poskusili ugotoviti njihovo stopnjo tveganja in donose med različnimi regijami v državi.

Nepremičnina, ki prinaša donos, predstavlja obliko naložbe kapitala. Odločitev za nepremičninsko naložbo temelji na natančni analizi donosov in tveganj, ki jih tovrstne naložbe ponujajo. Motivi so štirje (Dasso, Ring, 1985, Cirman et. al., 2000):

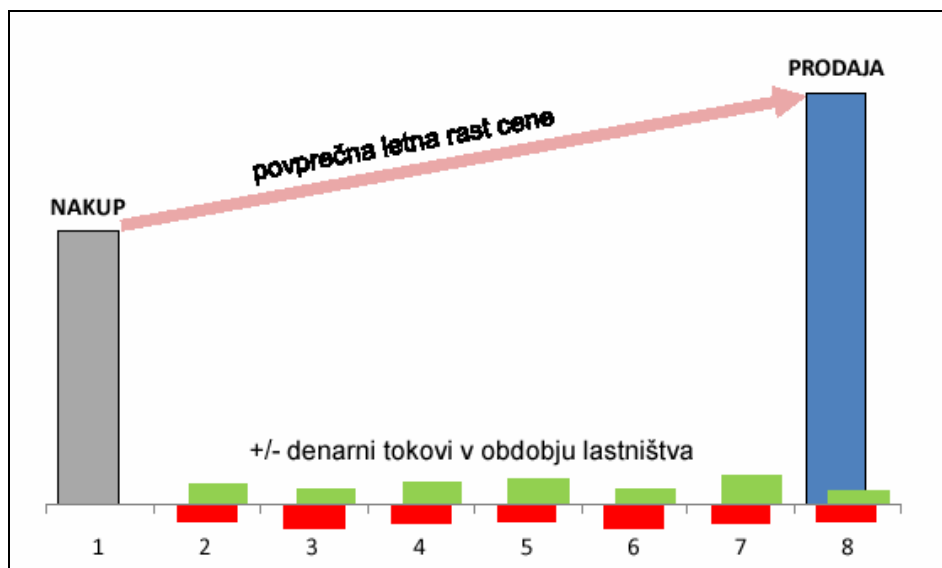
- 1. Donos od najemnin.** Naložbeniki pogostokrat pričakujejo, da bo povpraševanje po najemu tako veliko, da bodo ob pobrani najemnini in plačilu vseh stroškov uresničili svoj zahtevani donos nepremičnine.

2. **Kapitalski dobiček.** Nepremičnina mora odtehtati naložbenikova pričakovanja, da bo ob prodaji nepremičnine lahko realiziral kapitalski dobiček
3. **Razpršitev premoženja.** Naložba v nepremičnino zmanjšuje tveganje celotnega premoženja zaradi nizke korelacije, povezanosti z ostalimi naložbami.
4. **Davčni učinek.** Naložba v nepremičnino lahko služi naložbeniku kot olajšava za znižanje dohodninske osnove. Davčno obravnavanje nepremičnin je v posameznih državah obravnavano različno. Običajno so naložbe v nepremičnine deležne bolj spodbudnega davčnega obravnavanja kot ostale oblike naložb.

Shema denarnih tokov, ki jih ta kategorija nepremičnin prinaša, lahko ponazorimo s sliko 2. V začetnem letu naložba predstavlja strošek z nakupom nepremičnine. Z oddajanjem v najem si naložbenik ustvari denarni tok, ki je z upoštevanjem vseh stroškov in dajatev lahko pozitiven ali negativen. Z dosegom kapitalskega dobička, ki je odvisen od povprečne letne rasti cene nepremičnine, lahko po določenem času nepremičnino proda in tako realizira pozitivno ali negativno bilanco naložbe.

Slika 2: Shema denarnih tokov pri nepremičninskih naložbah

Figure 2: Scheme of cash flows by real estate investments



Vir: www.planetgv.si, junij 2010

V nadaljevanju dela je, skladno s sliko 2, podrobno predstavljena finančna analiza stanovanjskih nepremičnin, ki jih posamezni naložbeniki uporabljajo za gradnjo svojega

premoženja. Analiza predpostavlja, da si posameznik z nakupom, oddajanjem v najem in končno prodajo oblikuje donosne portfelje, s katerimi svoje premoženje razprši med različne stanovanjske nepremičnine in s tem realizira donos začetne naložbe.

Vsem naložbenikom je skupna želja po maksimiziranju njihovega bogastva, zato si morajo pri izbiri med različnimi naložbami postaviti ustrezne kriterije, na podlagi katerih ugotavljajo njihove sprejemljivosti. Običajno so zaradi navedenega sprejemljivi le tisti projekti, ki jim nudijo večje koristi od stroškov. Pri izbiri med več naložbami pa tisti, v katerih so neto koristi večje. Na voljo imajo več meril, ki jih bomo spoznali v naslednjem poglavju.

2.3. Ocenjevanje donosnosti na podlagi naložbenih kriterijev

Ena izmed pravic, ki jo daje nakup nepremičnine, je prejemanje denarnega toka pod pogoji, ki so pogodbeno določeni. Za namen ocenjevanja donosnosti nepremičnin so bile razvite različne metode, ki jih lahko razdelimo na statične in dinamične. Razlika med njimi je v upoštevanju časovne dimenzije denarnih tokov. Statične ali konvencionalne metode ne upoštevajo časovne dimenzije denarnih tokov in dajejo z analizo neposrednih vplivov znotraj projekta, z manjšo natančnostjo grobo sliko o učinkovitosti naložbe. Uporabljajo se predvsem v prednaložbenih študijah, medtem ko se za odločitvene naložbene kriterije uporabljajo predvsem dinamične metode.

Nekateri avtorji (Senjur, 2002) prištevajo v posebno skupino še metode simuliranja in optimiranja. Gre za metode, ki temeljijo na raziskavah optimalnih modelov. Ker se v praksi omenjenih metod ne uporablja pogosto, jih v tem delu ne obravnavamo posebej.

2.3.1. Ocene denarnega toka

Pravilna ocena denarnega toka, ki ga je možno pripisati določenemu projektu, je potrebna za vse metode vrednotenja projektov (Senjur 2002). Običajno je to najpomembnejši in tudi najtežji del procesa naložbenega odločanja. Težko je napovedati stroške in prihodke, še posebej, kadar analiziramo veliko in kompleksno naložbo, tako da so napake pri napovedih lahko zelo velike.

Za pravilno oceno denarnih tokov moramo upoštevati in biti pozorni na (Antunović, 1999):

- inkrementalni denarni tok, ki je definiran kot razlika med naloženim in nenaloženim denarnim tokom naložbenika;
- dejanski denarni tok in ne računovodski dobiček, saj je le-ta odvisen od računovodskih pravil in drugih okoliščin, ki vnašajo napake v oceno dejanskih denarnih tokov;
- inflacijo, ki se pri analizi z realnimi denarnimi tokovi (brez inflacije) upošteva z realno obrestno mero, pri uporabi nominalnih denarnih tokov pa z nominalno obrestno mero;
- amortizacijo, ki ni denarni tok (predstavlja računovodski izračun obrabe osnovnih sredstev), in se jo pri analizi upošteva zato, ker vpliva na višino davčne osnove (je denarni tok);
- davke, ki so denarni odlivi in jih v analizi moramo upoštevati, saj so v mnogih primerih celo ključnega pomena za sprejetje naložbene odločitve;
- časovne razmejitev stroškov, spremembe v obratnem kapitalu (ang. *changes in net working capital*) merijo časovne razlike med računovodsko prodajo in stroški ter dejanskimi denarnimi tokovi. Časovne razmejitev stroškov nastanejo zaradi časovnega presledka med zabeleženjem računovodskega odhodka in dejanskega plačila;
- nepovratne stroške (ang. *sunk costs*), ki so vezani na obravnavani projekt že nastali in niso več odvisni od odločitve o realizaciji naložbe, zato jih v analizi ne upoštevamo;
- oportunitetne stroške (ang. *opportunity costs*), ki jih upoštevamo kot priložnostne izdatke, saj gre za denarni tok, ki bi ga lahko generirali s sredstvom, ki ga podjetje že ima, če bi sredstvo uporabili za drug namen ali ga prodali (primer: nakup zemljišča);
- razporejene stroške (ang. *allocated costs*), ne upoštevamo jih v primeru, da ti ostanejo enaki pri odločitvi za novo naložbo (primer: računovodstvo);
- vrednost sredstva po koncu projekta (ang. *salvage value*), ki jo upoštevamo kot priliv v zadnjem letu;
- stroške obresti, ki jih v projekcijo denarnih tokov ne vključimo zaradi diskontiranja stroškov z virom sredstev, ki že vključujejo tudi strošek dolga (strošek virov sredstev izračunamo s povprečnim tehtanim stroškom kapitala).

Na osnovi povedanega lahko denarni tok projekta opredelimo kot vsoto dobička iz poslovanja po obdavčenju (ang. *net operating profit after taxes – NOPAT*) in amortizacije, od katere odštejemo stroške začetne naložbe in spremembe v obratnem kapitalu.

2.3.2. Statične metode

Med statične metode uvrščamo vse tiste metode vrednotenja naložb, ki ne upoštevajo časovne razporeditve donosov ter naložbenih izdatkov in zanemarjajo življenjsko dobo naložbe. V večini primerov ne upoštevajo alternativne možnosti uporabe finančnih sredstev in skupnih donosov naložbe. Med statične metode ocenjevanja donosnosti naložbe uvrščamo slednje:

a) Doba povračila naložbe

Doba povračila naložbe (ang. *payback period – PP*) pove čas (obdobja), ki je potreben, da se začetni vložek povrne z denarnim tokom iz naložbe, brez upoštevanja časovne vrednosti denarja. Izračun poteka na podlagi neposrednega upoštevanja vseh predvidenih denarnih tokov do preteka časa vračila vloženih sredstev. Po tej metodi izberemo med naložbenimi možnostmi tisto, ki naložbeniku zagotavlja največjo likvidnost, se pravi sposobnost poravnati lastne plačilne obveznosti v najkrajšem času. Obravnavana metoda podcenjuje projekte, ki imajo visoke začetne stroške in precenjuje tiste, ki imajo višje donose na začetku svoje življenjske dobe (Tajnikar e tal., 1998). Prednost te metode je poudarjanje varnosti vrnitve vloženih sredstev in likvidnosti, enostavnost in hitrost izračuna. Slabost pa je neupoštevanje denarnih tokov, ki nastanejo za trenutkom povračila, in neupoštevanje časovne vrednosti denarja.

$$PP = \frac{I_0}{\sum_{i=1}^n PMT_i} = \frac{I_0}{PMT} \quad (2.3.2.1)$$

PP ... doba povračila naložbe

PMT_i ... serija denarnih tokov.

b) Diskontirana doba vračanja naložbe

Diskontna doba vračanja naložbe ali diskontirana doba povračila (ang. *Discounted Payback Period Rule*) je podobna zgoraj opisani metodi, s to razliko, da sicer upošteva časovno

vrednost denarja, še vedno pa ne upošteva denarnih tokov, ki nastanejo za trenutkom povračila. Prav zaradi slednjega jo finančni analitiki uvrščajo med statične metode. Pri tej metodi najprej diskontiramo denarni tok naložbe, nato z izračunom sedanje vrednosti vseh neto denarnih tokov ugotovimo, kdaj ti pokrijejo stroške naložbe. Čeprav na prvi pogled metoda deluje kot zanimiva alternativa, ima enake pomanjkljivosti kot doba vračanja naložbe, saj zahteva arbitrarno določeno mejno vrednost, nato pa ne upošteva diskontiranih tokov, ki nastanejo po tej dobi povračila (Buckley et al., 1998).

Diskontirana doba povračila se le redko uporablja v praksi. Osnovni razlog je verjetno v tem, da ni nič lažje izračunljiva kot neto sedanja vrednost – v nadaljevanju: NPV, saj je potrebno za izračun diskontirane dobe povračila prav tako izračunati diskontno stopnjo, s katero doskontiramo denarni tok, sešteti denarni tok in kumulativno primerjati z začetnim investicijskim izdatkom. Diskontirana doba povračila predstavlja nekakšen kompromis med NPV in dobo povračila, saj ni tako enostavna kot doba povračila in je hkrati konceptualno bolj toga kot NPV (Ross, Westerfield, Bradford, 2003, Vovko 2007).

c) Računovodska dobičkonosnost

Računovodska stopnja donosa (ang. *Average accounting rate of return – AAR*) je izračunana kot količnik med povprečnim prihodkom naložbe ter povprečno računovodsko vrednostjo. Enako kot prejšnji dve metodi tudi ta metoda ne upošteva diskontiranih denarnih tokov. Metoda ne obravnava denarnih tokov, ampak računovodske dobičke, ki so bili v preteklosti eno najbolj uporabljenih sodil, kar je poleg neupoštevanja časovne vrednosti denarja ena izmed njenih slabosti. Metoda nudi hitro oceno vrednosti naložbe v času njene koristnosti. V praksi se jo sorazmerno redko uporablja (Buckley et al., 1998).

$$AAR = \frac{\text{povprečni.prihod}_{neto}}{\text{povp.knjigov.vrednost}} \quad (2.3.2.2)$$

d) Donosnost naložbe

Donosnost naložbe ali metoda tekoče donosnosti ima veliko različnih imen in veliko različnih načinov izračunavanja. Izračunamo jo kot razmerje med donosom naložbe in naložbenim stroškom. Metoda upošteva samo donose enega leta, ponavadi prvega, in nerealno

predpostavlja, da so donosi naložbe v kasnejših letih enaki donosu prvega leta (Stepko, 1980). V števcu donos naložbe v splošni obliki opredelimo kot dobiček, dobiček in amortizacijo ali pa kot dobiček, amortizacijo in obresti. V imenovalcu pa upoštevamo povprečna vložena sredstva ali pa samo lastna vložena sredstva. Metoda nam ne prikaže pravilne slike o dejanski absolutni vrednosti ene naložbe v primerjavi z drugo naložbo, kar predstavlja skupaj z neupoštevanjem časovne razporeditve donosov najpomembnejšo slabost metode. Prednost metode tekoče donosnosti je enostavnost in prepoznavnost uporabe. Naložbo ocenjuje z vidika profitabilnosti oz. dobičkonosnosti in predstavlja izhodišče za ocenjevanje dela upravljalcev s strani lastnikov (Lumby, 1994).

$$ARR = \frac{\text{donos.investicije}}{\text{invest.stošek}} \quad (2.3.2.3)$$

2.3.3. Dinamične metode

Dinamične metode ocenjevanja naložb so bile razvite v drugi polovici prejšnjega stoletja, v okviru danes tako imenovane sodobne finančne analize. Med dinamične metode ocenjevanja donosov naložb uvrščamo vse tiste metode, ki temeljijo na diskontiranem denarnem toku (ang. *Discounted cash flow – DCF*) in omogočajo izračun neto sedanje vrednosti (ang. *net present value – NPV*), notranje stopnje donosa (ang. *internal rate of return – IRR*), popravljene notranje stopnje donosa (ang. *modified internal rate of return – MIRR*) in indeksa dobičkonosnosti (ang. *profitability index – PI*).

Diskontna stopnja (ang. *weighted average cost of capital - WACC*) pomeni tehtano povprečje stroškov posameznih vrst kapitala in je enaka donosu, ki jo naložbeniki lahko pričakujejo od drugih naložb s podobnim tveganjem (Brigham, Gapenski, Daves, 1999). Diskontna stopnja izraža subjektivne časovne preference med sedanjo in bodočo potrošnjo oz. ocene naložbenika o prihodnjih donosih v sedanjosti. Višja kot je, bolj so pomembni stroški in prihodki naložbe v sedanjosti. Izračunamo jo tako, da izračunamo strošek kapitala naložbe (ang. *Project Cost of Capital*), s katerim financiramo naložbo. Z diskontno stopnjo, ki je pri ocenjevanju ekonomske upravičenosti posameznih naložb najbolj pomembna, prevedemo vse prihodnje pozitivne in negativne denarne tokove na skupni imenovalec – sedanjo vrednost, na začetno leto nič s predpostavko, da se naložbenega projekta lotimo tedaj in da traja nepretrgoma po

določeni časovni skali do konca njegove pričakovane življenjske dobe z negotovo prihodnostjo (Mramor, 1998).

a) Neto sedanja vrednost

Metoda neto sedanje vrednosti (ang. *net present value*) temelji na diskontiranih denarnih tokovih in predstavlja razliko med diskontiranim tokom vseh prihodkov (pozitivnim denarnim tokom) in diskontiranim tokom vseh stroškov (negativnim denarni toko) neke naložbe. Pove nam, za koliko tržna vrednost pozitivnih denarnih tokov projekta presega tržno vrednost njegovih negativnih denarnih tokov. Z drugimi besedami, NPV nam pomeni povečanje tržne vrednosti organizacije, ki nastane zaradi naložbe v določen projekt. Vse naložbe, ki imajo neto sedanjo stopnjo donosa višjo od stroška kapitala, s katerimi jih financiramo, so sprejemljive, saj nam povečujejo tržno vrednost lastnega kapitala (Antunović, 1999).

Neto sedanjo vrednost izračunamo po izrazu (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 209):

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} - I_0 \quad (2.3.3.1),$$

kjer so:

NPV ... neto sedanja vrednost

r ... diskontna stopnja

t ... življenjska doba naložbe

CF ... pričakovani denarni tokovi naložbe v posameznem obdobju

I_0 ... začetni naložbeni strošek

$WACC$... tehtano povprečje stroškov posameznih vrst kapitala.

Za primerjavo med različnimi naložbami nam služita dve pravili, ki pomenita temelj odločitvenega kriterija (Antunović, 1999):

1. v primeru posamezne naložbe ali več neodvisnih naložb sprejmemo tiste, ki imajo pozitivno NPV;
2. v primeru medsebojno izključujočih se naložb je smotrno izbrati naložbo z najvišjo NPV.

Vrednost NPV nič (0) pomeni, da neto denarni tokovi naložbe ravno zadostujejo za poplačilo naložbe ter zagotavljajo zahtevano stopnjo donosa na vložena sredstva. V primeru pozitivne NPV bi z naložbo ustvarili presežni donos, ki bi povečal vrednost vloženga premoženja. V nasprotnem primeru negativne NPV bi vrednost zmanjšali.

Mnogi avtorji očitajo metodi številne pomanjkljivosti (Brigham, Gapenski, Daves, 1999):

- metoda ne upošteva vrednosti ustvarjanja priložnosti, ki jo včasih lahko naložba povzroči, in s tem naložbenikom omogoči nove naložbe, če se tržni pogoji izkažejo kot ugodni;
- metoda ne upošteva potencialne dodatne vrednosti projekta, ki jo prinese prilagodljivost in inovacije vodstva;
- vprašljiva je določitev diskontne stopnje; WACC je dober približek le takrat, ko ne prihaja do velikih razlik v sistematičnem tveganju med posameznimi naložbenimi priložnostmi naložbenika.

b) Notranja stopnja donosa

Notranja stopnja donosa (ang. *internal rate of return*) – v nadaljevanju: IRR, naložbe je definirana kot tista diskontna stopnja, pri kateri je neto sedanja vrednost naložbe enaka nič (Antunović, 1999), oziroma tista diskontna stopnja, ki izenači sedanjo vrednost naložbe in sedanjo vrednost donosov investicije (Tajnikar et. al. 1998). Z drugimi besedami povedano, vsota diskontiranih prihodkov je enaka vsoti diskontiranih stroškov. Naložba je sprejemljiva takrat, kadar je IRR večja od stopnje donosa, ki si jo naložbeniki lahko zagotovijo v drugih naložbah s podobnim tveganjem; če je enaka, smo ravnodušni; če pa je manjša, jo zavrnamo. IRR je torej mejna vrednost, prelomna točka za odločitev o izvedbi naložbe, pri kateri so naložbe sprejemljivi oziroma nesprejemljivi.

Zveza med NPV in IRR je naslednja (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 211):

$$NPV = 0 = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} \quad (2.3.3.2),$$

kjer so:

CF ... prihodki v času t

IRR ... notranja stopnja donosa

t ... čas.

Pomanjkljivosti IRR metode so (Ross, Westerfield, Jordan, 2003):

- pogostokrat posreduje previsoke oziroma nerealistične stopnje donosa; v tem primeru se IRR ne bi smela uporabljati kot mejna stopnja za sprejemanje projektov;
- obstaja verjetnost, da v primeru računa IRR z neobičajnimi denarnimi tokovi dobimo različne stopnje donosa, izmed katerih so nekateri nerealni (matematični problem iskanja ničel polinoma stopnje n);
- interna stopnja ne meri prispevka k vrednosti naložbe;
- v izračunu je predpostavljeno, da se vmesni denarni tokovi ponovno naložijo po interni stopnji donosa.

Kljub pomanjkljivostim pa je IRR lahko uporabno merilo pri odločanju o naložbah samo v primerih, ko nam da enak rezultat kot NPV. To pomeni, da je bolj smiselno izračunati NPV kot pa IRR. Iz tega sledi, da metoda NPV vedno prevlada nad metodo IRR (Antunović, 1999).

c) Popravljen stopnja notranjega donosa

Popravljen stopnja notranjega donosa (ang. *modified internal rate of return*) – v nadaljevanju: MIRR, je definirana kot diskontna stopnja, ki izenači sedanjo vrednost naložbenih stroškov (diskontna stopnja, s katero diskontiramo naložbene stroške je odvisna od tveganja projekta) s sedanjo vrednostjo končne vrednosti projekta, pri čemer je stopnja ponovnega naložbenja enaka strošku kapitala naložbenika (Berk, Lončarski, Zajc, 2002). MIRR pravilno uporablja ponovno naložbeno stopnjo na ravni stroškov kapitala in rešuje problem večkratnih IRR. Napačni izračun se pojavi v primeru, ko primerjamo projekte, ki se bistveno razlikujejo v velikosti in so si med seboj izključujoči (Brigham, Gapenski, Daves, 1999).

MIRR avtorji definirajo kot (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 225):

$$PV_{\text{costs}} = \frac{TV}{(1 + MIRR)^n} \quad (2.3.3.3),$$

kjer so:

PV_{costs} ... začetni naložbeni stroški, diskontirani s stroški kapitala

TV ... prihodnji neto prohodki, diskontirani na zadnje leto (ang. *terminal value*) ob predpostavki, da so vsi denarni prihodki ponovno naloženi pri strošku kapitala

ali:

$$\sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+r)^t} = \frac{\sum_{t=0}^n CIF_t \cdot (1+r)^{n-t}}{(1+MIRR)^n} \quad (2.3.3.4),$$

kjer so:

COF ... stroški naložbe

CIF ... denarni prihodki

$MIRR$... popravljena notranja stopnja donosa

n ... življenjska doba naložbe

t ... časovni trenutek (leto)

r ... strošek kapitala.

Prednost MIRR pred IRR je v upoštevanju pravilne stopnje donosa pri ponovnem naložbenju donosov naložbe. To je strošek kapitala in ne IRR. Ker je ponovno naložbenje pod stroški kapitala bolj pravilno oz. bolj realno kot neka eksplicitna stopnja, je navadno MIRR boljši indikator prave profitabilnosti projekta. Naložbeniki zato izberejo naložbe, katerih MIRR presega strošek kapitala. Sama metoda MIRR nas pripelje do enakih rezultatov kot NPV, razen v primerih, ko se naložbe občutno razlikujejo v velikosti. Ne glede na vse pa je NPV še vedno najboljša metoda za izbiro med medsebojno izključujočimi se naložbami, saj zagotavlja boljši kazalec povečevanja vrednosti naložbenega kapitala ob izvedbi posamične naložbe (Brigham, Gapenski, Daves, 1999).

d) Indeks donosnosti

Indeks donosnosti (ang. *profitability index*) – v nadaljevanju: PI, je definiran kot razmerje med sedanjo vrednostjo denarnih prihodkov (PVCF) in sedanjo vrednostjo stroškov naložbe. PI meri relativno donosnost oz. sedanjo vrednost pričakovanih denarnih prihodkov (»koristi«) glede na sedanjo vrednost ene denarne enote pričakovanih denarnih stroškov. Naložba je

sprejemljiva, če je PI večji od 1. Večji kot je indeks, večji je donosnost na vloženi kapital. (Brigham, Gapenski, Daves, 1999).

PI je soroden NPV metodi. V primeru pozitivne NPV je tudi PI večji od 1 in obratno. Kakor hitro sedanja vrednost preseže začetni naložbeni vložek, ima za posledico pozitivno NPV in PI večji od 1, v takem primeru je naložba sprejemljiva (www.exinfm.com, 2011).

PI je izražen kot (Brigham, Gapenski, Daves, 1999, str. 226):

$$PI = \frac{PV_{benefits}}{PV_{costs}} = \frac{\sum_{t=0}^n \frac{CIF_t}{(1+k)^t}}{\sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+k)^t}} \quad (2.3.3.5),$$

kjer so:

CIF ... pričakovani denarni prihodki ali koristi

COF ... pričakovani denarni odtoki ali stroški

t ... čas

k ... diskontna stopnja

n ... število let ($n=1, 2, 3, \dots$).

PI nam omogoča primerljivost naložb, ki imajo različno življenjsko dobo in različne naložbene stroške, upošteva vse pričakovane denarne tokove projekta, je relativna mera in da v vseh primerih enake rezultate kot NPV, razen v primeru velikih razlik v obsegu naložb in pri medsebojno izključujočih se projektih, kar je tudi njegovala slaba stran (Tajnikar 1998).

2.3.4. Razvrščanje projektov

Najpomembnejša naloga metod za ocenjevanje donosa je identifikacija nepremičnin, ki so pod- ali precenjene. Sposobnost odkrivanja podcenjenih nepremičnin daje možnost doseganja visokih donosov in s tem koristi, ki jo nudijo nepremičnine naložbenikom (Brown, Matysiak, 2000).

Kot je bilo že omenjeno, se pri naložbenih odločitvah v večini uporabljajo dinamične metode, ki upoštevajo časovno vrednost denarja in lastnosti primerljivih projektov.

V primeru enake višine in ekonomske dobe naložbe razvrstimo na podlagi NPV ali IRR. V primeru različnih naložbenih stroškov pa je odločitev na podlagi NPV kriterija lahko napačna, saj so lahko za primerjani projekt potrebna višja ali pa nižja sredstva. V takih primerih je ustrežnejše uporabljati kriterij NPV in PI. Odločimo se za projekt, ki imajo višji PI (Brigham in Gapenski 1996). Slabost tega kriterija je v njegovi implicitni predpostavki, da naložbe, ki zahtevajo večja sredstva, dajejo sorazmerno višje donose (Rejc in Lahovnik 1998).

V primeru, da se projekti razlikujejo tako po stroških naložbe kot po časovni dimenziji, uporabimo metodo ekvivalentnih letnih donosov (ang. *equivalent annual annuity – EAA*). V tem primeru izračunamo letne prihodke, letno anuiteto, ki bi ga projekt prinašal tekom celotne življenjske dobe naložbe, ob določeni diskontni stopnji in s predpostavko, da bi bili denarni prihodki vsako leto enaki. Izberemo projekt, ki ima višjo letno anuiteto (Brigham 2003).

Po pregledu vseh odločitvenih kriterijev lahko sklenemo, da dobimo z dobrimi vhodnimi podatki in uporabo kombiniranih metod vrednotenja naložb uporabne informacije o donosih naložbe, ki jo proučujemo, in s tem odgovor, ali se naložba splača ali ne.

2.4. Ocenjevanje naložbenega tveganja

2.4.1. Definicija tveganja

Tuja in domače literatura na tem področju nudi številne opredelitve pojma negotovosti (ang. *uncertainty*) in tveganja (ang. *risk*), ki se v večini primerov kot sinonima uporabljata izmenično.

Tveganje definiramo kot negotovost prihodnjih izidov. Z alternativno definicijo opredeljujemo tveganje kot verjetnost neugodnih izidov (Reilly in Brown, 2006). Tveganje definiramo kot nestalnost nepričakovanih finančnih izidov, ki se odražajo v vrednosti premoženja ali dobičkih (Jorion, 2007). Tveganje lahko opredelimo kot možnost, da se bo neko dejanje v prihodnosti zgodilo z vsemi posledicami, ki jih ima razvijajoči se projekt. Pri tem razumemo posledice kot tveganja, ki neposredno vplivajo na zmožnost dokončanja projekta, in tveganja, ki vključujejo velike spremembe oziroma stroške, ki izvedljivost ogrožajo (Gehner, 2008). »Negotovost definiramo kot pomanjkljivo poznavanje prihodnjega razvoja, tveganje pa kot nevarnost

napačne odločitve, pri čemer ostaja odprto vprašanje, kako meriti takšno nevarnost« (Duhovnik, 1995, str. 73). »O tveganju lahko govorimo takrat, kadar izide poslovnih odločitev predvidimo z določeno verjetnostno porazdelitvijo, o negotovosti pa, kadar to ni mogoče« (Prašnikar, Debeljak, 1998, str. 36).

Avtorji Berk, Peterlin in Ribarič opredeljujejo tveganje kot vsako neželjeno zmanjšanje gospodarskih koristi naložbenika in hkratno možnost neprijetnega odmika od načrtovanih ciljev. Tveganja pomenijo določeno verjetnost, da se te nevarnosti uresničijo in povzročijo različne motnje v različnih segmentih poslovnega procesa. Motnje naj bi bile posledica tako negotovih ocen razvoja dogodkov v prihodnosti kot tudi nepopolnosti informacij, ki jih vodstvo uporablja za sprejemanje poslovnih odločitev. Tveganje matematično definirajo kot verjetnost, da bo realizacija dogodka odstopila od pričakovane, najbolj verjetne vrednosti (Berk, Peterlin in Ribarič, 2005).

Vzrok obstoja tveganj med naložbami izhaja z zmožnosti točnih napovedi o prihodnosti. Tveganje je prisotno takrat, ko prihodnji denarni tokovi niso poznani z gotovostjo, temveč samo z verjetnostno porazdelitvijo (Antunović 1999).

Povezava med tveganjem in donosom je premo sorazmerna. Več donosa kot naložbenik pričakuje, več tveganja mora nase sprejeti. Naložbeniki, ki so tveganju naklonjeni, izbirajo bolj tvegane naložbe, saj jim prinašajo večji donos. Tveganju manj naklonjeni naložbeniki raje izberejo manj donosne naložbe, saj sprejemajo nižjo raven tveganja. Indiferentni pa pri ocene tveganja naložbe ne upoštevajo (Berk et al., 2007).

Kljub zavedanju, da imajo bolj tvegani projekti za posledico višji strošek kapitala, tveganja katere koli naložbe zelo težko vrednostno ocenimo, saj se vse vrste tveganj posredno zrcalijo v finančnem tveganju. Finančno tveganje je opredeljeno kot tveganje neugodnega gibanja različnih tržnih kategorij, ki v končni fazi vodijo do zmanjšanja vrednosti lastniškega kapitala (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005). Po mnenju Joriona (2005) finančno tveganje sestoji iz treh delov: iz tržnega, operativnega in kreditnega tveganja. Tržno tveganje se pojavi zaradi nestanovitnosti cen na kapitalskih trgih. Operativno tveganje je posledica slabe izbire

neustreznega postopka in kadrov znotraj podjetja ali naključnih zunanjih dogodkov. Kreditno tveganje izhaja iz nezmožnosti kreditojemalčevega servisiranja dolga.

2.4.2. Vrste tveganja pri naložbah v nepremičnine

Pri vsaki naložbi v nepremičnine je potrebno upoštevati vrsto in višino tveganja, ki določa stopnjo zahtevanega donosa. Vrste tveganj, ki se pojavijo v zvezi z nepremičninskimi naložbami, razdelimo v naslednje skupine (Dasso, Ring, 1985):

- a) Poslovno tveganje je opredeljeno kot tveganje spremembe dohodkov iz nepremičnine, ki nastanejo zaradi sprememb v ekonomski aktivnosti določenega gospodarskega področja. Spremembe, ki vplivajo na povpraševanje po nepremičninah in s tem na realizirane najemnine naložbenikov, so lahko preseljevanje ljudi, zmanjšanje dohodkov, povečanje operativnih stroškov v zvezi z nepremičnino, propadanje podjetij, kratka dogodki, ki imajo za posledico nižje najemnine in manjše povpraševanje po nepremičninah.
- b) Finančno tveganje je opredeljeno kot tveganje, ki nastane zaradi uporabe dolžniškega vira financiranja. Tak tip financiranja je običajno fiksne narave in posledica je lahko propad projekta zaradi višjih terjatev dolžnikov do zahtevanega donosa naložbe.
- c) Likvidnostno tveganje je tveganje, ki nastane takrat, kadar nimamo na razpolago trga z mnogo prodajalci in kupci in je transakcij z nekim blagom zelo malo. Majhna likvidnost trga pomeni, da mora prodajalec, ki je prisiljen nepremičnino v relativno kratkem času zamenjati za denar, za to plačati ustrezno (denarno) premijo v obliki znatnega znižanja cene. Slaba likvidnost in s tem likvidnostno tveganje je značilna za trg nepremičnin, še posebej za specializirane nepremičnine, saj je za njihovo prodajo potreben daljši čas.
- d) Tveganje inflacije je opredeljeno kot tveganje, ki nastane zaradi sprememb gospodarskega okolja. Rast cen lahko povzroči zmanjšanje realnih vrednosti dohodkov, ki jih naložbenik prejema iz nepremičnine. Naraščanje inflacije v gospodarstvu niža realne cene nepremičnin in s tem donose za naložbenika. Za nepremičnine se je v preteklosti izkazalo, da pri njih to tveganje ni tako veliko.
- e) Tveganje upravljanja je posledica sposobnosti upravljavca nepremičnin, ki skrbi, da so nepremičnine oddane in ohranjajo svojo vrednost (inovativnost, prilagodljivost, ipd.).

Ta oblika tveganja izstopa pri nepremičninah, ki zahtevajo stalno oglaševanje in prilagajanje ponudbe.

- f) Tveganje spremembe obrestne mere je tveganje, ki zvišuje naložbeniške stroške dolžniškega vira financiranja in v primeru rasti obrestnih mer le-te otežuje dostop do denarnih sredstev najemnika, kar posledično vpliva na najemnino, ki jo je pripravljen plačati. Zaradi dolgoročnosti naložb v nepremičnine in uporabe visokega finančnega vzvoda lahko spremenjene obrestne mere povzročijo znatne izgube ali dobičke pri naložbah v nepremičnine.
- g) Tveganje sprememb v zakonodaji izvira iz dejstva, da lahko zakonodajne spremembe ugodno ali neugodno vplivajo na cene nepremičnin in njihove donose. Ker je področje nepremičnin dokaj močno regulirano, je vpliv tveganja sprememb v zakonodaji na nepremičnine zelo močan.
- h) Tveganje okolja je definirano kot tveganje, ki nastane zaradi sprememb v okolju oz. sprememb v zavedanju potencialnih nevarnosti iz okolja (v preteklosti je bila gradnja z azbestom povsem običajna, danes pa je prepovedana). Učinki tovrstnih sprememb imajo lahko v vrednosti večje posledice kot vsa prej naštetá tveganja.

Opisana tveganja povečujejo zahtevano stopnjo donosa, ki jo naložbenik želi uresničiti z nepremičninsko naložbo.

2.4.3. Modeli in merjenje tveganja

Za izračun tveganja uporabljamo modele – formalne okvirje, ki nam podajo metodologijo in način zajema vhodnih podatkov ter nam na ta način omogočajo izračun zelenih podatkov, na podlagi katerih lahko oblikujemo in upravljamo celoten portfelj. Model tveganja je širok pojem, znotraj katerega se nahajajo številni dejavniki, ki vplivajo na obseg tveganja. Bistvenega pomena pri analizi tveganja je zato izbira ustreznega modela, poznavanje ključnih spremenljivk, sprotno testiranje in sprotno dopolnjevanje med uporabo, saj se na ta način izognemo nepotrebnemu tveganju, da bi bil model napačno zasnovan ali uporabljen. Za obvladovanje tveganja je zato smotrno predpostaviti model, ki vključuje čim več prednosti posameznih modelov ter ni preveč zahteven za uporabo. Uporaba kombinacije več modelov, ki vključujejo tudi več orodij za merjenje tveganja, je pogosto najbolj učinkovita, saj odpira najširši pogled na obvladovanje tveganja kakršne koli naložbe (Dowd, 2002).

Literatura na področju delitve modelov v posamezne skupine ni povsem enotna. Avtorji Heywood, Marsland in Morrison (2002) kategorizirajo šest skupin modelov, ki jih predstavljajo metodi variance in kovariance, zgodovinski modeli, faktorski modeli, statistični modeli, simulacije in modeli VaR. Dowd (2002) jih razvrsti v tri skupine: v fundamentalne, opisne in statistične modele. Domači avtorji Berk, Peterlin, Ribarič (2005) pa jih razdelijo na kvalitativne in kvantitativne modele, pri čemer predpostavijo, da je uporaba modelov odvisna od dosegljivosti vhodnih razpoložljivih podatkov, ki so potrebni za izračun tveganja.

Po kvalitativnih modelih posežemo v začetnem obdobju, ko nimamo na voljo dovolj razpoložljivih podatkov. Tako se ocenjevanje izpostavljenosti naložbe tveganju nanaša na uporabo različnih pravilnikov in ocene verjetnosti, da bi lahko med izvajanjem poslovnega procesa prišlo do zlorab ali napak v postopkih (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005).

Kvantitativne modele, ki temeljijo na statistično časovnih podatkovnih serijah, razdelimo na: (Berk, Peterlin, Ribarič, 2005):

- a) Benchmarking, definiran na standardu primerjave, ki znotraj skupine posameznih podjetij na podlagi specifičnih dogodkov in procesov primerja izpostavljenost tveganja posameznih podjetij v skupini.
- b) Verjetnostne modele, ki se pri natančnem merjenju tveganja opirajo na pretekle dogodke na trgih in v večini primerov temeljijo na predpostavki normalne verjetnostne porazdelitve dogodkov, čeprav realnost marsikdaj zahteva uporabo drugih statistično zahtevnih porazdelitev. V to skupino uvrščamo model tvegane vrednosti (ang. *value at risk*), model tveganega denarnega toka (ang. *cash flow at risk*), metodo tveganih prihodkov (ang. *earnings at risk*) in metodo bonitetne ocene oz. ocene nastopa nezmožnosti izpolnjevanja obveznosti poslovnih partnerjev (ang. *credit loss estimation*). Vsem verjetnostnim modelom je skupna ocena časovnega horizonta in se prav zaradi slednjega lahko uporabljajo za ocenjevanje navadnih predvidljivih dogodkov kakor tudi za ocenjevanje skrajnih, redko ponovljivih dogodkov.
- c) Kvantitativne modele, ki ne temeljijo na verjetnostnih porazdelitvah, ampak izražajo subjektivne predpostavke in ocene domnevnih izpostavljenosti analitika oz. ocenjevalca. Samo ocenjevanje temelji na zgodovinskih podatkih, vendar le toliko, da analitiku uspe določiti mejne vrednosti določenih ocenjevanih spremenljivk in

pripadajoče vrednosti. V to skupino uvrščamo analizo občutljivosti, test ekstremnih okoliščin in analizo scenarijev.

2.4.4. Osnovna orodja za ocenjevanje naložbenega tveganja

Osnovna orodja za ocenjevanje tveganja naložb, ki so predstavljeni v tem podpoglavju, temeljijo na normalni statistični porazdelitvi. Normalna porazdelitev donosa (ang. *normal distribution of returns*) finančnih sredstev je ena izmed ključnih predpostavk, na kateri je zasnovana moderna portfeljska analiza (ang. *modern portfolio theory*). Takšna predpostavka nam omogoča, da normalno porazdelitev lahko popolnoma opišemo s pričakovano vrednostjo in standardnim odklonom (Bodie et al., 2005).

Pri verjetnostni porazdelitvi ima vsak dogodek svojo vrednost in stopnjo uresničitve. Če predpostavimo, da so verjetni trije možni izidi uresničitve naložbe – pesimističen, realen in optimističen – in je v vsakem od teh izidov naša vrednost realizacije (r) drugačna in če tem izidom pripišemo verjetnost uresničitve (E_i), potem lahko izrazimo pričakovano vrednost naložbe kot (Antunović, 1999, str. 122):

$$r^e = \sum_{i=1}^N r_i \times E_i \quad (2.4.4.1),$$

kjer so:

r_i ... vrednost realizacije

E_i ... verjetnost realizacije

N ... število možnih stanj

r^e ... pričakovana vrednost realizacije (pričakovana donosnost).

Po tem kriteriju so naložbe z višjimi pričakovanimi vrednostmi tudi najbolj tvegane. Bolj splošno merilo tveganosti je standardni odklon, ki je definiran kot (Antunović, 1999, str. 123 in 124):

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^N E_i \times (r_i - r_i^e)^2} \quad (2.4.4.2),$$

kjer so:

σ ... standardni odklon

E_i ... verjetnost realizacije

r_i ... vrednost realizacije

N ... število možnih stanj

r_i^e ... pričakovana vrednost (pričakovana donosnost).

Standardni odklon je absolutno merilo tveganja in pri dani verjetnostni porazdelitvi ponazarja razpršenost vrednosti okoli pričakovane vrednosti.

Kovarianca donosa (ang. *covariance of return*) je definirana kot ponderirano (utežkano) povprečje produktov odmikov donosa posameznih naložb od njunega pričakovanega donosa (Antunović, 1999, str. 124):

$$\sigma_{i,j} = \sum_{i=1}^N E_i (r_i - r_i^e) \times (r_j - r_j^e) \quad (2.4.4.3),$$

kjer so:

$\sigma_{i,j}$... kovarianca donosa med naložbama i in j

E_i ... verjetnost realizacije

r_i ... vrednost i -te realizacije

r_i^e ... i -ta pričakovana vrednost (pričakovana donosnost)

r_j ... vrednost j -te realizacije

r_j^e ... j -ta pričakovana vrednost (pričakovana donosnost)

N ... število možnih stanj.

Za naložbenika je ugodno, če kovarianca med donosom dveh naložb zavzema čim večjo vrednost, saj na ta način pripomore k zmanjšanju tveganja celotnega portfelja. Vrednost kovariance je omejena s pozitivno in negativno vrednostjo produktov standardnih odklonov donosom obeh naložb (Bodie et al., 2005).

$$-\sigma_i\sigma_j \leq \sigma_{i,j} \leq \sigma_i\sigma_j \quad (2.4.4.4),$$

kjer so:

$\sigma_{i,j}$... kovarianca donosa med naložbama i in j

σ_i ... standardni odklon i -te naložbe

σ_j ... standardni odklon j -te naložbe.

Korelacijski koeficient (ang. *correlation coefficient*) donosa med dvema naložbama je definiran z izrazom (Antunivić, 1999, str. 125):

$$\rho_{i,j} = \frac{\sigma_{i,j}}{\sigma_i\sigma_j} \quad (2.4.4.5),$$

kjer so:

$\rho_{i,j}$... korelacijski koeficient med naložbama i in j

$\sigma_{i,j}$... kovarianca donosa med naložbama i in j

σ_i ... standardni odklon i -te naložbe

σ_j ... standardni odklon j -te naložbe.

in predstavlja standardizirano vrednost kovariance ter zavzema vrednosti (Brigham in Daves, 2004):

$$-1 \leq \rho_{i,j} \leq 1 \quad (2.4.4.6)$$

Z vidika naložbenika je najugodnejši primer, kadar kovarianca doseže vrednost -1. Takrat lahko ob pravilni izbiri deležev dveh tveganih vrednostnih papirjev dosežemo, da je tveganost celotnega portfelja enaka nič (ang. *perfect hedge position*). V nasprotnem primeru govorimo o popolni korelaciji. Donos obeh naložb se giblje v isti smeri in diverzifikacija ne pripomore k zmanjšanju tveganja. Čim nižja je korelacija med donosi posameznih naložb tem manjše bo tveganje portfelja (Bodie et al., 2005).

2.4.5. Pričakovani donos in tveganje tržnega portfelja ter učinek razpršitve

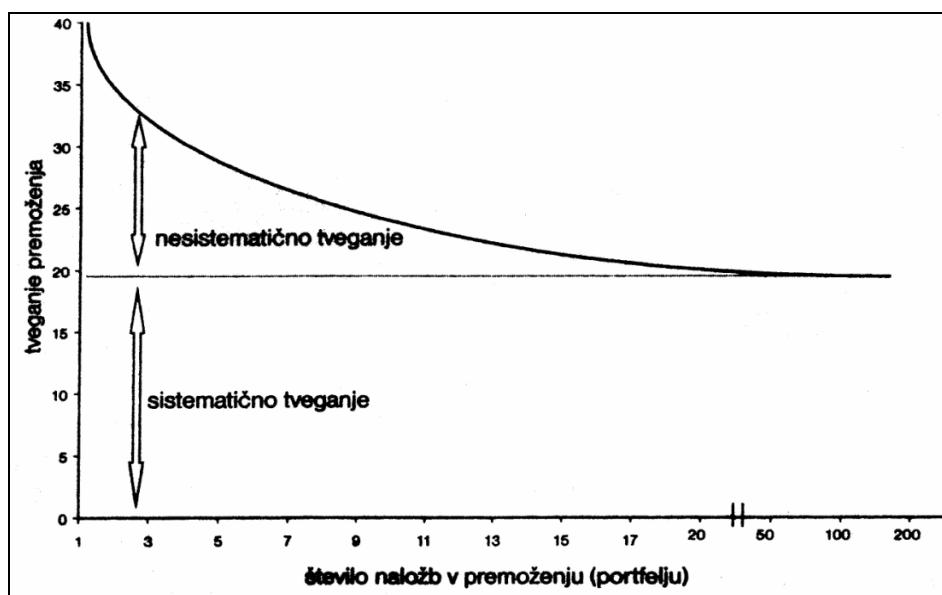
Jorion razdeli tržno tveganje na sistematično in nesistematično komponento. Nesistematično tveganje je tveganje, ki nastane zaradi specifičnih značilnosti posamezne naložbe. Te značilnosti so lahko pogoji poslovanja družbe, ekonomsko okolje, razmere znotraj družbe. Z ustrezno oblikovanim portfeljem je mogoče nesistematično tveganje skoraj v celoti izničiti. Sistematično tveganje tvorijo zunanji dejavniki, ki niso neposredno povezani s posameznimi naložbami, ampak vplivajo na vse naložbe hkrati in ga z razpršitvijo ni mogoče zmanjšati (Jorion, 2005).

Kompozicijo finančnih naložb (delnice, obveznice, depoziti) in drugih naložb (zavarovanja, nepremičnine), s katerimi razpolaga posamezen naložbenik ali upravljalec premoženja, imenujemo portfelj. Glavni cilj naložbenika je, da ima svoje naložbe razporejene tako, da je njegov celotni portfelj učinkovit. Tako bi tveganju nenaklonjen naložbenik v primeru, da bi imel na izbiro dva portfelja z enakim donosom in z različnim tveganjem, izbral tistega, ki bi bil manj tvegan (Bodie et al., 2005).

Mramor razpršitev premoženja razdeli na posredno in neposredno. Neposredna razpršitev je po njegovem mnenju vsaka razpršitev, pri kateri so naložbe različne glede na čas ročnosti, oblike in kvalitete. Različne značilnosti naložb povzročijo, da se naložbe ne gibljejo v isti smeri, kar je za zmanjševanje tveganja ugodno. Posredna razpršitev naložb je naložbenje v različne finančne institucije, ki razpršitve opravijo namesto naložbenika. Pri tej razpršitvi je pozitivno to, da je lahko optimalna razpršitev dosežena že pri dokaj majhnem znesku. Tveganju nenaklonjen naložbenik se bo odločil za naložbo v dobro razpršen portfelj, v katerem je obseg naložb tolikšen, da je prisotno le še sistematično tveganje (Mramor, 1993).

Slika 3: Tveganje premoženja

Figure 3: Risk of property



Vir: Berk, Peterlin, Ribarič (2005)

Po mnenju Berka, Peterlina in Ribariča (2005) je pozitiven učinek razpršitve premoženja med posamezne naložbe posledica medsebojne povezanosti gibanja cen in posledično donosnosti naložb na trgu kapitala.

Pričakovani donos portfelja, sestavljenega iz n naložbenih elementov, je enak ponderiranemu povprečju pričakovanih donosov posameznih elementov (Antunović, 1999, str. 143):

$$r_p^e = \sum_{i=1}^N x_i r_i^e \quad (2.4.5.1),$$

kjer so x_i deleži posamezne naložbe i v skupnem premoženju.

Standardni odklon premoženja, sestavljenega iz več naložb, pa poleg upoštevanja deležev posamezne v premoženje vključene naložbe upošteva tudi korelacijske koeficiente med posameznimi naložbami skladno s (Antunović, 1999, str. 144):

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{j=1 \\ i \neq j}}^N x_i x_j \sigma_{i,j} \quad (2.4.5.2),$$

kjer so:

σ_p ... standardni odklon portfelja

x_i ... deleži posamezne naložbe i v skupnem premoženju

x_j ... deleži posamezne naložbe j v skupnem premoženju

σ_i ... standardni odklon naložbe i

$\sigma_{i,j}$... kovarianca donosa med naložbama i in j .

Standardni odklon premoženja se glede na medsebojne povezave vključenih naložb z dodajanjem novih naložb v premoženje zmanjšuje.

Tvegana vrednost (ang. *value at risk – VaR*) je statistično orodje za merjenje tveganja, ki na osnovi podatkov o donosih naložb z določeno stopnjo zaupanja oceni obseg največje možne izgube. Vrednost VaR je vedno izražena v valuti in je zaradi dokaj enostavnega izračuna priljubljeno orodje za merjenje tržnega tveganja, ki je pogostokrat navedeno kot edino orodje za merjenje tveganja (Jorion, 2007).

Izračun VaR-a temelji na preteklih ali predvidenih podatkih o donosih, na osnovi katerih se oblikuje verjetnostna porazdelitev s stopnjo zaupanja, ki je definirana kot:

$$c = \int_{-VaR}^{\infty} f(x) dx \quad (2.4.5.3),$$

kjer je:

$f(x)$... porazdelitvena funkcija.

Na grafu verjetnostne porazdelitve se določi točka, ki pokaže, s katerim številom α je potrebno pomnožiti celotno tržno vrednost naložbe W , da dobimo končno vrednost VaR. V

primeru standardne normalne porazdelitve zavzame vrednost α za 95 % stopnjo zaupanja vrednost 1,645 (Jorion, 2007, str. 162):

$$\text{PortfolioVaR} = \text{VaR}_p = \alpha \sigma_p W \quad (2.4.5.4),$$

kjer so:

σ_p ... standardni odklon portfelja

W ... tržna vrednost naložbe

$\alpha = 1,645$... v primeru standardne normalne porazdelitve za 95%-no stopnjo zaupanja.

Pri izračunu vrednosti VaR sta bistvenega pomena dva kvantitativna parametra, ki neposredno vplivata na izračunano vrednost VaR (Jorion, 2007):

- a) **stopnja zaupanja** (ang. *confidence level*) je odstotek, s katerim se z določeno verjetnostjo oceni največjo možno izgubo. Običajno se stopnja zaupanja giblje med 90 in 95 odstotki.
- b) **časovni horizont** predstavlja obdobje, v katerem naložbenik drži naložbe v portfelju. Daljši kot je, večja in manj natančna je vrednost VaR.

Med pozitivne lastnosti metode VaR uvrščamo možnost spreminjanja posameznih parametrov, kar nam omogoča sistematično ugotavljanje, katera kategorija je pomembnejši nosilec tveganja. Analiziranje poglavitnih dejavnikov tveganja omogoča celovitejše ugotavljanje, spremljanje in obvladovanje tržnega tveganja. VaR je splošno uporabljeno orodje s številnimi nadgradnjami, ki z upoštevanjem diverzifikacije portfelja poda jasen odgovor o tvegani vrednosti portfelja (Jorion, 2007).

Kot slabe lastnosti avtor navaja, da se vrednost VaR izmeri z določeno stopnjo napake, saj se izračun spreminja glede na dolžino serije, zajete v izračun. Pri optimalno razpršenih naložbah na finančnih trgih je porazdelitev drugačna od normalne. Metoda VaR ne opiše, kakšne so izgube izven stopnje zaupanja, ki jo predpostavlja, zato ni moč sklepati, kako so porazdeljene izgube oz. kakšna je oblika porazdelitve v tem delu grafa. V primeru pomanjkanja

zgodovinskih podatkov in previsoke stopnje zaupanja lahko z metodo VaR izračunamo slab približek (Jorion, 2007).

Koeficient beta β je v moderni portfeljski teoriji (ang. *modern portfolio theory* – *MPT*) orodje za merjenje sistematičnega tveganja. Je relativna mera tveganja, saj primerja donose naložbe z donosi kriterijskega indeksa in opredeljuje raven tveganja, ki ga mora naložbenik sprejeti pri oblikovanju svojega portfelja (Bodie et al., 2005).

Jorion opredeli koeficient β_i kot prispevek posamezne naložbe k celotnemu sistematičnemu tveganju portfelja in ga definira kot količnik kovariance med posamezno naložbo in kriterijskim indeksom ter varianco kriterijskega indeksa z izrazom (Jorion, 2007):

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_p)}{\sigma_p^2} \quad (2.4.5.5),$$

kjer so:

β_i ... vrednost sistematičnega tveganja i te naložbe

$\text{Cov}(r_i, r_p)$... vrednost kovariance med posamezno naložbo in kriterijskim indeksom

σ_p^2 ... varianca kriterijskega indeksa.

Vrednost koeficienta beta enaka nič da informacijo o popolni nekoreliranosti s trgom. Spremembe tečaja indeksa naj ne bi vplivale na spreminjanje vrednosti naložbe. Vrednost koeficienta bete med 0 in 1 pove, da je naložba v povprečju manj tvegana kot trg ter naj bi bila (naložba) manj volatilna ob gibanju indeksa tečaja. Če doseže beta vrednost enako 1, pomeni, da je koreliranost s trgom popolna, vrednost naložbe naj bi se v opazovanem obdobju gibala enako kot kriterijski indeks. V primeru, da je koeficient beta večji od 1, bi naložba reagirala na spremembe vrednosti na trgu bolj kot trg sam, ali alternativno, v primeru padca indeksa naj bi izgubila na vrednosti, v primeru porasta pa bi na vrednosti pridobila. Negativna vrednost koeficienta beta bi pomenila obratno koreliranost, kar bi se ob porastu indeksa odrazilo v zmanjšanju vrednosti naložbe za toliko, kolikor je vrednost bete (Jorion, 2007).

Beta portfelja (sestavljena beta) je definirana kot ponderirano povprečje bet posameznih naložb v portfelju, pri tem so ponderji enaki zastopnosti posameznih naložb v portfelju (Antunović, 1999, str. 157):

$$\beta_p = \sum_{i=1}^N x_i \beta_i \quad (2.4.5.6),$$

kjer so:

β_p ... vrednost sistematičnega tveganja portfelja

x_i ... deleži posamezne naložbe i v skupnem premoženju

β_i ... vrednost sistematičnega tveganja i te naložbe.

Portfeljski beta je merilo celotnega sistematičnega tveganja, ki mu je podvržen celoten portfelj naložb, in hkrati pokazatelj odziva donosov portfelja v primerjavi z donosi na trgu.

2.5. Financiranje nepremičninske naložbe

Financiranje nepremičninske naložbe zaradi finančne obsežnosti in kompleksnosti temelji na različnih oblikah in virih financiranja, za kar je običajno potrebna sestava in izvedba finančne konstrukcije projekta. Finančna konstrukcija projekta ali alternativno finančni plan je pojem, ki opredeljuje kombinacijo različnih virov financiranja, njihovo servisiranje in odplačilo. Je ključna za odločanje o virih financiranja, saj mora natančno definirati finančni sestav celotne naložbe, kot so deleži različnih finančnih sredstev, organiziranje in servisiranje dolga v skladu z zmožnostjo projekta, optimalnim mešanjem fiksnih in spremenljivih obrestnih mer, kritjem tečajnih tveganj ter usklajenostjo domačih in tujih zadolžitvev za naložbo (Repovž, 2002).

Finančna teorija razvrsti finančne instrumente financiranja po kriterijih glede na (Mrak et al., 2005):

- izvor kapitala,
- vrste kapitala (lastniški, dolžniški, kvazi-lastniški),
- način izdaje (zasebna plasma, javna prodaja),

- obličnosti (posojila, vrednostni papirji),
- ročnosti (kratkoročni, dolgoročni na trgu kapitala),
- tip vrednostnega papirja (navadne, prednostne delnice, obveznice, komercialni zapisi, obveznice z nakupnim bonom).

Pri analizi finančne konstrukcije gre ponavadi za kombinacijo lastniškega, dolžniškega, kvazi-lastniškega in rezervnega kapitala. Tako predstavljajo glavno vlogo v finančni strukturi projekta v primeru lastniškega kapitala sponzorji, v primeru dolžniškega kapitala banke, mednarodne agencije, država in institucionalni naložbeniki.

2.5.1. Lastniški kapital

Lastniški kapital je po mnenju Ferčiča (2002) v naložbeni kapital, ki v celoti prevzame tveganje in lastništvo nad projektom. Za kapitalske gospodarske družbe je po Zakonu o gospodarskih družbah delež lastniškega kapitala celo predpisan. Določen lastniški kapital je pogostokrat pogoj javnega sektorja, da določeni gospodarski družbi sploh podeli koncesijo za gradnjo, upravljanje določenega infrastrukturnega projekta ali pa da sploh lahko pridobi dodatni dolžniški kapital.

Lastniški kapital predstavlja najmanj tvegano obliko kapitala, zato posojilodajalci tak kapital razumejo kot zaščito pri financiranju naložbe iz dveh razlogov (Nevitt, Fabozzi, 1995):

- visok delež lastniškega kapitala predstavlja dolgoročni interes sponzorja in daje signal, da projekta ne bo opustil;
- dovoljšen obseg lastniškega kapitala nakazuje, da denarni tok projekta ni prekomerno obremenjen s stroški servisiranja dolga.

Praviloma si sponzorji želijo, da bi bil njihov delež čim nižji, kar pa je v nasprotju z upniki, saj v primeru neuspeha ne bodo izgubili svojega denarja. V primeru uspeha pa bodo uspeli poplačati dolg in ustvarili dobiček na račun tujega denarja.

Lastni finančni viri izhajajo iz lastnih prihrankov in predstavljajo del tekočega dohodka posameznikov ali podjetij, ki ni bil porabljen za druge namene. V skupino lastnih sredstev sodijo tudi finančna sredstva različnih naložbenikov, ki svoja sredstva združujejo v sklade

lastniškega kapitala in Joint-venture naložbe, namenjene za naložbe v nepremičnine. Posebno obliko lastniškega kapitala za nakup in gradnjo nepremičnin omogočajo banke preko različnih oblik stanovanjskega varčevanja. Pri tej obliki gre za namensko varčevanje, za katerega je običajno značilna ugodna obrestna mera. Na osnovi večletnega stanovanjskega varčevanja je mogoče pri banki dobiti ugodnejše stanovanjsko posojilo (Cirman et al., 2000).

2.5.2. Dolžniški kapital

Velik delež nepremičnin se zaradi velikega obsega naložbe financira z dolžniškim kapitalom. Večina dolžniškega kapitala je v primeru finančnih težav namenjena poplačilu naložbe in ni podrejena nobeni drugi obveznosti ter je v finančni literaturi označena kot dolg najvišjega reda (ang. *senior debt*). Dolg najvišjega reda se deli na posojila, ki so nezavarovana, in na zavarovana posojila. O nezavarovanih posojilih govorimo takrat, kadar posojilodajalec za posojeni znesek ne zahteva posebnega zavarovanja. Nezavarovani dolg upniki (banke) dodelijo predvsem dobro stoječim podjetjem z uspešno zgodovino. Pogosto so posojilodajalci nezavarovanega dolga tudi sami sponzorji. Zneski v obliki nezavarovanih dolgov v nepremičninskih naložbah predstavljajo le majhen odstotek celotne vrednosti nepremičnine. Veliko bolj se v finančnih transakcijah uporabljajo zavarovana posojila, ki so po obsegu (veliko bolj) številčnejša in se lahko zavarujejo na različne načine (Nevitt, Fabozzi, 1995):

- na podlagi pogodbenih klavzul,
- negativne zastave (ang. *negative pledge*),
- zavarovanje na podlagi pravice do zaplembe premoženja (nepremičnine).

Oblika zavarovanega dolga se podeljuje gospodarskim družbam, katerih tržna sredstva, ki so namenjena za zavarovanje samega dolga, predstavljajo obliko poroštva in se lahko hitro pretvorijo v likvidne oblike premoženja. Pri taki obliki dolga je vrednost zastavljenega premoženja lahko enaka ali večja kot znesek plačila. Sredstva, namenjena kot poroštvo, so lahko nepremičnine, vrednostni papirji in terjatve podjetja (Nevitt, Fabozzi, 1995).

2.5.2.1 Hipotekarno posojilo

Hipotekarno posojilo (ang. *mortgage*) je oblika zastavne pravice, ki je zavarovana terjatev z nepremičninskim premoženjem. Na podlagi hipoteke ima zastavni upnik pravico zahtevati poplačilo svoje veljavne zapadle terjatve iz vrednosti zastavljene nepremičnine. Osnovna

funkcija hipoteke je varstvo upnika, ki mu omogoča, da bo njegova s hipoteko zavarovana terjatev v celoti poplačana. V primeru neplačane terjatve ob njeni zapadlosti lahko upnik s hipotekarno tožbo od sodišča zahteva, da se nepremičnina proda, sam pa se nato poplača iz kupnine. Hipotekarno posojilo je med zastavnimi pravicami eno izmed najvarnejših instrumentov zavarovanja poplačila, ki je običajno v obliki dolgoročnega posojila namenjeno za nakup, gradnjo ali prenovo nepremičnine. Z vidika različnih pogojev odplačevanja posojila (načina amortizacije) poznamo (Cirman et al., 2000, str. 52–57):

- izključno obrestna posojila, pri katerih posojilojemalci s tekočimi obroki poravnajo le obresti na izposojeni znesek, ob zapadlosti pa poleg zadnjega obroka obresti poravnajo še glavnico v enkratnem znesku; zadnje plačilo se zaradi velikosti imenuje napihnjeno plačilo (ang. *balloon payment*);
- amortizirana hipotekarna posojila, pri katerih je obrok plačila sestavljen iz obresti in dela glavnice; zaradi odplačila dela glavnice se le-ta postopoma zmanjšuje in ob zapadlosti napihnjenega plačila ni.

2.5.2.2 Nepremičninski leasing

Leasing nepremičnin predstavlja alternativno obliko hipotekarnemu financiranju nepremičnin. Za razliko od hipotekarnega financiranja je pri tej obliki financiranja, razen v primeru operativnega leasinga, do plačila zadnjega obroka lastnik nepremičnine dajalec leasinga. Ena glavnih prednosti leasinga je v (so)razmeroma nizki višini lastnih sredstev, ki jih mora jemalec leasinga vložiti v naložbo, saj v tem primeru leasingodajalec prevzame nase večji del financiranja, medtem ko je pri hipotekarnem financiranju vložek lastnih sredstev ponavadi višji. To je značilno predvsem za Slovenijo, saj so banke pripravljene odobriti hipotekarno posojilo v višini 70 % vrednosti nepremičnine, najpogosteje pa le 50 % (Cirman et al., 2000).

Avtorji Ross, Westerfield in Jaffe (2002) navajajo kar nekaj prednosti in slabosti, zaradi katerih se leasing nepremičnin bolj ali manj splača kot sam nakup nepremičnine. Prednosti, ki jih zagovorniki leasing nepremičnin navajajo, so:

- leasing lahko v odvisnosti od bonitete jemalca leasinga stoodstotno financira naložbo;

- leasing pogodba lahko prispeva k zmanjšanju negotovosti pri sklepanju takšne oblike financiranja (dajalec leasinga ima varnejši položaj s tem, ko obdrži lastninsko pravico nad predmetom leasinga);
- z leasingom se zmanjšajo davki;
- transakcijski stroški nakupa in financiranja nepremičnine z dolžniškim ali lastniškim kapitalom so lahko višji kot pri leasingu nepremičnine;
- leasing omogoča podjetjem razpršitev virov financiranja;
- leasing podjetja so zelo fleksibilna, kar se odraža tudi pri fleksibilnosti njihovih storitev.

Slabosti, ki jih zagovorniki leasing nepremičnin navajajo, so (Ross, Westerfield in Jaffe, 2002):

- nezaupanje podjetij v leasing zaradi slabega poznavanja narave delovanja;
- monopolni ali oligopolni položaj na trgu zaradi specializacije peščice leasing podjetij znotraj nacionalnih trgov;
- negativna reklama ob izbruhu afer, povezanih z leasingom;
- leasing je dražja oblika financiranja v primerjavi s kreditom;
- st odstotno financiranje z leasingom ni vedno izvedljivo, ker se znesek financiranja od bonitete jemalca leasinga in lokacije nepremičnine razlikuje;
- slabši nadzor nad izvenbilančnim financiranjem;
- drugi razlogi, ki jih podjetja vidijo kot pomanjkljivosti.

2.5.2.3 Povratni nepremičninski leasing

Pri tej obliki leasinga (ang. *sale-leaseback*) se lastnik nepremičnine odloči svojo nepremičnino prodati in jo od svojega novega lastnika vzame nazaj na leasing za dogovorjeno odplačilno dobo. Na tak način si prodajalec nepremičnine zagotovi sredstva za izvedbo projekta iz kupnine, ki jo prejme od prodaje nepremičnine, dajalec leasinga pa anuitetna plačila, ki morajo zagotoviti želen donos na naložbo (Ross, Westerfield in Jaffe, 2002).

2.5.3. Kvazi-lastniški kapital

Kvazi-lastniški kapital (ang. *quasi-equity*), ki je poznan tudi pod pojmom vmesno financiranje (ang. *mezzanine financing*) ali subsidiarni dolg (ang. *subordinated loan*), je oblika kapitala, ki vsebuje hkrati elemente lastniškega in dolžniškega kapitala. Gre za kapital v obliki nezavarovanega posojila s fiksno obrestno mero, ki je običajno višja od obrestne mere zavarovanega dolga, ki ga posojilodajalci za potrebe izračunavanja finančnega vzvoda pojmujejo kot lastni vložek. Oblike financiranja so lahko posojila, vrednostni papirji v obliki obveznice z nakupnim bonom (ang. *warrant*) in zamenljive obveznice (ang. *convertible bond*). Dolgoročne naložbe, ki na dolgi rok ne prinašajo velikega donosa, običajno zahtevajo visok finančni vzvod, ki ima za posledico povečevanje donosa na vložena sredstva (Nevitt, Fabozzi, 1995).

2.5.4. Rezervni kapital

Rezervni kapital (ang. *reserve capital*) je kapital, ki je namenjen projektu v njegovih začetnih, razvojnih fazah, in je namenjen za primere sprememb v samem projektu (Nevitt, Fabozzi, 1995).

Po mnenju Ferčiča (2002) ima preventivno funkcijo v primeru preprečevanja zastoja, prekinitve naložbe v primeru nepredvidljivih dogodkov in ga uvrščamo tako med lastniške kot dolžniške oblike financiranja. V praksi običajno nastopa kot dolžniška oblika financiranja nepremičninske naložbe.

2.6. Davčne obremenitve nepremičninskega naložbenika

Davki so zgodovinska kategorija in so zato znani že iz časov nastanka prvih držav. Velik del ljudi jih obravnava kot nujno zlo, zaradi česar je odnos do davkov v večini primerov negativen. Z davki država financira lastno delovanje, gradi, vzdržuje državno infrastrukturo in opravlja različne storitve, katere so deležni vsi državljani. Davke definira davčna zakonodaja in predstavlja področje, ki se spreminja iz leta v leto. V Sloveniji je bilo od osamosvojitve dalje sprejete veliko nove davčne zakonodaje, ki se je z vstopom Slovenije v Evropsko unijo morala prilagoditi novim evropskim davčnim smernicam. Prilagoditev in sprememb so bili

deležni tudi zakoni, ki v svojih aktih obravnavajo nepremičnine in dejavnosti, povezane z njimi. Tako se pri poslovanju z nepremičninami srečamo kar z osmimi vrstami davkov, ki jih bomo v skrajšani obliki obravnavali v tem poglavju:

- davek na promet nepremičnin,
- davek od dobička kapitala,
- davek na dodano vrednost,
- davek na premoženje,
- davek na dohodek iz premoženja,
- davek na dediščine in darila,
- davek od dohodka iz kmetijstva,
- nadomestilo za uporabo stavbnega zemljišča.

V pripravi je sprejetje enotnega *Zakona o davku na nepremičnine*, ki naj bi nadomestil do sedaj veljavne dajatve z naravo davka na nepremičnine, in sicer: davek na premoženje, nadomestilo za uporabo stavbnega zemljišča in pristojbino za vzdrževanje gozdnih cest. Omenjeni zakon naj bi temeljil na tržni vrednosti posamezne nepremičnine. S sprejetjem novega davka naj bi se poenotil sistem obdavčitve, število davkoplačevalcev, velikost obdavčitve, uredila naj bi se tudi posamezna področja nepremičninskega trga (www.finance.si, december 2010).

2.6.1. Davki pri prodaji nepremičnine

Obdavčitev nepremičnin pri prodaji obravnavata *Zakon o davku na promet nepremičnin* (Uradni list RS, št. 117/2006) in *Zakon o dohodnini* (Uradni list RS, št. 117/2006, 33/2007, 45/2007, 90/2007, 10/2008, 78/2008, 92/2008, 125/2008, 20/2009, 10/2010, 13/2010, 28/2010, 43/1010, 51/2010, 106/2010, 9/2011 in 13/2011), ki obravnavata kapitalske dobičke pri prodaji ali podaritvi nepremičnine.

Pri davku na promet z nepremičninami se obdavčuje promet nepremičnin, ki je bil opravljen na območju Republike Slovenije in velja za prihodek občine, kjer nepremičnina leži. Davčna osnova je prodajna cena nepremičnine, pri nepremičninski zamenjavi pa cenovna razlika, ki pri tem nastane. Višina davka je 2 % davčne osnove. Zavezanec za plačilo davka je prodajalec nepremičnine ali udeleženec, ki daje v zameno več vredno nepremičnino. Davčna obveznost

nastane ob sklenitvi pogodbe, na podlagi katere se prenese nepremičnina, ali ob ustanovitvi oz. prenosu stavbne pravice. Z davkom na promet z nepremičninami niso obdavčene nepremičnine in ustanovitev ali prenos stavbne pravice, od katerih je bil plačan davek na dodano vrednost (DDV). Ravno tako se davka na promet z nepremičninami ne plačuje pri prenosu nepremičnin na diplomatska in konzularna predstavništva, pri razlastitvah, pri prenosu nepremičnin s statusom javnega kulturnega spomenika, agrarnih operacijah, stečajih, ločitvah ali razdrtju zunajzakonskih zvez in urejanju premoženja znotraj gospodarskih družb.

Davek, ki izhaja iz kapitalskega dobička, pa se določi na osnovi razlike med vrednostjo nepremičnine ob pridobitvi in odsvojitvi. V primeru negativne razlike se v tekočem letu odsvojitve zmanjša davčna osnova. Vrednost nepremičnine ob pridobitvi je njena pogodbeno cena; v primeru obdaritve se za vrednost šteje le-ta, od katere je bil odmerjen davek na dediščine in darila, če davek ni bil odmerjen, pa primerljiva tržna vrednost v času pridobitve. V tej vrednosti so lahko vštetí stroški naložb in vzdrževanja, davek na dediščine in darila ali davek na promet z nepremičninami, stroški cenitve in normirani stroški v višini 1 % nabavne vrednosti. Za odsvojitveno vrednost se šteje pogodbeno vrednost ali pa primerljivo tržno vrednost, ki se jo lahko zmanjša za normirane stroške v višini 1 % vrednosti nepremičnine, vrednost davka na promet z nepremičninami in za stroške cenitve. Obdavčitvena stopnja je 20 % in se vsakih 5 let lastništva nepremičnine zmanjša za 5 %. Po 20-ih letih lastništva se dohodnina ne plača več. Pri odsvojitvi stanovanja ali stanovanjske hiše, ki ima največ dve stanovanji, v njem pa je imel zavezanec vsaj tri leta prijavljeno stalno prebivališče in tam tudi dejansko bival, se dohodnina ne plača, četudi je od pridobitve lastništva minilo manj kot 20 let.

2.6.2. Davki ob nakupu nepremičnine

Davke ob nakupu nepremičnine ureja *Zakon o davku na dodano vrednost* (Uradni list RS, št. 117/2006, 22/2009, 85/2009, 10/2010, 85/2010, 13/2011 in 18/2011). Osnova za odmero davka na dodano vrednost je prodajna cena novogradnje. Stopnja davka na dodano vrednost je 8,5 % za nakup novozgrajenih stanovanj z uporabno površino do 120 m² oz. stanovanjskih hiš z uporabno površino do 250 m² in 20 % za nakup poslovnih prostorov oziroma poslovnih stavb. Zavezanec za plačilo davka na dodano vrednost je prodajalec. Plačila davka ob nakupu nepremičnine so oproščene vse nepremičnine, ki so že bile v rabi.

2.6.3. Davki pri oddajanju nepremičnine

Obdavčitev dohodkov, ki izhajajo iz najemnin nepremičnine, urejata *Zakon o dohodnini* (Uradni list RS, št. 117/2006, 33/2007, 45/2007, 90/2007, 10/2008, 78/2008, 92/2008, 125/2008, 20/2009, 10/2010, 13/2010, 28/2010, 43/1010, 51/2010, 106/2010, 9/2011 in 13/2011) in *Zakon o davčnem postopku* (Uradni list RS, št. 117/2006, 24/2008, 125/2008, 20/2009, 97/2010 in 13/2011). Dohodke iz najemnin nepremičnine se po zakonu všteva v dohodnino in so obdavčeni v skladu z dohodninsko lestvico. Davčna osnova je dohodek v obliki najemnine (tudi druga nadomestila v povezavi z oddajanjem premoženja v najem), zmanjšan za normirane stroške v višini 40 % najemnine. Zavezanec lahko namesto normiranih stroškov uveljavlja dejanske stroške vzdrževanja, s katerimi ohranja vrednost premoženja in jih dokazuje na podlagi računov. V primeru oddajanja kmetijskih ali gozdnih zemljišč predstavlja davčno osnovo celotni doseženi dohodek. Akontacijo dohodnine, ki znaša 25 % davčne osnove, ugotovi davčni urad na podlagi napovedi zavezanca. Dohodnine se ne plačuje od dohodkov preživljanca po pogodbi o dosmrtnem preživljanju in od dohodka za odstop prostora za izvedbo volitev ali referendumov, če ne presega 42 €.

2.6.4. Davek na dediščine in darila

Obdavčitev podarjenega ali podedovanega nepremičninskega premoženja ureja *Zakon o davku na dediščine in darila* (Uradni list RS, št. 117/2006). Iz obdavčitve so izvzete premočnine, vrednostni papirji in denar, katerih skupna vrednost je nižja od 5.000 €. Davčno osnovo predstavlja vrednost podedovanega nepremičninskega premoženja ali darila po odbitku dolgov, stroškov in bremen, ki se ga tičejo. Pri nepremičninah predstavlja obdavčljivo vrednost 80 % posplošene tržne vrednosti. V obdobju, ko posplošena tržna vrednost še ni določena, pa velja vrednost nepremičnine, ki bi se jo dalo doseči v prostem prometu. V davčno osnovo se seštevajo vsa darila, ki jih prejemnik prejme od istega darovalca v roku 12 mesecev od prejema prvega darila. Višina davka je določena glede na vrednost nepremičnine in dedni red ter znaša za:

Prvi dedni red (neposredni potomci in zakonski partnerji, zet, snaha, pastorek in partner v registrirani istospolni partnerski skupnosti):

- ni obdavčitve.

Drugi dedni red (starši, bratje, sestre in njihovi potomci):

- do 10.000 €: 5 %;
- nad 10.000 € do 50.000 €: 500 € + 6 % za del nad 10.000 €;
- nad 50.000 € do 100.000 €: 2.900 € + 7 % za del nad 50.000 €;
- nad 100.000 € do 200.000 €: 6.400 € + 8 % za del nad 100.000 €;
- nad 200.000 € do 300.000 €: 14.400 € + 10 % za del nad 200.000 €;
- nad 300.000 € do 400.000 €: 24.400 € + 12 % za del nad 300.000 €;
- nad 400.000 €: 36.400 € + 14 % za del nad 400.000 €.

Tretji dedni red (dedki in babice):

- do 10.000 €: 8 %;
- nad 10.000 € do 50.000 €: 800 € + 9 % za del nad 10.000 €;
- nad 50.000 € do 100.000 €: 4.400 € + 10 % za del nad 50.000 €;
- nad 100.000 € do 200.000 €: 9.400 € + 11 % za del nad 100.000 €;
- nad 200.000 € do 300.000 €: 20.400 € + 13 % za del nad 200.000 €;
- nad 300.000 € do 400.000 €: 33.400 € + 15 % za del nad 300.000 €;
- nad 400.000 €: 48.400 € + 17 % za del nad 400.000 €.

Vse druge osebe:

- do 10.000 €: 12 %;
- nad 10.000 € do 50.000 €: 1.200 € + 16 % za del nad 10.000 €;
- nad 50.000 € do 100.000 €: 7.600 € + 20 % za del nad 50.000 €;
- nad 100.000 € do 200.000 €: 17.600 € + 25 % za del nad 100.000 €;
- nad 200.000 € do 300.000 €: 42.600 € + 30 % za del nad 200.000 €;
- nad 300.000 € do 400.000 €: 72.600 € + 35 % za del nad 300.000 €;
- nad 400.000 €: 107.600 € + 39 % za del nad 400.000 €.

Plačil so poleg prvega dednega reda oproščene tudi osebe, ki imajo status kmeta, organizacije, ki opravljajo kulturne, izobraževalne, raziskovalne, socialno-varstvene, zdravstvene, verske, dobrodelne ali človekoljubne dejavnosti ter dejavnosti zaščite in reševanja, pod pogojem, da je premoženje namenjeno opravljanju osnovne dejavnosti.

2.6.5. Davek od premoženja

Premoženjski davek ureja *Zakon o davkih občanov* (Uradni list SRS, št. 36/1988, 8/1989 in 83/1989, Uradni list SFRJ, št. 83/1989, Uradni list RS, št. 48/1990, 8/1991, 10/1991, 17/1991, 14/1992, 7/1993, 13/1993, 66/1993, 12/1994, 15/1995, 77/1995, 18/1996, 77/1996, 80/1997, 86/1998, 91/1998, 1/1999, 7/1999, 28/1999, 110/1999, 116/2000 in 117/2006, 24/2008). Plačujejo ga fizične osebe, ki imajo v lasti ali uživajo stavbe, dele stavb, stanovanja, garaže, prostore za počitek in prostore za rekreacijo. Obveznost plačila nastane ob sklenitvi pogodbe o prodaji, izdaji uporabnega dovoljenja ali z začetkom uporabe prostorov. Osnova za odmero

davka je vrednost stavbe oz. prostora, ki se jo ugotovi na podlagi *Pravilnika o merilih in načinu ugotavljanja vrednosti stanovanj in stanovanjskih hiš ter sistemu točkovanja* (Uradni list SRS, št. 25/1981 in Uradni list RS, št. 181/1991, 19/1991, 65/1999, 127/2004 in 6/2008).

2.6.6. Nadomestilo za uporabo stavbnega zemljišča

Nadomestilo za uporabo stavbnega zemljišča (NUSZ) urejata *Zakon o stavbnih zemljiščih* (Uradni list RS, št. 44/1997, 98/1999, 1/2000, 67/2002, 110/2002 in 8/2003) in *Zakon o davčnem postopku* (Uradni list RS, št. 117/2006, 24/2008, 125/2008, 20/2009, 47/2009, 48/2009, 110/2009, 1/2010, 43/2010, 97/2010 in 13/2011). Gre za obvezno dajatev, ki se plačuje na območju mest in naselij mestnega značaja, na območjih, za katere je bil sprejet prostorski izvedbeni načrt; na območjih, ki so določena za stanovanjsko in drugačno kompleksno graditev, in na drugih območjih, ki so opremljena z vodovodnim in električnim omrežjem. Višino NUSZ določajo občine, ravno tako le-te določajo območja, kjer se plačuje. Občine določajo tudi pogoje za delno in popolno oprostitev plačila. Pri določitvi višine nadomestila se upoštevajo namembnost stavbnega zemljišča, lega oz. območje, opremljenost s komunalno infrastrukturo in možnosti priključitve na komunalno infrastrukturo. NUSZ se plačuje od stanovanjske in poslovne površine objekta, nadomestilo za nezazidano stavbno zemljišče pa od površine, ki je predvidena za pozidavo in spada med prihodke občine. Odmero NUSZ izvede davčni organ po uradni dolžnosti, pri tem pa upošteva podatke, ki mu jih pošlje občina, in občinske odloke. Na zahtevo so plačila NUSZ v obdobju 5 let opravičeni občani, ki so kupili novo stanovanje kot del stavbe, zgradili, dozidali ali nadzidali stanovanjsko hišo in so plačali stroške urejanja stavbnega zemljišča. Občina lahko predpiše tudi oprostitev ali delno oprostitev za občane z nižjimi dohodki in občane, ki so organizirano vlagali družbena sredstva v izgradnjo komunalnih objektov in naprav.

V tem poglavju smo predstavili najpomembnejše osnovne pojme in z njimi povezane zveze, kot so naložba in nepremičnine. Podrobno smo opisali osnovne kriterije, na podlagi katerih se razvrščajo naložbe glede na donos in tveganje. Predstavili smo glavne motive naložbenika pri naložbah v nepremičnine, načine financiranja in davčne obremenitve. V nadaljevanju bomo predstavili osnovne zakonitosti nepremičninskega trga, trg nepremičnin v Sloveniji in pomen nepremičnine v portfelju naložb. Na podlagi dosedanjih analiz bomo poskusili opredeliti stanje, v katerem se nahaja slovenski nepremičninski trg, ter morebitno prihodnje dogajanje.

3 Dosedanje analize nepremičninskega trga

3.1. Opredelitev nepremičnine

3.1.1. Pojem nepremičnine

Nepremičnine so poskušali definirati že številni avtorji, različno glede na čas in namen opredeljevanja. Avstrijski občni državljanski zakonik iz leta 1811 je kot premične stvari definiral le-te, ki se dajo predstavljati brez poškodbe tvarine z mesta na mesto, vse ostalo je štel za nepremičnine (Keresteš, 2004).

Nepremičnine v lasti podjetij ali fizičnih oseb predstavljajo del premoženja, močan potencial in osnovo, ki omogoča organiziranje vsakovrstne dejavnosti in osebno uporabo. Lastništvo nepremičnine je povezano z zakonsko določenimi pravicami, ki vključujejo pravico do uporabe, posesti, razpolaganja in prepovedi dostopa. Tako lahko nepremičnino opredelimo kot zemljišče in vse, kar je na zemljišču pritrjeno, kar je zemljišču pripadajoče in kar je po zakonu nepremično (McKenzie, 2001).

Glavno zakonsko definicijo najdemo v 18. členu Stvarnopravnega zakonika (Stvarnopravni zakonik, Uradni list RS, št. 87/2002), ki pravi, da je nepremičnina prostorsko odmerjen del zemeljske površine, skupaj z vsemi sestavinami. To pomeni, da s pojmom nepremičnina razumemo predvsem zemljiško parcelo, ki je odmerjena v skladu s predpisi, ki urejajo zemljiški kataster. Nepremičnine tako ne sestavlja zgolj zemljišče, temveč tudi vse njene sestavine. Sestavine pa so definirane kot vse tiste stvari, ki se s prepričanjem štejejo za del druge stvari. Zato velja na tem mestu posebej opozoriti na pomen zemljiškega katastra kot nepremičninske evidence, ki po svoji funkciji določa, kaj nepremičnina sploh je. Zveza izhaja že iz zakona o Zemljiški knjigi, ki določa, da se nepremičnine v Zemljiško knjigo vpisujejo s katastrskimi podatki. Stvarnopravni zakon uveljavlja tudi načelo povezanosti (lat. načelo *superfices solo cedit*), ki določa, da je vse, kar je po namenu trajno spojeno ali je trajno na nepremičnini, nad ali pod njo, sestavina nepremičnine, če zakon ne določi drugače. Po tej definiciji so vsi objekti, ki se nahajajo na, nad ali pod zemljiščem sestavina nepremičnine. Definicija premičnine v drugem odstavku 18. člena SPZ je negativna. Za premičnino se šteje vsaka stvar, ki ni nepremičnina. Torej samostojna stvar, ki ni sestavni del zemljišča.

3.1.2. Osnovne lastnosti nepremičnine

V primerjavi z ostalimi dobrinami imajo nepremičnine določene specifične lastnosti, ki jih razdelimo v tri velike skupine (Dasso, Ring, 1985):

a) Fizične lastnosti:

- nepremičnost je osnovna lastnost nepremičnin, ki z gotovostjo velja le za zemljišča, medtem ko je prestavljanje zgradb možno in hkrati povezano z visokimi stroški;
- neuničljivost, pri kateri je potrebno razlikovati med fizično neuničljivostjo in ekonomsko trajnostjo, ki je lahko zaradi spremenjenih okoliščin drugačna;
- heterogenost ali raznovrstnost je izrazita lastnost nepremičnin, saj zaradi neločljive povezanosti z lokacijo ni mogoče najti dveh popolnoma enakih nepremičnin.

b) Ekonomske lastnosti:

- relativna redkost nepremičnin predstavlja nezadostno ponudbo na trgu nepremičnin, ki jo v primeru povečanega povpraševanja lahko zmanjšamo tako, da povečamo število nepremičnin na trgu;
- fizična in ekonomska lokacija z medsebojno soodvisnostjo pogojujeta različno uporabnost in vrednost nepremičnin. Tako je z nepremičnino neločljivo povezan družbenoekonomski značaj soseščine in fizičen značaj okolice, ki ustvarja monetarne in psihološke prednosti ter koristi lastnikom ali uporabnikom, in se posledično zrcalita v sami vrednosti nepremičnine;
- dolga povračilna doba nepremičninskih naložb;
- soodvisnost nepremičnin pomeni medsebojno vplivanje uporabe, izboljšav in vrednosti, kar se običajno odraža v njeni pozitivni (izgradnja povezav, vrtcev, šol) ali negativni (izgradnja nuklearne elektrarne) ekonomski vrednosti.

c) Institucionalne lastnosti:

- zakonodaja in različne regulacije (lokalni in prostorski plani) imajo na nepremičnine in njihovo vrednost močan vpliv;
- lokalne in regionalne navade v obliki vrste, tipa, zunanjšega videza objekta imajo pomembno vlogo pri poslovanju z nepremičninami;
- nepremičninska združenja in organizacije v obliki združenj nepremičninskih posrednikov, cenilcev in raznih stanovanjskih združenj imajo pomemben vpliv na trg in razvoj nepremičnin.

3.1.3. Vrste nepremičnin

Nepremičnine lahko glede na namen in dejansko uporabo razdelimo v naslednje skupine (Dasso, Ring, 1985):

- stanovanjske nepremičnine;
- poslovne nepremičnine;
- industrijske nepremičnine;
- kmetijske nepremičnine;
- nepremičnine za posebne namene;
- javne nepremičnine.

Enotna klasifikacija objektov po vrstah (*Classification of Types of Constructions*, v nadaljevanju CC) v Republiki Sloveniji je bila sprejeta z uredbo Vlade RS in objavljena v Uradnem listu RS št. 109/11. CC je zasnovana tako, da je uporabna za različne namene, npr. za statistiko gradbeništva, poročila o gradnji, popise stavb in stanovanj, statistiko cen gradbenih del ter za nacionalne račune. Poleg tega lahko CC klasifikacijo uporabljamo za definicije objektov, ki so potrebne pri pripravi informacij o specifičnih spremenljivkah (npr. o gradbenih dovoljenjih, proizvodnji) v zvezi s kratkoročnimi indikatorji. CC je zasnovana tudi tako, da se lahko uporablja skozi celotno življenjsko dobo objekta, bodisi pri spremembah namembnosti, transakcijah, obnovitvah ali rušenju. CC bi se lahko uporabljala tudi kot klasifikacijski standard pri razpisih in pridobivanju ponudb za javna naročila (Uradni list RS št. 109/11).

V tej klasifikaciji so objekti razdeljeni v »stavbe« in »gradbene inženirske objekte«. CC znotraj teh dveh področij loči objekte predvsem po tehnični zasnovi, ki je odvisna od uporabe (npr. poslovne in upravne stavbe, trgovske stavbe in stavbe za storitvene dejavnosti, ceste, cevovodi, ipd.) in posebno pri stavbah, po pretežni namembnosti (npr. stanovanjske, nestanovanjske stavbe). Podatki o zemljišču, na katerem je objekt (lokacija objekta), lastništvu in kateri instituciji objekt pripada (o tem, katera ustanova objekt uporablja), so za to klasifikacijo nepomembni in niso upoštevani (Uradni list RS št. 109/11).

Stavbe so razdeljene v stanovanjske in nestanovanjske. CC klasifikacija stanovanjske stavbe definira kot stavbe, od katerih se vsaj polovica uporabne površine uporablja za stanovanjske

namene. Če se za stanovanjske namene uporablja manj kot polovica uporabne površine tal, se stavba razvrsti k nestanovanjskim stavbam, in sicer po namembnosti, za katero je zasnovana. Nestanovanjske stavbe definira kot stavbe, ki se v glavnem uporabljajo oz. so namenjene za nestanovanjske namene. Če se vsaj polovica uporabne površine tal uporablja v stanovanjske namene, se stavba uvršča med stanovanjske (Uradni list RS št. 109/11).

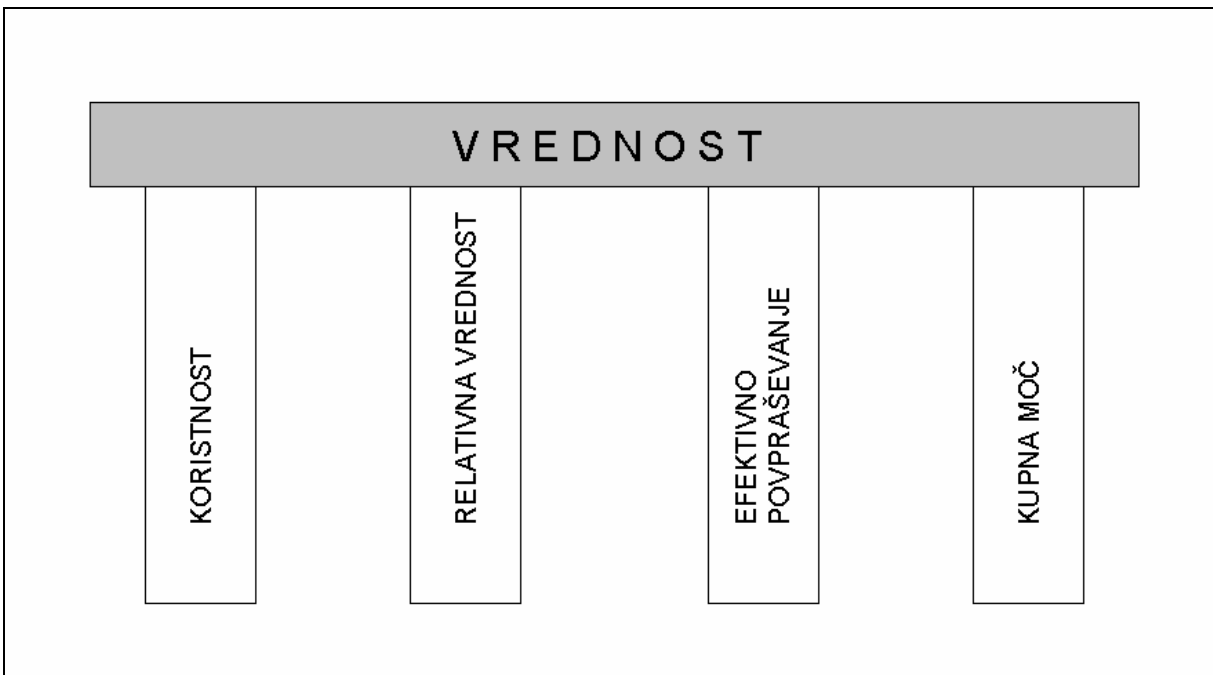
Gradbeno inženirske objekte CC klasifikacija razvršča po tehnični zasnovi, ki jo določa namembnost zgradbe. Po tej klasifikaciji so gradbeni inženirski objekti vsi gradbeni objekti, ki niso uvrščeni k stavbam (železniške proge, ceste, mostovi, letališke steze, jezovi itd.) (Uradni list RS št. 109/11).

3.1.4. Pojem vrednost nepremičnine

Pojem vrednosti nepremičnine je predmet številnih teoretičnih razprav. Ekonomisti 18. in 19. stoletja so jo razumeli kot ceno proizvodnje oz. ceno izgradnje nepremičnine. Konec 20. stoletja se je vrednost nepremičnine začela podrežati subjektivni vlogi potrošnika in njeni uporabnosti. Tako se na trgu nepremičnin, kjer se trguje z nepremičninskimi pravicami, najpogosteje srečujemo s tržno vrednostjo nepremičnine (Dasso, Ring, 1985).

Po sodobni teoriji ocenjevanja nepremičnin obstajajo štiri neodvisni ekonomski dejavniki, ki oblikujejo vrednost nepremičnine: koristnost, relativna redkost, efektivno povpraševanje in kupna moč. Da bi nek predmet imel vrednost, morajo biti prisotni vsi štiri dejavniki. Zapletena interakcija med njimi ustvarja vrednost, ki se kaže v ponudbi in povpraševanju (The Appraisal of Real Estate, 1996, str. 28–29).

Vrednost nepremičnine izhaja iz pravic in koristi, ki so posledica lastništva, posesti in uporabe. Nepremičninska pravica ima vrednost, uspešno upravljanje nepremičnine ustvarjata priložnosti za posameznike, da dosežejo ekonomske cilje. Nenazadnje trg nepremičnin ostaja eden poglavitnih generatorjev naložbene in druge gospodarske aktivnosti (The Appraisal of Real Estate, 1996, str. 35).

Slika 4: Vrednost kot medsebojni vpliv štirih dejavnikov**Figure 4: Value as a reciprocal influence of four facts**

Vir: The Appraisal of Real Estate, 1996, str. 28

Ker bi razlaga in pojasnjevanje vrednosti nepremičnine preseglo okvire zastavljenega dela, smo se odločili, da se bomo v nadaljevanju omejili le na tržno vrednost nepremičnine in jo definirali z uporabo mednarodnih standardov ocenjevanja takole: »Tržna vrednost nepremičnine je ocenjeni znesek, za katerega naj bi voljan kupec in voljan prodajalec zamenjala sredstvo na datum ocenjevanja vrednosti v poslu med nepovezanima in neodvisnima strankama po ustreznem trženju in pri čemer sta stranki delovali seznanjeno, preudarno in brez prisile« (International Valuation Standards Council, 2011, str. 9).

V primeru učinkovitega trga cena zagotavlja najboljši približek vrednosti, saj kaže resnično vrednost naložbe. Za ceno bi voljan kupec in voljan prodajalec zamenjala premoženje na datum ocenjevanja vrednosti v transakciji med nepovezanima in neodvisnima strankama po ustreznem trženju, kjer sta stranki delovali seznanjeno, previdno in brez prisile. V tej ceni so vključene vse informacije, tako javne kot zasebne. V tem smislu ni nihče zmožen najti podcenjenega premoženja (Damodaran, 2002).

Trgovanje z nepremičninami zajema vse človeške aktivnosti, povezane z nepremičninami, zato se lahko iz ekonomskega vidika nepremičnino kupi, proda, deduje ali podari, proizvaja, popravlja, vzdržuje, adaptira, vloži v podjetje, zastavi, spreminja namembnost uporabe ter se jo kupi na kredit ali leasing ali vzame v najem (Premik, 2007).

3.2. Oprelitev trga nepremičnin

3.2.1. Trg in funkcije trga nepremičnin

Trg je stičišče ljudi, na katerem se srečujejo vsi, ki želijo kupiti, prodati ali izmenjati proizvode ali svoje storitve. V najosnovnejšem pojmovanju je trg nepremičnin seštevka vseh prodajnih, nakupnih, najemnih in naložbenih transakcij, ki se zgodijo v zvezi z nepremičninskim premoženjem (McMahan, 1989). Na trgu nepremičnin se trguje z dobrinami, katerih količina in kvaliteta sta težko merljivi. Trguje se ne le z dobrino tj. z nepremičnino v fizičnem stanju, ampak tudi z lastninsko pravico. Rezultati delovanja trga nepremičnin so vidni v lastninski prerazporeditvi in uporabi zemljišč, ki odražajo socialne in ekonomske prednosti potrebe neke skupnosti ali področja (Dasso, Ring, 1985). Zaradi opisanih lastnosti nepremičnine kot tržnega proizvoda se trg nepremičnin močno razlikuje od teoretičnega koncepta polno konkurenčnega trga, ki je ideal učinkovitega trga. Na njem ni mogoče na podlagi kakršnih koli informacij, javno dostopnih ali zasebnih, novih ali starih ustvariti nenormalnih dobičkov.

Slika 5: Primerjava med trgom popolne konkurence in trgom nepremičnin**Figure 5: Comparison between full competition market and real estate market**

TRG POPOLNE KONKURENCE	TRG NEPREMIČNIN
homogenost proizvodov	edinstvenost nepremičnine neobstočnost substituta
veliko število kupcev in prodajalcev, ki bi lahko vplivali na ceno	v določenem času in cenovnem razredu le omejeno število kupcev in prodajalcev
odsotnost umetnih ovir	vplivi vladnih programov, državnih in lokalnih predpisov, monetarna in fiskalna politika
popolna mobilnost proizvodov, produkcijskih faktorjev in kupcev	nemobilnost, raba nepremičnine na obstoječi lokaciji
popolna informiranost vseh kupcev in prodajalcev	slaba informiranost na trgu ni rednih kupcev in prodajalcev

Vir: Cirman, 2004, str. 68; povzeto po Ring in Dasso, 1985, 190–212

Trg nepremičnin kljub razlikam s trgom popolne konkurence uvrščamo v kapitalni trg, saj so nepremičninske naložbe v veliki meri pogojene s financiranjem različnih finančnih institucij in so zato cene nepremičnin močno odvisne od finančnih oblik financiranja in stroškov, ki pri tem nastanejo. Podobno kot kapitalni trg je tudi trg nepremičnin indikator splošnega gospodarskega gibanja v neki državi. Med obdobjem gospodarske rasti se zaradi širitve proizvodnje večajo naložbe, kar posledično dvigne tudi povpraševanje po zemljiščih in ostalih nepremičninah (Dasso, Ring, 1985).

Osnovne funkcije trga nepremičnin so (Dasso, Ring, 1985):

- menjava lastništva in prerazdelitev zemljišč in obstoječega prostora različnim namenom uporabe glede na preference finančno sposobnih uporabnikov (prodaja, najem zemljišča ali nepremičnine za specifično rabo);
- informiranje o cenah, vrednostih nepremičnin in ostalem dogajanju na nepremičninskem trgu; vsi udeleženci znotraj trga morajo biti informirani o tekočih

informacijah glede gibanja cen, višini najemnin, vrednosti primerljivih nepremičnin, da lahko sprejmejo odločitev, povezano z nepremičninsko transakcijo;

- prilagajanje kvalitete in količine prostora spremembam socialnih in ekonomskih potreb, ki se pojavljajo vzporedno. Prilagoditve novim razmeram lahko lastnikom doprinesejo nove priložnosti, zato je potrebno, da se na te spremembe odzivajo.

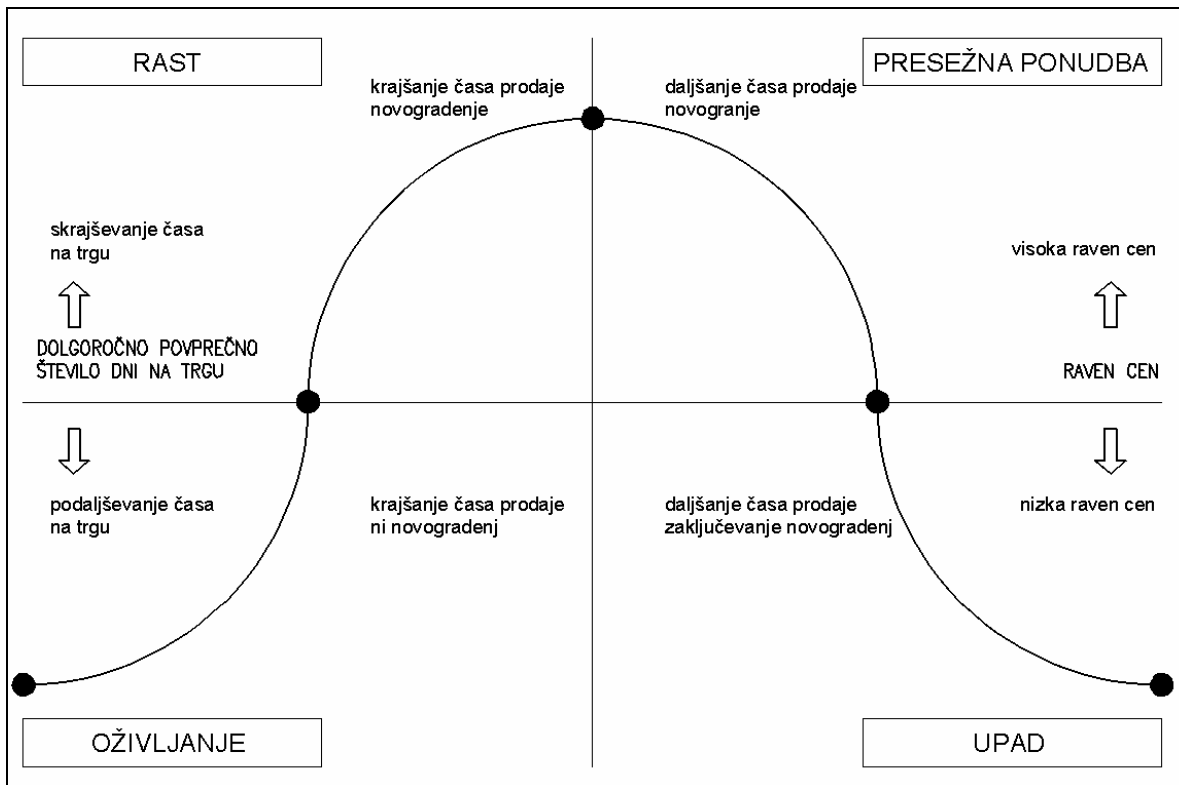
3.2.2. Značilnosti trga nepremičnin

Trgovanje z nepremičninami je ob nespremenjenih okoliščinah določeno s kratkoročno, običajno fiksno ponudbo, ki se z določenim, navadno daljšim zamikom prilagodi spremembi povpraševanja. Ravno zaradi močno ciklične narave nepremičninske dejavnosti, težjega predvidevanja rasti in povpraševanja ter močne konkurence v branži poznavalci nepremičninskega trga večkrat pravijo, da je nepremičninska dejavnost nagnjena k periodičnim ciklom. Časovno trajanje enega cikla, ki ga razdelimo na faze oživljanja, rasti, presežne ponudbe in upada, je več let. Cikle na trgu nepremičnin opazujemo s pomočjo indikatorja gibanja cen in indikatorja povprečnega časa, ki je potreben, da se spremeni lastninska pravica na nepremičnini. V najnižji točki se nepremičninski trg nahaja takrat, ko vanj preneha pritekati ponudba novih nepremičnin. V tej točki velja, da je prehod lastninske pravice od prodajalca do kupca najdaljši. Zaradi močnega upada povpraševanja pride do presežne ponudbe in s tem do gradnje novih nepremičnin. Presežna ponudba se postopoma absorbira, čas prodaje se skrajšuje, cene se pričnejo povečevati, vse dokler čas prodaje ne doseže dolgoročnega povprečja in cene ne dohitijo rasti inflacije. V tem trenutku se trg nahaja v fazi rasti, kjer cene še vedno naraščajo, povprečen čas prodaje pa se zaradi velikega povpraševanja krajša. Te okoliščine spodbudijo potencialne naložbenike, da pričnejo svoja sredstva nalagati v novogradnjo nepremičnin. Zaradi daljšega časa, ki je potreben za realizacijo nepremičninskih naložb, povpraševanje še naprej presega ponudbo, dokler ne pride do točke, v kateri se rast povpraševanja in rast ponudbe medsebojno izenačita. Zaradi težkega napovedovanja povpraševanja in rasti mnogo udeležencev opazi, da je trg prešel svoj vrh šele, ko je ta že mimo. Ker naložbeniki zaradi daljšega časovnega uresničevanja projekta ne morejo takoj reagirati na nepremičninskem trgu, še vedno ponujajo novozgrajene nepremičnine, vse dokler trg ne preide v fazo obsežne ponudbe, kar seveda sproži upad povpraševanja, s tem nižje cene in slabše pogoje za prodajo nepremičnin. Naložbeniki takrat že zaznajo, da se nepremičninski trg nahaja v fazi upada in skladno s tem reagirajo ter zaustavljajo nadaljnjo

gradnjo. Najnižjo točko nepremičninski trg doseže takrat, ko na trg preneha vstopati nova ponudba. S tem sta ponudba in povpraševanje ponovno neuravnotežena. Nepremičninski cikel, katerega grafična ponazoritev je na sliki 6, se začne ponavljati (Boyce, 1984).

Slika 6: Nepremičninski cikel

Figure 6: Real estate cycle



Vir: Boyce, 1984, str. 385

Za nepremičninski trg je poleg cikličnega gibanja povpraševanja in ponudbe značilna še lokalizirana konkurenca, slojevito povpraševanje, slaba informiranost tržnih udeležencev in kratkoročna neelastična ponudba. Lokalizirana konkurenca je posledica nepremičnosti, heterogenosti in trajnosti nepremičnin. Omejena je na določeno geografsko območje in je vzrok za razlike, ki nastanejo med posameznimi državami ali regijami. Slojevito povpraševanje, ki nastane zaradi spreminjanja ekonomskih, demografskih ali drugih trendov, povzroči povpraševanje po določenih specializiranih nepremičninah in se kaže v različnem gibanju ponudbe in povpraševanja na različnih nepremičninskih podtrgih. Slaba informiranost tržnih udeležencev izhaja iz dejstva, da so transakcije na trgu nepremičnin navadno zaupne narave in kupci ne vložijo dovolj energije za popolno informiranost. Tržni udeleženci so tako

slabo informirani in iščejo pomoč pri nepremičninskih izvedencih, kar pa zvišuje transakcijske stroške. Kratkoročna neelastična ponudba se odraža zlasti v dolgem časovnem usklajevanju ponudbe in povpraševanja, ki je posledica potrebnega daljšega časa za izgradnjo nepremičnine (Dasso, Ring, 1985).

3.2.3. Vrste trgov nepremičnin

Avtorja Dasso in Ring (1985) razdelita nepremičninski trg na posamezne trge in podtrge glede na vrsto nepremičnine, s katero se trguje. Tako ločita:

- trg stanovanjskih nepremičnin (mestni, primestni, kmetijski);
- trg poslovnih nepremičnin (pisarniške zgradbe, trgovine, shrambe, gledališča, garaže, hoteli in moteli);
- trg industrijskih nepremičnin (tovarne, storitvena podjetja, rudniki in skladišča);
- trg nepremičnin s posebnim namenom (cerkve, pokopališča, klubi, športna igrišča, parki, zdravstvene ustanove in javne nepremičnine).

Vsakega od teh podtrgov lahko razdelimo naprej na podlagi lastniških ali uporabniških pravic. Tako lahko govorimo o najemniškem trgu, pri katerem gre za prenos prostora, in o lastniškem trgu, pri katerem gre za prenos lastnine. Glede na razmerja med ponudbo in povpraševanjem imamo lahko na trgu opraviti s trgom kupcev in trgom prodajalcev. Slednji nastane, ko povpraševanje po nepremičninah presega ponudbo. Na trgu se oblikujejo visoke cene, katerim sledi povečanje zasedenosti nepremičnin in pospeševanje njihove gradnje. V prvem primeru pa se trg kupcev oblikuje, ko ponudba presega povpraševanje. V tem primeru so v boljšem položaju kupci (Dasso in Ring, 1985).

3.3. Trg nepremičnin v Sloveniji

3.3.1. Razvoj slovenskega nepremičninskega trga

Slovenski nepremičninski trg se je začel razvijati po letu 1991. Pred letom 1991 so bili pogoji prodaje in nakupa nepremičnine zaradi družbeno-politične ureditve bistveno drugačni. Za boljše razumevanje današnjega stanja podajam kratek zgodovinski pregled slovenskega

nepremičninskega trga (www.sloveniainvest.eu/podjetje/raziskave, 2011, Puschner, 2011, Budna 2009):

- a) Trg v času socializma (1946–1991). Za ta trg so bile značilne obsežne nacionalizacije in zaplembe nepremičninskega premoženja. Na stanovanjskem področju je bila značilna administrativna oblika razdeljevanja stanovanj, pri katerim je bilo lastništvo stanovanja vezano na službo. Zvezna zakonodaja je z zakonom o stanovanjskem prispevku uvedla stanovanjski prispevek zaposlenih, ki je bil namenjen za graditve stanovanj oz. t. i. solidarnostni sistem, ki smo ga v modificirani obliki poznali do leta 1990. V tem obdobju so bili vzpostavljeni republiški skladi za gradnjo stanovanjskih hiš in sprejeti številni zakoni, ki so po segmentih urejali stanovanjsko področje.
- b) Prosti trg (1991–2004). Za to obdobje je značilno, da Republika Slovenija prevzame model kapitalističnega trga po vzoru zahodnih držav. Ukinjeni so prispevki za stanovanjsko gradnjo, kar se odraža v pomanjkanju in zaustavitvi le-te. Družbena lastnina se privatizira. Vlada sprejme nove pravne predpise s področja stanovanjske gradnje in omogoči najem ugodnih posojil imetnikom stanovanjske pravice za odkup stanovanj, kar spodbudi razvoj prostega trga.
- c) Trg po vstopu v EU (2004–2011). Z vstopom v Evropsko unijo postane slovenski nepremičninski trg odprt za tuje naložbenike (trenutno zgolj 3.000 tujih kupcev, večinoma iz Velike Britanije, Italije in Avstrije), kar se odraža v rasti cen nepremičnin po celi državi. Po »poku nepremičninskega balona« v letu 2008 je bil zaznan občuten padec cen vseh nepremičnin. Kupna moč se je zmanjšala. Kljub temu da je bilo na tisoče stanovanj praznih, se je gradilo nove stanovanjske komplekse (Puschner, 2011). Z letom 2010 je prenehal veljati Nacionalni stanovanjski program 2000–2009. Država še ni sprejela novega programa, ki bi na nepremičninskem področju jasno opredeljeval nove programske cilje in vizijo razvoja slovenskega nepremičninskega trga.

3.3.2. Dejavniki, ki vplivajo na slovenski nepremičninski trg

Glavni gonili nepremičninskega trga sta ponudba in povpraševanje, ki sta pod vplivom številnih dejavnikov. Slovenski nepremičninski trg velja za specifičnega zaradi njegovega majhnega obsega ter velikih gospodarskih razlik med regijami. Prav zaradi majhnosti prostora na nacionalni trg nepremičnin najbolj vplivajo spremembe v gospodarstvu, spremembe zakonodaje ter kupna moč prebivalstva (Cirman, 2005).

Če podrobno analiziramo posamezne nepremičninske podtrge, ugotovimo, da slovenski stanovanjski nepremičninski trg zaznamujejo velik delež lastniških stanovanj, neurejen najemni trg, želje kupcev po nakupu nepremičnin le v določenih krajih (Ljubljana, Obala), preseljevanje ljudi (predvsem mladih) s podeželja v mesta, neustrezna razporejenost nepremičnin, odsotnost pravega hipotekarnega kreditiranja in pomanjkanje novih stanovanj na najbolj zelenih območjih. Na trgu poslovnih nepremičnin ni zaznati pomembnih dejavnikov, ki bi ključno vplivali na ta segment. Po analizi nepremičninskega trga, ki jo je v prvi polovici leta 2011 opravil nepremičninski portal Slonep, ponudba poslovnih nepremičnin, zaradi izgradnje novih poslovnih nepremičnin in ugodnih pogojev pridobitve zemljišča, presega povpraševanje v novo nastalih industrijsko-obrtnih conah, kar ima za posledico selitev industrijske dejavnosti iz mest na njihova obrobja (www.slonep/info/nepremicninski-trg/razmere-na-trgu, 2011).

Sedanje stanje slovenskega nepremičninskega trga je zaznamovano s svetovno finančno krizo, ki se odraža na zviševanju obrestnih mer stanovanjskih posojil, pretresih na borzah vrednostnih papirjev, propadih bank in pomembnih gospodarskih družb, odpuščanju delavcev, padajoči kupni moči ter visoko inflacijo (www.finance/trgnepremicnin, 2011).

V nadaljevanju predstavljamo demografske, ekonomske in institucionalne dejavnike, ki pomembno vplivajo na slovenski nepremičninski trg.

3.3.2.1 Demografski dejavniki nepremičninskega trga

Dejavniki, ki pomembno vplivajo na slovenski nepremičninski trg, so demografske značilnosti prebivalstva: število aktivnih in neaktivnih prebivalcev, gostota, migracije prebivalstva, delež aktivnega prebivalstva, starostna in izobrazbena struktura. Vsi ti demografski dejavniki neposredno vplivajo na razvoj nepremičninskega trga, kar se neposredno kaže v kupni moči prebivalstva. Na področjih, kjer nepremičninski trg ni posebno razvit, je kupna moč običajno majhna, prevladuje starejše prebivalstvo, tujci, majhna gostota prebivalcev. V gospodarsko razvitih regijah, kjer je kupna moč relativno visoka, je tudi nepremičninski trg razmeroma dobro razvit (Grum in Salaj, 2010).

Po podatkih Letnega poročila Statističnega urada RS se je število vseh prebivalcev v letu 2010 povečalo za 0,2 %, kar pomeni, da se je rast števila prebivalcev upočasnila, zmanjšalo se je število tujih državljanov, tako da jih je bilo v Sloveniji do januarja 2011 še 4 % vseh prebivalcev Slovenije. Indeks staranja se je v drugem polletju leta 2010 na ravni Slovenije znižal za 0,3 indeksne točke in dosegel vrednost 117,7. Tudi število neaktivnih prebivalcev je zadnjih nekaj četrletij naraščalo in znaša 58,3 % vseh prebivalcev.

3.3.2.2 Ekonomski dejavniki nepremičninskega trga

Na nakup nepremičnine poleg demografskih dejavnikov močno vpliva tudi ekonomska politika. Raziskava nepremičninskega trga na Goriškem (Bavcon, 2008) je pokazala, da je najpomembnejši dejavnik za nakup nepremičnin kupna moč prebivalstva, ki je odvisna od bruto domačega proizvoda, regionalne zaposlenosti in stopnje brezposelnosti ter plače posameznika.

Po podatkih Statističnega urada RS (Paritete kupne moči – PKM in bruto domači proizvod – BDP na prebivalca v standardih kupne moči – SKM 2007–2009, 2010) je slovenski BDP na prebivalca v letu 2009 dosegel 88 % povprečnega v EU–27 (v letu 2008 91 %, v letu 2007 pa 88 % povprečnega v EU–27). Najvišji BDP na prebivalca v SKM je med 37 evropskimi državami tudi v letu 2009 imel Luksemburg (271 %). Največ bruto dodane vrednosti ustvari osrednjeslovenska regija, kar jo uvršča na prvo mesto med slovenskimi regijami, sledi ji obalno-kraška regija, na zadnjem mestu po BDP-ju je Zasavje.

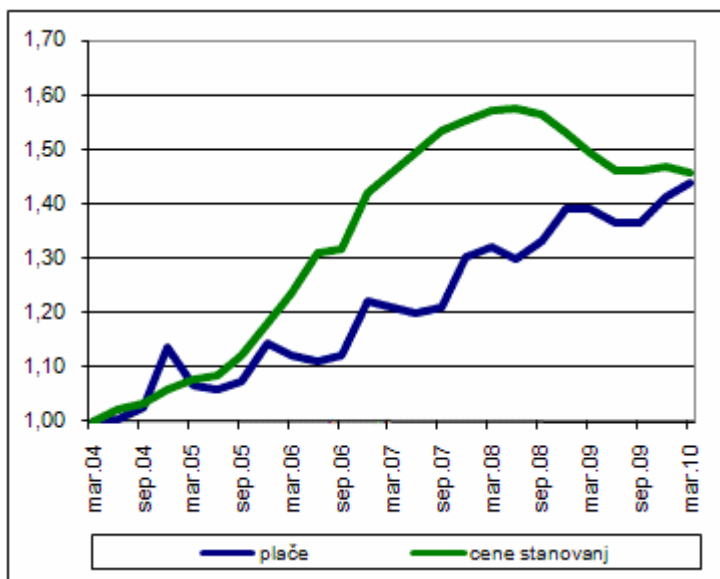
Od stopnje brezposelnosti in regionalne zaposlenosti je odvisno, ali je posameznik finančno sposoben nakupa nepremičnine, odplačevanja posojila ali davkov, ki ga od njega terja nakup nepremičnine. Po podatkih Statističnega urada RS (Aktivno prebivalstvo, 4. četrletje, 2010) se je delež brezposelnih oseb od sredine 2008 do začetka 2010 povečeval, v prvi polovici 2010 se je ustavil pri številki 74.000, v tretjem četrletju 2010 se je nekoliko zmanjšal, v zadnjem četrletju 2010 pa spet povečal, tako da znaša stopnja brezposelnosti v 4. četrletju 7,8 %.

Po podatkih Statističnega urada Republike Slovenije (SURS, 2011) je znašala povprečna neto plača v Republiki Sloveniji v letu 2010 964,04 €. Najvišje plače so zabeležili v glavnem mestu države, 1385,36 € neto, najnižje pa v pomurski regiji, 785,23 € neto. V članku, ki je bil

objavljen na spletnem portalu SloNep, je bilo analizirano povprečno gibanje oglaševanih cen in povprečne neto plače v mestni občini Ljubljana. Gibanje cen in plač je bilo usklajeno od marca 2004 do sredine leta 2005. Nato je sledila bolj intenzivna rast cen stanovanj, ki se je zaključila sredi leta 2008. Intenzivno padanje, ki je sledilo, se je ustavilo sredi junija 2009, nato pa so bile cene bolj ali manj stabilne. Povprečna neto plača je ves čas izkazovala rast s sezonskimi nihanji. Marca 2010 je bilo razmerje med povprečno oglaševano ceno in povprečno neto plačo skoraj enako kot marca 2004 (Puschner, 2010).

Slika 7: Gibanje povprečne oglaševane cene stanovanj in povprečne neto plače v MO Ljubljana

Figure 7: Movement of average advertised price of residential real estate and average net salary in Ljubljana municipality



Vir: SloNep.net, 2010

3.3.2.3 Institucionalni dejavniki nepremičninskega trga

Vpliv države in lokalnih skupnosti na nakup in prodajo nepremičnin se kaže skozi pridržane določene pravice, s katerimi država in lokalne skupnosti močno vplivajo na nepremičninski trg. Pravice države in lokalnih skupnosti na nepremičninskem trgu se po mnenju Cirmanove (2004b) kažejo kot:

- Pravica do lokalnega obdavčenja nepremičnin.
- Razlastitev in omejitve lastninske pravice.
- Pravica zagotavljanja pravnega reda.

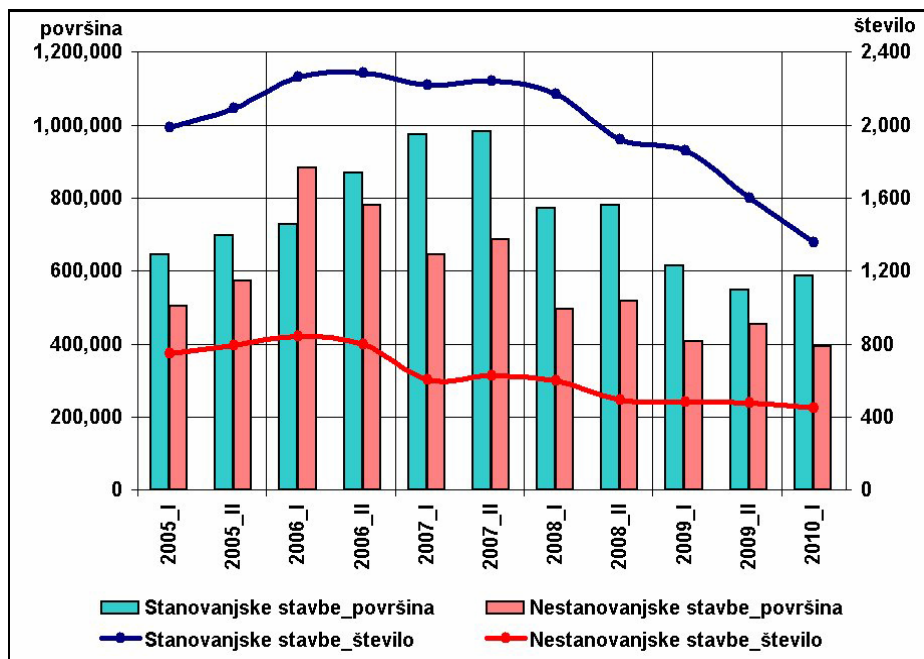
- Pravica do vrnitve posesti.

3.3.3. Stanje slovenskega nepremičninskega trga

Po podatkih Geodetske uprave RS je bilo na nepremičninskem trgu v letu 2008, ki ga je zaznamovala finančna gospodarska kriza, zaznati drastičen upad prometa z nepremičninami (Geodetska uprava RS, februar 2011). Tržna aktivnost, pri kateri je bila ugotovljena presežna stanovanjska ponudba, ni presegla stanovanjskih potreb prebivalstva. Njen večji del ponudbe pri obstoječih cenah ni več našel kupcev, ki bi bili glede na napovedi padanja cen pripravljene kupiti nepremičnine. Analitiki padec povpraševanja po nepremičninah pripisujejo manjši dostopnosti stanovanjskih kreditov v bankah, rasti efektivnih obrestnih mer, padcu borznih indeksov in dejstvu, da naj bi ravno v letu 2007 gradbeni sektor s svojo ponudbo novozgrajenih nepremičnin dosegel svoj vrh v gradbenem ciklu in tako z visokimi cenami povzročil »pok slovenskega nepremičninskega balona«. Padec nepremičninskih transakcij je posredno lepo razbrati iz slike 8, ki prikazuje število in površine novozgrajenih stavb v izdanih gradbenih dovoljenjih od leta 2005 do 2010 (Geodetska uprava RS, september 2010).

Slika 8: Število in površine novozgrajenih stavb v izdanih gradbenih dovoljenjih 2005–2010

Figure 8: The number and area of new built buildings in issued buildings permits 2005–2010



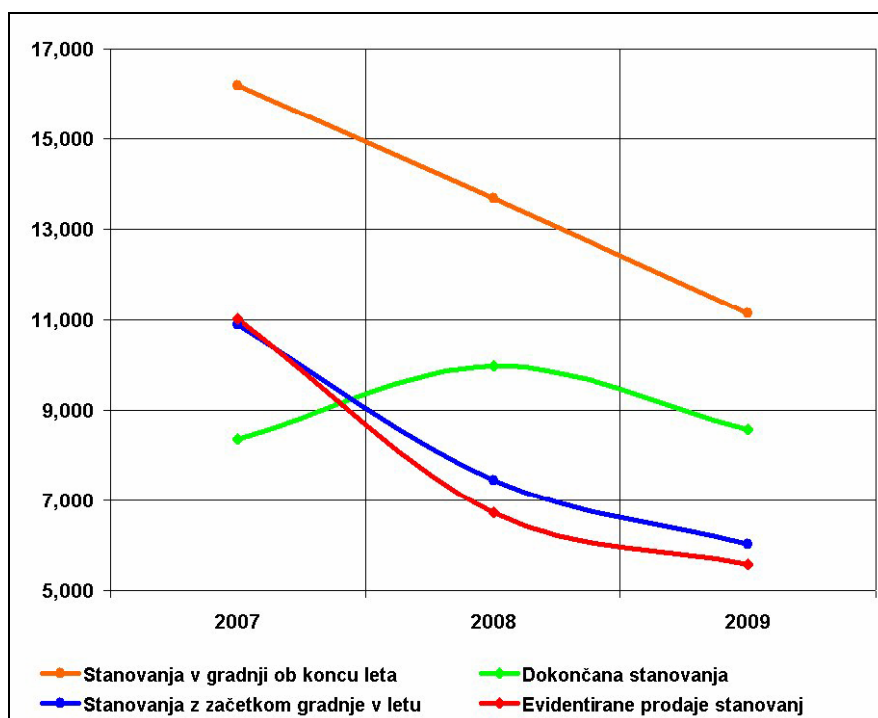
Vir: Geodetska uprava RS, september 2010, str. 4

Iz gornje slike vidimo, da se je število izdanih gradbenih dovoljenj za stanovanjske stavbe od druge polovice leta 2007 skoraj prepolovilo in za približno tretjino zmanjšalo število izdanih gradbenih dovoljenj za nestanovanjske stavbe, ki pretežno vključujejo poslovne nepremičnine (Geodetska uprava RS, september 2010).

Vpliv krize nepremičninskega trga in posledično obnašanje institucionalnih ponudnikov nepremičnin dobro ponazarjajo trendi gradnje in prodaje stanovanj (Geodetska uprava RS, 2010).

Slika 9: Število novogradenj in evidentiranih kupoprodaj stanovanj 2007–2009

Figure 9: Number of new buildings and controlled residential real estate deed of sales from 2007–2009



Vir: Geodetska uprava RS, september 2010, str. 4

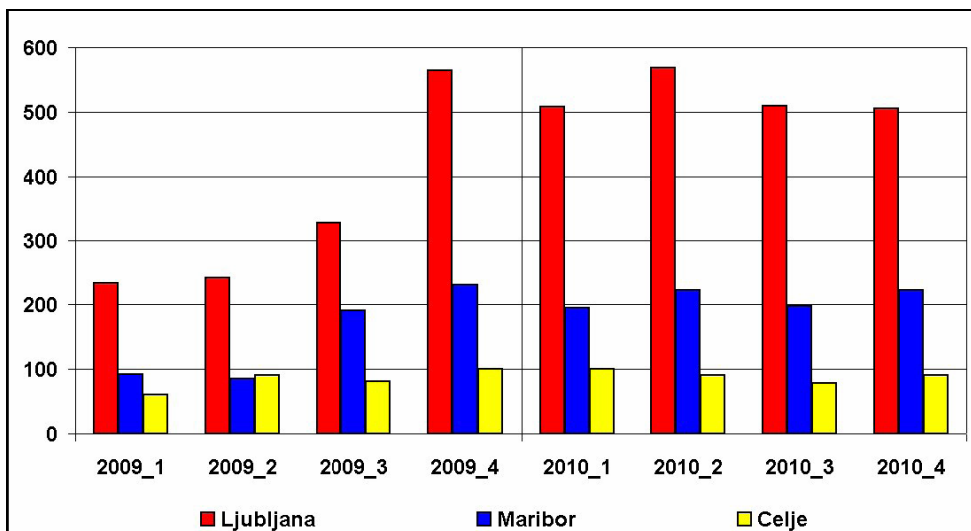
Na sliki 9 je z zeleno krivuljo označeno število dokončanih stanovanj. Največje število dokončanih stanovanj je bilo v sredini leta 2008. Posledica zmanjševanja števila začetih novogradenj s strani naložbenikov je povzročilo padanje prodaje z relativno majhnim zamikom. Zaloge neprodanih novogradenj so se kljub hitremu zmanjševanju števila novih projektov močno povečale, vendar pri tem ni prišlo do padca cen. Velik razkorak med dokončanimi in prodanimi novimi stanovanji se je nadaljeval tudi v letu 2009. Naraščanje

povpraševanja v letu 2009, ki je privedlo do povečanega obsega prometa s stanovanjskimi nepremičninami, je bilo glede na še vedno prisotno gospodarsko krizo nekoliko presenetljivo. Vzroke je iskati predvsem v ugodnejših cenah neprodanih novogradenj in nekoliko povečanem obsegu stanovanjskega kreditiranja prebivalstva (Geodetska uprava RS, september 2010).

Evidentirano število transakcij s stanovanji v Ljubljani, Mariboru in Celju na sliki 10 kažejo, da se je tam v zadnjih dveh letih v povprečju zgodilo 56 % vseh kupoprodaj v Sloveniji, v prvem polletju 2009, ko je kriza nepremičninskega trga dosegla dno, pa celo 61 %. Kriza je v Celju v drugem četrtletju 2009 povzročila, da je absolutno število evidentiranih poslov celo manjše kot v Mariboru in Ljubljani. Od takrat do konca leta 2010 se je evidentirani promet s stanovanji začel krepiti in se je najbolj okrepil prav v Mariboru za 162 %, v Ljubljani v primerjavi s prvim četrtletjem 2009 za 117 % in v Celju le za 48 % (Geodetska uprava RS, februar 2011).

Slika 10: Gibanje števila evidentiranih kupoprodaj stanovanjskih nepremičnin v Ljubljani, Mariboru in Celju

Figure 10: Movement of controlled apartment deed of sale in Ljubljana, Maribor and Celje



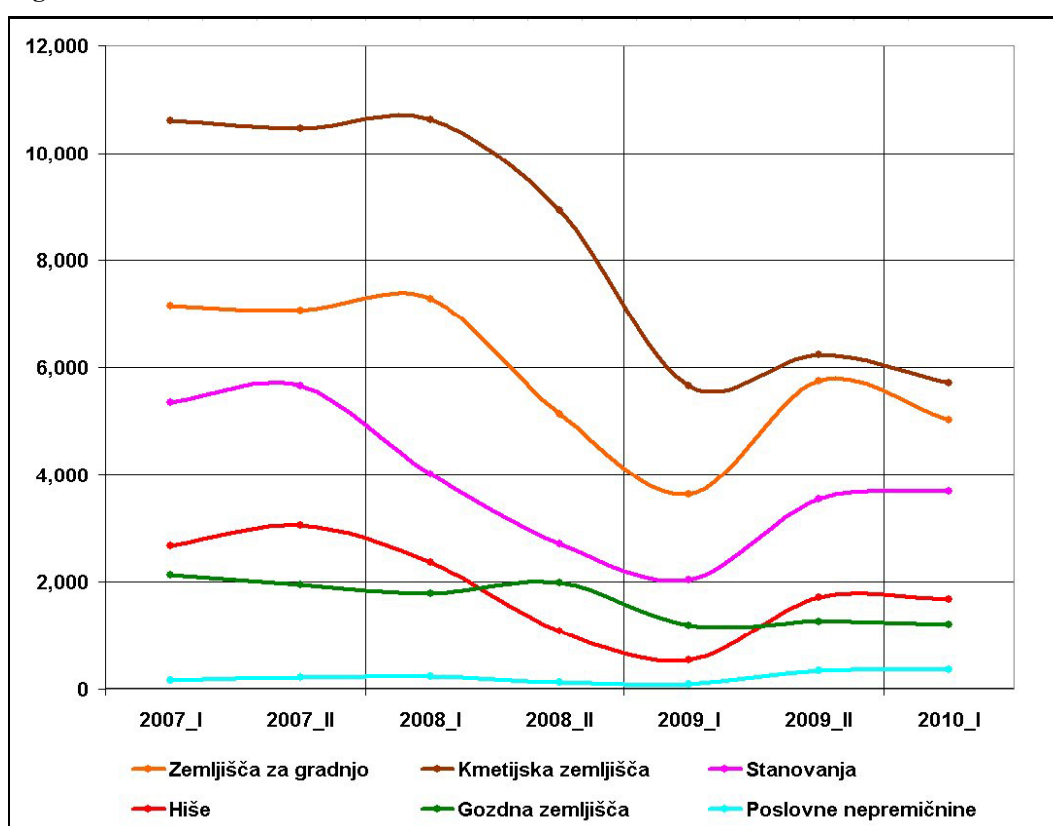
Vir: Geodetska uprava RS, februar 2011, str. 13

Trenutna situacija na nepremičninskem trgu kaže, da se slovenski nepremičninski trg počasi krepi in okreva. Stanje okrevanja je lepo razvidno iz slike 11, ki prikazuje evidentirane prodaje nepremičnin v obdobju 2007–2010. Iz omenjene slike opazimo, da je bila največja rast

prometa zabeležena pri poslovnih nepremičninah, kjer je število evidentiranih prodaj doseglo višjo raven v primerjavi z letom 2007, deloma tudi zaradi prestrukturiranja gospodarskih subjektov, ki ga je povzročila gospodarska kriza. Pri zemljiščih za gradnjo stavb je opazen padec prodanih zemljišč za gradnjo stanovanjskih stavb v prvi polovici 2009, kar pa ne izniči velikega porasta prometa v drugi polovici 2009. To daje slutiti, da krize v gradbeništvu še ne bo kmalu konec (Geodetska uprava RS, september 2010).

Slika 11: Število evidentiranih prodaj nepremičnin

Figure 11: Number of controlled real estate sales



Vir: Geodetska uprava RS, september 2010, str. 6

Udeleženci okrogle mize 2. mednarodnega sejma Nepremičnin in investicij »Proprio« na Gospodarskem razstavišču v Ljubljani so ob odprtju poudarili, da je potrebno nepremičninski stanovanjski trg oživiti z novimi novogradnjami, nadstandardnimi stanovanji na dobrih lokacijah, ki kljub krizi ne občutijo takšnega upada povpraševanja kot stanovanja, ki so raztresena vseprek (<http://www.siol.net>, 2011).

Menim, da bi oživljanje stanovanjskega trga z novimi novogradnjami prispevalo k ublažitvi krize v gradbenem sektorju. Številna podjetja bi na ta način ohranila zaposlene, na trgu bi se pojavila dodatna ponudba, pritisk na cene stanovanj bi bil manjši in s tem bi si lahko kupci obetali znižanje cen. Ključno pri vsem tem bi bilo dejansko financiranje omenjenih naložb. Dosedanja praksa najemanja relativno dragih kreditov za izvedbo novih stanovanj bi se lahko izkazala kot pogubna za številna gradbena podjetja, ki gradijo za trg. V večini primerov bi banke, v primeru njihovega propada, postale lastnice zgrajenih nepremičnin. V želji po poplačilu visokih kreditov in izkazovanju minimalnih dobičkov ne bi dopustile prodaje nepremičnin pod nižjimi cenami. Cene novo zgrajenih stanovanj bi se ohranile, pritiski na njih pa bi ostali enaki. Zato številni posojilodajalci postajajo vse bolj previdni, obresti višje in roki izplačil vse krajši. Z vključitvijo državnih in lokalnih institucij bi lahko finančne ovire premostili in s tem gradbenemu sektorju dali ponovni zagon.

3.4. Nepremičnina kot del (nepremičninskega) premoženja

3.4.1. Nepremičninsko premoženje

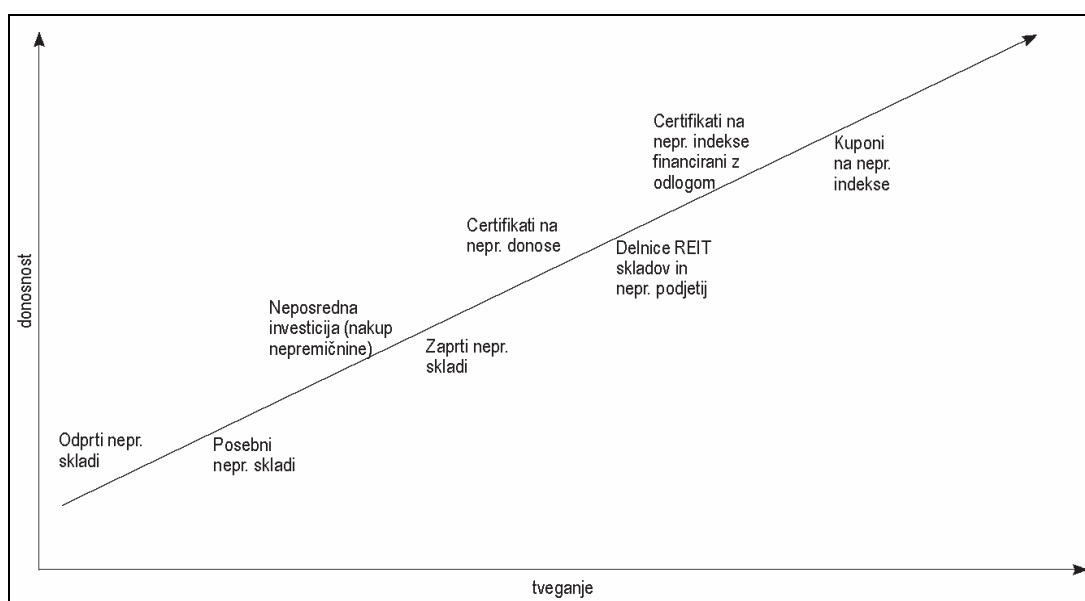
Do sedaj smo spoznali, da je za nepremičnine kot samostojne naložbe značilna heterogenost, na njihove donose vplivajo specifični faktorji: lokacija, starost, splošno stanje nepremičnine, zahtevnost upravljanja in dolga povračilna doba. Za posameznika nepremičnina običajno predstavlja največje premoženje, ki ima poleg uporabne še čustveno in ekonomsko vrednost. Neposredno z lastnim oblikovanjem portfelja nepremičnin (neposredne naložbe v nepremičnine) dosežemo relativno ugodno razmerje med donosi in tveganjem ter nizko koreliranost oblikovanega nepremičninskega premoženja do ostalih portfeljev delnic in obveznic (Dajčman, 2008).

V premoženju, sestavljenem iz nepremičnin, lahko tveganje bistveno zmanjšamo. Korelacija donosov med nepremičninami je odvisna od specifičnih faktorjev, značilnih za posamezno nepremičnino. Tveganje nepremičninskega premoženja je tako dosti manjše, kot če bi posamezne nepremičnine, vključene v nepremičninski portfelj, držali ločene drugo od druge (Brown, Matysiak, 2000).

Nepremičninski trgi lahko ponudijo naložbeniku številne naložbene produkte, ki poleg največje vrednosti zmanjšanja tveganja nepremičninskega portfelja nudijo še povečanje donosov portfelja ob nespremenjenem tveganju ali doseganje enakih donosov portfelja ob nižjem skupnem tveganju. Tako lahko iz slike 12 ugotovimo, da se pred neposredne naložbe v nepremičnine uvrščajo naložbe v nepremičninske sklade, certifikate, delnice in nepremičninske kupone (Dajčman, 2008).

Slika 12: Naložbeni produkti na nepremičninskem trgu

Figure 12: Investment products on real estate market



Vir: Silvo Dajčman, Temeljne značilnosti nepremičninskih skladov, 2008, str. 73

Avtorja Brown in Matysiak poudarjata, da je zelo pomembno dejstvo pri zmanjšanju tveganja in donosih premoženja sama velikost premoženja v splošnem. Večja kot je in bolj kot je to premoženje razpršeno med različne nepremičninske naložbe, bolj se variiranje donosov približuje sistematičnemu tveganju, ki ga po definiciji zmanjšamo le, če izvajamo naložbo v sredstva, ki so med sabo zelo nizko ali celo negativno korelirana. Naložbenik tako lahko zahteva premijo za tveganje le za tisti del premoženja, ki ga ne more razpršiti. Popolno razpršenost nepremičninskega portfelja v praksi zelo težko dosežemo, zato ostaja ne glede na velikost premoženja enako. Na drugi strani pa se specifično tveganje z vključevanjem novih nepremičnin v nepremičninski portfelj zmanjšuje. Avtorja kot zanimivost navajata, da bi morali v premoženje vključiti več kot 1000 nepremičnin z različnimi karakteristikami, če bi

želeli doseči popolno razpršenost nepremičninskega portfelja, s katerim bi izničili specifično tveganje (Brown in Matysiak, 2000).

3.4.2. Nepremičninski investicijski skladi

Prednost neposrednega lastništva nad nepremičnino, ki lahko predstavlja del nepremičninskega premoženja, je v neposrednem nadzoru konkretne nepremičnine. Slabost in hkrati motivacija za naložbe v npr. nepremičninske ali druge sklade, ki predstavljajo posredno obliko naložbenja, je nezmožnost obvladovanja večjega števila nepremičnin z namenom razpršitve svojih nepremičninskih naložb, ki poleg zelo visokega deleža začetnega kapitala zahtevajo še dobro poznavanje lokalnega nepremičninskega trga (Zobavnik et al., 2004).

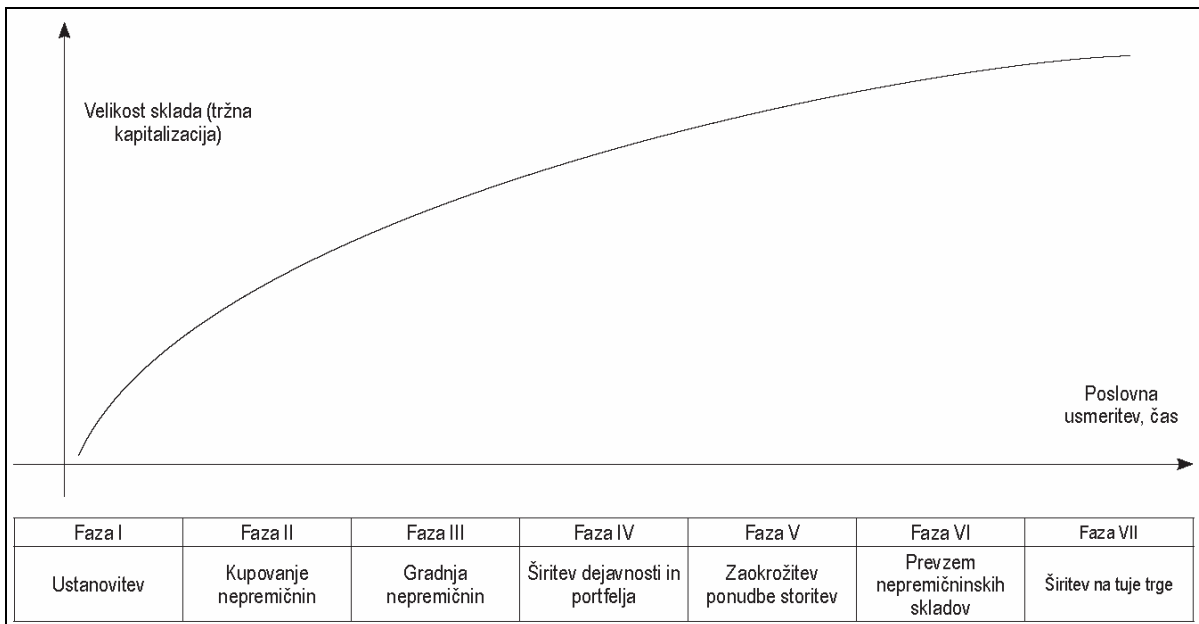
Pri posredni obliki naložbenja naložbenik ni več lastnik nepremičnine, ampak le nekega vrednostnega papirja, ki na nek način temelji na nepremičninah. Take oblike naložbenja predstavljajo investicijski skladi, ki vlagajo v nepremičnine, dajejo nepremičnino v najem in iz njenega naslova ustvarjajo prihodke. Pri taki obliki naložbenja so prednosti v nižjih transakcijskih stroških, fleksibilnosti naložb in transparentnosti naložbe. Slaba stran take naložbe je v večji korelaciji delnic teh skladov z delnicami drugih podjetij iz drugih gospodarskih dejavnosti kakor pri direktnem naložbenju v nepremičnine. Najbolj znana in razširjena oblika nepremičninskih skladov je poznana pod kratico REIT (ang. *real estate investment trust*), ki izhaja iz ZDA in je v mnogih različicah prisotna tudi drugod po svetu (Zobavnik et al., 2004).

Donos nepremičninskih skladov pred drugimi oblikami naložb so, poleg delnic, ki kotirajo na borzi, še visoke dividende, ki so jih skladi po zakonu zavezani izplačevati lastnikom delnic. Delnica nepremičninskega sklada je veliko bolj likvidna kot lastna nepremičnina in trgovanje z njo je preprostejše kot trgovanje z nepremičninami. Vložek tako institucionalnih vlagateljev kot fizičnih oseb je veliko manjši kot nakup lastne nepremičnine. Poleg visokih dividend je pomembna pozitivna lastnost nepremičninskih skladov še razmeroma nizka korelacija z drugimi oblikami naložb (www.reit.com, 2011).

Nepremičninski skladi se delijo na osnovi lastniškega oz. dolžniško-upniškega razmerja do nepremičnin; tako ločimo lastniške, hipotekarne in hibridne sklade. Delujejo tako, da zbirajo

kapital, ki ga pridobivajo na trgu z izdajo delnic in z zadolževanjem različnih naložbenikov, in ga vlagajo v sektor nepremičnin. Lastniški nepremičninski investicijski skladi imajo premoženje razpršeno med različnimi vrstami nepremičnin. Njihovo premoženje je visoko likvidno, saj lahko delnice kadar koli prodajo na borzi. Znotraj teh skladov ločimo še prazne, določene, nakupne in mešane sklade, ki se med sabo razlikujejo med določenostjo premoženja; lastniške nepremičninske investicijske sklade, sklade s finančnim vzvodom in brez njega, ki se med sabo razlikujejo po načinu financiranja; sklade z določeno in nedoločeno naložbeno dobo, ki se med sabo ločijo po ročnosti; zaprte in odprte nepremičninske investicijske sklade, ki se med sabo ločijo po izdajah novih delnic; ter menjalne sklade, ki pridobivajo premoženje z zamenjavo premoženja za delnice sklada. Hipotekarni nepremičninski skladi delujejo tako, da kupujejo posojila na sekundarnem trgu kapitala, njihov vir dobička je diskont ali obrestna marža. Hibridni nepremičninski skladi so del obeh prej omenjenih setov. Pri tem tipu sklada gre za lastnike nepremičnin, ki dajejo v najem in hkrati posojajo denar za nakupe nepremičnin (www.reit.com, 2011).

Na sliki 13 je prikazana življenjska pot nepremičninskega sklada, ki se po ustanovitvi začne z oblikovanjem naložbenega portfelja nepremičnin. Dohodek sklada v tej fazi tvorijo najemnine in rast cen nepremičnin. Del dohodka, ki ni izplačan naložbenikom, lahko sklad nameni nakupu novih nepremičnin, financiranju nove gradnje ali opremljanju in izboljšanju kakovosti obstoječih nepremičnin v portfelju, s ciljem povečanja cene nepremičnin. Zaprti sklad je v tej fazi zaradi svojih značilnosti omejen s pritokom svežega kapitala obstoječih ali novih naložbenikov, zato se lahko njegovi lastniki odločijo v določenem trenutku, najpogosteje ob dospetju sklada, za preoblikovanje v odprt ali REIT sklad (kjer zakonodaja to omogoča). Pritok svežega kapitala omogoči širjenje portfelja in ponudbo dodatnih produktov, kot so posojila, leasing, emisija in trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti na nepremičnine, prevzem drugih nepremičninskih skladov in nepremičninskih podjetij. Ko so izčrpane možnosti za širitev in iskanje donosa na domačem trgu, lahko sledi širitev sklada v tujino, z ustanovitvijo pravne enitete v tuji državi ali pa neposredno z razpršitvijo naložbenega portfelja v tujino (Dajčman, 2008).

Slika 13: Življenski cikel nepremičninskega sklada**Figure 13: Life cycle of real estate fund**

Vir: Silvo Dajčman, Temeljne značilnosti nepremičninskih skladov, 2008, str. 81

3.5. Nepremičnina kot del mešanega premoženja

Nepremičnina kot del mešanega premoženja predstavlja portfelj, sestavljen iz različnih finančnih naložb, med katere uvrščamo obveznice, delnice, gotovino, zlato in druge. Glavni razlog vključitve nepremičnin v portfelj je izboljšanje diverzifikacije portfelja naložb. Ugotovitve večine analiz, ki so bile izvedene pri korelaciji donosov nepremičnin z drugimi naložbami, so pokazale, da so donosi nepremičnin zelo nizko korelirani z donosi delnic in obveznic. Zato naj bi vključitev nepremičnin v premoženje, ki je že sestavljeno iz različnih finančnih naložb, ponujala velike koristi od razpršenosti premoženja. V obdobju 1947–1984 so znašali faktorji korelacije med donosi naložbe v nepremičnine in donosi naložb v delnice, obveznice in gotovino med -0,06 in +0,06 (www.exinfm.com, 2011).

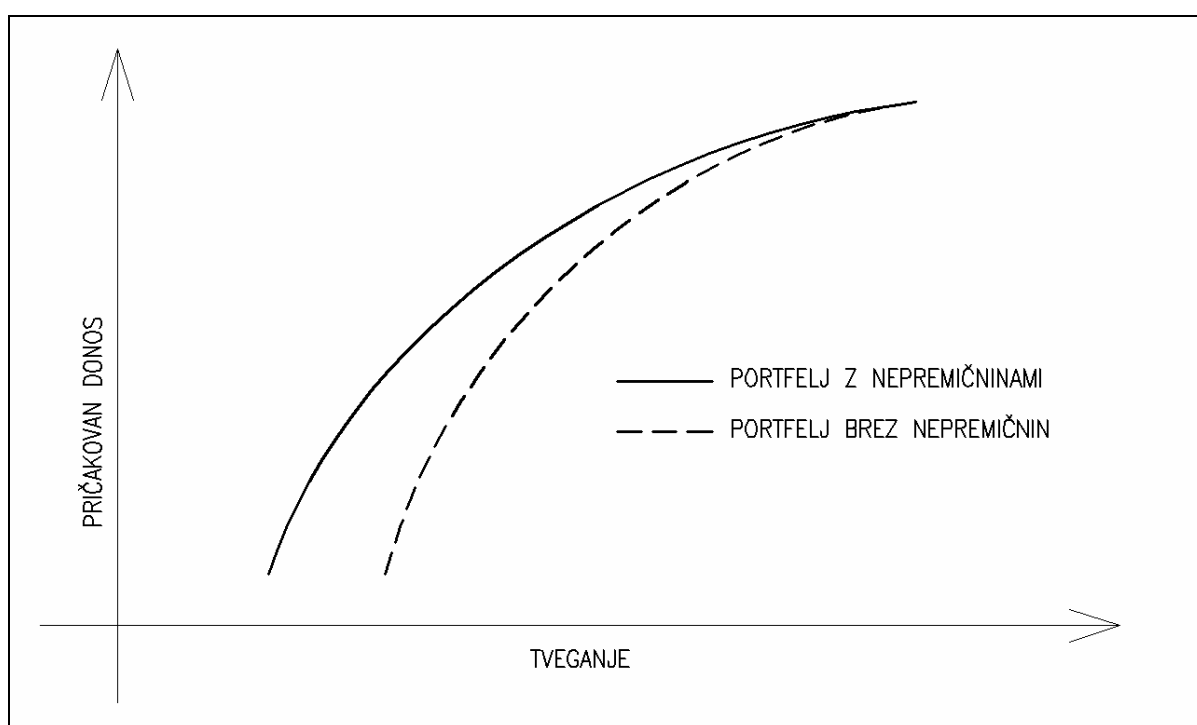
ABN Amro banka iz Švice, ki je ena od vodilnih bank na področju trgovanja s kovinami, opredeljuje naložbe v nepremičnine kot dolgoročne naložbe, ki so enakovredne naložbam v zlate rezerve. Po njihovem mnenju so nepremičnine in drage kovine (zlato, srebro) naložbe, ki

predstavljajo dolgoročno varnost in diverzifikacijo portfeljskega premoženja in prinašajo predvsem dolgoročno nadpovprečni donos (Režek, 2011).

Pozitivni učinek naložbenega premoženja z vključitvijo nepremičnin je lepo razviden iz slike 14. »Vsi portfelji, ki imajo v svoje premoženje vključene nepremičnine, so manj tvegani in imajo višje donose kot portfelji, ki tovrstnih naložb nimajo« (Chua 1999, str. 136).

Slika 14: Odnos med tveganjem in donosom učinkovitega naložbenega portfelja

Figure 14: Relation between risk and yield of effective investment portfolio



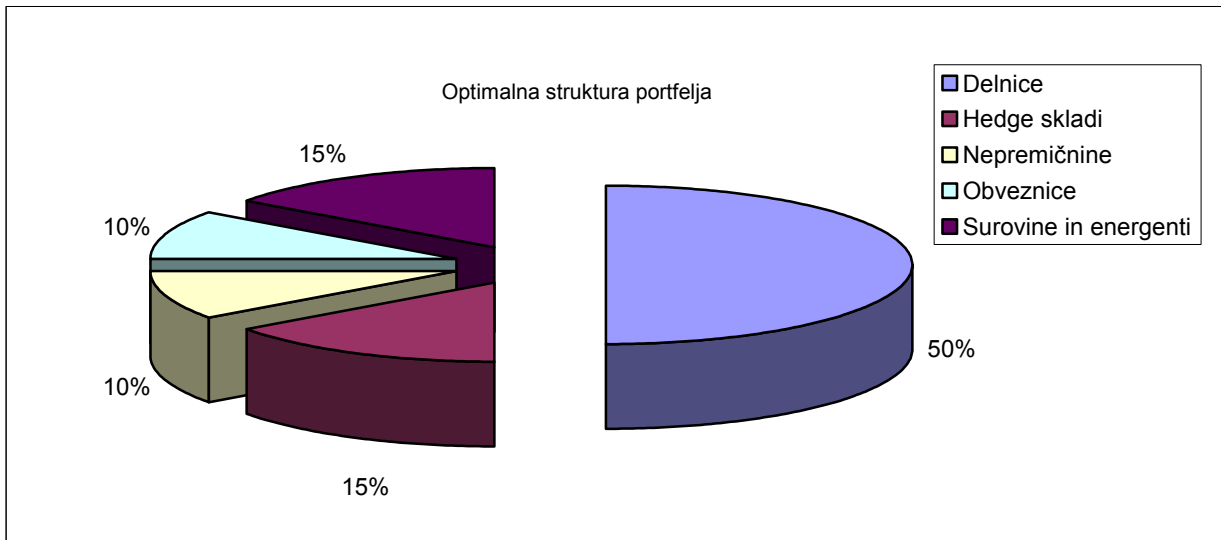
Vir: Chua, 1999, str 136

Za učinkovit optimalni portfelj naložb je potrebno imeti pravilno sestavo naložb, ki je v veliki meri odvisna od finančnih zmožnosti naložbenika. S pravilno uravnoteženo naložbo tj. z ustreznimi diverzificiranimi portfeljem, lažje dosežemo zastavljene naložbene cilje. V članku »Oblikujmo donosen in varen portfelj naložb« (Brezovnik, 2005) avtor zagovarja dejstvo, naj vsak naložbeni portfelj vsebuje več med sabo nekoreliranih oz. nizko soodvisnih naložb med obveznice, delnice, nepremičnine, hedge sklade, naravne surovine in energente v razmerju 10/50/10/15/15 %. Struktura takšnega portfelja naj bi bila v osnovi podobna grafu na sliki 15. Iz grafa lahko razberemo, da predstavljajo nepremičninske naložbe 10 % celotne vrednosti

portfelja; to so lahko direktne naložbe v nepremičnine ali naložbe v delnice nepremičninskih družb. Največji delež seveda odpade na delnice, ki naj bi bile, za zagotovitev največje naložbene varnosti, razpršene na vsa geografska področja kapitalsko razvitih držav na svetu.

Slika 15: Optimalna struktura portfelja

Figure 15: Optimal structure of portfolio



Vir: Brezovnik, 2005, www.donos.si

Kot smo spoznali v predhodnih poglavjih, predstavljajo nepremičnine na kapitalskih trgih pomemben segment naložb. Z uporabo kriterijev za ocenjevanje tveganja in donosa na trgu lahko identificiramo nepremičnine, ki so podcenjene. Z njihovim nakupom, morebitno oddajo in nato prodajo lahko dosežemo pozitivne donose naložbe. Lahko pa nepremičnino vključimo v premoženje, ki je nepremičninsko ali mešano. Koristi, ki se kažejo od vključitve nepremičnin v premoženje, so posledica nizke korelacije naložb v nepremičnine med sabo kot nepremičnin z drugimi oblikami naložb. Rezultati številnih raziskovalcev, ki smo jih navedli v pričujočem poglavju, potrjujejo, da je tveganje premoženja, sestavljenega iz nepremičnin, dosti manjše, kot če bi nepremičnine držali izolirane drugo od druge. Z vključitvijo nepremičnine v mešano premoženje si zmanjšamo njegovo tveganje ter s tem povečamo razpršenost in donose naložbe.

V poglavju smo predstavili osnovne zakonitosti nepremičninskega trga, trg nepremičnin v Sloveniji in pomen nepremičnine v portfelju naložb. Na podlagi dosedanjih analiz smo

poskusili opredeliti stanje, v katerem se nahaja slovenski nepremičninski trg, ter deloma napovedati prihodnje dogajanje.

Za bolj podrobne informacije o stanovanjskih naložbah bomo poskusili podrobno raziskati dosedanje stanovanjsko politiko, donose, vzroke za investiranje v stanovanjske nepremičnine, merjenje in napovedovanje povpraševanja po stanovanjih in vpliv povečevanja ponudbe stanovanj na nepremičninskem trgu v Sloveniji. Z anketo med naključnimi ponudniki stanovanjskih nepremičnin, ki svoje nepremičnine oglašujejo za oddajo v najem na nepremičninskih portalih, bomo zajeli podatke, ki bodo razkrili trenutno stanje na trgu stanovanjskih in poslovnih nepremičnin. Z dobro izbiro podatkov, uporabo in učinkovito analizo pričakujemo, da bomo lahko v nadaljevanju magistrskega dela dokazali, da sta donosnost in tveganje v portfelju, sestavljenem samo iz različnih tipov stanovanj, večja v osrednjeslovenski kot v ostalih regijah po državi.

4 Dosedanja stanovanjska ponudba v državi

4.1. Stanovanjska politika v Sloveniji

4.1.1. Glavne značilnosti

Država s svojim ravnanjem pomembno vpliva na trg nepremičnin, tako na strani ponudbe in povpraševanja kot tudi v normativnem smislu. Tako je povpraševanje odvisno zlasti od stanovanjskih potreb gospodinjstev, njihove kupne moči in preferenc posameznika, ponudba pa je odvisna od stroškov, cen, kakovosti, zaloge in novih gradenj stanovanj. V normativnem smislu pa država s svojo stanovanjsko politiko, ki jo tvori preko zakonskih okvirov, določa omejitve in možnosti pri razpolaganju z nepremičninami (Šoltes, 2009).

Stanovanjska politika je javna in ena od sektorskih politik ter pomeni obliko javnega poseganja na stanovanjsko področje (Mandič, 1999); zanjo je značilna jasna povezanost med cilji, inštrumenti in učinki. Javna politika ima tako jasno opredeljene cilje, ki jih želi doseči, in inštrumente, ki naj bi jo vodili do zelenega cilja. Cilja, ki jima poskuša država s svojo stanovanjsko politiko slediti, sta dva. V prvem poskuša doseči učinkovit nepremičninski trg, v drugem pa zagotoviti dostop do primerne stanovanja vsem družbenim skupinam.

Pri doseganju učinkovitega trga se država pojavlja v vlogi racionalnega, varčnega gospodarja in poskuša odstraniti tržne nepravilnosti (monopol posameznega nepremičninskega sektorja, razpršitev informacij med akterji stanovanjskega trga), ki se pojavijo na stanovanjskem trgu. Z odstranitvijo posameznih anomalij doseže nepremičninski trg ravnotežno stanje takrat, ko ni možno opraviti nobene transakcije sredstev, s katero bi povečali koristnosti enih udeležencev na tem trgu, ne da bi zmanjšali koristnosti drugih udeležencev na tem trgu. Pri zasledovanju drugega cilja pa poskuša država predvsem s cenovno in dohodkovno politiko doseči dosegljivost stanovanj novim gospodinjstvom ter socialno ranljivim slojem prebivalstva in zagotoviti zadostno število stanovanj, namenjenih za nakup ali najem. Po mnenju Mandičeve (1996) večanje dohodka gospodinjstev z uporabo državnih inštrumentov s področja socialne in davčne politike vpliva na fazo ugodne potrošnje stanovanj. Nasprotno pa se nižanje cen stanovanj odraža v fazi izgradnje novogradenj. Tu se država poslužuje različnih regulativnih in gospodarskih inštrumentov, s katerimi predpisuje pravila in standarde za delovanje na

stanovanjskem trgu, znižuje stroške proizvodnje in zmanjšuje tveganost naložb s preprečevanjem cikličnih nihanj v proizvodnji.

4.1.2. Pomembni dokumenti stanovanjske politike v Sloveniji

Heglerjeva (2009) navaja, da je stanovanjska politika v Sloveniji prešla različna obdobja. Meje med posameznimi obdobji so opazne preko regulativnih sprememb. Vsaka regulativna sprememba v politiki in gospodarstvu je prinesla specifične spremembe tudi na stanovanjskem področju. Učinki stanovanjske politike so lepo vidni v delovanju stanovanjskega trga, količini in višini neprofitnih najemnin ter stanovanjski mobilnosti. V nadaljevanju bomo predstavili glavne dokumente, ki so osnova za današnjo stanovanjsko politiko v Sloveniji.

a) Ustava Republike Slovenije

Osnovno vodilo današnje stanovanjske politike v Sloveniji izhaja iz 78. člena Ustave Republike Slovenije, ki pravi, da država ustvarja možnosti, da si državljani lahko pridobijo primerno stanovanje (Ustava Republike Slovenije, Uradni list RS, št. 33/1991). Iz tega lahko razberemo, da je država opustila neposredno funkcijo v stanovanjski oskrbi in nadaljevala s posredno podporo in usposabljanjem drugih nosilcev stanovanjske oskrbe, kot so občine, neprofitne organizacije, zasebni najemni sektor in zasebna oskrba z lastnim stanovanjem (Mandič, 1999). Tako lahko v grobem razberemo, da se je po letu 1990 stanovanjska politika preusmerila od načela zagotavljanja k načelu omogočanja ter da je namenjena celotnemu prebivalstvu in ne le ogroženemu delu prebivalstva.

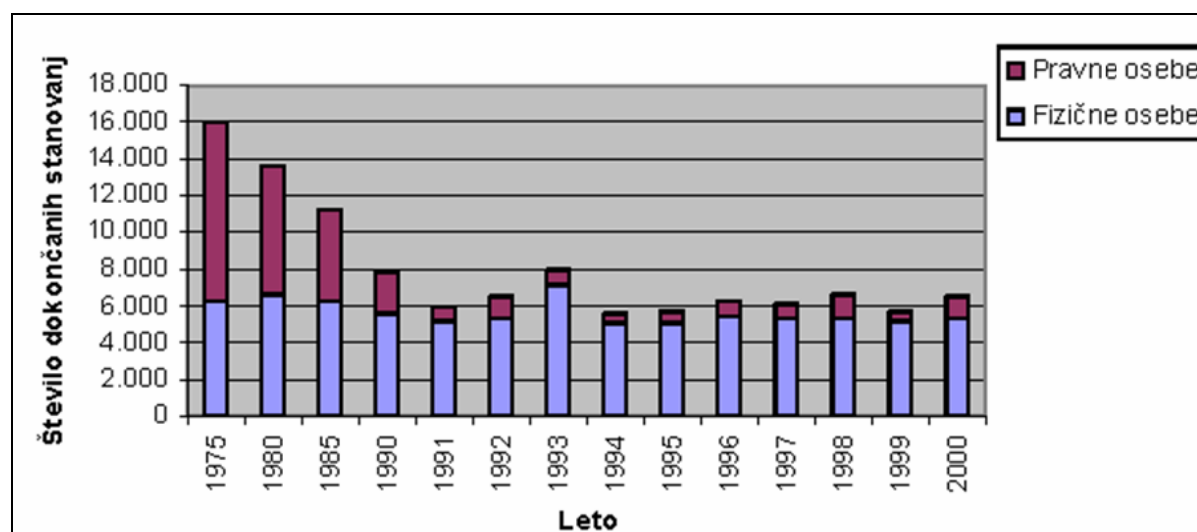
b) Stanovanjski zakon (SZ)

Stanovanjski zakon iz oktobra leta 1991 (SZ, Uradni list RS, št. 18/1991) je prvi dokument, ki je bolj natančno določil elemente stanovanjske politike v Sloveniji. Zakon je urejal lastninskopravna razmerja in upravljanje v večstanovanjskih stavbah, najemna razmerja, načine določanja najemnin, lastninjenje ter privatizacijo stanovanj in stanovanjskih hiš v družbeni lastnini. Izhajal je iz načela, da je skrb za rešitev stanovanjskega vprašanja predvsem skrb vsakega posameznika, medtem ko je naloga države, da skozi sistem socialnih korektivov poskrbi za skupine državljanov, ki brez njene pomoči ne bi mogli rešiti svojega stanovanjskega vprašanja (Polanc, 2005).

Zakon je na stanovanjskem področju prinesel korenite spremembe. Uzakonil je pravno podlago za ukinitve družbene lastnine ter tako odprl proces lastninjenja ter privatizacije stanovanj in stanovanjskih hiš v družbeni lastnini. Imetniki stanovanjske pravice in njihovi ožji družinski člani, ki so s tem zakonom dobili status neprofitnih najemnikov, so tako dobili možnost odkupa stanovanj z izjemo stanovanj, ki so bila v postopku denacionalizacije. Povprečna cena odkupa z enkratnim zneskom je znašala 200 DEM/m², kar je ob upoštevanju lokacijskega dejavnika pomenilo le 10 do 15 % tedanje tržne vrednosti stanovanja. Hkrati je zakon ukinitel prejšnje oblike zbiranja sredstev za financiranje stanovanjske gradnje. To je imelo za posledico zmanjšanje števila ugodnih posojil in subvencij ter zmanjšanje obsega gradnje novih stanovanj, saj z novo ureditvijo ni bilo zagotovljenih sistemskih virov za stanovanjsko financiranje, kar je lepo vidno iz slike 16 (Cirman, 2003).

Slika 16: Obseg gradnje po vrsti naložbenikov med leti 1975 in 2000

Figure 16: Extent of construction regarding investors from 1975 to 2000



Vir: Cirman, 2003, str. 106

Stanovanjski zakon je bil večkrat dopolnjen, popravljen in spremenjen. Junija 2003 pa ga je nadomestil nov stanovanjski zakon (SZ-1, Uradni list RS, št. 69/2003).

c) Nacionalni stanovanjski program

Nacionalni stanovanjski program (v nadaljevanju: NSP), ki je bil pripravljen na podlagi Stanovanjskega zakona, je določal temeljna izhodišča, pogoje in ukrepe stanovanjske politike za obdobje od leta 2000 do 2009 z namenom, da bo vsakemu državljanu v ustreznem

časovnem obdobju z lastnim prizadevanjem in s pomočjo skupnosti uresničena temeljna pravica do primerne stanovanja za njegove potrebe in za življenje njegove družine. Program je na stanovanjskem področju določal ukrepe, ki so v pristojnosti države, ter opredeljeval vlogo, ki so jo imele lokalne skupnosti, finančne in druge ustanove. Glavni cilji stanovanjske politike, utemeljene na uresničevanju NSP-ja, so bile (NSP, 2000):

- izboljšati dostopnost do vseh vrst stanovanj na različne načine, odvisne od finančnih možnosti in potreb prebivalstva, mobilnosti in drugih okoliščin;
- olajšati in spodbujati različne načine pridobivanja in različne vrste lastništva stanovanj;
- zagotavljati primerne pomoči pri uporabi stanovanj tistim, ki tega ne zmorejo sami;
- izboljšati pogoje za gospodarjenje s stavbnimi zemljišči za graditev stanovanj in stanovanjskih hiš ter njihovo upravljanje;
- povečati obseg graditve stanovanj in stanovanjskih hiš, vključno s prenovo obstoječih;
- spodbujati boljšo kakovost stanovanj in bivalnega okolja ter zagotavljati ustrezen stanovanjski standard tudi glede primerne velikosti stanovanj;
- uravnotežiti ponudbo in povpraševanje po stanovanjih tako, da bo zagotovljeno zadostno število stanovanj, namenjenih za nakup oziroma pridobitev v najem, tam, kjer obstaja primanjkljaj oziroma povpraševanje stanovanj;
- z izboljšanjem celotne stanovanjske oskrbe spodbujati demografski razvoj in omogočati ustanavljanje novih gospodinjstev;
- z ustrezno stanovanjsko oskrbo prispevati k varstvu družine, starejših in invalidnih oseb ter drugih ranljivih skupin prebivalstva;
- spodbujati stanovanjsko tržišče in njegove razvojne učinke.

Za dosego zgoraj opredeljenih ciljev je NSP uporabljal dva različna nivojska ukrepa. Na državni ravni se je posluževal tako neposrednih zakonodajnih, organizacijskih in finančno-intervencijskih inštrumentov ter posrednih davčnih, socialnih in prostorskih ukrepov. Na lokalni ravni pa je poskušal zagotavljati subvencije in sofinanciranja neprofitnih najemnih stanovanj, pridobivanje socialnih stanovanj ter je skušal zagotavljati stavbna zemljišča s potrebno komunalno infrastrukturo. Na finančnem področju je predvidel krepitev in povečanje kapitalske osnove Stanovanjskega sklada Republike Slovenije, izvajanje Nacionalne varčevalne sheme in finančne krepitve občinskih stanovanjskih skladov (NSP, 2000).

Po mnenju Cirmanove (2010) so iztekajoči se NSP (2000–2009) zaznamovali ambiciozno zastavljeni cilji zmanjšanja stanovanjskega primanjkljaja na neprofitnem delu stanovanjske oskrbe ter nekonsistentna stanovanjska politika s poudarkom na spodbujanju povpraševanja ob sočasnem neukrepanju na področju osnovnih pogojev stanovanjske ponudbe. V programu se ni predvidela ustrezna ponudba komunalno opremljenih stavbnih zemljišč, niso se skrajšali roki in zmanjšala tveganja pri pridobitvi gradbenega dovoljenja. Kot velika pomanjkljivost dosedanjega izvajanja NSP se je po mnenju avtorice izkazala pomanjkljiva koordinacija med resorji, ki so s svojim delovanjem posredno ali neposredno posegali na stanovanjsko področje.

Lavrač (2008) predlaga, da naj bi nov NSP moral vsebovati:

- preusmeritev stanovanjske politike iz cilja omogočanja lastništva na povečevanje neprofitnega najemništva (v primerjavi z EU – pretiran delež lastniško zasedenih stanovanj pri nas ima negativne posledice na mobilnost prebivalstva);
- prenehanje dajanja poudarka neprofitni gradnji (bolj bi se moral usmeriti v nabavo in najem obstoječih stanovanj kot pa v novogradnje);
- subvencioniranje tržnih najemnin (kot osnovni instrument stanovanjske politike naj bi prevladoval stanovanjski dodatek, kriteriji za predlagane subvencije naj bi bili izenačeni in enaki za vse državljane);
- odgovornost za določanje in doseganje ciljev stanovanjske politike (smiselno bi bilo oblikovati organ, v katerem bi odgovorni predstavniki vseh relevantnih ministrstev imeli pravico predlagati in izvajati stanovanjsko politiko);
- nadomestitev kratkoročnih razpisov z avtomatizmi oz. dolgoročnimi razpisi (slednji bi omogočali dolgoročno planiranje, pod kakšnimi pogoji je kdo na kaj, kje in koliko časa upravičen).

Gerbec (2010) izpostavlja, da je na nacionalni ravni nujno potrebno sprejeti nov NSP za obdobje 2011–2020, s katerim bi na trgu najemnih stanovanj opredelili organizirano in usmerjeno gradnjo novih najemnih stanovanj, spremenili njihovo dosedanjo politiko obdavčitve, definirali realno tržno najemnino, določili pogoje za subvencioniranje tržnih najemnin za določene ciljne skupine (mlade družine, osebe z nizkimi dohodki, študentje, oskrbovana stanovanja, druge kategorije – npr. najemniki v denacionaliziranih stanovanjih) in uvedli stanovanjski dodatek za navedene kategorije. Znotraj Stanovanjskega sklada RS naj bi

ustanovili Nacionalno agencijo, kateri bi dodelili vodilno vlogo pri pospeševanju gradnje novih stanovanj. Na nivoju lokalnih skupnosti bi posameznim občinam zagotovili dolgoročno financiranje za zagotavljanje komunalne opremljenosti stanovanjskih zemljišč. Na nacionalnem nivoju naj bi sprejeli nov zakon o obdavčitvi nezazidanih stavbnih zemljišč in oblikovali nacionalni strateški svet za razvoj stanovanjskega gospodarstva.

Cilji, ki bi jih bilo po mnenju Cirmanove (2010) smiselno vključiti v nov NSP, so zagotovitev dostopa do primerne stanovanja tudi za gospodinjstva z nižjimi dohodki; izboljšava izgradnje novih stanovanj tako, da bodo odražala potrebe najemnikov danes in v prihodnosti; izboljšava energetske učinkovitosti stanovanjskega sektorja; pri izgradnji novih stanovanj pa upoštevanje posebnih potreb ciljnih uporabnikov ter zagotavljanje varnosti najemnikov in najemodajalcev kot pogoj za razvoj delujočega najemnega trga.

d) Stanovanjski zakon (SZ 1)

Stanovanjski zakon (SZ–1, Uradni list RS, št. 69/2003), ki je nadomestil star Stanovanjski zakon (SZ, Uradni list RS, št. 18/1991), ureja vrste stanovanjskih stavb, pogoje za vzdrževanje, pogoje za načrtovanje stanovanj, lastninskopravna razmerja in upravljanje v večstanovanjskih stavbah, stanovanjska najemna razmerja, gradnjo in prodajo novih stanovanj, pomoči pri pridobitvi in pri uporabi stanovanja, pristojnosti in naloge države ter občin na stanovanjskem področju, pristojnosti organov in organizacij, ki delujejo na stanovanjskem področju, registre in inšpekcijsko nadzorstvo nad uresničevanjem določb tega zakona. Nov stanovanjski zakon med drugim navaja tudi nove možnosti reševanja stanovanjskih problemov v obliki rentnega odkupa stanovanja in njegovega oddajanja v najem, prodajo stanovanj na časovni zakup ter sovlaganje javnih in zasebnih naložbenikov, ureja varstvo kupcev pri prodaji novih stanovanj in določa podlage za celovit sistem evidenc na stanovanjskem področju, ki bodo vodene v katastru stavb, registru upravnikov in v registru najemnih pogodb. Zakon definira stanovanjsko zbornico, državni stanovanjski svet, svet za varstvo pravic najemnikov, kataster stavb in registre ter inšpekcijsko nadzorstvo.

e) Socialni sporazumi

Vlada Republike Slovenije, organizacije delodajalcev in sindikati so za posamezna obdobja, 2003–2005, 2005–2007, 2007–2009 in 2009–2013 podpisali socialne sporazume, s katerimi so

sklenili socialno partnerstvo, ki naj bi omogočalo upoštevanje različnih interesov in oblikovanje širokega razvojnega soglasja pri razvoju gospodarstva v državi. S temi sporazumi so posegli tudi na področje stanovanjske politike.

V zadnjem potrjenem socialnem sporazumu za obdobje 2007–2009 (Socialni sporazum 2007–2009, Uradni list RS, št. 93/2007) so bile na področju stanovanjske politike sprejete naloge vlade za zagotavljanje nepovratne materialne pomoči mladim družinam za prvo reševanje stanovanjskega problema, za zagotavljanje večje dostopnosti zemljišč za stanovanjsko gradnjo, za posodobitev in ureditev zemljiške knjige, podpiranje naložb v neprofitna najemna stanovanja in spodbujanje namenskega varčevanja za rešitev stanovanjskega problema. Delodajalci naj bi spodbujali svoje člane, da bodo po lastnih ekonomskih možnostih in potrebah sodelovali pri reševanju stanovanjskih vprašanj, pri čemer naj bi jih podpirali sindikati, zlasti pri tistih ukrepih v stanovanjski politiki, ki bodo prispevali k učinkovitejši odpravi stanovanjske problematike delavstva.

V pripravi je socialni sporazum za obdobje 2009–2013 (Novi ekonomsko-socialni sporazum 2009–2013, 2008), ki bi po mnenju Združenja delodajalcev moral na področje stanovanjske politike poseči s spodbujanji javno-zasebnega partnerstva pri financiranju in izvajanju storitev in programov socialnega varstva ter posredovanju dela (zasebne naložbe v socialno infrastrukturo – domovi za starejše ipd.) in ponovni uvedbi namenskih davčnih olajšav v stanovanjskih naložbah, s čimer bi razbremenili zaposlene v nižjih in srednjih dohodninskih razredih.

f) Strategija razvoja Slovenije od leta 2006 do 2013

Dokument Strategije razvoja Republike Slovenije (Strategija razvoja Slovenije, 2005, str. 7–13) opredeljuje vizijo in cilje razvoja Slovenije za obdobje 2006–2013 ter pet razvojnih prioritet z akcijskimi načrti. V ospredju nove strategije je celovita blaginja vsakega posameznika ali posameznice. Strategija se ne osredotoča samo na gospodarska vprašanja, temveč vključuje socialna, okoljska, politična in pravna ter kulturna razmerja. Za doseg te strateških ciljev strategija razvoja posamezne usmeritve povezuje v pet razvojnih prioritet, ki predstavljajo najpomembnejša področja delovanja in so bila v začetnem obdobju 2005 in 2006 podprta s konkretnimi akcijskimi načrti za njihovo realizacijo.

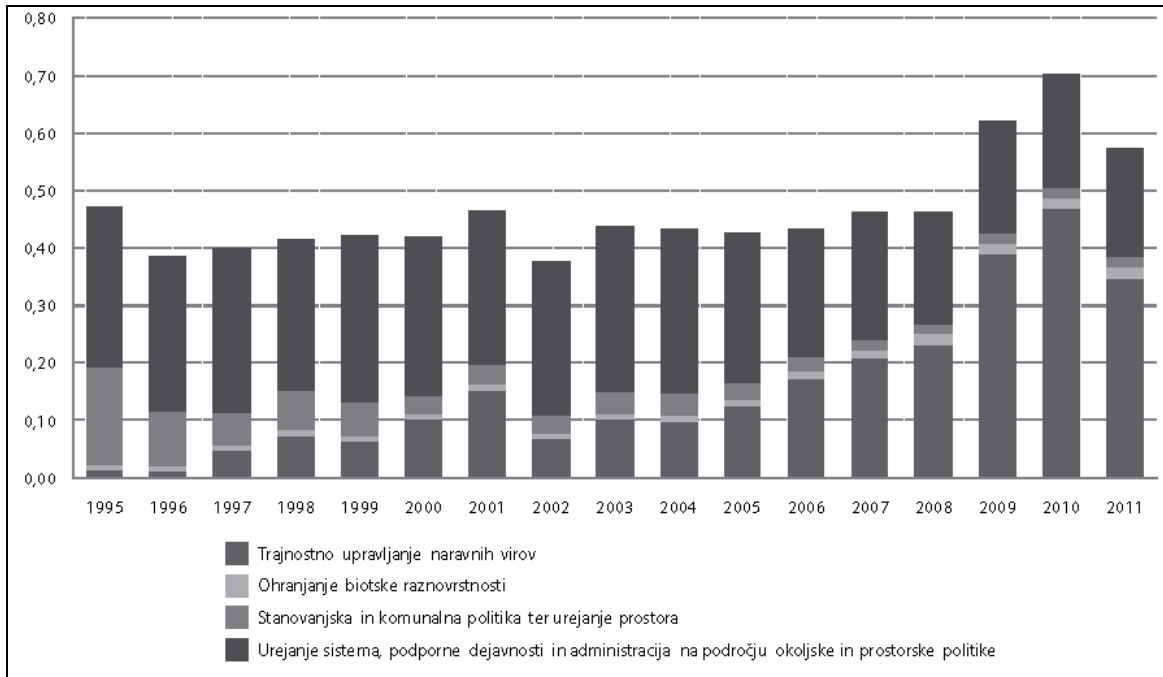
Ključne razvojne prioritete (Strategija razvoja Slovenije, 2005):

- konkurenčno gospodarstvo in hitrejša gospodarska rast,
- učinkovito ustvarjanje, dvosmerni pretok in uporaba znanja za gospodarski razvoj in kakovostna delovna mesta,
- učinkovita in cenejša država,
- moderna socialna država in večja zaposlenost,
- povezovanje ukrepov za doseganje trajnostnega razvoja.

Na stanovanjsko politiko in doseganje trajnostnega razvoja vpliva predvsem zadnja zgoraj navedena prioriteta, ki podrobno opredeljuje ukrepe (Strategija razvoja Slovenije, 2005):

- ukrepe v okviru trajnega obnavljanja prebivalstva (povečanje ponudbe najemnih stanovanj, stavbnih zemljišč, razvoj hipotekarnega bančništva, subvencioniranje in odplačevanje dela obresti na začetku odplačevalnega obdobja za mlade in s politiko integracije in uravnavanja obsega migracije popraviti nekatere prebivalstvene primanjkljaje);
- ukrepe v okviru skladnejšega regionalnega razvoja (spodbujanje kvalitetnejših prostorskih aktov v skladu z razvojnimi potrebami, okrepitev financirane neprofitne stanovanjske gradnje, poenostaviti prostorske predpise, urediti področje komunalnih dejavnosti);
- ukrepe v okviru izboljšanja gospodarjenja s prostorom (vzpostaviti evidence najboljših kmetijskih zemljišč in jih zaščititi, povečati razpoložljivost zemljišč za gospodarstvo in stanovanjsko gradnjo s smotnim povečevanjem urbanega prostora naselij, s povečevanjem izkoriščenosti poselitvenega prostora ter z usposobitvijo degradiranih urbanih in drugih zemljišč za ponovno uporabo, ekonomsko spodbujati boljšo izrabo razpoložljivega stavbnega sklada, razvijati nepremičninski trg in vzpodbujati poselitev mest, ki imajo od 7.000 do 30.000 tisoč prebivalcev).

Iz slike 17 lahko razberemo, da je država namenila slabega 0,5 % BDP do leta 2008 za okoljsko in prostorsko politiko, šele v letih 2009 in 2010 so sredstva narasla do 0,70 % BDP in v letu 2011 naj bi znašala 0,58 %. Iz slike tudi lahko razberemo manjšanje deleža sredstev, namenjenih stanovanjski in komunalni politiki ter urejanju prostora. Največji delež država namenja trajnostnemu upravljanju naravnih virov v okolju (Lautar, Klužer, 2009).

Slika 17: Struktura izdatkov v % BDP za okoljsko in prostorsko politiko**Figure 17: Structure of expenses in % GDP for environmental and areal politics**

Vir: Lautar Katja in Klužer Franci: Razvojne politike in javnofinančni izdatki, UMAR 2009

Po mnenju Kovača (2010) Slovenija ni in ne bo dosegla pričakovanih ciljev iz dokumenta Strategija razvoja Slovenije 2006–2013 zaradi neučinkovite pravne države in neodločnega vodenja, pri katerem prevladuje politika nacionalnih interesov, korporativizem in gradualizem. Mladi in socialno šibki so pri reševanju stanovanjskega vprašanja, kljub državni subvenciji, še vedno v veliki meri prepuščeni samim sebi in pomoči sorodnikov.

V pripravi je nov dokument Strategije razvoja Slovenije za obdobje 2013–2020 (Informacija o pripravi Strategije razvoja Slovenije 2013–2020, 2011), ki v skladu z dokumentom o strategiji Evrope do leta 2020 na področju stanovanjske politike postavlja v ospredje zagotovitev in dostopnost do socialnih storitev in pravičnosti pri uveljavljanju pravic iz javnih sredstev. Dokument, ki bo v prihodnosti deležen širokih polemik in razprav, predvideva širok družbeni konsenz ter oblikovanje ukrepov za trajnostni razvoj Slovenije za obdobje 2013–2020.

4.2. Donosnost stanovanjskih naložb v Sloveniji

4.2.1. Donosnost naložbe

Termin donos v finančnem slovarju (Absolutni donos, 2011) preprosto pomeni dobiček ali izgubo, ki ga ustvari premoženje skozi določen čas. Ta se ponavadi izraža kot odstotek naložbenega premoženja ali kapitala. Glede na zastavljen benchmark – standard primerjave ali sledenje trgu ločimo relativni in absolutni donos. Slednji se ne primerja z donosi na trgu, ampak zasleduje fiksno postavljen cilj, ki ga zastavi naložbenik neodvisno od razmer na finančnih trgih, borznih trendih ali konkurenci.

Donosnost nepremičninske naložbe je definirana kot razmerje med prostim pridobljenim denarnim tokom na letni ravni in celotno vrednostjo nepremičninske naložbe. Prosti denarni tok pomeni prihodek, ki nam ostane po odbitku vseh stroškov vzdrževanja, izpadu prihodka zaradi nezasedenosti nepremičnine (stanovanja) in plačilu davkov (Fabozzi, 2006).

Izkazovanje donosa na vložena sredstva v nepremičnino je s finančnega vidika pomembno, saj nam pokaže uspešnost in upravičenost nepremičninske naložbe. Za zagotovitev pozitivne nepremičninske donosnosti moramo poleg lastne in prodajne cene nepremičnine poznati še dve ključni točki preloma naložbe. To sta točka preloma dobičkonosnosti, ki nam v najbolj osnovni obliki pove, koliko moramo iz nepremičnine iztržiti, da ne bomo imeli izgube, in točka posojilnega preloma, ki nam v primeru dolžniškega financiranja nepremičninske naložbe razjasni razmerje med višino posojila in prodajno ceno nepremičnine, da bo naložba za nas ugodna (Petavs, 2007). Točko preloma dobičkonosnosti pri prodaji nepremičnine dosežemo takrat, ko prodajna cena vključno z vsemi donosi pokrije vse stroške proizvodnje ali nakupa nepremičnine z ničelno stopnjo dobička. Tako točka preloma dobičkonosnosti kot točka posojilnega preloma sta ključna dejavnika pri izvedbi dobičkonosne nepremičninske finančne naložbene konstrukcije.

V raziskavi o oblikah naložb, ki jo je v preteklem letu izvedela Zveza potrošnikov Slovenije (Zveza potrošnikov Slovenije, 2010), ugotavljajo, da je naložba v nepremičnine z vidika donosa manj primerna oblika. V poročilu navajajo, da je donos, ki ga definirajo kot najemnino, zmanjšano za obresti morebitnega stanovanjskega kredita, stroške in davke,

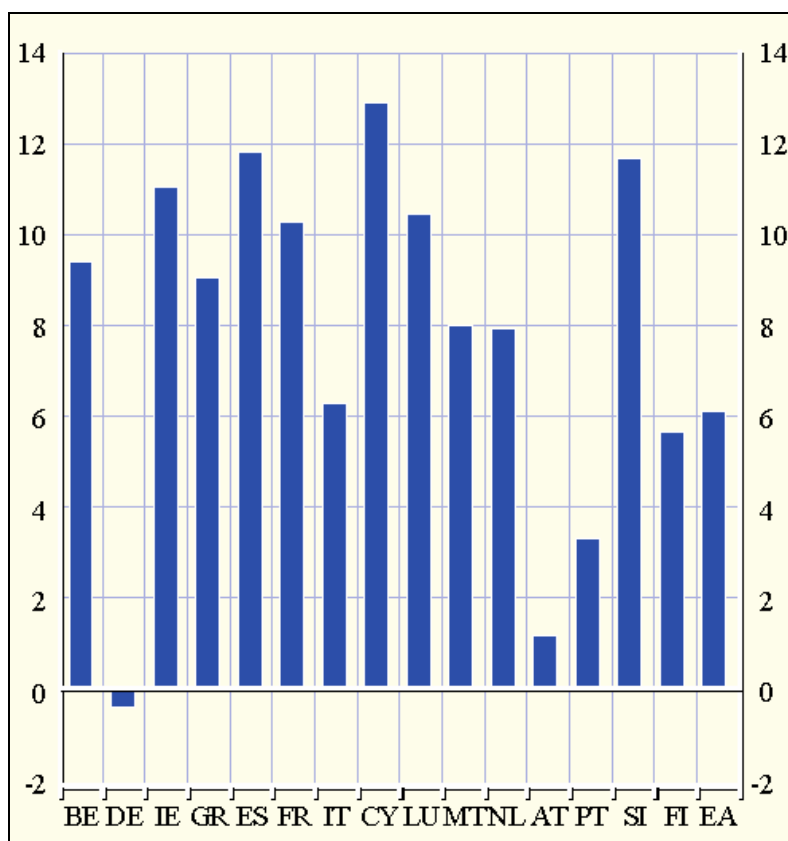
odvisen od nakupne cene in povpraševanja po najemu. Po njihovem mnenju imajo naložbe v nepremičnine in s tem povezani donosi prednost le pred naložbenim zavarovanjem, naložbam v pokojninske sklade in naložbam v starine, znamke, kovance ali umetnine.

Po mnenju Cirmanove v intervjuju »(ne)Varne nepremičnine« v časopisu Finance (Marn, 2009) naložbe v nepremičnine niso posebej donosne niti v najboljših časih. Po tveganju in donosnostih se uvrščajo nad obveznice in pod delnice srednje velikih podjetij, če upoštevamo vse stroške, torej davke, transakcijske stroške in provizijo upravljavcu. To dejstvo potrjuje tuja raziskava, v kateri so primerjali donosnosti v nepremičnine v obdobju 1978–1997 v ZDA, Franciji, Nemčiji, Veliki Britaniji in na Japonskem. Po plačilu davkov, transakcijskih stroškov in provizije upravljavcu (borznemu ali nepremičninskemu posredniku) je bila donosnost naložb v nepremičnine v vseh petih državah na zadnjem mestu, daleč za gotovino, obveznicami in delnicami. Tako je bila v ZDA donosnost nepremičnin 3,3%-na, gotovine 6,6%-na, obveznic 11%-na, delnic pa 16,6%-na. V Veliki Britaniji je bila na primer donosnost nepremičnin 9,3%-na, gotovine 10,8%-na, obveznic 14,2%-na, delnic pa 19,8%-na. Posebej zanimiva je Japonska, saj je bila tam donosnost nepremičnin pa plačilu vseh stroškov celo negativna. Razlog, zakaj so gospodinjstva kljub temu množično nalagala v nepremičnine, tiči v zelo dolgem obdobju rasti cen. V ZDA je obdobje rasti, z manjšimi nihanjem, trajalo kar sedemdeset let. V Evropi so bila obdobja rasti krajša, a še vedno tako dolga, da se je med ljudmi ustvaril lažen občutek popolne varnosti in donosnosti nepremičninske naložbe.

Po podatkih Evropske centralne banke (Monthly bulletin Avgust 2009, 2009) je bila v raziskavi o donosnosti v stanovanjske nepremičnine največja donosnost dosežena na Cipru med leti 2003 in 2007, na drugem mestu v Španiji v obdobju 1999–2007 ter z nekaj manj kot 12 % v Sloveniji v proučevanem obdobju med leti 2005 in 2007. Iz slike 18 lahko razberemo, da je bila minimalna negativna donosnost opazna le na Danskem.

Slika 18: Povprečna letna donosnost stanovanjskih nepremičnin na Evro območju med leti 1999–2007, razen Cipra (2003–07), Luksemburga (1999–06), Slovenije (2005–07) in Finske (2001–07).

Figure 18: Average annual yields of residential real estate in Euro region from 1999 to 2007, with the exception of Cyprus (from 2003 to 2007), Luxemburg (from 1999 to 2006), Slovenia (from 2005 to 2007) and Finland (from 2001 to 2007)



Vir: European Central bank, Monthly bulletin, Avgust 2009

Po mnenju Puclja (2010) je v trenutnih gospodarskih razmerah v Sloveniji donosnost nepremičnin v splošnem negativna, nizko pozitivna je le v večjih središčih, predvsem na osi Koper–Ljubljana–Maribor. Avtor napoveduje trend nizkih ali celo negativne donosnosti vse do popolnega okrevanja gospodarstva. Potrošniki se bodo odločali za nepremičninske naložbe šele tedaj, ko bodo njihova nepremičninska donosnost varna na dolgi rok.

4.2.2. Pregled gibanja cen stanovanj na stanovanjskem trgu

Za praktični preizkus domneve, da sta donosnost in tveganje v portfelj, sestavljen samo iz različnih tipov stanovanj, večja v osrednjeslovenski regiji kot v ostalih regijah po državi, potrebujemo pregled gibanja cen na stanovanjskem trgu.

Pri zajemu podatkov o višinah in gibanju cen nepremičnin se srečamo s problemom verodostojnosti vira. Eden izmed možnih virov, ki nam nudijo pregled o gibanju cen nepremičnin, so publikacije Statističnega urada Slovenije. Žal pa se ti podatki nanašajo le na novozgrajena stanovanja.

Dostopnejši in najbolj množičen način vpogleda v podatke o cenah nepremičnin omogoča spletna stran SloNep (www.slonep.net, 2011), ki temelji na zbiranju podatkov o cenah ponudb, ki so vsaj enkrat v mesecu oglaševane na spletni strani www.nepremicnine.net (SloNep, 2002). Po mnenju Cirmanove (2002) ima takšen način zbiranja in objave podatkov pomanjkljivosti, ki se kažejo predvsem v tem, da so cene precenjene, posel se dejansko sklene po nižji ceni ter da so v bazo zajete le nepremičnine, ki vanjo vstopijo le prek zgornjega naslova.

Dostopnejši in zanesljivejši vir podatkov omogoča baza Geodetske uprave Republike Slovenije, katere podatki temeljijo na podatkih davčne uprave in na podatkih evidence trga nepremičnin. Tako je iz letnega Poročila o slovenskem nepremičninskem trgu za leto 2010 (Geodetska uprava, 2011) razbrati, da je bilo v Sloveniji v preteklem letu evidentiranih skoraj 7300 prodaj stanovanj oziroma 30 % več kot v letu 2009 in so cene stanovanjskih nepremičnin s pripadajočim zemljiščem padle skoraj za 9 %, kar je več kot v letu 2009. Cene zemljišč za gradnjo stavb se tako kot cene stanovanj v preteklem letu praktično niso spremenile in njihov realni padec gre izključno na račun inflacije. Padanje cen poslovnih nepremičnin se je ustavilo, saj je bil padec cen v primerjavi s predhodnim letom, ko je v povprečju znašal okoli 10 %, majhen. Iz primerjave povprečnih četrletnih cen je v zadnjem četrletju leta 2010 za prav vse obravnavane vrste nepremičnin na ravni države razvidno padanje nominalnih cen, najmanj za stanovanjske hiše s pripadajočim zemljiščem (-1 %) in največ za pisarniške prostore (-18 %), kar je razvidno iz slike 19.

Povprečna prodajna cena rabljenega stanovanja je bila 1.750 €/m², v zadnjem četrletju 1.740 €/m². Povprečna uporabna površina je znašala 52 m², povprečna starost stanovanja je znašala 44 let. V primerjavi s predhodnim letom so se v povprečju kupovala en kvadratni meter večja in dve leti starejša rabljena stanovanja. V primerjavi z letom 2009 je bila višja za 2,9 % odstotka, v primerjavi z zadnjim četrletjem 2009 pa le za 0,6 %. Na sliki 20 opazimo

neenakost cen stanovanj po posameznih statističnih regijah v državi, kar je posledica neuravnoteženega slovenskega nepremičninskega trga (Geodetska uprava, 2011). Tako so stanovanja na obalnem področju dosegala najvišjo ceno 2.610 €/m², sledijo stanovanja v Ljubljani (2.470 €/m²), osrednjeslovenski regiji brez Ljubljane (1.960 €/m²) in okolica Nove Gorice (1.930 €/m²).

Slika 19: Četrtni veržni indeksi povprečnih cen nepremičnin, leto 2010

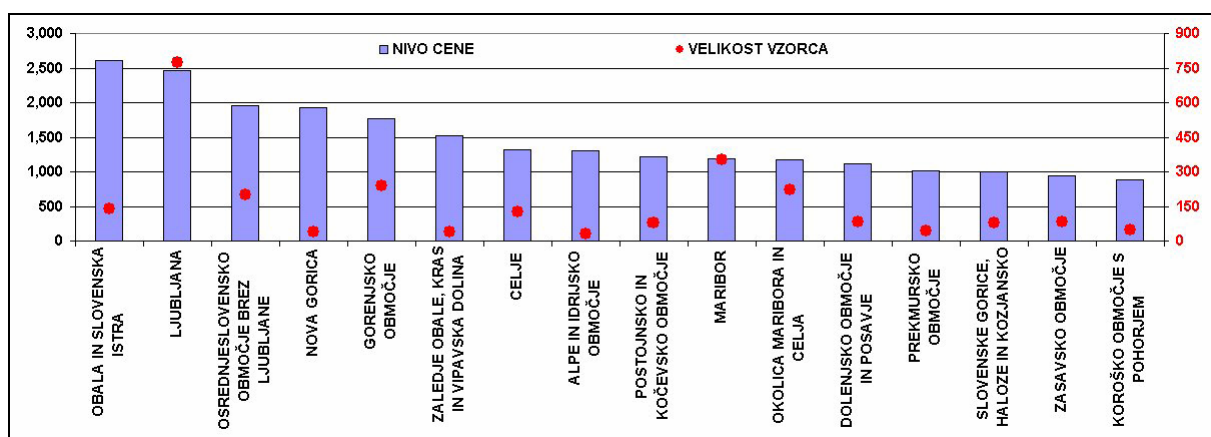
Figure 19: Quarterly chain-indexes of average real estate prices, year 2010

	2009_4	2010_1	2010_2	2010_3	2010_4
rabljena stanovanja	100	101	100	102	97
hiše	100	94	101	98	99
garaže	100	102	98	114	91
pisarniški prostori	100	99	95	112	82
lokali	100	97	97	101	93
zemljišča za gradnjo	100	97	100	115	97
kmetijska zemljišča	100	83	115	91	97
gozdna zemljišča	100	100	97	98	89

Vir: Poročilo o slovenskem nepremičninskem trgu za leto 2010 (Geodetska uprava, 2011, str. 9)

Slika 20: Povprečne cene rabljenih stanovanj (v €/m²) in število upoštevanih prodaj po cenovnih območjih za drugo polovico leta 2010

Figure 20: Average prices of used apartments (in €/m²) and number of considered sales regarding prices in second half of year 2010



Vir: Poročilo o slovenskem nepremičninskem trgu za leto 2010 (Geodetska uprava, 2011, str. 18)

Za cene rabljenih stanovanj v največjih slovenskih mestih velja, da so konec leta 2010 dosegle največje vrednosti v Ljubljani (2.520 €/m²) in v Kopru (2.480 €/m²), kar je posledica, kljub veliki zalogi novih stanovanj v prestolnici, precenjenosti posameznih stanovanjskih nepremičnin in povpraševanja, zlasti v Kopru, po stanovanjih v počitniške namene (Geodetska uprava, 2011). Skladno s sliko 21 sledijo cene stanovanjskih nepremičnin v Novi Gorici (2.020 €/m²), Kranju (1.850 €/m²), Novem mestu (1.500 €/m²), Celju (1.370 €/m²), Mariboru (1.160 €/m²) ter Murski Soboti (1.140 €/m²).

Slika 21: Povprečne polletne cene rabljenih stanovanj v večjih slovenskih mestih

Figure 21: Average half-year prices of used apartments in larger Slovenian cities

Analično območje	Kazalnik	2007_I	2007_II	2008_I	2008_II	2009_I	2009_II	2010_I	2010_II	2010_4 *
SLOVENIJA	veilkost vzorca	3028	3437	2893	2004	1536	2478	2843	2580	1343
	cena (€/m ²)	1.700	1.690	1.890	1.830	1.700	1.700	1.750	1.760	1.740
LJUBLJANA	veilkost vzorca	798	737	760	488	341	659	806	775	382
	cena (€/m ²)	2.630	2.700	2.780	2.680	2.410	2.460	2.440	2.470	2.520
MARIBOR	veilkost vzorca	417	514	318	175	132	292	355	346	183
	cena (€/m ²)	1.240	1.300	1.380	1.340	1.250	1.250	1.240	1.190	1.160
CELJE	veilkost vzorca	157	172	174	115	85	140	157	119	64
	cena (€/m ²)	1.190	1.370	1.430	1.380	1.260	1.240	1.220	1.330	1.370
KRANJ	veilkost vzorca	117	140	111	71	65	75	88	90	50
	cena (€/m ²)	1.770	1.720	1.910	1.890	1.700	1.760	1.800	1.810	1.850
KOPER	veilkost vzorca	67	75	51	39	54	67	58	67	32
	cena (€/m ²)	2.250	2.460	2.630	2.530	2.690	2.440	2.400	2.480	2.310
NOVO MESTO	veilkost vzorca	49	48	43	46	42	51	48	18	13
	cena (€/m ²)	1.450	1.540	1.620	1.670	1.540	1.500	1.490	1.480	1.500
NOVA GORICA z okolico **	veilkost vzorca	42	48	44	30	20	51	53	38	20
	cena (€/m ²)	1.660	1.840	2.090	2.110	1.960	1.880	1.930	1.940	2.020
MURSKA SOBOTA	veilkost vzorca	44	46	41	33	22	22	36	31	12
	cena (€/m ²)	920	990	1.060	1.140	1.050	1.090	1.130	1.150	1.140

* V zadnjem stolpcu so navedene povprečne cene za zadnje četrtletje leta 2010.
** Okolica Nove Gorice vključuje naselja Solkan, Kromberk, Rožna dolina, Šempeter pri Novi Gorici, Pristava in Vitojba.

najmanj
največ

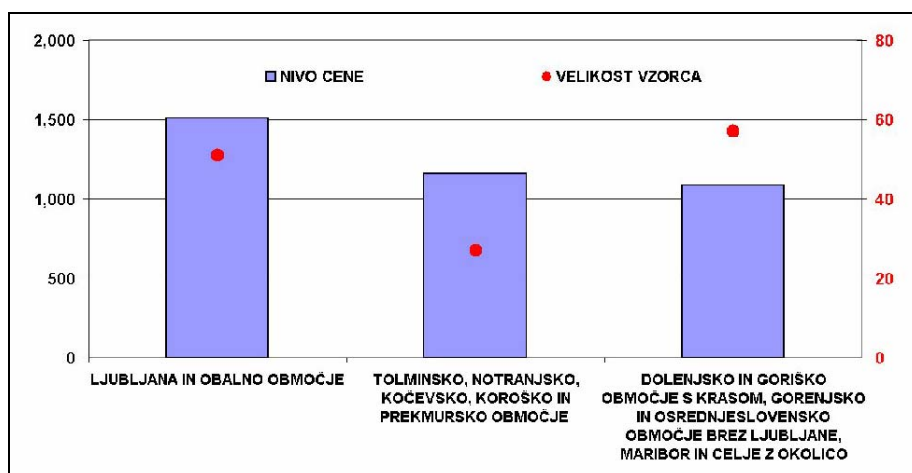
Vir: Poročilo o slovenskem nepremičninskem trgu za leto 2010 (Geodetska uprava, 2011, str. 19)

Za potrebe tega dela je potrebno na tem mestu omeniti še cene poslovnih prostorov, ki so v povprečju znašali 1.270 €/m², s povprečno uporabno površino 131 m² ter starostjo 44 let. Cena se je v primerjavi z letom 2009 znižala za 3 %, uporabna površina za 4 m² starost pa se je povečala za šest let (Geodetska uprava, 2011).

Na ravni države je bil v zadnjem četrtletju 2010 evidentiran velik padec cen pisarn (18 %), predvsem zaradi prevelike ponudbe, kar seveda neposredno vpliva na povprečno ceno kvadratnega metra (Geodetska uprava, 2011). Skladno s sliko 22 so najvišje cene dosegli pisarniški prostori v Ljubljani in na obalnem območju (nad 1.500 €/m²), najnižje cene pa na dolenskem, goriškem, gorenjskem, osrednjeslovenskem območju brez Ljubljane, štajerskem ter celjskem območju (pod 1.100 €/m²).

Slika 22: Povprečne cene pisarniških prostorov (v €/m²) in število upoštevanih prodaj po cenovnih območjih za drugo polovico leta 2010

Figure 22: Average prices of offices (in €/m²) and number of considered sales regarding prices in second half of year 2010



Vir: Poročilo o slovenskem nepremičninskem trgu za leto 2010 (Geodetska uprava, 2011, str. 24)

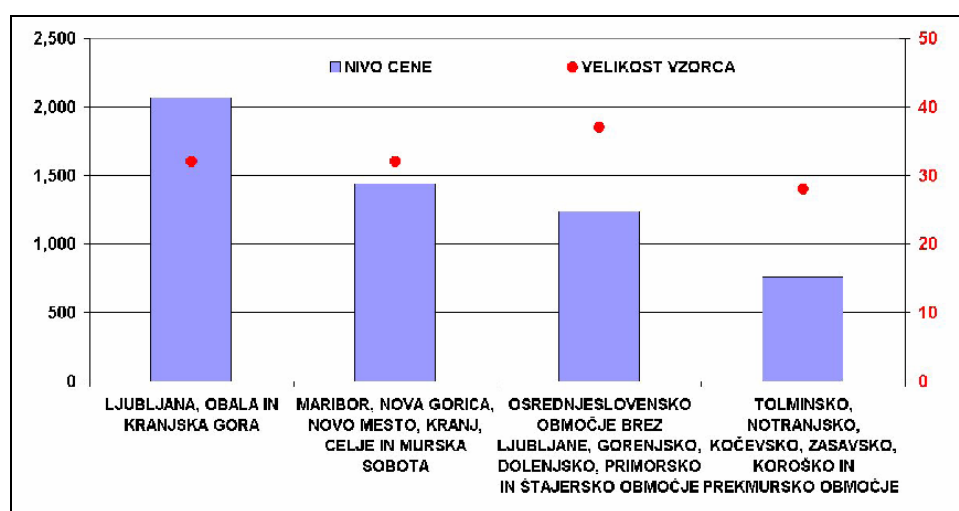
Povprečna cena prodanih lokalov oziroma prostorov za opravljanje gostinske, trgovske ali druge storitvene dejavnosti je v preteklem letu znašala 1.420 €/m², s povprečno uporabno površino 99 m² in starostjo 48 let (Geodetska uprava, 2011).

Po podatkih Geodetske uprave RS (Geodetska uprava, 2011) je za trg poslovnih prostorov v Sloveniji značilno, da se kljub majhnosti in omejenosti sorazmerno dobro odziva na tržne spremembe. Po krizi se je promet poslovnih prostorov v drugi polovici leta 2008 najprej hitro in močno zmanjšal, nato pa tudi oživel prej kot pri stanovanjskih nepremičninah, saj so se ponudbene cene hitro znižale in prilagodile povpraševanju. Na sliki 23 so prikazane cene lokalov po posameznih statističnih regijah v državi, kjer so nad 2.000 €/m² tako dosegle cene

lokalov v Ljubljani, na Obali, v okolici Kranjske Gore; sledile so cene lokalov v večjih slovenskih mestih – Mariboru, Novi Gorici, Novem mestu in Murski Soboti, osrednjeslovenski regiji brez Ljubljane, gorenjski, dolenski, notranjsko-kraški regiji in pomurskem območju, kjer so znašale cene nekaj nad 500 €/m².

Slika 23: Povprečne cene lokalov (v €/m²) in število upoštevanih prodaj po cenovnih območjih za drugo polovico leta 2010

Figure 23: Average prices of bars (in €/m²) and number of considered sales regarding prices in second half of year 2010



Vir: Poročilo o slovenskem nepremičninskem trgu za leto 2010 (Geodetska uprava RS, 2011, str. 25)

V sklepnem delu poročila o slovenskem nepremičninskem trgu (Geodetska uprava RS, 2011) je navedeno, da se je v obravnavanem letu 2010 nepremičninski trg ustalil na ravni, ki potrjuje oživitev slovenskega nepremičninskega trga po krizi, ki je dosegla dno v prvi polovici leta 2009. Hkrati s tem se je trg stanovanjskih nepremičnin močno razslojil po različnih podtrgih in kakovosti samih nepremičnin. Med posameznimi lokalnimi trgi je prišlo do večjih razlik v intenzivnosti in celo v smeri gibanja prometa in cen. Prišlo je tudi do izrazitega razlikovanja med »dobrimi« nepremičninami na kakovostnih mikrolokacijah in »slabimi«, kamor sodijo tista stanovanja s slabšo lokacijo, neustrezno funkcionalnostjo, velikostjo in kakovostjo gradnje.

4.2.3. Pregled gibanja najemnin na stanovanjskem trgu

Najemnina, kot pove že njeno ime, predstavlja denarno plačilo za začasno uporabo stanovanja in predstavlja obliko donosa kapitala, vezanega v stanovanje (Stanovanjski zakon, Uradni list RS št. 63/03). Pri neprofitnih najemnih stanovanjih taka najemnina nima komponente dobičkonosnosti. Višina neprofitne najemnine največkrat upošteva načelo pokrivanja stroškov in je določena na podlagi koncesije, ki je podeljena skrbniku stanovanja. Stroški, ki jih taka najemnina pokriva, so povezani s stroški vzdrževanja in zavarovanja, stroški opravljanja upravnih storitev, amortizacijo, stroški financiranja in obratovalnimi stroški. Slednji predstavljajo stroške s področja varstva pred požarom, zagotavljanja zaščite in reševanja, čiščenja skupnih prostorov in raznih hišnih opravil (Polanc, 2005).

Tržna najemnina (Stanovanjski zakon, Uradni list RS št. 63/03, sicer govori o prosto oblikovani najemnini in ne o tržni najemnini) se oblikuje prosto na najemnem trgu, v skladu ponudbo in povpraševanjem. Vsebuje komponento donosa, s katero ponudniki upravičijo smisel naložbe za doseganje kapitalskih dobičkov. V to obliko najemnine niso vključeni stanovanjski stroški, ki jih stanovalci plačujejo sami. Dejavniki, ki vplivajo na višino najemnine, so (Pushner, 2011) odvisni od mikro in makro lokacije stanovanja, oddaljenosti od javne infrastrukture (šole, javni potniški promet, zdravstveni domovi), komunalnih in drugih priključkov (vodovod, kanalizacija, telefon, internet, kabelska TV), starosti, ohranjenosti, opremljenosti nepremičnine, dostopa, števila razpoložljivih parkirnih mest in razporeditve notranjih prostorov.

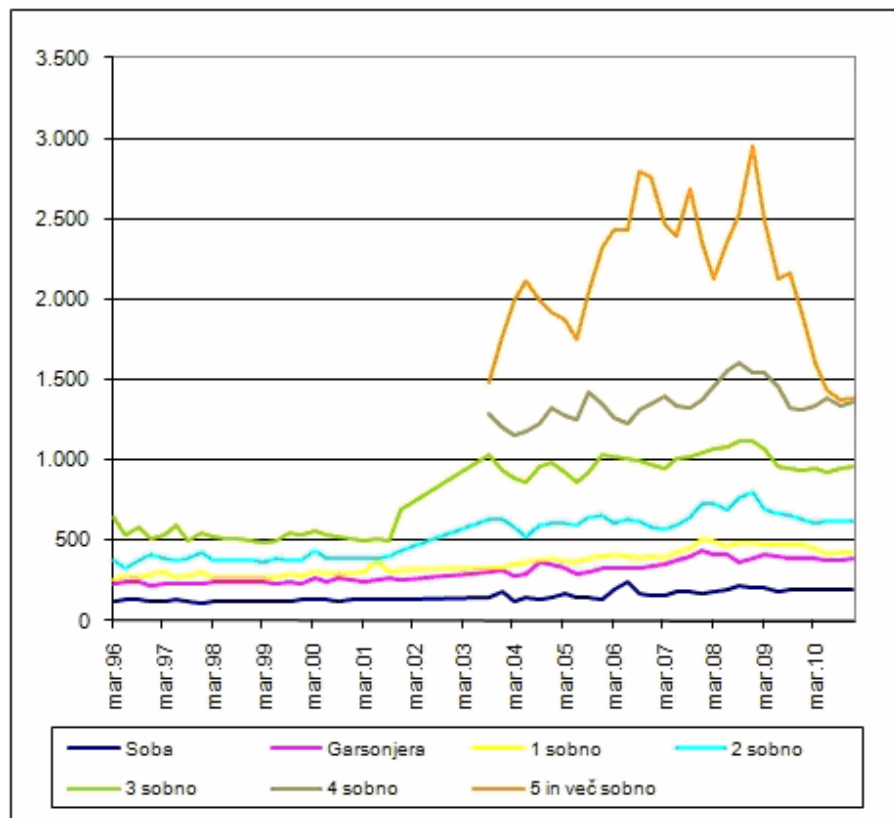
Pri pridobivanju podatkov o preteklih in trenutnih višinah najemnin smo naleteli na težavo, ker v Sloveniji praktično ni verodostojne baze podatkov, ki bi izkazovala gibanje tržnih najemnin za celotno območje Republike Slovenije. V veliko pomoč nam je bila baza podatkov, objavljena na spletni strani SloNep, ki pa na žalost vključuje pregled gibanja oglaševanih najemnin le za področje Ljubljane.

Na sliki 24, ki prikazuje gibanje oglaševanih najemnin stanovanj v Ljubljani v € v obdobju junij 1995–december 2010 za sobo, garsonjero, eno-, dvo-, tri-, štiri- in petsobno stanovanje, opazimo stalno in postopno rast najemnin vseh proučevanih tipov stanovanj. Najbolj izrazito rast najemnin zasledimo pri trisobnem stanovanju od sredine leta 2001 do sredine leta 2003.

Največje nihanje cen je opaziti pri petsobnem stanovanju, saj se je cena z okrog 1500 € v začetnem letu opazovanja dvignila na 3000 € v letu 2008. Pri vseh tipih najemnih stanovanj je opazen trend padanja po letu 2008, ko so se vrednosti počasi približale svoji najnižji vrednosti v začetku leta 2010. Najbolj izrazit padec cen je viden pri petsobnem stanovanju, saj znaša razlika med najvišjo in najnižjo najemnino kar dobrih 1500 €. Nadalje je sledilo obdobje mirovanja do zadnjega četrletja 2010, v katerem je bil zabeleženo postopno zviševanje najemnin.

Slika 24: Gibanje povprečnih oglaševanih najemnin stanovanj v Ljubljani v € v obdobju junij 1995–december 2010

Figure 24: Movement of average advertised apartment rents in Ljubljana from June 1995 to December 2010



Vir: www.slonep.net/info/cene-nepremicnin/najemnine-stanovanj, januar 2011

Natančnega vzroka za rast stanovanjskih najemnin v letu 2008 ne poznamo. Kot možen vzrok raziskovalci nepremičninskega portala SloNep (www.slonep.net, 2011) pripisujejo neugodnim tržnim razmeram, saj predpostavljajo, da se je veliko lastnikov stanovanj, ki so stanovanja želeli v tem obdobju prodati, pa jih zaradi razmer na trgu niso mogli, odločilo za oddajo. Ker

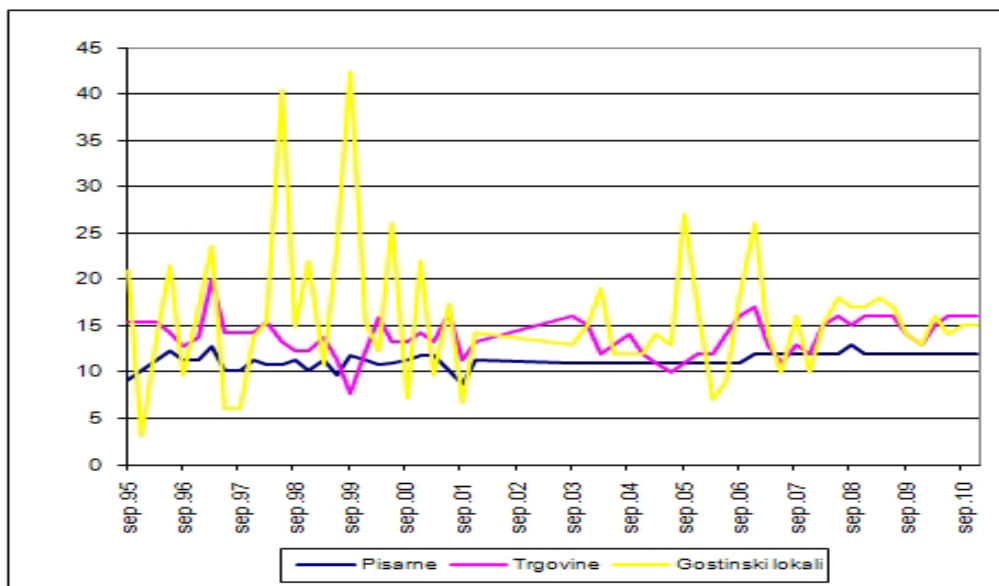
so precenili razmere na najemnem trgu, so postavili previsoke najemnine. Nova ponudba z višjimi najemnini je porušila ravnotežje med ponudbo in povpraševanjem. Novi ponudniki zaradi visokih najemnin niso uspeli pridobiti najemnikov in so začeli najemnine zniževati. Zniževanje in s tem padec najemnin je tako trajal do začetka leta 2010.

Po raziskavah o trenutni situaciji najemnin (www.slonep.net, 2011) ni pričakovati, da se bo v bližnji prihodnosti pojavil izrazit trend rasti.

Višine najemnin pisarniških poslovnih prostorov so se skladno s sliko 25 gibale med 10 in 13 €/m², razen v dveh kratkih prekinitvah v letih 1999 in 2001, kjer so vrednosti padle pod 10 €/m². Najvišje najemnine so dosegle pred več kot desetimi leti, kar kaže, da je ponudbe na trgu dovolj in so cene od tedaj z rahlim vzponom dokaj stabilizirane. Najemnine trgovskih lokalov so svoj vrhunec v zadnjih desetih letih dosegle decembra 2006, nakar je sledil padec najemnin do začetka 2008, sledilo je obdobje umiritve s padcem najemnin pred dvema letoma. Trenutno stanje že več kot eno leto kaže na stabilizacijo najemnin, ki so se ustalile nekje nad 15 €/m². Povsem drugačna je slika najemnin gostinskih lokalov. Opazno je izrazito nihanje od maksimalnih najemnin v letih 1997, 1999, 2005 in 2007, kjer so najemnine dosegle svoj vrh v letu 1999 z več kot 40 €/m², ter »kriznih« letih 1995, 1996, 2000, 2001, 2006, med katerimi izstopa minimum krivulje v letu 1995 z manj kot 5 €/m². Trenutni trend kaže na umiritev najemnin v višini 15 €/m².

Slika 25: Gibanje povprečnih oglaševanih najemnin poslovnih prostorov v Ljubljani v €/m², junij 1995–december 2010

Figure 25: Movement of average advertised office rents in Ljubljana (€/m²) from June 1995 to December 2010



Vir: www.slonep.net/info/cene-nepremicnin/najemnine-poslovnih-prostorov, januar 2011

4.3. Vzroki za naložbe v stanovanjske nepremičnine

4.3.1. Vrste stanovanjskih naložbenikov

Preden definiramo poglobitve vzroke za naložbe v stanovanjske nepremičnine moramo opredeliti tip naložbenika, na podlagi katerega se lahko zanj izbere primerna stanovanjska naložba. Karakteristični značilnosti vedenja, na podlagi katerih opredelimo tip naložbenika, sta časovni horizont in naložbeni profil. Časovni horizont predstavlja čas, znotraj katerega naložbenik upravlja z naložbo. Naložbeni profil pa je skupek lastnosti naložbenika, ki vključujejo njegovo starost, poznavanje in izkušnje v zvezi z naložbenim znanjem, obsegom denarnih sredstev, ki jih lahko nameni naložbam, naložbe, katere je izvedel ali jih poseduje največ, glavne cilje naložbe, rezerve, varnost njegovih trenutnih in bodočih virov za izvedbo naložbe (Vajngerl, 2010).

Daly (2008) v svoji raziskavi Premagovanje ovir za institucionalne naložbe v stanovanjske nepremičnine razvrsti naložbenike na podlagi oblike naložbe v stanovanjske nepremičnine.

Razvrsti jih v štiri skupine:

V prvo skupino uvrsti institucionalne naložbenike (banke, zavarovalnice), ki upravljajo z različnimi kapitalskimi naložbami in jim naložbe v stanovanjske nepremičnine služijo kot sredstvo diverzifikacije naložb, s katerim izboljšajo učinkovitost svojega naložbenega portfelja. Največja ovira, s katero se srečujejo institucionalni naložbeniki, so nizki dohodki glede na velikost naložbe (običajno velika) in razmeroma visoki stroški upravljanja, ki pri tem nastanejo.

V drugo skupino uvrsti nepremičninske družbe, ki stanovanjske nepremičnine kupujejo običajno po nižjih cenah in jih čez čas po višjih cenah prodajo. S tem si ustvarijo donos v povečanju vrednosti glede na nakupno in prodajno ceno. Največje donose tako ustvarijo nepremičnine na dobrih lokacijah. Poleg zagotavljanja donosov iz razlike v prodajno-nakupni vrednosti je za to skupino naložbenikov značilna še težnja po izgradnji novih in oddajanju posameznih nepremičnin v najem in s tem ohranitvi upravljaljskega nadzora nad stanovanjsko nepremičnino. Značilno za to skupino je obvladovanje velike množice različnih stanovanj, kar pa zahteva zelo veliko in intenzivno kapitalsko sposobnost družbe.

V tretjo skupino uvrsti običajne stanovanjske naložbenike, ki se za neposredne stanovanjske naložbe odločijo predvsem zaradi visokih najemnin, ki jih posamezne stanovanjske nepremičnine lahko na trgu nudijo. V tej skupini prevladujejo naložbeniki, ki od tovrstnih naložb pričakujejo predvsem redne in stabilne donose. Ovire, ki jih pri tem srečujejo, se kažejo predvsem v visokih transakcijskih stroških in cenovni dostopnosti stanovanjskih nepremičnin.

V zadnjo skupino Daly uvrsti stanovanjske nepremičninske sklade, ki svoja sredstva neposredno vlagajo v financiranje stanovanjskih nepremičnin in tako svojim vlagateljem zagotavljajo donose iz nepremičninskih naložb. Negativne posledice za vlagatelje v tej skupini se kažejo v razdrobljenosti lastništva, pomanjkanju nadzora in omejenem vplivu vlagatelja sklada.

4.3.2. Naložbeni motivi v stanovanjskih naložbah

V poglavju 2.2. smo podrobno opredelili glavne naložbene motive za vse tipe nepremičnin. Razlogi, ki so bili opisani na splošno, veljajo tudi za stanovanjske nepremičnine. Večina raziskovalcev pa poleg štirih glavnih motivov za naložbe v nepremičnine, ki prinašajo donos (donos od najemnin, zagotavljanje kapitalskih dobičkov, razpršitve premoženja, ugodni davčni učinki), dodaja še peti t. i. socialno-psihološki vzrok (Hartle, 2000). V poročilu raziskave, ki je bila izvedena med anketiranci novozelandskega stanovanjskega najemniškega trga, lahko zasledimo to komponento močno prisotno predvsem pri običajnih stanovanjskih naložbenikih. Po njihovem mnenju je stanovanjska naložba, kljub ničnim donosom, naložba, ki jim omogoča psihološko in fizično neodvisnost. Lastništvo nad nepremičnino daje velik občutek zadovoljstva in ponosa na doseženo, zlasti pri ženski populaciji od 52 do 64 let ter ljudeh v poznih srednjih letih. Kot zanimivost pa je le 1,7 % anketirancev navedlo motiv naložbe z namenom stanovanjske zapuščine in kasnejše preskrbljenosti svojih otrok po njihovi smrti.

Raziskava o naložbah v najemne stanovanjske nepremičnine, ki jo je leta 1993 opravil avstralski državni statistični urad (Australian Bureau of Statistics, 1997) z namenom oblikovanja nacionalne razvojne politike spodbujanja naložb stanovanjskega zasebnega sektorja najemnih stanovanj v Avstraliji, je kot glavni razlog za naložbe v stanovanjske nepremičnine potrdil dejstvo, da stanovanjske nepremičnine večini, 52,10 %, naložbenikom služijo kot oblika dolgoročne naložbe. Na drugo mesto so anketiranci s 15,70 % opredelili stanovanjsko naložbo kot naložbo, ki jim služi za pridobivanje prihodka v obliki najemnine. Iz (spodnje) preglednice 1 vidimo, da se je za to obliko naložbe odločila predvsem starejša generacija ljudi, za katero raziskovalci menijo, da ima populacija v tem starostnem obdobju v lasti sorazmerno veliko kapitala na račun minulega opravljenega dela, njihovi otroci ne potrebujejo več finančne podpore, zato si želijo na svojo starost zagotoviti redne mesečne dohodke v obliki najemnin. Nekoliko manjši delež, 14,30 %, je med anketiranci zavzela možnost zmanjševanja davčnih obveznosti, ki jih nudijo naložbe v stanovanjske nepremičnine. Znotraj teh je z 38,60 % večji delež mlajše generacije od 18 do 44 let. 11,90 % anketirancev vidi stanovanjsko naložbo kot varno naložbo za upokojitev. Velik delež mladih med 18 in 34 leti se z 13,70 % odloča za stanovanjsko naložbo kot naložbo za pridobitev lastnega stanovanja, za katero se v 10,20 % odloča celotna populacija anketirancev. Nekateri vidijo

možnosti za povečanje lastnega kapitalskega dobička, najmanj anketirancev pa se odloča za stanovanjsko naložbo, ki bi jim služila kot rezervno stanovanje.

Preglednica 1: Razlogi za naložbe v stanovanjske nepremičnine v raziskavi o naložbah v najemne stanovanjske nepremičnine

Table 1: Reasons for investing in residential real estate on the basis of research about investments in lease apartments

razlog za investiranje v stanovanjske nepremičnine	18-34 let %	35-44 let %	45-54 let %	55-64 let %	65 let in več %	vsi %
dolgoročna naložba	57,60	55,10	51,50	47,80	37,20	52,10
prihodek od najemnin	14,40	14,20	14,50	16,90	25,60	15,70
možnost zmanjševanja davčnih obveznosti	20,40	18,20	14,30	5,10	2,10	14,30
rezervno stanovanje	7,80	8,50	4,60	3,40	1,90	6,00
stanovanje kot nov dom	13,70	8,20	8,70	12,10	8,50	10,20
povečanje kapitalskega dobička	10,30	12,20	9,80	5,40	7,10	9,70
naložba za upokojitev	5,90	14,00	15,00	12,70	10,10	11,90
drugo	10,90	16,00	15,50	19,40	25,70	16,00

Vir: Household investors in rental dwellings (Australian Bureau of Statistics, 1997)

Za lažjo predstavo o glavnih razlogih za naložbe v stanovanjske nepremičnine je na tem mestu potrebno poudariti, da so se vsi sodelujoči v raziskavi v 62 % odločali za naložbe v samostojne stanovanjske hiše. V več kot polovici primerov so se za tovrstne naložbe odločale posamezne gospodarske družbe. V 65,60 % je pri tem šlo v naložbo skupaj s partnerjem. Na drugo mesto so anketiranci s 25 % uvrstili naložbe v stanovanjske enote. Raziskava ni povsem jasno opredelila, za kateri tip stanovanja gre, kar je na žalost velika slabost. V tej kategoriji s 32,30 % izstopajo posamezniki, presenetljivo malo, le 20,60 % se za tak tip naložbe odločajo gospodarske družbe, ki pa z 18,40 % raje gradijo večja stanovanjska naselja. Na celotni populaciji anketirancev se skladno s preglednico 2 v ta tip stanovanjskih nepremičnin (Australian Bureau of Statistics, 1997) odloča le 4,80 % anketirancev.

Preglednica 2: Tip naložbene stanovanjske nepremičnine**Table 2: Type of residential real estate investment**

tip stanovanjske nepremičnine	posameznik %	zakonec/partner %	relativno %	v partnerstvu %
samostojna hiša	56,00	66,20	55,80	65,60
dvojček/hiša v nizu	7,10	6,10	7,80	8,30
stanovanjska enota	32,30	21,30	28,10	19,50
stanovanjski blok	3,20	4,80	6,20	4,90
drugo	1,40	1,70	2,10	1,40
skupaj	100,00	100,00	100,00	100,00
tip stanovanjske nepremičnine	gospodarske družbe %	drugi %	vsi investitorji %	
samostojna hiša	54,40	47,50	62,00	
dvojček/hiša v nizu	4,40	6,90	6,00	
stanovanjska enota	20,60	38,10	25,00	
stanovanjski blok	18,40	7,50	4,80	
drugo	2,20	-	1,60	
skupaj	100,00	100,00	100,00	

Vir: Household investors in rental dwellings (Australian Bureau of Statistics, 1997)

Menim, da bi ista raziskava v Sloveniji leta 1993 imela drugačne rezultate. Skleпам, da bi se večina anketirancev odločila za naložbo v stanovanje kot nov dom. Leta 1991 je bil namreč sprejet Stanovanjski zakon (SZ, Ur. list RS. 18/91), ki je omogočil proces lastninjenja stanovanj in stanovanjskih hiš v družbeni lastnini, v obdobju od oktobra 1991 do oktobra 1993. Večina uporabnikov družbenih stanovanj je takrat stanovanja odkupila po nizkih cenah, ki so bile daleč od tržnih. Stanovnik (1994) navaja, da se je odkupna cena stanovanj gibala približno pri 40 % njihove knjigovodske vrednosti, kar je predstavljalo le okoli 10 % do 15 % njihove tržne vrednosti.

4.4. Število zgrajenih stanovanj in napovedovanje povpraševanja po stanovanjih

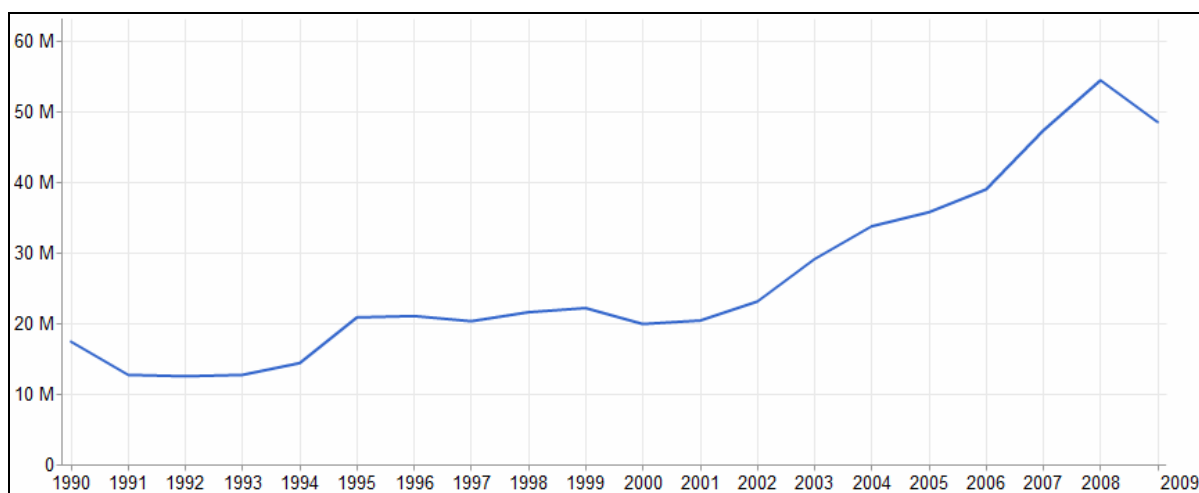
4.4.1. Število zgrajenih stanovanj

Delež gradbeništva v slovenskem prostoru v strukturi bruto domačega proizvoda (BDP) je od leta 2002 ves čas naraščal. Panoga je v letu 2008 dosegla vrh s 7,8 % BDP-ja predvsem zaradi relativno stabilne globalne gospodarske rasti in nizke inflacije kakor tudi realizacije državnih infrastrukturnih projektov ter številnih drugih naložb države, lokalnih skupnosti ter gospodarskih subjektov. V takih pogojih se je razvijal tudi trg stanovanjskih nepremičnin, ki je bil povsem v znamenju presežnega povpraševanja, kar je imelo za posledico višje cene nepremičnin (Trajkovski, 2010).

Finančna kriza v drugi polovici leta 2007 v ZDA je zaradi velike medsebojne povezanosti svetovnih finančnih trgov s časovnim zamikom pustila posledice pri nas in pri večini drugih evropskih držav. Leto 2009 je bilo zaznamovano z zmanjšanjem naročil storitvenih dejavnosti gradbeništva, tako s strani države in lokalnih skupnosti kakor tudi ostalih gospodarskih subjektov, ki se zaradi krize niso odločali za naložbe v nepremičninski trg. Skladno s sliko 26 je do 8,1 % zmanjšanja obsega BDP v letu 2009 prišlo predvsem zaradi realnega zmanjšanja bruto naložb za 32 % (od tega bruto naložb v osnovna sredstva za 21,6 %) ter 17,7 % realnega zmanjšanja izvoza proizvodov in storitev (Trajkovski, 2010).

Slika 26: Bruto domači proizvod v valuti USD

Figure 26: GDP in USD currency



Vir: Svetovna banka, kazalci svetovnega razvoja, 2. 4. 2011

http://data.worldbank/slovenian?cid=GPDsl_WDI

Merjenje števila stanovanj kot tudi napovedovanje povpraševanja po stanovanjih je metodološko nadvse zahtevno opravilo, empirične raziskave so razmeroma redke tako s strani javnega kot tudi zasebnega sektorja, dodatno pa jih otežujejo neenotne in necelovite baze podatkov slovenskega trga nepremičnin (www.slonep.net, 2011).

Z natančnim številom stanovanj in stanovanjskimi površinami razpolaga v svojih raziskavah državni Statistični urad Republike Slovenije (SURS). V popisu prebivalstva 2002 je bilo registriranih 777.772 stanovanj, med katerimi je bilo 665.111 naseljenih, 78.300 nenaseljenih in 34.361 za občasno uporabo. V popis niso bila zajeta stanovanja v lasti tujih držav in

stanovanja, namenjena izključno za oddajanje turistom. Po metodologiji SURS-a je stanovanje vsaka gradbeno povezana celota, ki je namenjena za stanovanje in ima eno sobo ali več z ustreznimi pomožnimi prostori (kuhinjo, kopalnico, straniščem, predsobo, shrambo itd.) ali pa je brez pomožnih prostorov in ima vsaj en posebni vhod (Statistični letopis Slovenije, 2010).

Stanovanjski fond se je po zadnjih uradnih podatkih SURS-a (Statistični letopis Slovenije, 2010) povečal na skupno 838.252 stanovanj. Povprečna površina stanovanj v stanovanjskem skladu je merila 77 m². Več kot polovica vseh teh stanovanj se nahaja v mestnih naseljih; ta stanovanja merijo povprečno 71,5 m². V ruralnih naseljih so stanovanja večja, saj merijo v povprečju 12 m² več kot stanovanja v mestnih naseljih. Več kot polovico (52 %) stanovanj celotnega stanovanjskega sklada je bilo zgrajenih v obdobju od 1971 do 2009. Stanovanjska gradnja je bila najintenzivnejša v desetletju od 1971 do 1980, saj v tem obdobju zgrajena stanovanja predstavljajo 22 % celotnega stanovanjskega sklada. Konec leta 2009 je bilo v stanovanjskem skladu 20 % stanovanj brez centralne kurjave, 7 % pa brez kopalnice. Največ stanovanj je bilo, skladno s preglednico 3, dokončanih v letu 2008, skupno kar 9.971, v letu 2009 se ja ta odstotek zmanjšal za 14,14 % ali kar za 1410 stanovanj.

Preglednica 3: Dokončana stanovanja, Slovenija, 2005–2009

Table 3: Completed apartments in Slovenia from 2005 to 2009

	Skupaj		Investitor pravna oseba		Investitor fizična oseba	
	število	m ²	število	m ²	število	m ²
2005	7.516	807.607	3.032	224.337	4.484	583.270
2006	7.538	860.537	2.914	230.191	4.624	630.346
2007	8.357	928.941	3.869	315.588	4.488	613.353
2008	9.971	1.100.436	5.845	481.984	4.126	618.452
2009	8.561	980.980	4.400	334.825	4.161	646.155

VIR: http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?id=3456, september 2010

Skladno s preglednico 4 je največji delež stanovanj (51,9 %) zaslediti v mestnih naseljih, ki pa po povprečni površini zaostajajo za stanovanji v drugih naseljih kar za 14,37 %, kar predstavlja 12,00 m². Povprečno število oseb v mestnih stanovanjih je za 4,1 % manjše kot v drugih naseljih.

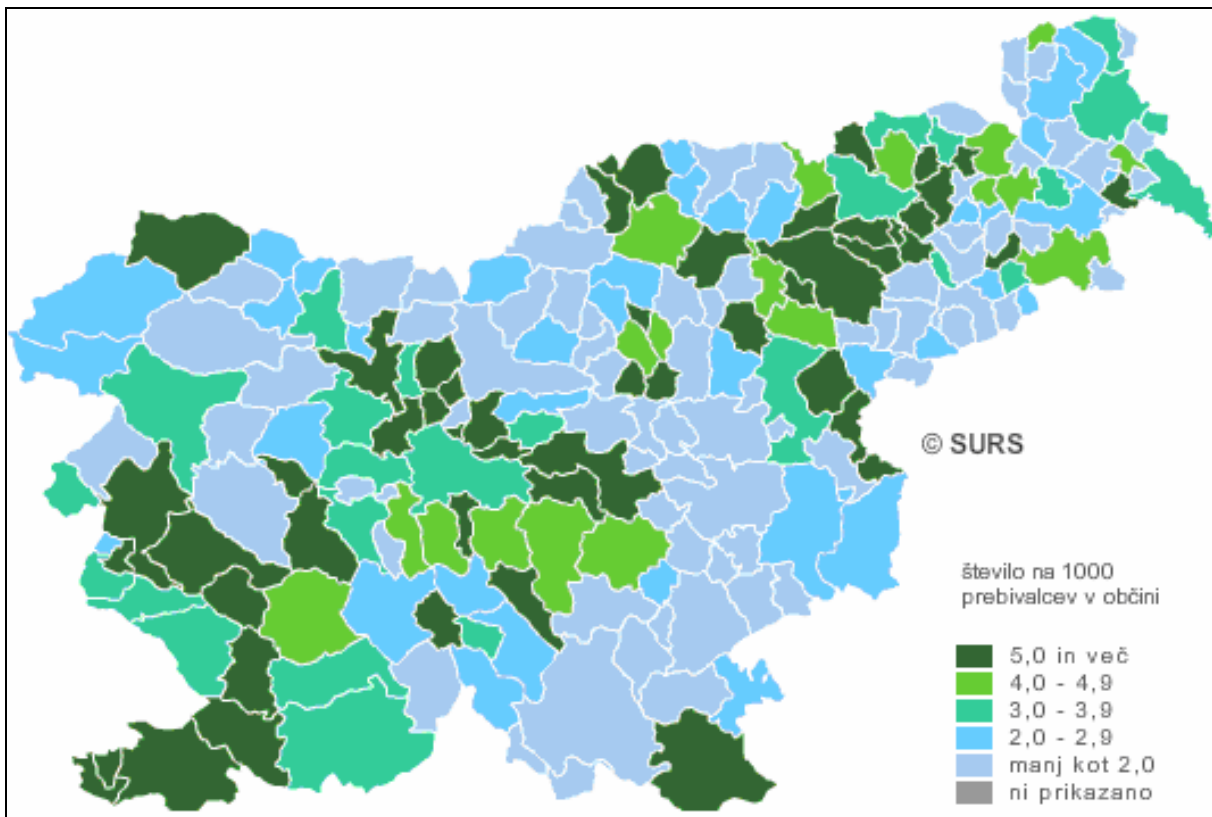
Preglednica 4: Stanovanjski sklad na dan 31. 12. 2009

Table 4: Residential fund on 31st December 2009

	Skupaj	Mestna naselja	Druga naselja
Število stanovanj	838.252	432.085	406.167
Površina stanovanj (1000 m ²)	64.812	30.902	33.910
Povprečna površina stanovanja (m ²)	77,3	71,5	83,5
Povprečna površina stanovanja na osebo ²⁾ (m ²)	31,7	30,1	33,2
Povprečno število oseb v stanovanju ²⁾	2,4	2,4	2,5

VIR: http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?id=3456, september 2010

Največ stanovanj so skladno s sliko 27 v letu 2009 dokončali v osrednjeslovenski statistični regiji (30 % vseh) in podravski statistični regiji (17 % vseh). Najmanj stanovanj pa so dokončali v zasavski statistični regiji (nekaj več kot 0,5 % vseh). Po številu dokončanih stanovanj so med občinami osrednjeslovenske statistične regije izstopale občine Ljubljana (830), Logatec (395) in Dol pri Ljubljani (174), med občinami v podravski statistični regiji pa občina Maribor (378) in Slovenska Bistrica (208).

Slika 27: Dokončana stanovanja na 1000 prebivalcev po občinah Slovenije, 2009**Figure 27: Completed apartments per 1000 residents in Slovenian communes, 2009**

VIR: http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?id=3456, september 2010

4.4.2. Napovedovanje povpraševanja po stanovanjskih nepremičninah

Največjo podporo procesom odločanja nudi napovedovanje. Po mnenju Crosby-ja (1997) se prava vrednost napovedi pokaže šele takrat, ko lahko uporabnik na osnovi napovedi izdela končne zaključke. Napovedovanje, ki samo po sebi nima namena, vsebuje elemente umetnosti in znanosti. Elementi znanosti se kažejo v načinu strukturiranja in numeričnega upravljanja individualnih metod z namenom doseganja pravih napovedi. Elementi umetnosti pa se kažejo v načinu oblikovanja sistema napovedovanja, ki mora strmeti k doseganju točnih, cenovno ustreznih in pravočasnih napovedi.

Napovedovanje povpraševanja je po mnenju Potočnika (2002) sposobnost predvidevanja po porabnikovih povpraševanjih v danih razmerah. Zaradi spremenljivosti vseh izdelkov je dobro ocenjevanje in napovedovanje prihodnjega povpraševanja bistven dejavnik za uspešno poslovanje.

Waddel in Sohal (1994) v Pojasnilu pri sprejemanju managerskih odločitev, navajata dejstvo, da se glavnina napovedovanj izvede na osnovi napovedovalčeve intuicije. Posledice takih subjektivnih napovedi so nenatančni in neefektivni rezultati, ki v večini primerov ne služijo nikomur in nas lahko privedejo do velikih izgub. V nasprotnem primeru pa nam sistematični in eksplicitni pristopi, ki temeljijo na analitični obravnavi podatkov in so v osnovi dražji, nudijo dovolj kvalitetne informacije, na osnovi katerih sprejmemo posamezne odločitve. Na tej osnovi razdelimo metode napovedovanja na neformalne in formalne. Neformalne metode so osnovane na intuiciji posameznikov, formalne pa se v nadaljevanju delijo na kvantitativne, ki temeljijo na matematičnih modelih s predpostavko, da je mogoče pretekle podatke povezati v zanesljive napovedi, in kvalitativne metode, ki izhajajo iz presoje in izkušenj posameznikov. Za potrebe napovedovanja povpraševanja po stanovanjskih nepremičninah bomo uporabili rezultate kvantitativnih metod v kombinaciji s kvalitativnimi metodami.

Kazalci in ocene povpraševanja po stanovanjskih nepremičninah lahko temeljijo na subjektivnih ocenah nepremičninskih posrednikov, ki pri svojem delu zaznajo povečanje ali zmanjšanje povpraševanja potencialnih kupcev, analizi obsega, branosti in obiska posameznih specializiranih nepremičninskih revij in spletnih strani ter anketi o mnenju potrošnikov, ki jo izvaja SURS (Puschner, 2005).

Povpraševanje po stanovanjskih nepremičninah v določeni regiji nam lahko daje signal, da so donosi v stanovanjskih naložbah pozitivni. Stanovanjske naložbe se izplačajo. Če upoštevamo, da trg deluje na osnovi ponudbe in povpraševanja, lahko sklenemo, da je povpraševanje večje tam, kjer je bila kasneje z zamikom zaznana večja ponudba. Nove stanovanjske nepremičnine so se zgradile v regijah, kjer je bilo večje povpraševanje, saj je bilo obstoječih stanovanj premalo za kupce. Skladno s preglednico 3 je moč zaslediti trend naraščanja števila dokončanih stanovanj do leta 2008, po njem, trend padanja. Iz slike 27 lahko razberemo, da se je največ novih stanovanj na 1000 prebivalcev v letu 2009 dokončalo v obalno-kraški, goriški, gorenjski, podravski in zasavski regiji.

Lahko na osnovi navedenega sklepamo, da sta donosnost in tveganje v stanovanjskih naložbah večja v osrednjeslovenski regiji kot v ostalih regijah po državi? Imamo že dovolj podatkov?

Opisno bi lahko negativno odgovorili le za donose, o donosnosti in tveganju nam navedeni rezultati ne dajo odgovora.

Poskušali bomo pravilno odgovorili tudi na drugi del odgovora, zato bomo ocenili trend povpraševanja, kolikšne bodo pričakovane cene in kolikšen bo obseg gradbenih del na stanovanjskem trgu v prihodnosti.

Z anketami o poslovnih tendencah v gradbeništvu daje SURS pomemben vir informacij o trenutnih stanjih glavnih ekonomskih kazalnikov v državi in ocene njihovih gibanj v naslednjih mesecih. Z njihovo pomočjo lahko napovemo gospodarska gibanja in analiziramo trenutne gospodarske cikle. Ankete so vsebinsko, metodološko in časovno usklajene z Evropsko komisijo, ki vodi in zbira podatke članic ter izračunava in objavlja rezultate za vse kazalnike za EU in evro območje (Anketa o poslovnih tendencah, SURS, 2011).

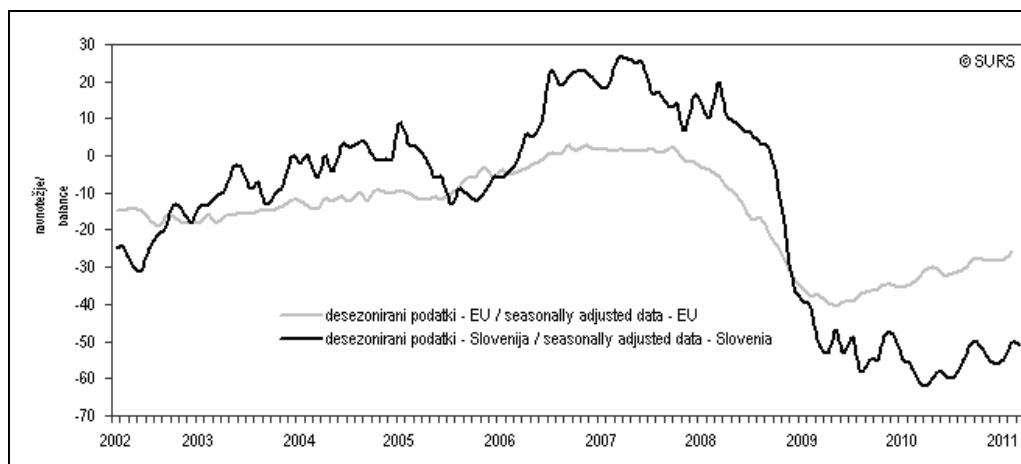
Anketo o poslovnih tendencah v gradbeništvu izvaja SURS od marca 2002 naprej. V anketi sodelujejo podjetja, ki so po Standardni klasifikaciji dejavnosti 2002 (v nadaljevanju SKD) registrirana v gradbeništvu. Vzorec podjetij je oblikovan na podlagi dveh meril: velikosti podjetja (glede na število zaposlenih) in razvrstitve podjetja po SKD. Vzorec pokriva 79 % podjetij ali 92 % zaposlenih v gradbeništvu. SURS mesečno spremlja kazalnike obsega gradbenih del, omejitvene dejavnike, skupna naročila (stanje in pričakovanja), zaposlovanje (stanje in pričakovanja), cene (stanje in pričakovanja), tehnične zmogljivosti glede na povpraševanje, število mesecev s pogodbami zagotovljenega dela in poslovno stanje. Skupni, sintezni kazalnik zaupanja v gradbeništvu je izračunan kot povprečje ravnotežij na vprašanjih o skupnih naročilih in pričakovanem zaposlovanju (Anketa o poslovnih tendencah, SURS, 2011).

S slike 28 je razvidno, da je najnižjo vrednost kazalnik zaupanja v gradbeništvo dosegel v mesecu marcu 2010, ko je v skladu s kazalnikom gospodarske klime dosegla gospodarska kriza v Sloveniji svojo najnižjo točko, se v poletnih mesecih nekoliko okrepil ter v mesecu decembru leta 2010 spet padel. V začetku novega leta je kazalec kazal trend naraščanja, ki pa je v mesecu marcu začel kazati trend upadanja. Če primerjamo na sliki 28 kazalnik zaupanja v gradbeništvo za celotno EU in Slovenijo, lahko za obdobje zadnjih dveh let opazimo, da je

slovenski kazalnik daleč pod evropskim, zaznava kratke intervale rasti in upada, je veliko bolj nestanovitven in v trenutnem trendu upada. Iz primerjave med kazalnikom zaupanja v gradbeništvo in kazalnikom gospodarske klime je razbrati, da je slovensko gradbeništvo v primerjavi z drugimi gospodarskimi panogami v državi še vedno v recesiji, vendar kaže znake rahlega vzpenjanja za opazovano obdobje marec 2010–marec 2011.

Slika 28: Kazalnik zaupanja v gradbeništvo za obdobje marec 2002–marec 2011

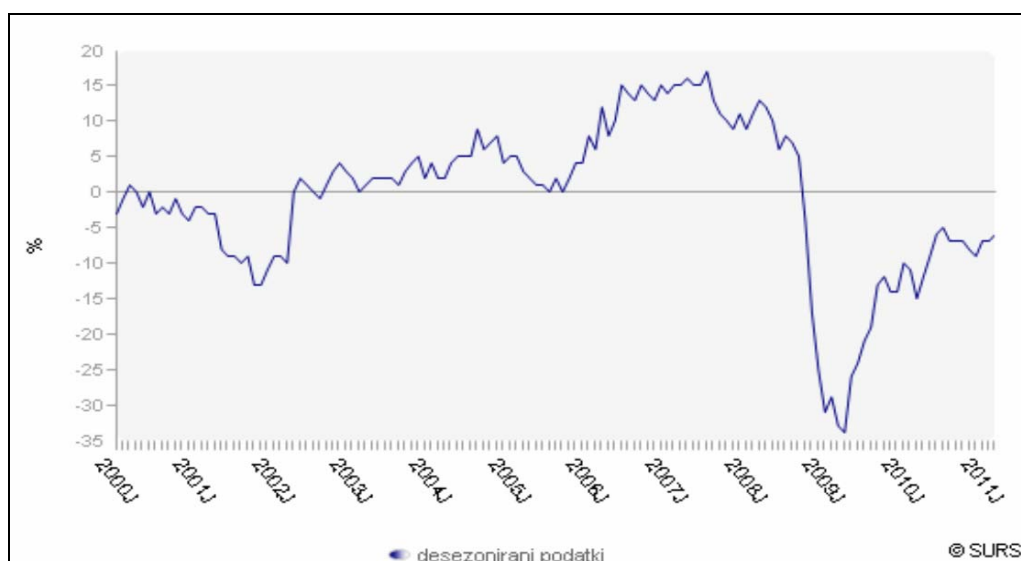
Figure 28: Index of trust in civil engineering from March 2002 to March 2011



Vir: SURS; <http://www.stat.si/Prikazi/Datoteko.aspx?id=4649>

Slika 29: Kazalnik gospodarske klime za obdobje januar 2000–marec 2011

Figure 29: Index of economic climate from January 2000 to March 2011

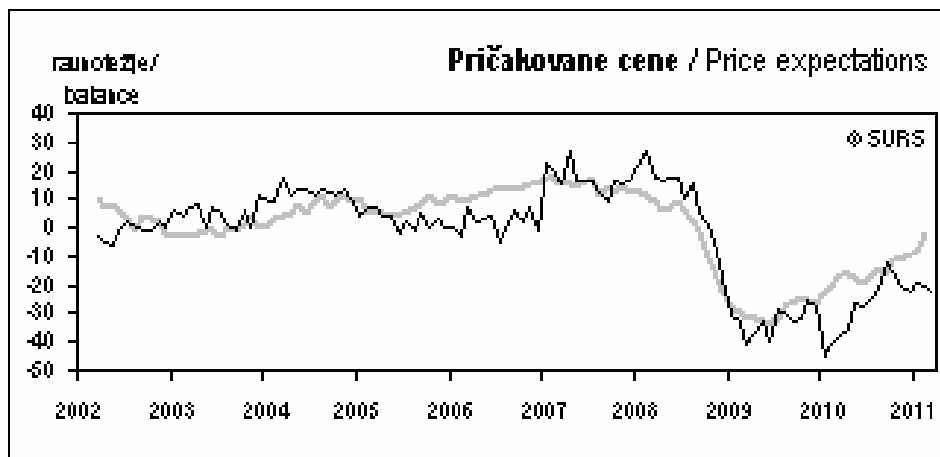


Vir: SURS; <http://www.stat.si/Prikazi/Datoteko.aspx?id=3794>

Znake okrevanja slovenskega trga nepremičnin kaže, kljub trenutnemu negativnemu trendu, tudi slika 30, ki prikazuje pričakovane cene nepremičnin v državi, in slika 31, ki prikazuje obseg gradbenih del. V začetku leta 2010 so cene nepremičnin dosegle najnižjo točko ter se do jeseni 2010, ko so dosegle izenačenje z evropskimi, strmo vzpenjale, nakar je bil zaznan trend upadanja. Iz slike 31 je razviden velik padec obsega gradbenih del od sredine 2008 do sredine 2009, kar ima za posledico zmanjšanje števila stanovanjskih novogradenj. Pozitiven trend obsega gradbenih del, ki poleg stanovanjskih objektov zajema še gradbeno-inženirske objekte, se je začel v jeseni 2009 z velikimi nihanji in v trenutnem obdobju kaže pozitivno rast.

Slika 30: Pričakovane cene nepremičnin v obdobju marec 2002–marec 2011

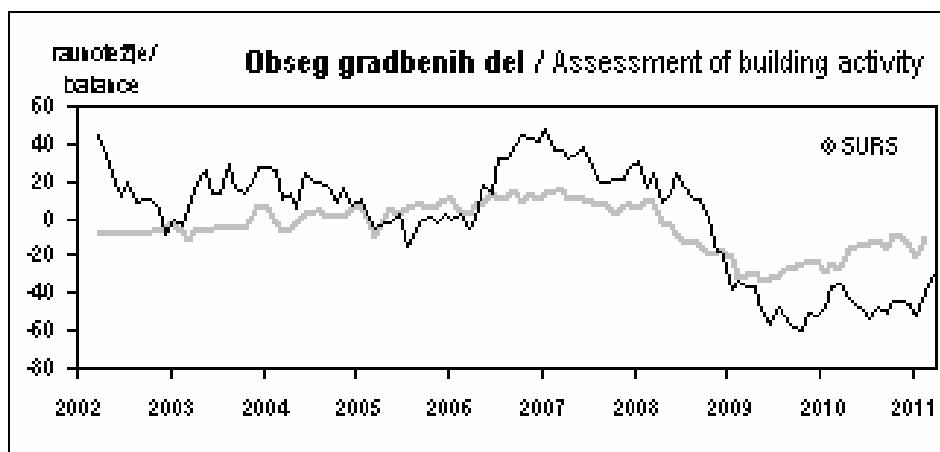
Figure 30: Price expectations of real estate from March 2002 to March 2011



Vir: SURS; <http://www.stat.si/Prikazi/Datoteko.aspx?id=4649>, marec 2011

Slika 31: Obseg gradbenih del v obdobju marec 2002–marec 2011

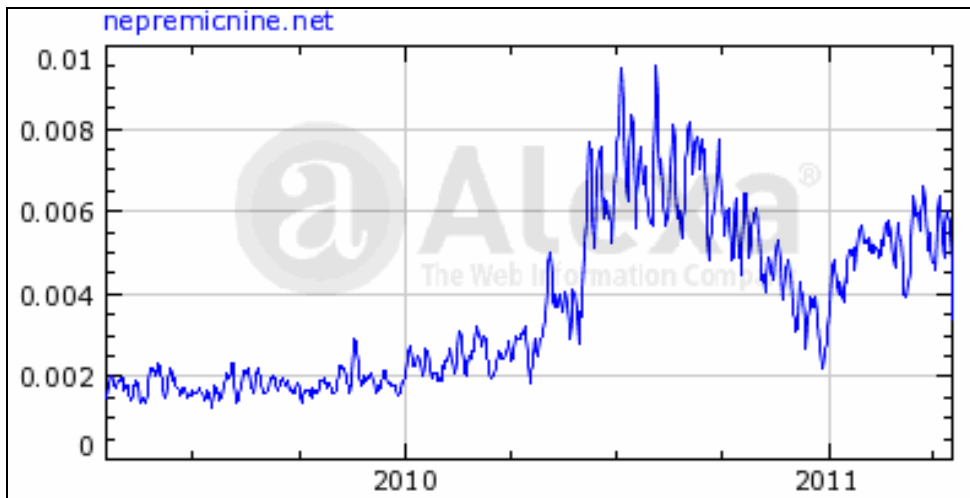
Figure 31: Assessment of building activity from March 2002 to March 2011



Vir: SURS; <http://www.stat.si/Prikazi/Datoteko.aspx?id=4649>, marec 2011

Po ugotovitvah Cekove, nepremičninske posrednice, se je zanimanje kupcev in število transakcij za nakup stanovanj v zadnjem četrtletju 2011 povečalo predvsem zaradi ugotovitev, da so cene dosegle najnižjo raven. Tudi po mnenju Mišiča, nepremičninskega posrednika, je trenutno obdobje priložnost za nakup stanovanjske nepremičnine predvsem zato, ker se bo obstoječa masovna gradnja ustavila, zaloge novih stanovanj bodo pošle, cene stanovanjskih nepremičnin bodo spet sunkovito poskočile, gradili bodo le tisti, ki so oziroma bodo krizo preživel. Napovedati povpraševanje po novih stanovanjih je praktično nemogoče, saj bodo razumni naložbeniki gradili le še za znane kupce, kar številčno pomeni manj novih nepremičnin na trgu in izenačenje ponudbe s povpraševanjem (Kužet, 2010).

Dober vpogled v napovedovanje povpraševanj po stanovanjskih nepremičninah daje analiza obiska spletne strani Nepremicnine.net, ki velja v nacionalnih okvirih za največji spletni oglasnik, specializiran za oglaševanje vseh vrst nepremičnin. Na portalu lahko dobimo podatke o ponudbi obstoječih kakor tudi novih stanovanjskih nepremičnin, gradbenih parcel in poslovnih prostorov. Po podatkih Alexe (2011), spletne agencije, ki se ukvarja z merjenjem prometa, dosega in obiskanosti spletnih strani, je bil v drugem četrtletju 2010 opazen velik porast obiskanosti omenjenega spletnega portala, ki je svoj vrhunec dosegel v sredini tega leta. Proti koncu leta 2010 je obisk poenjal, vendar je bil v zadnjih treh mesecih spet opazen trend povečanega obiska. Žal nam omenjena agencija ne daje dovolj natančnih podatkov, da bi lahko napovedali trend povpraševanja po posameznih nepremičninah ali vsaj izvedeli, v katerih delih države je moč pričakovati največje povpraševanje. Na tem mestu je potrebno dodati, da so opazni podobni trendi obiska sorodnih nepremičninskih portalov, ki se ukvarjajo z oglaševanjem nepremičnin.

Slika 32: Gibanje obiska spletne strani www.Nepremicnine.net**Figure 32: Movement of visiting the website www.Nepremicnine.net**

Vir: <http://alexa.com/siteinfo/nepremicnine.net>; april 2011

Iz slike 32 je lepo razvidno, da je v zadnjih dveh letih trg stanovanjskih nepremičnin pretresala splošna gospodarska kriza. Nihanja na področju cen, zaupanja in obsega gradbene dejavnosti so bila zelo velika, kar je imelo za posledico ne popolnoma jasno razvidne trende gibanja na področju napovedovanja povpraševanja po stanovanjskih nepremičninah. Vendar nam kljub temu rahlo naraščajoči trendi števila evidentiranih prodaj nepremičnin na sliki 10 v poglavju 3.3.3 podajo signale, ki kažejo na povečevanje povpraševanja po stanovanjskih nepremičninah v prihodnosti.

Kljub rezultatom, ki smo jih navedli, lahko razberemo, da so nameni potrošnikov razmeroma nestabilni, napovedovanje povpraševanja po stanovanjskih nepremičninah pa izredno težavno opravilo, ki kljub velikim naporom ne daje popolnih odgovorov o donosih, še manj pa o donosnosti in tveganju. Navedeno daje slutiti, da bo za natančen odgovor na hipotezo magistrskega dela potrebno opraviti numerično analizo naložb v stanovanja po posameznih regijah.

4.5. Gradnja in prodaja stanovanj oziroma povečevanje ponudbe stanovanj na trgu

4.5.1. Nepremičnine za tržno gradnjo

Gradnja in prodaja nepremičnine, namenjene tržni gradnji, je po mnenju McMahana (1989), zaključen proces, v katerem naložbenik kupi zemljišče, zgradi objekt in ga nato proda ali odda v najem. Pojem proces je v ožjem smislu razumljen kot razvoj stanovanjske nepremičnine od planiranja do nove ali spremenjene zgradbe na tem zemljišču. Nepremičninski slovar New York Real Estate Glossary (2008) definira nepremičnino za tržno gradnjo kot nepremičnino, ki je na novo zgrajena (rekonstruirana ali obnovljena) z osnovnim namenom kasnejše prodaje na trgu. Pri podani definiciji slovar dodatno pojasnjuje, da gre za nepremičnine, ki niso zgrajene za znanega kupca, ampak za nepremičnine, ki so zasnovane z namenom proste prodaje na nepremičninskem trgu. V to kategorijo nepremičnin uvršča stanovanja, hiše, poslovne prostore, skladiščne in proizvodne hale.

Tako definirane nepremičnine so največkrat novogradnje, ki nastanejo bodisi zaradi povečanega povpraševanja na trgu (primer večstanovanjske stavbe) ali pa zaradi razvoja okoliščin, ki povečanje povpraševanja na trgu šele napovedujejo (primer gradnje obrtne cone). Namenjene so za prodajo neopredeljenemu znanemu kupcu, čeprav so zgrajene na predpostavki, da realni kupec obstaja. Pri zasnovi in gradnji takih objektov je pomembna univerzalnost in fleksibilnost objekta, ki zadosti raznovrstnim potrebam neznanega kupca (Hladnik, 2010).

Pri gradnji stavb za trg ločimo dve skupini naložbenikov:

- a) naložbenik je lastnik, izvajalec del in hkrati prodajalec stavbe;
- b) naložbenik je samo lastnik nepremičnine in sklepa izvajalske pogodbe z izvajalci in prodajne pogodbe s kupci.

V obeh primerih naložbeniki skušajo doseči najboljše razmerje med pričakovanimi koristmi in stroški, ki jih imajo pri zastavljeni naložbi. Pričakovane koristi lahko dosežejo s prodajo ali oddajo nepremičnine v najem. Pričakovane stroške pa zmanjšujejo s poostrenimi nadzori nad izvajalci. Pozitivni denarni tok, ki pri tem nastane in je glavni motiv gradnje tržnih

nepremičnin, bo večji, čim večja bo uporabna vrednost nepremičnine za končnega uporabnika (McMahan, 1989).

Proces gradnje predstavlja fizično gradnjo objekta. Izvaja jo gradbeno podjetje, ki je sklenilo pogodbo o izvedbi del in je odgovorno neposrednemu naložbeniku. Izvedba gradnje poteka skozi več faz, ki si sledijo v logičnem razmerju do dokončne izgradnje objekta. Najpomembnejše faze predstavljajo predpriprava terena in gradbišča, ki se lahko začne že pred izdajo gradbenega dovoljenja, groba priprava terena, osnovna gradbena dela, ki vključujejo izdelavo konstrukcije, instalacijska dela ter zaključna dela na objektu. V zadnji fazi se v celoti zaključijo vse faze, izdelava se zunanja ureditev in objekt je tako pripravljen za pridobitev uporabnega dovoljenja, ki je potreben pogoj za trženje objekta (Hladnik Tratnik, 2010).

Proces trženja ali prodaje je po Kotlerju (1996) družbeni in upravljalni proces ustvarjanja ter menjave izdelkov ali njihovih vrednosti, v katerem posamezniki ali skupine dobijo to, kar potrebujejo ali želijo. Gre za usmerjen proces ugotavljanja potrošnikovih potreb in njihovega zadovoljevanja z oskrbo potrošnika s pravim izdelkom ali storitvijo, katerega končni rezultat je doseganje ciljev podjetja.

Proces trženja je pri poslovanju z nepremičninami specifičen, saj gre za celovit proces, ki najprej z raziskavo poda smernice pred gradnjo in zagotavlja uspešen zaključek procesa s prodajo. Proces trženja je tako lahko usmerjen na zaporedje nalog, v katerih se izdelava tržna raziskava, projekt za pridobitev gradbenega dovoljenja, izvrši gradnja, poišče kupce za pridobljene nepremičnine in nepremičnine proda. Takšen način je bil značilen predvsem za začetne faze vstopa naložbenikov na trg tržnih gradenj. Danes pa se vedno bolj uveljavlja pristop ustvarjanja vrednosti, ki izhaja neposredno iz trga. Na trgu se prepozna potrebe in povpraševanje, opredelijo se ciljni trgi, naložbenik se na trgu pozicionira tako, da poskuša zadovoljiti potrebe ciljnih potrošnikov in za njih ustvari kar največjo vrednost nepremičnine (Cirman et al., 2000).

Sedanje zaostrene razmere na slovenskem nepremičninskem trgu za uspešno realizacijo projekta zahtevajo dosledno upoštevanje zahtev kupcev oz. trga, ki določa, kakšne lastnosti mora imeti nepremičnina, da bo prodana čim hitreje in po čim bolj ugodnih cenah. Po mnenju

Trajkovskega (2010) lahko le z znanjem, izkušnjami in dobrim poznavanjem celotnega poteka projektnih aktivnosti ter s pomočjo kvalitetnega projektnega menedžmenta dosežemo zastavljene cilje na področju cen in prihodkov, ciljnih stroškov in s tem pričakovano uspešnost projekta. Pri tem je kritična in realna strokovna presoja vsake posamezne faze celotnega projektnega procesa bistvenega pomena za celovito uspešnost tržne stanovanjske nepremičninske gradnje.

4.5.2. Povečevanje ponudbe tržnih stanovanj

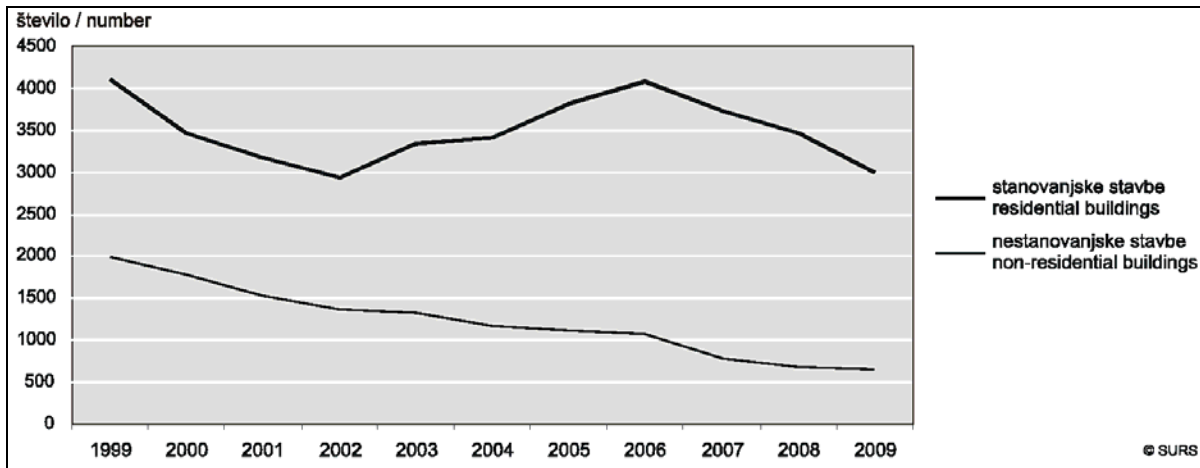
V zadnjih 10-ih letih smo bili priča povečanem obsegu tržnih stanovanjskih gradenj. Po mnenju Pavlinove (2011) je glavni dejavnik povečevanje ponudbe tržnih stanovanj na nepremičninskem trgu donosnost, ki jih ta segment nepremičnin omogoča. Kondža (2011) pa poleg donosnosti ugotavlja, da na povečevanje ponudbe tržnih stanovanj posredno vplivajo tudi gospodarski kazalniki posameznih ekonomij in obrestne mere. Dvig obrestnih mer podraži posojila, na katera so vezani številni naložbeniki. Zaradi višjih cen posojil se pri nespremenjenih preostalih dejavnikih povpraševanje po njih zmanjša, kar ima za posledico zmanjšanje obsega gradnje stanovanjskih nepremičnin. Inflacija kot najbolj karakteristični gospodarski kazalnik ima neposreden vpliv na povpraševanje po stanovanjskih nepremičninah samo v delu, ki se nanaša na podražitve nepremičnin, medtem ko se posredni vpliv inflacije kaže predvsem v zmanjšanju kupne moči. Povečane inflacije in zmanjševanje kupne moči povečujeta delež neprodanih stanovanj, kar se na trgu s časom odrazi kot povečevanje ponudbe.

Če pogledamo slovenski nepremičninski trg, lahko ugotovimo, da se povpraševanje po stanovanjskih nepremičninah v zadnjem času povečuje, ponudba ne zadošča vsem potrebam, posledice so vidne v zviševanju cen. Natančnega števila o trenutni ponudbi tržnih stanovanj praktično ni. Sorazmerno dober približek stanja ponudbe slovenskega nepremičninskega trga v prihodnosti dajeta sliki 33 in 34, ki prikazujeta število izdanih gradbenih dovoljenj stanovanjskim stavbam med leti 1999 in 2009 (SURS, 2011). Število izdanih gradbenih dovoljenj fizičnim osebam za stanovanjske stavbe vztrajno pada od sredine leta 2006. Izrazit negativen trend je bil opazen v začetku leta 2009, ko se je število izdanih gradbenih dovoljenj ustavilo okrog številke 3000. Če predpostavimo, da so bila stanovanja zgrajena v roku dveh

let, lahko sklenemo, da je na trgu stanovanjskih nepremičnin povečana ponudba stanovanj v lasti fizičnih oseb.

Slika 33: Število izdanih gradbenih dovoljenj fizičnim osebam

Figure 33: Number of issued building permits for natural person

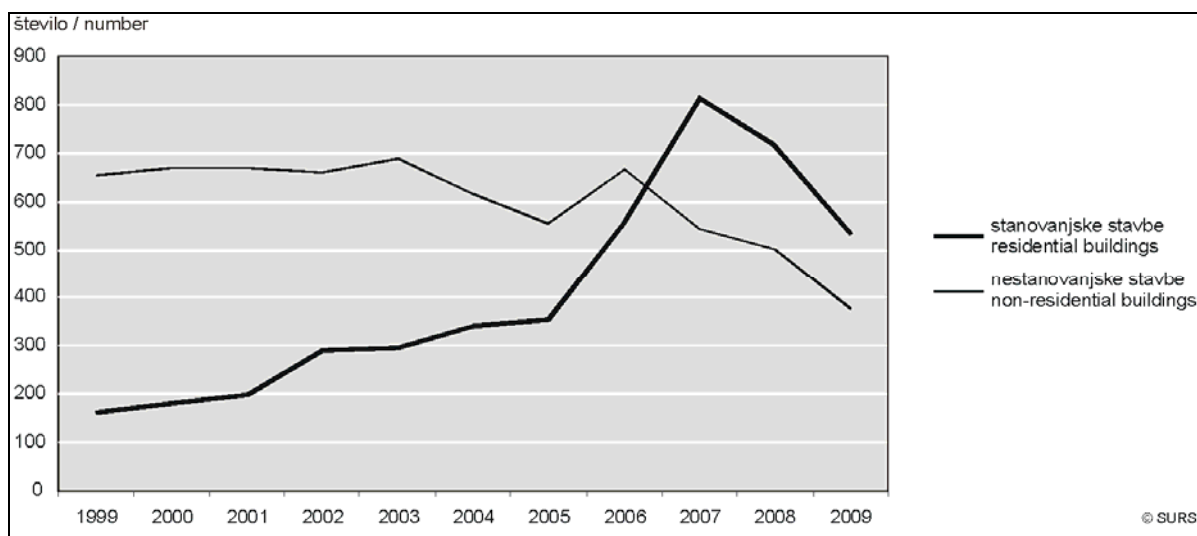


Vir: SURS, Statistične informacije, marec 2011, str. 5

Večji pozitivni trend v številu izdanih gradbenih dovoljenj pravnim osebam je bil zaznan od leta 2005 do 2007. Od takrat pa do danes se je število od preko 800 izdanih gradbenih dovoljenj zmanjšalo na skoraj nekaj več kot 500 gradbenih dovoljenj. Analogno, ob istih predpostavkah kot v zgornjem primeru, lahko sklepamo, da je na trgu stanovanjskih nepremičnin povečana ponudba stanovanj v lasti pravnih oseb.

Slika 34: Število izdanih gradbenih dovoljenj pravnim osebam

Figure 34: Number of issued building permits for legal person



Vir: SURS, Statistične informacije, marec 2011, str. 7

V intervjuju z Mišičem avtor ugotavlja, da bo trenutna ponudba stanovanj, ki jo imajo večja gradbena podjetja, hitro pošla. Številni naložbeniki na že kupljenih zemljiščih bodo pričeli graditi, ko bodo ocenili, da bo za to prišel pravi čas tj. ko bo krivulja gibanja cen prešla iz negativnega v pozitiven trend (Kužet, 2010).

Po presoji Miličeve (2011) je kljub zdajšnji in očitno še naraščajoči ponudbi nepremičnin pričakovati zmanjšanje ponudbe novogradenj v letih 2012 in 2013 zaradi sedajšnjega negativnega trenda izdaje gradbenih dovoljenj. Če bi se trend upadanja gradbenih dovoljenj nadaljeval, bi se lahko spet znašli v položaju, ki smo ga doživeli v letih od 1990 do 2000, ko je ponudba novogradenj močno zaostajala za povpraševanjem in povzročala nenehen pritisk na zviševanje cen.

4.5.3. Pričakovanja na nepremičninskem trgu v prihodnjih letih

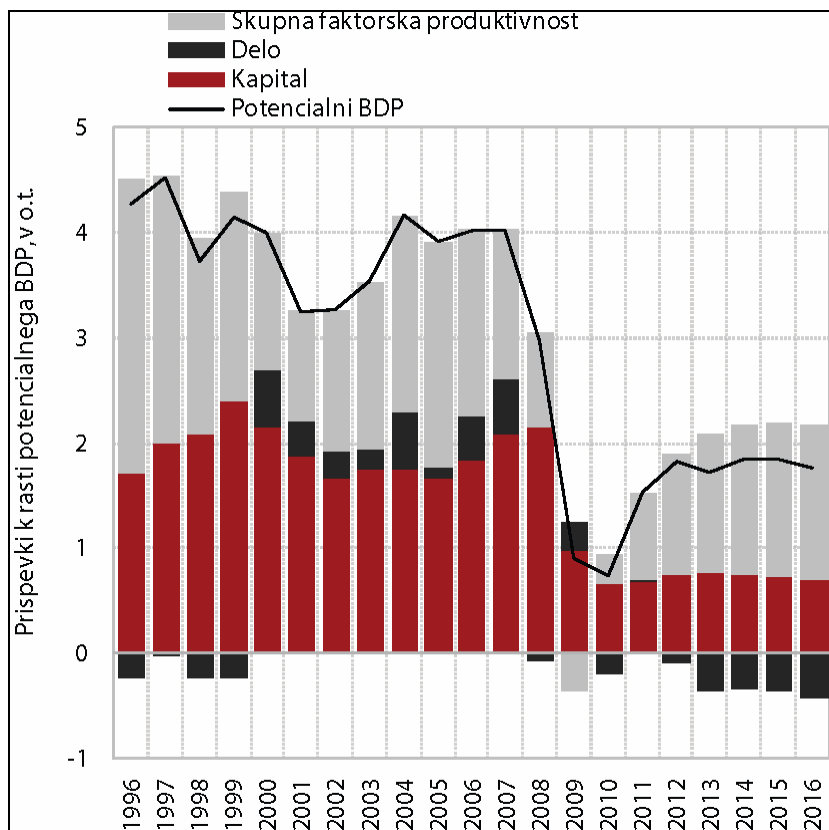
Udeleženci okrogle mize ob odprtju 2. mednarodnega sejma nepremičnin in investicij Proprio so kljub trenutni krizi na nepremičninskem trgu izrazili velika pričakovanja glede oživitve prometa z nepremičninami s predstavitvijo novih stanovanjskih projektov, ki so že v gradnji ali pa se bodo v kratkem času začeli graditi tako v glavnem mestu kot tudi drugod. Udeleženci so si bili enotni, da morajo naložbeniki, ki se odločajo graditi stanovanjske nepremičnine z

namenom kasnejše prodaje, ves čas iskati tržne niše in se tako prilagajati ponudbi in povpraševanju (Kos, 2011).

UMAR v pomladanski napovedi gospodarskih gibanj 2011 pričakuje v letih 2011–2012 splošno gospodarsko rast za 2,2- do 2,6-odstotne točke, kar bi postopoma umirilo izrazita negativna gibanja v gradbeni dejavnosti, ki smo jih beležili v zadnjih dveh letih. Vendar kljub temu v posameznih segmentih gradnje letos ne bo rasti, saj na podlagi izdanih gradbenih dovoljenj in zaostrenih razmer v panogi še naprej pričakujejo upad stanovanjskih naložb, ki pa bi bil vseeno manjši kot v preteklih letih. Manj negativna gibanja pričakujejo pri naložbah v nestanovanjske stavbe, kjer se na posameznih segmentih že nakazuje okrepljena gradnja. Z izdanimi gradbenimi dovoljenji je predvidena visoka rast upravnih, pisarniških, industrijskih stavb in stavb splošnega družbenega pomena (UMAR, 2011).

Slika 35: Prispevki posameznih komponent k potencialni rasti BDP

Figure 35: Subscription of components to potential growth of GDP



Vir: UMAR, Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2011, marec 2011, str. 15

Na osnovi predstavljenih rezultatov lahko sklenemo, da v posameznih segmentih tržne gradnje v letu 2011 ne bo rasti. Na podlagi izdanih gradbenih dovoljenj in zaostrenih razmer v panogi se še naprej lahko pričakuje upad stanovanjskih naložb. Manj negativna gibanja lahko pričakujemo pri naložbah v nestanovanjske stavbe, kjer se na posameznih segmentih že nakazuje okrepljena gradnja.

Iz vseh dosedanjih navedenih rezultatov in analiz ni mogoče natančno odgovoriti na vprašanja o donosnosti in tveganju ter o vzrokih za investiranje v stanovanjske naložbe v Sloveniji. Kot je bilo že omenjeno, odgovor na prvo bi lahko dobili z anketiranjem populacije, odgovor na tretje pa z numerično analizo stanovanjske naložbe. V nadaljevanju bo predstavljena anketa, ki predstavlja empirični del magistrskega dela.

4.6. Anketa ponudnikov stanovanj

4.6.1. Splošno

Po definiciji je anketa metoda zbiranja podatkov, s pomočjo katere lahko pridemo do podatkov o stališčih in mnenju anketirancev. Po mnenju Pokornya in soavtorjev (2006) je anketa v znanstvenem raziskovanju postavljanje vprašanj točno določeni skupini in številu ljudi na točno določen način, v kateri se poslužujemo odprtih in zaprtih tipov vprašanj. Pri vprašanjih odprtega tipa anketiranec odgovarja s svojimi besedami, v zaprtem tipu pa ponudimo že pripravljene odgovore, katere anketiranec izbere v postopku. Prednosti enega tipa vprašanj so hkrati slabosti drugega. Odprta vprašanja lahko koristno uporabimo v pripravljalnih fazah raziskovalnega procesa, ko odkrivamo problem raziskovanja, pri postavljanju hipotez in pri konstrukciji zaprtih vprašanj. Zaprta vprašanja pa uporabimo pri preizkušanju hipotez zastavljenega dela.

4.6.2. Motivacija, namen, vsebina in izvedba ankete

Motivacija za izvedbo ankete tiči v neposrednem namenu dela, ki skuša s pomočjo anketnih podatkov in analize poiskati odgovor na vprašanje o tveganju in donosnosti v stanovanjske naložbe po posameznih slovenskih regijah. S pomočjo tako pridobljenih podatkov bi lahko

kasneje oblikovali naložbene portfelje (optimalne portfelje), ki bi naložbenikom nudili dovolj kvalitetne informacije o naložbenih možnostih v stanovanjskih nepremičninah.

Glavni namen ankete je zbrati podatke o strukturi stanovanj, najemninah, stroških, starosti in nezasedenosti stanovanjskih nepremičnin, ki se oddajajo v najem po posameznih slovenskih regijah. Z uporabo metode scenarijev bodo tako zbrani podatki kasneje služili za analizo donosnosti in tveganja, s katero bomo potrdili glavno hipotezo magistrskega dela, da sta donosnost in tveganje v portfelju, sestavljenem samo iz različnih tipov stanovanj, večja v osrednjeslovenski kot v ostalih regijah v državi. Poleg tega je posredni namen ankete tudi raziskati pomen naložbenih možnosti, ki se ga poslužujejo posamezni naložbeniki. S tem bomo poskusili pridobiti informacijo o trenutnem stanju, ki vlada na nepremičninskem trgu.

V začetku decembra 2010 smo izvedli poskusno anketiranje 20 ponudnikov najemnih stanovanjskih nepremičnin, ki svoje nepremičnine za oddajo v najem oglašujejo na spletnem portalu www.salamon.si. V fazi poskusnega anketiranja po elektronski pošti je na vprašalnik odgovorilo 19 ponudnikov. Na podlagi teh odgovorov smo ugotovili, da je bila anketa dobro zastavljena, saj nas ponudniki niso posebej opozorili na nobene pomanjkljivosti. Pri kasnejši poskusni podatkovni obdelavi ter analizi donosnosti in tveganja smo opazili, da bi lahko zaradi boljše primerjave rezultatov anketo razširili tudi na ponudnike gostinskih, poslovnih in pisarniških nepremičnin (v nadaljevanju: poslovne nepremičnine). V kasnejši anketi smo to tudi storili, skozi celotno besedilo dela pa tega ne posebej omenjamo. Razlog za to tiči v dejstvu, da za omenjeno skupino nepremičnin ne obstaja dovolj podatkov o povprečni letni rasti cen, kar nam onemogoča analizo donosnosti in tveganja. Po drugi strani pa bi delo postalo preobsežno in s tem nepregledno, saj bi preraslo okvire zastavljenih ciljev.

Strukturo vprašalnika, ki smo ga poslali 1026 ponudnikom najemnih stanovanjskih nepremičnin v mesecu januarju 2011, smo oblikovali na osnovi predhodnega anketnega vprašalnika, ki je bil zastavljen na osnovi preučene domače in tuje literature, lastnih izkušenj in vprašalnikov, ki so že bili izdelani za podobne namene. Za način komunikacije z anketiranci smo se poslužili elektronskega pošiljanja vprašalnika po elektronski pošti, (predvsem) ker je to najhitrejši, najcenejši in najmanj vsiljiv način anketiranja. Anketiranci (v splošnem) si v tem načinu po lastni želji organizirajo delo in si v okviru tega sami izberejo čas odgovarjanja na

vprašalnik. V primeru zelo slabega odziva smo imeli v načrtu telefonsko kontaktiranje, vendar tega (k sreči) ni bilo potrebno uporabiti, ker smo v času enega meseca po elektronski pošti prejeli 786 odgovorov, kar predstavlja 76,60 % vseh anketirancev.

Raziskava je zajela ponudnike, ki svoje nepremičnine oglašujejo za oddajo v najem (v nadaljevanju: anketiranci) na internetnih nepremičninskih portalih www.nepremicnine.net, www.nepremicninar.com in www.salamon.si po posameznih regijah v Republiki Sloveniji. Tako smo za obalno-kraško, goriško, notranjsko-kraško, gorenjsko, osrednjeslovensko, jugovzhodno, spodnjesavsko, zasavsko, savinjsko, koroško, podravsko, dolensko in pomursko regijo dobili podatke o stanju nepremičninskega trga v državi za stanovanjske in poslovne stavbe.

Anketa je bila vsebinsko razdeljena na dva dela. Prvi sklop je predstavljal tip zaprtih vprašanj, ki so se nanašala na slovenski stanovanjski in poslovni nepremičninski trg, njegove posebnosti, značilnosti in stanje, v katerem se po mnenju anketirancev trenutno nahaja. Kot smo uvodoma že povedali, je odločitev o zajemu podatkov za poslovne nepremičnine bila posledica kasnejše možne primerjave med donosnostjo in tveganji, ki jih nudijo tako stanovanjske kot poslovne nepremičnine. Med stanovanjskimi nepremičninami, ki se oddajajo v najem, smo se omejili na anketiranje ponudnikov garsonjer, eno- in enoinpolsobnih, dvo- in dvoinpolsobnih, tri- in triinpolsobnih ter štiri- in večsobnih stanovanj. Med poslovnimi nepremičninami, ki se oddajajo v najem, smo anketirali ponudnike trgovskih, gostinskih in pisarniških prostorov, med katerimi so po lastniški strukturi prevladovali tako fizične kot tudi pravne osebe. Na žalost smo kasneje pri obdelavi podatkov ugotovili, da bi prav manjkajoči podatek podal celovito lastniško strukturo nepremičnin, ki jih ponudniki uporabljajo kot naložbene možnosti v nepremičnine. Drugi sklop vprašanj se je nanašal na anketirančevo nepremičnino, ki jo oglašuje. V tem sklopu so prevladovala vprašanja, ki so povezana z oddajo nepremičnine v najem. Kljub velikim osebnim pomislekom, da populacija v tem delu ankete ne bo hotela podati odgovorov, smo dobili v odgovorih natančno sliko poslovanja posameznih nepremičnin. Rezultate drugega sklopa ankete smo kasneje uporabili v analizi donosnosti in tveganja ter oblikovanju posameznih portfeljev stanovanjskih nepremičnin po posameznih regijah v državi.

Preden začnemo podajati rezultate ankete, moramo ponovno poudariti, da smo z njo želeli pridobiti povprečne rezultate po posameznih slovenskih regijah, zato nismo v anketo zajeli vseh možnih anketirancev iz posamezne regije, ampak le nekaj naključno izbranih.

4.6.3. Rezultati ankete

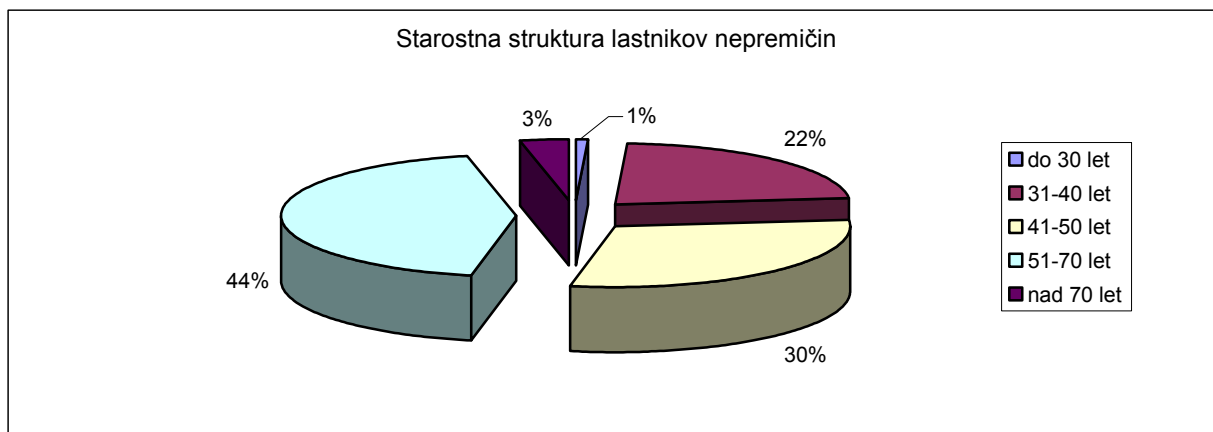
V nadaljevanju bomo predstavili rezultate ankete, ki smo jih obdelali s programskim paketom Microsoft Excel. Žal nam omenjeni program ne omogoča rangiranja rezultatov, kar bi povečalo preglednost rezultatov.

V začetnem vprašanju o starosti smo ugotovili, da je večina, 44 % anketirancev, starih od 51 do 70 let. Na drugem mestu s 30 % prevladujejo anketiranci, stari od 41 do 50 let, v 22 % so zastopani anketiranci od 31 do 40 let, najmanj, le 3 %, je anketirancev, starih nad 70 let, in le odstotek v starosti do 30 let. Iz rezultatov lahko sklepamo, da se za naložbe v nepremičnine najpogosteje odloča starejša populacija.

Do podobnih ugotovitev je v raziskavi, ki je bila osnova za določitev zasnove stavbnih zemljišč v Prostorskem planu Republike Slovenije in državne stavbne zemljiške politike, prišla skupina raziskovalcev, ki vzroke v starejši populaciji vidi predvsem v dejstvu, da ima ta skupina že rešeno osnovno stanovanjsko vprašanje in že nekaj privarčevanega kapitala, ki ga naloži v področje nepremičnin (Bogataj et al., 2002).

Slika 36: Starostna struktura ponudnikov nepremičnin

Figure 36: Age structure of real estate owner

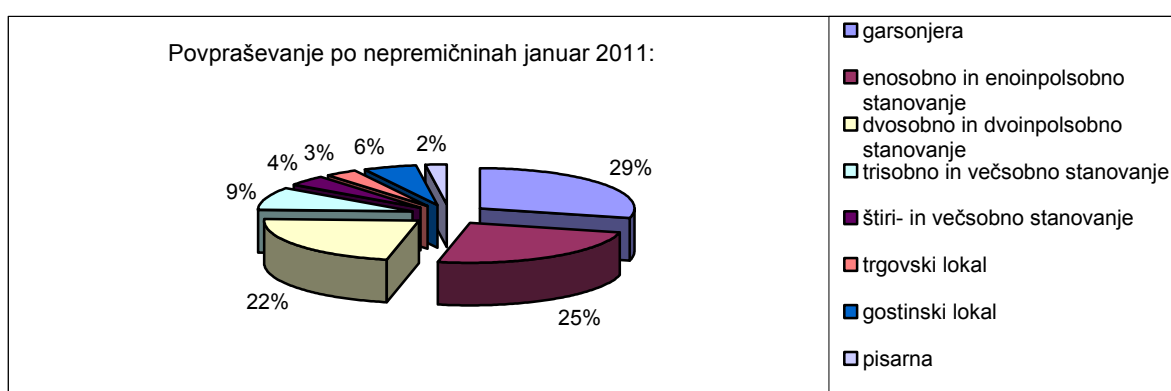


Vir: Lastna raziskava, januar 2011

Po mnenju anketirancev je trenutno največje povpraševanje po garsonjerah, sledijo eno-, dvo- in trisobna stanovanja. Zanimiv je podatek, da so v 6%-nem deležu povpraševanja zastopani gostinski lokali, kar jih uvršča pred štiri- in večsobna stanovanja. Vzroke je moč pripisati dejstvu, da po garsonjerah in majhnih stanovanjih povprašujejo zlasti mladi, ki prvič v življenju rešujejo stanovanjski problem in so s finančnega vidika velikokrat omejeni (Enkvadrat, 2010).

Slika 37: Povpraševanje po najemnih nepremičninah v januarju 2011

Figure 37: Request for real estate in January 2011

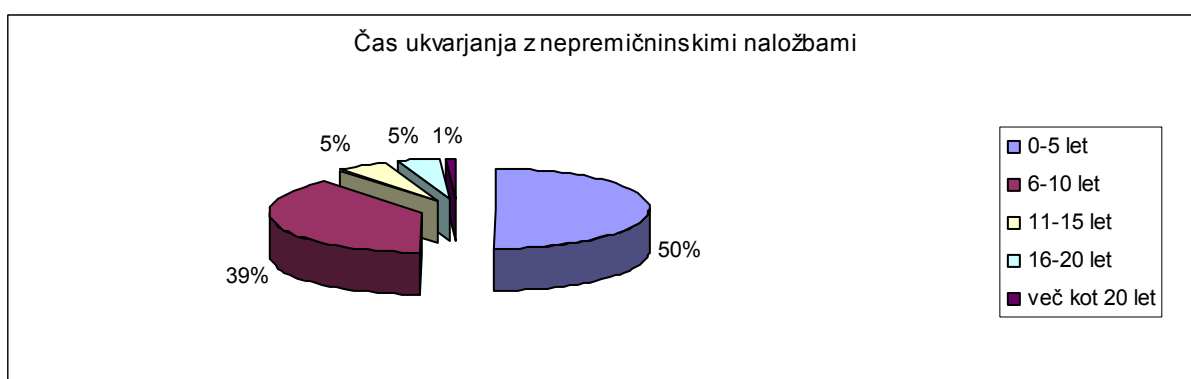


Vir: Lastna raziskava, januar 2011

Anketiranci se z nepremičninskimi naložbami v polovici primerov ukvarjajo zadnjih pet let. 39 % se z njimi ukvarja od 6 do 10 let, 5 % od 11 do 15 let in od 16 do 20 let. Le v enem odstotku so zastopani anketiranci, ki so v nepremičnine vlagali več kot 20 let.

Slika 38: Čas ukvarjanja z nepremičninskimi naložbami

Figure 38: Time of being occupied with real estate investments



Vir: Lastna raziskava, januar 2011

Pri vprašanju o vzrokih za odločitev v naložbe v nepremičnine se je v 56 % anketirancev odločilo najprej zaradi rešitve lastne stanovanjske stiske ali odločitve za opravljanje trgovske, gostinske ali poslovne dejavnosti, kasneje so zaradi drugih vzrokov to nepremičnino poskušali prodati ali oddati v najem. V 22 % so se pojavili kot sonaložbeniki v skupnem partnerstvu ali pomoči pri rešitvi stanovanjske stiske ali odločitvi za opravljanje trgovske, gostinske ali poslovne dejavnosti družinskega člana, kasneje so zaradi drugih vzrokov to nepremičnino poskušali prodati ali oddati v najem. V 14 % so se za nepremičninsko naložbo odločili zaradi možnosti oddaje v najem. V 8 % pa kot naložbo brez motiva oddaje v najem. Ta delež anketirancev se lahko za nepremičninske naložbe odloča kot naložbo v nepremičnine na zalogo, rezervno stanovanje ali novo nepremičninsko naložbo zaradi viška lastnih sredstev. Če primerjamo te rezultate z rezultati avstralskega statističnega urada, ugotovimo, da se v Sloveniji ljudje ne odločajo za naložbe v stanovanjske nepremičnine z vidika dolgoročne naložbe, ampak v osnovi najprej kot rešitev nekega osnovnega stanovanjskega problema ali ustanovitev poslovne dejavnosti, šele nato se zaradi drugih vzrokov (odselitev otrok, prenehanje poslovne dejavnosti) odločajo svoje nepremičnine postaviti na nepremičninski trg. Zanimiv je približno enak odstotek anketirancev, ki nepremičnino vidi kot donosno naložbo v obliki oddajanja v najem in pobiranja mesečne rente.

Slika 39: Vzroki za nepremičninske naložbe

Figure 39: Reasons for real estate investments



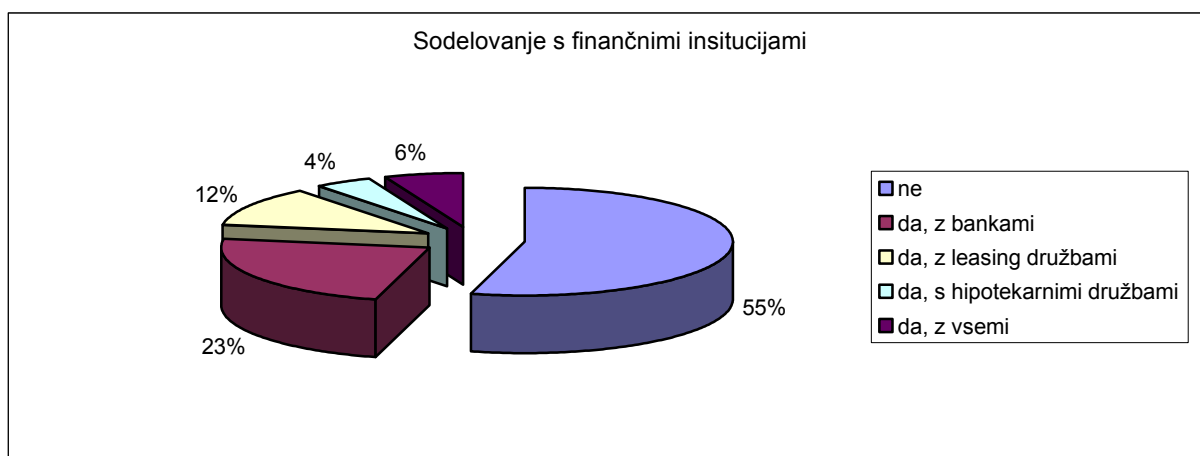
Vir: Lastna raziskava, januar 2011

Kljub temu da je financiranje nepremičnin velik finančni zalogaj, več kot polovica anketirancev ne sodeluje z nobenimi finančnimi institucijami. Vzrok za tak odgovor tiči v povezavi s preteklo stanovanjsko politiko države, ki je preko različnih instrumentov

omogočala predvsem nakupe stanovanjskih nepremičnin po ugodnih cenah, in v dejstvu, da se nepremičninske naložbe loteva predvsem starejša populacija, ki ima več finančnih sredstev. 23 % anketirancev sodeluje z bankami, v 12 % gre za sodelovanje z leasing družbami, v 6 % prevladuje sodelovanje z vsemi in le v 4 % zasledimo sodelovanje s hipotekarnimi družbami.

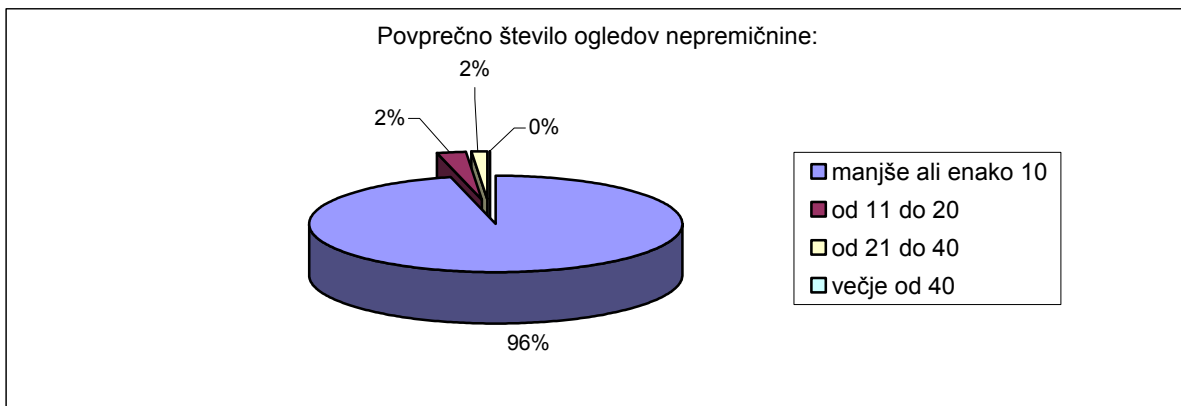
Slika 40: Sodelovanje s finančnimi institucijami

Figure 40: Collaboration with financial institutions



Vir: Lastna raziskava, januar 2011

Pred sklenitvijo kupoprodajne pogodbe pride v 96 % največ do deset ogledov nepremičnine. Tako visok odstotek nam poda sliko o resnosti kupcev in bodočih najemnikov. V nasprotju z mojo ugotovitvijo avtor Bojc (2011) v članku Nepremičninske agencije v težavah ugotavlja, da so številni kupci nepremičnin še vedno močno zadržani, kar se kaže z velikim številom ogledov, ki se ne končajo s prodajo. Veliko število ogledov veča stroške agencije in s tem bremeni lastnika nepremičnine. Povprečni čas, ki preteče od oglasa do končne realizacije nakupa, lahko traja tudi več mesecev.

Slika 41: Povprečno število ogledov nepremičnine**Figure 41: Average number of real estate visits**

Vir: Lastna raziskava, januar 2011

Pri prodaji ali oddaji nepremičnine so fizične lastnosti nepremičnine bistvenega pomena. V anketi so anketiranci ocenjevali štiri pomembnejše dejavnike, med katere spadajo vizualni izgled, oprema, starost in oddaljenost nepremičnine od središča mesta. Več kot dvema tretjinama anketirancev je zunanji izgled pri oddaji ali prodaji zelo pomemben dejavnik. To dejstvo potrjujejo tudi avtorji članka Stanovanje tako ali drugače (Squido, 2011), v katerem bodočim prodajalcem celo svetujejo, naj pred oglaševanjem stanovanje temeljito očistijo ali celo na novo prepleskajo, saj bi na tak način na potencialnega kupca ali najemnika stanovanje naredilo boljši vtis.

Oprema nepremičnine je po mnenju anketirancev srednje pomemben faktor. Po mnenju avtorjev članka Analiza dejavnikov oglaševanih cen rabljenih stanovanj (Friškovec, 2010) oprema nepremičnine zvišuje prodajno ali najemno ceno in neugodno vpliva na potencialne kupce ali najemnike. Po njihovem mnenju naj bi prodajano stanovanje imelo čim manj opreme.

Pri starosti nepremičnine je tretjina anketirancev izrazila prepričanje, da je to dokaj pomemben element prodaje. To dejstvo pa je v nasprotju z rezultati zgoraj omenjene analize, po kateri starost nepremičnine ne vpliva na ceno prodaje ali nakupa (Friškovec, 2010). Po njihovem mnenju imajo starejša stanovanja celo prednost, saj so običajno zgrajena na bolj elitnih lokacijah blizu središča mesta in s tem dosegajo boljše cenovna izhodišča kot nova stanovanja. Oddaljenost stanovanja od središča mesta je skoraj za polovico anketirancev bistvenega

pomena. To dejstvo potrjuje tudi analiza s podatkom, da cene stanovanj v središčih mesta lahko dosežejo celo do dvakrat višje cene kot stanovanja na obrobju mest (Friškovec, 2010).

Preglednica 5: Odločitveni dejavniki pri oddaji in prodaji nepremičnine

Table 5: Essential factors at lease and sale of real estate

pomembnost	nepomembno				pomembno
	1	2	3	4	
vizualni ogled nepremičnine	3%	9%	23%	30%	36%
oprema nepremičnine	12%	13%	46%	19%	10%
starost nepremičnine	11%	13%	23%	32%	20%
oddaljenost od središča mesta	3%	6%	11%	31%	49%

Vir: Lastna raziskava, januar 2011

Pri oceni naložbenih tveganj v stanovanjske nepremičnine je 40 % anketirancev prepričanih, da so nepremične slabo likvidna naložba, saj jih je na kratek rok zelo težko spraviti v denar. V članku Cenejše nepremičnine – cenejša stanovanja (Mak, januar 2011) avtor ugotavlja, da kljub slabi prodaji stanovanj lastniki ne popuščajo pri ceni, raje ne prodajo, stanovanje obdržijo ter čakajo na ugodnega kupca. Vzroke pripisuje monopolističnemu obnašanju večine ponudnikov in gradbenemu sektorju, katerih glavno vodilo pri prodaji je dober zaslužek.

Zmanjšanje vrednosti nepremičnine za večino anketirancev predstavlja srednje pomembno tveganje. Skoraj nepomembno je tveganje posega oblasti v nepremičnino in pojav inflacije. Slednja je bila v zadnjih petih letih 5,8%-na, kar je po mnenju ekonomista Štamulaka (2010) velik indikator inflacijskega tveganja in potencialnega zmanjševanja vrednosti potrošnikovih naložb.

Preglednica 6: Tveganost nepremičninske naložbe

Table 6: Risk of real estate investment

tveganost naložbe	nepomembno				pomembno
	1	2	3	4	
nelikvidnost naložbe	2%	5%	22%	30%	40%
zmanjšanje vrednosti	15%	20%	31%	24%	10%
poseg oblasti v nepremičnino	50%	32%	11%	5%	2%
inflacija	42%	36%	12%	7%	3%

Vir: Lastna raziskava, januar 2011

Pri vprašanju o prednostih in koristih, ki jih naložbe v nepremičnine nudijo, so anketiranci ponosu zaradi lastništva pripisali uravnotežen pomen. Za nekatere je stanovanjska nepremičnina statusni simbol, za druge le nepomemben objekt. Nizozemska raziskava (Zijlstra in Gruis, 2009) je med zaposlenimi v različnih stanovanjskih združenjih pokazala, da je med nizozemskimi kupci stanovanjskih nepremičnin zelo prisoten ponos zaradi lastništva, ki pa je močno povezan z osebno kontrolo in možnostjo osebne uporabe in posesti nepremičnine. Po izsledkih raziskave naj bi ponos zaradi lastništva lastniku nepremičnine vzpodbudil občutek odgovornosti za svoje bivanjsko okolje.

Osebna kontrola in možnost osebne uporabe ter posesti pa naj bi vzpodbujali krepitev občutka moči lastnika, kar ga lahko spodbudi, da prevzame nadzor tudi nad drugimi platmi svojega življenja. Slovenski anketiranci so dejavniku osebne kontrole pripisali srednji pomen, v 63 % odstotkih pa so dejavniku osebne uporabe in posesti pripisali zelo velik pomen. Visoko so anketiranci opredelili tudi naložbeno možnost nepremičnin v ustvarjanju premoženja. Vzroke je moč pripisati dejstvu, da nepremičnine po donosnosti in tveganju zaostajajo le za delnicami (glej sliko 1). Zavarovanju naložbe so anketiranci namenili v grobem enako pomembnost. V anketi, ki jo je opravil spletni portal www.slonep.net (Anketa Slonep, 2010), 67,58 % anketirancev meni, da predstavljajo nepremičnine dobro zavarovanje za naložbe. V 26 % jim nepremičnine ne predstavljajo sredstva finančnega vzvoda. Po mnenju Cirmanove (2002) pa so nepremičninske naložbe v državi pogojene z visoko stopnjo zadolžitve. Naložbeniki z visoko stopnjo finančnega vzvoda prenesejo precejšen del tveganja neuspeha projekta na banke, kar pa ima za posledico kolaps trga, ki smo mu bili priča v preteklih letih (Marin, 2010). Za 37 % anketirancev predstavljajo nepremičnine dobro zaščito pred davki. Srednje pomembno pa se anketirancem zdi povečevanje vrednosti in zaščita pred inflacijo. Po mnenju Zbašnika (Herjavec in Bajec, 2011) predstavljajo nepremičnine učinkovito sredstvo pri povečevanju vrednosti in zaščito pred inflacijo v primeru povečevanja obrestnih mer ter nadomestilu za tveganost, ki jih naložbeniki pričakujejo od nepremičnin.

Preglednica 7 Prednosti in koristi, ki jih naložbe v nepremičnine nudijo

Table 7: Benefits of real estate investment

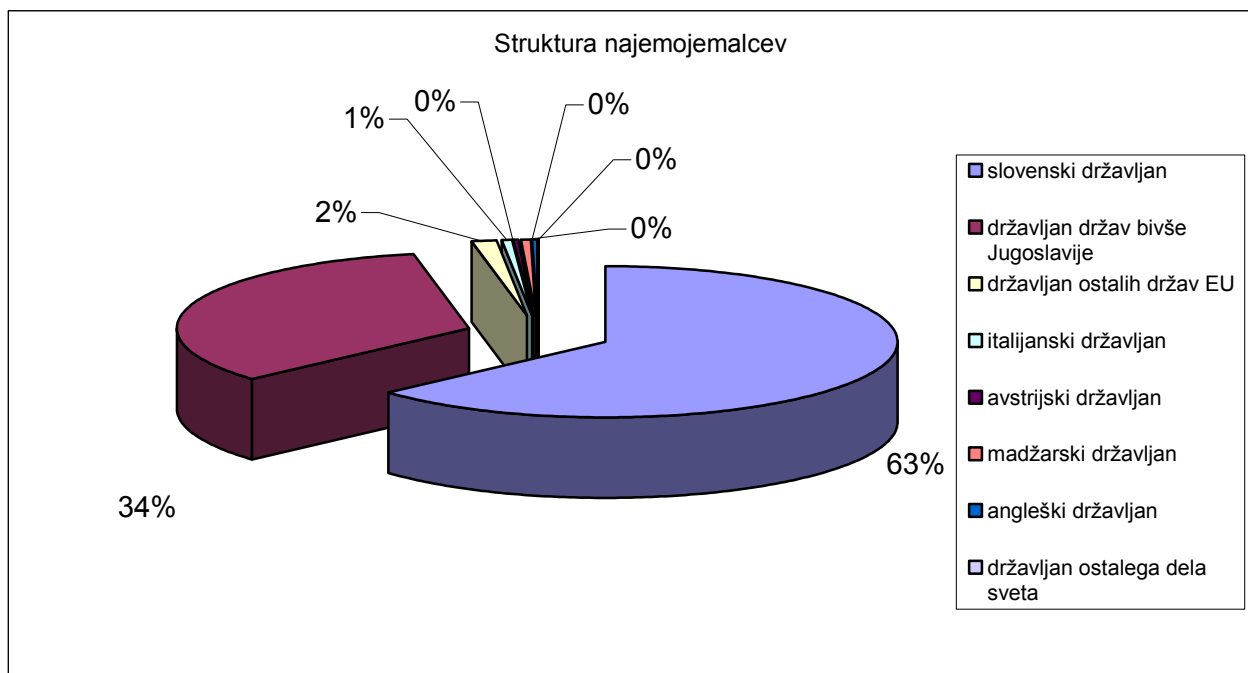
prednosti in koristi nepremičnin	nepomembno					pomembno				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
ponos zaradi lastništva	21%	17%	17%	20%	24%					
osebna kontrola	9%	11%	31%	30%	19%					
osebna uporaba in posest	1%	1%	3%	32%	63%					
ustvarjanje premoženja	2%	3%	30%	29%	36%					
zavarovanje naložbe	21%	19%	19%	21%	20%					
finančni vzvod	26%	18%	15%	19%	22%					
zaščita pred davki	4%	10%	16%	33%	37%					
povečanje vrednosti in zaščita pred inflacijo	18%	19%	19%	23%	20%					

Vir: Lastna raziskava, januar 2011

Pri enajstem anketnem vprašanju nas je zanimala pretežna struktura najemodajalcev stanovanjskih in poslovnih nepremičnin. V 63 % prevladujejo slovenski državljani, v 34 % prevladujejo državljani držav bivše Jugoslavije, z 2 % so zastopani državljani ostalih držav članic EU, nekaj pa je naših neposrednih sosedov Italijanov, Avstrijcev in Madžarov, zanemarljivo je število angleških najemnikov in najemnikov ostalega dela sveta.

Slika 42: Struktura najemodajalcev stanovanjskih in poslovnih nepremičnin

Figure 42: Structure of lessee in apartments and offices

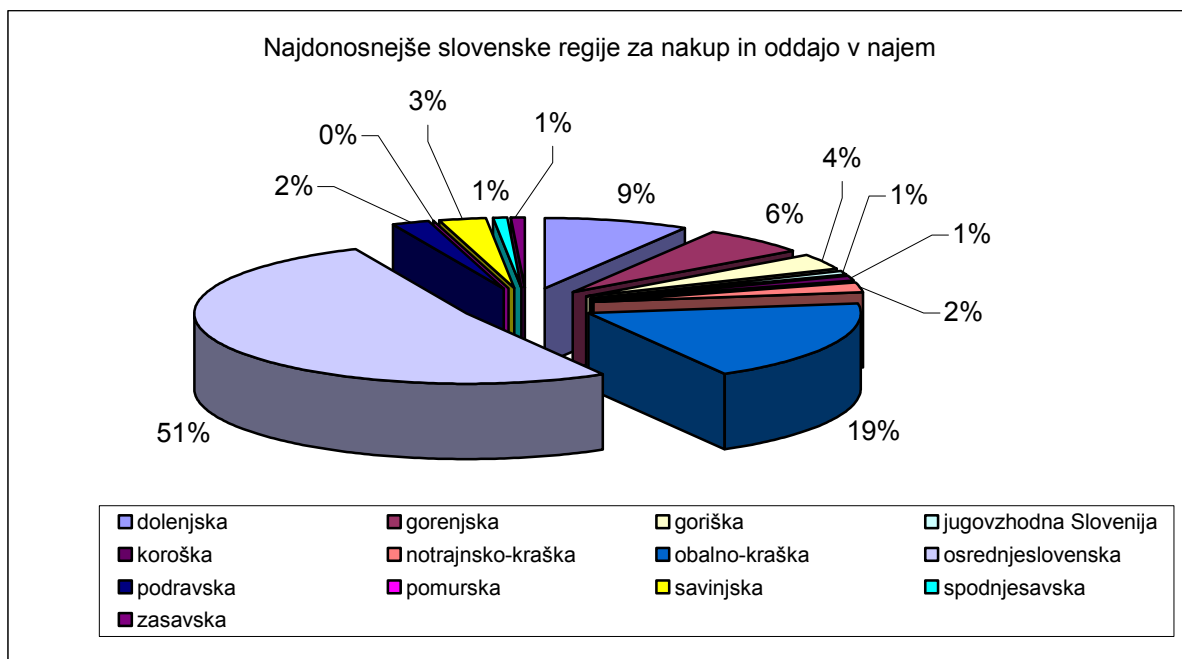


Vir: Lastna raziskava, januar 2011

Ob koncu prvega splošnega dela ankete smo poskušali dobiti neposredni odgovor na vprašanje, v kateri slovenski regiji je donosnost stanovanjskih in poslovnih nepremičnin največja. Več kot polovica anketirancev je v 51 % menila, da je to osrednjeslovenska regija, v 19 % je zastopana obalno-kraška, z 9 % ji sledi dolenska, nato gorenjska, goriška, notranjsko-kraška, podravska, koroška, zasavska, spodnjesavska, jugovzhodna in pomurska regija. Do tako visokega deleža v osrednjeslovenski regiji je prišlo, ker so anketiranci verjetno menili, da je donosnost zaradi najvišjih cen nepremičnin in najemnin tudi tu največja. Nadaljnje vzroke bi lahko iskali v gostoti poselitve, številu delovnih mest, centralnih funkcijah, ki jih regija poseduje, ter številnih drugih. Vendar bi bil za dokončno potrditev tega vprašanja potreben natančen izračun, ki bi poleg potrditve te domneve podal odgovor o velikosti donosnosti in posledično tveganju, ki ga naložba v nepremičnine prinaša. Izračun, ki nam bo podal odgovor na zastavljeno vprašanje, je bil opravljen z zajemom podatkov v drugem delu ankete in bo v celoti predstavljen v poglavju o tveganju in donosnosti nepremičnin.

Slika 43: Najdonosnejše slovenske regije za nakup in oddajo v najem

Figure 43: The most profitable Slovenian regions regarding buying and leasing



Vir: Lastna raziskava, januar 2011

4.6.4. Najpomembnejše ugotovitve prvega dela ankete

Na podlagi rezultatov prvega dela ankete lahko ugotovimo, da so anketiranci v večini primerov starejše osebe, ki se z oddajo in prodajo nepremičnin ukvarjajo v obdobju petih let. Po njihovem mnenju je v državi trenutno največje povpraševanje po garsonjerah, enosobnih in enoinpolsobnih stanovanjih. Večina anketirancev se je za naložbo v nepremičnino odločila najprej zaradi rešitve lastne stanovanjske stiske ali odločitve za opravljanje trgovske, gostinske ali pisarniške dejavnosti, šele nato so se zaradi drugih vzrokov odločili za oddajo svoje nepremičnine v najem. Za izgradnjo le-te v večini niso sodelovali s finančnimi institucijami, saj so svojo nepremičnino v 54 % financirali z lastnimi sredstvi.

Po njihovih izkušnjah pride pred sklenitvijo kupoprodajne ali najemne pogodbe v 96 % največ do deset ogledov nepremičnine, pri katerih so vizualni izgled, starost in oddaljenost nepremičnine od središča mesta najpomembnejši fizični dejavniki, ki neposredno vplivajo na odločitve bodočega kupca ali najemjemalca.

Za večino anketirancev so nepremičnine slabo likvidna naložba, skoraj nepomembno je tveganje posega oblasti v nepremičnino in tveganje pojava inflacije.

Prednosti, ki jih nepremičnine nudijo, anketiranci vidijo v osebni kontroli, uporabi, posesti in ustvarjanju premoženja z nepremičninami. Indiferentni so do dejstva, da jim lahko nepremičnine služijo kot oblika zavarovanja naložbe, finančnega vzvoda, povečevanja vrednosti premoženja in zaščite pred inflacijo. Velik delež jih meni, da jim nepremičnine predstavljajo dobro zaščito pred davki.

Za slovenski najemniški trg velja, da v njem prevladujejo domači najemniki pred najemniki iz držav bivše Jugoslavije. Po njihovem mnenju je donosnost stanovanjskih in poslovnih nepremičnin največja v osrednjeslovenski, najmanjša pa v pomurski regiji.

V pričujočem poglavju smo podrobno raziskali dosedanje stanovanjsko politiko, donosnosti, vzroke za investiranje v stanovanjske nepremičnine, merjenje in napovedovanje povpraševanja po stanovanjih in vpliv povečevanja ponudbe stanovanj na nepremičninskem trgu v Sloveniji. Z anketo med naključnimi ponudniki stanovanjskih nepremičnin, ki svoje nepremičnine

oglašujejo za oddajo v najem na nepremičninskih portalih, smo zajeli podatke, ki razkrivajo trenutno stanje na trgu stanovanjskih in poslovnih nepremičnin. Še več, anketiranci so mnenja, da so stanovanjske nepremičnine v osrednjeslovenski regiji najdonosnejše.

Kolikšna so tveganja in donosnosti stanovanjskih nepremičnin po ostalih regijah v državi? Ali bi bil portfelj, sestavljen iz stanovanj v osrednjeslovenski regiji, res manj tvegan in hkrati bolj donosen kot portfelji po ostalih slovenskih regijah? Kolikšno je tveganje? Kolikšna je donosnost?

Z dobro izbiro podatkov, uporabo in učinkovito analizo pričakujemo, da bomo lahko v nadaljevanju magistrskega dela podali odgovor na zastavljena vprašanja.

5 Tveganje in donosnost v stanovanjskih nepremičninah

V tem poglavju bomo na osnovi rezultatov drugega dela ankete in računskih rezultatov razvitega finančnega modela opredelili ali ovrgli hipotezo, da sta donosnost in tveganje v portfelju, sestavljenem samo iz različnih tipov stanovanj, večja v osrednjeslovenski kot ostalih regijah po državi. Podrobno bomo predstavili predpostavke, na osnovi katerih smo izračunali tveganja in donosnosti naložb v stanovanjske in poslovne nepremičnine po posameznih slovenskih regijah. Oblikovali bomo optimalne portfelje, v katere bomo za boljši prikaz in lažjo primerjavo vključili še poslovne nepremičnine.

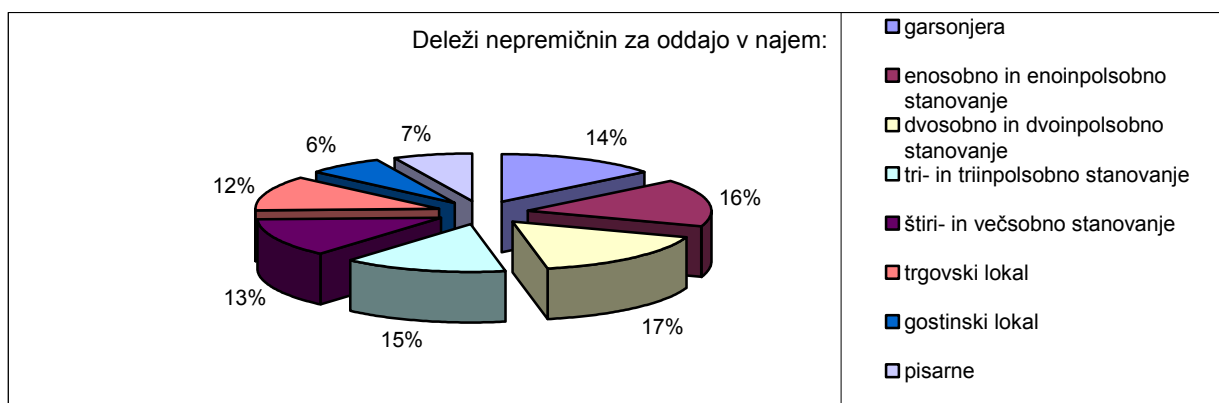
5.1. Odnos med tveganjem in donosnostjo

5.1.1. Rezultati drugega dela ankete

Izmed 786 prispelih anketnih vprašalnikov, ki so bili poslani po vseh slovenskih regijah, je največji delež nepremičnin, ki so bile v januarju 2011 namenjene za oddajo v najem, doseglo dvo- in dvoinpolsobno stanovanje s 17 %. Skladno s sliko 44 so s 16 % zastopana eno- in enoinpolsobna stanovanja, sledijo tri- in večsobna, garsonjere, štiri- in večsobna stanovanja, trgovine, pisarne in gostinski lokali. Deleži odražajo dokaj uravnoteženo strukturo zastopanosti posameznih nepremičnin v populaciji, ki jo je anketa zajela. Nekoliko manjši je delež trgovskih in gostinskih lokalov, kar je posledica dejstva, da v obdobju izvedbe ankete ni bilo na voljo dovolj nepremičninskih oglasov.

Slika 44: Deleži nepremičnin za oddajo v najem

Figure 44: Shares of real estate for leasing

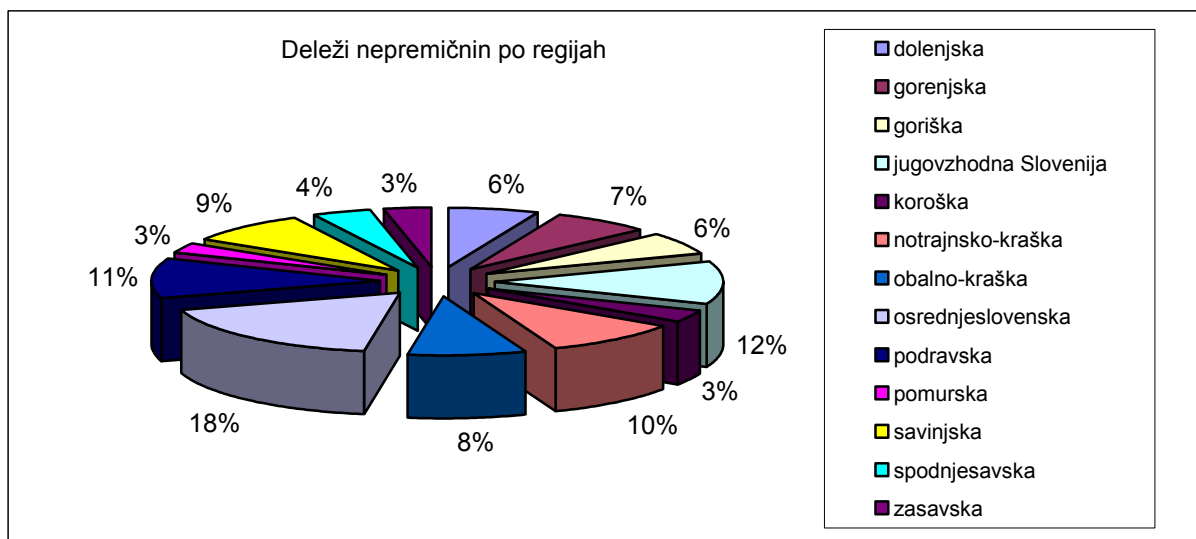


Vir: Lastna raziskava, januar 2011

Delež posameznih nepremičnin, ki so zastopane po posameznih slovenskih regijah, predstavlja slika 45. Največji delež, 18 % nepremičnin, je anketa zajela v osrednjeslovenski statistični regiji, sledi ji regija jugovzhodne Slovenije, podravska, notranjsko-kraška, savinjska, obalno-kraška, gorenjska, dolenska, goriška, spodnjesavska, koroška, zasavska in pomurska regija.

Slika 45: Deleži nepremičnin po regijah

Figure 45: Shares of real estate regarding regions



Vir: Lastna raziskava, januar 2011

Kot smo v predhodnih poglavjih omenili, je drugi del ankete zajel podatke o velikosti in ceni nepremičnine, mesečni najemini, čas nezasedenosti nepremičnine, stroške zavarovanja, upravljanja in stroške popravil v obdobju enega leta. V nadaljevanju bomo predstavili in v kasnejši analizi upoštevali le povprečne vrednosti omenjenih podatkov. Tako pridobljene povprečne vrednosti nam dajejo karakteristično sliko dogajanja na trgu stanovanjskih nepremičnin po posameznih regijah.

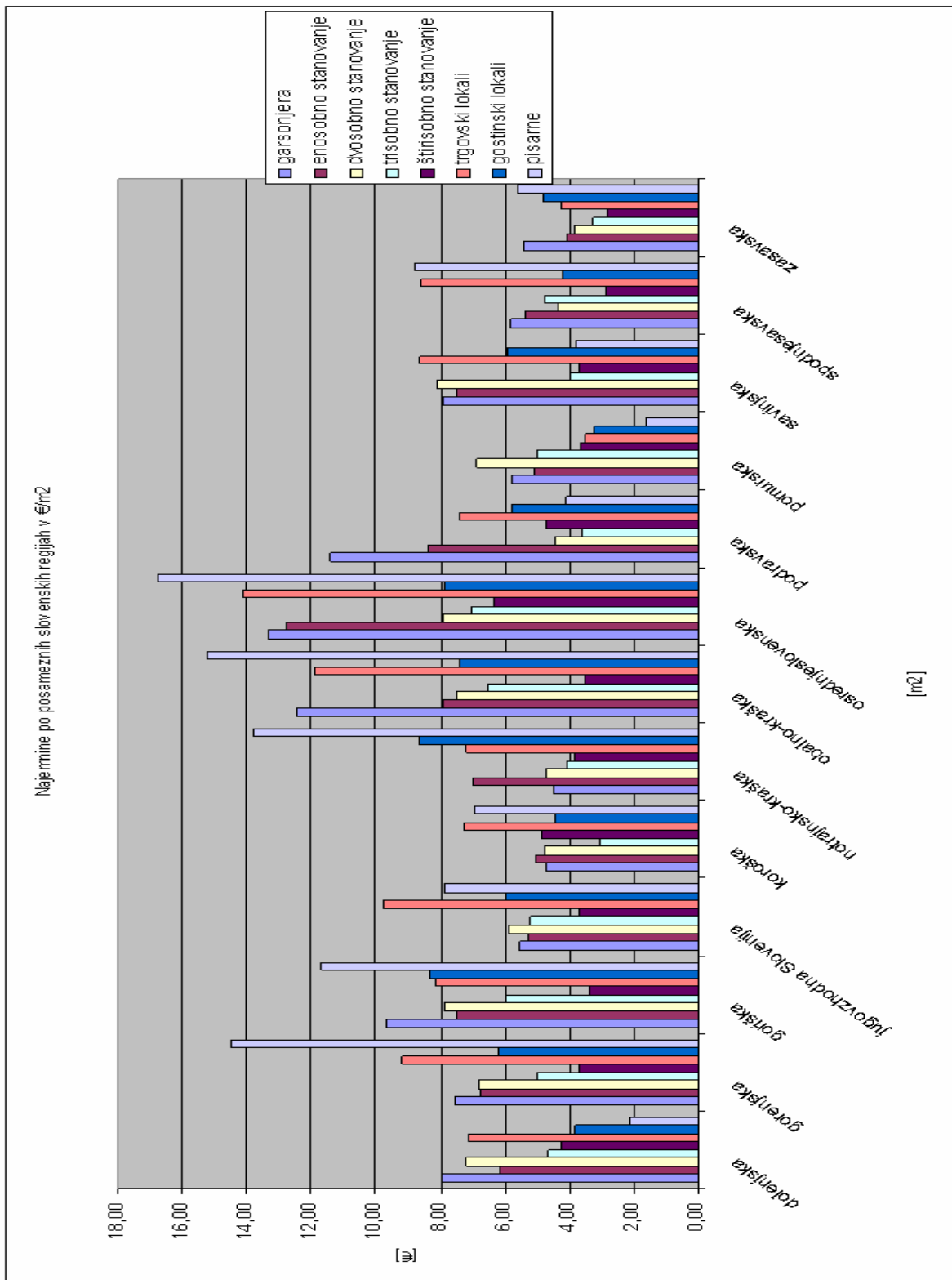
Skladno s sliko 46 je bilo ugotovljeno, da je za vse tipe obravnavanih nepremičnin najemnina najvišja v osrednjeslovenski regiji, pri čemer najbolj izstopajo garsonjere (13,33 €/m²), enosobna in enoinpolsobna stanovanja (12,78 €/m²) ter najemnine poslovnih nepremičnin (16,78 €/m²). Najnižje najemnine pa zasledimo v zasavski, koroški in pomurski regiji. Iz slike 46 lahko v obalno-kraški, goriški, notranjsko-kraški, gorenjski in osrednjeslovenski regiji opazimo nadpovprečne najemnine pisarniških prostorov, ki so po mnenju Puschnerja (2011)

posledica skromne ponudbe in velikega povpraševanja. Enake vzroke pripisuje najemninam v osrednjeslovenski regiji. Čepon (2003) pa vidi vzroke za visoke najemnine v visokih stroških, ki jih imajo z oddajo nepremičnin lastniki v večjih urbanih središčih. V stroških zajema stroške zavarovanja, upravljanja in popravil nepremičnine. Visoki stroški (glej sliko 47) so tako posledica kakovostnejših in relativno novih profitnih nepremičnin, ki so običajno zasnovane v skladu s sodobnimi arhitekturnimi rešitvami, kakovostnejšimi vgrajenimi materiali in ozaveščenimi lastniki, ki kot dobri gospodarji sledijo strokovnim priporočilom in navodilom proizvajalcev nepremičnin.

V stroških najbolj izstopata osrednjeslovenska in podravska regija. Stroški garsonjer znašajo v osrednjeslovenski regiji $17,93 \text{ €/m}^2$, kar je za $6,35 \text{ €/m}^2$ več od slovenskega povprečja. V skladu s sliko 47 opazimo, da so stroški v ostalih opazovanih regijah po vrednosti v grobem enaki. Največji so za garsonjere, najmanjši pa za gostinske lokale.

Slika 46: Najemnine po posameznih slovenskih regijah [€/m²]

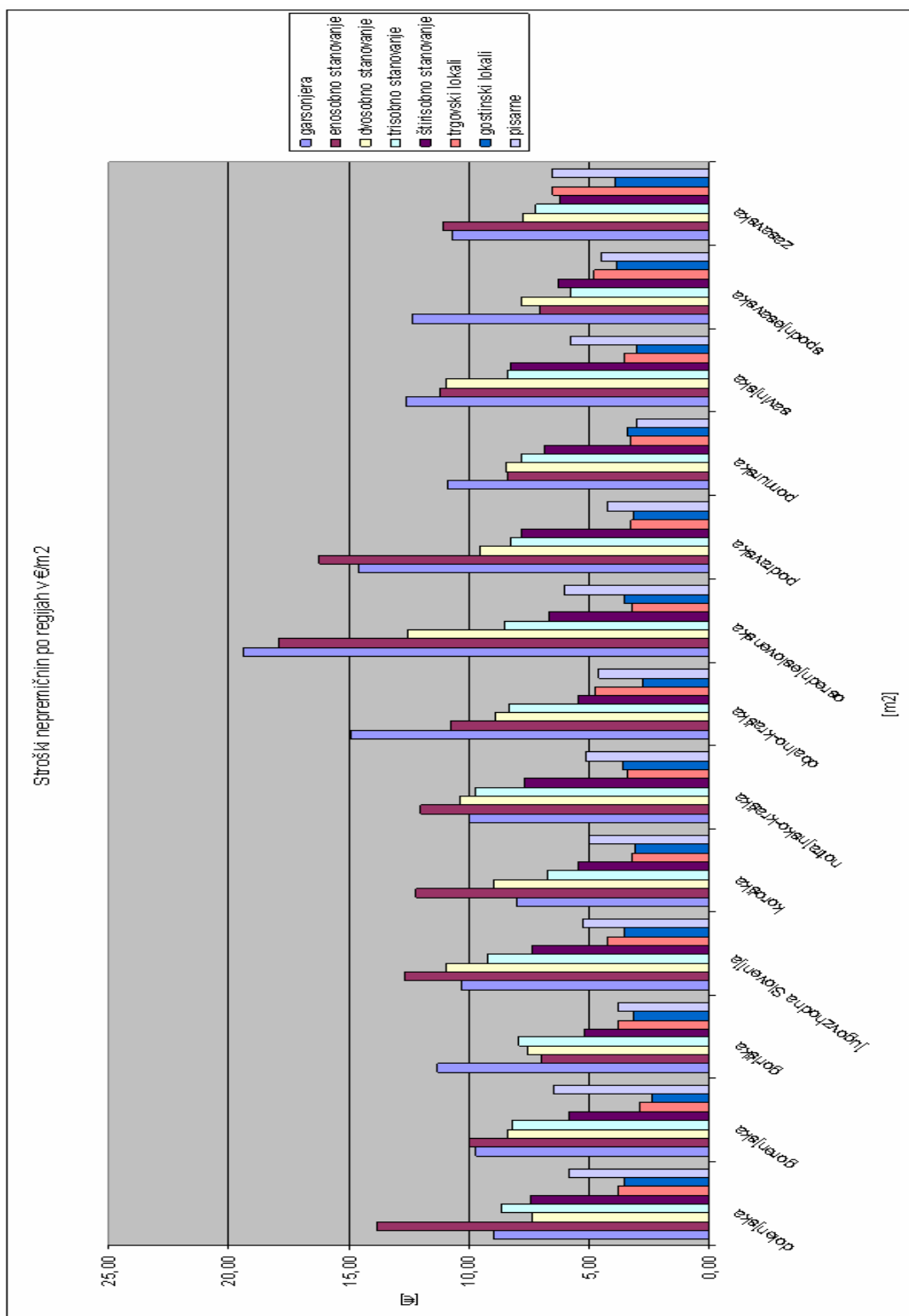
Figure 46: Rents in several Slovenian regions (€/m²)



Vir: Lastna raziskava, januar 2011

Slika 47: Stroški nepremičnin v [€/m²]

Figure 47: Expenses of real estate (€/m²)



Vir: Lastna raziskava, januar 2011

Pri starostni analizi nepremičnin smo ugotovili, da je povprečna skupna starost za vse analizirane nepremičnine 7,84 leta. V državi najbolj izstopajo garsonjere v jugovzhodni Sloveniji, saj so od svojega povprečja starejše za 18,77 leta. Pri tem je potrebno poudariti, da se vprašanje o starosti ni neposredno nanašalo na starost nepremičnine, ampak na podatke v zvezi z zadnjo prenovo ali obsegom večjih gradbenih del, ki so se na nepremičnini zgodili. V skladu s sliko 48 lahko opazimo nadpovprečno stara stanovanja v obalno-kraški, goriški, notranjsko-kraški, gorenjski, savinjski, podravski in pomurski regiji. V osrednjeslovenski regiji izstopajo le dvosobna in dvoinpolsobna stanovanja. Vzroke relativno starih stanovanj je moč pripisati masovni stanovanjski gradnji sredi osemdesetih let prejšnjega stoletja in zdajšnjemu pomanjkanju finančnih sredstev za njihovo obnovo (Dovič, 2009).

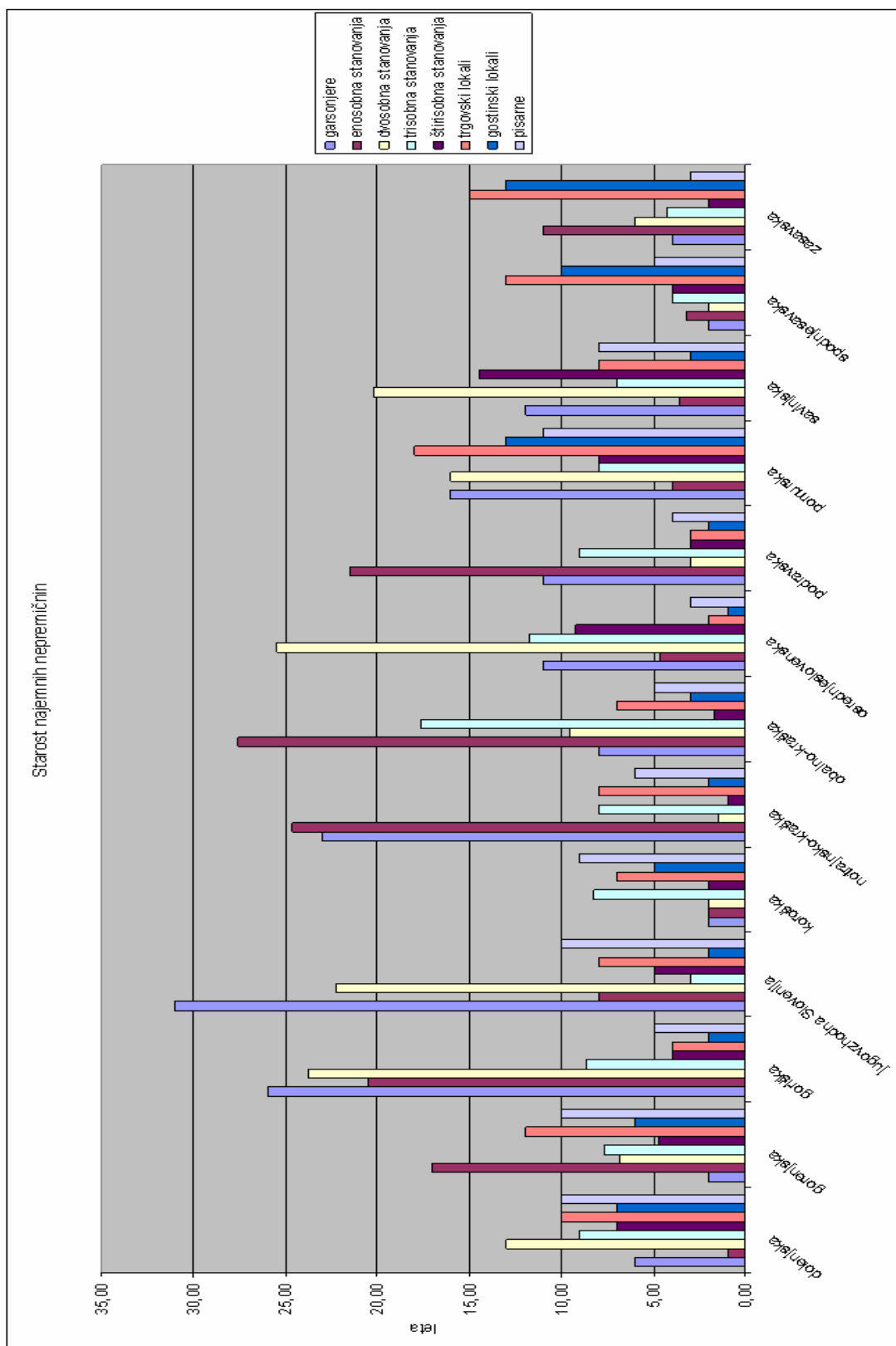
Starost ali čas zadnje obnove lahko pozitivno vplivata na manjše najemnine (Cekin, 2011). Poleg zmanjševanja najemnine imajo starejše nepremičnine nižjo končno prodajno ceno, kar lahko ugodno vpliva na relativno kratek čas prodaje in hkrati neugodno vpliva na neposredno donosnost nepremičnine. Po novih nepremičninah povprašujejo v večini mladi z višjimi dohodki in starejši, ki staro nepremičnino prodajo in kupijo starejšo (Nepremičnine, 2010).

Nezasedenost najemnin nepremičnin ima neposredno posledico v zmanjševanju donosnosti najemnin in s tem donosa nepremičnine. Nizka stopnja zasedenosti stanovanja je merilo kakovosti nepremičnine (Mihelič in Bizjak, 2006). Skladno s sliko 49 opazimo veliko nezasedenost stanovanj v gorenjski, zasavski, koroški, dolenski in predvsem v pomurski regiji, kjer je nezasedenost stanovanjskih nepremičnin najvišja v državi. Najemna štirisobna in štiriinpoljsobna stanovanja so v pomurski regiji v povprečju zasedena le 82 dni na leto. Visoko zasedenost imajo nepremičnine v osrednjeslovenski regiji in jugovzhodni Sloveniji, deloma tudi v goriški in podravski regiji, kjer so posamezne nepremičnine nezasedene v grobem 30 dni na leto.

V urbanih središčih je nizka zasedenost stanovanjskih nepremičnin odraz demografskih sprememb, predvsem staranja prebivalstva, naraščanja števila majhnih in enočlanskih gospodinjstev in večanja enostarševskih družin. Tako je indikator stopnje zasedenosti nepremičnin, kjer prevladujejo slabo zasedena ali prazna stanovanja, posredni pokazatelj slabe prostorske in stanovanjske politike v državi (Mihelič in Bizjak, 2006).

Slika 48: Starost najemnih nepremičnin

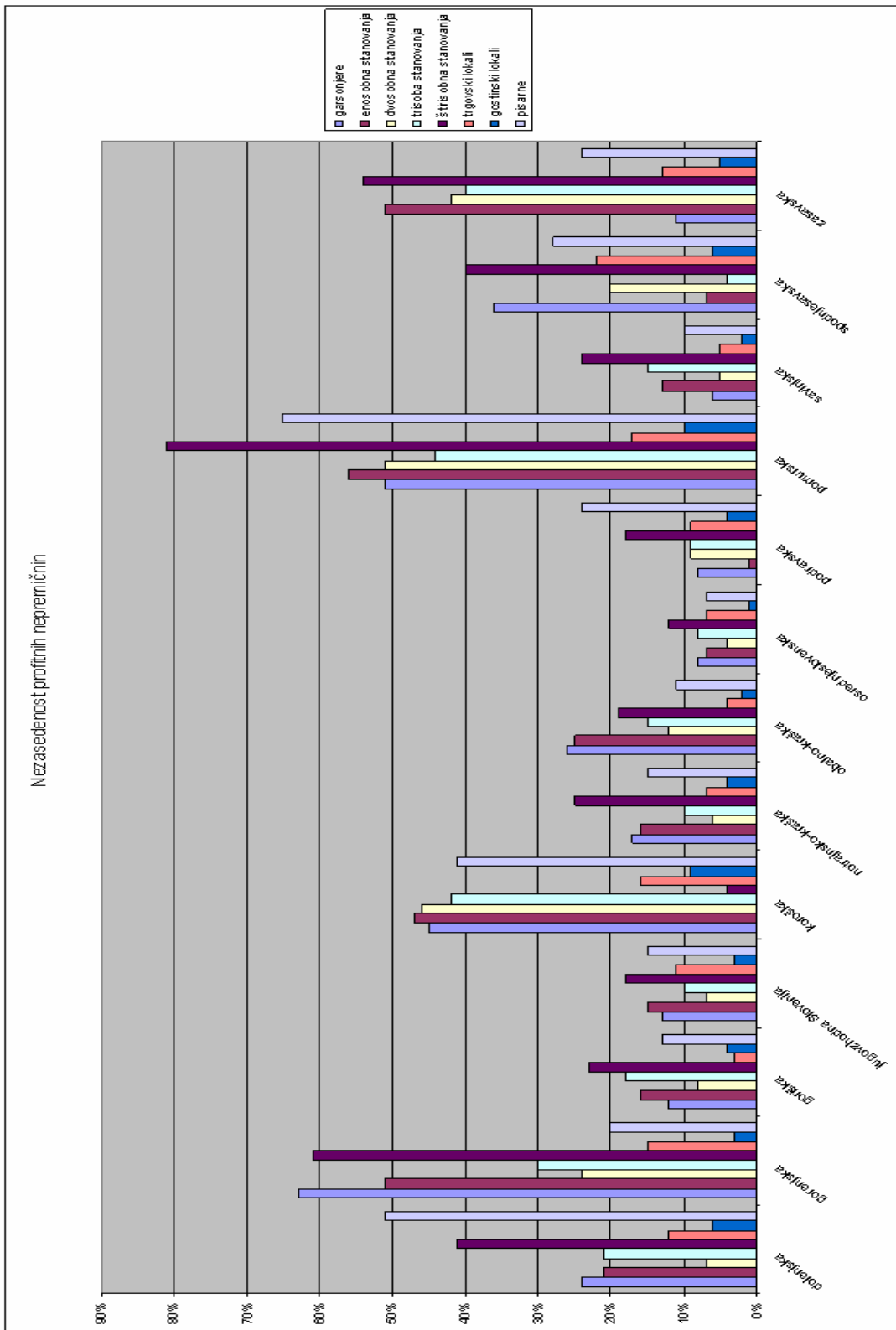
Figure 48: Age of real estate to lease



Vir: Lastna raziskava, januar 2011

Slika 49: Nezasedenost profitnih nepremičnin

Figure 49: Unoccupied profitable real estate



Vir: Lastna raziskava, januar 2011

5.1.2. Analiza naložbe v stanovanjsko nepremičnino

Vsak naložbenik ima različne interese, okuse in preference, vsem je skupna želja po povečevanju bogastva, vendar kljub podrobno navedenim naložbenim kriterijem v predhodnih poglavjih, neposrednim vprašanjem o donosnosti stanovanjskih in poslovnih nepremičnin ter podrobni analizi drugega dela ankete še vedno ne moremo z gotovostjo določiti velikosti donosnosti in tveganja, ki ga naložba v stanovanjske nepremičnine prinaša. Analiza naložbe, ki bo predstavljena v tem podpoglavju, nam bo podala odgovore o trenutni donosnosti pri enakem tveganju za vse tipe nepremičnin po posameznih regijah v državi. Učinke, ki ga bo imela naložba na povečevanje bogastva posameznika, bomo izmerili z dinamičnimi metodami, ki so bile predstavljene v poglavju 2.3.3.

Predstavljeni model temelji na ideji, da se stanovanjska naložba oblikuje z začetnim nakupom, oddajanjem v najem in kasnejšo prodajo stanovanja (konec lastništva nad nepremičnino). Na tak način naložbenik svoja sredstva naloži v stanovanjsko nepremično, realizira mesečni dohodek v obliki najemnine in na koncu stanovanjsko nepremičnino po določeni ceni proda. V primeru več stanovanj lahko naložbenik naloži sredstva v poljubno število različnih tipov stanovanj po različnih regijah in si na tak način oblikuje portfelj, sestavljen iz stanovanjskih nepremičnin, ki mu omogoča realizacijo donosnosti na poljubni časovni ravni. Za razumevanje modela, na katerem sloni celotna analiza, je potrebno vedeti, da bi predstavljeni model lahko z drobnimi popravki uporabili tudi na stanovanjskih nepremičninah, ki se ne oddajajo v najem.

Analiza naložbe v nepremičnino poteka na osnovi modela (primer - glej preglednico 8), ki v svojem izračunu upošteva začetno nakupno ceno nepremičnine, mesečno najemnino, povprečni odstotek nezasedenosti, stroške zavarovanja, popravil in upravljanja, njihovo letno rast, dohodninsko stopnjo, davek na promet z nepremičninami in kapitalski dobiček, zneske najetega posojila, povprečno letno rast vrednosti stanovanja ter provizijo agencije ob prodaji nepremičnine. V grobem bi lahko pojasnili delovanje modela tako, da z upoštevanjem gornjih dejstev na letni ravni najprej ugotovimo neto denarne tokove iz poslovanja pred obdavčenjem in kasneje neto denarne tokove po obdavčenju. Neto denarne tokove iz poslovanja pred obdavčenjem na letni ravni določimo tako, da od potencialnega bruto prihodka od najemnin odštejemo izgube zaradi nezasedenosti stanovanja, stroške zavarovanja, upravljanja, popravil

in stroške morebitnega najema kredita. Neto denarne tokove po obdavčenju na letni ravni pa določimo tako, da od neto denarnih tokov iz poslovanja pred obdavčenjem upoštevamo bruto denarni znesek od prodaje nepremičnine, dohodnino, prodajne stroške, davek na kapitalski dobiček in davek na promet z nepremičninami. Število let, za katere ugotavljamo omenjene vrednosti, je poljubno (v preglednici 8 smo npr. predpostavili 6-letno, kasneje 16-letno lastništvo nad nepremičnino). Na osnovi definirane diskontne stopnje in tako izračunanih denarnih tokov izračunamo indeks donosnosti (PI), neto sedanjo vrednost (NPV), notranjo stopnjo donosa (IRR) in popravljeno stopnjo notranjega donosa (MIRR) stanovanjske naložbe, ki predstavljajo osnovne naložbene kriterije, s pomočjo katerih se kasneje naložbenik opredeli do naložbe.

V preglednici 8 je prikazan primer analize naložbe v stanovanjsko nepremičnino. Nakupna cena stanovanja znaša 37.600,00 €. Mesečna najemnina znaša 280,00 €. Stanovanje je nezasedeno 24 % letno. Stroški zavarovanja znašajo 35,68 €, upravljanja 33,00 € in popravil 244,00 € na letni ravni. Za primer je predpostavljena negativna letna rast stroškov in najemnin v velikosti -2,00 % in negativna rast cene stanovanja na leto v velikosti -0,26 %. Slednje pomeni, da se velikost stroškov in najemnin kakor tudi cena stanovanja vsako leto zmanjša za -2 % oz. -0,26 %. Primer predpostavlja, da kupec polovični znesek kupnine poravnava iz lastnih sredstev, velikost druge polovice pa najame po 4,50%-ni letni obrestni meri za dobo 15 let. Nadalje je v primeru upoštevan 2%-ni davek na promet z nepremičninami, 3%-na provizija agencije ob prodaji in 2%-ni davek na promet z nepremičninami. Ker primer obravnava le 6-letno posest nepremičnine, je skladno z davkom na kapitalski dobiček predpostavljena 15%-na obdavčitev. V primer je vključena akontacija dohodnine ali enkratna letna dohodnina, ki znaša 25 % normiranih stroškov v višini 60 % najemnine.

Na osnovi navedenega dobimo, skladno z analizo, neto denarne tokove po obdavčenju, ki ob nakupu stanovanja znašajo -18.800,00 €, v prvem letu -13,80 €, drugem -48,53 €, tretjem -82,57 €, četrtem -115,93 €, petem -148,63 € in zadnjem letu +22.348,82 €. Za 8%-no diskontno stopnjo znaša vrednost PI 0,366, NPV -5.022,76 €, IRR -5,010 % in MIRR -4,918 %. Obravnavano stanovanje nam pri podanih pogojih ne izkazuje pozitivne ekonomske upravičenosti.

Tako definirani model nam lahko tudi omogoča izračun naložbenih kriterijev za karakteristično stanovanjsko nepremičnino, ki jo predstavlja idealizirana stanovanjska nepremičnina s povprečnimi karakteristikami vseh stanovanjskih nepremičnin v obravnavani regiji.

Potrebne podatke o povprečni velikosti in povprečni ceni nepremičnine, povprečni mesečni najemnin, povprečnem času nezasedenosti nepremičnine, povprečnih stroških zavarovanja, upravljanja in stroških popravil v obdobju enega leta smo pridobili na osnovi ankete. Pri obdelavi podatkov smo povprečno površino stanovanj zaokrožil na 0,50 m², izračunano povprečno vrednost stanovanj na 50 €, povprečno najemnino na 0,50 €, povprečno število nezasedenosti stanovanj na 1,00 dan, povprečne stroške upravljanja in popravil pa na 1,00 €. Vse omenjene povprečne karakteristike, ki smo jih pridobili z anketo, smo zbrali v prilogah A in B.

V analizi smo predpostavili za vse regije 1,80%-no letno rast stroškov in najemnin, kar je v skladu z letno povprečno inflacijo v RS v letu 2010 in s povprečnim gibanjem najemnin v Ljubljani za vse vrste nepremičnin od leta 2004 do 2010, kar vidimo v preglednici 9. Zabeleženi rezultati temeljijo na oglaševanih najemninah, zbranih na spletnem portalu www.slonep.net. Pesimistično gibanje smo predpostavili na podlagi gibanja najemnin v zadnjih 2 letih, ko je slovensko gospodarstvo prešlo v recesijo, optimistično pa smo predpostavili z gibanjem najemnin pred krizo, ko so imele najemnine strme trende rasti. Tako dobljene rezultate smo predpostavili tudi za druge obravnavane nepremičnine. Vzrok tej odločitvi je neobstoj podatkov o povprečnem gibanju stroškov in najemnin v ostalih slovenskih regijah. Posledice take odločitve so nekoliko nerealne predpostavke, saj je nepremičninski trg v glavnem mestu specifičen. Specifičnost nepremičninskega trga v Ljubljani se po mnenju nepremičninskih posrednikov kaže predvsem v razviti infrastrukturi, velikemu številu delovnih mest, večji kupni moči in višjih stroških izgradnje ali rekonstrukcije, ki posledično narekujejo višje najemnine in z njimi povezane stroške (Klemenčič, 2009).

Za oceno prodajnih cen stanovanj smo upoštevali gibanje povprečnih cen stanovanjskih nepremičnin, ki smo jih povzeli iz baze podatkov na spletnem portalu www.slonep.net za

obdobje 2005–2010. Vzrok tej odločitvi so natančno zabeleženi podatki za vse obravnavane tipe nepremičnin po posameznih regijah v državi in neobstoj uradne baze, ki bi podala bolj natančne vrednosti. Slabost tako predpostavljenih gibanj so nekoliko višje vrednosti, ki po besedah odgovornega urednika spletnega portala Marka Puschnerja temeljijo na oglaševanih in ne dejanskih cenah. Poslovnim nepremičninam v regijah, z izjemo osrednjeslovenske, smo predpostavili 1,80%-no letno rast, kar ustreza letni povprečni inflaciji za leto 2010. Podroben pregled gibanja vrednosti stanovanjskih in poslovnih nepremičnin je prikazan v prilogah C, D in E.

Kljub dejstvu, da večina anketirancev v nepremičninski naložbi ni sodelovala s finančnimi institucijami, smo v modelu predpostavili, da znaša znesek najetega posojila, ki ga naložbenik najame pri banki z obrestno mero 4,5 % in dobo odplačevanja 15 let, polovično nakupno vrednost nepremičnine. Velikost obrestne mere smo določili na osnovi pregleda stanovanjskih kreditov, ki jih ponujajo razne komercialne banke za nakup ali prenovo stanovanjske ali poslovne nepremičnine. Tako je obrestna mera sestavljena iz referenčne obrestne mere, vezane na EURIBOR, ki je v mesecu januarju znašala 1,70 % (www.nlb.si, januar 2011), in bančnega pribitka, ki za petnajstletno odplačevanje posojila znaša 2,80 % (www.nlb.si, januar 2011). V modelu je predpostavljeno, da se bančno posojilo v celoti odplača v zadnjem letu lastništva nepremičnine.

Pri izračunu donosnosti smo v skladu z rezultati ankete najprej predpostavili povprečno 6-letno dobo lastništva nad nepremičnino, ki smo jo kasneje zaradi primerjave donosnosti povečali na 18 let. Posledice take predpostavke se odražajo neposredno pri davku na kapitalski dobiček, ki znaša za lastniško obdobje 6 let 15 %, za 18 let pa 5 %.

Višina posredniške provizije je z Zakonom o nepremičninskem posredovanju omejena (Uradni list RS, št. 72/2006) na najvišje dovoljeno vrednost 4 % pogodbene cene, ki pa je v primeru manjše pogodbene vrednosti (pod 10.000,00 €) lahko večja. V Sloveniji se po podatkih nepremičninskega portala SloNep (Puschner, 2011) giblje od 2 do 4 % in je odvisna od obsega in kakovosti storitev, ki jih posamezna nepremičninska agencija nudi. V modelu smo se odločili za 3%-no, saj predstavlja povprečno posredniško vrednost provizije.

Dohodninsko stopnjo smo določili v skladu z Zakonom o dohodnini (Uradni list RS, št. 117/2006, 33/2007, 45/2007, 90/2007, 10/2008, 78/2008, 92/2008, 125/2008, 20/2009, 10/2010, 13/2010, 28/2010, 43/1010, 51/2010, 106/2010, 9/2011 in 13/2011). Davek pri oddaji stanovanja se plačuje letno, v okviru dohodnine, zavezanec za plačilo pa je najemodajalec oziroma lastnik stanovanja. Ker smo podatke pridobili med naključnimi fizičnimi osebami, je v modelu privzeto, da lastnik stanovanja plačuje akontacijo dohodnine ali enkratno letno dohodnino, ki znaša 25 % od normiranih stroškov v višini 60 % najemnine.

Diskontna stopnja po Pravilniku o kriterijih in merilih množičnega vrednotenja nepremičnin temelji na oceni donosnosti netveganih naložb kapitala, oceni tveganja proizvodnje oziroma poslovne dejavnosti nepremičnine ter oceni potrebnega upravljalškega znanja (Pravilnik o kriterijih in merilih množičnega vrednotenja nepremičnin, Uradni list RS, št. 94/2008). Za nepremičninske naložbe se po mnenju Ploja (2011) slednja giblje v intervalu od 4 do 10 % in znaša v večini nepremičninskih analiz 8 %. Za primerjavo navajam, da so se obresti na dolgoročne depozite bank in hranilnic v mesecu januarju 2011 gibale v povprečju od 2,8 do 3,0 % (Uporabna stran, januar 2011), kar je vplivalo na odločitev, da v modelu ločeno obravnavam 6,0%-no in 8,0%-no diskontno stopnjo za 6 in 18 let.

Na osnovi tako zasnovanega modela dobimo rezultate o povprečnih donosnostih za stanovanjske nepremičnine po posameznih slovenskih regijah, ki jih s pomočjo dinamičnih odločitvenih kriterijev (glej poglavje 2.3.3) razvrstimo po donosnostih v skladu s preglednicama 10 in 11. Podroben izračun naložbenih kriterijev NPV, IRR, MIRR in PI najdemo v prilogi F.

Preglednica 8: Analiza naložbe v nepremičnino

Table 8: Analysis of real estate investment

Verjetnost scenarja:	pesimistično 100,00%							
		0	1	2	3	4	5	
Nakupna vrednost stanovanja:	€	37.800,00	0,00	3.360,00	3.292,80	3.226,94	3.162,41	3.099,16
Mesečna najemina:	€	280,00	0,00	-806,40	-790,27	-774,47	-758,98	-743,80
Povprečni odstotek nezasedenosti	%	24,00%	0,00	2.553,60	2.502,53	2.452,48	2.403,43	2.355,36
Stroški zavarovanja:	€	35,68	0,00	-312,68	-306,43	-300,30	-294,29	-288,41
Stroški upravljanja:	€	33,00	0,00	-1.750,54	-1.750,54	-1.750,54	-1.750,54	-1.750,54
Stroški popravil:	€	244,00	0,00	-504,00	-493,92	-484,04	-474,36	-464,87
Letna rast stroškov in najemnin:	%	-2,00%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Povprečna letna rast vrednosti stanovanja	%	-0,26%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Znesek najetega posojila	€	18.800,00	0,00	490,38	445,56	401,64	358,60	316,41
	r =	4,50%						
	n =	15,00 [let]						
Davek na promet z nepremičninami:	%	2,00%						
Davek na kapitalski dobiček	%	15,00%						
Provizija agencije ob prodaji	%	3,00%						
Davek na promet z nepremičninami:	%	2,00%						
Dohodninska stopnja [%] normiranih stroškov	%	60,00%						
Diskontna stopnja	%	8,00%						
Pesimistično/Leto		0	1	2	3	4	5	
Potencialni bruto prihodek od najemnin		0,00	3.360,00	3.292,80	3.226,94	3.162,41	3.099,16	
Izgube zaradi nezasedenosti stanovanja		0,00	-806,40	-790,27	-774,47	-758,98	-743,80	
Efektivni bruto prihodek najemnin		0,00	2.553,60	2.502,53	2.452,48	2.403,43	2.355,36	
Stroški zavarovanja, upravljanja in popravil		0,00	-312,68	-306,43	-300,30	-294,29	-288,41	
Stroški financiranja (kredit)		0,00	-1.750,54	-1.750,54	-1.750,54	-1.750,54	-1.750,54	
Dohodnina - 25 % normiranih stroškov v višini 60 % najemnine		0,00	-504,00	-493,92	-484,04	-474,36	-464,87	
Neto denarni tok iz poslovanja pred davki			490,38	445,56	401,64	358,60	316,41	
Neto denarni tok po davkih			-13,62	-48,36	-82,40	-115,76	-148,46	
PMT_T =		-18.800,00	-12,61	-41,46	-65,41	-85,09	-101,04	
NPV_{P, 8% 100,00%} =		-5.022,76 €						
IRR_{P, 8% 100,00%} =		-5,010 %						
MIRR_{P, 8% 100,00%} =		-4,918 %						
INPV_{P, 8% 100,00%} =		0,386						

Vir: Lastni izračun, januar 2011

Preden začnemo predstavljati rezultate, moramo definirati oznake, ki jih bomo predstavili v nadaljevanju magistrskega dela. Črka S označuje stanovanje, njen dopolnilni indeks pa število sob, G-garsonjera, P-poslovni prostor, GO-gostinsko nepremičnino in T-trgovski lokal. Za abecednim indeksom je vpisana regija, v kateri obravnavamo karakteristično nepremičnino (povprečno nepremičnino). Podpisani indeks *realno* pomeni, da obravnavamo karakteristično nepremičnino v dejanskih razmerah, *pesimistično*, da obravnavamo karakteristično nepremičnino v pesimističnih razmerah, in *optimistično*, da obravnavamo karakteristično nepremičnino v optimističnih razmerah. Kasneje bomo v poglavju 5.2 natančneje definirali realne, pesimistične in optimistične razmere. Številka v oglatem oklepaju predstavlja diskontno stopnjo, s katero smo izvedli diskontiranje neto denarnega toka po obdavčenju. V nadaljevanju besedila ne bomo posebej omenjali, da gre za *karakteristično* nepremičnino in *povprečne vrednosti*, saj bi s tem po nepotrebnem obremenjevali besedilo. Obravnavamo nepremičnino, ki jo opisujejo povprečne anketirane karakteristike v obravnavani regiji, rezultati analize pa predstavljajo njene povprečne vrednosti. Tako je npr. v preglednici 10 pod zaporedno številko 1 predstavljeno enosobno stanovanje v goriški regiji s PI-jem 1,213, NPV-jem 6.224,16 €, IRR-jem 3,301 % in MIRR-jem 3,322 % v realnih (anketnih) razmerah. Predstavljeno enosobno stanovanje v goriški regiji ima najvišji PI, NPV, IRR in MIRR. Z naložbo v to stanovanje bi po prodaji stanovanja zaslužili 6.224,16 €.

Preglednica 9: Gibanje povprečnih najemnin v Ljubljani

Table 9: Movement of average rents in Ljubljana

Leto	Soba	Garsonjera	1-sobno	2-sobno	3-sobno	4-sobno	5- in večsobno	
2004	-17,50%	3,40%	13,70%	-8,60%	-6,00%	-1,90%	23,00%	
2005	11,80%	-3,60%	2,10%	8,80%	1,00%	8,40%	-0,10%	
2006	29,80%	5,20%	6,60%	-2,00%	7,30%	-2,80%	30,20%	
2007	-10,40%	18,30%	9,80%	3,40%	0,00%	5,30%	-4,80%	
2008	13,90%	1,50%	8,90%	17,90%	9,50%	13,50%	0,50%	
2009	-2,10%	1,50%	-1,50%	-11,60%	-10,70%	-8,20%	-12,80%	
2010	-0,10%	-5,20%	-9,30%	-6,60%	-3,80%	-4,30%	-33,10%	povprečno
realno	3,63%	3,01%	4,33%	0,19%	-0,39%	1,43%	0,41%	1,80%
pesimistično	3,90%	-0,73%	-0,63%	-0,10%	-1,67%	0,33%	-15,13%	-2,00%
optimistično	3,43%	5,83%	8,05%	0,40%	0,58%	2,25%	12,08%	4,66%

Vir: www.slonep.net, lastni izračun, januar 2011

Nadalje velja poudariti, da so v preglednicah zbrane le tiste nepremičnine, za katere velja, da so naložbeni kriteriji pozitivni, tj. naložbe v tako definirane stanovanjske nepremičnine so sprejemljive.

Preglednica 10: Razvrstitev stanovanjskih nepremičnin na osnovi realnega indeksa donosnosti za 6-letno obdobje z diskontno stopnjo 6 % in 8 % po regijah**Table 10: Classification of residential real estate on the basis of real profitability index for 6 years with 6 and 8 per cent discount rate in different regions**

zaporedna številka	NEPREMIČNINA	REGIJA	NPV _{realno} t=6 let [6%]	IRR _{realno} t=6 let [6%]	MIRR _{realno} t=6 let [6%]	PI _{realno} t=6 let [6%]
1	1S	goriška	6.224,16 €	3,301%	3,332%	1,213
2	1S	savinjska	5.436,67 €	3,105%	3,126%	1,200
3	1S	podravska	3.909,78 €	2,751%	2,922%	1,168
4	G	goriška	3.790,68 €	2,669%	2,780%	1,166
5	2S	goriška	5.333,61 €	2,516%	2,632%	1,155
6	2S	savinjska	5.580,24 €	2,557%	2,672%	1,153
7	4S	koroška	6.498,56 €	2,498%	2,665%	1,152
8	G	savinjska	2.953,92 €	2,427%	2,643%	1,146
9	1S	spodnjiesavska	2.899,97 €	2,349%	2,536%	1,142
10	3S	spodnjiesavska	4.983,87 €	2,262%	2,334%	1,141
11	G	podravska	2.424,77 €	2,452%	2,876%	1,138
12	2S	dolenjska	4.062,57 €	2,318%	2,592%	1,137
13	G	dolenjska	881,73 €	0,769%	0,788%	1,047
zaporedna številka	NEPREMIČNINA	REGIJA	NPV _{realno} t=6 let [8%]	IRR _{realno} t=6 let [8%]	MIRR _{realno} t=6 let [8%]	PI _{realno} t=6 let [8%]
1	1S	goriška	2.495,26 €	1,388%	1,468%	1,085
2	1S	savinjska	1.996,12 €	1,196%	1,248%	1,073
3	1S	podravska	1.150,78 €	0,848%	1,242%	1,049
4	G	goriška	1.040,15 €	0,767%	1,021%	1,045
5	2S	goriška	1.249,16 €	0,618%	0,875%	1,036
6	2S	savinjska	1.370,06 €	0,658%	0,915%	1,034
7	G	savinjska	616,10 €	0,530%	1,003%	1,030
8	G	podravska	524,78 €	0,555%	1,481%	1,030
9	4S	koroška	1.488,77 €	0,599%	0,970%	1,029
10	1S	spodnjiesavska	535,08 €	0,454%	0,859%	1,026
11	2S	dolenjska	708,11 €	0,423%	1,014%	1,024
12	3S	spodnjiesavska	774,07 €	0,368%	0,523%	1,020
13	G	dolenjska	-1.200,63 €	-1,097%	-1,063%	< 1,00

Vir: Lastni izračun, januar 2011

Za 6-letno preučevano obdobje in 6%-no diskontno stopnjo opazimo, da nam največjo donosnost na vloženi kapital nudijo enosobno in enoinpolsobno stanovanje v goriški regiji z indeksom donosnosti 1,213 in neto sedanjo vrednostjo 6.224,16 €. Na drugem mestu zasledimo enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji z indeksom donosnosti 1,200 in neto sedanjo vrednostjo 5.436,67 €, sledijo ji ostale stanovanjske nepremičnine po posameznih regijah v državi, med katerimi pa ni osrednjieslovske, obalno-kraške, notranjsko-kraške, gorenjske, jugovzhodne, zasavske in pomurske regije. Stanovanjske

nepremičnine nam v omenjenih regijah izkazujejo negativno donosnost in se nam z vidika naložbenih možnosti ne izplačajo. Če predpostavimo, da smo donosnosti izračunali brez upoštevanja tveganja, lahko že ovržemo hipotezo o večjih donosnostih stanovanjskih nepremičnin v osrednjeslovenski regiji kot v ostalih regijah po državi. Nasprotno, z izračunom smo dokazali, da naložbe v stanovanjske nepremičnine v osrednjeslovenski regiji že brez upoštevanja tveganja ne nudijo pozitivne donosnosti.

Podobne rezultate, le z nekoliko nižjo donosnostjo, nam dajo v skladu s preglednico 11 nepremičnine za 8%-no diskontno stopnjo. V primerjavi s 6%-no diskontirano neto sedanjo vrednostjo opazimo, da sta obe vrednosti po absolutni vrednosti sorazmerno majhni, kar se odraža tudi v nizkem indeksu donosnosti.

Pri analiziranju donosnosti za 6%-no diskontno stopnjo in 18-letno opazovano obdobje se na prvo mesto po donosnosti uvrsti garsonjera podravske regije z neto sedanjo vrednostjo 8.218,01 € in indeksom donosnosti 1,47 kljub višji neto sedanjji vrednosti 12.425,17 € enosobnega in enoinpolsobnega stanovanja iz savinjske regije. Vzrok gre pripisati dejstvu, da nam garsonjera iz podravske regije nudi večjo donosnost na vloženi kapital kot pa enosobno in enoinpolsobno stanovanje iz savinjske regije. V drugem delu preglednice 11 opazimo nepremičnine, ki z 8%-no diskontno stopnjo in 18-letno posedovalno dobo izkazujejo negativno donosnost, kar lahko povežemo z dejstvom relativno visokega dolga, ki ga morajo inkrementalni denarni tokovi nepremičnine v času naložbe servisirati.

Preglednica 11: Razvrstitev stanovanjskih nepremičnin na osnovi realnega indeksa donosnosti za 18-letno obdobje z diskontno stopnjo 6 % in 8 % po regijah**Table 11: Classification of residential real estate on the basis of real profitability index for 18 years with 6 and 8 per cent discount rate in different regions**

zaporedna številka	NEPREMIČNINA	REGIJA	NPV _{realno} t=18 let [6%]	IRR _{realno} t=18 let [6%]	MIRR _{realno} t=18 let [6%]	PI _{realno} t=18 let [6%]
1	G	podravska	8.218,01 €	3,089%	4,128%	1,470
2	1S	savinjska	12.425,17 €	2,218%	2,444%	1,427
3	1S	goriška	12.382,92 €	2,104%	2,395%	1,396
4	2S	dolenjska	12.000,23 €	2,396%	3,312%	1,396
5	1S	podravska	9.471,86 €	2,267%	3,001%	1,392
6	4S	koroška	17.013,78 €	2,197%	2,891%	1,383
7	G	savinjska	7.948,93 €	2,246%	3,066%	1,381
8	1S	spodnjiesavska	7.692,86 €	2,118%	2,868%	1,364
9	G	goriška	8.729,11 €	2,039%	2,604%	1,363
10	2S	savinjska	13.784,17 €	2,081%	2,635%	1,360
11	3S	spodnjiesavska	13.523,61 €	1,968%	2,367%	1,360
12	2S	goriška	12.890,56 €	2,013%	2,579%	1,358
13	G	dolenjska	2.710,87 €	0,786%	1,069%	1,130
zaporedna številka	NEPREMIČNINA	REGIJA	NPV _{realno} t=18 let [8%]	IRR _{realno} t=18 let [8%]	MIRR _{realno} t=18 let [8%]	PI _{realno} t=18 let [8%]
1	G	podravska	2.721,96 €	1,180%	3,865%	1,157
2	2S	dolenjska	2.154,42 €	0,499%	2,670%	1,067
3	1S	podravska	1.336,89 €	0,373%	2,112%	1,048
4	G	savinjska	1.073,29 €	0,353%	2,275%	1,045
5	1S	savinjska	1.552,34 €	0,325%	0,864%	1,036
6	1S	spodnjiesavska	707,00 €	0,227%	1,970%	1,026
7	1S	goriška	1.067,74 €	0,213%	0,900%	1,017
8	G	goriška	547,82 €	0,149%	1,467%	1,011
9	2S	goriška	680,08 €	0,124%	1,440%	1,007
10	2S	savinjska	1.079,51 €	0,190%	1,490%	1,006
11	3S	spodnjiesavska	466,79 €	0,080%	1,007%	1,004
12	4S	koroška	-2.020,79 €	-0,304%	-1,939%	< 1,00
13	G	dolenjska	-3.197,13 €	-1,081%	-0,511%	< 1,00

Vir: Lastni izračun, januar 2011

Preglednica 12: Razvrstitev nepremičnin na osnovi realnega indeksa donosnosti za 6-letno obdobje z diskontno stopnjo 6% po regijah

Table 12: Classification of residential real estate on the basis of real profitability index for 6 years with 6 per cent discount rate in different regions

zaporedna številka	NEPREMIČNINA	REGIJA	NPV _{realno} t=6 let [6%]	IRR _{realno} t=6 let [6%]	MIRR _{realno} t=6 let [6%]	PI _{realno} t=6 let [6%]
1	P	osrednjeslovenska	31.692,11 €	6,074%	6,070%	2,196
2	P	obalno-kraška	36.580,90 €	10,676%	9,681%	1,666
3	GO	gorenjska	58.582,42 €	9,874%	9,095%	1,618
4	GO	goriška	60.331,87 €	9,217%	8,602%	1,578
5	T	obalno-kraška	25.845,58 €	9,539%	8,845%	1,592
6	GO	obalno-kraška	47.804,04 €	5,730%	5,766%	1,374
7	P	gorenjska	15.722,20 €	4,391%	4,561%	1,295
8	P	notrajnsko-kraška	18.240,17 €	4,366%	4,539%	1,293
9	GO	notrajnsko-kraška	30.584,98 €	4,271%	4,449%	1,287
10	P	goriška	19.917,23 €	4,171%	4,356%	1,282
11	T	osrednjeslovenska	46.892,71 €	4,560%	4,775%	1,271
12	T	goriška	13.833,91 €	3,934%	4,133%	1,261
13	1S	goriška	6.224,16 €	3,301%	3,332%	1,213
14	T	savinjska	27.750,99 €	2,996%	3,224%	1,212
15	T	gorenjska	16.796,23 €	3,097%	3,324%	1,211
16	1S	savinjska	5.436,67 €	3,105%	3,126%	1,200
17	T	jugovzhodna Slovenija	14.009,84 €	2,749%	2,978%	1,197
18	2S	savinjska	5.580,24 €	2,557%	2,672%	1,153
19	4S	koroška	6.498,56 €	2,498%	2,665%	1,152
20	P	jugovzhodna Slovenija	4.965,24 €	1,580%	1,768%	1,127
21	1S	podravska	3.909,78 €	2,751%	2,922%	1,168
22	G	goriška	3.790,68 €	2,669%	2,780%	1,166
23	2S	goriška	5.333,61 €	2,516%	2,632%	1,155
24	T	notrajnsko-kraška	11.881,13 €	2,010%	2,221%	1,146
25	G	savinjska	2.953,92 €	2,427%	2,643%	1,146
26	1S	spodnjesavska	2.899,97 €	2,349%	2,536%	1,142
27	3S	spodnjesavska	4.983,87 €	2,262%	2,334%	1,141
28	G	podravska	2.424,77 €	2,452%	2,876%	1,138
29	2S	dolenjska	4.062,57 €	2,318%	2,592%	1,137
30	T	podravska	9.612,96 €	1,254%	1,416%	1,108
31	T	dolenjska	6.086,38 €	1,129%	1,280%	1,100
32	P	spodnjesavska	3.825,95 €	0,983%	1,119%	1,091
33	T	koroška	3.693,82 €	0,585%	0,675%	1,068
34	T	spodnjesavska	1.170,61 €	0,338%	0,394%	1,053
35	GO	zasavska	1.157,42 €	0,297%	0,347%	1,050
36	GO	savinjska	1.954,08 €	0,251%	0,293%	1,048
37	GO	osrednjeslovenska	1.697,65 €	0,236%	0,266%	1,048
38	G	dolenjska	881,73 €	0,769%	0,788%	1,047

Vir: Lastni izračun, januar 2011

Za ugotovitev povezave med donosnostjo stanovanjskih in poslovnih nepremičnin smo v nadaljevanju analize vključili pisarniške, trgovske in gostinske nepremičnine. Ugotovili smo, da je donosnost pisarniških prostorov v osrednjeslovenski regiji glede na PI in NPV najvišja za 6%-no diskontno stopnjo in 6-letno lastništvo in je pred pisarniški prostori v obalno-kraški regiji. Skladno s preglednicama 12 in 13 lahko opazimo, da nam največjo donosnost dajejo

poslovne nepremičnine v večjih urbanih središčih (Ljubljana, Koper, Nova Gorica), kar je lahko posledica nizkih nabavnih stroškov in visoke donosnosti, ki jih uspemo realizirati z najemninami. Vzroke takega stanja lahko povežemo s trenutno večjim povpraševanjem, ki vlada v teh gospodarsko bolj razvitih regijah.

Stanovanjske nepremičnine nam v primerjavi s poslovnimi izkazujejo nižjo donosnost, relativna razlika v PI-ju med prvouvrščeno poslovno in stanovanjsko nepremičnino znaša kar 198,3 %, kar s strani začetnega vložka v prvem primeru 160.000,00 € in 58.550,00 € v drugem daje NPV v prvem primeru 31.692,11 € in v drugem 6.224,16 €.

V analizi donosnosti poslovnih in stanovanjskih nepremičnin za 18-letno obdobje in 8%-no diskontno stopnjo nam gostinske nepremičnine v obalno-kraški regiji izkazujejo najvišjo donosnost. Njihov PI znaša kar 3,161 in je v primerjavi s pisarniškim prostorom v osrednjeslovenski regiji, kljub večji NPV, večji za 120 %.

Vzrok tako visoke donosnosti gostinske nepremičnine je podobno kot v prejšnjem primeru potrebno iskati v ugodnem razmerju med nizko nakupno vrednostjo in visoko najemnino, ki jo dosežemo na trgu v povezavi z lokacijo, morebitno turistično obiskanostjo in drugimi gospodarskimi povezavami te regije.

Podobno kot v preglednici 11 tudi v preglednici 13 opazimo, da pri daljšem držanju nepremičnine v lasti lahko preidemo na negativno donosnost. Najbolj izrazito negativno donosnost, ki znaša -123.627,54 € neto sedanje vrednosti, nam izkazujejo pisarne v notranjsko-kraški regiji, kar daje slutiti na neugodno razmerje med visoko nakupno vrednostjo in nizkimi najemninami, ki jih tak tip nepremičnine lahko doseže.

Preglednica 13: Razvrstitev donosnih nepremičnin na osnovi realnega indeksa donosnosti za 18-letno obdobje z diskontno stopnjo 8 % po regijah

Table 13: Classification of profitable real estate on the basis of real profitability index for 18 years with 8 per cent discount rate in different regions

zaporedna številka	NEPREMIČNINA	REGIJA	NPV _{realno} t=6 let [8%]	IRR _{realno} t=6 let [8%]	MIRR _{realno} t=6 let [8%]	PI _{realno} t=6 let [8%]
1	P	osrednjeslovenska	74.888,05 €	15,390%	13,476%	2,040
2	P	obalno-kraška	28.228,00 €	8,626%	8,489%	1,518
3	T	obalno-kraška	19.433,66 €	7,511%	7,610%	1,449
4	GO	gorenjska	44.417,19 €	7,839%	7,873%	1,473
5	GO	goriška	44.832,83 €	7,172%	7,336%	1,436
6	GO	obalno-kraška	30.052,23 €	3,772%	4,354%	1,244
7	P	gorenjska	8.403,94 €	2,458%	3,070%	1,169
8	P	notrajnsko-kraška	9.708,43 €	2,434%	3,046%	1,168
9	GO	notrajnsko-kraška	16.000,71 €	2,340%	2,951%	1,163
10	P	goriška	10.223,12 €	2,242%	2,851%	1,157
11	T	osrednjeslovenska	25.770,05 €	2,619%	3,455%	1,153
12	T	goriška	6.747,08 €	2,009%	2,612%	1,138
13	T	savinjska	9.627,50 €	1,088%	1,638%	1,091
14	T	gorenjska	6.151,88 €	1,188%	1,746%	1,091
15	1S	goriška	2.495,26 €	1,388%	1,468%	1,085
16	T	jugovzhodna Slovenija	4.118,10 €	0,846%	1,373%	1,077
17	1S	savinjska	1.996,12 €	1,196%	1,248%	1,073
18	1S	podravska	1.150,78 €	0,848%	1,242%	1,049
19	G	goriška	1.040,15 €	0,767%	1,021%	1,045
20	2S	goriška	1.249,16 €	0,618%	0,875%	1,036
21	2S	savinjska	1.370,06 €	0,658%	0,915%	1,034
22	T	notrajnsko-kraška	681,91 €	0,121%	0,559%	1,030
23	G	savinjska	616,10 €	0,530%	1,003%	1,030
24	G	podravska	524,78 €	0,555%	1,481%	1,030
25	4S	koroška	1.488,77 €	0,599%	0,970%	1,029
26	1S	spodnjesavska	535,08 €	0,454%	0,859%	1,026
27	2S	dolenjska	708,11 €	0,423%	1,014%	1,024
28	3S	spodnjesavska	774,07 €	0,368%	0,523%	1,022
29	P	jugovzhodna Slovenija	-903,82 €	-0,301%	-0,068%	< 1,00
30	G	dolenjska	-1.200,63 €	-1,097%	-1,063%	< 1,00
31	P	spodnjesavska	-3.299,28 €	-0,887%	-0,634%	< 1,00
32	T	dolenjska	-3.827,42 €	-0,744%	-0,459%	< 1,00
33	T	podravska	-4.544,83 €	-0,621%	-0,312%	< 1,00
34	T	spodnjesavska	-5.029,80 €	-1,520%	-1,422%	< 1,00
35	GO	zasavska	-5.806,70 €	-1,560%	-1,473%	< 1,00
36	T	koroška	-7.696,99 €	-1,277%	-1,116%	< 1,00
37	GO	osrednjeslovenska	-11.149,19 €	-1,620%	-1,568%	< 1,00
38	GO	savinjska	-11.949,22 €	-1,606%	-1,531%	< 1,00

Vir: Lastni izračun, januar 2011

V tem poglavju smo z neupoštevanjem tveganja pregledali donosnosti posameznih tipov nepremičnin po vseh slovenskih regijah. Ovrgli smo osnovno hipotezo, da so stanovanjske nepremičnine najbolj donosne v osrednjeslovenski regiji (kot v drugih regijah po državi). Hipotezo bi potrdili le v primeru donosnosti pisarniških nepremičnin za lastništvo 6-ih let. V primeru daljšega lastništva bi po absolutnih donosih prišle v ospredje gostinske nepremičnine

v obalno-kraški regiji. V nadaljevanju bomo zavrnitev hipoteze zaradi preobsežne obdelave podatkov nadaljevali le s stanovanjskimi nepremičninami in s pomočjo analize scenarijev določili kazalnike tveganja portfeljev, sestavljenih iz različnih stanovanjskih nepremičnin po posameznih regijah v državi.

5.2. Metoda scenarijev

5.2.1. Teoretični okvir

Metodo scenarijev so najprej začeli uporabljati ameriški vojaški strategji v 2. svetovni vojni (projekt Manhattan), kasneje so metodo dodelali in jo razvili za uporabo tako v velikih multinacionalnih podjetjih kot tudi za male podjetnike, ki so tako kot večja podjetja izpostavljeni presenečenjem in negotovostim na trgu. S pomočjo metode scenarijev ocenjujemo prihodnja gibanja denarnih tokov kot tudi poslovnih priložnosti, ki jih imajo posamezne naložbe na finančnih trgih (Schwartz, 1996).

Pri oblikovanju posameznih scenarijev se poslužujemo različnih metod. V grobem jih lahko razdelimo na kvantitativne metode in metode, ki temeljijo na ekspertnih mnenjih. Prve uporabljajo statistiko in računalniške modele kakor tudi kvantificirane reprezentacije kvalitativnih informacij, kakršna je npr. metoda Delphi vprašalnikov, pri kateri strokovnjaki z vrednostmi ocenijo različna dogajanja in pojave. Pri drugih pa predstavlja osnovo snovanja scenarijev izključno poglobljeno ekspertno mnenje in tehnika izmenjave mnenj. V praksi je večina scenarijev kombinacija obeh osnovnih metod (MOP, 2009).

Metoda z različnimi scenariji pomaga izbrati primerno pot tako, da predstavi različna možna sosledja dogodkov. Možne prihodnosti opisuje skozi razvoj vzročno-posledičnih korakov. Kadar se uporabljajo za potrebe planiranja ali politik, so scenariji skice prihodnosti, ki temeljijo na shematskih opisih določenih ključnih spremenljivk (Schwartz, 1996).

Glavna značilnost metode scenarijev je, da tveganja opredeljuje s predpisano vrednostjo možnih izidov, ki jih definira s scenariji in ne z vrednostmi, ki temeljijo na zgodovinski simulaciji (Boender, 1997).

S pomočjo realnega, optimističnega in pesimističnega scenarija si lahko ustvarimo bolj popolno sliko o prihodnjih možnih dogodkih. Z zbiranjem podatkov in s skupinskim ocenjevanjem najbolj realnih možnosti se lahko naložbenik pripravi na več različnih razpletov v prihodnosti. Tako lahko s posameznimi scenariji opišemo več vrst dogodkov v sorazmerno kratkem obdobju, na primer v nekaj letih, lahko pa izdelamo scenarije, ki segajo več desetletij v prihodnost. Z metodo scenarijev ne napovedujemo prihodnosti, ampak se predvsem pripravimo na možne dogodke ter nato testiramo pripravljenost naložbe za odzive na možne dogodke. Scenarij je v tem smislu menedžersko orodje za rangiranje različnih prepričanj in podatkov o različnih razvojnih možnostih (Matjašič, 2008).

Prednosti metode scenarijev je večdimenzionalnost, saj dopušča uporabo poljubnega števila spremenljivk. Na tak način se metoda izogne problemu izrecnega napovedovanja prihodnosti, saj zanjo predvideva več možnih opcij. Slabosti take predpostavke se odražajo v neobjektivnosti narave uporabljenih opcij, saj podlegajo omejitvam uporabljenih ekspertnih mnenj (MOP, 2009).

Ekonomske posledice analize scenarijev opredelimo s prihodki in prejemki uresničenega predvidenega scenarija, potrebnimi ter možnimi naložbami, pričakovanim obsegom izdatkov v zvezi z naložbami, pričakovanim obsegom trošenja vloženih proizvodnih sredstev, obsegom dajatev, prispevkov in z obsegom potrebnega kapitala ter njegove cene. Določitev verjetnosti njegove uresničitve je zato v neposredni soodvisnosti z verjetnostjo uresničitve bodisi celovitega scenarija ali pa posameznih pojavov scenarija. Opredeljeni podatki vhodnih parametrov morajo omogočati stohastično ovrednotenje scenarija (Gausemaier et al., 1996).

5.2.2. Uporaba metode scenarijev v analizi donosnosti stanovanjskih nepremičnin

Vzrok uporabe metode scenarijev v analizi donosnosti profitnih nepremičnin je možnost merjenja in ocenjevanja obsega spremenljivk, ki imajo največji vpliv na donos naložbe. Poglavitna spremenljivka po mnenju večine analitikov, ki neposredno vpliva na donos, je prihodek od najemnine. S pomočjo metode ocenimo uspešnost naložbene nepremičnine tako, da zanjo predpostavimo tri možne scenarije gibanja in s pomočjo dinamičnih metod zasledujemo njen vpliv na uspešnost naložbe (Kobzeff, 2010).

Po mnenju Wihittona in Delaneyja (2010) je metoda scenarijev ena izmed kompleksnejših občutljivostnih analiz, zato je opredelitev pesimističnega, realnega in optimističnega scenarija v današnjih razmerah v vseh primerih najboljša v verjetnosti 25:50:25 %. Tako opredeljen scenarij uporabljajo tudi številne petrokemične družbe pri napovedovanju prodaje svojih izdelkov z razlogom, da se realnost odseva v razmerju 25:50:25 % (Spivak, 2010). V knjigi *Commercial real estate, analysis & investments* avtorji poudarjajo, da je pri analizi profitnih nepremičnin kontinuiteta trenutnih dogodkov najbolj verjetna v polovici vseh trenutnih danih možnosti, razvoj najbolj optimističnega in najbolj pesimističnega scenarija pa v preostalih dveh četrtinah (Geltner et al., 2010). Enako razmerje predlaga Brigham (2005) in poudarja, da je pri analizi dogodkov najboljša uporaba scenarija, v katerem analiziramo pozitivne denarne tokove naložbe v verjetnostnem razmerju 25:50:25 %, skladno z uporabo dinamičnih metod ocenjevanja donosnosti nepremičnin.

Na podlagi tako opredeljenih verjetnosti smo tako kot ostali omenjeni raziskovalci v nadaljevanju analize o tveganju in donosnostih stanovanjskih nepremičnin predpostavili, da se verjetnost pesimističnega scenarija zgodi v 25 %, realnega v 50 % in optimističnega v 25 %. V skladu s predpostavko o gibanju cen nepremičnin za pesimistični, realni in optimistični scenarij (preglednica 9) smo dobili pričakovane donosnosti za posamezne tipe nepremičnin po vseh slovenskih regijah (preglednica 14 in 15).

Brigham (2005) navaja, da lahko pričakovano neto sedanjo vrednost ($NPV_{\text{pricakovan}}$) izračunamo z izrazom:

$$NPV_{\text{pricakovan}} = \sum_{i=1}^n P_i \cdot NPV_i \quad (5.2.1),$$

pri čemer je P_i definirana kot verjetnost dogodka, n število scenarijev (običajno 3), NPV_i pa neto sedanja vrednost v i -tem scenariju. Analogno izračuna vse ostale odločitvene kriterije.

Pri pregledu in primerjavi rezultatov med realno (preglednica 10 in 11) in pričakovano donosnostjo (preglednica 14 in 15) ugotovimo višje pričakovane donosnosti, ki nam jih stanovanjske nepremičnine po posameznih regijah prinašajo. Na prvo mesto se s 6%-no

stopnjo in za 6-letno opazovano obdobje uvrsti enosobno in enoinpolsobno stanovanje iz savinjske regije s pričakovano čisto sedanjo vrednostjo 32.072,74 € in pričakovanim indeksom donosnosti 1,280. Na drugo mesto se uvrsti z enakim tipom nepremičnine goriška regija z nekoliko nižjo pričakovano neto sedanjo vrednostjo 7.822,70 € in nižjim pričakovanim indeksom donosnosti 1,267. Na zadnje mesto se kljub visoki pričakovani neto sedANJI vrednosti 4.653,48 € uvrsti štiri in štirinpolsobno stanovanje iz koroške regije s pričakovanim indeksom donosnosti 1,109. Vzrok za sorazmerno visok pričakovani PI v savinjski regiji tiči v nekoliko optimistični napovedi rasti stanovanjske nepremičnine, ki znaša 9,55 %. Nekoliko nižje pričakovane donosnosti dobimo z 8%-no stopnjo in za 6-letno opazovano obdobje. S to diskontno stopnjo nam garsonjera v dolenski ter štirisobno in štiriinpolsobno stanovanje v koroški regiji ne izkazuje več pozitivne pričakovane donosnosti.

Preglednica 14: Razvrstitev stanovanjskih nepremičnin na osnovi pričakovanega indeksa donosnosti za 6-letno obdobje z diskontno stopnjo 6 % in 8 % po regijah

Table 14: Classification of residential real estate on the basis of expected profitability index for 6 years with 6 and 8 per cent discount rate in different regions

zaporedna številka	NEPREMIČNINA	REGIJA	NPV _{pričakovano} t=6 let [6%]	IRR _{pričakovano} t=6 let [6%]	MIRR _{pričakovano} t=6 let [6%]	PI _{pričakovano} t=6 let [6%]
1	1S	savinjska	7.609,24 €	3,576%	3,588%	1,280
2	1S	goriška	7.822,70 €	3,068%	3,089%	1,267
3	1S	podravska	4.364,64 €	2,713%	2,881%	1,187
4	G	goriška	4.258,82 €	2,574%	2,676%	1,186
5	2S	savinjska	6.672,23 €	2,728%	2,824%	1,184
6	G	savinjska	3.087,17 €	2,365%	2,576%	1,152
7	2S	goriška	5.143,26 €	2,199%	2,312%	1,150
8	2S	dolenjska	4.460,33 €	2,419%	2,677%	1,150
9	G	podravska	2.440,90 €	2,373%	2,802%	1,139
10	1S	spodnjesavska	2.667,09 €	2,043%	2,236%	1,131
11	3S	spodnjesavska	4.150,56 €	1,845%	1,915%	1,117
12	G	dolenjska	2.095,76 €	1,435%	1,461%	1,111
13	4S	koroška	4.653,48 €	1,747%	1,944%	1,109
zaporedna številka	NEPREMIČNINA	REGIJA	NPV _{pričakovano} t=6 let [8%]	IRR _{pričakovano} t=6 let [8%]	MIRR _{pričakovano} t=6 let [8%]	PI _{pričakovano} t=6 let [8%]
1	1S	savinjska	3.936,76 €	1,658%	1,701%	1,145
2	1S	goriška	3.922,62 €	1,159%	1,226%	1,134
3	1S	podravska	1.555,88 €	0,811%	1,199%	1,067
4	G	goriška	1.457,26 €	0,674%	0,915%	1,064
5	2S	savinjska	2.343,34 €	0,825%	1,058%	1,062
6	2S	dolenjska	1.061,59 €	0,523%	1,092%	1,036
7	G	savinjska	733,87 €	0,469%	0,935%	1,036
8	2S	goriška	1.076,96 €	0,306%	0,559%	1,031
9	G	podravska	537,77 €	0,478%	1,406%	1,031
10	1S	spodnjesavska	325,60 €	0,153%	0,564%	1,016
11	3S	spodnjesavska	27,19 €	-0,041%	0,110%	1,001
12	G	dolenjska	-116,37 €	-0,443%	-0,398%	< 1,00
13	4S	koroška	-163,26 €	-0,138%	-0,705%	< 1,00

Vir: Lastni izračun, januar 2011

Za 18-letno opazovano obdobje dobimo skladno s preglednico 15 višje pričakovane donosnosti. Manjkajoči podatek pri pričakovanem IRR kaže na dejstvo, da metoda kljub pozitivni pričakovani NPV odpove, kar pa ne pomeni, da se nam ta oblika naložbe ne izplača. Nasprotno, uporaba kriterija o pričakovani NPV vedno prevlada nad kriterijem pričakovane IRR, saj nam informacija o pričakovani NPV pove, za koliko se tržna vrednost naložbenika poveča zaradi naložbe v določen projekt.

Pri podrobnem pregledu preglednic 14 in 15 ugotovimo, da kljub predvidenemu scenariju ne zasledimo stanovanjskih nepremičnin iz osrednjeslovenske regije, saj izkazujejo negativno predvideno donosnost. Vzrok tiči v neugodnem razmerju med začetno naložbo in kasnejšimi finančnimi dohodki, ki so premajhni, da bi naložba izkazovala pozitivne pričakovane dohodke.

Preglednica 15: Razvrstitev stanovanjskih nepremičnin na osnovi pričakovanega indeksa donosnosti za 18-letno obdobje z diskontno stopnjo 6 % in 8 % po regijah

Table 15: Classification of residential real estate on the basis of expected profitability index for 18 years with 6 and 8 discount rate in different regions

zaporedna številka NEPREMIČNINA	REGIJA	NPV _{pričakovano} t=18 let [6%]	IRR _{pričakovano} t=18 let [6%]	MIRR _{pričakovano} t=18 let [6%]	PI _{pričakovano} t=18 let [6%]
1	1S savinjska	23.273,38 €	/	2,635%	1,805
2	1S goriška	24.256,64 €	/	2,169%	1,781
3	1S podravska	11.923,69 €	2,116%	2,784%	1,492
4	G podravska	8.515,30 €	3,250%	3,956%	1,487
5	G goriška	16.361,86 €	1,871%	2,348%	1,485
6	2S savinjska	18.383,01 €	2,079%	2,518%	1,483
7	2S dolenska	13.323,60 €	2,333%	3,171%	1,438
8	G savinjska	8.820,95 €	2,092%	2,844%	1,422
9	2S goriška	14.094,96 €	1,720%	2,216%	1,391
10	1S spodnjesavska	7.757,88 €	1,844%	2,541%	1,367
11	3S spodnjesavska	12.312,48 €	1,671%	2,036%	1,328
12	G dolenska	6.622,83 €	/	1,355%	1,327
13	4S koroška	14.273,12 €	1,708%	2,401%	1,323
zaporedna številka NEPREMIČNINA	REGIJA	NPV _{pričakovano} t=18 let [8%]	IRR _{pričakovano} t=18 let [8%]	MIRR _{pričakovano} t=18 let [8%]	PI _{pričakovano} t=18 let [8%]
1	1S savinjska	9.290,60 €	/	0,992%	1,305
2	1S goriška	9.538,19 €	/	0,609%	1,292
3	1S podravska	3.077,19 €	/	1,868%	1,118
4	G podravska	2.923,82 €	0,989%	3,698%	1,168
5	G goriška	2.640,92 €	/	1,163%	1,098
6	2S dolenska	3.084,46 €	0,438%	2,503%	1,097
7	2S savinjska	4.349,05 €	/	1,309%	1,094
8	G savinjska	1.686,29 €	0,202%	2,032%	1,074
9	2S goriška	1.525,42 €	/	1,043%	1,030
10	1S spodnjesavska	743,87 €	/	1,628%	1,027
11	3S spodnjesavska	-412,62 €	-0,212%	-0,246%	< 1,00
12	G dolenska	-409,97 €	/	-0,256%	< 1,00
13	4S koroška	-7.189,02 €	-0,480%	-0,480%	< 1,00

Vir: Lastni izračun, januar 2011

Z upoštevanjem finančnih pravil (glej poglavje 2) lahko sklenemo, da kljub zanemarjenemu tveganju in predpostavljenemu pesimističnemu, realnemu in optimističnemu scenariju stanovanjske nepremičnine v osrednjeslovenski regiji izkazujejo negativno pričakovano

donosnost. To znova potrdi dejstvo o zavrnitvi hipoteze, da so donosnosti stanovanjskih naložb v tej regiji višje kot v ostalih regijah po državi.

Analiza pričakovane donosnosti stanovanjskih nepremičnin v kombinaciji z metodo scenarijev nam daje dokaj popolno sliko o donosnostih nepremičnin po posameznih regijah, vendar kljub temu ne vsebuje informacij o optimalni stanovanjski naložbi in tveganju, ki je prisotno za vse obravnavane stanovanjske nepremičnine.

5.3. Merjenje tveganja

V prejšnjem poglavju smo z uporabo metode scenarijev in odločitvenih naložbenih kriterijev določili vse tiste stanovanjske nepremičnine, ki bi v skladu s predvidenim scenarijem izkazovale pozitivne donosnosti. Naložba vanje bi bila smiselna. Na žalost pa še vedno ne vemo ničesar o tveganju. Katera od navedenih stanovanjskih nepremičnin je bolj tvegana in katera ne? Da bomo dobili odgovor na ključno vprašanje, moramo v nadaljnjih poglavjih najprej izračunati pričakovano donosnost stanovanjskih nepremičnin. S pomočjo osnovnih orodij za ocenjevanje tveganja naložbenih kriterijev bomo lahko izračunali tveganja, ki nam bodo podala odgovor na zgoraj zastavljeno vprašanje.

5.3.1. Pričakovana donosnost stanovanjskih nepremičnin

Stopnjo pričakovane donosnosti (r_i^e), ki jo v povprečju pričakujemo od posamezne stanovanjske naložbe, izračunamo kot ponderirano povprečje donosnosti v različnih gospodarskih razmerah. Za naš izračun smo uporabili predpostavke predhodno opisanega modela skupaj z izrazom (2.4.4.1).

Za izračun donosnosti po posameznem scenariju Mramor (1993, str. 204) predlaga zvezo:

$$r_i^e = \frac{Div_i^e + V_i^e}{V_{i-1}^e} \quad (5.3.1),$$

kjer so:

Div_i ... pričakovani donos na koncu i -tega obdobja

V_i ... pričakovana vrednost nepremičnine na koncu i -tega obdobja

V_{i-1} ... pričakovana vrednost nepremičnine na začetku opazovanega obdobja.

V skladu z izrazi (2.4.4.1) in (5.3.1) dobimo stopnje pričakovanih donosnosti v različnih gospodarskih razmerah, ki jih prikazuje preglednica 16.

V nadaljevanju analize smo se zaradi slabe programske opreme in preobsežnih podatkov omejili le na prvih pet stanovanjskih nepremičnin, ki so v skladu s predhodnimi analizami razvrščene po indeksu $PI > 1$ (glej preglednico 14). Najvišjo 13,22%-no pričakovano donosnost tako dobimo za enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji, z 12,77%-no donosnostjo ji sledi enosobno in enoinpolsobno stanovanje v goriški regiji do najnižje 10,39%-ne donosnosti za nepremičnino v podravski regiji za 6-letno preučevano obdobje. Skladno s preglednico 16 lahko ugotovimo, da je pričakovana donosnost neodvisna od diskontne stopnje, saj v obeh primerih dobimo enake rezultate.

Preglednica 16: Pričakovana donosnost za prvih pet nepremičnin, obdobje 6 let

Table 16: Expected profitability of the first five real estate, period 6 years

zaporedna številka / pričakovana donosnost	NEPREMIČNINA	REGIJA	scenarij	r_i^e	PMT ₀	PMT ₁	PMT ₂	PMT ₃	PMT ₄	PMT ₅	PMT ₆
				t=6 let [6%]	[6%]	[6%]	[6%]	[6%]	[6%]	[6%]	[6%]
1	1S	savinjska	pesimistično	2,50%	-27.200,00 €	36,68 €	-11,17 €	-52,85 €	-88,99 €	-120,12 €	22.380,61 €
			realno	11,54%	-27.200,00 €	36,68 €	75,80 €	111,08 €	142,79 €	171,20 €	32.099,12 €
			optimistično	27,29%	-27.200,00 €	36,68 €	141,26 €	238,57 €	329,04 €	413,07 €	50.660,83 €
2	1S	goriška	pesimistično	-0,96%	-29.275,00 €	94,97 €	39,29 €	-9,45 €	-51,92 €	-88,74 €	19.607,75 €
			realno	11,73%	-29.275,00 €	94,97 €	134,88 €	170,73 €	202,83 €	231,46 €	34.664,27 €
			optimistično	28,57%	-29.275,00 €	94,97 €	206,83 €	310,87 €	407,56 €	497,33 €	56.283,02 €
3	1S	podravska	pesimistično	3,26%	-23.325,00 €	484,48 €	409,26 €	341,90 €	281,69 €	227,97 €	18.173,73 €
			realno	10,09%	-23.325,00 €	484,48 €	500,08 €	513,09 €	523,72 €	532,19 €	24.681,23 €
			optimistično	18,10%	-23.325,00 €	484,48 €	568,43 €	646,22 €	718,22 €	784,77 €	33.167,84 €
4	G	goriška	pesimistično	2,43%	-22.900,00 €	285,33 €	225,84 €	172,99 €	126,16 €	84,77 €	17.786,38 €
			realno	10,28%	-22.900,00 €	285,33 €	308,19 €	328,20 €	345,60 €	360,59 €	25.062,77 €
			optimistično	19,42%	-22.900,00 €	285,33 €	370,16 €	448,91 €	521,94 €	589,60 €	34.356,47 €
5	2S	savinjska	pesimistično	3,81%	-35.275,00 €	402,52 €	313,67 €	234,85 €	165,09 €	103,54 €	29.685,37 €
			realno	10,04%	-35.275,00 €	402,52 €	439,19 €	471,43 €	499,58 €	523,96 €	38.333,94 €
			optimistično	18,58%	-35.275,00 €	402,52 €	533,66 €	655,42 €	768,38 €	873,04 €	51.573,98 €
zaporedna številka / pričakovana donosnost	NEPREMIČNINA	REGIJA	scenarij	r_i^e	PMT ₀	PMT ₁	PMT ₂	PMT ₃	PMT ₄	PMT ₅	PMT ₆
				t=6 let [8%]	[8%]	[8%]	[8%]	[8%]	[8%]	[8%]	[8%]
1	1S	savinjska	pesimistično	2,50%	-27.200,00 €	36,00 €	-10,76 €	-49,97 €	-82,58 €	-109,41 €	20.003,20 €
			realno	11,54%	-27.200,00 €	36,00 €	73,02 €	105,02 €	132,50 €	155,92 €	28.693,65 €
			optimistično	27,29%	-27.200,00 €	36,00 €	136,08 €	225,56 €	305,33 €	376,22 €	45.286,11 €
2	1S	goriška	pesimistično	-0,96%	-29.275,00 €	93,22 €	37,84 €	-8,94 €	-48,18 €	-80,83 €	17.527,51 €
			realno	11,73%	-29.275,00 €	93,22 €	129,93 €	161,42 €	188,22 €	210,81 €	30.986,66 €
			optimistično	28,57%	-29.275,00 €	93,22 €	199,24 €	293,92 €	378,19 €	452,95 €	50.311,82 €
3	1S	podravska	pesimistično	3,26%	-23.325,00 €	475,51 €	394,24 €	323,25 €	261,40 €	207,63 €	16.245,64 €
			realno	10,09%	-23.325,00 €	475,51 €	481,73 €	485,11 €	485,99 €	484,70 €	22.062,74 €
			optimistično	18,10%	-23.325,00 €	475,51 €	547,57 €	610,98 €	666,48 €	714,75 €	29.648,99 €
4	G	goriška	pesimistično	2,43%	-22.900,00 €	280,05 €	217,56 €	163,56 €	117,07 €	77,20 €	15.899,38 €
			realno	10,28%	-22.900,00 €	280,05 €	296,88 €	310,30 €	320,70 €	328,41 €	22.403,80 €
			optimistično	19,42%	-22.900,00 €	280,05 €	356,58 €	424,43 €	484,34 €	536,99 €	30.711,51 €
5	2S	savinjska	pesimistično	3,81%	-35.275,00 €	395,07 €	302,16 €	222,04 €	153,19 €	94,30 €	26.535,98 €
			realno	10,04%	-35.275,00 €	395,07 €	423,07 €	445,72 €	463,59 €	477,21 €	34.267,00 €
			optimistično	18,58%	-35.275,00 €	395,07 €	514,07 €	619,68 €	713,02 €	795,14 €	46.102,37 €

Vir: Lastni izračun, januar 2011

Kljub nižji pričakovani donosnosti se pred garsonjero iz goriške regije ter dvosobnim in dvoinsobnim stanovanjem z 10,39%-no pričakovano NPV pojavlja podravska regija. Vzrok tega pojava tiči v razvrščanju nepremičnine glede na pričakovano razmerje naložbe na vloženi kapital, ki pri nepremičnini iz podravske regije znaša 1,187 za 6%-no in 1,067 za 8%-no diskontno stopnjo.

Poudariti velja, da so na desni strani gornje preglednice (preglednica 16) s črko PMT prikazani pričakovani neto denarni tokovi pred obdavčenjem. V delu smo jih predstavili zgolj

informativno, da lahko bralec dobi občutek o njihovi velikosti. Podpisani indeks označuje leto dobljenega, pričakovanega neto denarnega toka pred obdavčenjem. Opazimo, da je uspeh naložbe odvisen predvsem od pričakovane končne prodaje stanovanja in ne toliko donosnosti. Donosnost in tveganje sta enaka ne glede na diskontno stopnjo (Jorion, 2007).

Na podoben način smo izračunali pričakovano donosnost za prvih pet nepremičnin v obdobju 18 let. Rezultati so podani v preglednici 17.

Preglednica 17: Pričakovana donosnost za prvih pet nepremičnin, obdobje 18 let

Table 17: Expected profitability of the first five real estate, period 18 years

zaporedna številka / pričakovana donosnost	NEPREMIČNINA	REGIJA	scenarij	r_i^e t=18 let
1	1S	savinjska	pesimistično	3,88%
r_i^e	20,20%		realno	16,07%
			optimistično	44,77%
2	1S	goriška	pesimistično	0,24%
r_i^e	19,11%		realno	15,21%
			optimistično	45,78%
3	1S	podravska	pesimistično	3,97%
r_i^e	12,94%		realno	12,39%
			optimistično	23,00%
4	G	goriška	pesimistično	3,36%
r_i^e	13,94%		realno	13,14%
			optimistično	26,10%
5	2S	savinjska	pesimistično	4,91%
r_i^e	14,19%		realno	13,25%
			optimistično	25,34%

Vir: Lastni izračun, januar 2011

Če primerjamo 6-letno in 18-letno opazovano obdobje, ugotovimo, da lahko za daljše obdobje pričakujemo večjo pričakovano donosnost. V skladu s preglednico 17 lahko za prvouvrščeno nepremičnino ugotovimo za 6,98 %-no povečanje pričakovane donosnosti glede na 6-letno opazovano obdobje.

5.3.2. Varianca, standardni odklon, kovarianca in korelacija stanovanjskih nepremičnin

Preden začnemo z izračunom tveganja, bi radi poudarili, da bomo v nadaljevanju obravnavali le prvih pet stanovanjskih nepremičnin. Bolj natančno, po vrstnem redu, bomo obravnavali enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski, goriški, podravski regiji, garsonjero v goriški regiji ter dvosobno in dvoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji.

Standardni odklon meri odklone (odstopanja) posameznih stopenj pričakovanega donosa od povprečne stopnje pričakovanega donosa v nekem obdobju. Višja kot je vrednost standardnega odklona, višje bo tveganje. Skladno z izrazi, navedenimi v poglavju 2.4.4, smo izračunali standardni odklon za prvih pet navedenih stanovanjskih nepremičnin za 6-letno in 18-letno opazovano obdobje (preglednica 18).

Preglednica 18: Standardni odklon pričakovane donosnosti prvih petih nepremičnin

Table 18: Standard deviation of the first five real estate

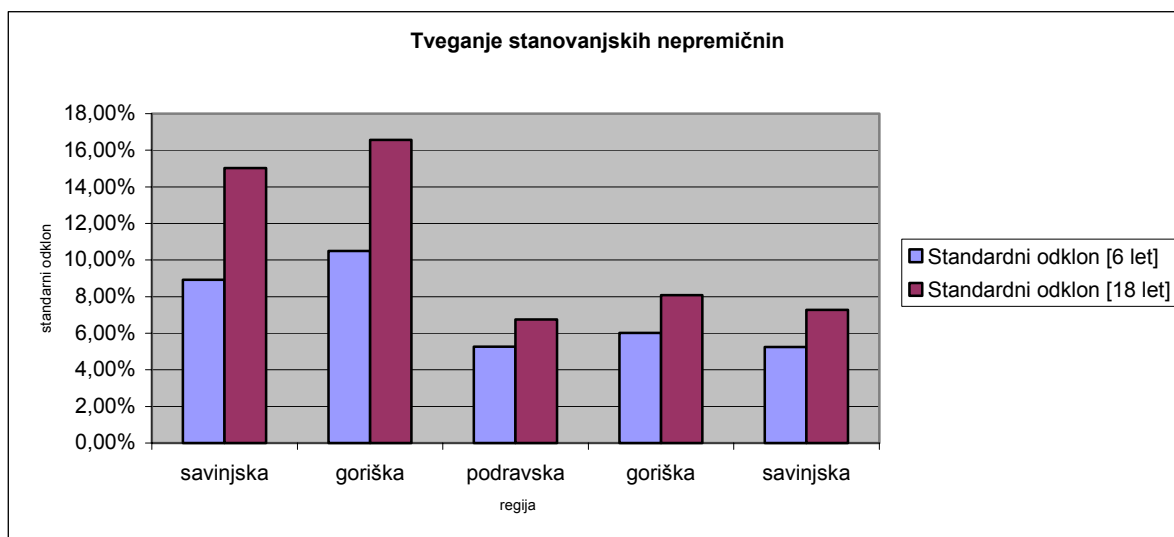
zaporedna številka	NEPREMIČNINA	REGIJA	$\sigma_1^{6 \text{ let}}$ t=6 let	$\sigma_1^{18 \text{ let}}$ t=18 let	$\sigma_1^{18 \text{ let}} / \sigma_1^{6 \text{ let}}$
1	1S	savinjska	8,93%	15,03%	168,31%
2	1S	goriška	10,49%	16,57%	157,96%
3	1S	podravska	5,26%	6,75%	128,33%
4	G	goriška	6,02%	8,08%	134,22%
5	2S	savinjska	5,25%	7,28%	138,67%

Vir: Lastni izračun, januar 2011

Skladno z izračunanim standardnim odklonom v preglednici 18 ugotovimo, da višja tveganja predstavljajo daljša opazovana obdobja, kar lahko z logičnim premislekom tudi potrdimo. Vse dolgoročne napovedi so pogostokrat netočne, saj dejanj v prihodnosti ne moremo z veliko natančnostjo predvideti. Tako je najbolj izrazito razmerje med 18-letnim in 6-letnim standardnim odklonom pri nepremičnini iz savinjske in goriške regije. Pri ostalih nepremičninah razmerje ni toliko izrazito, kar lahko potrdi slika 50, da sta donosnost in tveganje pri prvih dveh nepremičninah višja kot pri ostalih treh. Absolutno pa ima naložba v enosobno in enoinpolsobno stanovanje največje tveganje.

Slika 50: Grafična primerjava tveganja stanovanjskih nepremičnin

Figure 50: Graphic comparison of risk in residential real estate



Vir: Lastni izračun, januar 2011

Za ilustrativno primerjavo z drugimi naložbenimi oblikami ugotovimo, da nam obravnavane nepremičnine nudijo nekoliko nižje pričakovane donosnosti kot npr. delniški skladi. Pri primerjavi je potrebno poudariti, da so pričakovane donosnosti skladov predpostavljene za enoletno preučevano obdobje in bi v primerjavi s 6-letnim obdobjem imele večje pričakovane donosnosti (NLB, 2011).

Preglednica 19: Primerjava pričakovane donosnosti nepremičnin in skladov

Table 19: Comparison between real estate and funds regarding expected profitability

zaporedna številka	NEPREMIČNINA	REGIJA	r_i^e	σ_i^{6let}
1	1S	savinjska	13,22%	8,93%
2	1S	goriška	12,77%	10,49%
3	1S	podravska	10,39%	5,26%
4	G	goriška	10,60%	6,02%
5	2S	savinjska	10,62%	5,25%
SKLAD			r_i^e	σ_i^{6let}
AZIJA delniški sklad			16,29%	ni podatka
DINAMIČNI delniški			23,76%	2,28%
EVROPA delniški			11,05%	2,37%
SLOVENIJA delniški			-19,64%	1,43%

Vir: Lastni izračun, poročilo NLB, januar 2011

V primerjavi med skladi in naložbami v obravnavane nepremičnine (preglednica 19) ugotovimo nižja tveganja delniških skladov in večje pričakovane donosnosti. Vzrok je poleg krajšega obravnavanega časa moč pripisati dejstvu, da so naložbe v posameznih skladih že razpršene in tako v njih ni prisotne večje vrednosti nesistematičnega tveganja naložbe. Nepremičnine nudijo nižje donosnosti in večja tveganja.

V nadaljevanju analize navajamo variančno-kovariančno matriko (σ_{ij}), ki v finančni analizi tveganja ni posebej pomembna, jo pa omenjamo zato, ker smo z njeno pomočjo izračunali korelacijsko ($\rho_{i,j}$) in beta ($\beta_{i,j}$) matriko, ki jo bomo podrobno predstavili v naslednjem podpoglavju.

Poudariti moramo, da se vrednosti prve vrstice v matrikah (σ_{ij}), ($\rho_{i,j}$) in ($\beta_{i,j}$) nanašajo na enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji, druge vrstice na enosobno in enoinpolsobno stanovanje v goriški regiji, tretje vrstice na enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji, četrte na garsonjero iz goriške regije in peto na dvosobno in dvoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji. Analogno so navedeni stolpci. Vrednosti prvega stolpca v matrikah (σ_{ij}), ($\rho_{i,j}$) in ($\beta_{i,j}$) opisujejo enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji, vrednosti drugega enosobno in enoinpolsobno stanovanje v goriški regiji, vrednosti tretjega enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji, vrednosti četrtega garsonjero iz goriške regije in vrednosti petega dvosobno in dvoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji.

Kovarianca donosnosti med dvema naložbama je ponderirano povprečje produktov odmikov donosnosti posamezne naložbe od njunega pričakovanega donosa. Če pozitivna presenečenja pri prvi naložbi v povprečju spremljajo pozitivna presenečenja pri drugi naložbi, je kovarianca pozitivna. To pomeni, da se ceni naložbe v povprečju gibljeta v isto smer, sama velikost kovariance pa ni posebej informativna.

Tako je variančno-kovariančna matrika obravnavanih nepremičnin:

$$\sigma_{i,j}^{6let} = \begin{bmatrix} 0,796 & 0,932 & 0,465 & 0,532 & 0,467 \\ 0,932 & 1,101 & 0,551 & 0,630 & 0,551 \\ 0,465 & 0,551 & 0,276 & 0,316 & 0,276 \\ 0,532 & 0,630 & 0,316 & 0,632 & 0,316 \\ 0,467 & 0,551 & 0,276 & 0,316 & 0,276 \end{bmatrix} \text{ in } \sigma_{i,j}^{18let} = \begin{bmatrix} 2,260 & 2,489 & 0,995 & 1,195 & 1,195 \\ 2,489 & 2,744 & 1,105 & 1,325 & 1,200 \\ 0,995 & 0,105 & 0,456 & 0,545 & 0,491 \\ 1,195 & 1,325 & 0,545 & 0,491 & 0,588 \\ 1,083 & 1,200 & 0,491 & 0,588 & 0,531 \end{bmatrix}$$

Za analizirane stanovanjske nepremičnine velja, da so člani korelacijske matrike vsi pozitivno korelirani in blizu vrednosti 1, kar pomeni, da se obravnavane naložbe gibljejo v isti smeri. Preprosteje povedano: ko gospodarstvo zapade v recesijo, je donosnost obravnavanih nepremičnin nižja od pričakovane, ko pa je gospodarstvo v razmahu, je višja od pričakovane.

Korelacijska matrika obravnavanih nepremičnin:

$$\rho_{i,j}^{6let} = \begin{bmatrix} / & 0,9959 & 0,9912 & 0,9908 & 0,9969 \\ & / & 0,9991 & 0,9990 & 0,9999 \\ & & / & 1,0000 & 0,9985 \\ & & & / & 0,9984 \\ & & & & / \end{bmatrix} \text{ in } \rho_{i,j}^{18let} = \begin{bmatrix} / & 0,9992 & 0,9807 & 0,9839 & 0,9889 \\ & / & 0,9878 & 0,9903 & 0,9941 \\ & & / & 0,9998 & 0,9989 \\ & & & / & 0,9995 \\ & & & & / \end{bmatrix}$$

Skladno z izrazi v poglavju 2.4.4 velja poudariti, da sta naložbi v enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji in garsonjero iz goriške regije popolnoma pozitivno korelirani, saj imata za analizirano obdobje 6 let korelacijo $\rho_{3,4}^{6let} = 1$. Njuni pričakovani donosi se bodo gibali enako. V primeru, da se pričakovani donos v enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji poveča, se bo za enako stopnjo povečal tudi pričakovani donos v garsonjero iz goriške regije. Najnižjo korelacijo imata naložbi v enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji in garsonjera iz goriške regije. Njuna korelacija znaša $\rho_{1,4}^{6let} = 0,9908$. Pričakovani donosi obeh naložb ne bodo enaki, se pa bodo gibali v isti smeri.

5.3.3. Matrika $\beta_{i,j}$

Za lažjo predstavo medsebojne odvisnosti naložb v posamezne nepremičnine bomo definirali matriko elementov $\beta_{i,j}$, ki opisuje odnos med donosnostjo i -te in donosnostjo j -te nepremičnine. »Vrednost posameznega člena $\beta_{i,j}$ nam pove, da v primeru, ko cena j -te nepremičnine nepričakovano naraste za 1 %, cena i -te nepremičnine v povprečju naraste za vrednost člena $\beta_{i,j}$ « (Antunović, 1999, str. 126).

Grafično člen matrike $\beta_{i,j}$ predstavlja naklon regresijske premice, ki opisuje linearni odnos med odvisno spremenljivko in neodvisno spremenljivko, in je torej naklon regresijske premice, ki opisuje odnos med donosnostjo i -te (odvisna spremenljivka) in donosnostjo j -te (neodvisna spremenljivka) nepremičnine. V finančnem smislu matrika $\beta_{i,j}$ opisuje občutljivost odvisnih spremenljivk z neodvisnimi $\beta_{i,j}$ (Antunović, 1999).

Iz matrike za šestletno opazovano obdobje bi za naše obravnavane nepremičnine opazili največjo vrednost koeficienta $\beta_{5,3}$. To bi pomenilo, da na podražitev cene garsonjere v goriški regiji za 3,623 % vpliva nepričakovan dvig cene enosobnega in enoinpolsobnega stanovanja v podravski regiji za 1 %. Najmanjši medsebojni vpliv imata nepremičnini v podravski in goriški regiji ali v goriški in savinjski regiji (dvosobno in dvoinpolsobno stanovanje), saj je vrednost njihovih koeficientov $\beta_{3,4}$ in $\beta_{5,2}$ le 0,500. V primerjavi z 18-letnim obdobjem opazimo manjšo splošno medsebojno občutljivost posameznih naložb, ki jo predstavljajo posamezne naložbe v stanovanjske nepremičnine.

Matrika $\beta_{i,j}$ za obravnavane nepremičnine:

$$\beta_{i,j}^{6let} = \begin{bmatrix} / & 0,847 & 1,685 & 0,842 & 1,692 \\ 1,171 & / & 1,996 & 0,997 & 1,996 \\ 0,584 & 0,500 & / & 0,500 & 1,00 \\ 0,668 & 0,572 & 2,741 & / & 1,145 \\ 0,587 & 0,500 & 3,623 & 1,197 & / \end{bmatrix} \text{ in } \beta_{i,j}^{18let} = \begin{bmatrix} / & 0,907 & 2,183 & 1,831 & 2,253 \\ 1,101 & / & 2,425 & 2,030 & 2,262 \\ 0,440 & 0,038 & / & 0,835 & 0,926 \\ 0,529 & 0,483 & 2,193 & / & 1,108 \\ 0,479 & 0,437 & 2,191 & 1,531 & / \end{bmatrix}$$

5.4. Diverzifikacija portfelja

Do sedaj smo obravnavali nepremičnine ločeno drugo od druge. Z izračuni smo ugotovili njihove pričakovane donosnosti in tveganja v skladu z navedenimi predpostavkami. Ugotovili smo, da naložbe v nepremičnine nudijo manjše donosnosti in večja tveganja kot naložbe v različne sklade. V nadaljevanju se bomo prepričali, da se pričakovana donosnost in tveganje poljubne obravnavane nepremičnine bistveno razlikuje od pričakovane donosnosti in tveganja portfelja, ki ga lahko sestavimo iz vsaj dveh ali več obravnavanih nepremičnin. Še vedno bomo obravnavali le prvih pet omenjenih nepremičnin, med katerimi ne bo stanovanjske nepremičnine iz osrednjeslovenske regije, saj smo v predhodnih poglavjih dokazali, da stanovanjske nepremičnine v osrednjeslovenski regiji tudi brez upoštevanja tveganja ne nudijo pozitivne donosnosti.

Ali je to smiselno? V nadaljevanju želimo oblikovati ter izračunati tveganje in donosnost portfeljem, ki bi bili sestavljeni iz naložb omenjenih nepremičnin. Še več, na podlagi tako oblikovanih portfeljev bomo lahko v nadaljevanju prepoznali vse tiste, ki so optimalni. Naložbenikom omogočajo optimalno donosnost pri poljubnem tveganju. Najprej bomo v nadaljevanju predstavili diverzifikacijo portfelja, ki pa ni nič drugega kot pravi stari angleški pregovor, da ni dobro vseh jajc prenašati v isti košari.

5.4.1. Diverzifikacija portfelja

Diverzifikacija (ang. *diversification*) pomeni način naložbenja, pri katerem denar naložimo v vrsto različnih naložb in s tem zmanjšujemo tveganost celotne naložbe, ne da bi pri tem poslabšali donosnost. Učinkovita diverzifikacija premakne razmerje med celotnim naborom naložb (ang. *investment portfolio*) v prid naložbenika na račun zmanjšanja vpliva nesistematičnega tveganja, ki ga predstavljajo tveganja, povezana s konkretno naložbo (Antunović, 1999).

Reilly in Brown (2003) poudarjata, da pri diverzifikaciji portfelja ni potrebno pretiravati s številom naložb. Na podlagi opravljenih študij ugotavljata, da 90 % učinka diverzifikacije dosežemo že z do 20-mi naložbami. S povečevanjem števila naložb povečujemo le transakcijske stroške in izgublamo pregled nad portfeljem.

Matematično se izkaže, da dobimo zaradi izničenja tveganja med posameznimi naložbami v portfelju nižje standardne odklone portfelja, ki so v splošnem veliko manjši od standardnih odklonov posameznih naložb. Glavni dejavnik, ki vpliva na zmanjševanje tveganja diverzificiranega portfelja, ni povprečna varianca naložb, ampak njihova kovarianca (Antunović, 1999).

Alokacija premoženja med različne tipe naložb izboljša diverzifikacijo premoženja, pri čemer glede na tip diverzifikacije ločujemo (www.Investopedia.com/terms/d/diverzification, 2011):

- horizontalno diverzifikacijo (portfelj naložb sestavimo v okviru enega naložbenega razreda, npr. delnic različnih družb, ki so iz istega sektorja, podsektorja oz. panoge);
- vertikalno diverzifikacijo (portfelj naložb sestavimo med različnimi naložbenimi razredi, npr. delnic, obveznic, surovin, nepremičnin, valut ipd.);
- časovno diverzifikacijo (portfelj oblikujemo postopoma, v daljšem časovnem obdobju, pri tem si povprečno nakupno ceno ublažimo z dnevnim, mesečnim ali letnim nihanjem tečaja).

Pri nadaljnji analizi bomo z uporabo horizontalne diverzifikacije poskusili tvoriti portfelje, v katerih bo nastopalo prvih pet obravnavanih nepremičnin po posameznih regijah. Na opisani način bomo zmanjšali le tveganja znotraj posameznih naložb, tveganja stanovanjskega naložbenega sektorja pa ne bomo mogli odpraviti. Za tako oblikovane portfelje bomo izmerili donosnosti in tveganja in na tak način skladno s teorijo optimalnih portfeljev skušali zasnovati optimalne portfelje, sestavljene iz obravnavanih nepremičnin v posameznih regijah v državi.

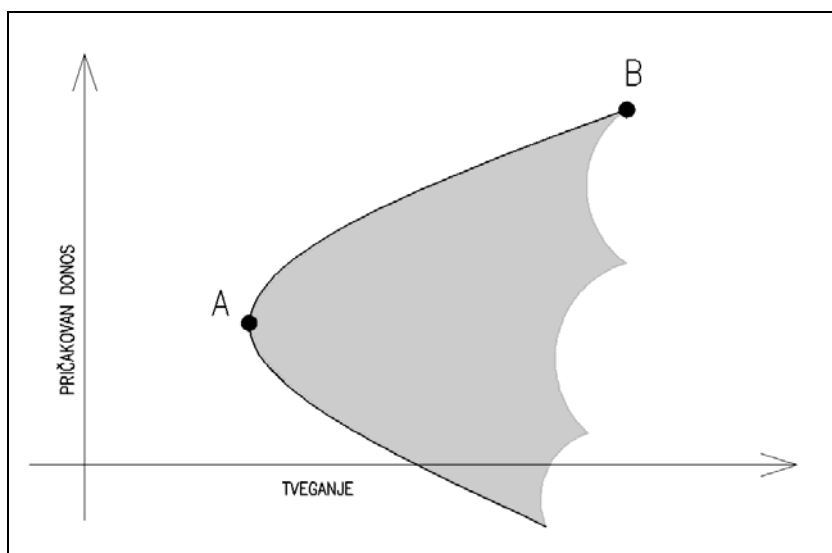
5.4.2. Optimalni portfelji

Po Markowitzu (1952) je postopek oblikovanja optimalnih portfeljev dvostopenjski. V prvi fazi je potrebno na podlagi opazovanj in izkušenj ovrednotiti pričakovano donosnost finančnih sredstev ter nato v drugi fazi s pomočjo uteži finančnih sredstev oblikovati portfelj. Ob predpostavki, da so naložbeniki nenaklonjeni tveganju (ang. *risk averse*), bodo ti izbrali takšno kombinacijo deležev naložb, pri kateri bo tveganje, merjeno z varianco donosnosti portfelja, ob dani pričakovani donosnosti najmanjše, oz. bo pričakovana donosnost ob danem tveganju

največja. Če to storimo, se izkaže, da so dosegljive kombinacije donosnosti in tveganja omejene s parabolo, kot je prikazano na sliki 51.

Slika 51: Tvorjenje optimalnih portfeljev

Figure 51: Creating optimal portfolios



Vir: Antunović, Finance podjetja, 1999, str. 147

Vse možne kombinacije tveganja in donosnosti ležijo znotraj te parabole, najboljši portfelji pa na zgornji polovici te parabole, ki jo omejujeta točki A in B in jo imenujemo meja učinkovitosti (ang. *efficient frontier*). Portfelji, ki ležijo med A in B, so optimalni, ker (Antunović, 1999):

- nam za določeno stopnjo tveganja dajo najvišjo možno pričakovano donosnost, oz.
- nam dajo določeno pričakovano donosnost ob najmanjšem možnem tveganju.

Tako so naložbenikom dosegljivi vsi portfelji, ki ležijo znotraj parabole in hkrati desno od točke A, ki jo imenujemo minimalni variančni set (ang. *minimum variance frontier*). Zaradi predpostavke o racionalnem obnašanju naložbenikov, ki želijo maksimirati svoje premoženje, ti vedno izberejo takšen portfelj, ki se nahaja na krivulji in desno od točke A (Bodie et al., 2005).

5.5. Oblikovanje naložbenega portfelja

Analiza tveganja in donosnosti v stanovanjske naložbe prehaja v sklepno fazo. Naložbeni portfelj lahko oblikujemo na podlagi dinamičnih naložbenih kriterijev ali pa s pomočjo analize pričakovane donosnosti in tveganja. Prvi je veliko bolj enostaven in uporaben zlasti pri hitri presoji naložb, vendar tveganja ne upošteva neposredno. Drugi je kompleksnejši, vendar bolj natančen, saj nam omogoča primerjavo poljubnih portfeljev na osnovi njihove pričakovane donosnosti in tveganja.

V nadaljevanju bomo predstavili oba načina ter na podlagi drugega načina tj. analize pričakovane donosnosti in tveganja poskušali oblikovati optimalne portfelje naložb v stanovanjske nepremičnine. Na ta način bomo sklenili prikaz celovite analize tveganja in donosnosti v stanovanjskih naložbah. Bodoči naložbeniki bodo lahko na podlagi predstavljenih rezultatov svoja sredstva naložili v optimalne portfelje, ki bodo sestavljeni iz posameznih stanovanjskih nepremičnin po posameznih regijah v državi, in s tem dosegli ugodno razmerje med tveganjem in donosnostjo.

5.5.1. Oblikovanje naložbenega portfelja s pomočjo dinamičnih kriterijev donosnosti

Pri oblikovanju portfelja s prvimi petimi nepremičninami imamo na voljo 31 možnosti, pri katerih smo v skladu z matematičnimi pravili kombinatorike upoštevali, da samostojne naložbe tvorijo portfelj z eno nepremičnino. Take tipe portfeljev smo že srečali in analizirali v predhodnih poglavjih (glej preglednico 16). Za ostale kombinacije smo analizo pričakovane donosnosti opravili na predhodno definiranih predpostavkah za 6-letno opazovano obdobje in 6%-no diskontno stopnjo. Bralca naj na tem mestu opomnimo, da poskušamo oblikovati naložbene portfelje iz enosobnega in enoinpolsobnega stanovanja v savinjski regiji, enosobnega in enoinpolsobnega stanovanja v goriški regiji, enosobnega in enoinpolsobnega stanovanja v savinjski regiji, garsonjere iz goriške regije in dvosobnega in dvoinpolsobnega stanovanja v savinjski regiji.

Kombinacije med posameznimi stanovanjskimi nepremičninami so s črko X prikazane v levem delu preglednice 20, desno so na podlagi padajočega indeksa donosnosti razvrščeni možni portfelji.

Izračun smo opravili v skladu z rezultati, ki so bili izračunani na podlagi predpostavk, ki so bile predstavljene v poglavju 5.1.2 in enačbe 5.2.1. Rezultate smo zbrali v preglednici 20. Z oznako $PI_{\text{pričakovano}}$ smo označili pričakovan indeks donosnosti, z $NPV_{\text{pričakovano}}$ smo označili pričakovano neto sedanjo vrednost, z $IRR_{\text{pričakovano}}$ smo označili pričakovano notranjo stopnjo donosa, z $MIRR_{\text{pričakovano}}$ pa pričakovano interno notranjo stopnjo donosa.

Največji pričakovani $PI_{\text{pričakovano}}$ v dvokomponentnem portfelju sestavljata enosobno in enoinpolsobno stanovanje iz savinjske in goriške regije z indeksom $PI_{\text{pričakovano}}$ 1,273 in $NPV_{\text{pričakovano}}$ 15.431,92 €. Z velikostjo 1,237 $PI_{\text{pričakovano}}$ in $NPV_{\text{pričakovano}}$ 11.868,04 € mu sledi portfelj z enosobnim in enoinpolsobnim stanovanjem iz savinjske regije in garsonjere iz goriške regije, najmanjši $PI_{\text{pričakovano}}$ v celotni preglednici tvorita nepremičnini iz podravske in savinjske regije.

V kombinacijah s tremi nepremičninami je možno najuspešnejši portfelj sestaviti z enosobnim in enoinpolsobnim stanovanjem iz savinjske in goriške regije skupaj z garsonjero v goriški regiji. Tako oblikovani portfelj bi imel 1,248 vreden $PI_{\text{pričakovano}}$ v povezavi s 19.690,73 € $NPV_{\text{pričakovano}}$. Na zadnje mesto v tej skupini se uvršča portfelj z nepremičninami iz podravske, goriške in savinjske regije, saj znaša $PI_{\text{pričakovano}}$ le 1,085 v kombinaciji s 15.111,77 € $NPV_{\text{pričakovano}}$.

Najdonosnejši portfelj s štirimi nepremičninami lahko sestavimo iz naložb v prve štiri obravnavane nepremičnine. Vrednost $PI_{\text{pričakovano}}$ bi znašala 1,202 skupaj s 24.055,37 € $NPV_{\text{pričakovano}}$. Portfelj, sestavljen iz vseh obravnavanih nepremičnin, bi imel 1,162 velik $PI_{\text{pričakovano}}$ skupaj s 30.543,69 € $NPV_{\text{pričakovano}}$.

Pri podrobnem pregledu preglednice 20 opazimo, da lahko najbolj donosne portfelje tvorimo z enosobnimi in enoinpolsobnimi stanovanji iz savinjske, goriške in podravske regije, nekoliko manj donosni so portfelji, ki vsebujejo garsonjero iz goriške regije ter dvosobno in dvoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji. Vzroke lahko pripišemo ugodnemu razmerju med pričakovanim denarnim tokom in začetnim naložbenim vložkom. Glede na dejstvo, da so velikosti denarnih tokov pri vseh obravnavanih nepremičninah podobne, lahko sklepamo, da so vrednosti nepremičnin v obravnavanih regijah nižje in tako podcenjene. To dejstvo lahko

potrdijo tudi izračunani indeksi povprečne rasti cen stanovanj. V obravnavanih regijah je bil kljub nepremičninski krizi zaznan močan pozitiven trend rasti od leta 2005 do 2010.

Preglednica 20: Oblikovanje naložbenega portfelja s pomočjo dinamičnih kriterijev

Table 20: Forming an investment portfolio with help of dynamic methods

	1S savinjska regija	1S goriška regija	1S podravska regija	G goriška regija	2S savinjska regija	$Pi_{\text{pričakovano}}^{6\text{let}}$	$NPV_{\text{pričakovano}}^{6\text{let}}$	$IRR_{\text{pričakovano}}^{6\text{let}}$	$MIRR_{\text{pričakovano}}^{6\text{let}}$
1	X					1,280	7.609,23 €	3,576%	3,588%
2		X				1,267	7.822,69 €	3,068%	3,089%
3			X			1,187	4.364,64 €	2,713%	2,881%
4				X		1,186	4.258,82 €	2,574%	2,676%
5					X	1,184	6.672,23 €	2,728%	2,824%
6	X	X				1,273	15.431,92 €	3,330%	3,346%
7	X			X		1,237	11.868,04 €	3,138%	3,175%
8		X		X		1,232	12.081,50 €	2,889%	2,937%
9	X		X			1,172	11.973,87 €	3,203%	3,269%
10	X				X	1,147	14.097,55 €	3,076%	3,119%
11		X			X	1,146	14.311,01 €	2,895%	2,947%
12		X	X			1,170	12.187,33 €	2,959%	3,040%
13			X	X		1,116	8.623,45 €	2,644%	2,781%
14				X	X	1,101	10.747,13 €	2,619%	2,714%
15			X		X	1,046	10.852,96 €	2,671%	2,793%
16	X	X		X		1,248	19.690,73 €	3,132%	3,162%
17	X	X	X			1,207	19.796,56 €	3,177%	3,223%
18	X	X			X	1,186	21.920,24 €	3,102%	3,136%
19	X		X	X		1,177	16.232,68 €	3,011%	3,087%
20		X	X	X		1,175	16.446,14 €	2,851%	2,937%
21	X			X	X	1,158	18.356,36 €	2,944%	3,002%
22		X		X	X	1,157	18.569,82 €	2,815%	2,879%
23		X	X		X	1,120	18.675,65 €	2,853%	2,936%
24	X		X		X	1,120	18.462,19 €	2,982%	3,057%
25			X	X	X	1,085	15.111,77 €	2,645%	2,765%
26	X	X	X	X		1,202	24.055,37 €	3,050%	3,108%
27	X	X		X	X	1,186	26.179,05 €	3,002%	3,470%
28	X	X	X		X	1,158	26.284,88 €	3,031%	3,090%
29		X	X	X	X	1,134	22.934,46 €	2,797%	2,884%
30	X		X	X	X	1,134	22.721,00 €	2,897%	2,977%
31	X	X	X	X	X	1,162	30.543,69 €	2,958%	3,023%

Vir: Lastni izračun, januar 2011

Analogno bi lahko tvorili portfelj za 8%-no diskontno stopnjo, pri čemer bi v skladu s preglednicama 16 in 20 dobili podobno sestavljene portfelje le z nižjimi vrednostmi in ob zanemarjenem tveganju. Na podlagi tako opravljene analize bi lahko izbrali najdonosnejše portfelje, ki bi bili sestavljeni iz obravnavanih nepremičnin po posameznih regijah v državi brez upoštevanja tveganja.

5.5.2. Oblikovanje portfelja s pomočjo analize pričakovane donosnosti in tveganja

V prejšnjem podpoglavju smo oblikovali portfelje na osnovi primerjave denarnih tokov, ki jih omenjene naložbe ustvarijo v 6-letnem časovnem obdobju (preglednica 20). V omenjeni analizi smo zanemarili tveganje oz. smo tveganje naložb obravnavali posredno tj. tveganje smo upoštevali tako, da smo za diskontno stopnjo uporabili stopnjo, ki je bila enaka pričakovani donosnosti v druge finančne naložbe s podobnim tveganjem. V nadaljevanju analize pa bomo s pomočjo analize pričakovane donosnosti in tveganja iz zgoraj omenjenih nepremičnin oblikovali portfelje, ki nam bodo omogočali medsebojno primerjavo na osnovi pričakovane donosnosti in tveganja.

Na osnovi izrazov od 2.4.5.1 do 2.4.5.6 in rezultatov, zbranih v preglednici 16 in 20, lahko tvorimo portfelje, ki so sestavljeni iz obravnavanih naložb v stanovanjske nepremičnine po posameznih slovenskih regijah. Rezultati so zbrani v preglednici 21.

V kategoriji portfeljev z enim naložbenim elementom ima največjo pričakovano donosnost enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji in hkrati manjše absolutno tveganje kot enaka nepremičnina iz goriške regije. Omenjena nepremičnina – enosobno in enoinpolsobno stanovanje iz goriške regije ima 12,77%-no pričakovano donosnost in 10,492%-no tveganje. 5,255%-no tveganje in najmanjšo pričakovano donosnost z 10,39 % ima enosobno in enoinpolsobno stanovanje v podravski regiji. V tej kategoriji portfeljev opazimo vrednost koeficienta $\beta_i = 1$, kar pomeni, da je tveganje naložbenega elementa enako tveganju celotnega portfelja. Višje vrednosti koeficienta bi pomenile nadpovprečna tveganja, manjše vrednosti pod 1 pa podpovprečna tveganja elementa glede na celoten portfelj (KD finančna točka, 2011). Z drugimi besedami, vrednost koeficienta $\beta_i = 1$ bi pomenila, da se tečaj elementa giblje skladno z gibanjem trga. Vrednost koeficienta $\beta_i < 1$, da je naložbeni

element manj dovzeten za tečajna nihanja trga. $\beta_i > 1$ bi nakazoval, da bo cena portfeljskega elementa glede na celoten portfelj v kratkem času močnejše zrasla ali padla (Risk, 2011). Interpretacija rezultatov za koeficiente β_i temelji na predpostavki, da omenjeni koeficient kaže korelacijo gibanja naložbenega elementa z gibanjem cen celotnega portfelja (Bolčič, Bergant, 2006).

Skladno s preglednico 21 lahko opazimo, da ima v tem sklopu portfeljev največjo vrednost VaR (10.135,92 €) enosobno in enoinpolsobno stanovanje v goriški regiji. Spomnimo se, da VaR predstavlja mero za merjenje finančnega tveganja. Splošna definicija VaR v poglavju 2.4 predstavlja VaR kot največjo možno izgubo v naložbenem obdobju z neko stopnjo zaupanja. Formalno VaR predstavlja kvantil določene porazdelitve dobičkov in izgub v naložbenem obdobju. Če je npr. α izbran interval zaupanja, potem VaR ustreza intervalu na spodnjem delu porazdelitve, in sicer $1-\alpha$. Če nas npr. zanima 95%-ni interval zaupanja, potem je VaR taka vrednost, da presega 5 % vseh opazovanj proučevane porazdelitve dobičkov in izgub. Slednje lahko v skladu s poglavjem 2.4 in predpostavljeno normalno porazdelitvijo interpretiramo tako, da lahko s 95%-no verjetnostjo predpostavimo, da bo vrednost portfeljske naložbe v opazovanem obdobju 6-ih let padla največ za 10.135,92 €.

Preglednica 21: Oblikovanje portfelja s pomočjo analize pričakovane donosnosti in tveganja

Table 21: Forming a portfolio with help of analysis about expected profitability and risk

	1S savinjska regija	1S goriška regija	1S podravska regija	G goriška regija	2S savinjska regija	σ_p	r_p^e	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	Var _p
1	X					8,924%	13,22%	1,0000	-	-	-	-	8.009,89 €
2		X				10,492%	12,77%	-	1,0000	-	-	-	10.135,92 €
3			X			5,255%	10,39%	-	-	1,0000	-	-	4.044,92 €
4				X		6,016%	10,60%	-	-	-	1,0000	-	4.545,93 €
5					X	5,254%	10,62%	-	-	-	-	1,0000	6.115,84 €
6	X	X				9,727%	12,98%	0,9163	1,0778	-	-	-	18.127,67 €
7	X			X		7,578%	12,02%	1,1761	-	-	0,7908	-	12.529,22 €
8		X		X		8,525%	11,82%	-	1,2306	-	0,7053	-	14.678,61 €
9	X		X			7,216%	11,91%	1,2355	-	0,7250	-	-	12.031,07 €
10	X				X	6,846%	11,75%	1,3027	-	-	-	0,7666	14.114,92 €
11		X			X	7,629%	11,59%	-	1,3752	-	-	0,6886	16.251,52 €
12	X	X				8,168%	11,71%	-	1,2840	0,6431	-	-	14.178,18 €
13			X	X		5,632%	10,49%	-	-	0,9333	1,0681	0,9315	8.590,84 €
14				X	X	5,551%	10,61%	-	-	-	1,0830	0,9461	10.657,61 €
15			X		X	5,232%	10,52%	-	-	1,0000	-	1,0000	10.157,21 €
16	X	X		X		8,651%	12,30%	1,0292	1,2125	-	0,6937	-	22.660,43 €
17	X	X	X			8,415%	12,22%	1,0581	1,2464	0,6230	-	-	22.161,30 €
18	X	X			X	8,006%	12,07%	1,1127	1,3090	-	-	0,6560	24.241,63 €
19	X		X	X		6,836%	11,50%	1,3023	-	1,5345	0,8788	-	16.563,38 €
20		X	X	X		7,514%	11,37%	-	1,3959	0,6991	0,8005	-	18.722,22 €
21	X			X	X	6,167%	11,44%	1,3462	-	-	0,9064	0,7938	18.643,22 €
22		X		X	X	7,205%	11,33%	-	1,4561	-	0,8343	0,7294	20.793,09 €
23		X	X		X	6,998%	11,27%	-	1,4993	0,7504	-	0,7504	20.292,86 €
24	X		X		X	6,408%	11,38%	1,3903	-	0,8176	-	0,8196	18.144,52 €
25			X	X	X	5,446%	10,55%	-	-	0,9611	1,1002	0,9607	14.701,22 €
26	X	X	X	X		7,878%	11,86%	1,1294	1,3318	0,6661	0,7623	-	26.697,97 €
27	X	X		X	X	7,606%	11,78%	1,1704	1,3792	-	0,7892	0,6991	28.775,94 €
28	X	X	X		X	7,446%	11,73%	1,1956	1,4087	0,7043	-	0,7055	28.276,70 €
29		X	X	X	X	6,794%	11,13%	-	1,5442	0,7731	0,8849	0,7731	24.835,79 €
30	X		X	X	X	6,322%	11,22%	1,4078	-	0,8296	0,9496	0,8310	22.679,02 €
31	X	X	X	X	X	7,207%	11,54%	1,2345	1,4557	0,7281	0,8333	0,7290	32.803,80 €

Vir: Lastni izračun, januar 2011

V sklopu portfeljev z dvema elementoma opazimo najvišjo pričakovano donosnost, najvišje tveganje in najvišjo vrednost VaR-a za portfelj, sestavljen iz enosobnega in enoinpolsobnega stanovanja v savinjski in goriški regiji. Znotraj portfelja predstavlja bolj tvegano obliko nepremičninske naložbe stanovanje v goriški regiji, saj znaša vrednost koeficienta $\beta_2 = 1,0778$. To dejstvo potrjuje najvišja vrednost $\sigma_p = 10,492$ %, ki ga omenjena nepremičnina doseže že v kategoriji enojnih portfeljev. Najmanjše tveganje doseže portfelj enosobnega in enoinpolsobnega stanovanja v podravske regiji ter dvosobnega in

dvoinpolsobnega stanovanja v savinjski regiji, ki se po pričakovani donosnosti uvršča pred portfelj iz nepremičnin v podravski in goriški regiji. Za omenjeni portfelj opazimo enako vrednost koeficientov $\beta_3 = \beta_4 = 1,00$, kar pove, da se vrednosti obeh nepremičnin kljub različnemu absolutnemu tveganju gibljeta enako.

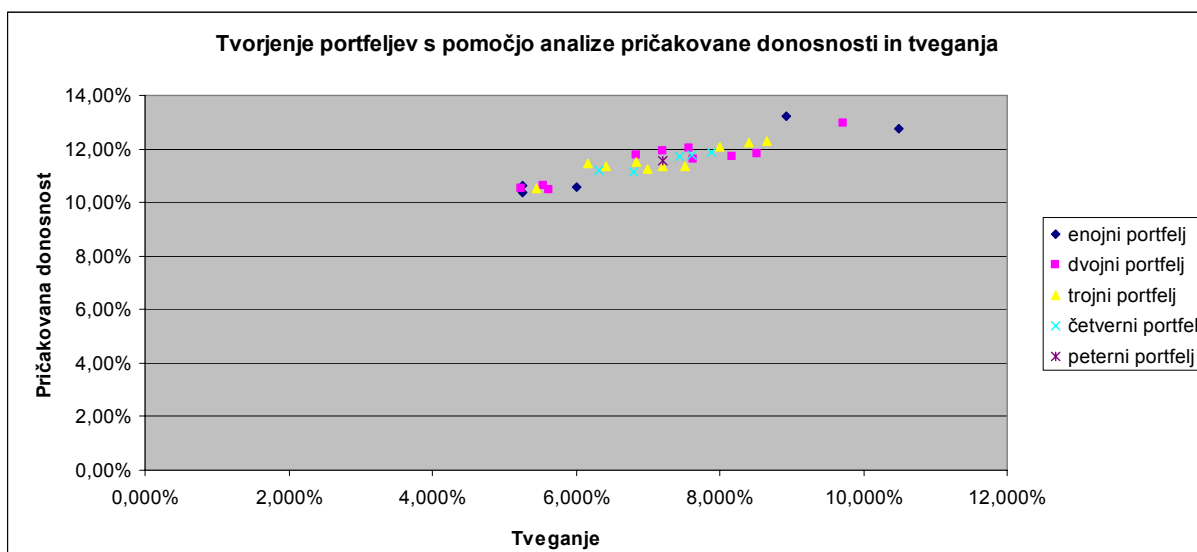
V kategoriji portfeljev s tremi, štirimi in petimi elementi opazimo, da se vrednosti pričakovane donosnosti gibljejo v razponu med 10,55 % in 12,30 % ter tveganja med 5,446 % in 8,651 %. Absolutno največjo vrednost VaR-a predstavljajo vse obravnavane nepremičnine v skupnem portfelju z 11,54%-no donosnostjo in s 7,207%-no vrednostjo tveganja.

Skladno s preglednico 21 in sliko 52 lahko pri analizi vseh portfeljev opazimo, da so bolj tvegani in bolj donosni vsi tisti portfelji, ki vsebujejo nepremičnine z višjim samostojnim tveganjem in pričakovano donosnostjo. Znotraj vseh kombinacij so vrednosti koeficientov β_i višje za enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski in goriški regiji kot pri ostalih nepremičninah, kar lahko interpretiramo tako, da sta omenjeni nepremičnini veliko bolj tvegani kot ostale.

Na osnovi predstavljenih rezultatov v preglednici 21 moramo domnevo, da sta donosnost in tveganje v portfelju, sestavljenem samo iz različnih stanovanj, večja v osrednjeslovenski kot v ostalih regijah v državi, zavreči. Z analizo smo ugotovili, da nam stanovanjske nepremičnine v osrednjeslovenski regiji sploh ne izkazujejo pozitivnih pričakovanih donosov. S tem smo hkrati ovrgli tudi domnevo anketirancev o večji donosnosti naložb v stanovanjske nepremičnine v osrednjeslovenski regiji kot v ostalih slovenskih regijah. Vzroke bi po našem mnenju lahko pripisali prenizkim najemninam in cenam stanovanj, ki bi bile sposobne pokrivati stroške ter druge izdatke, ki jih imajo ponudniki z njimi.

Slika 52: Tvorjenje portfeljev s pomočjo analize pričakovane donosnosti in tveganja

Figure 52: Creating optimal portfolios



Vir: Lastni izračun, januar 2011

Grafični prikaz tvorjenja portfeljev s pomočjo analize pričakovane donosnosti in tveganja lahko ponazorimo s sliko 52, kjer predstavlja abscisna os tveganje, ordinatna os pa pričakovano donosnost posameznega portfelja. Ugotovimo lahko, da se posamezne kombinacije v skladu s teorijo optimalnih portfeljev približujejo navidezni meji učinkovitosti, na kateri ležijo najbolj ugodne kombinacije med tveganjem in pričakovano donosnostjo naložbe.

5.6. Izbira optimalnega portfelja

V zadnjem poglavju bomo na podlagi dosedanjih rezultatov analiziranih nepremičnin poskušali izbrati optimalne portfelje, ki so sestavljeni iz posameznih stanovanjskih naložb po posameznih regijah v državi.

V skladu z opravljeno finančno analizo in teoretičnimi predpostavkami, opisanimi v podpoglavju 5.4.2, lahko izberemo optimalne portfelje stanovanjskih naložb po posameznih regijah, ki jih prikazujejo s svetlo zeleno barvo označene celice v preglednici 22. Optimalne portfelje tako lahko izbiramo med najmanj donosnim portfeljem, ki ga tvorita enosobno in

enoinpolsobno stanovanje v podravski regiji ter dvosobno in dvoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji. Indeks $PI_{\text{pričakovano}}$ za obravnavani primer znaša 1,046. Najdonosnejši portfelj pa tvori enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji. Indeks $PI_{\text{pričakovano}}$ za obravnavani primer znaša 1,280. Navidezna meja učinkovitosti se tako giblje med minimalnim variančnim setom – točko A, portfeljem št. 15, ki jo definira vrstica z rdečim okvirjem, in točko B, ki jo definira vrstica z modrim okvirjem.

Glede na prepostavko o racionalnih naložbenikih, ki skušajo za naložbo izbrati portfelje z največjim pričakovanim donosom in čim manjšim tveganjem, bi ti v kategoriji portfeljev z enim elementom lahko izbirali med enosobnim in enoinpolsobnim v savinjski regiji, garsonjero v goriški regiji ter dvosobnim in dvoinpolsobnim stanovanjem v savinjski regiji. Med omenjenimi nepremičninami izstopa enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji, ki ima poleg največjega indeksa donosnosti ($PI_{\text{pričakovano}} = 1,280$) za 6%-no diskontno stopnjo in za 6-letno proučevano obdobje tudi največjo pričakovano donosnost in tveganje v predpostavljenem scenariju.

V kategoriji portfeljev z dvema elementoma bi lahko izbirali med portfelji št. 7, 9, 14 in 15, ki jih tvorijo obravnavane nepremičnine iz savinjske, podravske in goriške regije. Portfelj št. 15 obenem predstavlja portfelj z najnižjim tveganjem in ga sestavlja kombinacija enosobnega in enoinpolsobnega stanovanja v podravski ter dvosobnega in dvoinpolsobnega stanovanja v savinjski regiji. Omenjeni portfelj potrjuje pravilo, da lahko kombinacija dveh naložb (razpršitev naložb) zmanjša tveganje na ravni celotnega portfelja.

V kategoriji portfeljev s tremi nepremičninami bi lahko izbirali med portfelji št. 16, 17, 18, 21, 23 in 24, ki jih tvorijo kombinacije vseh obravnavanih nepremičnin. Tveganja in pričakovane donosnosti bi se gibale od 6,167 % do 8,651 % in od 11,27 % do 12,30 %.

V kategoriji portfeljev s štirimi nepremičninami bi lahko izbrali le portfelj št. 29, ki ga sestavljajo kombinacije vseh nepremičnin, razen enosobnega in enoinpolsobnega stanovanja v savinjski regiji. Omenjeni portfelj vsebuje 6,794%-no tveganje, 11,13%-no pričakovano donosnost in 24.835,79 € VaR-a.

Preglednica 22: Optimalni portfelji stanovanjskih nepremičnin

Table 22: Optimal portfolios of residential real estate

št. portfelja	1S savinjska regija	1S goriška regija	1S podavska regija	G goriška regija	2S savinjska regija	σ_p	r_p^e	Var _p	P_i ^{6let} _{pričakovano}	NPV ^{6let} _{pričakovano}	IRR ^{6let} _{pričakovano}	MIRR ^{6let} _{pričakovano}
1	X					8,924%	13,22%	8.009,89 €	1,280	7.609,23 €	3,576%	3,588%
2		X				10,492%	12,77%	10.135,92 €	1,267	7.822,69 €	3,068%	3,089%
3			X			5,255%	10,39%	4.044,92 €	1,187	4.364,64 €	2,713%	2,881%
4				X		6,016%	10,60%	4.545,93 €	1,186	4.258,82 €	2,574%	2,676%
5					X	5,254%	10,62%	6.115,84 €	1,184	6.672,23 €	2,728%	2,824%
6	X	X				9,727%	12,98%	18.127,67 €	1,273	15.431,92 €	3,330%	3,346%
7	X			X		7,578%	12,02%	12.529,22 €	1,237	11.868,04 €	3,138%	3,175%
8		X		X		8,525%	11,82%	14.678,61 €	1,232	12.081,50 €	2,889%	2,937%
9	X		X			7,216%	11,91%	12.031,07 €	1,172	11.973,87 €	3,203%	3,269%
10	X			X		6,846%	11,75%	14.114,92 €	1,147	14.097,55 €	3,076%	3,119%
11		X		X		7,629%	11,59%	16.251,52 €	1,146	14.311,01 €	2,895%	2,947%
12		X	X			8,168%	11,71%	14.178,18 €	1,170	12.187,33 €	2,959%	3,040%
13			X	X		5,632%	10,49%	8.590,84 €	1,116	8.623,45 €	2,644%	2,781%
14				X	X	5,551%	10,61%	10.657,61 €	1,101	10.747,13 €	2,619%	2,714%
15			X	X	X	5,232%	10,52%	10.157,21 €	1,046	10.852,96 €	2,671%	2,793%
16	X	X		X		8,651%	12,30%	22.660,43 €	1,248	19.690,73 €	3,132%	3,162%
17	X	X	X			8,415%	12,22%	22.161,30 €	1,207	19.796,56 €	3,177%	3,223%
18	X	X		X		8,006%	12,07%	24.241,63 €	1,186	21.920,24 €	3,102%	3,136%
19	X		X	X		6,836%	11,50%	16.563,38 €	1,177	16.232,68 €	3,011%	3,087%
20		X	X	X		7,514%	11,37%	18.722,22 €	1,175	16.446,14 €	2,851%	2,937%
21	X		X	X	X	6,167%	11,44%	18.643,22 €	1,158	18.356,36 €	2,944%	3,002%
22		X		X	X	7,205%	11,33%	20.793,09 €	1,157	18.569,82 €	2,815%	2,879%
23		X	X	X	X	6,998%	11,27%	20.292,86 €	1,120	18.675,65 €	2,853%	2,936%
24	X		X	X	X	6,408%	11,38%	18.144,52 €	1,120	18.462,19 €	2,982%	3,057%
25			X	X	X	5,446%	10,55%	14.701,22 €	1,085	15.111,77 €	2,645%	2,765%
26	X	X	X	X		7,878%	11,86%	26.697,97 €	1,202	24.055,37 €	3,050%	3,108%
27	X	X		X		7,606%	11,78%	28.775,94 €	1,186	26.179,05 €	3,002%	3,470%
28	X	X	X	X	X	7,446%	11,73%	28.276,70 €	1,158	26.284,88 €	3,031%	3,090%
29		X	X	X	X	6,794%	11,13%	24.835,79 €	1,134	22.934,46 €	2,797%	2,884%
30	X		X	X	X	6,322%	11,22%	22.679,02 €	1,134	22.721,00 €	2,897%	2,977%
31	X	X	X	X	X	7,207%	11,54%	32.803,80 €	1,162	30.543,69 €	2,958%	3,023%

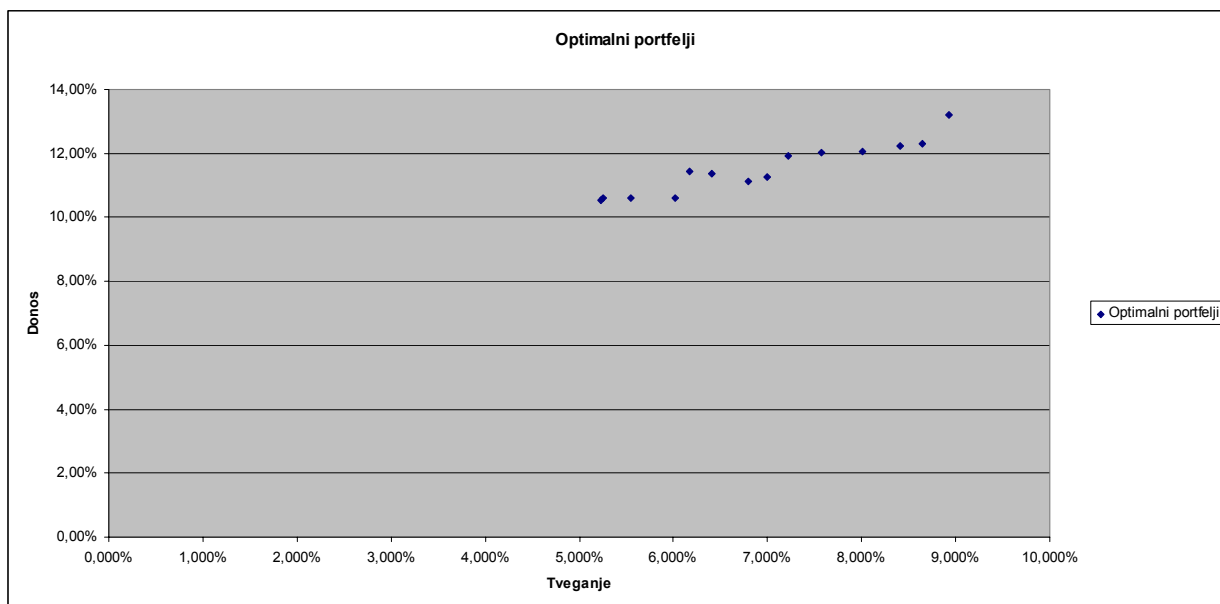
Vir: Lastni izračun, januar 2011

Predstavljeni podatki v preglednici 22 so pravzaprav sestavljeni iz podatkov, ki se nahajajo v preglednicah 20 in 21. Posebej bi le poudarili, da pri $PI_{\text{pričakovano}}^{6 \text{ let}}$, $NPV_{\text{pričakovano}}^{6 \text{ let}}$, $IRR_{\text{pričakovano}}^{6 \text{ let}}$ in $MIRR_{\text{pričakovano}}^{6 \text{ let}}$ nadpisani indeks 6 let poudarja, da smo portfelje obravnavali za 6-letno opazovano obdobje.

Obravnavani optimalni portfelji so grafično prikazani na sliki 53, kjer bi s povezavo posameznih točk dobili navidezno mejo učinkovitosti. Vsi optimalni portfelji tako ležijo na tej navidezni meji učinkovitosti, vsi ostali pa pod to navidezno krivuljo. Žal nam programska oprema ne dovoljuje izrisa omenjene krivulje, ki bi bralcu nazorno prikazala mejo učinkovitosti.

Slika 53: Optimalni portfelji in meja učinkovitosti

Figure 53: Optimal portfolios and edge of efficiency



Vir: Lastni izračun, januar 2011

Na podlagi finančne analize smo oblikovali optimalne portfelje stanovanj po posameznih slovenskih regijah. Izbira optimalnega portfelja je odvisna od posameznikovih preferenc. Za posameznika, ki se odloča za naložbe v stanovanjske nepremičnine, je zelo pomembno, da ima glede na svoje finančne zmožnosti in možnosti, ki jih take naložbe ponujajo, jasno zastavljene in kvalificirane cilje. Le na tak način lahko na vložena sredstva pridobi optimalen donos.

Z določitvijo in prikazom optimalnih portfeljev smo sklenili analizo tveganja in donosnosti v stanovanjskih naložbah. Predstavljena analiza nudi celovit pristop k obvladovanju tveganja in naložbeniku omogoča, da se osredotoči na osnovno dejavnost, izboljša »izplen«, hkrati pa postavi nekatere strategije v ponovno presojo. V grobem bi lahko dejali, da lahko z obvladovanjem tveganja naložbenik dosega boljše finančne rezultate. Uspešni naložbeniki namreč morajo, da bi dosegli nadpovprečne donose, sprejemati tveganja, saj, kot pravi star angleški pregovor: »Gotovosti ni. So samo priložnosti!«

6 Zaključek

Stanovanjske nepremičnine so produkt človekovega dela z večplastno funkcijo zadovoljevanja človekovih potreb. Njihove fizične, ekonomske in institucionalne lastnosti ljudem omogočajo udejanjanje različnih interesov, predstavljajo osnovo urbanega okolja in so eden od glavnih kazalcev razvoja človeške družbe. Nepremičnine na razvitih kapitalskih trgih so pomemben segment naložbenja presežka denarnih sredstev. Naložbe vanje so možne v več oblikah. Z uporabo naložbenih kriterijev lahko na trgih prepoznamo podcenjene nepremičnine, z njihovim nakupom, morebitnim oddajanjem v najem in nato prodajo dosežemo visoko donosnost. Lahko pa nepremičnino vključimo v premoženje, ki je nepremičninsko ali mešano. Koristi, ki jih imamo pri tem, so posledica nizke korelacije donosnosti tako nepremičnin med seboj kot nepremičnin z drugimi finančnimi naložbami.

Tuje raziskave so potrdile dejstvo, da stanovanjske nepremičnine naložbenikom služijo kot oblika dolgoročne naložbe pred naložbo, ki bi jim služila kot naložba za pridobivanje prihodka v obliki najemnine. Za tako obliko naložbe se odločajo predvsem starejše generacije, za katere raziskovalci menijo, da imajo v tem starostnem obdobju v lasti sorazmerno veliko kapitala na račun minulega opravljenega dela.

S pomočjo ankete, ki smo jo izvedli v mesecu januarju 2011 med 1026 ponudniki najemnih stanovanjskih in poslovnih nepremičnin, smo ugotovili, da so se anketiranci za nepremičninsko naložbo odločili najprej kot rešitev lastne stanovanjske stiske ali odločitve za opravljanje trgovske, gostinske ali pisarniške dejavnosti, šele nato so se zaradi drugih vzrokov odločali za oddajo v najem. Poleg tega smo s pomočjo ankete ugotovili, da so anketiranci v večini primerov starejše osebe, ki se z oddajo in prodajo nepremičnin ukvarjajo povprečno pet let. Po njihovem mnenju je v državi trenutno največje povpraševanje po garsonjerah, enosobnih in enoinpolsobnih stanovanjih. Pri nakupu oglaševane nepremičnine v večini primerov niso sodelovali s finančnimi institucijami, saj so svojo nepremičnino v 54 % financirali z lastnimi sredstvi. Po njihovih izkušnjah pride pred sklenitvijo kupoprodajne ali najemne pogodbe v 96 % do največ deset ogledov nepremičnine, pri katerih so vizualni izgled, starost in oddaljenost nepremičnine od središča mesta najpomembnejši fizični dejavniki, ki neposredno vplivajo na odločitve bodočega kupca ali najemjemalca. Za večino ponudnikov

so nepremičnine slabo likvidna naložba, skoraj nepomembno je tveganje posega oblasti v nepremičnino in tveganje pojava inflacije. Prednosti, ki jih nepremičnine nudijo, anketiranci vidijo v osebni kontroli, uporabi, posesti in ustvarjanju premoženja z nepremičninami. Indiferentni so do dejstva, da jim lahko nepremičnine služijo kot oblika zavarovanja naložbe, finančnega vzvoda, povečevanja vrednosti premoženja in zaščite pred inflacijo. Velik delež jih meni, da jim nepremičnine predstavljajo dobro zaščito pred davki.

Nadalje smo s pomočjo ankete ugotovili, da je za vse tipe obravnavanih nepremičnin najvišja najemnina v osrednjeslovenski regiji, najmanjša pa v zasavski, koroški in pomurski regiji. V stroških najbolj izstopata osrednjeslovenska in podravska regija. Stroški zavarovanja, upravljanja in popravil garsonjer znašajo v osrednjeslovenski regiji 17,93 €/m², kar je za 6,35 €/m² več od slovenskega povprečja. Visoki stroški so posledica kakovostnejših in relativno novih profitnih nepremičnin, ki so običajno zasnovane v skladu s sodobnimi arhitekturnimi rešitvami, kakovostnejšimi vgrajenimi materiali in ozaveščenimi lastniki, ki kot dobri gospodarji sledijo strokovnim priporočilom in navodilom proizvajalcev nepremičnin. Povprečna starost analiziranih nepremičnin znaša 7,84 leta. Največ nepremičnin je nezasedenih v gorenjski, zasavski, koroški, dolenski in predvsem v pomurski regiji. Visoko zasedenost imajo nepremičnine v osrednjeslovenski regiji in jugovzhodni Sloveniji, deloma tudi v goriški in podravske regiji, kjer so posamezne nepremičnine nezasedene v grobem 30 dni na leto. Vzroke relativno starih stanovanj je moč pripisati masovni stanovanjski gradnji sredi osemdesetih let prejšnjega stoletja in zdajšnjemu pomanjkanju finančnih sredstev za njihovo obnovo.

Analiza tveganja in donosnosti, s katero smo pridobili potrebne rezultate o tveganju in donosnostih v stanovanjskih naložbah, je temeljila na ideji, da se stanovanjska naložba oblikuje z začetnim nakupom, oddajanjem v najem in kasnejšo prodajo stanovanja. Na tak način naložbenik svoja sredstva naloži v stanovanjsko nepremično, realizira mesečni dohodek v obliki najemnine in na koncu stanovanjsko nepremičnino po določeni ceni proda. V primeru več stanovanj naložbenik naloži sredstva v poljubno število različnih tipov stanovanj po različnih regijah in si na tak način oblikuje portfelj, sestavljen iz stanovanjskih nepremičnin, ki mu omogoča realizacijo donosnosti na poljubni časovni ravni. V skladu s predstavljenim modelom nam za 6-letno preučevano obdobje in 6%-no diskontno stopnjo največjo donosnost

nudi enosobno in enoinpolsobno stanovanje v goriški regiji. Na drugem mestu zasledimo enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji. Sledijo jima ostale stanovanjske nepremičnine, med katerimi pa ni nepremičnine iz osrednjeslovenske regije, saj je njena donosnost negativna. Podobne rezultate, le z nekoliko nižjo donosnostjo, dobimo za 8%-no diskontno stopnjo. Visoko pozitivno donosnost nam v osrednjeslovenski regiji izkazujejo pisarniške nepremičnine. S podrobno analizo ugotovimo, da nam stanovanjske nepremičnine izkazujejo nizko donosnost. Relativna razlika v indeksu donosnosti med prvouvrščeno poslovno in stanovanjsko nepremičnino znaša kar 198,3 %.

V primeru neupoštevanja tveganja lahko že na osnovi omenjenih rezultatov ovržemo hipotezo, da so stanovanjske nepremičnine najbolj donosne v osrednjeslovenski regiji (kot v drugih regijah po državi). Hipotezo smo potrdili le v primeru donosnosti pisarniških nepremičnin za lastništvo 6-ih let. V primeru daljšega lastništva bi po absolutnih donosih prišle v ospredje gostinske nepremičnine v obalno-kraški regiji.

Z upoštevanjem tveganja, ki smo ga v analizo vključili s pomočjo metode scenarijev, in navedenih omejitev (obravnavali smo prvih pet nepremičnin), nam najvišjo pričakovano donosnost nudi enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji z 13,22%-no donosnostjo, z 12,77%-no donosnostjo ji sledi enosobno in enoinpolsobno stanovanje v goriški regiji do najnižje 10,39%-ne donosnosti za nepremičnino v podravski regiji za 6-letno preučevano obdobje. Obravnavane nepremičnine nam nudijo nekoliko nižje pričakovane donosnosti kot npr. delniški skladi. Pri primerjavi je potrebno poudariti, da so pričakovane donosnosti skladov predpostavljene za enoletno preučevano obdobje in bi v primerjavi s 6-letnim obdobjem imele večje pričakovane donosnosti.

Pri oblikovanju naložbenega portfelja na osnovi pričakovane donosnosti in tveganja nam v kategoriji portfeljev z enim naložbenim elementom da največjo pričakovano donosnost enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji in hkrati manjše absolutno tveganje kot enaka nepremičnina iz goriške regije. Omenjena nepremičnina iz goriške regije ima 12,77%-no pričakovano donosnost in 10,492%-no tveganje. 5,255%-no tveganje in najmanjšo pričakovano donosnost z 10,39 % ima enosobno in enoinpolsobno stanovanje v podravski regiji. V sklopu portfeljev z dvema elementoma opazimo najvišje pričakovane donosnosti,

najvišje tveganje in najvišjo vrednost VaR-a za portfelj, sestavljen iz enosobnega in enoinpolsobnega stanovanja v savinjski in goriški regiji. V kategoriji portfeljev s tremi, štirimi in petimi elementi smo opazili, da se vrednosti pričakovane donosnosti gibljejo v razponu med 10,55 % in 12,30 % in tveganja med 5,446 % in 8,651 %. Absolutno največjo vrednost VaR-a predstavljajo vse obravnavane nepremičnine v skupnem portfelju z 11,54%-no donosnostjo in s 7,207%-no vrednostjo tveganja.

Izmed tako dobljenih portfeljev smo določili optimalne portfelje, ki bi jih, glede na prepostavko o racionalnih naložbenikih, v kategoriji portfeljev z enim stanovanjem lahko izbirali med enosobnim in enoinpolsobnim v savinjski regiji, garsonjero v goriški regiji in dvosobnim in dvoinpolsobnim stanovanjem v savinjski regiji. V kategoriji optimalnih portfeljev z dvema stanovanjema bi lahko izbirali med portfelji, ki jih tvorijo obravnavane nepremičnine iz savinjske, podravske in goriške regije. V kategoriji optimalnih portfeljev s tremi stanovanji bi lahko izbirali med portfelji, ki jih tvorijo kombinacije vseh obravnavanih nepremičnin. Tveganja in pričakovane donosnosti bi se gibale od 6,167 % do 8,651 % in od 11,27 % do 12,30 %. V kategoriji optimalnih portfeljev s štirimi nepremičninami bi lahko izbrali le portfelj, ki ga sestavljajo kombinacije vseh nepremičnin, razen enosobnega in enoinpolsobnega stanovanja v savinjski regiji. Omenjeni portfelj vsebuje 6,794%-no tveganje, 11,13%-no pričakovano donosnost in 24.835,79 € VaR-a (t.j. s 95%-no verjetnostjo lahko predpostavimo, da bo vrednost naložb v portfelju padla največ za 24.835,79 €).

Na podlagi dobljenih rezultatov smo morali hipotezo, da sta donosnost in tveganje v portfelju, sestavljenem samo iz različnih stanovanj, večja v osrednjeslovenski kot v ostalih regijah v državi, zavreči. Z analizo smo potrdili, da nam stanovanjske nepremičnine v osrednjeslovenski regiji sploh ne izkazujejo pozitivnih pričakovanih donosov.

Vzroke temu dejstvu bi lahko pripisali trenutnim gospodarskim razmeram, ki se odražajo v visokih cenah stanovanj, stroških zavarovanja, vzdrževanja, upravljanja, in nizkim dohodkom prebivalstva. Visoke cene stanovanj so posledica visokih stroškov nakupa zazidljivih zemljišč, visokih komunalnih prispevkov, želje gradbenih podjetij po uresničitvi čimvečjega dobička, nepremičninskih posrednikov, ki svojo provizijo zaračunavajo glede na prodajno ceno, in države. Slednja si mogoče celo prizadeva, da so cene visoke, saj je od teh odvisna posplošena

tržna vrednost nepremičnin, ki bo davčna osnova za odmero prihodnjega novega davka od nepremičnin.

Znižanje cen stanovanj bi lahko dosegli z znižanjem cen zemljišč. Povečanje ponudbe le-teh pa z uvedbo novega davka na nepremičnine, ki bi izdatneje obremenil prazna stanovanja. Najbolj bi na ceno stanovanj vplivala kupna moč. Bolj kot bi upadla, večji pritisk bi lahko pričakovali na cene stanovanj. V primeru dviga obrestnih mer bo to še bolj omejilo povpraševanje. In dokler je na trgu presežna ponudba, ni nevarnosti za rast.

Opravljena analiza naložb v stanovanjske nepremičnine nam poda odgovor, da stanovanjska naložba v osrednjeslovenski regiji kljub visokim najemninam v trenutnih gospodarskih razmerah ne nudi ekonomske upravičenosti. Nakup stanovanja kot naložbe v tej regiji je bil ekonomsko upravičen v letih konjunktore (2005 in 2006), ko se je cena stanovanj največ povečala enosobnim in enoinpolsobnim stanovanjem, in sicer za 6 %. V ostalih regijah se je cena največ povečala garsonjeram v podravski regiji, t.j. za 12,98 %. V letih 2010 in 2011 pa nismo dosegali takšne rasti cen. Rast cen v osrednjeslovenski regiji je bila negativna. V omenjeni regiji so največji padec cen, za -1,37 %, doživela dvosobna in dvoinpolsobna stanovanja. Trg stanovanjskih nepremičnin je pretresala splošna gospodarska kriza. Nihanja na področju cen, zaupanja in obsega gradbene dejavnosti so bila zelo velika, kar ima za posledico ne popolnoma jasno razvidne trende gibanja na področju napovedovanja povpraševanja po stanovanjskih nepremičninah.

Hipotezo o večjih pričakovanih donosih nepremičninskih naložb bi lahko potrdili le v primeru vključitve poslovnih nepremičnin in brez upoštevanja tveganja. Izkazalo se je, da imajo največjo donosnost pisarniški prostori v osrednjeslovenski regiji pred enako kategoriziranimi nepremičninami v obalno-kraški regiji. Tveganja in donosnosti za naložbe v poslovne nepremičnine pa kljub podatkom iz ankete ni bilo mogoče izračunati zaradi neobstojećih baz podatkov, ki bi prikazovale historično gibanje cen teh nepremičnin po posameznih regijah.

Na osnovi povedanega lahko magistrsko delo zaključimo z mislijo, da je poznavanje nepremičninskega trga za uspeh nepremičninske naložbe ključnega pomena, izračun njene pričakovane donosnosti in tveganja pa večna skrivnost.

7 Povzetek

Stanovanjske nepremičnine so produkt človekovega dela. Po Stvarnopravnem zakoniku so definirane kot prostorsko odmerjen del zemeljske površine, skupaj z vsemi sestavinami (Stvarnopravni zakonik, Uradni list RS, št. 87/2002). Njihove specifične lastnosti ljudem omogočajo udejanjenje različnih interesov, so eden od kazalcev razvoja človeške družbe in tvorijo osnovo urbanega okolja. Tuje raziskave potrjujejo dejstvo, da stanovanjske nepremičnine naložbenikom služijo kot oblika dolgoročne naložbe pred naložbo, ki bi jim služila kot naložba za pridobivanje prihodka v obliki najemnine. Za tako obliko naložbe se odločajo predvsem starejše generacije, za katere raziskovalci menijo, da imajo v tem starostnem obdobju v lasti sorazmerno veliko kapitala na račun minulega opravljenega dela. Na razvitih kapitalskih trgih pa predstavljajo pomemben segment naložbenja presežka denarnih sredstev tako v sestavo nepremičninskih (portfelji, sestavljeni iz nepremičnin) ali mešanih naložb (portfelji, sestavljeni iz nepremičnin, delnic ali obveznic). Na trgih lahko podcenjene nepremičnine prepoznamo z uporabo naložbenih kriterijev. Z njihovo vključitvijo lahko portfelju povečamo donosnost ali zmanjšamo tveganje. Koristi, ki jih imamo pri tem, so posledica nizke korelacije tako nepremičnin med seboj kot nepremičnin z drugimi finančnimi naložbami.

Ker številne domače raziskave ne dajejo celovitih informacij o slovenskem stanovanjskem nepremičninskem trgu, smo v delu poskušali podati odgovor o tveganju in donosnostih v stanovanjskih naložbah po posameznih regijah, ki bi naložbenikom omogočal sestavo učinkovitega nepremičninskega portfelja. Domnevali smo, da sta donosnost in tveganje v portfelju, sestavljenem samo iz različnih tipov stanovanj, večja v osrednjeslovenski kot v ostalih regijah po državi.

Analizo tveganja in donosnosti smo zasnovali na temeljih finančne teorije, ki je nastala v poznih 50. letih prejšnjega stoletja za potrebe institucionalnih naložbenikov. Zaradi pomanjkanja podatkov, ki bi nam lahko služili pri izračunu tveganja in donosnosti v nepremičninskih naložbah po posameznih regijah, smo izvedli anketo med ponudniki stanovanjskih nepremičnin, ki svoje nepremičnine oglašujejo za oddajo v najem na nepremičninskih portalih. Analiza naložbe v nepremičnino je potekala na osnovi modela, ki je

v svojem izračunu upošteval začetno nakupno ceno nepremičnine, mesečno najemnino, povprečni odstotek nezasedenosti, stroške zavarovanja, popravil in upravljanja, njihovo letno rast, dohodninsko stopnjo, davek na promet z nepremičninami in kapitalski dobiček, zneske najetega posojila, povprečno letno rast vrednosti stanovanja ter provizijo agencije ob prodaji nepremičnine. Na tako definiranem modelu smo določili naložbene kriterije za karakteristično stanovanjsko nepremičnino, ki jo je predstavljala idealizirana stanovanjska nepremičnina s povprečnimi karakteristikami vseh pridobljenih stanovanjskih nepremičnin v anketi, po posameznih regijah za 6-letno in 16-letno proučevano obdobje ter 6%-no in 8%-no diskontno stopnjo.

V primeru neupoštevanja tveganja nam v skladu s predstavljenim modelom največjo donosnost nudi enosobno in enoinpolsobno stanovanje v goriški regiji, na drugem mestu opazimo enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji, sledijo jima ostale stanovanjske nepremičnine, med katerimi ne zasledimo nepremičnine iz osrednjeslovenske regije, saj izkazuje negativno donosnost.

Da bi v analizi pravilno določili pričakovano donosnost in tveganje, smo poseben poudarek namenili izbiri ustreznega scenarija. Tako smo kot večina raziskovalcev v nadaljevanju analize predpostavili, da se verjetnost pesimističnega scenarija zgodi v 25 %, realnega v 50 % in optimističnega v 25 %. V skladu s to predpostavko smo dobili pričakovane donosnosti in tveganja za posamezne tipe nepremičnin po vseh slovenskih regijah. Tako nam najvišjo pričakovano donosnost pred enosobnim in enoinpolsobnim stanovanjem v goriški regiji nudi enosobno in enoinpolsobno stanovanje v savinjski regiji. Skladno z izračunanim standardnim odklonom nam najvišje tveganje pred enosobnim in enoinpolsobnim stanovanjem v savinjski regiji izkazuje enosobno in enoinpolsobno stanovanje v goriški regiji.

Ker nam predstavljena finančna teorija omogoča tvorjenje naložbenih portfeljev na osnovi pričakovane donosnosti in tveganja, smo določili optimalne portfelje, ki bi jih glede na prepostavko o racionalnih naložbenikih v kategoriji portfeljev z enim stanovanjem lahko izbirali med enosobnim in enoinpolsobnim v savinjski regiji, garsonjero v goriški regiji in dvosobnim in dvoinpolsobnim stanovanjem v savinjski regiji. V kategoriji optimalnih portfeljev z dvema stanovanjema bi lahko izbirali med portfelji, ki jih tvorijo obravnavane

nepremičnine iz savinjske, podravske in goriške regije. V kategoriji optimalnih portfeljev s tremi stanovanji bi lahko izbirali med portfelji, ki jih tvorijo kombinacije vseh obravnavanih nepremičnin. V kategoriji optimalnih portfeljev s štirimi nepremičninami bi lahko izbrali le portfelj, ki ga sestavljajo kombinacije vseh nepremičnin, razen enosobnega in enoinpolsobnega stanovanja v savinjski regiji.

Na podlagi dobljenih rezultatov smo morali hipotezo, da sta donosnost in tveganje v portfelju, sestavljenem samo iz različnih stanovanj, večja v osrednjeslovenski kot v ostalih regijah v državi, zavreči. Z analizo smo potrdili, da nam stanovanjske nepremičnine v osrednjeslovenski regiji sploh ne izkazujejo pozitivnih pričakovanih donosov.

Na osnovi povedanega smo magistrsko delo zaključili z mislijo, da je poznavanje nepremičninskega trga za uspeh nepremičninske naložbe ključnega pomena, izračun njene pričakovane donosnosti in tveganja pa večna skrivnost.

8 Summary

Residential real estate is the product of human work. *The Law of Property Code* defines it as a measured part of the surface together with all its components (*The Law of Property Code, Official gazette of Republic of Slovenia, number 87/2002*). Its specific characteristics enable people to realize different interests, it is one of the indexes of society's development and it is the basis of urban environment. Foreign researches confirm the fact that the investors see residential real estate as long-term investments, whereas the rent as income is not so important. That kind of investment is made mostly by older generations, who, proportionally, possess a large amount of capital because of their past work. An important part of investments on developed capital markets is represented by real estate investments (portfolio composed of real estate) or by mixed investments (portfolio composed of real estate, stocks and debenture shares). Underestimated real estate on the market can be recognized with the use of investment criteria. With their inclusion, we can increase profitability or reduce risk of the portfolio. The benefits are the result of low correlation not only among different real estate but also between real estate and other financial investments.

Numerous Slovenian researches have been carried out, but they fail to give accurate information about Slovenia's residential real estate market. Therefore, we tried to provide an answer to risk and profitability in residential investments in different Slovenian regions, which could help the investors to create an effective real estate portfolio. It was assumed that the profitability and risk in the portfolio composed only of different residential types is higher in central Slovenia than in other regions.

The analysis of risk and profitability was based on a financial theory that stemmed from institutional investors' needs in the late 1950s. Because of the lack of data which could help calculate risk and profitability in real estate investments in different regions, a questionnaire was carried out. It was filled out by randomly selected landlords who advertise their real estate on different real estate portals. Analysis of real estate investment was based on a model which considered the initial price of the real estate, monthly rent, average percentage of vacant flats, insurance, repair and administration expenses and their yearly growth, tax rate, real estate sales tax and investment income, the amount of hired loan, average yearly growth of the flat

value and finally, the real estate agency commission on the property sale. By using a model defined on the previously mentioned criteria, we determined the investment criteria for characteristic residential real estate which was represented by idealized residential real property with average characteristics of all residential real properties that were collected via the questionnaire in different regions, based on a 6 and 16-year observation period and a 6 and 8 per cent discount rate.

In accordance with this model (risk omitted), the highest profitability is held by one and one and a half bedroom flats in the Gorica region, followed by the same type flats in the Savinjska region and other residential real properties, with the exception of real estate from central Slovenian region because of its negative profitability.

Special care was taken to choose an appropriate scenario so that the analysis could define expected profitability and risk correctly. In the analysis, it was presumed (like in the majority of researches) that the probability of a pessimistic scenario is 25 %, the probability of a real scenario is 50 % and the probability of an optimistic scenario is 25 %. In accordance with this assumption, expected profitability and risk for different real estate types from all the regions was obtained. The highest expected profitability is held by one-bedroom flats and one and one and a half bedroom flats in the Savinjska region, followed by the Gorica region. In accordance with the calculated standard deviation, the highest risk is assessed for one and one and a half bedroom flats in the Gorica region, whereas the Savinjska region is on the second place.

The presented financial theory enables us to form investment portfolios on the basis of expected profitability and risk, therefore, optimal portfolios could be determined. Taking in consideration the assumption of rational investors, optimal portfolios could be chosen in the category of one flat portfolios with one and one and a half bedroom flats in the Savinjska region, studio apartments in the Gorica region and two-room and two and a half-room flats in the Savinjska region. In the category of optimal portfolios with two flats, the choice could be made among portfolios which include real estate from the Savinjska, Podravje and Gorica regions. In the category of optimal portfolios with three flats, the choice could be made among portfolios which include combinations of all real estate properties. In the category of optimal

portfolios with four flats only one portfolio exists - a combination of all real estate properties with the exception of one- and one and a half room flats in the Savinjska region.

On the basis of the obtained results, the hypothesis that the profitability and risk in portfolio only composed of different residential types is higher in central Slovenian region than in other regions was rejected. The analysis also proved that the residential real properties in central Slovenia do not show positive expected profitability.

On that basis, this Master's thesis is concluded with the thought that the success of real property investment depends on real estate market knowledge. The calculation of its expected profitability and risk, however, remains an eternal mystery.

Viri in literatura

Antunovič, P. 1999. Finance podjetja – Teorija in praksa. Brdo pri Kranju, Center Brdo, Sklad za razvoj managementa: 303 str.

Australian Bureau of Statistics. 1997. Household investors in rental dwellings. Canberra: 44 str.

Bajt, A. 1979. Osnove ekonomske analize in politike. Zagreb, Informator: 442 str.

Bavcon, K. 2008. Analiza nepremičninskega trga na Goriškem. Zaključna projektna naloga. Koper, Univerza na Primorskem, Fakulteta za management: 47 str.

Berden, B., Perko, K., Mladenovič, U. 2009. Uporaba storitev Geodetske uprave in vloga upravnikov v geodetskih postopkih. Jubilejni posvet Poslovanje z nepremičninami. Portorož, Inštitut za nepremičnine: 335 str.

Bergant, Ž., Bolčič, T. 2006. Ekonomski dobiček. Piran, Gea College, Visoka šola za podjetništvo: 19 str.

Berk, A., Lončarski, I., Zajc, P. 2002. Vodnik po predmetu Poslovne Finance. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 292 str.

Berk, A., Lončarski, I., Zajc, P., Kuhelj Krajnovič, E., Deželan, S., Valentinčič, A., Groznik, P. 2007. Poslovne finance. 3. dopolnjena izdaja. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 296 str.

Berk, A., Peterlin, J., Ribarič, P. 2005. Obvladovanje tveganja. Ljubljana, GV založba: 292 str.

Bevk, M. 1999. Trg nepremičnin v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 46 str.

Bitz, H. 2000. Early Warning Systems for Comprehensive Risk management from a Business Point of View. Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 52, 3: 231–241.

Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J. 2005. Investments. 6th Edition. New York, McGraw–Hill/Irwin: 185 str.

Boender, G. C. E. 1997. A hybrid simulation/optimisation scenario model for asset/liability management. European Journal of Operational Research, 99, 1: 126–135.

Bogataj, M., Drobne, S., Bogataj, D. 2002. Zasnova stavbnih zemljišč v prostorskem planu Slovenije in državna stavbno-zemljiška politika. Ljubljana, Ministrstvo za okolje in prostor, Urad za prostorsko planiranje: 108 str.

Bojnec, Š., Čepar, Ž., Kosi, T. in Nastav, B. 2006. Ekonomika podjetja. Zapiski predavanj. Koper, Fakulteta za management: 205 str.

Boyce N. B. 1984. Real Estate Appraisal terminology. Cambridge, Massachusetts, Society of Real Estate Appraisal: 785 str.

Brigham, F. E., Daves, R. P. 2004. Intermediate financial management. 8th Edition. Masson (Ohio), South-Western, London, Thomson Learning, cop: 1038 str.

Brigham, F. E., Ehrhardt, C. M. 2005. Financial Management. Theory and Practice. 11th Edition. Ohio, South-Western, Part of the Thomson Corporation, Thompson Corporation: 1000 str.

Brigham, F. E., Gapenski, C. L., Daves, R. P. 1999. Intermediate financial management. Forth Worth, The Dryden Press: 1083 str.

Brown, G. R., Matysiak, G. A. 2000. Real Estate Investment. A Capital Market Approach. Harlow, Financial Times Prentice Hall: 708 str.

Brueggeman, W. B., Fisher, J. 2005. Real estate finance and investments. 12th Edition. New York, McGraw–Hill/Irwin: 640 str.

Brueggeman, W., Fisher, J. 2002. Real Estate Finance and Investments. New York; London, McGraw-Hill: 654 str.

Buckley, A., Ross, S. A., Westerfield, R. in Jaffe J. E. 1998. Corporate finance Europe. London, Irwin Professional Publishing: 704 str.

Budna, L., 2009. Metode ocenjevanja vrednosti zemljišč. Maribor, Fakulteta za gradbeništvo, ekonomsko-poslovna fakulteta: 73 str.

Chua, A. 1999. The Role of International Real Estate in Global Mixed-Asset Investment Portfolios. *Journal of real Estate Portfolio Management*, 5, 2: 129–137.

Cirman, A. 2002. Lastna nepremičnina – najpogostejša naložba v Sloveniji. *Moje finance*, 2: 4–10.

Cirman, A. 2002. Vloga in pomen Kodeksa dobrih poslovnih običajev v posredovanju v prometu z nepremičninami za reguliranje trga. Država, državljani, stanovanja. Poslovanje z nepremičninami. Zbornik referatov. Ljubljana, GZS-Gospodarska zbornica Slovenije: str. 126–131.

Cirman, A. 2003. Analiza finančnega vidika in stanovanjskih preferenc kot dejavnikov odločitve o stanovanjskem statusu v Sloveniji. Doktorska disertacija. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 250 str.

Cirman, A. 2004. Osnovno o poslovanju z nepremičninami. *Management nepremičnin*. Izobraževanje za pridobitev licence za opravljanje poslov nepremičninskega posredovanja. 3. strokovno gradivo. Ljubljana, Informacijska borza nepremičnin: 136 str.

Cirman, A. 2004. Urbanistični načrti ne sledijo dejanskim potrebam. Ljubljana, *Profit*, 14, 3: 22.

Cirman, A. 2004. Vrednotenje, cene in cenilci. *Management nepremičnin*. Izobraževanje za pridobitev licence za opravljanje poslov nepremičninskega posredovanja. 3. strokovno gradivo. Ljubljana, Informacijska borza nepremičnin: 136 str.

Cirman, A. 2010. Nacionalni stanovanjski program. Zbornik referatov. Portorož, 18. in 19. november 2010. Ljubljana, Inštitut za nepremičnine: 236 str.

Cirman, A. et al., 2000. Poslovanje z nepremičninami. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 128 str.

Cirman, A., Čok, M., Lavrač, I., Zakrajšek, P. 2000. Poslovanje z nepremičninami. Zapiski s predavanj. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 128 str.

Cirman, A., Polanec, S. 2005. Cene stanovanj so previsoke zaradi nedostopnih zemljišč. Finance, 207: 19.

Cirman, A.: Poslovanje z nepremičninami. Osnove. Zapiski predavanj. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 87 str.

Cooper, J. R., Pyhrr, S. A., Wofford, L. E., Kapplin, S. D., Lapid, P. D. 1989. Real Estate Investment. Strategy, Analysis, Decisions. 2nd Edition. New York, Chichester, Brisbane, Toronto, Singapore, B.K. John Wiley & Sons: 962 str.

Crosby, J. V. 1997. Cycles, Trends, and Turning Points. Lincolnwood, Illinois, NTC Business Books: 323 str.

Dacis, G. 2002. Scenarios as Tool for the 21st Century, Probing the future Conference: XX str.

Dajčman, S. 2008. Temeljne značilnosti nepremičninskih skladov. Ljubljana, Naše gospodarstvo, 54, 5/6: 72-82.

Daly, J. 2008. Overcoming barriers to institutional investment in residential property. London, Greater London Authority City Hall, The Queen`s Walk: 42 str.

Dasso, J., Ring, A. A. 1985. Real estate principles and practies. 10th Edition. New Jersey, Prentice Hall: 668 str.

Damodaran A. 2002. Investment Valutation. Second Edition. New York: John Wiley & Sons: 992 str.

Dolenc, B. 2004. Vrednotenje nepremičnin. Ljubljana. Gospodarski vestnik: 36 str.

Dowd, K. 2002. *Measuring Market Risk*. The Atrium, Southern Gate, Chichester, John Wiley & Sons: 369 str.

Duhovnik, M. 1995. *Dolgoročno financiranje podjetja z vrednostnimi papirji*. Ljubljana, Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije: 209 str.

Džanič, E. 2005. *Financiranje nepremičnin z leasingom v slovenskih podjetjih*. Magistrsko delo. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 93 str.

Enotna klasifikacija vrst objektov (CC-SI), Uradni list RS št. 109/11.

Fabozzi, F. J. 2006. *Fixed income mathematics*, 4th Edition. New York, McGraw–Hill Companies: 649 str.

Ferčič, A. 2003. Pravni vidiki projektnega financiranja (zasebno financiranih) infrastrukturnih projektov s poudarkom na BOT - poslih. *Podjetje in delo. Revija za gospodarsko, delovno in socialno pravo*, 29, 8: 1884–1898.

Friedman, J.p., Ordeay, N. 1988. *Income Property Appraisal and Analysis*. Prentice hall: 474 str.

Friškovec, S., Janeš, A. 2010. Analiza dejavnikov oglaševanih cen rabljenih stanovanj v Ljubljani in okolici. *Univerza na Primorskem, Management*, 5: 225–242.

Gausemaier, J., Fink, A., Schlake, O. 1996. *Scenario Management. An Approach to Develop Future Potentialis*. *Technological Forecasting and Social Change*, 59, 2: 111–130.

Gehner, E. 2008. *Knowingly taking risk. Investment decision making in real estate development*. Delft, Eburon Academic Publishers: 320 str.

Geltner, M. D., Miller, G. N., Clayton, J., Eicholz, P. 2010. *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. 2nd Editon. USA, Cengage Learning: 848 str.

Gerbec, F. 2010. *Reforma stanovanjskega sektorja in trg najemnih stanovanj. Teze za reformo in ključne predpostavke. Zbornik referatov*. Portorož, 18. in 19. november 2010. Ljubljana, Inštitut za nepremičnine: 236 str.

Grižnič, B. 2009. Nove usmeritve gradbeništva v stanovanjski regiji. Poslovanje z nepremičninami. Zbornik referatov. Portorož, 18. in 19. november 2009. Ljubljana, Inštitut za nepremičnine: 335 str.

Grum, B., Temeljotov Salaj, A. 2010. Pričakovanja potencialnih pridobiteljev stanovanjskih nepremičninskih pravic v RS glede na njihov spol, starost, izobrazbo in zaposlenost. Ljubljana, Geodetski vestnik, 54, 3: 501–516.

Györek, V. 2003. Denar, obresti, investicije. Murska Sobota, Franc-Franc: 79 str.

Hartle Flint S., De Bruin, A. 2000. Residential property investment decisions in New Zealand. Economic and social factors. Massey University Albany Campus. Department of commerce. Pacific Rim Real Society (PRES) Conference: 15 str.

Hegler, J. 2009. Omogočanje stanovanj z neprofitno najemnino. Poslovanje z nepremičninami. Zbornik referatov. Portorož, 18. in 19. november 2009. Ljubljana, Inštitut za nepremičnine: 335 str.

Heywood, C. G., Marsland, R., Morrison, G. M. 2003. Practical Risk Management for Equity Portfolio Managers. 5th Edition. Cambridge, British Actuarial Journal: 1123 str.

Hladnik Tratnik, J. 2010. Razvoj nepremičnine za tržno gradnjo z analizo tveganj v posamezni fazi razvoja. Magistrsko delo. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 92 str.

International Valuation Standards Council. 2011. Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti, London, International Valuation Standards Council: 120 str.

Irwin, R. 1997. Tips and Traps when selling a home, 2nd Edition. New York, McGraw–Hill: 204 str.

Jorion, P. 2007. Financial Risk Manager. 3rd Edition. Handbook. New Jersey, GARP, John Wiley & Sons: 744 str.

Jorion, P. 2007. Value at Risk. 3rd Edition. New York, McGraw–Hill: 602 str.

Kambila, J.-P. 1994. Poslovanje z nepremičninami. Ljubljana, Slovensko nepremičninsko združenje in Gospodarska zbornica Slovenije: 150 str.

Kanduč, N. 2002. Podzakonski akti, ki jih prinaša stanovanjski zakon. Država, državljani, stanovanja. Poslovanje z nepremičninami. Zbornik referatov. Ljubljana, GZS-Gospodarska zbornica Slovenije: str. 104–107.

Keresteš, T. 2004. Uvodni pojmi v interno strokovno gradivo. Izvajanje priprav za opravljanje poslov nepremičninskega posredovanja. Ljubljana, Gea College: 320 str.

Kotler, P. 1996. Marketing management – trženjsko upravljanje. Analiza, načrtovanje izvajanje in nadzor. Ljubljana, Slovenska knjiga: 832 str.

Kožar, A., Marinšek, N. 2003. Zakon o nepremičninskem posredovanju–ZNPosr s komentarjem. 1. izdaja. Ljubljana, CPU-Center za poslovno usposabljanje: 252 str.

Kranjc, S. 2001. Čas lizinga nepremičnin šele prihaja. Finance, 83: 20.

Krušnik, Z. 2004. Projektni management v gradbeništvu pri prodaji za trg. Ljubljana, Projektna mreža Slovenije, 7, 1: 31–38.

Lavrač, I. 2008. Premislek o slovenski stanovanjski in zemljiški politiki. 19. tradicionalni posvet Poslovanje z nepremičninami. Ljubljana, Inštitut za nepremičnine, 3, 1: 118-121.

Lautar, K., Klužer, F. 2009. Razvojne politike in javnofinančni izdatki. Ljubljana, UMAR: 108 str.

Levy, H., Post, T. 2005. Investments. New York, Prentice Hall: 914 str.

Levy, H., Sarnat, M. 1982. Capital Investments and Financial Decisions. Englewood Cliffs, Prentice-Hall: 566 str.

Lumby, S. 1994. Investment Appraisal and Financial Decisions. London, Chapman and Hill: 667 str.

- Mandič, S. 1996. Stanovanje in država. Ljubljana, Znanstveno in publicistično središče: 206 str.
- Mandič, S. 1999. Pravica do stanovanja. Brezdomstvo in druga stanovanjska tveganja ranljivih skupin. Ljubljana, Visoka šola za socialno delo: 311 str.
- Marinšek, N. 2000. Upravljanje z nepremičninami. Ljubljana, GZS-Gospodarska zbornica Slovenije: 25 str.
- Markowitz, H. M. 1959. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. New York, John Wiley & Sons Inc: 436 str.
- Mayo, H. B. 2006. Investments. 8th Edition. Ohio, South-Western: 837 str.
- McKenzie, D. J., Betts, R. M. 2001. Essentials of Real Estate Economics. 4th Edition. Ohio, South-Western Thomson Learning: 470 str.
- McMahan, J. 1989. Property development. 2nd Edition. New York, McGraw–Hill: 488 str.
- Mednarodni standardi ocenjevanja vrednosti. 2006. Sedma izdaja. Ljubljana, Slovenski inštitut za revizijo: 290 str.
- Mihelič, B., Bizjak, I. 2006: Geografski informacijski sistemi kot orodje za določanje prioritetenih območij prenove mest. Ljubljana, Geografski inštitut Antona Melinka in Inštitut za antropološke in prostorske študije ZRC SAZU: str. 177–187.
- Mrak, M. et al., 2005. Projektno financiranje – alternativna oblika financiranja infrastrukturnih objektov. Ljubljana, Služba Vlade Republike Slovenije za lokalno samoupravo in regionalno politiko: 129 str.
- Mramor, D. 1993. Uvod v poslovne finance. Ljubljana, Gospodarski vestnik: 384 str.
- Mramor, D. 1994. Poslovanje iz poslovnih financ. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 125 str.
- Mramor, D. 1997. Poglavlja iz poslovnih financ. Zapiski predavanj. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 125 str.

Mramor, D. 2002. Teorija poslovnih financ. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 191 str.

Mramor, D. et al., 2000. Trg kapitala v Sloveniji. Ljubljana, Gospodarski vestnik: 471 str.

Nevitt, P. K., Fabozzi, F. 1995. Project financing. 6th Edition. London, Euromoney Publications PLC: 411 str.

Oblak, S. 2003. Analiza stanja na trgu stanovanj v Sloveniji. Diplomsko delo. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 50 str.

Pašanovič, A. 2002. Problemi in sporni primeri v poslovanju z nepremičninami. Država, državljani, stanovanja. Poslovanje z nepremičninami. Zbornik referatov. Ljubljana, GZS-Gospodarska zbornica Slovenije: str. 154–155.

Pečar, J. 2006. Regije 2006 – izbrani socio-ekonomski kazalniki po regijah. Urad RS za makroekonomske analize in razvoj, 17, 13: 106–109.

Pennington-Cross, A., Hu, D. 2001. The Evolution of Real Estate in the Economy. Journal of Real Estate Portfolio Management. Grand Forks (ND), 7: 169–176.

Perko, D., Nared, J., Čeh, M., Hladnik, D., Krevs, M., Podobnikar, T., Šmurada, R. 2006. Geografski informacijski sistemi v Sloveniji. Ljubljana, Geografski inštitut Antona Melinka in Inštitut za antropološke in prostorske študije ZRC SAZU: 325 str.

Petavs, S. 2007. Za nepremičninski posel ne potrebujete veliko denarja. Finance, 49: 5.

Platter, R. H. 1988. Real Estate Investment. Analysis and Management. Columbus, Ohio, Meryl Publ. Comp.: 444 str.

Pokorny, B., Petkovšek, S. A. S., Šalej, M., Vrbič Kugonič, N., Ribarič Lasnik, C. 2006. Osnove znanstveno raziskovalnega dela. Velenje, Inštitut za ekološke raziskave ERICo Velenje: 42 str.

Polanc, A. 2005. Inštrumenti stanovanjske politike v Sloveniji. Diplomsko delo. Ekonomska fakulteta: 48 str.

Potočnik, V. 2002. Temelji trženja s primeri iz prakse. Ljubljana, GV založba: 420 str.

- Potočnik, V. 2005. Temelji trženja. Druga dopolnjena izdaja. Ljubljana, GV založba: 536 str.
- Prašnikar, J., Debeljak, Ž. 1998. Ekonomski modeli za poslovno odločanje. Ljubljana, Gospodarski vestnik: 435 str.
- Premik, U. 2007. Nakup in prodaja nepremičnine. Ljubljana, Primath: 648 str.
- Primorje d. d. 2006. Gradbene norme (interno gradivo). Ajdovščina: 368 str.
- Pucelj, M. 2010. Tri tisoč evrov za kvadrat v prestolnici je zgodovina. Finance, 21: 8.
- Pyhrr, S. A. et al., 1989. Real Estate Investment. Strategy, Analysis, Decision. 2nd Edition. New York, Yohn Willy&Sons: 962 str.
- Rakar, A. 2002. Vrednotenje investicijskih projektov. Študijsko gradivo. Ljubljana, Fakulteta za gradbeništvo in geodezijo: 115 str.
- Rebernik, M. 1999. Ekonomika podjetja. Ljubljana, Gospodarski vestnik: 445 str.
- Rebernik, M., Repovž, L. 2000. Od ideje do denarja. Ljubljana, Gospodarski vestnik: 254 str.
- Reilly, F. K., Brown, K. C. 2003. Investment Analysis and Portfolio Management. 7th Edition. Ohio, South-Western: 983 str.
- Reilly, F. K., Brown, K. C. 2006. Investment Analysis and Portfolio Management. 8th Edition. Ohio, South-Western: 1174 str.
- Rejc, A. B., Lahovnik, M. 1998. Priročnik za ekonomiko podjetja. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 118 str.
- Repovž, L. 2002. Viri investiranja investicij, finančna konstrukcija in finančni inženiring. Ljubljana, Seminar CISEF: 18 str.
- Ross, A. S., Westerfield, W. R., Bradford, J. D. 2003. Fundamentals of corporate Finance. Boston, McGraw–Hill Companies: 483 str.

Ross, A. S., Westerfield, W. R., Jaffe, J. F. 2002. Corporate Finance. Boston, McGraw–Hill Companies: 932 str.

Ross, A. S., Westerfield, W. R., Bradford, J. D. 2003. Fundamentals of corporate Finance. Boston, McGraw–Hill Companies: 684 str.

Schwartz, P. 1996. The art of the long view. Paths to strategic insight for yourself and your company. New York, Bantam Doubleday Dell: 272 str.

Senjur, M. 2002. Gospodarska rast in razvojna ekonomika. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 732 str.

Sfiligoj, N. 1993. Marketinško upravljanje. Ljubljana, Fakulteta za družbene vede: 157 str.

Simrajh, T. 2000. Oblikovanje poslovne strategije za dejavnost stanovanjske gradnje podjetja IMOS. Investicijske gradnje. Magistrsko delo. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 128 str.

Slana, M. 2006. Investicijski procesi in vodenje projektov. Ljubljana, Inženirska zbornica Slovenije: 106 str.

Stanovnik, T. 1994. The Sale of Social Housing Stock in Slovenia: What Happened and Why. Edinburgh, Urban Studies: 31, str. 1559–1571.

Stepko, D. 1980. Ekonomika naložb. Ljubljana, Ekonomska fakulteta Borisa Kidriča v Ljubljani: 76 str.

Šinkovec, J., Tratar, B. 2003. Komentar Stanovanjskega zakona in Zakon o graditvi objektov, Zakon o urejanju prostora, Zakon o nepremičninskem poslovanju z vzorci pogodb s področja gradbeništva. Lesce, Založba Oziris: 1000 str.

Šoltes, I. 2009. Problematika javnih naročil na področju poslovanja z nepremičninami. Cenitve, upravljanja, gradnja. Poslovanje z nepremičninami. Zbornik referatov. Portorož, 18. in 19. november 2009. Ljubljana, Inštitut za nepremičnine: 335 str.

Šubic, Kovač. M., 1996. Ocenjevanje tržne vrednosti stavbnih zemljišč. Ljubljana, Ministrstvo za pravosodje RS: 94 str.

Šubic, Kovač. M., 1997. Vrednotenje stavbnih zemljišč. Ljubljana, Univerza v Ljubljani: 197 str.

Šubic, Kovač. M., 1998. Dileme tržnega vrednotenja nepremičnin v Sloveniji. Geodetski vestnik, 42, 3: 237–376.

Šterk, U. 2001. Trženje nepremičnin. Diplomsko delo. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 44 str.

Tajnikar, M. et al., 1998. Upravljalna ekonomika. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 332 str.

The Appraisal of Real Estate. Eleventh edition. 1996. Chicago: Appraisal Institute: 820 str.

Trajkovski, S. 2010. Razvoj nepremičninskih projektov v zaostrenih razmerah. 6. nepremičninska konferenca. Zbornik člankov. Ljubljana, Planet GV, 2, 1: 55-57.

Tratnik, M. 2004. Zakon o varstvu kupcev stanovanj in enostanovanjskih stavb. Ljubljana, PP-Pravna Praksa, 23, 23: 5–9.

Turk, I. 2000. Pojmovnik računovodstva, financ in revizije. Ljubljana, Slovenski inštitut za revizijo: 1082 str.

Turk, I., Kavčič, S., Kokotec Novak, M. 2003. Poslovno računovodstvo. Dopolnjena izdaja. Kočevje, Slovenski inštitut za revizijo: 856 str.

Turk, I., Kavčič, S., Kokotec-Novak, M. 2003. Poslovodno računovodstvo. Dopolnjena izdaja. Ljubljana, Slovenski inštitut za revizijo: 856 str.

Vovko, D., 2007. Pomen kriterijev presojanja dolgoročnih naložb glede na različno stopnjo konkurenčnih trgov, diplomsko delo, Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 58 str.

Waddel, D., Sohal, S. A. 1994. Forecasting. The Key to Managerial Decision making. Management Decision. MCB University Press Limited, 32: 41–49.

Whittington, O. R., Delaney, R. P. 2010. CPA Exam review. New Jersey, John Wiley & Sons: 758 str.

Zakrajšek, P. 1998. Trg nepremičnin v petih evropskih državah. Diplomsko delo. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 57 str.

Zijlstra, S., Gruis, V. 2009. Pričakovanja najemnikov v povezavi s programom »stranka izbira«. Urbani izziv, 20, 2: 14–21.

Zobavnik, I., Blažič, J., Koselj, N. 2003. Nepremičninski investicijski skladi. Zbornik referatov. Ljubljana, Raziskovalni sektor Državnega zbora Republike Slovenije: 368 str.

Zupančič, S. 1992. Ekonomika transporta. Ljubljana, Ekonomska fakulteta: 368 str.

Žlajpah, D. 2003. Tržno vrednotenje. Zbornik seminarjev. Ljubljana, RS Ministrstvo za pravosodje, Združenje sodnih izvedencev in sodnih cenilcev Slovenije za gradbeno Stroko – Sicergras: 105 str.

Nacionalni stanovanjski program. Uradni list RS št. 43/00.

Pravilnik o kriterijih in merilih množičnega vrednotenja nepremičnin. Uradni list RS št. 94/2008.

Pravilnika o merilih in načinu ugotavljanja vrednosti stanovanj in stanovanjskih hiš ter sistemu točkovanja Uradni list SRS št. 25/81 in Uradni list RS št. 181/91, 19/91, 65/99, 127/04 in 6/08.

Socialni sporazum 2007–2009. Uradni list RS št. 93/07.

Stanovanjski zakon (SZ–1). Uradni list RS št. 69/03.

Stvarnopravni zakonik. Uradni list RS št. 87/02.

Ustava RS. Uradni list RS št. 33/91.

Zakon o davčnem postopku. Uradni list RS št. 117/06, 24/08, 125/08, 20/09, 47/09, 48/09, 110/09, 1/10, 43/10, 97/10 in 13/11.

Zakon o davčnem postopku. Uradni list RS št. 117/06, 24/08, 125/08, 20/09, 97/10 in 13/11.

Zakon o davkih občanov. Uradni list SRS št. 36/88, 8/89 in 83/89, Uradni list SFRJ št. 83/89, Uradni list RS št. 48/90, 8/91, 10/91, 17/1991, 14/92, 7/93, 13/93, 66/93, 12/94, 15/95, 77/95, 18/96, 77/96, 80/97, 86/98, 91/98, 1/99, 7/99, 28/99, 110/99, 116/00 in 117/06, 24/08.

Zakon o davku na dediščine in darila. Uradni list RS št. 117/06.

Zakon o davku na dodano vrednost. Uradni list RS št. 117/06, 22/09, 85/09, 10/10, 85/10, 13/11 in 18/11.

Zakon o davku na promet nepremičnin. Uradni list RS št. 117/06.

Zakon o dohodnini. Uradni list RS št. 117/06, 33/07, 45/07, 90/07, 10/08, 78/08, 92/08, 125/08, 20/09, 10/10, 13/10, 28/10, 43/10, 51/10, 106/10, 9/11 in 13/11.

Zakon o graditvi objektov (ZGO-1). Uradni list RS št. 110/02, 55/03, 201/2004.

Zakon o nepremičninskem posredovanju – uradno prečiščeno besedilo, ZNPosr-UPB1. Uradni list RS št. 72/2006.

Zakon o stavbnih zemljiščih. Uradni list RS št. 44/97, 98/99, 1/00, 67/02, 110/02 in 8/03.

Alexa. 2011. Analiza portala nepremicnine.net.

<http://alexa.com/siteinfo/nepremicnine.net> (16. 3. 2011).

Bojc, S. 2011. Nepremičninske agencije v težavah.

<http://www.delo.si/clanek/137803> (4. 3. 2011).

Bošnik, L. 2002. Nelojalna konkurenca.

<http://www.finance.si/22514/Nelojalna-konkurenca> (16. 1. 2011).

Brezovnik, R. 2005. Oblikujmo si donosen in varen portfelj naložb.

<http://www.donos.si> (25. 2. 2011).

Brigham, E. F. 2003. Comparing Projects with Unequal Lives.

http://www.swelwarning.com/finance/brigham/ffm10e/web_cd_appendixes/11D.pdf (5. 6. 2010).

Cekin. 2011. Najemate stanovanje? Pogajajte se za nižjo ceno.

<http://cekin.si/clanek/davki/kako-si-znizati-najemnino.html> (27. 3. 2011).

Cirman, A. 2006. Vrednotenje, cen in cenilci. Gradivo za vaje.

ftp://ftp.ef.uni-lj.si/_dokumenti/predmeti/vrednotenje.dov (23.7.2006).

Čepon, T. 2003. Stroški del so odvisni tudi od načrtovanja.

<http://www.finance.si/60172/Str%B9ki-del-so-odvisni-tudi-od-na%E8rtovanja> (22. 11. 2010).

Dovič, F. 2009. Lažje do subvencij za obnovo stavb.

<http://www.mojdom.dnevnik.si/sl/Uporabno/1406/Lažje+do+subvencij+za+obnovo+stavb>
(30. 9. 2010).

Enkvadrat. 2010. Povpraševanje večje, cene stabilne.

http://www.facebook.com/note.php?note_id=15754931758939&comments (9. 2. 2011).

European Central bank. 2009. Monthly bulletin.

http://www.ecb.int/udl.html?doc_id=MBKAST (28. 3. 2011).

Geodetska Uprava RS. 2011. Poročilo o povprečnih cenah nepremičnin na slovenskem trgu za 4. četrletje 2010.

<http://www.gu.gov.si> (17. 3. 2011).

Geodetska Uprava RS. 2011. Poročilo o slovenskem nepremičninskem trgu za leto 2010.

<http://www.gu.gov.si> (17. 3. 2011).

Herjavec, B., Bajec, S., 2011. Naj novo stanovanje ne postane mišnica.

http://www.vzpon.si/novice/osebne_finance/958/naj_novo_stanovanje_ne_postane_mišnica
(3. 4. 2011).

Informacija o pripravi Strategije razvoja Slovenije 2013–2020. 2011. Vlada RS, Služba vlade RS za razvoj in evropske zadeve.

http://www.svrez.gov.si/si teme_in_projekti/priprava_strategije_razvoja_slovenije_za_obdobje_2013_2020/ (24. 3. 2011).

Investopedia. 2011. Financial Concepts. The Optimal Portfolio.

<http://www.investopedia.com/university/concepts/concepts7.asp> (29. 1. 2011).

KD Finančna točka. 2011. Finančni slovar.

<http://financna-tocka.si/sys/cmspage.aspx?MapaId=4254> (30. 3. 2011).

Klemenčič, M. 2009. Anketa. V Ljubljani je pač vsega več kot drugje.

http://www.finance.si/243944/Anketa_V_Ljubljani_je_pa%28vsega_ve%28kot_drugje (30. 3. 2011).

Kobzeff, J. 2010. How Scenario Analysis Helps Measure Risk When Real Estate Investing.

<http://ezinearticles.com/?How-Scenario-Analysis-Helps-Measure-Risk-When-Real-Estate-Invsting&id=934450> (23. 1. 2011).

Kondža, B. 2011. Podražitev posojil ne bi pomembno vplivala na ceno stanovanj.

<http://www.ibn.si/articels/detail/2645> (17. 3. 2011).

Kos, D. 2011. Investitorji optimistično zrejo v oživljanje nepremičninskega trga.

http://www.siol.net/gospodarstvo/2011/03/kos_nepremicninski_trg.aspx (17. 3. 2011).

Kovač, B. 2010. O oslovi senci.

http://www.mladina.si/tehdnik/201012/o_oslovi_senci (16. 3. 2011).

Kranjc, S. 2005. Gradbeni leasing je dobra tržna niša.

<http://www.finance.si/124310/Gradbeni-lizing-je-dobra-tr%28ena-ni%28a> (12. 2. 2011).

Kucovan, M. 2010. Inflacija ni bila samo 1,9 %.

<http://www.markokucovan.blogspot.com/Inflacija> (30. 1. 2011).

Kužet, Z. 2011. Je stanovanje pametno kupiti sedaj ali še malo počakati.

<http://www.vecer.com/clanekkose2010032205521138> (16. 3. 2011).

Mak, L. 2011. Cenejše nepremičnine – cenejša stanovanja.

http://www.facebook.com/note.php?note_id=151467409985 (30. 1. 2011).

Mandič, S. 1999. Stanovanjska politika po vključitvi Slovenije v EU.

<http://www.sigov.si/zmar/projekti/sgrs/dokument.html> (13. 3. 2011).

Marin, U. 2010. Preživeli bodo samo najboljši (intervju z dr. Andrejo Cirman).

http://www.mladina.si/mednik/201042/prezivele_bodo_samo_najboljsi (31. 12. 2010).

Matjašič, V. 2008. Pogled v poslovno prihodnost z metodo scenarijev.

<http://www.poslovni-bazar.si/?mod=articles&article=1648> (17. 4. 2011).

Mia. 2010. Nepremičnine. Stara stanovanja so konkurenčna novogradnjam.

<http://www.mia.si/novica/334> (30. 9. 2010).

Milič, M. 2011. Prodaja se približno 19.300 stanovanjskih hiš.

<http://mojefinance.finance.si/305661/Ocena-Prodaja-se-pribli%BEno-19.300-stanovanj-in-hi%B9> (22. 4. 2011).

Ministrstvo za okolje in prostor. 2009. V koridor 2. del.

<http://www.mop.gov.si/si/404> (17. 12. 2010).

Nareit - The National Association of Real Estate Investment Trusts. 2011. All About REIT`s.

URL:<http://www.reit.com/AllAboutREITs/tabid/54/Default.aspx> (10. 2. 2011).

Nova ljubljanska banka. 2011. Mesečno poročilo o gibanju vrednosti enote premoženja ter vrsti in sestavi naložb.

<http://www.nlb.si/vzajemniskaldi-sklad-slovenskih-delnic> (30. 2. 2011).

Nova ljubljanska banka. 2011. Prikaz vrednosti EURIBOR-ja ter LIBOR-ja za CHF in LIBOR-ja za USD.

<http://www.nlb.si/vrednost-euribor-lobor> (30. 1. 2011).

Nova ljubljanska banka. NLB Stanovanjski kredit. 2011.

<http://www.nlb.si/stanovanjski-kredit> (30. 1. 2011).

Novi ekonomsko-socialni sporazum 2009–2013. 2008. Združenje delodajalcev Slovenije.

<http://www.google.si/url?sa=t&source=web&cd=1&ved=0CBUQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.zds.si%2Ffile%2F23121%2F10-izhodisca20zds20za20socialni20sporazum202009-2013.pdf&ei=1i3vTZuzNMLm-bct9yJCA&usg=AFQjCNHApemBUInfFTtmU3UJMYIFeIaaeQ> (25. 1. 2011).

Pavlin, B. 2011. Potrebna je nova stanovanjska politika.

<http://www.ibn.si/articels/detail/4510> (5. 4. 2011).

Ploj, M. 2011. Ali kupiti stanovanje po ceni 1.200 evrov za kvadratni meter?

<http://www.financnahisa.si/index.php?site=static&id=355> (7. 4. 2011).

Puschner, M. 2010. Anketa. Ali je naložba v nepremičnino dobra naložba.

http://www.slonep.net/finance/kredit/zavarovanje?view=anketa&id_ankete=33 (3. 4. 2011).

Puschner, M. 2010. Gibanje cen na letni ravni.

<http://www.slonep.net/info/cene-nepremicnin/gibanje-cen-na-letni-ravni> (20. 2. 2011).

Puschner, M. 2010. Primerjava gibanja cen stanovanj in plač v Ljubljani 2001–2010.

<http://www.slonep.net> (24. 2. 2011).

Puschner, M. 2011. Najemnine stanovanj.

<http://www.slonep.net/info/cene-nepremicnin/najemnine-stanovanj> (17. 3. 2011).

Puschner, M. 2011. Povpraševanje po nepremičninah – AMP.

<http://www.slonep.net/slonep/novice/?direct=7308> (17. 2. 2011).

Puschner, M. 2011. Višina posredniške provizije.

<http://www.slonep.net/vodic/prodaja/?view=vodic&direct=32&podr> (17. 3. 2011).

Revoltella, D. 2008. Scenariji v bančnem svetu.

<http://www.gzs.si/pripone/20677> (12. 12. 2010).

Režek, B. 2011. Zlato in zemlja – nujna v finančnem portfelju.

<http://www.moro.si> (3. 3. 2011).

Rogelj, D. 2002. Za kupce so zanimiva manjša stanovanja.

<http://www.finance.si/19203/Za-kupce-so-zanimiva-manj%20a-stanovanja> (16. 2. 2011).

Spivak, M. 2011. Clean Fuel of Future. Business plan.

<http://education.kulichki.net/bp/Biodisel.html> (12. 2. 2011).

Squido, A. 2011. Stanovanje tako ali drugače.

<http://www.squido.com/stanovanje> (5. 1. 2011).

Strategija razvoja Slovenije. 2005. Vlada RS, Urad RS za makroekonomske analize in razvoj.

http://www.google.si/url?sa=t&source=web&cd=1&ved=0CUBUQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.umar.gov.si%2Ffileadmin%2Fuser_upload%2Fprojekti%2F02_StrategijarazvojaSlovenije.pdf&ei=8y7vTebvBoKl-gaPosWkCA&usg=AFQjCNEiTbTzKtUFh0U6UzFQyyo53y_TUQ (23. 9. 2010).

SURS. 2010. Statistični letopis Slovenije 2010.

http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?id=3611 (23. 3. 2011).

SURS. 2011. Poslovne tendence v gradbeništvu.

<http://www.stat.si/Prikazi/Datoteko.aspx?id=4649> (16. 3. 2011).

Štamulak, M. 2010. Smo v banki resnično na varnem?

http://matjazstamulak.blogspot.com/2010_02_01_archive.html (30. 12. 2010).

Štamulak, M. 2010. Matjaž Štamulak Blog

<http://matjazstamulak.blogspot.com> (30. 8. 2011).

UMAR. 2011. Pomladanska napoved gospodarskih gibanj 2011.

[http://www.umar.gov.si/publikacije/single/publikacija/zapisi/pomladanska_napoved_gospodarskih_gibanj_2011/5/?tx_ttnews\[syear\]=2011&cHash=ba93c96a60](http://www.umar.gov.si/publikacije/single/publikacija/zapisi/pomladanska_napoved_gospodarskih_gibanj_2011/5/?tx_ttnews[syear]=2011&cHash=ba93c96a60) (15. 3. 2011).

- Vajngerl, M. 2010. Pomen vlagateljevega profila pri sestavi naložbenega portfelja.
<http://www.probanka-upravljanje.si/.../Provlagatelj%20november%202010.pdf> (29. 1. 2011).
- Verovnik, S. 2011. Znanje je pol pameti. Trg nepremičnin.
<http://www.re-max.si/znanjejepolpameti.aspx> (30. 4. 2011).
- <http://www.blog.uporabnastran.si/2011/01/27/obresti-za-depozite-v-mesecu-januarju-2011/> (4. 2. 2011).
- http://www.dnevnik.si/poslovni_dnevnik/1042252120 (14. 3. 2011).
- <http://www.donos.net> (18. 1. 2011).
- <http://www.exinfm.com> (25. 2. 2011).
- <http://www.financnislovar.com/definicije/absolutni-donos.html> (25. 1. 2011).
- <http://www.gfk.si> (18. 1. 2011).
- <http://www.investopedia.com> (18. 1. 2011).
- <http://www.mladina.si> (22. 2. 2011).
- <http://www.new-york-new-york-real-estate.com/c3.html> (5. 3. 2011).
- <http://www.revijakapital.com> (23. 2. 2011).
- http://www.siol.net/gospodarstvo/2011/03/kos_nepremicninski_trg.aspx (24. 3. 2011).
- http://www.stat.si/novica_prikazi.aspx?id=3456 (4. 2. 2011).
- http://www.zps.si/osebne-finance/nalozbe/vodnik_po_osebni_nalozbah.html (2. 2. 2011).
- http://www.konto-invest.com/index.php?option=com_content&task=view&id=135&Itemid=28 (2. 9. 2011).

št. anketirancev	ŠTANOVANJE	REGIJA	popr. kvadratura [m ²]	popr. cena [€]	popr. najemina [€]	popr. št. dni nezasedeno	popr. nezasedenost	popr. zavarovanja [€]	popr. št. stroški upravljanja [€]	popr. št. stroški popravil [€]
6	4S	dolenjska	120,00	155.850,00	512,50	150	41%	181,25	127,00	577,00
7	4S	gorenjska	121,00	130.650,00	450,00	223	61%	161,67	56,00	490,00
5	4S	goriška	121,00	162.500,00	450,50	64	2%	196,37	96,00	421,00
17	4S	jugovzhodna Slovenija	115,00	85.500,00	360,00	88	4%	136,16	85,00	403,00
9	4S	notrainsko-kraška	100,00	95.000,00	380,50	91	2%	155,98	63,00	554,00
28	4S	obalno-kraška	129,50	243.330,00	451,50	69	19%	183,70	88,00	432,00
5	4S	osrednjeslovenska	130,50	367.250,00	825,00	44	12%	195,15	44,00	633,00
7	4S	podravska	105,00	94.500,00	493,50	66	18%	158,94	53,00	608,00
2	4S	pomurska	114,00	90.500,00	415,50	296	81%	164,74	186,00	431,00
9	4S	savinjska	103,50	115.450,00	381,50	88	24%	145,85	115,00	595,00
4	4S	spodnjesavska	118,00	119.500,00	337,50	146	40%	167,32	91,00	485,00
3	4S	zasavska	121,00	128.800,00	351,00	197	54%	181,66	105,00	465,00
103			117,42	144.983,08	463,50	117,92	32%	168,25	89,00	516,23
8	T	dolenjska	160,00	180.000,00	1.142,40	44	12%	337,00	98,00	170,00
4	T	gorenjska	155,30	181.500,00	1.430,31	55	15%	318,39	42,00	95,00
18	T	goriška	105,70	117.800,00	861,46	11	3%	214,60	55,00	133,00
7	T	jugovzhodna Slovenija	128,00	170.500,00	1.245,44	40	11%	259,68	68,00	218,00
2	T	koroska	181,50	210.600,00	1.317,69	58	16%	389,92	34,00	174,00
4	T	notrainsko-kraška	176,71	197.600,00	1.275,85	26	7%	355,30	53,00	196,00
12	T	obalno-kraška	192,00	361.700,00	3.245,30	26	9%	470,50	77,00	186,00
12	T	osrednjeslovenska	230,00	361.700,00	3.245,30	26	9%	470,50	77,00	186,00
12	T	podravska	210,00	256.000,00	1.562,40	62	7%	419,19	87,00	184,00
1	T	pomurska	285,00	240.000,00	997,50	62	17%	582,47	180,00	166,00
9	T	savinjska	245,70	310.000,00	2.127,76	18	5%	505,15	167,00	194,00
3	T	spodnjesavska	91,60	80.600,00	785,93	80	22%	192,11	59,00	186,00
2	T	zasavska	71,60	80.600,00	305,73	47	13%	156,33	122,00	188,00
94			163,33	193.323,08	1.329,65	39,59	11%	334,64	85,23	173,08
3	GO	dolenjska	185,60	180.600,00	705,28	22	6%	374,28	123,00	164,00
4	GO	gorenjska	350,00	200.000,00	2.173,50	11	3%	619,70	105,00	111,00
4	GO	goriška	280,00	220.500,00	2.332,40	15	4%	575,75	143,00	153,00
6	GO	jugovzhodna Slovenija	170,00	210.000,00	1.016,60	11	3%	349,56	64,00	195,00
3	GO	koroska	191,00	240.000,00	846,13	33	9%	372,74	85,00	128,00
8	GO	notrainsko-kraška	210,00	240.000,00	1.818,60	15	4%	435,81	139,00	184,00
2	GO	obalno-kraška	310,00	280.000,00	2.306,40	7	2%	597,50	107,00	166,00
7	GO	osrednjeslovenska	148,00	240.000,00	1.163,28	4	1%	304,33	76,00	147,00
9	GO	podravska	240,00	240.000,00	1.470,00	5	1%	360,00	107,00	147,00
1	GO	pomurska	240,00	240.000,00	1.708,40	37	10%	507,61	155,00	154,00
4	GO	savinjska	217,80	260.000,00	1.296,91	22	6%	426,21	68,00	147,00
3	GO	spodnjesavska	135,00	160.700,00	569,70	22	6%	277,59	68,00	177,00
2	GO	zasavska	145,00	130.000,00	700,35	18	5%	285,16	143,00	136,00
51			215,08	220.138,46	1.301,51	16,57	5%	424,66	106,54	156,92
4	P	dolenjska	68,00	116.000,00	206,76	186	51%	105,65	62,00	367,00
6	P	gorenjska	80,00	120.000,00	1.161,60	72	20%	95,70	163,00	250,00
4	P	goriška	115,00	160.000,00	1.345,50	47	13%	146,65	74,00	218,00
2	P	jugovzhodna Slovenija	95,00	105.000,00	745,75	55	15%	113,67	33,00	357,00
8	P	koroska	118,00	140.000,00	820,10	60	41%	197,88	49,00	347,00
2	P	notrainsko-kraška	90,00	140.000,00	1.239,30	55	15%	107,51	85,00	271,00
3	P	obalno-kraška	95,00	115.600,00	1.446,85	40	11%	102,81	98,00	238,00
11	P	osrednjeslovenska	140,00	160.000,00	2.346,20	26	7%	166,88	184,00	498,00
2	P	podravska	160,00	190.000,00	654,00	88	24%	123,34	78,00	485,00
2	P	pomurska	155,00	120.000,00	244,90	237	68%	147,34	104,00	215,00
5	P	savinjska	95,00	80.000,00	355,30	37	10%	116,74	143,00	284,00
2	P	spodnjesavska	140,00	140.000,00	1.466,00	162	34%	146,00	68,00	341,00
4	P	zasavska	81,00	80.000,00	455,22	88	20%	88,56	96,00	314,00
55			110,92	127.439,77	929,30	90,97	2%	127,48	97,46	324,69

PRILOGA B: Podatki o povprečni najemnini, stroških, starosti in nezasedenosti stanovanjskih in poslovnih nepremičnin

GARSONJERA	REGIJA	povprečno €/m ²	povprečna najemnina [€/m ²]	povprečni skupni stroški [€/m ²]	povprečna starost stanovanja [leto]	povprečna nezasedenost
G G	dolenjska	1.074,29	8,00	8,94	6,00	24%
G G	gorenjska	2.128,57	7,54	9,69	2,00	63%
G G	goriška	1.387,88	9,71	11,30	26,00	12%
G G	jugovzhodna Slovenija	990,91	5,55	10,33	31,00	13%
G G	koroška	1.198,98	4,70	7,99	2,00	45%
G G	notrajnsko-kraška	1.205,05	4,47	10,01	23,00	17%
G G	obalno-kraška	3.340,00	12,45	14,90	8,00	26%
G G	osrednjeslovenska	3.380,70	13,33	19,39	11,00	8%
G G	podravska	1.246,45	11,38	14,57	11,00	8%
G G	pomurska	1.385,45	5,76	10,89	16,00	51%
G G	savinjska	1.054,55	7,92	12,63	12,00	6%
G G	spodnjesavska	1.317,19	5,81	12,41	2,00	36%
G	zasavska	1.239,19	5,41	10,74	4,00	11%
		1.611,48	7,85	11,83	12,23	25%

ENOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	povprečno €/m ²	povprečna najemnina [€/m ²]	povprečni skupni stroški [€/m ²]	povprečna starost stanovanja [leto]	povprečna nezasedenost
1S	dolenjska	1.224,14	6,15	13,81	1,00	21%
1S	gorenjska	2.222,35	6,76	10,03	17,00	51%
1S	goriška	1.136,89	7,48	7,01	20,50	16%
1S	jugovzhodna slovenija	1.169,23	5,28	12,70	8,00	15%
1S	koroška	1.311,24	5,02	12,23	2,00	47%
1S	notrajnsko-kraška	1.346,81	6,99	12,01	24,67	16%
1S	obalno-kraška	2.822,47	7,93	10,80	27,60	25%
1S	osrednjeslovenska	3.113,51	12,78	17,93	4,60	7%
1S	podravska	1.181,01	8,35	16,23	21,50	1%
1S	pomurska	1.400,00	5,08	8,43	4,00	56%
1S	savinjska	1.133,33	7,50	11,23	3,60	13%
1S	spodnjesavska	756,48	5,37	7,08	3,25	7%
1S	zasavska	1.087,91	4,04	11,08	11,00	51%
		1.531,18	6,83	11,58	10,94	25%

DVOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	povprečno €/m ²	povprečna najemnina [€/m ²]	povprečni skupni stroški [€/m ²]	povprečna starost stanovanja [leto]	povprečna nezasedenost
2S	dolenjska	959,68	7,18	7,32	13,00	7%
2S	gorenjska	1.340,87	6,83	8,41	6,84	24%
2S	goriška	1.225,00	7,86	7,57	23,70	8%
2S	jugovzhodna Slovenija	1.540,30	5,87	10,96	22,25	7%
2S	koroška	1.226,67	4,75	8,92	2,00	46%
2S	notrajnsko-kraška	1.657,48	4,72	10,34	1,50	6%
2S	obalno-kraška	2.452,00	7,46	8,87	9,58	12%
2S	osrednjeslovenska	2.400,81	7,89	12,54	25,50	4%
2S	podravska	962,18	4,40	9,55	3,00	9%
2S	pomurska	1.072,81	6,85	8,45	16,00	51%
2S	savinjska	1.271,17	8,11	10,97	20,25	5%
2S	spodnjesavska	1.270,14	4,31	7,84	2,00	20%
2S	zasavska	1.133,77	3,84	7,75	6,00	42%
		1.424,07	6,16	9,19	14,31	19%

TRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	povprečno €/m ²	povprečna najemnina [€/m ²]	povprečni skupni stroški [€/m ²]	povprečna starost stanovanja [leto]	povprečna nezasedenost
3S	dolenjska	1.450,00	4,66	8,67	9,00	21%
3S	gorenjska	1.502,55	5,00	8,21	7,67	30%
3S	goriška	1.878,47	6,01	7,95	8,67	18%
3S	jugovzhodna Slovenija	1.141,67	5,23	9,22	3,00	10%
3S	koroška	844,76	3,05	6,74	8,25	42%
3S	notrajnsko-kraška	1.262,42	4,03	9,73	8,00	10%
3S	obalno-kraška	2.354,55	6,52	8,35	17,67	15%
3S	osrednjeslovenska	2.216,49	7,01	8,55	11,75	8%
3S	podravska	1.175,39	3,60	8,29	9,00	9%
3S	pomurska	1.137,18	5,01	7,84	8,00	44%
3S	savinjska	1.355,26	3,96	8,41	7,00	15%
3S	spodnjesavska	813,22	4,77	5,78	4,00	4%
3S	zasavska	834,83	3,26	7,24	4,25	40%
		1.382,06	4,78	8,07	7,86	20%

ŠTIRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	povprečno €/m ²	povprečna najemna [€/m ²]	povprečni skupni stroški [€/m ²]	povprečna starost stanovanja [leto]	povprečna nezasedenost
4S	dolenjska	1.298,75	4,27	7,38	7,00	41%
4S	gorenjska	1.079,75	3,72	5,85	4,67	61%
4S	goriška	1.186,13	3,36	5,21	4,00	23%
4S	jugovzhodna Slovenija	856,70	3,72	7,35	5,00	18%
4S	koroška	743,48	4,87	5,43	2,00	4%
4S	notrajnsko-kraška	950,00	3,81	7,73	1,00	25%
4S	obalno-kraška	1.879,00	3,49	5,43	1,67	19%
4S	osrednjeslovenska	2.814,18	6,32	6,68	9,25	12%
4S	podravska	900,00	4,70	7,81	3,00	18%
4S	pomurska	793,86	3,64	6,86	8,00	81%
4S	savinjska	1.115,46	3,69	8,27	14,50	24%
4S	spodnjesavska	1.012,71	2,86	6,30	4,00	40%
4S	zasavska	1.064,46	2,82	6,21	2,00	54%
		1.207,27	3,94	6,65	6,29	32%

TRGOVSKI LOKAL	REGIJA	povprečno €/m ²	povprečna najemna [€/m ²]	povprečni skupni stroški [€/m ²]	povprečna starost stanovanja [leto]	povprečna nezasedenost
T	dolenjska	1.125,00	7,14	3,78	10,00	12%
T	gorenjska	1.168,71	9,21	2,93	12,00	15%
T	goriška	1.114,47	8,15	3,81	4,00	3%
T	jugovzhodna Slovenija	1.332,03	9,73	4,26	8,00	11%
T	koroška	1.160,33	7,26	3,18	7,00	16%
T	notrajnsko-kraška	1.118,22	7,22	3,43	8,00	7%
T	obalno-kraška	1.100,00	11,90	4,74	7,00	4%
T	osrednjeslovenska	1.572,61	14,11	3,19	2,00	7%
T	podravska	1.219,05	7,44	3,29	3,00	9%
T	pomurska	842,11	3,50	3,26	18,00	17%
T	savinjska	1.261,70	8,66	3,53	8,00	5%
T	spodnjesavska	1.262,01	8,58	4,77	13,00	22%
T	zasavska	1.125,70	4,27	6,51	15,00	13%
		1.184,76	8,24	3,90	6,46	11%

GOSTINSKI LOKAL	REGIJA	povprečno €/m ²	povprečna najemna [€/m ²]	povprečni skupni stroški [€/m ²]	povprečna starost stanovanja [leto]	povprečna nezasedenost
GO	dolenjska	973,06	3,80	3,56	7,00	6%
GO	gorenjska	571,43	6,21	2,39	6,00	3%
GO	goriška	787,50	8,33	3,11	2,00	4%
GO	jugovzhodna Slovenija	1.235,29	5,98	3,58	2,00	3%
GO	koroška	1.256,54	4,43	3,07	5,00	9%
GO	notrajnsko-kraška	1.142,86	8,66	3,61	2,00	4%
GO	obalno-kraška	903,23	7,44	2,81	3,00	2%
GO	osrednjeslovenska	1.621,62	7,86	3,56	1,00	1%
GO	podravska	1.380,95	5,77	3,14	2,00	4%
GO	pomurska	861,72	3,20	3,37	13,00	10%
GO	savinjska	1.193,76	5,95	3,03	3,00	2%
GO	spodnjesavska	1.190,37	4,22	3,87	10,00	6%
GO	zasavska	896,55	4,83	3,89	13,00	5%
		1.078,07	5,90	3,31	3,92	5%

PISARNA	REGIJA	povprečno €/m ²	povprečna najemna [€/m ²]	povprečni skupni stroški [€/m ²]	povprečna starost stanovanja [leto]	povprečna nezasedenost
P	dolenjska	1.183,67	2,11	5,86	10,00	51%
P	gorenjska	1.500,00	14,52	6,47	10,00	20%
P	goriška	1.391,30	11,70	3,81	5,00	13%
P	jugovzhodna Slovenija	1.105,26	7,85	5,30	10,00	15%
P	koroška	1.186,44	6,95	5,03	9,00	41%
P	notrajnsko-kraška	1.555,56	13,77	5,15	6,00	15%
P	obalno-kraška	1.216,84	15,23	4,62	5,00	11%
P	osrednjeslovenska	1.142,86	16,78	6,06	3,00	7%
P	podravska	1.187,50	4,09	4,29	4,00	24%
P	pomurska	774,19	1,58	3,01	11,00	65%
P	savinjska	842,11	3,74	5,72	8,00	10%
P	spodnjesavska	1.083,33	8,80	4,53	5,00	28%
P	zasavska	987,65	5,62	6,49	3,00	24%
		1.165,90	8,67	5,10	6,47	25%

PRILOGA C: Povprečna letna rast cene stanovanja

št. anketirancev	GARSONJERA	REGIJA	povprečna rast cen nepremičnine (PESIMISTIČNO)	povprečna rast cen nepremičnine (REALNO)	povprečna rast cen nepremičnine (OPTIMISTIČNO)
8	G	obalno-kraška	-0,34%	1,16%	3,16%
5	G	goriška	-1,34%	2,34%	6,30%
12	G	notrajnsko-kraška	-1,21%	0,58%	2,85%
9	G	gorenjska	0,21%	1,07%	2,53%
18	G	osrednjeslovenska	-0,76%	0,61%	2,50%
7	G	jugovzhodna Slovenija	-0,75%	0,87%	4,02%
4	G	spodnjesavska	-2,17%	-0,21%	1,76%
3	G	zasavska	-0,16%	3,88%	3,98%
9	G	savinjska	-0,67%	1,50%	3,83%
5	G	koroška	-2,83%	-1,99%	1,37%
14	G	podravska	-1,89%	-0,44%	1,09%
11	G	dolenjska	-0,26%	1,96%	6,52%
6	G	pomurska	-6,18%	-0,58%	10,62%

št. anketirancev	ENOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	povprečna rast cen nepremičnine (PESIMISTIČNO)	povprečna rast cen nepremičnine (REALNO)	povprečna rast cen nepremičnine (OPTIMISTIČNO)
6	1S	obalno-kraška	-0,06%	1,14%	2,98%
2	1S	goriška	-3,00%	3,19%	9,78%
9	1S	notrajnsko-kraška	-0,88%	1,17%	4,79%
13	1S	gorenjska	-0,65%	1,27%	4,70%
21	1S	osrednjeslovenska	-0,64%	0,84%	3,27%
13	1S	jugovzhodna Slovenija	-0,50%	0,84%	2,97%
7	1S	spodnjesavska	-0,47%	1,74%	3,35%
2	1S	zasavska	-1,27%	0,97%	2,20%
16	1S	savinjska	-0,51%	3,47%	9,55%
8	1S	koroška	-0,31%	3,07%	5,01%
18	1S	podravska	-1,39%	1,85%	5,49%
7	1S	dolenjska	-1,66%	0,64%	3,67%
4	1S	pomurska	-1,24%	1,00%	2,90%

št. anketirancev	DVOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	povprečna rast cen nepremičnine (PESIMISTIČNO)	povprečna rast cen nepremičnine (REALNO)	povprečna rast cen nepremičnine (OPTIMISTIČNO)
18	2S	obalno-kraška	-0,81%	0,66%	2,94%
7	2S	goriška	-0,72%	2,32%	4,83%
14	2S	notrajnsko-kraška	-2,01%	1,32%	4,18%
8	2S	gorenjska	-0,28%	0,86%	2,50%
27	2S	osrednjeslovenska	-0,49%	0,89%	2,90%
17	2S	jugovzhodna Slovenija	-1,52%	0,77%	3,50%
4	2S	spodnjesavska	-0,48%	3,00%	7,85%
3	2S	zasavska	-1,18%	1,59%	6,27%
12	2S	savinjska	-0,33%	2,40%	6,07%
4	2S	koroška	0,52%	2,84%	6,65%
11	2S	podravska	-1,28%	0,47%	2,01%
4	2S	dolenjska	-0,39%	1,06%	3,10%
2	2S	pomurska	0,65%	-0,33%	-1,31%

št. anketirancev	TRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	povprečna rast cen nepremičnine (PESIMISTIČNO)	povprečna rast cen nepremičnine (REALNO)	povprečna rast cen nepremičnine (OPTIMISTIČNO)
6	3S	obalno-kraška	-0,58%	1,17%	3,26%
4	3S	goriška	0,01%	1,87%	6,11%
18	3S	notrajnsko-kraška	-1,97%	0,53%	2,88%
4	3S	gorenjska	-1,21%	0,96%	3,70%
15	3S	osrednjeslovenska	-0,31%	0,79%	2,00%
21	3S	jugovzhodna Slovenija	-1,95%	0,90%	4,63%
6	3S	spodnjesavska	1,15%	2,78%	3,40%
6	3S	zasavska	-0,57%	2,57%	6,73%
5	3S	savinjska	-1,13%	1,22%	3,45%
2	3S	koroška	-0,18%	1,98%	2,18%
16	3S	podravska	-1,10%	1,49%	4,69%
8	3S	dolenjska	1,33%	1,94%	2,68%
4	3S	pomurska	0,43%	1,30%	2,84%

št. anketirancev	ŠTIRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	povprečna rast cen nepremičnine (PESIMISTIČNO)	povprečna rast cen nepremičnine (REALNO)	povprečna rast cen nepremičnine (OPTIMISTIČNO)
5	4S	obalno-kraška	-0,58%	1,17%	3,26%
5	4S	goriška	0,01%	1,87%	6,11%
9	4S	notrajnsko-kraška	-1,97%	0,53%	2,88%
7	4S	gorenjska	-1,21%	0,96%	3,70%
28	4S	osrednjeslovenska	-0,31%	0,79%	2,00%
17	4S	jugovzhodna Slovenija	-1,95%	0,90%	4,63%
4	4S	spodnjiesavska	1,15%	2,78%	3,40%
3	4S	zasavska	-0,57%	2,57%	6,73%
9	4S	savinjska	-1,13%	1,22%	3,45%
1	4S	koroška	-0,18%	1,98%	2,18%
7	4S	podravska	-1,10%	1,49%	4,69%
6	4S	dolenjska	1,33%	1,94%	2,68%
2	4S	pomurska	0,43%	1,30%	2,84%

št. anketirancev	TRGOVSKI LOKAL	REGIJA	povprečna rast cen nepremičnine (PESIMISTIČNO)	povprečna rast cen nepremičnine (REALNO)	povprečna rast cen nepremičnine (OPTIMISTIČNO)
12	T	obalno-kraška		1,80%	
18	T	goriška		1,80%	
4	T	notrajnsko-kraška		1,80%	
4	T	gorenjska		1,80%	
12	T	osrednjeslovenska	-0,70%	0,21%	0,90%
7	T	jugovzhodna Slovenija		1,80%	
2	T	spodnjiesavska		1,80%	
3	T	zasavska		1,80%	
9	T	savinjska		1,80%	
2	T	koroška		1,80%	
12	T	podravska		1,80%	
8	T	dolenjska		1,80%	
1	T	pomurska		1,80%	

št. anketirancev	GOSTINSKI LOKAL	REGIJA	povprečna rast cen nepremičnine (PESIMISTIČNO)	povprečna rast cen nepremičnine (REALNO)	povprečna rast cen nepremičnine (OPTIMISTIČNO)
8	GO	obalno-kraška		1,80%	
4	GO	goriška		1,80%	
2	GO	notrajnsko-kraška		1,80%	
3	GO	gorenjska		1,80%	
7	GO	osrednjeslovenska	0,33%	1,86%	3,00%
6	GO	jugovzhodna Slovenija		1,80%	
3	GO	spodnjiesavska		1,80%	
2	GO	zasavska		1,80%	
4	GO	savinjska		1,80%	
3	GO	koroška		1,80%	
5	GO	podravska		1,80%	
3	GO	dolenjska		1,80%	
1	GO	pomurska		1,80%	

št. anketirancev	PISARNA	REGIJA	povprečna rast cen nepremičnine (PESIMISTIČNO)	povprečna rast cen nepremičnine (REALNO)	povprečna rast cen nepremičnine (OPTIMISTIČNO)
3	P	obalno-kraška		1,80%	
2	P	goriška		1,80%	
8	P	notrajnsko-kraška		1,80%	
6	P	gorenjska		1,80%	
11	P	osrednjeslovenska	1,47%	4,73%	7,18%
4	P	jugovzhodna Slovenija		1,80%	
2	P	spodnjiesavska		1,80%	
4	P	zasavska		1,80%	
5	P	savinjska		1,80%	
2	P	koroška		1,80%	
2	P	podravska		1,80%	
4	P	dolenjska		1,80%	
2	P	pomurska		1,80%	

PRILOGA D: Gibanje oglaševanih letnih cen stanovanjskih nepremičnin v obdobju 2005–2010 v %

GARSONJERE							
Regija	2005	2006	2007	2008	2009	2010	POVPREČJE
Ljubljana							
	4,13%	3,28%	1,40%	-1,20%	-1,03%	-0,31%	0,61%
Lj - okolica							
	3,72%	3,89%	4,21%	-3,78%	0,01%	-0,93%	0,87%
J primorska							
	3,92%	6,04%	0,13%	-0,58%	0,74%	-1,63%	1,16%
gorenjska							
	7,24%	2,56%	1,57%	-0,84%	-1,34%	2,42%	1,07%
S primorska							
	5,90%	10,29%	2,39%	0,65%	-2,16%	-0,81%	2,34%
savinjska							
	1,07%	2,57%	5,65%	0,50%	-3,91%	3,10%	1,50%
dolenjska							
	5,79%	3,63%	9,55%	-4,99%	2,36%	-2,37%	1,96%
notranjska							
	1,22%	-0,89%	6,92%	-1,22%	0,17%	-2,93%	0,58%
podravska							
	12,98%	-0,20%	0,01%	-0,99%	-0,71%	-3,60%	-0,44%
koroška							
	/	/	/	/	1,37%	-2,83%	-1,99%
zasavska							
	7,82%	3,98%	/	/	/	-0,16%	3,88%
posavska							
	/	/	/	/	-2,17%	1,76%	-0,21%
pomurska							
	/	/	/	-5,08%	-7,28%	10,62%	-0,58%
SLOVENIJA							0,83%

Vir: www.slonep.net, lastni izračun, januar 2011

ENOSOBNA STANOVANJA							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	POVPREČJE
Ljubljana							
	2,50%	4,49%	2,21%	-2,14%	-0,66%	-0,25%	0,84%
Lj - okolica							
	1,83%	6,00%	0,17%	-1,69%	-0,20%	-0,58%	0,84%
J primorska							
	5,11%	2,32%	3,21%	-0,94%	0,55%	-0,60%	1,14%
gorenjska							
	4,30%	4,33%	5,15%	-3,37%	-0,40%	-0,29%	1,27%
S primorska							
	4,83%	17,76%	2,79%	0,53%	-3,02%	-3,85%	3,19%
savinjska							
	6,96%	14,62%	4,99%	-3,28%	-1,68%	1,64%	3,47%
dolenjska							
	12,08%	0,04%	5,61%	-1,95%	-1,71%	-1,51%	0,64%
notranjska							
	9,23%	7,43%	1,26%	-3,67%	-2,44%	1,77%	1,17%
podravska							
	4,96%	10,16%	0,94%	-0,05%	-4,40%	2,03%	1,85%
koroška							
	1,12%	13,10%	-2,31%	6,16%	-2,99%	1,42%	3,07%
zasavska							
	6,34%	4,84%	-1,27%	3,19%	-2,32%	-1,07%	0,97%
posavska							
	-0,91%	4,99%	2,56%	2,85%	-1,89%	0,48%	1,74%
pomurska							
	2,68%	-9,99%	15,84%	1,39%	3,15%	-7,38%	1,00%
SLOVENIJA							1,63%

Vir: www.slonep.net, lastni izračun, januar 2011

DVOSOBNA STANOVANJA							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	POVPREČJE
Ljubljana							
	3,09%	4,21%	1,55%	-1,17%	-0,64%	-0,13%	0,89%
Lj - okolica							
	4,03%	2,38%	4,50%	-0,99%	-1,74%	-1,37%	0,77%
J Primorska							
	7,11%	1,38%	3,68%	-1,93%	-0,41%	-1,03%	0,66%
gorenjska							
	3,58%	2,80%	1,98%	-0,79%	-0,93%	0,65%	0,86%
S primorska							
	8,29%	6,26%	2,70%	3,05%	-3,43%	1,72%	2,32%
savinjska							
	-3,59%	8,85%	5,23%	-0,86%	-0,60%	0,15%	2,40%
dolenjska							
	4,73%	1,14%	4,74%	-0,89%	-0,73%	0,15%	1,06%
notranjska							
	3,44%	7,97%	0,55%	1,77%	-4,14%	-0,28%	1,32%
podravska							
	4,59%	2,11%	1,40%	0,58%	-2,51%	-0,22%	0,47%
koroška							
	-4,16%	2,26%	13,21%	-1,88%	1,87%	-0,55%	2,84%
zasavska							
	6,81%	2,70%	9,73%	-4,35%	0,71%	-2,75%	1,59%
posavska							
	-1,26%	8,36%	9,17%	-1,64%	-1,44%	1,00%	3,00%
pomurska							
	-0,25%	-4,84%	2,00%	-0,07%	2,73%	-1,77%	-0,33%
SLOVENIJA							1,37%

Vir: www.slonep.net, lastni izračun, januar 2011

TRISOBNA STANOVANJA							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	POVPREČJE
Ljubljana							
	4,72%	2,00%	1,46%	0,20%	-0,41%	-0,32%	0,79%
Lj - okolica							
	2,09%	4,53%	5,24%	-2,20%	-2,02%	-1,81%	0,90%
J primorska							
	5,53%	0,91%	5,15%	-0,18%	-0,86%	-0,33%	1,17%
gorenjska							
	2,39%	3,39%	4,27%	-1,14%	-2,31%	0,14%	0,96%
S primorska							
	4,76%	-0,70%	13,19%	-5,15%	1,09%	-0,06%	1,87%
savinjska							
	1,21%	3,28%	4,06%	1,01%	-1,87%	-0,75%	1,22%
dolenjska							
	6,12%	-2,61%	7,28%	1,44%	1,41%	1,19%	1,94%
notranjska							
	2,73%	5,62%	0,17%	0,34%	-1,79%	-2,78%	0,53%
podravska							
	14,98%	4,13%	3,18%	-0,82%	-2,11%	0,10%	1,49%
koroška							
	/	/	2,18%	7,33%	-3,63%	2,24%	1,98%
zasavska							
	1,80%	9,15%	5,29%	-0,99%	-2,65%	2,13%	2,57%
posavska							
	3,19%	9,50%	-2,65%	5,16%	-2,85%	5,14%	2,78%
pomurska							
	11,99%	-3,92%	7,78%	-0,78%	2,76%	-2,18%	1,30%
SLOVENIJA							1,50%

Vir: www.slonep.net, lastni izračun, januar 2011

PRILOGA E: Gibanje oglaševanih cen poslovnih prostorov v Ljubljani v obdobju 2005–2010 v %

Leto	Pisarne	Trgovine	Gostinski lokali
2004	2,80%	0,90%	4,20%
2005	2,30%	-1,60%	-9,60%
2006	9,00%	6,40%	2,60%
2007	14,60%	-2,10%	14,80%
2008	3,80%	3,30%	1,40%
2009	1,00%	-0,50%	2,90%
2010	-0,40%	1,70%	-3,30%
realno	4,73%	0,21%	1,86%
pesimistično	1,47%	-0,70%	0,33%
optimistično	7,18%	0,90%	3,00%

Vir: www.slonep.net, lastni izračun, januar 2011

Namenoma prazna stran.

PRILOGA F: Izračun NPV, IRR, MIRR in PI za stanovanjske in poslovne nepremičnine po posameznih slovenskih regijah

GARSONJERA	REGIJA	NPV _{posam. mesto} t=6 let [€]	NPV _{realno} t=6 let [€]	NPV _{optimalno} t=6 let [€]	NPV _{priskakovano} t=6 let [€]	IRR _{posam. mesto} t=6 let [%]	IRR _{realno} t=6 let [%]	IRR _{optimalno} t=6 let [%]	IRR _{priskakovano} t=6 let [%]
G	dolenjska	-3.373,40 €	881,73 €	9.992,99 €	2.095,76 €	-3,218%	0,769%	7,420%	1,435%
G	gorenjska	-19.973,88 €	-17.160,32 €	-12.253,67 €	-16.637,05 €	-9,364%	-7,766%	-5,238%	-7,534%
G	goriška	-4.218,52 €	3.790,68 €	13.672,42 €	4.258,82 €	-3,426%	2,669%	8,382%	2,574%
G	jugovzhodna Slovenija	-7.864,82 €	-3.405,74 €	5.121,79 €	-2.388,63 €	-5,249%	-2,123%	-2,841%	-3,084%
G	koroska	-19.381,21 €	-17.315,09 €	-9.243,20 €	-15.913,65 €	-12,840%	-11,042%	-5,158%	-10,021%
G	notrainsko-kraška	-13.973,87 €	-9.179,35 €	-2.785,92 €	-8.779,62 €	-8,625%	-5,260%	-1,464%	-5,152%
G	obalno-kraška	-18.941,04 €	-12.413,86 €	-3.479,81 €	-11.812,14 €	-7,372%	-4,540%	-1,179%	-4,408%
G	osrednjeslovenska	-17.235,79 €	-10.665,26 €	-1.705,36 €	-10.067,92 €	-6,449%	-3,793%	-0,564%	-3,650%
G	podravska	-617,28 €	2.428,77 €	5.531,34 €	2.440,90 €	-0,667%	2,452%	5,255%	2,373%
G	pomurska	-16.548,74 €	-9.158,43 €	13.078,00 €	-5.446,90 €	/	-8,363%	9,128%	/
G	savinjska	-1.706,66 €	2.953,92 €	8.147,49 €	3.087,17 €	-1,532%	2,427%	6,138%	2,365%
G	spodnješavska	-12.214,04 €	-8.783,58 €	-5.066,56 €	-8.711,94 €	-11,021%	-7,299%	-3,898%	-7,379%
G	zasavska	-7.430,32 €	1.340,98 €	2.055,18 €	-673,30 €	-5,770%	0,892%	1,358%	-0,657%

GARSONJERA	REGIJA	MIRR _{posam. mesto} t=6 let [%]	MIRR _{realno} t=6 let [%]	MIRR _{optimalno} t=6 let [%]	MIRR _{priskakovano} t=6 let [%]	PI _{posam. mesto} t=6 let [%]	PI _{realno} t=6 let [%]	PI _{optimalno} t=6 let [%]	PI _{priskakovano} t=6 let [%]
G	dolenjska	-3,140%	0,788%	7,408%	1,461%	0,821	1,047	1,532	1,111
G	gorenjska	-7,586%	-6,236%	-4,066%	-6,031%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	goriška	-3,157%	2,780%	8,301%	2,676%	0,816	1,166	1,597	1,186
G	jugovzhodna Slovenija	-4,878%	-1,964%	2,863%	-1,486%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	koroska	-10,810%	-9,315%	-4,182%	-8,406%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	notrainsko-kraška	-7,483%	-4,506%	-1,052%	-4,387%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	obalno-kraška	-6,353%	-3,846%	-0,787%	-3,708%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	osrednjeslovenska	-5,827%	-3,382%	-0,360%	-3,238%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	podravska	0,111%	2,876%	5,344%	2,802%	0,965	1,138	1,315	1,139
G	pomurska	-16,011%	-6,881%	7,782%	-5,498%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	savinjska	-1,110%	2,643%	6,129%	2,576%	0,916	1,146	1,401	1,152
G	spodnješavska	-9,408%	-6,181%	-3,164%	-6,234%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	zasavska	-5,131%	1,068%	1,489%	-0,377%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

ENOSBNO STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=6 let [€]	NPV _{realno} t=6 let [€]	NPV _{optimistično} t=6 let [€]	NPV _{pridakovano} t=6 let [€]	IRR _{pesimistično} t=6 let [6%]	IRR _{realno} t=6 let [6%]	IRR _{optimistično} t=6 let [6%]	IRR _{pridakovano} t=6 let [6%]
1S	dolenjska	-11.903,62 €	-6.472,73 €	1.262,85	-5.896,56 €	-8,366%	-4,138%	0,721%	-3,980%
1S	gorenjska	-26.665,26 €	-18.938,02 €	-3.578,07	-17.029,84 €	-10,165%	-6,678%	-1,110%	-6,158%
1S	goriška	-9.683,11 €	6.224,16 €	28.525,57	7.822,70 €	-6,492%	3,301%	12,162%	3,068%
1S	jugovzhodna Slovenija	-11.398,03 €	-7.380,94 €	-1.074,28	-6.808,55 €	-6,746%	-4,128%	-0,554%	-3,889%
1S	koroska	-15.753,65 €	-7.052,31 €	-1.336,80	-7.798,77 €	-9,608%	-7,368%	-0,665%	-4,452%
1S	notrainsko-kraška	-10.576,76 €	-4.386,22 €	7.056,08	-3.073,28 €	-6,099%	-2,325%	3,277%	-1,868%
1S	obalno-kraška	-27.983,46 €	-20.865,66 €	-9.846,00	-19.890,20 €	-7,879%	-5,588%	-2,456%	-5,378%
1S	osrednjeslovenska	-19.092,50 €	-10.570,52 €	3.228,39	-9.251,29 €	-6,000%	-3,120%	0,869%	-2,843%
1S	podravska	-3.405,97 €	3.909,78 €	13.044,98	4.364,64 €	-2,722%	2,751%	8,071%	2,713%
1S	pomurska	-20.873,78 €	-14.601,03 €	-8.729,94	-14.701,45 €	-11,296%	-7,212%	-4,010%	-7,433%
1S	savinjska	-5.055,84 €	5.436,67 €	24.619,46	7.609,24 €	-3,362%	3,105%	11,456%	3,576%
1S	spodnjesavska	-1.859,17 €	2.899,97 €	6.727,58	2.667,09 €	-1,648%	2,349%	5,121%	2,043%
1S	zasavska	-15.644,95 €	-11.113,90 €	-8.379,19	-11.562,99 €	-11,622%	-7,536%	-5,417%	-8,028%

ENOSBNO STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{realno} t=6 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{pridakovano} t=6 let [6%]	PI _{pesimistično} t=6 let [6%]	PI _{realno} t=6 let [6%]	PI _{optimistično} t=6 let [6%]	PI _{pridakovano} t=6 let [6%]
1S	dolenjska	-7,434%	-3,615%	0,914%	-3,438%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	gorenjska	-8,365%	-5,382%	-0,507%	-4,909%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	goriška	-6,387%	3,332%	12,078%	3,089%	0,669	1,213	1,974	1,267
1S	jugovzhodna Slovenija	-5,941%	-3,599%	-0,289%	-3,357%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	koroska	-7,895%	-2,844%	-0,115%	-3,425%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	notrainsko-kraška	-5,560%	-2,067%	3,311%	-1,596%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	obalno-kraška	-6,639%	-4,649%	-1,855%	-4,448%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	osrednjeslovenska	-5,423%	-2,795%	0,988%	-2,506%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	podravska	-2,285%	2,922%	7,965%	2,881%	0,854	1,168	1,559	1,187
1S	pomurska	-9,285%	-5,810%	-3,038%	-5,986%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	savinjska	-3,297%	3,126%	11,398%	3,588%	0,814	1,200	1,905	1,280
1S	spodnjesavska	-1,296%	2,536%	5,169%	2,236%	0,909	1,142	1,329	1,131
1S	zasavska	-9,505%	-6,043%	-4,225%	-6,454%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

DVOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=6 let [€]	NPV _{realno} t=6 let [€]	NPV _{optimistično} t=6 let [€]	NPV _{prickakovano} t=6 let [€]	IRR _{pesimistično} t=6 let [6%]	IRR _{realno} t=6 let [6%]	IRR _{optimistično} t=6 let [6%]	IRR _{prickakovano} t=6 let [6%]
ZS	dolenjska	-1.075,74 €	4.062,57 €	10.791,90	4.460,33 €	-0,654%	2,318%	5,695%	2,419%
ZS	gorenjska	-12.485,83 €	-7.865,48 €	-1.492,57	-7.427,34 €	-5,751%	-3,473%	-0,618%	-3,329%
ZS	goriška	-4.975,75 €	5.333,61 €	14.881,57	5.143,26 €	-2,645%	2,516%	6,407%	2,199%
ZS	jugovzhodna Slovenija	-22.021,78 €	-11.418,83 €	2.219,11	-10.660,08 €	-7,950%	-3,752%	0,658%	-3,699%
ZS	koroska	-18.966,42 €	-10.183,18 €	6.137,25	-8.298,88 €	-7,931%	-3,866%	2,041%	-3,416%
ZS	notrainsko-kraška	-27.882,53 €	-13.077,12 €	1.563,46	-13.118,33 €	-10,025%	-4,112%	0,442%	-4,452%
ZS	obalno-kraška	-33.172,46 €	-22.617,76 €	-6.003,53	-21.102,88 €	-7,864%	-5,041%	-1,226%	-4,793%
ZS	osrednjeslovenska	-27.886,25 €	-17.869,96 €	-3.361,27	-16.739,36 €	-6,786%	-4,108%	-0,715%	-3,929%
ZS	podravska	-14.288,08 €	-8.077,69 €	-2.287,12	-8.182,65 €	-7,040%	-3,698%	-0,985%	-3,855%
ZS	pomurska	-3.204,71 €	-3.935,61 €	-4.695,47	-3.942,85 €	-3,641%	-4,614%	-5,686%	-4,639%
ZS	savinjska	-4.200,98 €	5.580,24 €	19.729,43	6.672,23 €	-2,144%	2,557%	7,940%	2,728%
ZS	spodnjesavska	-19.998,69 €	-5.565,61 €	18.345,80	-3.196,03 €	-7,851%	-1,907%	5,305%	-1,590%
ZS	zasavska	-24.532,01 €	-14.504,07 €	5.372,66	-12.041,87 €	-10,517%	-5,562%	1,740%	-4,975%

DVOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{realno} t=6 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{prickakovano} t=6 let [6%]	PI _{pesimistično} t=6 let [6%]	PI _{realno} t=6 let [6%]	PI _{optimistično} t=6 let [6%]	PI _{prickakovano} t=6 let [6%]
ZS	dolenjska	-0,195%	2,592%	5,718%	2,677%	0,964	1,137	1,363	1,150
ZS	gorenjska	-5,175%	-3,085%	-0,416%	-2,940%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
ZS	goriška	-2,408%	2,632%	6,392%	2,312%	0,855	1,155	1,434	1,150
ZS	jugovzhodna Slovenija	-7,096%	-3,287%	0,839%	-3,208%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
ZS	koroska	-6,524%	-3,003%	2,280%	-2,563%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
ZS	notrainsko-kraška	-8,691%	-3,426%	0,732%	-3,703%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
ZS	obalno-kraška	-6,832%	-4,335%	-0,850%	-4,088%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
ZS	osrednjeslovenska	-5,966%	-3,572%	-0,435%	-3,387%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
ZS	podravska	-6,367%	-3,322%	-0,785%	-3,449%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
ZS	pomurska	-3,296%	-4,333%	-5,472%	-4,359%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
ZS	savinjska	-1,924%	2,672%	7,874%	2,824%	0,876	1,153	1,554	1,184
ZS	spodnjesavska	-6,732%	-1,401%	5,249%	-1,071%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
ZS	zasavska	-8,757%	-4,477%	2,010%	-3,925%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

TRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=6 let [6%]	NPV _{realno} t=6 let [6%]	NPV _{optimistično} t=6 let [6%]	NPV _{pricakovano} t=6 let [6%]	IRR _{pesimistično} t=6 let [6%]	IRR _{realno} t=6 let [6%]	IRR _{optimistično} t=6 let [6%]	IRR _{pricakovano} t=6 let [6%]
3S	dolenjska	-20.861,55 €	-16.432,94 €	-11.330,09 €	-16.264,38 €	-5,524%	-4,237%	-2,835%	-4,208%
3S	gorenjska	-30.675,40 €	-19.605,14 €	-4.332,11 €	-18.554,45 €	-9,565%	-5,594%	-1,115%	-5,467%
3S	goriška	-26.593,72 €	-14.735,79 €	14.359,48 €	-10.426,46 €	-6,946%	-3,570%	2,983%	-2,776%
3S	Jugovzhodna Slovenija	-19.652,44 €	-7.565,62 €	10.058,92 €	-6.181,19 €	-7,753%	-2,659%	3,087%	-2,496%
3S	Koroška	-22.512,24 €	-14.046,80 €	-12.919,93 €	-15.881,44 €	-8,998%	-5,150%	-4,694%	-5,998%
3S	notrainsko-kraška	-24.703,95 €	-14.728,20 €	-4.356,15 €	-14.629,13 €	-9,926%	-5,340%	-1,445%	-5,513%
3S	obalno-kraška	-37.996,81 €	-24.336,47 €	-7.373,15 €	-23.460,73 €	-8,087%	-4,846%	-1,356%	-4,784%
3S	osrednjeslovenska	-40.663,97 €	-28.675,74 €	-15.529,38 €	-28.386,21 €	-6,760%	-4,547%	-2,346%	-4,550%
3S	podravska	-26.502,27 €	-13.681,90 €	3.970,95 €	-12.473,78 €	-8,658%	-4,027%	1,039%	-3,918%
3S	pomurska	-18.962,22 €	-15.155,71 €	-8.607,29 €	-14.470,23 €	-7,433%	-5,727%	-3,063%	-5,488%
3S	savinjska	-28.025,05 €	-15.306,68 €	-13.318,14 €	-17.989,14 €	-7,732%	-3,873%	-3,337%	-4,704%
3S	spodnjehavska	-1.659,05 €	4.983,87 €	8.293,54 €	4.150,56 €	-0,805%	2,262%	3,661%	1,845%
3S	zasavska	-19.070,97 €	-8.796,58 €	7.151,82 €	-7.378,08 €	-9,227%	-3,760%	2,634%	-3,528%

TRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{realno} t=6 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{pricakovano} t=6 let [6%]	PI _{pesimistično} t=6 let [6%]	PI _{realno} t=6 let [6%]	PI _{optimistično} t=6 let [6%]	PI _{pricakovano} t=6 let [6%]
3S	dolenjska	-4,603%	-3,490%	-2,247%	-3,458%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	gorenjska	-8,129%	-4,657%	-0,639%	-4,521%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	goriška	-5,956%	-2,947%	3,086%	-2,191%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	Jugovzhodna Slovenija	-7,082%	-2,366%	3,130%	-2,171%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	Koroška	-7,446%	-4,144%	-3,732%	-4,867%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	notrainsko-kraška	-8,611%	-4,551%	-1,016%	-4,682%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	obalno-kraška	-6,926%	-4,068%	-0,912%	-3,994%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	osrednjeslovenska	-5,903%	-3,944%	-1,941%	-3,933%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	podravska	-7,473%	-3,350%	1,283%	-3,223%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	pomurska	-6,197%	-4,729%	-2,370%	-4,506%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	savinjska	-6,567%	-3,152%	-2,697%	-3,892%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	spodnjehavska	-0,729%	2,334%	3,722%	1,915%	0,953	1,141	1,234	1,117
3S	zasavska	-7,712%	-2,931%	2,805%	-2,692%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

ŠTIRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=6 let [6%]	NPV _{realno} t=6 let [6%]	NPV _{optimistično} t=6 let [6%]	NPV _{prickovano} t=6 let [6%]	IRR _{pesimistično} t=6 let [6%]	IRR _{realno} t=6 let [6%]	IRR _{optimistično} t=6 let [6%]	IRR _{prickovano} t=6 let [6%]
4S	dolenjska	-30.625,12 €	-25.692,27 €	-19.849,93 €	-25.464,90 €	-6,623%	-5,416%	-4,062%	-5,379%
4S	gorenjska	-41.334,82 €	-29.753,54 €	-13.394,02 €	-28.558,98 €	-11,608%	-7,648%	-3,105%	-7,502%
4S	goriška	-35.602,40 €	-21.693,26 €	12.987,20 €	-16.500,43 €	-7,730%	-4,370%	2,242%	-3,557%
4S	jugovzhodna Slovenija	-22.750,45 €	-10.943,15 €	6.456,38 €	-9.545,09 €	-8,961%	-3,839%	1,977%	-3,666%
4S	koroška	-3.359,16 €	6.498,56 €	8.975,95 €	4.653,48 €	-1,409%	2,498%	3,401%	1,747%
4S	notrainsko-kraška	-25.087,84 €	-15.023,76 €	-4.557,13 €	-14.923,12 €	-9,979%	-5,392%	-1,496%	-5,565%
4S	obalno-kraška	-63.686,34 €	-45.069,22 €	-21.237,61 €	-43.765,60 €	-9,410%	-6,200%	-2,698%	-6,127%
4S	osrednjeslovenska	-83.356,77 €	-64.165,48 €	-42.763,82 €	-63.612,89 €	-8,096%	-5,950%	-3,778%	-5,944%
4S	podravska	-16.787,71 €	-5.483,31 €	9.797,09 €	-4.489,31 €	-6,531%	-1,922%	3,055%	-1,830%
4S	pomurska	-28.352,26 €	-25.302,04 €	-19.303,79 €	-24.565,03 €	-10,823%	-9,334%	-6,710%	-9,050%
4S	savinjska	-29.580,59 €	-17.807,66 €	-5.502,78 €	-17.674,67 €	-9,398%	-5,143%	-1,461%	-5,286%
4S	spodnjesavska	-25.734,36 €	-16.636,81 €	-12.786,05 €	-17.948,51 €	-7,296%	-4,422%	-3,317%	-4,864%
4S	zasavska	-38.378,40 €	-21.059,91 €	6.183,42 €	-18.578,70 €	-10,689%	-5,180%	1,310%	-4,935%

ŠTIRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{realno} t=6 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{prickovano} t=6 let [6%]	PI _{pesimistično} t=6 let [6%]	PI _{realno} t=6 let [6%]	PI _{optimistično} t=6 let [6%]	PI _{prickovano} t=6 let [6%]
4S	dolenjska	-5,404%	-4,373%	-3,195%	-4,336%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	gorenjska	-9,477%	-6,127%	-2,204%	-5,984%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	goriška	-6,515%	-3,562%	2,426%	-2,803%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	jugovzhodna Slovenija	-7,941%	-3,311%	2,111%	-3,113%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	koroška	-1,098%	2,663%	3,643%	1,944%	0,921	1,152	1,210	1,109
4S	notrainsko-kraška	-8,647%	-4,990%	-1,058%	-4,721%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	obalno-kraška	-7,838%	-5,069%	-1,983%	-4,990%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	osrednjeslovenska	-6,858%	-4,998%	-3,074%	-4,982%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	podravska	-5,942%	-1,665%	3,098%	-1,544%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	pomurska	-8,485%	-7,238%	-5,046%	-7,002%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	savinjska	-7,992%	-4,259%	-0,958%	-4,367%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	spodnjesavska	-5,924%	-3,437%	-2,478%	-3,819%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	zasavska	-8,686%	-3,990%	-1,675%	-4,585%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

TRGOVSKI LOKAL	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{pesimistično} t=6 let [6%]	NPV _{realno} t=6 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{realno} t=6 let [6%]	NPV _{optimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{prizakovano} t=6 let [6%]	IRR _{pesimistično} t=6 let [6%]	IRR _{realno} t=6 let [6%]	IRR _{optimistično} t=6 let [6%]	IRR _{prizakovano} t=6 let [6%]
T	dolenjska			6.086,38 €						1,129%		
T	gorenjska			16.796,23 €						3,097%		
T	goriška			13.833,91 €						3,934%		
T	jugovzhodna Slovenija			14.009,84 €						2,749%		
T	koroska			3.693,82 €						0,585%		
T	notrainsko-kraška			11.881,13 €						2,010%		
T	obalno-kraška			25.845,58 €						9,539%		
T	osrednjeslovenska			46.892,71 €						4,560%		
T	podravska			9.612,96 €						1,254%		
T	pomurska			-19.195,79 €						-2,659%		
T	savinjska			27.750,99 €						2,996%		
T	spodnjesavska			1.170,61 €						0,338%		
T	zasavska			-7.711,12 €						-3,179%		

TRGOVSKI LOKAL	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{realno} t=6 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{prizakovano} t=6 let [6%]	PI _{pesimistično} t=6 let [6%]	PI _{realno} t=6 let [6%]	PI _{optimistično} t=6 let [6%]	PI _{prizakovano} t=6 let [6%]
T	dolenjska			1,280%				1,100		
T	gorenjska			3,324%				1,211		
T	goriška			4,133%				1,261		
T	jugovzhodna Slovenija			2,978%				1,197		
T	koroska			0,675%				1,068		
T	notrainsko-kraška			2,221%				1,146		
T	obalno-kraška			8,845%				1,592		
T	osrednjeslovenska			4,775%				1,271		
T	podravska			1,416%				1,108		
T	pomurska			-2,294%				< 1,00		
T	savinjska			3,224%				1,212		
T	spodnjesavska			0,394%				1,053		
T	zasavska			-2,712%				< 1,00		

GOSTINSKI LOKAL	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=6 let [6%]	NPV _{realno} t=6 let [6%]	NPV _{optimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{pricakovano} t=6 let [6%]	IRR _{pesimistično} t=6 let [6%]	IRR _{realno} t=6 let [6%]	IRR _{optimistično} t=6 let [6%]	IRR _{pricakovano} t=6 let [6%]
GO	dolenjska		-11.376,12 €				-2,096%		
GO	gorenjska		58.582,42 €				9,874%		
GO	goriška		60.331,87 €				9,217%		
GO	jugovzhodna Slovenija		-975,02 €				-0,155%		
GO	koroska		-19.607,09 €				-2,716%		
GO	notrainsko-kraška		30.584,98 €				4,271%		
GO	obalno-kraška		47.804,04 €				5,730%		
GO	osrednjeslovenska		1.697,65 €				0,236%		
GO	podravska		-10.861,94 €				-1,247%		
GO	pomurska		-17.396,73 €				-2,750%		
GO	savinjska		1.954,08 €				0,251%		
GO	spodnjesavska		-12.598,35 €				-2,607%		
GO	zasavska		1.157,42 €				0,297%		

GOSTINSKI LOKAL	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{realno} t=6 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{pricakovano} t=6 let [6%]	PI _{pesimistično} t=6 let [6%]	PI _{realno} t=6 let [6%]	PI _{optimistično} t=6 let [6%]	PI _{pricakovano} t=6 let [6%]
GO	dolenjska		-1,832%				< 1,00		
GO	gorenjska		9,095%				1,618		
GO	goriška		8,602%				1,578		
GO	jugovzhodna Slovenija		-0,145%				< 1,00		
GO	koroska		-2,340%				< 1,00		
GO	notrainsko-kraška		4,449%				1,287		
GO	obalno-kraška		5,766%				1,374		
GO	osrednjeslovenska		0,266%				1,048		
GO	podravska		-1,117%				< 1,00		
GO	pomurska		-2,368%				< 1,00		
GO	savinjska		0,293%				1,048		
GO	spodnjesavska		-2,252%				< 1,00		
GO	zasavska		0,347%				1,050		

PISARNA	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{realno} t=6 let [6%]	NPV _{optimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{prizakovano} t=6 let [6%]	IRR _{pesimistično} t=6 let [6%]	IRR _{realno} t=6 let [6%]	IRR _{optimistično} t=6 let [6%]	IRR _{prizakovano} t=6 let [6%]
P	dolenjska	-25.772,47 €					-7,346%		
P	gorenjska	15.722,20 €					4,391%		
P	goriška	19.917,23 €					4,174%		
P	jugovzhodna Slovenija	4.965,24 €					1,580%		
P	koroska	-13.609,27 €					-3,230%		
P	notrainsko-kraška	18.240,17 €					4,366%		
P	obalno-kraška	36.680,90 €					10,676%		
P	osrednjeslovenska	31.692,11 €					6,074%		
P	podravska	-23.427,66 €					-4,093%		
P	pomurska	-27.466,20 €					-8,364%		
P	savinjska	-5.115,27 €					-2,127%		
P	spodnjesavska	3.825,95 €					0,983%		
P	zasavska	-4.332,67 €					-1,602%		

PISARNA	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{realno} t=6 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [6%]	MIRR _{prizakovano} t=6 let [6%]	PI _{pesimistično} t=6 let [6%]	PI _{realno} t=6 let [6%]	PI _{optimistično} t=6 let [6%]	PI _{prizakovano} t=6 let [6%]
P	dolenjska		-5,808%				< 1,00		
P	gorenjska		4,561%				1,295		
P	goriška		4,356%				1,282		
P	jugovzhodna Slovenija		1,768%				1,127		
P	koroska		-2,753%				< 1,00		
P	notrainsko-kraška		4,539%				1,293		
P	obalno-kraška		9,681%				1,666		
P	osrednjeslovenska		6,070%				2,196		
P	podravska		-3,428%				< 1,00		
P	pomurska		-7,524%				< 1,00		
P	savinjska		-1,858%				< 1,00		
P	spodnjesavska		1,119%				1,091		
P	zasavska		-1,588%				< 1,00		

GARSONJERA	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=6 let [8%]	NPV _{realno} t=6 let [8%]	NPV _{optimistično} t=6 let [8%]	NPV _{pricakovano} t=6 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	IRR _{realno} t=6 let [8%]	IRR _{optimistično} t=6 let [8%]	IRR _{pricakovano} t=6 let [8%]
G	dolenjska	-5.022,76 €	-1.200,63 €	6.958,54 €	-116,37 €	-5,010%	-1,097%	5,431%	-0,443%
G	gorenjska	-22.515,62 €	-19.996,74 €	-15.607,67 €	-19.529,19 €	-11,042%	-9,474%	-6,993%	-9,246%
G	goriška	-6.145,18 €	1.040,15 €	9.893,90 €	1.457,26 €	-5,214%	0,767%	6,375%	0,674%
G	jugovzhodna Slovenija	-10.038,79 €	-6.030,80 €	1.609,37 €	-5.122,76 €	-7,004%	-3,936%	0,937%	-3,485%
G	koroska	-20.904,48 €	-19.049,97 €	-11.828,46 €	-17.708,22 €	-14,454%	-12,690%	-6,915%	-11,687%
G	notrainsko-kraška	-15.995,71 €	-11.695,92 €	-5.969,80 €	-11.339,34 €	-10,317%	-7,014%	-3,288%	-6,908%
G	obalno-kraška	-22.328,78 €	-16.472,70 €	-8.469,60 €	-15.935,95 €	-9,087%	-6,308%	-3,009%	-6,178%
G	osrednjeslovenska	-20.881,00 €	-14.976,71 €	-6.942,61 €	-14.444,26 €	-8,230%	-5,575%	-2,405%	-5,446%
G	podravska	-2.221,66 €	524,78 €	3.323,16 €	537,77 €	-2,506%	0,555%	3,306%	0,478%
G	pomurska	-16.548,74 €	-9.158,43 €	13.078,00 €	-5.446,90 €	/	-8,363%	8,129%	/
G	savinjska	-3.575,55 €	616,10 €	5.278,82 €	733,87 €	-3,356%	0,530%	4,172%	0,469%
G	spodnjesavska	-13.445,61 €	-10.371,70 €	-7.043,19 €	-10.308,05 €	-12,668%	-9,015%	-5,678%	-9,094%
G	zasavska	-9.253,61 €	-1.398,25 €	-748,27 €	-3.199,80 €	-7,515%	-0,976%	-0,519%	-2,497%

GARSONJERA	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{realno} t=6 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{pricakovano} t=6 let [8%]	PI _{pesimistično} t=6 let [8%]	PI _{realno} t=6 let [8%]	PI _{optimistično} t=6 let [8%]	PI _{pricakovano} t=6 let [8%]
G	dolenjska	4,918%	-1,063%	5,454%	-0,398%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	gorenjska	-9,114%	-7,789%	-5,655%	-7,586%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	goriška	-4,814%	1,021%	6,433%	0,915%	0,732	1,045	1,432	1,064
G	jugovzhodna Slovenija	-6,582%	-3,740%	0,982%	-3,270%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	koroska	-12,308%	-10,843%	-5,800%	-9,949%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	notrainsko-kraška	-9,072%	-6,156%	-2,770%	-6,039%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	obalno-kraška	-7,962%	-5,508%	-2,509%	-5,372%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	osrednjeslovenska	-7,482%	-5,094%	-2,137%	-4,962%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	podravska	-1,225%	1,481%	3,887%	1,406%	0,874	1,030	1,189	1,031
G	pomurska	-16,011%	-6,881%	7,782%	-5,498%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	savinjska	-2,684%	1,003%	4,417%	0,935%	0,824	1,030	1,260	1,036
G	spodnjesavska	-10,944%	-7,779%	-4,819%	-7,830%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	zasavska	-6,794%	-0,719%	-0,318%	-2,138%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

ENOSBNO STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=6 let [8%]	NPV _{realno} t=6 let [8%]	NPV _{optimistično} t=6 let [8%]	NPV _{prickavano} t=6 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	IRR _{realno} t=6 let [8%]	IRR _{optimistično} t=6 let [8%]	IRR _{prickavano} t=6 let [8%]
1S	dolenjska	-13.706,50 €	-8.836,36 €	-1.909,29 €	-8.322,13 €	-10,063%	-5,914%	-1,144%	-5,759%
1S	gorenjska	-29.680,19 €	-22.764,83 €	-9.028,20 €	-21.059,51 €	-11,829%	-8,407%	-2,942%	-7,896%
1S	goriška	-11.754,37 €	2.495,26 €	22.454,34 €	3.922,62 €	-8,224%	1,388%	10,085%	1,159%
1S	jugovzhodna Slovenija	-13.692,41 €	-10.084,04 €	-4.453,69 €	-9.578,55 €	-8,473%	-5,903%	-2,395%	-5,669%
1S	koroska	-17.689,56 €	-9.906,32 €	-4.793,20 €	-10.573,89 €	-11,282%	-5,550%	-2,505%	-6,222%
1S	notrainsko-kraška	-13.004,26 €	-7.447,61 €	2.798,80 €	-6.275,17 €	-7,838%	-4,134%	1,365%	-3,685%
1S	obalno-kraška	-32.549,09 €	-26.164,57 €	-16.296,75 €	-25.293,79 €	-9,584%	-7,337%	-4,263%	-7,130%
1S	osrednjeslovenska	-23.562,05 €	-15.904,23 €	-3.537,75 €	-14.727,07 €	-7,741%	-4,914%	-0,999%	-4,642%
1S	podravska	-5.417,33 €	1.150,78 €	9.339,29 €	1.555,88 €	-4,524%	0,848%	6,070%	0,811%
1S	pomurska	-22.879,85 €	-17.267,82 €	-12.015,85 €	-17.357,84 €	-12,939%	-8,931%	-5,788%	-9,147%
1S	savinjska	-7.410,51 €	1.996,12 €	19.165,30 €	3.936,76 €	-5,151%	1,196%	9,392%	1,658%
1S	spodnješavska	-3.743,90 €	535,08 €	3.976,14 €	325,60 €	-3,469%	0,454%	3,174%	0,153%
1S	zasavska	-17.080,00 €	-13.027,04 €	-10.580,41 €	-13.428,62 €	-13,259%	-9,248%	-7,169%	-9,731%

ENOSBNO STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{realno} t=6 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{prickavano} t=6 let [8%]	P _{pesimistično} t=6 let [8%]	P _{realno} t=6 let [8%]	P _{optimistično} t=6 let [8%]	P _{prickavano} t=6 let [8%]
1S	dolenjska	-9,046%	-5,306%	-0,867%	-5,131%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	gorenjska	-9,890%	-6,960%	-2,168%	-6,495%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	goriška	-8,089%	1,468%	10,056%	1,226%	0,598	1,085	1,767	1,134
1S	jugovzhodna Slovenija	-7,578%	-5,289%	-2,047%	-5,051%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	koroska	-9,428%	-4,465%	-1,784%	-5,036%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	notrainsko-kraška	-7,234%	-3,820%	1,447%	-3,357%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	obalno-kraška	-8,222%	-6,273%	-3,532%	-6,075%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	osrednjeslovenska	-7,093%	-4,527%	-0,825%	-4,243%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	podravska	-3,861%	1,242%	6,173%	1,199%	0,768	1,049	1,400	1,067
1S	pomurska	-10,791%	-7,376%	-4,651%	-7,549%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	savinjska	-5,071%	1,248%	9,377%	1,701%	0,728	1,073	1,705	1,145
1S	spodnješavska	-2,912%	0,859%	3,448%	0,564%	0,817	1,026	1,195	1,016
1S	zasavska	-11,002%	-7,593%	-5,813%	-8,003%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

DVOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=6 let [8%]	NPV _{realno} t=6 let [8%]	NPV _{optimistično} t=6 let [8%]	NPV _{pricakovano} t=6 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	IRR _{realno} t=6 let [8%]	IRR _{optimistično} t=6 let [8%]	IRR _{pricakovano} t=6 let [8%]
2S	dolenjska	-3.924,46 €	708,11 €	6.754,58 €	1.061,59 €	-2,493%	0,423%	3,737%	0,523%
2S	gorenjska	-15.537,72 €	-11.382,24 €	-5.665,46 €	-10.991,92 €	-7,535%	-5,260%	-2,458%	-5,128%
2S	goriška	-8.005,12 €	1.249,16 €	9.814,64 €	1.076,96 €	-4,448%	0,618%	4,436%	0,306%
2S	jugovzhodna Slovenija	-25.598,80 €	-16.089,49 €	-3.873,77 €	-15.412,89 €	-9,654%	-5,535%	-1,206%	-5,483%
2S	koroska	-22.023,38 €	-14.162,44 €	434,03 €	-12.478,56 €	-9,636%	-5,666%	0,152%	-5,204%
2S	notrainsko-kraška	-31.136,00 €	-17.878,11 €	-4.772,47 €	-17.916,17 €	-11,691%	-5,887%	-1,418%	-6,221%
2S	obalno-kraška	-38.620,60 €	-29.148,18 €	-14.267,01 €	-27.795,99 €	-9,570%	-6,799%	-3,055%	-6,556%
2S	osrednjeslovenska	-33.419,94 €	-24.451,22 €	-11.448,73 €	-23.442,78 €	-8,513%	-5,883%	-2,554%	-5,708%
2S	podravska	-17.017,85 €	-11.440,98 €	-6.244,75 €	-11.536,14 €	-8,761%	-5,481%	-2,819%	-5,636%
2S	pomurska	-4.563,65 €	-5.205,22 €	-5.875,15 €	-5.212,31 €	-5,426%	-6,380%	-7,432%	-6,405%
2S	savinjska	-7.416,27 €	1.370,06 €	14.049,52 €	2.343,34 €	-3,956%	0,658%	5,941%	0,825%
2S	spodnjesavska	-23.284,52 €	-10.363,01 €	11.027,11 €	-8.245,86 €	-9,558%	-3,724%	3,355%	-3,413%
2S	zasavska	-27.173,68 €	-18.199,95 €	-424,36 €	-15.999,49 €	-12,174%	-7,311%	-0,144%	-6,735%

DVOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{realno} t=6 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{pricakovano} t=6 let [8%]	PI _{pesimistično} t=6 let [8%]	PI _{realno} t=6 let [8%]	PI _{optimistično} t=6 let [8%]	PI _{pricakovano} t=6 let [8%]
2S	dolenjska	-1,731%	1,014%	4,071%	1,092%	0,868	1,024	1,227	1,036
2S	gorenjska	-6,842%	-4,803%	-2,194%	-4,661%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	goriška	-4,085%	0,875%	4,570%	0,559%	0,767	1,036	1,286	1,031
2S	jugovzhodna Slovenija	-8,719%	-4,989%	-0,947%	-4,911%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	koroska	-8,090%	-4,632%	0,559%	-4,199%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	notrainsko-kraška	-10,255%	-5,089%	-1,011%	-5,361%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	obalno-kraška	-8,437%	-5,993%	-2,577%	-5,750%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	osrednjeslovenska	-7,603%	-5,261%	-2,189%	-5,079%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	podravska	-8,017%	-5,040%	-2,561%	-5,165%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	pomurska	-5,021%	-6,057%	-7,190%	-6,081%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	savinjska	-3,613%	0,915%	6,015%	1,058%	0,785	1,034	1,393	1,062
2S	spodnjesavska	-8,328%	-3,097%	3,431%	-2,773%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	zasavska	-10,285%	-6,080%	0,294%	-5,538%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

TRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=6 let [8%]	NPV _{realno} t=6 let [8%]	NPV _{optimistično} t=6 let [8%]	NPV _{pricakovano} t=6 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	IRR _{realno} t=6 let [8%]	IRR _{optimistično} t=6 let [8%]	IRR _{pricakovano} t=6 let [8%]
3S	dolenjska	-26.237,94 €	-22.253,85 €	-17.672,39 €	-22.104,51 €	-7,273%	-6,011%	-4,634%	-5,982%
3S	gorenjska	-34.494,17 €	-24.577,73 €	-10.908,75 €	-23.639,60 €	-11,240%	-7,343%	-2,946%	-7,218%
3S	goriška	-31.733,59 €	-21.102,86 €	4.929,96 €	-17.252,34 €	-8,669%	-5,356%	1,076%	-4,576%
3S	jugovzhodna Slovenija	-22.963,80 €	-12.125,54 €	3.655,82 €	-10.889,77 €	-9,461%	-4,461%	1,178%	-4,301%
3S	koroska	-29.557,78 €	-17.980,42 €	-16.965,00 €	-19.620,91 €	-10,683%	-6,459%	-6,459%	-7,515%
3S	notrainsko-kraška	-27.625,10 €	-18.690,73 €	-9.402,53 €	-18.602,27 €	-11,594%	-7,093%	-3,270%	-7,263%
3S	obalno-kraška	-43.761,74 €	-31.694,18 €	-16.502,72 €	-30.913,21 €	-9,789%	-6,608%	-3,183%	-6,547%
3S	osrednjeslovenska	-48.820,20 €	-38.045,92 €	-26.248,64 €	-37.790,17 €	-8,487%	-6,315%	-4,154%	-6,318%
3S	podravska	-30.313,48 €	-18.828,40 €	-3.028,78 €	-17.749,77 €	-10,350%	-5,804%	-0,832%	-5,698%
3S	pomurska	-22.303,73 €	-18.887,15 €	-13.022,50 €	-18.275,13 €	-9,147%	-7,473%	-4,858%	-7,238%
3S	savinjska	-32.719,50 €	-21.325,36 €	-19.527,99 €	-23.724,55 €	-9,441%	-5,653%	-5,127%	-6,469%
3S	spodnjesavska	-5.201,57 €	774,07 €	3.762,19 €	27,19 €	-2,642%	0,368%	1,742%	-0,041%
3S	zasavska	-21.564,06 €	-12.369,60 €	1.894,77 €	-11.102,12 €	-10,908%	-5,542%	0,734%	-5,315%

TRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{realno} t=6 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{pricakovano} t=6 let [8%]	P _{pesimistično} t=6 let [8%]	P _{realno} t=6 let [8%]	P _{optimistično} t=6 let [8%]	P _{pricakovano} t=6 let [8%]
3S	dolenjska	-6,229%	-5,143%	-3,928%	-5,111%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	gorenjska	-9,688%	-6,281%	-2,337%	-6,147%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	goriška	-7,570%	-4,662%	1,299%	-3,899%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	jugovzhodna Slovenija	-8,725%	-4,109%	1,275%	-3,917%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	koroska	-8,995%	-5,723%	-5,351%	-6,448%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	notrainsko-kraška	-10,178%	-6,196%	-2,730%	-6,325%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	obalno-kraška	-8,517%	-5,716%	-2,621%	-5,643%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	osrednjeslovenska	-7,533%	-5,619%	-3,661%	-5,608%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	podravska	-9,059%	-5,015%	-0,469%	-4,890%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	pomurska	-7,782%	-6,344%	-4,030%	-6,125%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	savinjska	-8,159%	-4,810%	-4,369%	-5,537%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	spodnjesavska	-2,516%	0,523%	1,910%	0,110%	0,85	1,02	1,11	1,001
3S	zasavska	-9,264%	-4,569%	1,066%	-4,334%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

STIRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=6 let [8%]	NPV _{realno} t=6 let [8%]	NPV _{optimistično} t=6 let [8%]	NPV _{prickavano} t=6 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	IRR _{realno} t=6 let [8%]	IRR _{optimistično} t=6 let [8%]	IRR _{prickavano} t=6 let [8%]
4S	dolenjska	-36.889,01 €	-32.460,20 €	-27.222,46 €	-32.257,97 €	-8,352%	-7,167%	-5,839%	-7,131%
4S	gorenjska	-45.131,80 €	-34.772,96 €	-20.144,13 €	-33.705,46 €	-13,245%	-9,359%	-4,899%	-9,216%
4S	goriška	-41.562,99 €	-29.100,71 €	1.923,14 €	-24.460,32 €	-9,438%	-6,141%	0,349%	-5,343%
4S	jugovzhodna Slovenija	-25.881,82 €	-15.300,37 €	274,34 €	-14.052,06 €	-10,647%	-5,620%	0,088%	-5,450%
4S	koroska	-7.374,27 €	1.488,77 €	3.743,69 €	-163,26 €	-3,235%	0,599%	1,486%	-0,138%
4S	notrainsko-kraška	-28.034,62 €	-19.017,39 €	-9.644,72 €	-18.928,53 €	-11,646%	-7,144%	-3,320%	-7,314%
4S	obalno-kraška	-71.774,97 €	-55.102,50 €	-33.775,20 €	-53.938,79 €	-11,087%	-7,937%	-4,500%	-7,865%
4S	osrednjeslovenska	-96.470,84 €	-79.248,16 €	-60.063,83 €	-78.757,75 €	-9,798%	-7,691%	-5,560%	-7,685%
4S	podravska	-20.321,35 €	-10.182,86 €	3.502,77 €	-9.296,08 €	-8,262%	-3,738%	1,147%	-3,648%
4S	pomurska	-31.231,57 €	-28.511,14 €	-23.154,14 €	-27.852,00 €	-12,475%	-11,013%	-8,437%	-10,735%
4S	savinjska	-33.358,51 €	-22.814,04 €	-11.798,39 €	-22.696,25 €	-11,076%	-6,899%	-3,286%	-7,040%
4S	spodnjesavska	-30.368,16 €	-22.224,34 €	-18.773,08 €	-23.397,48 €	-9,012%	-6,192%	-5,107%	-6,626%
4S	zasavska	-42.307,17 €	-26.900,55 €	-2.543,21 €	-24.662,87 €	-12,343%	-6,936%	-0,566%	-6,695%

STIRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{realno} t=6 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{prickavano} t=6 let [8%]	PI _{pesimistično} t=6 let [8%]	PI _{realno} t=6 let [8%]	PI _{optimistično} t=6 let [8%]	PI _{prickavano} t=6 let [8%]
4S	dolenjska	-6,992%	-5,982%	-4,828%	-5,946%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	gorenjska	-10,973%	-7,679%	-3,823%	-7,539%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	goriška	-8,102%	-5,205%	0,675%	-4,459%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	jugovzhodna Slovenija	-9,540%	-5,002%	0,315%	-4,807%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	koroska	-2,736%	-0,970%	1,857%	-0,705%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	notrainsko-kraška	-10,212%	-6,233%	-2,769%	-6,362%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	obalno-kraška	-9,385%	-6,666%	-3,636%	-6,588%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	osrednjeslovenska	-8,441%	-6,619%	-4,734%	-6,603%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	podravska	-7,606%	-3,420%	1,244%	-3,301%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	pomurska	-9,965%	-8,736%	-6,578%	-8,504%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	savinjska	-9,553%	-5,891%	-2,651%	-5,997%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	spodnjesavska	-7,494%	-5,052%	-4,111%	-5,427%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	zasavska	-10,193%	-5,576%	-0,007%	-5,338%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

TRGOVSKI LOKAL	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{realno} t=6 let [8%]	NPV _{optimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [8%]	NPV _{pričakovano} t=6 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	IRR _{realno} t=6 let [8%]	IRR _{optimistično} t=6 let [8%]	IRR _{pričakovano} t=6 let [8%]
T	dolenjska	-3.827,42 €						-0,744%		
T	gorenjska	6.151,88 €						1,188%		
T	goriška	6.747,08						2,009%		
T	jugovzhodna Slovenija	4.118,10 €						0,846%		
T	koroska	-7.696,99 €						-1,277%		
T	notrainsko-kraška	681,91 €						0,121%		
T	obalno-kraška	19.433,66 €						7,511%		
T	osrednjeslovenska	25.770,05 €						2,619%		
T	podravska	-4.544,83 €						-0,621%		
T	pomurska	-36.861,69 €						-5,342%		
T	savinjska	9.627,50 €						1,088%		
T	spodnjesavska	-5.029,80 €						-1,520%		
T	zasavska	-11.515,99 €						-4,972%		

TRGOVSKI LOKAL	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{realno} t=6 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{pričakovano} t=6 let [8%]	PI _{pesimistično} t=6 let [8%]	PI _{realno} t=6 let [8%]	PI _{optimistično} t=6 let [8%]	PI _{pričakovano} t=6 let [8%]
T	dolenjska		-0,459%				< 1,00		
T	gorenjska		1,748%				1,091		
T	goriška		2,612%				1,138		
T	jugovzhodna Slovenija		1,373%				1,077		
T	koroska		-1,116%				< 1,00		
T	notrainsko-kraška		0,559%				1,030		
T	obalno-kraška		7,610%				1,449		
T	osrednjeslovenska		3,455%				1,153		
T	podravska		-0,312%				< 1,00		
T	pomurska		-4,700%				< 1,00		
T	savinjska		1,638%				1,091		
T	spodnjesavska		-1,422%				< 1,00		
T	zasavska		-4,417%				< 1,00		

GOSTINSKI LOKAL	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	NPV _{realno} t=6 let [8%]	MIRR _{realno} t=6 let [8%]	NPV _{optimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [8%]	NPV _{pridakovano} t=6 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	IRR _{realno} t=6 let [8%]	IRR _{optimistično} t=6 let [8%]	IRR _{pridakovano} t=6 let [8%]
GO	dolenjska			-20.260,24 €						-3,909%		
GO	gorenjska			44.417,19 €	7,836%					7,839%		
GO	goriška			44.832,83 €	7,336%					7,172%		
GO	jugovzhodna Slovenija			-12.050,22 €	-1,989%					-2,004%		
GO	koroska			-31.140,33 €	-4,065%					-4,518%		
GO	notrainsko-kraška			16.000,71 €	2,951%					2,340%		
GO	obalno-kraška			30.052,23 €	4,354%					3,772%		
GO	osrednjeslovenska			-11.149,19 €	-1,568%					-1,620%		
GO	podravska			-25.577,84 €	-2,911%					-3,076%		
GO	pomurska			-27.448,33 €	-4,091%					-4,551%		
GO	savinjska			-11.949,22 €	-1,531%					-1,606%		
GO	spodnjesavska			-20.353,05 €	-3,982%					-4,410%		
GO	zasavska			-5.806,70 €	-1,473%					-1,560%		

GOSTINSKI LOKAL	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{realno} t=6 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{pridakovano} t=6 let [8%]	PI _{pesimistično} t=6 let [8%]	PI _{realno} t=6 let [8%]	PI _{optimistično} t=6 let [8%]	PI _{pridakovano} t=6 let [8%]
GO	dolenjska		-3,585%				< 1,00		
GO	gorenjska		7,873%				1,473		
GO	goriška		7,336%				1,436		
GO	jugovzhodna Slovenija		-1,989%				< 1,00		
GO	koroska		-4,065%				< 1,00		
GO	notrainsko-kraška		2,951%				1,163		
GO	obalno-kraška		4,354%				1,244		
GO	osrednjeslovenska		-1,568%				< 1,00		
GO	podravska		-2,911%				< 1,00		
GO	pomurska		-4,091%				< 1,00		
GO	savinjska		-1,531%				< 1,00		
GO	spodnjesavska		-3,982%				< 1,00		
GO	zasavska		-1,473%				< 1,00		

PISARNA	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=6 let [8%]	NPV _{realno} t=6 let [8%]	NPV _{optimistično} t=6 let [8%]	NPV _{pričakovano} t=6 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	IRR _{realno} t=6 let [8%]	IRR _{optimistično} t=6 let [8%]	IRR _{pričakovano} t=6 let [8%]
P	dolenjska		-30.356,30 €				-9,061%		
P	gorenjska		8.403,94 €				2,458%		
P	goriška		10.223,12 €				2,242%		
P	jugovzhodna Slovenija		-903,82 €				-0,301%		
P	koroska		-20.204,98 €				-5,022%		
P	notrainsko-kraška		9.708,43 €				2,434%		
P	obalno-kraška		28.228,00 €				8,626%		
P	osrednjeslovenska		74.888,05 €				15,390%		
P	podravska		-13.281,46 €				-2,440%		
P	pomurska		-32.159,16 €				-9,277%		
P	savinjska		-9.046,02 €				-3,940%		
P	spodnjesavska		-3.299,28 €				-0,887%		
P	zasavska		-8.311,00 €				-3,621%		

PISARNA	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{realno} t=6 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=6 let [8%]	MIRR _{pričakovano} t=6 let [8%]	PI _{pesimistično} t=6 let [8%]	PI _{realno} t=6 let [8%]	PI _{optimistično} t=6 let [8%]	PI _{pričakovano} t=6 let [8%]
P	dolenjska		-7,358%				< 1,00		
P	gorenjska		3,070%				1,169		
P	goriška		2,851%				1,157		
P	jugovzhodna Slovenija		-0,068%				< 1,00		
P	koroska		-4,455%				< 1,00		
P	notrainsko-kraška		3,046%				1,168		
P	obalno-kraška		8,489%				1,518		
P	osrednjeslovenska		13,476%				2,040		
P	podravska		-2,381%				< 1,00		
P	pomurska		-7,504%				< 1,00		
P	savinjska		-3,610%				< 1,00		
P	spodnjesavska		-0,634%				< 1,00		
P	zasavska		-3,354%				< 1,00		

GARSONJERA	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [6%]	NPV _{realno} t=18 let [6%]	NPV _{optimistično} t=18 let [6%]	NPV _{pričakovano} t=18 let [6%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	IRR _{realno} t=18 let [6%]	IRR _{optimistično} t=18 let [6%]	IRR _{pričakovano} t=18 let [6%]
G	dolenjska	-8.051,33 €	2.710,87 €	29.120,91 €	6.622,83 €	/	0,786%	5,730%	/
G	gorenjska	-43.019,32 €	-37.716,84 €	-27.810,73 €	-36.565,93 €	/	/	/	/
G	goriška	9.376,90 €	8.729,11 €	38.612,32 €	16.361,86 €	-3,016%	2,039%	6,423%	1,871%
G	jugovzhodna Slovenija	-17.356,98 €	-6.087,24 €	15.726,97 €	-3.451,12 €	/	-1,307%	2,579%	/
G	koroska	-38.473,67 €	-34.478,62 €	-20.995,85 €	-32.106,69 €	/	/	/	/
G	notrainsko-kraška	-28.471,11 €	-18.356,83 €	-3.278,33 €	-17.115,78 €	/	/	-0,531%	/
G	obalno-kraška	-41.148,47 €	-26.927,43 €	-4.668,68 €	-24.715,50 €	/	/	-0,477%	/
G	osrednjeslovenska	-37.384,25 €	-21.117,43 €	1.890,76 €	-19.432,09 €	/	/	0,196%	/
G	podravska	-1.581,62 €	8.218,01 €	19.206,81 €	8.515,30 €	0,711%	3,089%	6,110%	3,250%
G	pomurska	-29.592,66 €	-21.203,57 €	46.415,74 €	-6.396,02 €	/	/	5,873%	/
G	savinjska	-4.606,82 €	7.949,93 €	23.992,77 €	8.820,95 €	-1,608%	2,246%	5,485%	2,092%
G	spodnjesavska	-24.783,09 €	-18.739,41 €	-10.977,59 €	-18.309,88 €	/	/	/	/
G	zasavska	-16.543,60 €	2.841,82 €	7.457,38 €	-850,65 €	/	0,565%	1,445%	/

GARSONJERA	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{realno} t=18 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{pričakovano} t=18 let [6%]	PI _{pesimistično} t=18 let [6%]	PI _{realno} t=18 let [6%]	PI _{optimistično} t=18 let [6%]	PI _{pričakovano} t=18 let [6%]
G	dolenjska	-2,471%	1,069%	5,753%	1,355%	0,573	1,130	2,475	1,327
G	gorenjska	-4,795%	-3,858%	-2,353%	-3,716%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	goriška	-2,174%	2,604%	6,359%	2,348%	0,598	1,363	2,616	1,485
G	jugovzhodna Slovenija	-3,554%	-1,153%	2,723%	-2,784%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	koroska	-7,333%	-6,192%	-2,751%	-5,618%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	notrainsko-kraška	-5,000%	-2,789%	-0,214%	-2,698%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	obalno-kraška	-4,288%	-2,407%	-0,117%	-2,305%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	osrednjeslovenska	-4,092%	-2,119%	0,966%	-1,991%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	podravska	1,499%	4,128%	6,070%	3,956%	0,920	1,470	2,085	1,487
G	pomurska	-10,925%	-5,114%	5,727%	-3,857%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	savinjska	-0,361%	3,066%	5,605%	2,844%	0,777	1,381	2,148	1,422
G	spodnjesavska	-6,398%	-4,139%	-1,951%	-4,157%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
G	zasavska	-3,575%	0,807%	1,560%	-0,100%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

ENOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [6%]	NPV _{realno} t=18 let [6%]	NPV _{optimistično} t=18 let [6%]	NPV _{prickavano} t=18 let [6%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	IRR _{realno} t=18 let [6%]	IRR _{optimistično} t=18 let [6%]	IRR _{prickavano} t=18 let [6%]
1S	dolenjska	-24.713,84 €	-13.798,49 €	4.538,58 €	-11.943,06 €	/	/	0,774%	/
1S	gorenjska	-56.458,74 €	-42.829,35 €	-8.212,71 €	-37.582,54 €	/	/	-0,710%	/
1S	goriška	-18.714,59 €	12.382,92 €	90.975,32 €	24.256,64 €	/	2,104%	8,710%	/
1S	jugovzhodna Slovenija	-24.835,01 €	-15.105,68 €	5,18,15 €	-13.632,06 €	/	/	0,082%	/
1S	koroska	-33.654,35 €	-17.194,91 €	-2.437,68 €	-17.620,46 €	/	/	-0,332%	/
1S	notrainsko-kraška	-22.955,01 €	-8.797,71 €	20.524,01 €	-5.006,61 €	/	-1,583%	2,713%	/
1S	obalno-kraška	-60.800,48 €	-45.008,58 €	-19.245,55 €	-42.575,80 €	/	/	-1,456%	/
1S	osrednjeslovenska	-41.820,42 €	-20.664,63 €	14.345,54 €	-17.201,04 €	/	-2,092%	1,173%	/
1S	podravska	-7.718,54 €	9.471,86 €	36.469,56 €	11.923,69 €	/	2,267%	6,395%	2,116%
1S	pomurska	-43.459,93 €	-33.199,50 €	-21.093,27 €	-32.738,05 €	/	/	/	/
1S	savinjska	-11.855,36 €	12.425,17 €	80.098,52 €	23.273,38 €	/	2,218%	8,409%	/
1S	spodnjesavska	-5.018,31 €	7.692,86 €	20.664,12 €	7.757,88 €	/	2,118%	4,848%	1,844%
1S	zasavska	-32.521,16 €	-25.305,81 €	-19.802,04 €	-25.733,71 €	/	/	/	/

ENOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{realno} t=18 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{prickavano} t=18 let [6%]	PI _{pesimistično} t=18 let [6%]	PI _{realno} t=18 let [6%]	PI _{optimistično} t=18 let [6%]	PI _{prickavano} t=18 let [6%]
1S	dolenjska	-5,174%	-2,409%	0,973%	-2,255%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	gorenjska	-5,416%	-3,431%	-0,008%	-3,072%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	goriška	-4,614%	2,395%	8,501%	2,169%	0,376	1,396	3,955	1,781
1S	jugovzhodna Slovenija	-4,100%	-2,249%	0,282%	-2,079%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	koroska	-5,112%	-1,683%	0,307%	-2,043%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	notrainsko-kraška	-3,965%	-1,298%	2,795%	-0,942%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	obalno-kraška	-4,370%	-2,887%	-0,841%	-2,746%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	osrednjeslovenska	-3,841%	-1,726%	1,308%	-1,496%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	podravska	-1,182%	3,001%	6,317%	2,784%	0,677	1,392	2,507	1,492
1S	pomurska	-6,120%	-3,789%	-1,836%	-3,884%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	savinjska	-2,587%	2,444%	8,238%	2,635%	0,567	1,427	3,799	1,805
1S	spodnjesavska	-0,675%	2,868%	5,103%	2,541%	0,757	1,364	1,983	1,367
1S	zasavska	-6,249%	-3,942%	-2,654%	-4,197%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

DVOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [6%]	NPV _{realno} t=18 let [6%]	NPV _{optimistično} t=18 let [6%]	NPV _{prickavano} t=18 let [6%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	IRR _{realno} t=18 let [6%]	IRR _{optimistično} t=18 let [6%]	IRR _{prickavano} t=18 let [6%]
2S	dolenjska	-4.073,88 €	12.000,23 €	33.367,83 €	13.323,60 €	-0,956%	2,396%	5,496%	2,333%
2S	gorenjska	-27.711,71 €	-15.634,09 €	1.793,82 €	-14.296,52 €	/	-2,316%	0,232%	/
2S	goriška	-11.955,09 €	12.890,56 €	42.553,82 €	14.094,96 €	-2,451%	2,013%	5,306%	1,720%
2S	jugovzhodna Slovenija	-46.035,29 €	-24.271,80 €	8.824,14 €	-21.438,69 €	/	/	0,788%	/
2S	koroška	-41.445,53 €	-23.517,02 €	21.333,65 €	-16.786,48 €	/	/	1,783%	/
2S	notrainsko-kraška	-56.942,02 €	-30.649,60 €	4.687,30 €	-28.388,48 €	/	/	0,385%	/
2S	obalno-kraška	-70.960,31 €	-47.523,18 €	-8.541,38 €	-43.637,01 €	/	/	-0,534%	/
2S	osrednjeslovenska	-60.683,43 €	-36.762,48 €	-487,60 €	-33.674,00 €	/	/	-0,032%	/
2S	podravska	-30.294,71 €	-16.110,84 €	-471,13 €	-15.746,88 €	/	/	-0,065%	/
2S	pomurska	-7.667,58 €	-6.342,78 €	-4.610,43 €	-6.240,89 €	/	-2,647%	-1,958%	/
2S	savinjska	-10.768,57 €	13.784,17 €	56.732,28 €	18.383,01 €	-2,085%	2,081%	6,240%	2,079%
2S	spodnjesavska	-43.126,33 €	-13.931,19 €	58.369,42 €	-3.154,82 €	/	-1,471%	4,034%	/
2S	zasavska	-51.276,21 €	-33.839,86 €	16.146,87 €	-25.702,27 €	/	/	1,349%	/

DVOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{realno} t=18 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{prickavano} t=18 let [6%]	PI _{pesimistično} t=18 let [6%]	PI _{realno} t=18 let [6%]	PI _{optimistično} t=18 let [6%]	PI _{prickavano} t=18 let [6%]
2S	dolenjska	0,428%	3,312%	5,631%	3,171%	0,865	1,396	2,096	1,438
2S	gorenjska	-3,627%	-1,873%	0,401%	-1,743%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	goriška	-1,715%	2,579%	5,421%	2,216%	0,656	1,358	2,194	1,391
2S	jugovzhodna Slovenija	-4,956%	-2,179%	0,938%	-2,094%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	koroška	-4,143%	-1,707%	2,094%	-1,366%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	notrainsko-kraška	-5,956%	-2,357%	0,699%	-2,493%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	obalno-kraška	-4,662%	-2,771%	-0,200%	-2,601%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	osrednjeslovenska	-4,113%	-2,233%	0,180%	-2,100%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	podravska	-4,497%	-2,138%	0,125%	-2,162%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	pomurska	-2,377%	-2,389%	-1,466%	-2,155%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	savinjska	-1,404%	2,635%	6,204%	2,518%	0,687	1,360	2,527	1,483
2S	spodnjesavska	-4,530%	-0,832%	4,069%	-0,531%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	zasavska	-5,814%	-2,915%	1,717%	-2,482%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

TRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{realno} t=18 let [6%]	NPV _{optimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{prickavano} t=18 let [6%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	IRR _{realno} t=18 let [6%]	IRR _{optimistično} t=18 let [6%]	IRR _{prickavano} t=18 let [6%]
3S	dolenjska	-47.146,59 €	-34.192,32 €	-18.773,90 €	-33.576,28 €	/	/	-1,435%	/
3S	gorenjska	-64.299,46 €	-43.654,84 €	-9.011,54 €	-40.155,17 €	/	/	-0,685%	/
3S	goriška	-58.420,95 €	-32.393,75 €	44.294,32 €	-19.728,53 €	/	/	2,416%	/
3S	jugovzhodna Slovenija	-40.403,60 €	-16.213,61 €	27.799,10 €	-11.257,93 €	/	-1,964%	2,454%	/
3S	koroska	-48.381,36 €	-32.246,70 €	-27.934,39 €	-35.202,29 €	/	/	/	/
3S	notrainsko-kraška	-50.528,33 €	-32.344,35 €	-8.731,96 €	-30.987,25 €	/	/	-0,893%	/
3S	obalno-kraška	-81.171,87 €	-53.072,50 €	12.488,28 €	-43.707,15 €	/	/	-0,691%	/
3S	osrednjeslovenska	-88.987,65 €	-58.647,79 €	-22.724,66 €	-57.251,97 €	/	/	-1,092%	/
3S	podravska	-55.958,81 €	-31.737,84 €	12.298,07 €	-26.484,11 €	/	/	0,909%	/
3S	pomurska	-41.628,98 €	-32.535,41 €	-17.029,96 €	-30.932,44 €	/	/	/	/
3S	savinjska	-60.855,38 €	-25.410,14 €	-34.607,20 €	-38.869,98 €	/	/	/	/
3S	spodnjesavska	-6.199,47 €	13.523,61 €	28.402,17 €	12.312,48 €	-1,060%	1,968%	3,807%	1,671%
3S	zasavska	-40.647,28 €	-21.196,70 €	22.445,58 €	-15.148,78 €	/	/	2,082%	/

TRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{realno} t=18 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{prickavano} t=18 let [6%]	PI _{pesimistično} t=18 let [6%]	PI _{realno} t=18 let [6%]	PI _{optimistično} t=18 let [6%]	PI _{prickavano} t=18 let [6%]
3S	dolenjska	-2,895%	-1,951%	-0,888%	-1,921%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	gorenjska	-5,473%	-3,048%	-0,166%	-2,934%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	goriška	-3,984%	-1,788%	2,556%	-1,251%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	jugovzhodna Slovenija	-5,018%	-1,624%	2,540%	-1,432%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	koroska	-4,836%	-2,542%	-2,142%	-3,016%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	notrainsko-kraška	-5,903%	-3,069%	-0,469%	-3,128%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	obalno-kraška	-4,660%	-2,584%	-0,252%	-2,520%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	osrednjeslovenska	-4,035%	-2,447%	-0,785%	-2,429%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	podravska	-5,084%	-2,193%	1,177%	-2,073%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	pomurska	-3,998%	-2,869%	-1,131%	-2,717%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	savinjska	-4,364%	-1,941%	-1,379%	-2,406%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	spodnjesavska	-0,730%	2,367%	4,141%	2,036%	0,817	1,360	1,774	1,328
3S	zasavska	-5,085%	-1,818%	2,339%	-1,596%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [6%]	NPV _{realno} t=18 let [6%]	NPV _{optimistično} t=18 let [6%]	NPV _{pričakovano} t=18 let [6%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	IRR _{realno} t=18 let [6%]	IRR _{optimistično} t=18 let [6%]	IRR _{pričakovano} t=18 let [6%]
4S	dolenjska	-67.948,89 €	-55.254,30 €	-39.671,66 €	-54.532,29 €	/	/	/	/
4S	gorenjska	-86.042,21 €	-67.646,89 €	-33.919,54 €	-63.813,88 €	/	/	/	/
4S	goriška	-77.545,55 €	-48.493,69 €	41.339,81 €	-33.298,28 €	/	/	1,861%	/
4S	jugovzhodna Slovenija	-46.644,86 €	-24.319,37 €	17.766,17 €	-19.379,36 €	/	/	1,554%	/
4S	koroška	-9.688,80 €	17.013,78 €	32.753,70 €	14.273,12 €	-1,540%	2,197%	3,976%	1,708%
4S	notrainsko-kraška	-51.309,36 €	-33.023,38 €	-9.257,33 €	-31.653,36 €	/	/	-0,937%	/
4S	obalno-kraška	-135.566,36 €	-100.457,06 €	-47.516,50 €	-95.999,25 €	/	/	/	/
4S	osrednjeslovenska	-179.998,39 €	-136.621,93 €	-84.037,05 €	-134.319,83 €	/	/	/	/
4S	podravska	-35.982,63 €	-11.728,58 €	28.327,45 €	-7.778,09 €	/	-1,378%	2,526%	/
4S	pomurska	-60.614,48 €	-56.810,81 €	-46.678,07 €	-55.228,54 €	/	/	/	/
4S	savinjska	-62.181,53 €	-40.173,95 €	-11.474,44 €	-38.500,97 €	/	/	-0,909%	/
4S	spodnjesavska	-56.667,16 €	-37.295,77 €	-26.647,32 €	-39.476,51 €	/	/	/	/
4S	zasavska	-81.176,75 €	-50.692,21 €	21.603,21 €	-40.239,49 €	/	/	1,140%	/

STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{realno} t=18 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{pričakovano} t=18 let [6%]	PI _{pesimistično} t=18 let [6%]	PI _{realno} t=18 let [6%]	PI _{optimistično} t=18 let [6%]	PI _{pričakovano} t=18 let [6%]
4S	dolenjska	-3,310%	-2,504%	-1,578%	-2,474%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	gorenjska	-6,218%	-3,987%	-1,255%	-3,862%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	goriška	-4,285%	-2,178%	2,102%	-1,635%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	jugovzhodna Slovenija	-5,515%	-2,262%	1,690%	-2,087%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	koroška	-0,623%	2,891%	4,444%	2,401%	0,744	1,383	1,750	1,323
4S	notrainsko-kraška	-5,924%	-3,095%	-0,500%	-3,154%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	obalno-kraška	-5,157%	-3,226%	-1,021%	-3,158%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	osrednjeslovenska	-4,555%	-3,141%	-1,625%	-3,116%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	podravska	-4,223%	-1,082%	2,610%	-0,944%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	pomurska	-5,140%	-4,360%	-2,927%	-4,197%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	savinjska	-5,378%	-2,782%	-0,370%	-2,828%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	spodnjesavska	-3,635%	-1,897%	-1,143%	-2,143%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	zasavska	-5,611%	-2,459%	1,610%	-2,230%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

TRGOVSKI LOKAL	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{realno} t=18 let [6%]	NPV _{optimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{pricakovano} t=18 let [6%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	IRR _{realno} t=18 let [6%]	IRR _{optimistično} t=18 let [6%]	IRR _{pricakovano} t=18 let [6%]
T	dolenjska	22.810,98 €					1,418%		
T	gorenjska	48.585,24 €					3,042%		
T	goriška	38.572,31 €					3,746%		
T	jugovzhodna Slovenija	41.396,07 €					2,752%		
T	koroska	18.462,74 €					0,977%		
T	notrainsko-kraška	37.521,62 €					2,140%		
T	obalno-kraška	66.195,30 €					8,685%		
T	osrednjeslovenska	139.316,70 €					4,937%		
T	podravska	34.738,74 €					1,520%		
T	pomurska	-35.137,90 €					-1,590%		
T	savinjska	80.734,58 €					2,985%		
T	spodnjesavska	8.077,46 €					0,777%		
T	zasavska	-14.835,47 €					-1,991%		

TRGOVSKI LOKAL	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{realno} t=18 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{pricakovano} t=18 let [6%]	PI _{pesimistično} t=18 let [6%]	PI _{realno} t=18 let [6%]	PI _{optimistično} t=18 let [6%]	PI _{pricakovano} t=18 let [6%]
T	dolenjska		2,054%				1,253		
T	gorenjska		3,798%				1,535		
T	goriška		4,409%				1,655		
T	jugovzhodna Slovenija		3,524%				1,486		
T	koroska		1,466%				1,175		
T	notrainsko-kraška		2,898%				1,380		
T	obalno-kraška		7,417%				2,450		
T	osrednjeslovenska		5,365%				1,771		
T	podravska		2,181%				1,271		
T	pomurska		-1,181%				< 1,00		
T	savinjska		3,720%				1,521		
T	spodnjesavska		1,177%				1,140		
T	zasavska		-1,456%				< 1,00		

GOSTINSKI LOKAL	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [6%]	NPV _{realno} t=18 let [6%]	NPV _{optimistično} t=18 let [6%]	NPV _{pričakovano} t=18 let [6%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	IRR _{realno} t=18 let [6%]	IRR _{optimistično} t=18 let [6%]	IRR _{pričakovano} t=18 let [6%]
GO	dolenjska		-19.075,38 €				-1,152%		
GO	gorenjska		149.723,96 €				8,962%		
GO	goriška		154.498,25 €				8,346%		
GO	jugovzhodna Slovenija		7.229,18 €				0,381%		
GO	koroska		-36.124,67 €				-1,634%		
GO	notrainsko-kraška		84.346,95 €				4,031%		
GO	obalno-kraška		127.499,09 €				5,283%		
GO	osrednjeslovenska		14.870,58 €				0,686%		
GO	podravska		-12.856,01 €				-0,487%		
GO	pomurska		-32.121,58 €				-1,660%		
GO	savinjska		16.538,09 €				0,707%		
GO	spodnjesavska		-22.915,81 €				-1,549%		
GO	zasavska		8.702,00 €				0,744%		

GOSTINSKI LOKAL	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{realno} t=18 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{pričakovano} t=18 let [6%]	PI _{pesimistično} t=18 let [6%]	PI _{realno} t=18 let [6%]	PI _{optimistično} t=18 let [6%]	PI _{pričakovano} t=18 let [6%]
GO	dolenjska		-0,873%				< 1,00		
GO	gorenjska		7,1557%				2,497		
GO	goriška		7,269%				2,401		
GO	jugovzhodna Slovenija		0,601%				1,069		
GO	koroska		-1,211%				< 1,00		
GO	notrainsko-kraška		4,639%				1,703		
GO	obalno-kraška		5,543%				3,854		
GO	osrednjeslovenska		1,014%				1,125		
GO	podravska		-0,366%				< 1,00		
GO	pomurska		-1,229%				< 1,00		
GO	savinjska		1,072%				1,127		
GO	spodnjesavska		-1,153%				< 1,00		
GO	zasavska		1,128%				1,134		

PISARNA	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{realno} t=18 let [6%]	NPV _{optimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{pricakovano} t=18 let [6%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	IRR _{realno} t=18 let [6%]	IRR _{optimistično} t=18 let [6%]	IRR _{pricakovano} t=18 let [6%]
P	dolenjska	-56.573,41 €					/		
P	gorenjska	43.204,86 €					4,134%		
P	goriška	55.096,57 €					3,947%		
P	jugovzhodna Slovenija	16.702,34 €					1,786%		
P	koroška	-26.285,50 €					-2,030%		
P	notrainsko-kraška	-120.548,45 €					/		
P	obalno-kraška	93.069,66 €					9,694%		
P	osrednjeslovenska	223.974,40 €					14,630%		
P	podravska	-47.573,28 €					/		
P	pomurska	-44.819,95 €					/		
P	savinjska	-8.632,22 €					-1,177%		
P	spodnjesavska	15.107,04 €					1,299%		
P	zasavska	-6.753,81 €					-0,923%		

PISARNA	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{realno} t=18 let [6%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [6%]	MIRR _{pricakovano} t=18 let [6%]	PI _{pesimistično} t=18 let [6%]	PI _{realno} t=18 let [6%]	PI _{optimistično} t=18 let [6%]	PI _{pricakovano} t=18 let [6%]
P	dolenjska		-3,408%				< 1,00		
P	gorenjska		4,719%				2,320		
P	goriška		4,572%				1,689		
P	jugovzhodna Slovenija		2,501%				1,318		
P	koroška		-1,482%				< 1,00		
P	notrainsko-kraška		-5,064%				< 1,00		
P	obalno-kraška		7,880%				2,610		
P	osrednjeslovenska		10,054%				3,220		
P	podravska		-1,919%				< 1,00		
P	pomurska		-2,721%				< 1,00		
P	savinjska		-0,890%				< 1,00		
P	spodnjesavska		1,901%				1,232		
P	zasavska		-0,707%				< 1,00		

GARSONJERA	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [8%]	NPV _{realno} t=18 let [8%]	NPV _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{pričakovano} t=18 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{realno} t=18 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	IRR _{realno} t=18 let [8%]	IRR _{optimistično} t=18 let [8%]	IRR _{pričakovano} t=18 let [8%]
G	dolenjska	-11.345,88 €	-3.197,13 €	16.100,27 €	-409,97 €	-409,97 €	-409,97 €	-1,031%	-1,031%	3,772%	/
G	gorenjska	-46.458,24 €	-42.575,67 €	-41.755,05 €	-43.341,16 €	-43.341,16 €	-43.341,16 €	/	/	/	/
G	goriška	-13.032,01 €	547,82 €	22.500,09 €	2.640,92 €	2.640,92 €	2.640,92 €	/	0,149%	4,452%	/
G	jugovzhodna Slovenija	-21.179,54 €	-12.579,40 €	3.518,58 €	-10.704,94 €	-10.704,94 €	-10.704,94 €	/	/	0,679%	/
G	koroska	-39.233,75 €	-36.190,14 €	-26.381,24 €	-34.498,82 €	-34.498,82 €	-34.498,82 €	/	/	/	/
G	notrainsko-kraška	-31.235,68 €	-23.635,97 €	-12.513,55 €	-22.755,29 €	-22.755,29 €	-22.755,29 €	/	/	/	/
G	obalno-kraška	-46.414,35 €	-35.435,30 €	-19.312,35 €	-34.149,33 €	-34.149,33 €	-34.149,33 €	/	/	/	/
G	osrednjeslovenska	-43.287,15 €	-30.881,89 €	-13.709,91 €	-29.690,21 €	-29.690,21 €	-29.690,21 €	/	/	-1,660%	/
G	podravska	-4.956,68 €	2.721,96 €	11.208,04 €	2.923,82 €	2.923,82 €	2.923,82 €	-2,550%	1,180%	4,145%	0,989%
G	pomurska	-28.934,66 €	-22.850,09 €	25.536,64 €	-12.274,55 €	-12.274,55 €	-12.274,55 €	/	/	/	/
G	savinjska	-8.534,11 €	1.073,29 €	13.132,69 €	1.686,29 €	1.686,29 €	1.686,29 €	-3,430%	0,353%	3,532%	0,202%
G	spodnjeavska	-25.857,58 €	-21.355,56 €	-15.637,72 €	-21.051,61 €	-21.051,61 €	-21.051,61 €	/	/	/	/
G	zasavska	-19.753,01 €	-5.539,90 €	-1.899,47 €	-8.183,07 €	-8.183,07 €	-8.183,07 €	/	-1,297%	-0,433%	/

GARSONJERA	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{realno} t=18 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{pričakovano} t=18 let [8%]	PI _{pesimistično} t=18 let [8%]	PI _{realno} t=18 let [8%]	PI _{optimistično} t=18 let [8%]	PI _{pričakovano} t=18 let [8%]
G	dolenjska	-4,179%	-0,511%	4,179%	-0,256%	<1,00	<1,00	<1,00	<1,00
G	gorenjska	-6,339%	-5,422%	-3,946%	-5,282%	<1,00	<1,00	<1,00	<1,00
G	goriška	-3,346%	1,467%	5,064%	1,163%	0,436	1,011	1,932	1,098
G	jugovzhodna Slovenija	-5,219%	-2,925%	1,014%	-2,514%	<1,00	<1,00	<1,00	<1,00
G	koroska	-8,848%	-7,736%	-4,371%	-7,173%	<1,00	<1,00	<1,00	<1,00
G	notrainsko-kraška	-6,587%	-4,445%	-1,956%	-4,358%	<1,00	<1,00	<1,00	<1,00
G	obalno-kraška	-5,884%	-4,062%	-1,847%	-3,964%	<1,00	<1,00	<1,00	<1,00
G	osrednjeslovenska	-5,719%	-1,388%	-1,398%	-3,693%	<1,00	<1,00	<1,00	<1,00
G	podravska	1,387%	3,865%	5,675%	3,695%	0,725	1,157	1,632	1,168
G	pomurska	-12,367%	-6,669%	3,973%	-5,433%	<1,00	<1,00	<1,00	<1,00
G	savinjska	-1,130%	2,275%	4,706%	2,032%	0,582	1,045	1,623	1,074
G	spodnjeavska	-7,939%	-5,738%	-3,609%	-5,756%	<1,00	<1,00	<1,00	<1,00
G	zasavska	-5,210%	-0,959%	-0,239%	-1,842%	<1,00	<1,00	<1,00	<1,00

ENOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [8%]	NPV _{realno} t=18 let [8%]	NPV _{optimistično} t=18 let [8%]	NPV _{pričakovano} t=18 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	IRR _{realno} t=18 let [8%]	IRR _{optimistično} t=18 let [8%]	IRR _{pričakovano} t=18 let [8%]
1S	dolenjska	-27.091,71 €	-18.908,76 €	-5.448,40 €	-17.589,41 €	/	/	-1,092%	/
1S	gorenjska	-59.828,63 €	-49.894,87 €	-24.982,26 €	-46.150,16 €	/	/	/	/
1S	goriška	-21.895,95 €	1.067,74 €	57.913,24 €	9.538,19 €	/	0,213%	6,697%	/
1S	jugovzhodna Slovenija	-28.538,13 €	-21.151,41 €	-9.581,31 €	-20.105,57 €	/	/	-1,772%	/
1S	koroska	-36.065,57 €	-24.182,48 €	-13.523,07 €	-24.488,40 €	/	/	/	/
1S	notrainsko-kraška	-26.973,07 €	-16.288,71 €	5.193,54 €	-13.589,24 €	/	/	0,811%	/
1S	obalno-kraška	-67.752,76 €	-55.925,21 €	-37.009,18 €	-54.153,09 €	/	/	/	/
1S	osrednjeslovenska	-49.359,04 €	-33.247,64 €	-7.301,97 €	-30.789,07 €	/	/	-0,701%	/
1S	podravska	-11.655,51 €	1.336,89 €	21.290,49 €	3.077,19 €	/	0,373%	4,424%	/
1S	pomurska	-45.194,06 €	-37.745,76 €	-28.986,40 €	-37.418,00 €	/	/	-4,746%	/
1S	savinjska	-16.474,27 €	1.552,34 €	50.531,99 €	9.290,60 €	/	0,325%	6,401%	/
1S	spodnješavska	-8.992,10 €	707,00 €	10.553,56 €	743,87 €	/	0,227%	2,906%	/
1S	zasavska	-33.667,96 €	-28.448,62 €	-24.455,90 €	-28.755,28 €	/	/	/	/

ENOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{realno} t=18 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{pričakovano} t=18 let [8%]	PI _{pesimistično} t=18 let [8%]	PI _{realno} t=18 let [8%]	PI _{optimistično} t=18 let [8%]	PI _{pričakovano} t=18 let [8%]
1S	dolenjska	-6,767%	-4,091%	-0,850%	-3,950%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	gorenjska	-7,000%	-5,012%	-1,656%	-4,670%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	goriška	-6,179%	0,900%	6,816%	0,609%	0,263	1,017	2,869	1,292
1S	jugovzhodna Slovenija	-5,715%	-3,934%	-1,489%	-3,768%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	koroska	-6,659%	-3,296%	-1,348%	-3,650%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	notrainsko-kraška	-5,606%	-3,045%	0,995%	-2,675%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	obalno-kraška	-5,949%	-4,509%	-2,521%	-4,372%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	osrednjeslovenska	-5,480%	-3,454%	-0,463%	-3,213%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	podravska	-1,978%	2,112%	5,226%	1,868%	0,506	1,048	1,872	1,118
1S	pomurska	-7,646%	-5,630%	-3,446%	-5,588%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
1S	savinjska	-4,291%	0,864%	6,532%	0,992%	0,397	1,036	2,754	1,305
1S	spodnješavska	-1,609%	1,970%	4,182%	1,628%	0,562	1,026	1,496	1,027
1S	zasavska	-7,769%	-5,505%	-4,243%	-5,756%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

DVOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [8%]	NPV _{realno} t=18 let [8%]	NPV _{optimistično} t=18 let [8%]	NPV _{prickakovano} t=18 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	IRR _{realno} t=18 let [8%]	IRR _{optimistično} t=18 let [8%]	IRR _{prickakovano} t=18 let [8%]
2S	dolenjska	-10.313,13 €	2.154,42 €	18.342,11 €	3.084,46 €	-2.790%	0,499%	3,542%	0,438%
2S	gorenjska	-33.037,10 €	-23.583,45 €	-10.733,03 €	-22.734,26 €	/	/	-1,624%	/
2S	goriška	-18.034,48 €	680,08 €	22.776,00 €	1.525,42 €	/	0,124%	3,356%	/
2S	jugovzhodna Slovenija	-50.983,90 €	-34.656,19 €	-10.282,73 €	-32.644,60 €	/	/	-1,078%	/
2S	koroska	-46.333,04 €	-33.288,27 €	-1.027,86 €	-28.484,36 €	/	/	-0,102%	/
2S	notrainsko-kraška	-60.362,05 €	-41.000,37 €	-15.214,21 €	-39.394,25 €	/	/	-1,474%	/
2S	obalno-kraška	-78.831,65 €	-61.152,28 €	-32.427,45 €	-58.390,92 €	/	/	/	/
2S	osrednjeslovenska	-69.642,11 €	-51.506,76 €	-24.611,90 €	-49.316,88 €	/	/	-1,883%	/
2S	podravska	-34.431,18 €	-23.665,32 €	-11.898,81 €	-23.415,16 €	/	/	-1,916%	/
2S	pomurska	-10.479,65 €	-9.238,12 €	-7.723,74 €	-9.169,91 €	/	/	/	/
2S	savinjska	-17.453,86 €	1.079,51 €	32.691,03 €	4.349,05 €	/	0,190%	4,273%	/
2S	spodnjejsavska	-47.982,65 €	-26.636,22 €	25.469,80 €	-18.946,32 €	/	/	2,108%	/
2S	zasavska	-53.946,31 €	-41.249,52 €	-5.317,11 €	-35.440,61 €	/	/	-0,528%	/

DVOSOBNO STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{realno} t=18 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{prickakovano} t=18 let [8%]	PI _{pesimistično} t=18 let [8%]	PI _{realno} t=18 let [8%]	PI _{optimistično} t=18 let [8%]	PI _{prickakovano} t=18 let [8%]
2S	dolenjska	-0,204%	2,670%	4,876%	2,503%	0,655	1,067	1,598	1,097
2S	gorenjska	-5,264%	-3,587%	-1,363%	-3,450%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	goriška	-2,949%	1,440%	4,242%	1,043%	0,477	1,007	1,631	1,030
2S	jugovzhodna Slovenija	-6,558%	-3,872%	-0,850%	-3,788%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	koroska	-5,713%	3,329%	0,939%	-2,858%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	notrainsko-kraška	-7,516%	-4,008%	-1,049%	-4,143%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	obalno-kraška	-6,254%	-4,424%	-1,937%	-4,260%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	osrednjeslovenska	-5,726%	-3,916%	-1,588%	-3,787%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	podravska	-6,119%	-3,852%	-1,620%	-3,861%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	pomurska	-4,061%	-4,126%	-3,005%	-3,830%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	savinjska	-2,669%	1,490%	4,925%	1,309%	0,498	1,006	1,866	1,094
2S	spodnjejsavska	-6,116%	-2,511%	2,269%	-2,217%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
2S	zasavska	-7,353%	-4,515%	0,023%	-4,090%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

TRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [8%]	NPV _{realno} t=18 let [8%]	NPV _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{pricakovano} t=18 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	IRR _{realno} t=18 let [8%]	IRR _{optimistično} t=18 let [8%]	IRR _{pricakovano} t=18 let [8%]
3S	dolenjska	-57.946,95 €	-48.059,95 €	-36.452,02 €	-47.629,72 €	/	/	/	/
3S	gorenjska	-68.754,50 €	-53.491,19 €	-28.260,64 €	-50.999,38 €	/	/	/	/
3S	goriška	-66.888,69 €	-47.525,83 €	7.976,13 €	-38.491,06 €	/	/	0,516%	/
3S	jugovzhodna Slovenija	-45.010,14 €	-26.886,23 €	5.344,71 €	-23.359,47 €	/	/	0,557%	/
3S	koroška	-52.503,47 €	-40.727,12 €	-37.411,33 €	-42.842,26 €	/	/	/	/
3S	notrajnsko-kraška	-53.654,72 €	-40.141,25 €	-22.782,75 €	-39.179,99 €	/	/	/	/
3S	obalno-kraška	-89.739,97 €	-68.786,27 €	-38.969,27 €	-66.570,45 €	/	/	/	/
3S	osrednjeslovenska	-102.298,95 €	-79.178,59 €	-52.159,73 €	-78.203,97 €	/	/	/	/
3S	podravska	-60.956,85 €	-42.605,40 €	-10.995,85 €	-39.290,88 €	/	/	-0,960%	/
3S	pomurska	-47.132,34 €	-40.288,95 €	-28.887,09 €	-39.149,33 €	/	/	/	/
3S	savinjska	-68.023,39 €	-48.846,46 €	-41.487,91 €	-51.801,06 €	/	/	/	/
3S	spodnjesavska	-14.559,02 €	466,79 €	11.974,96 €	-412,62 €	-2,892%	0,080%	1,884%	-0,212%
3S	zasavska	-43.825,51 €	-29.679,20 €	1.731,49 €	-25.363,11 €	/	/	0,191%	/

TRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{realno} t=18 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{pricakovano} t=18 let [8%]	PI _{pesimistično} t=18 let [8%]	PI _{realno} t=18 let [8%]	PI _{optimistično} t=18 let [8%]	PI _{pricakovano} t=18 let [8%]
3S	dolenjska	-4,507%	-3,601%	-3,572%	-3,820%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	gorenjska	-7,032%	-4,667%	-4,556%	-5,231%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	goriška	-5,584%	-3,454%	-2,929%	-3,855%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	jugovzhodna Slovenija	-6,633%	-3,358%	-3,153%	-4,126%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	koroška	-6,392%	-4,148%	-4,047%	-4,684%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	notrajnsko-kraška	-7,465%	-4,707%	-4,766%	-5,411%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	obalno-kraška	-6,242%	-4,226%	-4,165%	-4,715%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	osrednjeslovenska	-5,645%	-4,119%	-4,102%	-4,496%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	podravska	-6,661%	-3,848%	-3,732%	-4,522%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	pomurska	-5,579%	-4,484%	-4,336%	-4,721%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	savinjska	-5,948%	-3,590%	-4,614%	-4,436%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
3S	spodnjesavska	-2,343%	1,007%	-0,655%	-0,246%	< 1,00	< 1,00	1,004	< 1,00
3S	zasavska	-6,642%	-3,445%	-3,228%	-4,190%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

ŠTIRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [8%]	NPV _{realno} t=18 let [8%]	NPV _{optimistično} t=18 let [8%]	NPV _{pričakovano} t=18 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	IRR _{realno} t=18 let [8%]	IRR _{optimistično} t=18 let [8%]	IRR _{pričakovano} t=18 let [8%]
4S	dolenjska	-79.830,19 €	-70.279,52 €	-58.695,81 €	-69.771,26 €	/	/	/	/
4S	gorenjska	-89.103,52 €	-75.807,53 €	-51.569,62 €	-73.072,05 €	/	/	/	/
4S	goriška	-86.789,69 €	-65.317,44 €	-473,70 €	-54.474,57 €	/	/	-0,025%	/
4S	jugovzhodna Slovenija	-50.467,47 €	-33.849,67 €	-3.158,83 €	-30.331,41 €	/	/	-0,326%	/
4S	koroska	-18.332,91 €	2.020,79 €	-14.464,74 €	-7.189,02 €	-3,363%	-0,304%	2,051%	-0,480%
4S	notrainsko-kraška	-54.433,12 €	-40.849,10 €	-23.383,00 €	-39.878,58 €	/	/	/	/
4S	obalno-kraška	-145.644,45 €	-119.803,04 €	-81.272,04 €	-116.630,64 €	/	/	/	/
4S	osrednjeslovenska	-199.196,93 €	-166.525,15 €	-127.380,27 €	-164.906,88 €	/	/	/	/
4S	podravska	-41.597,03 €	-23.436,26 €	-5.960,08 €	-23.607,41 €	/	/	0,628%	/
4S	pomurska	-63.936,24 €	-61.373,98 €	-54.281,32 €	-60.241,38 €	/	/	/	/
4S	savinjska	-66.709,76 €	-50.475,35 €	-29.492,75 €	-49.288,30 €	/	/	/	/
4S	spodnjesavska	-64.946,90 €	-50.823,33 €	-42.948,24 €	-52.385,45 €	/	-4,814%	/	/
4S	zasavska	-85.331,81 €	-63.419,53 €	-11.650,42 €	-55.955,32 €	/	/	-0,733%	/

ŠTIRISOBNO STANOVANJE	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{realno} t=18 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{pričakovano} t=18 let [8%]	PI _{pesimistično} t=18 let [8%]	PI _{realno} t=18 let [8%]	PI _{optimistično} t=18 let [8%]	PI _{pričakovano} t=18 let [8%]
4S	dolenjska	-4,895%	-4,114%	-3,217%	-4,085%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	gorenjska	-7,738%	-5,548%	-2,866%	-5,425%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	goriška	-5,866%	-3,815%	0,364%	-3,283%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	jugovzhodna Slovenija	-7,099%	-3,942%	-1,09%	-3,773%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	koroska	-1,640%	-1,939%	3,598%	-0,480%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	notrainsko-kraška	-7,484%	-4,731%	-2,214%	-4,790%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	obalno-kraška	-6,710%	-4,824%	-2,671%	-4,757%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	osrednjeslovenska	-6,133%	-4,761%	-3,321%	-4,744%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	podravska	-5,856%	-2,829%	0,807%	-2,677%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	pomurska	-6,652%	-5,877%	-4,457%	-5,716%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	savinjska	-6,939%	-4,407%	-2,062%	-4,454%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	spodnjesavska	-5,209%	-3,509%	-2,777%	-3,751%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00
4S	zasavska	-7,140%	-4,044%	-0,047%	-3,819%	< 1,00	< 1,00	< 1,00	< 1,00

TRGOVSKI LOKAL	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{realno} t=18 let [8%]	NPV _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{pricakovano} t=18 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	IRR _{realno} t=18 let [8%]	IRR _{optimistično} t=18 let [8%]	IRR _{pricakovano} t=18 let [8%]
T	dolenjska	-6.353,25 €					-0,460%		
T	gorenjska	15.551,13 €					1,134%		
T	goriška	16.134,17 €					1,825%		
T	jugovzhodna Slovenija	10.965,75 €					0,849%		
T	koroska	-14.493,27 €					-0,893%		
T	notrainsko-kraška	3.736,57 €					0,248%		
T	obalno-kraška	43.685,84 €					6,646%		
T	osrednjeslovenska	73.045,69 €					2,993%		
T	podravska	-7.064,93 €					-0,360%		
T	pomurska	-64.730,73 €					/		
T	savinjska	24.631,43 €					1,051%		
T	spodnjiesavska	-9.720,76 €					-1,089%		
T	zasavska	-24.343,49 €					/		

TRGOVSKI LOKAL	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{realno} t=18 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{pricakovano} t=18 let [8%]	PI _{pesimistično} t=18 let [8%]	PI _{realno} t=18 let [8%]	PI _{optimistično} t=18 let [8%]	PI _{pricakovano} t=18 let [8%]
T	dolenjska		-0,920%				< 1,00		
T	gorenjska		3,134%				1,171		
T	goriška		3,872%				1,274		
T	jugovzhodna Slovenija		2,797%				1,129		
T	koroska		-0,126%				< 1,00		
T	notrainsko-kraška		2,013%				1,038		
T	obalno-kraška		7,327%				1,924		
T	osrednjeslovenska		5,194%				1,404		
T	podravska		-1,088%				< 1,00		
T	pomurska		-2,905%				< 1,00		
T	savinjska		3,037%				1,159		
T	spodnjiesavska		-0,274%				< 1,00		
T	zasavska		-3,157%				< 1,00		

GOSTINSKI LOKAL	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	NPV _{realno} t=18 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{realno} t=18 let [8%]	NPV _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{pricakovano} t=18 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	IRR _{realno} t=18 let [8%]	IRR _{optimistično} t=18 let [8%]	IRR _{pricakovano} t=18 let [8%]
GO	dolenjska	-42.388,18 €								/		
GO	gorenjska	99.678,23 €								6,944%		
GO	goriška	100.831,51 €								6,340%		
GO	jugovzhodna Slovenija	-24.047,91 €								-1,478%		
GO	koroska	-65.577,62 €								/		
GO	notrainsko-kraška	37.815,81 €								2,105%		
GO	obalno-kraška	69.088,31 €								3,334%		
GO	osrednjeslovenska	-21.944,84 €								-1,179%		
GO	podravska	-52.810,48 €								-2,330%		
GO	pomurska	-57.820,26 €								/		
GO	savinjska	-23.261,57 €								-1,158%		
GO	spodnjesavska	-42.817,43 €								/		
GO	zasavska	-11.259,20 €								-1,122%		

GOSTINSKI LOKAL	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{realno} t=18 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{pricakovano} t=18 let [8%]	PI _{pesimistično} t=18 let [8%]	PI _{realno} t=18 let [8%]	PI _{optimistično} t=18 let [8%]	PI _{pricakovano} t=18 let [8%]
GO	dolenjska	-2,624%						< 1,00		
GO	gorenjska	7,483%						1,997		
GO	goriška	7,102%						1,915		
GO	jugovzhodna Slovenija	-1,061%						< 1,00		
GO	koroska	-2,933%						< 1,00		
GO	notrainsko-kraška	4,415%						1,315		
GO	obalno-kraška	5,205%						3,161		
GO	osrednjeslovenska	-0,521%						< 1,00		
GO	podravska	-2,157%						< 1,00		
GO	pomurska	-2,949%						< 1,00		
GO	savinjska	-0,421%						< 1,00		
GO	spodnjesavska	-2,879%						< 1,00		
GO	zasavska	-0,342%						< 1,00		

PISARNA	REGIJA	NPV _{pesimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{realno} t=18 let [8%]	NPV _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{pričakovano} t=18 let [8%]	IRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	IRR _{realno} t=18 let [8%]	IRR _{optimistično} t=18 let [8%]	IRR _{pričakovano} t=18 let [8%]
P	dolenjska	-65.264,28 €					/		
P	gorenjska	19.793,08 €					2,206%		
P	goriška	24.236,67 €					2,022%		
P	jugovzhodna Slovenija	-791,54 €					-0,099%		
P	koroska	-42.727,42 €					/		
P	notrainsko-kraška	-123.627,54 €					/		
P	obalno-kraška	63.222,85 €					7,663%		
P	osrednjeslovenska	162.500,82 €					12,507%		
P	podravska	-68.200,34 €					/		
P	pomurska	-55.753,32 €					/		
P	savinjska	-18.933,18 €					/		
P	spodnješavska	-5.762,15 €					-0,577%		
P	zasavska	-17.321,06 €					/		

PISARNA	REGIJA	MIRR _{pesimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{realno} t=18 let [8%]	MIRR _{optimistično} t=18 let [8%]	MIRR _{pričakovano} t=18 let [8%]	P _{pesimistično} t=18 let [8%]	P _{realno} t=18 let [8%]	P _{optimistično} t=18 let [8%]	P _{pričakovano} t=18 let [8%]
P	dolenjska		-4,972%				< 1,00		
P	gorenjska		4,240%				1,930		
P	goriška		4,066%				1,303		
P	jugovzhodna Slovenija		-1,504%				< 1,00		
P	koroska		-3,181%				< 1,00		
P	notrainsko-kraška		-6,502%				< 1,00		
P	obalno-kraška		7,840%				2,094		
P	osrednjeslovenska		9,960%				2,617		
P	podravska		-3,583%				< 1,00		
P	pomurska		-4,327%				< 1,00		
P	savinjska		-2,640%				< 1,00		
P	spodnješavska		0,716%				< 1,00		
P	zasavska		-2,475%				< 1,00		

PRILOGA G: Anketni vprašalnik

1. DEL: Slovenski stanovanjski in poslovni nepremičninski trg

1. Navedite Vašo starost:

- a. do 30 let
- b. 31–40 let
- c. 41–50 let
- d. 51–70 let
- e. nad 70 let

2. Po kateri vrsti stanovanjske nepremičnine je po vašem mnenju trenutno največje povpraševanje?

- a. garsonjeri
- b. enosobnem in enoinpolsobnem stanovanju
- c. dvosobnem in dvoinpolsobnem stanovanju
- d. trisobnem in triinpolsobnem stanovanju
- e. štirisobnem in večsobnem stanovanju
- f. trgovskem lokalu
- g. gostinskem lokalu
- h. pisarni

3. Koliko časa se že ukvarjate z nepremičninskimi naložbami?

- a. 0–5 let
- b. 6–10 let
- c. 11–15 let
- d. 16–20 let
- e. nad 20 let

4. Za naložbo v nepremičnine sem se odločil zaradi:

- a. najprej kot rešitev lastne stanovanjske stiske ali odločitev za opravljanje trgovske, gostinske ali pisarniške dejavnosti, šele nato odločitev za oddajo v najem
- b. najprej kot soinvestitor v skupnem partnerstvu ali pomoč pri reševanju stanovanjske stiske ožjega družinskega člana, šele nato odločitev za oddajo v najem
- c. naložba brez namena oddaje, nato odločitev za oddajo v najem
- d. neposredna odločitev za oddajanje v najem

5. Ali ste za potrebe vašega naložbenja sodelovali s finančnimi inštitucijami?

- a. ne
- b. da, z bankami
- c. da, z leasing družbami
- d. da, s hipotekarnimi družbami
- e. da, z vsemi

6. Koliko ogledov nepremičnine je po Vašem mnenju pred sklenitvijo kupoprodajne pogodbe?

- a. manjše ali enako 10
- b. 11–20
- c. 21–40
- d. večje od 40

7. Kateri so po Vašem mnenju odločitveni dejavniki pri oddaji in prodaji nepremičnine (ocena 1 pomeni, da dejavnik ni pomemben, ocena 5 pa pomeni, da je dejavnik zelo pomemben)?

dejavnik	ocena
vizualni ogled nepremičnine	
oprema nepremičnine	
starost nepremičnine	
oddaljenost od središča mesta	

- 8. Vsak nakup nepremičnine je tvegano početje. Katera so po Vašem mnenju najpomembnejša tveganja v nepremičninskih naložbah (ocena 1 pomeni, da tveganja ni, ocena 5 pa pomeni, da je tveganje zelo veliko)?**

dejavnik tveganja	ocena
nelikvidnost naložbe	
zmanjšanje vrednosti skozi čas	
poseg oblasti v nepremičnino	
inflacija	

- 9. Katere so po Vašem mnenju glavne prednosti in koristi, ki jih naložbe v nepremičnine nudijo (ocena 1 pomeni, da prednost in korist nista pomembni, ocena 5 pa pomeni, da sta zelo pomembni)?**

prednosti in koristi nepremičnin	ocena
ponos zaradi lastništva	
osebna kontrola	
osebna uporaba in posest	
ustvarjanje premoženja	
zavarovanje naložbe	
finančni vzvod	
zaščita pred davki	
povečanje vrednosti in zaščita pred inflacijo	

- 10. Kakšna je pretežna struktura najemjemalcev?**

- a. slovenski državljan
- b. madžarski državljan
- c. avstrijski državljan
- d. italijanski državljan
- e. angleški državljan
- f. državljan držav bivše Jugoslavije
- g. državljan ostalih držav EU
- h. državljan ostalega dela sveta

11. Katera slovenska regija je po Vašem mnenju najdonosnejša za nakup stanovanjske nepremičnine in oddaje le-te v najem?

- a. obalno-kraška
- b. goriška
- c. notranjsko-kraška
- d. gorenjska
- e. osrednjeslovenska
- f. jugovzhodna Slovenija
- g. spodnjesavska
- h. zasavska
- i. savinjska
- j. koroška
- k. podravska
- l. dolenjska
- m. pomurska

2. DEL: Vaša oglaševana nepremičnina:

1. Katero vrsto nepremičnine oddajate v najem?

- a. garsonjero
- b. enosobno in enoinpolsobno stanovanje
- c. dvosobno in dvoinpolsobno stanovanje
- d. trisobno in triinpolsobno stanovanje
- e. štirisobno in večsobno stanovanje
- f. trgovski lokal
- g. gostinski lokal
- h. pisarno

2. V kateri slovenski regiji se nahaja vaša oglaševana nepremičnina?

- a. obalno-kraški
- b. goriški
- c. notranjsko-kraški
- d. gorenjski
- e. osrednjeslovenski
- f. jugovzhodni Sloveniji
- g. spodnjesavski
- h. zasavski
- i. savinjski
- j. koroški
- k. podravski
- l. dolenski
- m. prekmurski

3. Koliko je po Vašem mnenju trenutna cena nepremičnine, ki jo oddajate v najem?

_____ €

4. Koliko znaša mesečna najemnina nepremičnine, ki jo oddajate v najem?

_____ €/mesec

5. Koliko dni v letu (povprečno) je oglaševana nepremičnina nezasedena?

_____ dni/leto

6. Koliko znašajo mesečni stroški zavarovanja oglaševane nepremičnine?

_____ €/mesec

7. Koliko znašajo mesečni stroški upravljanja oglaševane nepremičnine?

_____ €/mesec

8. Koliko znašajo mesečni stroški popravil in vzdrževanja oglaševane nepremičnine?

_____ €/mesec

9. Koliko časa predvidevate oddajanje nepremičnine v najem?

- a. 0–5 let
- b. 6–10 let
- c. 11–15 let
- d. 16–20 let
- e. nad 20 let

10. Koliko znaša neto tlorisna velikost oglaševane nepremičnine?

_____ m²

11. Kdaj je bila oglaševana nepremičnina zgrajena ali zadnjikrat obnovljena?

Prosim, če navedete letnico zgraditve ali zadnje obnove.

_____ leta

Iskreno se Vam zahvaljujem za Vaš trud. Če imate glede izpolnjevanja anketnega vprašalnika dodatna vprašanja, me lahko kontaktirate na telefonsko številko 041/544-987 ali po elektroni pošti na naslov: matej.petelin@gmail.com.