

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**ANALIZA INVESTICIJE V  
STANOVANJSKO-POSLOVNI OBJEKT**

Ljubljana, december 2005

SAŠO KLOBUČARIČ

## IZJAVA

Študent SAŠO KLOBUČARIČ izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. ANDREJE CIRMAN, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 22. december 2005

Podpis:

# Kazalo

<b>1. UVOD</b>	<b>1</b>
<b>2. INVESTICIJE IN INVESTICIJSKI PROJEKTI</b>	<b>2</b>
2.1. OPREDELITEV INVESTICIJE	2
2.2. OPREDELITEV PROJEKTA	3
2.2.1. ŽIVLJENJSKI CIKEL PROJEKTA	3
2.2.2. VREDNOTENJE INVESTICIJSKEGA PROJEKTA	5
2.3. ANALIZA TVEGANJA IN OBČUTLJIVOSTI	10
2.3.1. METODE ANALIZE TVEGANJA	10
2.3.2. ANALIZA OBČUTLJIVOSTI	12
2.4. PROJEKTNO FINANCIRANJE	12
<b>3. NEPREMIČNINE</b>	<b>13</b>
3.1. DEFINICIJA IN LASTNOSTI NEPREMIČNIN	14
3.2. VRSTE NEPREMIČNIN	15
3.3. GRADNJA NEPREMIČNIN	15
3.4. FINANCIRANJE IN INVESTIRANJE V NEPREMIČNINE	17
3.4.1. FINANCIRANJE NEPREMIČNIN Z LASTNIMI VIRI	18
3.4.2. FINANCIRANJE NEPREMIČNIN Z DOLŽNIŠKIMI VIRI	18
3.4.3. INVESTIRANJE V NEPREMIČNINE	20
3.4.3.1. Investicije v nakup lastnega doma	20
3.4.3.2. Investicije v nepremičnine, ki prinašajo dohodek	20
3.5. RAZVOJ IN TVEGANJA NEPREMIČNINSKIH PROJEKTOV	22
3.5.1. RAZVOJ NEPREMIČNIN, KI PRINAŠAJO DOHODEK	22
3.5.2. TRŽNA TVEGANJA	24
3.5.3. PROJEKTNA TVEGANJA	24
3.5.4. FINANCIRANJE RAZVOJA PROJEKTA	25
3.5.5. ODLOČITEV O PRODAJI NEPREMIČNINE	26
3.5.6. MEJNA STOPNJA DONOSA	26
3.5.7. REFINANCIRANJE, KOT ALTERNATIVA PRODAJI NEPREMIČNINE	27
3.6. OBDAVČITEV NEPREMIČNIN V SLOVENIJI	28
3.6.1. DAVEK NA PROMET NEPREMIČNIN	28
3.6.2. DAVEK NA DODANO VREDNOST	28
3.6.3. DAVEK OD DOHODKA PRAVNIH OSEB	29
<b>4. PREDSTAVITEV INVESTICIJE V IZGRADNJO STANOVANJSKO- POSLOVNEGA OBJEKTA »DUNAJSKI VOGAL«</b>	<b>30</b>
4.1. CILJI INVESTICIJE	30
4.2. ANALIZA TRGA	31
4.3. OPIS PROJEKTA DUNAJSKI VOGAL	33
4.4. FINANCIRANJE PROJEKTA	34
4.5. USPEŠNOST INVESTICIJE	35
4.5.1. INVESTICIJSKA VREDNOST PROJEKTA	35
4.5.2. PRODAJNA VREDNOST INVESTICIJSKEGA PROJEKTA	36
4.5.3. OCENA STROŠKOV IZGRADNJE	36
4.5.4. OCENA PRIHODKOV OB UPOŠTEVANJU RAZLIČNIH TRŽNIH RAZMER	38
4.5.5. OCENA USPEŠNOSTI INVESTICIJE	39
4.5.6. ANALIZA TVEGANJA IN OBČUTLJIVOSTI	41

<b>5. SKLEP</b>	<b>44</b>
<b>LITERATURA</b>	<b>45</b>
<b>VIRI</b>	<b>46</b>
<b>SLOVARČEK SLOVENSКИH PREVODOV TUJIH IZRAZOV</b>	
<b>PRILOGE</b>	

# 1. Uvod

Investicije kot najpomembnejši ekonomski dejavnik se uresničujejo z investicijskimi projekti, pri čemer nas zanima predvsem njihova učinkovitost. Najboljša kriterija pri ocenjevanju učinkovitosti oziroma uspešnosti investicijskega projekta sta neto sedanja vrednost in notranja stopnja donosa, ki temeljita na dejstvu, da ima denar tudi časovno vrednost. Investicijski projekt bo pozitivno vrednoten, v kolikor je neto sedanja vrednost večja ali enaka nič oziroma je notranja stopnja donosa višja ali enaka stroškom kapitala. Ustvarjanje ustrezne stopnje donosa na vložena sredstva je eden izmed bistvenih ciljev investicijskih družb. Načeloma je višja pričakovana stopnja donosa vedno povezana z večjim tveganjem. Za proučevanje tveganja obstaja več metod, med katere sodita tudi metoda scenarijev in simulacija Monte Carlo.

Med pomembnejšimi investicijami v zadnjih letih so investicije v nepremičnine. V praksi se pojavljata dve vrsti investorjev, in sicer investitorji – podjetniki in investitorji – uporabniki. Prvi investitorji gradijo nepremičnine z namenom kasnejše prodaje na trgu, drugi pa zgrajene nepremičnine zadržijo v svoji lasti, pri čemer jih lahko uporabljajo sami ali pa jih odstopijo v uporabo drugim. Investitorji obeh vrst se trudijo, da bi dosegli kar najboljše razmerje med pričakovanimi koristmi in stroški, ki jih imajo z investicijskim projektom.

Pri nepremičninskih projektih je zelo pomembno financiranje, saj je ne glede na vrsto nepremičnine nakup le-te s finančne plati velik zalogaj za proračun posameznika ali družbe. Nepremičnine se lahko financirajo s pomočjo lastniškega in dolžniškega kapitala oziroma s kombinacijo obeh. Velik del nepremičnin se financira z dolžniškimi viri, med katere sodijo hipotekarna posojila in najem oziroma leasing nepremičnin.

Namen diplomskega dela je analizirati investicijo v stanovanjsko-poslovni objekt »Dunajski vogal«. V prvem delu sem podal teoretični uvod, v katerem sem opredelil pojem investicije in investicijskega projekta. V tem delu je predstavljena tudi analiza tveganja in občutljivosti investicijskega projekta ter projektno financiranje. V nadaljevanju sledi kratka predstavitev vrst nepremičnin. V drugem delu je opisano tudi financiranje nepremičnin, tveganje nepremičninskih projektov ter obdavčitev prometa nepremičnin v Sloveniji. Zadnji del diplomskega dela je namenjen izključno predstavitvi investicije v stanovanjsko-poslovni objekt »Dunajski vogal«. Na temelju prej podanih teoretičnih osnov sem izdelal analizo uspešnosti te investicije. Za razširitev analize so v prilogi prikazani stroškovne vrednosti investicije, cene posameznih stanovanj in poslovnih prostorov, analiza možnih rezultatov ter analize tveganj in občutljivosti na podlagi simulacije Monte Carlo. V zadnjem, petem delu, ki predstavlja sklepni del, pa so povzeta pomembnejša spoznanja pri obravnavanju te tematike.

## 2. Investicije in investicijski projekti

### 2.1. Opredelitev investicije

Najpomembnejši razvojni dejavnik s čistega ekonomskega vidika so investicije. Poznamo več opredelitev investicij (Senjur, 2002, str. 167), in sicer:

1. **investicije so izdatki, ki so namenjeni povečanju in ohranjanju obsega kapitala;**  
Obseg kapitala je sestavljen iz tovarn, strojev, uradov in drugih trajnih proizvodov, ki so namenjeni uporabi v proizvodnem procesu. V obseg kapitala sodijo tudi stanovanjske hiše in zaloge. Tako opisane investicije imenujemo materialne naložbe.
2. **investicije so vsak namenski izdatek, namenjen povečanju prihodnjega dohodka;**  
Ta opredelitev je najsplošnejša, saj med investicije uvršča tako materialne kot tudi nematerialne naložbe. Med investicije lahko po tej opredelitvi štejemo tudi izdatke za raziskave in razvoj, kamor sodijo tudi investicije v človeški kapital.
3. **investicije so tisti del domačega proizvoda, ki ni potrošen;**  
To je statistična opredelitev, po kateri se investicije dobijo tako, da se od domačega proizvoda odšteje osebna in javna poraba.

Investicije je možno razvrstiti v več kategorij. V prvo kategorijo investicij lahko uvrstimo poslovne fiksne investicije, ki so sestavljene iz podjetniških izdatkov za trajnejše stroje, opremo in zgradbe (na primer tovarniške zgradbe). Naslednja kategorija so stanovanjske investicije, tretjo kategorijo pa predstavljajo investicije v zaloge (Senjur, 2002, str. 167).

Poleg omenjenega poznamo tudi investicije v osnovna sredstva. Znotraj teh ločimo bruto in neto investicije. Slednje so tisti del narodnega dohodka, ki so v danem obdobju uporabljene za izgradnjo novih osnovnih sredstev in za povečanje obratnih. Neto investicije se statistično ocenjujejo tako, da se od bruto investicij odšteje celotna vrednost ekonomske amortizacije. Le-ta naj bi ustrezala nadomestilu ekonomske obrabe osnovnih sredstev (Senjur, 2002, str. 168).

Bruto investicije so tisti del domačega proizvoda, ki je v procesu končne uporabe uporabljen za zamenjavo dotrajanih in za izgradnjo novih fiksnih (osnovnih) sredstev ter za povečanje obratnih in ni porabljen za osebno in javno porabo (Senjur, 2002, str. 168).

V ekonomskih analizah se pogosteje uporablja kategorija bruto investicij, saj je ekonomsko amortizacijo zelo težko objektivno določiti.

## 2.2. Opredelitev projekta

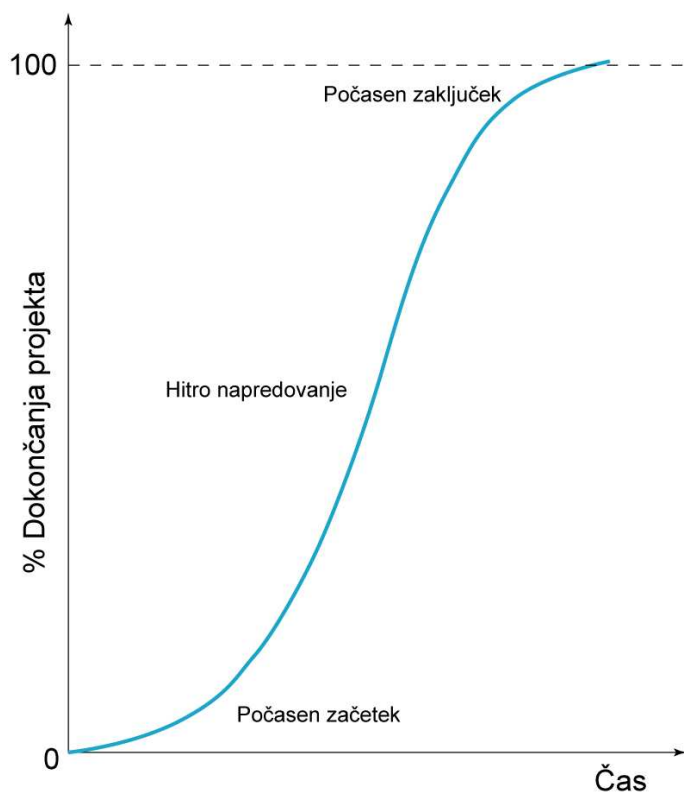
Projekt, kot enkratni delovni proces, je struktura časovno definiranih aktivnosti, ki s kvalitetno izvedbo in z načrtovanimi viri uspešno doseže cilj v določenih rokih. V literaturi lahko najdemo več opredelitev oziroma definicij projekta, in sicer:

1. **projekt je enkratna aktivnost s točno definiranimi cilji** (Meredith, Mantel, 2000, str. 8);
2. **projekt je skupina aktivnosti, ki morajo biti izvedene v nekem logičnem zaporedju z namenom uresničiti zastavljene cilje naročnika** (Burke, 1993, str. 9);
3. **projekt je časovno omejen proces, je proces ustvarjanja, integracije znanj in izkušenj ter zagotavljanja neposrednih in posrednih ekonomskih učinkov** (Hauc, 2002, str. 14);
4. **projekti so enkratne dejavnosti, ki so sestavljene iz med seboj prepletenih aktivnosti** (Rozman, Kovač, Koletnik, 1993, str. 158);
5. **projekt je začasno omejena dejavnost (napor), s katero se ustvari unikaten proizvod, storitev ali rezultat** (A Guide to the Project Management Body of Knowledge, 2000, str. 4).

### 2.2.1. Življenjski cikel projekta

Večina projektov na poti od začetka do zaključka poteka skozi podobne faze. Te faze so opredeljene kot življenjski cikel projekta, kar prikazuje Slika 1.

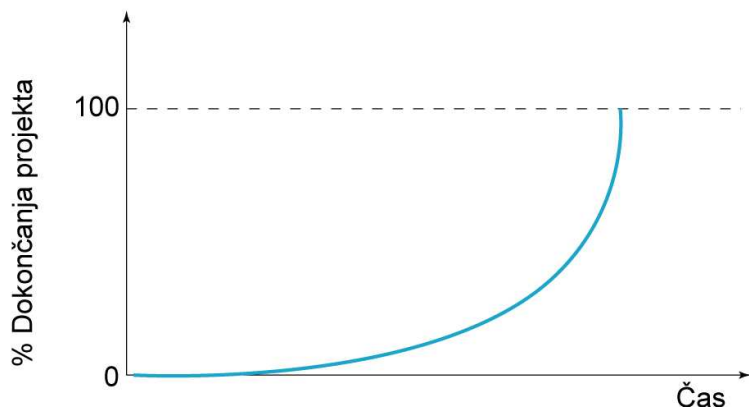
Slika 1: Življenjski cikel projekta po načelu »počasi – hitro – počasi«



Vir: Meredith, Mantel, 2000, str. 14.

Pri večini projektov je možno opaziti, da je v življenjskem ciklu projekta prisotno načelo »počasi – hitro – počasi«. Navedeno pomeni, da je zaradi same narave izvedbe projekta v začetni fazi napredovanje počasnejše, saj je potrebno poleg zasnovanja projekta izbrati vodjo projekta in projektno ekipo ter organizirati delo. V naslednjih fazah se izvedba projekta pospeši vse do njegovega zaključka, kjer se zopet umiri. Možen je seveda tudi drugačen potek projekta, kjer projekt napreduje vedno hitreje, kar je vidno iz Slike 2.

Slika 2: Življenjski cikel projekta s pospešenim napredovanjem

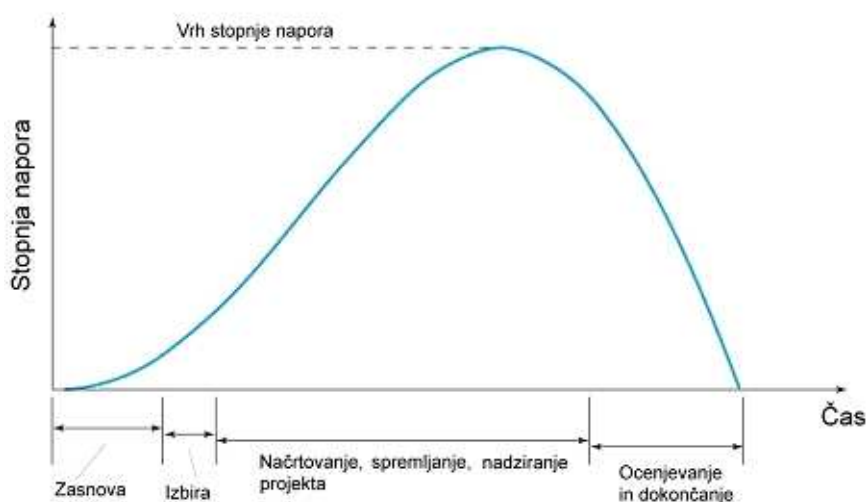


Vir: Meredith, Mantel, 2000, str. 16.

Življenjski cikel projekta je možno skozi njegovo dobo trajanja predstaviti tudi s posameznimi fazami vloženega napora. Faze vloženega napora so zasnova projekta, izbira projekta, načrtovanje, spremljanje, nadziranje projekta ter ocenjevanje in dokončanje projekta.

Iz spodnje Slike 3 je razvidno, da je porazdelitev napora nesorazmerna in da obseg napora skozi čas narašča, proti koncu projekta pa upada.

Slika 3: Časovna porazdelitev napora pri projektu



Vir: Meredith, Mantel, 2000, str. 15.



Navedena delitev življenjskega cikla projekta je primerna tudi za področje gradbenih projektov. Faze gradbenih projektov bi lahko na podlagi zakona o graditvi objektov razdelili na naslednje faze (Zakon o graditvi objektov, 2002):

- ⇒ **faza zasnove projekta** – izdelava programske naloge investitorja, idejne zasnove in idejnega projekta (zasnova<sup>1</sup>);
- ⇒ **faza pridobitve gradbenega dovoljenja** – izdelava projekta za pridobitev gradbenega dovoljenja, projekta za razpis in projekta za izvedbo (izbira, načrtovanje);
- ⇒ **faza izvedbe projekta** – sklepanje pogodb z izvajalci ter gradnja in dokončanje objekta (izbira, spremljanje, nadziranje);
- ⇒ **faza izdelave tehnične dokumentacije in primopredaje** – izdelava projekta izvedenih del, projekta za vzdrževanje in obratovanje, projekt za vpis v uradne evidence in primopredaja objekta (ocenjevanje, dokončanje).

### 2.2.2. Vrednotenje investicijskega projekta

Investicije se uresničujejo z investicijskimi projekti. Pri tem nas zanima predvsem učinkovitost samega investicijskega projekta (Senjur, 2002, str. 209). V nadaljevanju bom vrednotenje investicijskega projekta opredelil z različnih vidikov.

#### a) Investicijske študije

Cikel investicijskega projekta lahko razčlenimo na predinvesticijsko fazo, investicijsko fazo in fazo delovanja. Najbolj nas zanima predinvesticijska faza, v kateri se pripravi ekonomska ureditev investicijskega projekta. Omenjeno fazo je mogoče razdeliti v več zaporednih faz, kar predstavlja tristopenjski proces sprejemanja odločitev o investicijskem projektu (Senjur, 2002, str. 209):

##### 1. študija investicijskih možnosti;

V tej fazi se preizkusijo različne ideje in pripravi študija investicijskih možnosti ter se najboljšo investicijsko idejo tudi na grobo oceni.

##### 2. preliminarna investicijska študija;

Na podlagi predhodne investicijske študije se v tej fazi ugotovi, ali je izbrana investicijska ideja uresničljiva in ali obeta donosnost.

##### 3. investicijska študija;

Po uspešno opravljeni drugi fazi se pripravi investicijska študija, ki skrbno pripravi vse informacije in ugotovi ocenjeno donosnost investicijskega projekta. Potrebna je za iskanje financerjev in za dokončno odločitev o uresnitvi projekta.

Navedene študije se praviloma ne razlikujejo, medtem ko je natančnost in podrobnost same priprave le-teh različna. Stopnja odstopanja je pri študiji investicijskih možnosti tako tudi do ene tretjine, pri predhodni študiji do ene petine in pri investicijski študiji do ene desetine navzgor ali navzdol glede na stvarne podatke (Senjur, 2002, str. 210).

---

<sup>1</sup> Glej Sliko 3 (na strani 4).

Vrednotenje investicij je povezano z odločitvami če, kdaj in kako porabiti denar za nek investicijski projekt. Te odločitve so pomembne, saj so povezane z visokimi finančnimi zneski. Poleg tega gre za nepovratne odločitve, ki so brez zanesljivega poznavanja prihodnjih koristi (Senjur, 2002, str. 210).

Merjenje upravičenosti uporabe denarja za nek predlagan projekt s primerjavo koristi in stroškov projekta je bistvo vseh investicijskih vrednotenj. Pri merjenju upravičenosti investicijskih predlogov si pomagamo s preprostimi finančnimi modeli pričakovanih dogodkov. V nadaljevanju prikazujem različne metode za ugotavljanje upravičenosti investicijskih projektov. Vsako ocenjevanje investicijskega projekta je praviloma izpeljano iz motivov investiranja. Investicijski projekt se ocenjuje glede na to, ali bo zadovoljil pričakovane motive investiranja (Senjur, 2002, str. 210).

Najpomembnejši in temeljni cilj v tržnem gospodarstvu je dobiček. Družbe, ki ne zasledujejo motiva dobička, dolgoročno ne morejo obstajati. Družbe velikokrat zasledujejo cilje, ki sicer niso neposredno povezani s cilji dobička, vendar je ta motiv v ozadju vedno prisoten. Tega je potrebno pri vrednotenju investicij vedno upoštevati. Možni cilji investiranja so lahko tudi ohranjanje in izboljševanje konkurenčne sposobnosti, povečanje prodaje in tržnega deleža, čuvanje in izgradnja sposobnosti družbe, varnost in neodvisnost družbe, likvidnost, ugled družbe, osebni ugled in prestiž, politična moč in družbeni vpliv, socialna varnost zaposlenih in zadovoljstvo delavcev (Senjur, 2002, str. 210).

## **b) Denarni tok**

Ocena letnega denarnega toka, ki ga je možno pripisati določenemu projektu, je potrebna za vse metode vrednotenja projektov. Denarni tok delimo na tri glavne dele (Senjur, 2002, str. 211):

### **1. pozitivni denarni tokovi;**

To so vsi denarni pritoki v dobi investicijskega projekta in so sestavljeni iz sledečih glavnih postavk:

- a. skupni prihodek, ki predstavlja prodano količino pomnoženo s ceno;
- b. dohodki od plasmajev;
- c. ostanek vrednosti.

### **2. negativni denarni tokovi;**

Ti so sestavljeni iz naslednjih glavnih postavk:

- a. investicije in drugi stroški, ki so povezani z investicijo;
- b. stroški poslovanja brez amortizacije;
- c. plače in prispevki iz plač;
- d. davki.

### **3. neto denarni tokovi.**

Neto prejemek v tuji literaturi navajajo z izrazom »cash flow«, pri nas pa ga označujemo z denarnim tokom.

Ugotovitev in ocena denarnega toka je pri ekonomski pripravi in oceni investicijskega projekta glavni problem, saj so možne največje napake. Le-te so tudi objektivno naravnane in izhajajo iz dejstva, da se denarni tok nanaša na negotovo prihodnost (Senjur, 2002, str. 212).

### c) Metode vrednotenja investicij

Metode izračunavanja, s katerimi vrednotimo investicije, bi lahko opredelili v tri skupine (Senjur, 2002, str. 215):

1. **statične ali konvencionalne metode**, ki ne upoštevajo časovne razporeditve denarnih tokov;
2. **dinamične metode**, ki pri vrednotenju investicijskega projekta upoštevajo časovno opredelitev denarnih tokov;
3. **metode simuliranja in optimiranja**.

#### 1. Statične ali konvencionalne metode, ki ne upoštevajo časovne razporeditve denarnih tokov

Sem spada **metoda primerjave stroškov**, ki primerja stroške alternativnih investicijskih projektov ali postopkov, z namenom, da ugotovi stroškovno najugodnejšo alternativo. Uporablja se pri nadomestitvenih investicijah in investicijah za racionalizacijo, pri čemer prilivna stran denarnega toka ostaja nespremenjena. Izbere se projekt z najnižjimi stroški.

Druga statična metoda je **metoda primerjave dobička**, kjer projekt vpliva tako na prihodke, kot tudi na stroške, pri čemer je za oceno investicijskega projekta potrebno upoštevati primerjavo dobička. Uporablja se pri razširitvenih investicijah, kjer pride do različnega prihodka zaradi različnega obsega proizvodnje in kvalitete. Pri tem mislimo na manjše razširitvene investicije ali pa nadomestitvene investicije.

**Primerjava rentabilnosti** oziroma stopnje donosa je tretja konvencionalna metoda. Stopnja donosa meri povprečni letni dobiček glede na vloženi kapital. Povprečni letni dobiček je enak celotnemu dobičku od investicije v vsej življenjski dobi deljen z leti pričakovanega trajanja projekta. Povprečni kapitalni izdatek za investicijo je ponavadi izračunan kot polovica začetnega investicijskega izdatka, in sicer ob predpostavki, da bo v celoti amortiziran ob koncu uporabne dobe. V praksi je metoda zelo priljubljena, ker je enostavna in dobro razumljiva, čeprav daje samo približno natančne rezultate. Stopnja donosa vsebuje namreč nevarne netočnosti v načinu računanja povprečnega dobička in povprečne vrednosti investicije. Ob upoštevanju časovne vrednosti denarja ugotovimo, da je dejanska stopnja donosa drugačna od konvencionalne stopnje donosa.

Zadnja statična metoda je **rok povrnitve** ali doba povračila. Najpogosteje uporabljeni statični metodi sta načeloma stopnja rentabilnosti in doba povračila investicije, medtem ko sta glavni predstavnici dinamičnih metod neto sedanja vrednost in notranja stopnja donosa, ki sta podrobneje prestavljeni v nadaljevanju (Pučko, 1999, str. 131).

#### 2. Dinamične metode, ki pri vrednotenju investicijskega projekta upoštevajo časovno opredelitev denarnih tokov

Za investiranje je značilno, da moramo najprej del denarja plasirati v investicijski projekt, ki nam bo šele v prihodnosti prinesel določene koristi. Začetni izdatki in koristi od naložbe časovno niso

uskklajeni. Zaradi omenjenega so se za ocenjevanje naložbenih projektov razvile metode, ki temeljijo na dejstvu, da ima denar tudi časovno vrednost (Kavčič, 2000, str. 422).

### a) Neto sedanja vrednost (NSV)

S pomočjo neto sedanje vrednosti izračunamo tako sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov, kot tudi sedanjo vrednost investicijskih izdatkov. Razliko med njima imenujemo neto sedanja vrednost. Slednjo izračunamo z naslednjo enačbo, ki velja ob predpostavki, da obstaja investicijski izdatek samo ob začetku obdobja ( $I_0$ ), v katerem naložba daje donos.

$$NSV = \frac{DT_1}{1+r} + \frac{DT_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{DT_n}{(1+r)^n} - I_0$$

DT – denarni pritok od naložbe v posameznem obdobju

r – tehtano povprečje stroškov kapitala oziroma WACC

Zahtevana donosnost dolgoročne naložbe mora biti enaka tehtanim povprečnim stroškom kapitala družbe s to naložbo. Investicijski projekt bo pozitivno vrednoten, v kolikor je neto sedanja vrednost večja ali vsaj enaka nič. V tem primeru projekt sprejmemo oziroma smo do njega indiferentni. V primeru, da je neto sedanja vrednost manjša od nič, projekt ni sprejemljiv (Berk, Lončarski, Zajc, 2001, str. 97).

Sedanjo vrednost lahko uporabimo tudi tako, da upoštevamo denarne tokove po davkih in izračunamo neto sedanjo vrednost zgolj na vloženi lastni kapital. Obresti na ostale vire financiranja in strošek amortizacije sredstev se v tem primeru odštejejo od davčne osnove in povečujejo denarni tok po davkih. Poleg tega je v toku zajet tudi znesek prodaje sredstev po davkih po določenem obdobju. Ta način izračuna je primeren za vrednotenje nepremičninskih projektov.

$$SV_{LK} = \frac{DT_1}{(1+R)^1} + \frac{DT_2}{(1+R)^2} + \dots + \frac{DT_n}{(1+R)^n} + \frac{SP}{(1+R)^n}$$

$DT_1, DT_2, \dots, DT_n$  = letni denarni tok po davkih od najemnin

SP = denarni tok od prodaje nepremičnine po davkih

R = zahtevana stopnja donosa na vložena lastna sredstva

### b) Notranja stopnja donosa (IRR)

Notranja stopnja donosa je diskontna stopnja, ki izenači sedanjo vrednost pričakovanih denarnih tokov s sedanjo vrednostjo vseh investicijskih izdatkov. Odgovarja na vprašanje, ali je donosnost investicijskega projekta dovolj visoka, da pokrije njegove stroške kapitala (financiranja), hkrati pa pokaže tudi primerjavo donosnosti različnih projektov. V primeru, da je notranja stopnja donosa višja ali enaka oportunitetnim stroškom kapitala, bo projekt sprejemljiv in obratno.

Notranja stopnja donosa temelji na izračunu neto sedanje vrednosti in je tista donosnost, pri kateri je neto sedanja vrednost naložbe enaka nič. V tem primeru se s strani družbe zahtevana donosnost za naložbo ( $r$ ) spremeni v dejansko notranjo donosnost naložbe ( $k$ ), kar se zapiše z naslednjo enačbo.

$$I_1 = \frac{DT_1}{1+k} + \frac{DT_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{DT_n}{(1+k)^n}$$

Notranjo stopnjo donosa je prav tako kot neto sedanjo vrednost lahko izračunati zgolj na vložena lastna sredstva po davkih. Ta način izračuna je pogost za ocenjevanje investicij v nepremičnine, kjer je potrebno upoštevati zmožnost investitorja, da na podlagi finančnega vzvoda poveča donosnost investicije, ki nastane z zamenjavo dražjega lastniškega kapitala s cenejšim dolžniškim kapitalom.

$$LK_0 = \frac{DT_1}{(1+IRR)^1} + \frac{DT_2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{DT_n}{(1+IRR)^n} + \frac{SP}{(1+IRR)^n}$$

$LK_0$  = vloženi lastniški kapital

$DT_1, DT_2, \dots, DT_n$  = letni denarni tok po davkih od najemnin

$SP$  = denarni tok od prodaje nepremičnine po davkih

Na prvi pogled je kriterij notranje stopnje donosa enakovreden kriteriju neto sedanje vrednosti. Težave so prisotne pri izključujočih investicijskih projektih, kjer se lahko zgodi, da bi s kriterijem notranje stopnje donosa izbrali drug projekt kot s kriterijem neto sedanje vrednosti. Glavna problema kriterija notranje stopnje donosa pri medsebojno izključujočih naložbah sta, da se pri diskontiranju prihodnjih pričakovanih denarnih tokov od dolgoročne naložbe uporablja notranja stopnja donosa kot diskontno stopnjo in da predstavlja možnost reinvestiranja denarnih prejemkov od naložbe do konca njene življenjske dobe po notranji stopnji donosa. Tako se premalo vrednotijo prihodnji denarni tokovi od naložbe, kadar je notranja stopnja donosa višja od stroškov kapitala in obratno, medtem ko se pri kriteriju neto sedanje vrednosti denarni tokovi vedno diskontirajo s stroški kapitala. Prav tako praviloma ni mogoče nalagati denarnih prejemkov od naložbe po notranji stopnji donosa, temveč je veliko bolj logična predpostavka, da je mogoče denarne prejemke naložiti po stopnji donosa, ki je enaka stroškom kapitala, saj le-ti bistveno bolj odražajo tržne možnosti doseganja donosnosti za tako tvegane naložbe kot je investicijski projekt. Zaradi teh dveh ključnih problemov se lahko rezultati kriterijev neto sedanje vrednosti in notranje stopnje donosa razlikujejo, največkrat pa do takih odstopanj pride takrat, ko se investicijska projekta zelo ločita glede na časovni razpored denarnih tokov in kadar gre za različen obseg možnih naložb (Berk, Lončarski, Zajc, 2001, str. 98).

### 3. Metode simuliranja in optimiranja

V tem primeru gre za optimalne modele operacijskih raziskov, ki se v praksi ne uporabljajo pogosto, zaradi česar jih podrobneje tukaj ne predstavljam.

## 2.3. Analiza tveganja in občutljivosti

Ustvarjanje ustrezne stopnje donosa na vložena sredstva je ena izmed bistvenih funkcij menedžerja, ki opravičuje njegovo funkcijo v družbi. Praviloma je višja pričakovana stopnja donosa vedno povezana z večjim tveganjem. Splošno je znano, da dve premoženji z enakima pričakovanima stopnjama donosa in različnim tveganjem, nista enakovredni. Boljše premoženje je tisto, ki ob manjšem tveganju doseže enako donosnost (Žnidaršič, Mramor, Rovan, 2000, str. 227).

Proučevanje tveganja je relativno enostavno pri investicijah v vrednostne papirje, saj je potrebno opazovati le gibanje tečajev vrednostnih papirjev in morebitnih drugih dejavnikov, ki vplivajo na donosnost posamezne naložbe, kot na primer dividende. Ne glede na to, da morajo biti vse odločitve v vrednostne papirje vezane na prihodnost, so za ocenjevanje tveganja zlasti uporabni podatki o njihovih preteklih gibanjih. Odločitve se sprejemajo na temelju razmerja med donosnostjo in tveganjem različnih možnih premoženj. Izbrana je tista, ki za določeno zahtevano donosnostjo nosi najmanjše tveganje (Žnidaršič, Mramor, Rovan, 2000, str. 228).

Kot kazalec tveganja se pri vrednostnih papirjih tako uporablja standardni odklon donosnosti premoženja oziroma vrednostnih papirjev v določenem obdobju na osnovi preteklih podatkov po naslednji formuli (Kleindienst, 2001, str. 94):

$$\text{standardni odklon: } (\delta) = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}{n-1}}$$

$r_i$  – donosnost premoženja oziroma vrednostnega papirja v podobdobju  $i$

$\bar{r}$  – povprečna donosnost premoženja oziroma vrednostnega papirja v proučevanem obdobju

$n$  – število obdobj

Poleg omenjenega kazalca tveganja naj omenim še koeficient variacije (KV), ki pove, koliko enot tveganja prevzame investitor na enoto donosa.

$$(\text{KV}) = \frac{\delta}{r}$$

Podobno sklepanje je možno uporabiti tudi pri odločitvah v družbah, le da je tu ocenjevanje tveganja precej težje. Odločitve, ki so najbolj pomembne, se nanašajo na negotovo prihodnost. Za projekte, o katerih se odloča, ponavadi ni na voljo preteklih podatkov. Na podlagi pričakovanj je tako potrebno izračunati kazalec tveganja, ki nam glede na razmerje donosnosti in tveganja, omogoči optimalno odločitev, lahko pa nam poda zgolj oceno tveganja (Žnidaršič, Mramor, Rovan, 2000, str. 228).

### 2.3.1. Metode analize tveganja

Pri odločitvah, ki bistveno vplivajo na rezultate poslovanja in kadar nas zanimajo možni odkloni v negativno smer, je analiza tveganja vselej potrebna. Za proučevanje tveganja je na voljo več metod,

med katere sodita tudi metoda scenarijev, kot bolj pogosta in preprosta, ter metoda simulacije Monte Carlo.

### **a) Metoda scenarijev**

Metoda scenarijev temelji na predpostavki treh enako verjetnih možnih scenarijev: pesimističen, najbolj verjeten in optimističen. Tako dobimo tri ocene vrednosti, ki pa so pomanjkljive, saj smo predpostavili vedno najbolj ugodno, najbolj verjetno ali najbolj pesimistično vrednost. Na ta način smo precenili tveganje, saj je težko pričakovati, da nam bo šlo ravno povsod najbolje ali povsod najslabše. Optimistične in pesimistične ocene tako pri odločanju skoraj ne bi smele biti zelo pomembne (Žnidaršič, Mramor, Rovar, 2000, str. 229).

Metodo lahko dopolnimo z ugotavljanjem verjetnosti nastanka posameznega scenarija in izračunom povprečne vrednosti. S pomočjo standardnega odklona lahko tako z 68,27 odstotno verjetnostjo oziroma z dvema standardnima odklonoma s 95,45 odstotno verjetnostjo nakažemo, koliko odstotkov pozitivno oziroma negativno od povprečne vrednosti se bo naša vrednost nahajala.

### **b) Simulacija Monte Carlo**

Simulacija Monte Carlo rešuje določene pomanjkljivosti zgoraj opisane metode analize tveganja. Razlikuje se predvsem v tem, da namesto treh scenarijev obravnava do več tisoč kombinacij vhodnih spremenljivk. Za porazdelitev vhodnih spremenljivk se lahko izbere na primer trikotna porazdelitev, za katero potrebujemo tri vrednosti: minimalno vrednost, najbolj verjetno vrednost in maksimalno vrednost. S pomočjo teh vrednosti se izračuna pričakovano vrednost (Žnidaršič, Mramor, Rovar, 2000, str. 230).

pričakovana vrednost = (minimalna vrednost + najbolj verjetna vrednost + maksimalna vrednost)/3

Pri simulacijah nas tako zanima vsota pričakovanih vrednosti in ne seštevka minimalnih in maksimalnih vrednosti. Dobljene rezultate lahko prikažemo v obliki porazdelitve. Ta porazdelitev kaže verjetnost nastanka določene vrednosti, kar je tudi razlog izvajanja simulacij, poleg tega pa lahko iz dobljene porazdelitve izračunamo različne statistične mere, kot so aritmetična sredina, standardni odklon in druge.

Verjetnost, da bo vrednost preseгла določeno mejo, nam še nazorneje prikaže graf kumulativnih frekvenc, kjer lahko za točno določeno vrednost odčitamo tudi njeno verjetnost nastanka (Žnidaršič, Mramor, Rovar, 2000, str. 232).

Primerjava rezultatov simulacije Monte Carlo in analize scenarijev pokaže, da je razpon med minimalno in maksimalno vrednostjo pri simulacijah precej manjši kot pri analizi scenarijev. Ne glede na to, da je bilo pri simulaciji Monte Carlo narejenih več tisoč kombinacij vhodnih spremenljivk, nobena izmed njih ni taka, da bi bila na koncu njihova skupna vrednost hkrati minimalna vrednost ali maksimalna vrednost, kar potrjuje že prej navedeno trditev, da analiza scenarijev precenjuje tveganje (Žnidaršič, Mramor, Rovar, 2000, str. 233).

### 2.3.2. Analiza občutljivosti

Analiza občutljivosti je tehnika, ki nam pokaže, koliko se rezultat spreminja glede na spremembo ene vhodne spremenljivke, pri čemer ostale spremenljivke ostanejo nespremenjene (Brigham, Daves, 2004, str. 427).

Prvi korak pri analizi tveganja je, da se prouči porazdeljevanje izhodne spremenljivke. V drugem koraku poskušamo poiskati spremenljivko, ki najbolj vpliva na porazdelitev proučevane spremenljivke. Kot že navedeno, na negotovost izhodne spremenljivke vpliva negotovost vhodnih spremenljivk, pri tem pa je vpliv posamezne vhodne spremenljivke na izhodno spremenljivko odvisen od dveh dejavnikov (Žnidaršič, Mramor, Rovar, 2000, str. 233):

- **absolutne višine vhodne spremenljivke in**
- **variabilnosti vhodne spremenljivke.**

S povečanjem teh dveh dejavnikov se vpliv posamezne spremenljivke na rezultat poveča. Pri analizi občutljivosti izmerimo moč vhodne spremenljivke na izhodno spremenljivko s pomočjo koeficientov korelacije ranga ali standardiziranim beta koeficientom multiple linearne regresijske analize. Koeficienti korelacije ranga merijo povezanost med dvema spremenljivkama ne glede na vrsto medsebojne povezanosti in so lažje razumljivi, medtem ko beta koeficient meri le linearno povezanost (Žnidaršič, Mramor, Rovar, 2000, str. 234).

Koeficiente korelacije ranga se lahko prikaže v tako imenovanem tornado grafu, kjer koeficienti zavzamejo vrednosti med nič in ena. Vrednost nič odraža popolno nepovezanost med vhodno in izhodno spremenljivko, vrednost ena pa pomeni največjo možno stopnjo povezanosti med dvema spremenljivkama. V primeru, da se vrednost izhodne spremenljivke v povprečju zmanjšuje, medtem ko se vrednost vhodne spremenljivke povečuje, govorimo o negativni vrednosti koeficienta (Žnidaršič, Mramor, Rovar, 2000, str. 234).

Poleg omenjene metode Monte Carlo se v praksi pogosto uporablja analiza občutljivosti, ki temelji na spreminjanju vhodne spremenljivke za določen odstotek na primer od -10 do +10 odstotkov, kjer se proučuje relativna sprememba. Njena pomanjkljivost je v tem, da pri vhodni spremenljivki ne upošteva njene variabilnosti, temveč zgolj njeno absolutno višino. Predpostavlja se, da je oblika porazdelitve vseh vhodnih spremenljivk enaka, njihove vrednosti pa se povečujejo oziroma zmanjšujejo za določen odstotek glede na izhodiščne vrednosti. Nekatere spremenljivke imajo lahko bistveno večji ali manjši razpon od navedenega, prav tako pa analiza občutljivosti ne upošteva povezanosti med spremenljivkami. Vse to lahko na koncu bistveno vpliva na rezultate analize občutljivosti (Žnidaršič, Mramor, Rovar, 2000, str. 235).

## 2.4. Projektno financiranje

Pri projektne financiranju gre za posebno obliko financiranja dolgoročnih projektov (predvsem s področja infrastrukture) s pomočjo zasebnega kapitala. Projektne financiranje se precej razlikuje od



klasičnega podjetniškega financiranja naložb, saj uporaba objektov, zgrajenih po projektnem principu (avtoceste, predori, mostovi, telekomunikacijska omrežja, nepremičninski objekti in drugi), od uporabnikov zahteva določeno plačilo (Gazvoda, Mrak, Mrak, 2005, str. 22).

Projektno financiranje je strukturno financiranje, ki zahteva strukturiranje lastniškega in dolžniškega kapitala glede na specifične potrebe posameznega projekta ter na način, da bo ustvaril ustrezen denarni tok. Zasebni investitorji se za izvedbo odločijo le v primeru, če projekt na dolgi rok ustvarja pozitiven denarni tok za pokrivanje vseh stroškov poslovanja, obveznosti iz financiranja in izplačila dividend. Tehnika projektnega financiranja je zelo povezana s študijami ekonomske upravičenosti projekta, pri čemer je odplačevanje posojil in drugih obveznosti vezano samo na ustvarjeni denarni tok projekta in njegova sredstva (Gazvoda, 2001, str. 1).

Bistvena razlika med projektnim in podjetniškim načinom financiranja projektov je v tem, da zainteresirani vlagatelji za izvedbo projekta ustanovijo projektno družbo in izdelajo dolgoročne projekcije poslovanja projekta. Na podlagi teh projekcij, ki morajo na dolgi rok glede na različne predvidene scenarije izkazovati pozitivno in dobičkonosno poslovanje, pridobijo posojilo. Financiranje je tako izločeno iz bilanc matičnih družb zainteresiranih investitorjev. Za vračilo virov financiranja in zahtevano donosnost jamči projektna družba s svojimi sredstvi, pridobljenimi iz poslovanja v času trajanja projekta, ustvarjenim dobičkom, kapitalom in pozitivnim denarnim tokom. Za razliko od navedenega je pri podjetniškem financiranju osnovni vir za plačilo sredstev upnikom družba sama, ki za vračilo teh obveznosti odgovarja s svojim celotnim premoženjem in ne le s projektom. V primeru propada projekta so upniki pri klasičnem načinu financiranja dokaj dobro zaščiteni pred neplačilom, medtem ko so pri projektnem financiranju bolj izpostavljeni in lahko tako kot investitorji pričakujejo velike izgube (Gazvoda, Mrak, Mrak, 2005, str. 22).

Skladno z navedenim je bistvo projektnega financiranja, da se za namene projekta ustanovi posebno družbo, da je z vidika posojilodajalcev poslovanje projekta bolj transparentno (banke imajo večji nadzor nad porabo denarja) ter da se tveganje v primeru propada razdeli med projektne udeležence in ne ogrozi finančne integritete oziroma delovanja matičnih družb.

### 3. Nepremičnine

Avstrijski občni državljanski zakonik iz leta 1811 je kot premično stvar definiral stvari, ki se dajo predstavljati brez poškodbe tvarine z mesta na mesto. Vse ostalo je štel za nepremičnine. S tem je lepo pojasnil temeljno razliko med nepremičninami in premičinami, vendar slovenski stvarnopravni zakonik k definiranju pojma nepremičnine pristopa drugače. Po 18. členu stvarnopravnega zakonika je nepremičnina prostorsko odmerjen del zemeljske površine, skupaj z vsemi sestavinami, medtem ko so vse druge stvari premičnine (Stvarnopravni zakonik, 2002).

### 3.1. Definicija in lastnosti nepremičnin

Osnovne lastnosti nepremičnin kot tržnih proizvodov lahko razvrstimo v naslednje skupine (Cirman et al., 2000, str. 3):

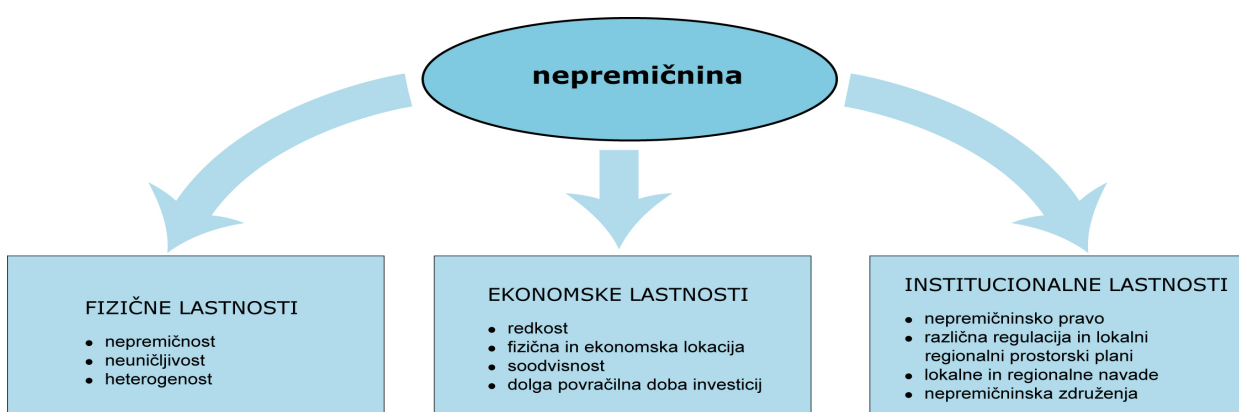
- **fizične lastnosti,**
- **ekonomske lastnosti in**
- **institucionalne lastnosti.**

Osnovna **fizična lastnost nepremičnin** je nepremičnost, vendar to dobesedno velja le za zemljišča, saj je zgradbe in druge izboljšave možno premikati, seveda le z visokimi stroški. Druga fizična lastnost je neuničljivost nepremičnin. Neuničljivost zemljišč omogoča dolgo življenjsko dobo tudi zgradbam in drugim izboljšavam. Potrebno je ločiti med fizično neuničljivostjo in ekonomsko trajnostjo, ki je lahko drugačna zaradi spremenjenih okoliščin. Tretja lastnost je heterogenost ali raznovrstnost nepremičnin, kar velja za vse nepremičnine, saj ni mogoče najti dveh popolnoma enakih zemljišč, dveh identičnih zgradb in ostalih izboljšav.

Med **ekonomske lastnosti** sodi redkost nepremičnin, ki je zaradi fiksne ponudbe zemljišč eno izmed osnovnih ekonomskih vprašanj, ki so povezana z nepremičninami. Njihovo ponudbo lahko v primeru povečanja povpraševanja povečamo z večjo in intenzivnejšo uporabo prostora, zato gre le za relativno redkost zemljišč. Na različno uporabo in vrednost nepremičnin vpliva fizična in predvsem ekonomska lokacija, kar je druga ekonomska lastnost nepremičnin. Na odločitve glede lokacij nepremičnin vplivajo predvsem njihova dostopnost, izpostavljenost lege in osebne preference. Naslednji ekonomski lastnosti sta soodvisnost in dolga povračilna doba nepremičninskih investicij.

Močan vpliv na nepremičnine imajo nepremičninski zakoni in različne oblike regulacije, kot so lokalni in regionalni prostorski plani, nadzor najemnin, nadzor razparceliranja in podobno. Navedeno sodi med **institucionalne lastnosti nepremičnin**. Mednje štejemo tudi lokalne in regionalne navade, razna nepremičninska združenja in organizacije.

Slika 4: Osnovne lastnosti nepremičnin



Vir: Cirman et al., 2000, str. 2.

## 3.2. Vrste nepremičnin

Nepremičnine lahko glede na njihov namen in dejansko uporabo razdelimo na naslednje sklope (Cirman et al., 2000, str. 4):

1. **stanovanjske nepremičnine** (eno ali več družinske stanovanjske zgradbe, stavbna zemljišča);
2. **poslovne nepremičnine** (trgovine in trgovski centri, pisarniške zgradbe, hoteli, gledališča, moteli, stavbna zemljišča za poslovno dejavnost);
3. **industrijske nepremičnine** (tovarne, skladišča, rudniki, stavbna zemljišča za industrijsko dejavnost);
4. **kmetijske nepremičnine** (kmetije in živinorejske farme, rekreacijske nepremičnine, neuporabljena razvita zemljišča ob urbanih območjih);
5. **nepremičnine za posebne primere** (izobraževalne institucije, religiozne institucije, bolnišnice, domovi za upokojece, pokopališča, igrišča za golf);
6. **javne nepremičnine** (avtoceste, pošte, parki, upravne zgradbe, šole in druge nepremičnine namenjene javni uporabi).

Stanovanjske nepremičnine lahko nadalje razdelimo na enodružinske hiše, enodružinske vrstne hiše, večdružinske hiše, premične hiše in vikende (Floyd, Allen, 1997, str. 396).

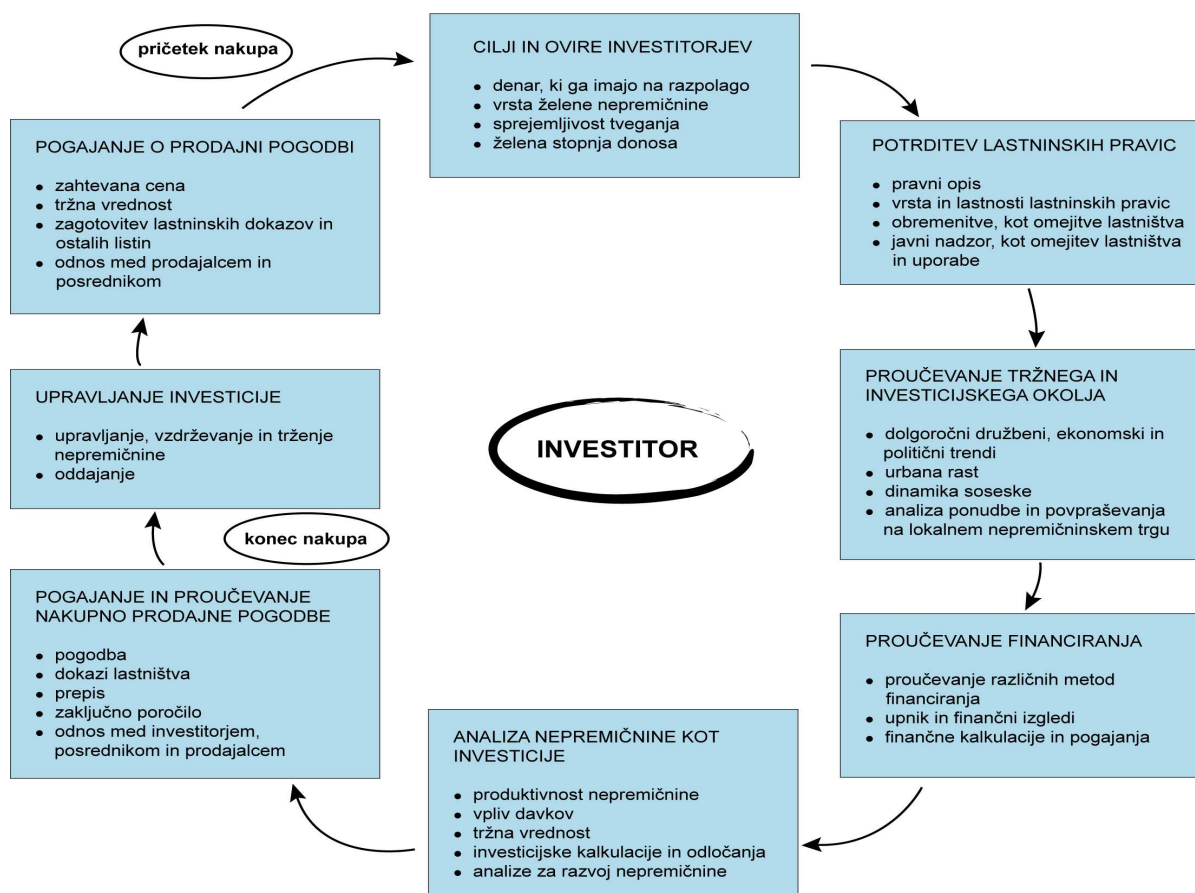
## 3.3. Gradnja nepremičnin

Z nepremičninami so povezane različne dejavnosti, ki jih lahko razdelimo v naslednje štiri skupine (Cirman et al., 2000, str. 5):

1. **razvoj in gradnja nepremičnin** (razparceliranje, razvojništvo, gradbeništvo);
2. **posredništvo** (stanovanjskih nepremičnin, poslovnih nepremičnin, industrijskih nepremičnin, kmetijskih nepremičnin in zemljišč);
3. **investiranje in financiranje nepremičnin** (posojilodajalstvo, investiranje);
4. **druge specializirane storitve** (vrednotenje, arhitektura, planiranje, svetovanje, upravljanje z nepremičninami, izobraževanje, analiza lastninskih pravic, zavarovanje in garancija).

Zaradi relativno visokih vrednosti, dolge življenjske dobe nepremičnin, dolžniškega financiranja in visokih transakcijskih stroškov nepremičnin so odločitve povezane z nepremičninami zelo pomembne. Vsak racionalni investitor sprejema pomembne odločitve o nepremičninah kot finančnemu premoženju v treh fazah cikla odločanja, in sicer v fazi pridobitve ali nakupa, v fazi upravljanja ali gospodarjenja z lastnino ter v fazi prodaje (Cirman et al., 2000, str. 6).

Slika 5: Cikel odločanja



Vir: Cirman et al., 2000, str. 6.

V nadaljevanju bom govoril predvsem o gradnji nepremičnin, kjer se v praksi pojavljata dve vrsti investorjev, in sicer i) investitorji – podjetniki in ii) investitorji – uporabniki. Prvi investitorji gradijo nepremičnine z namenom kasnejše prodaje na trgu. Znotraj te skupine lahko ločimo gradnjo za trg v ožjem pomenu, kjer izvajalec gradbenih del hkrati nastopa tudi v vlogi investitorja in sam sklepa pogodbe s kupci, ter gradnjo za trg v širšem pomenu. V slednjem primeru investitor sklepa tako gradbene pogodbe z izvajalci kot tudi pogodbe s kupci. V tej skupini se pojavljajo tako imenovani komercialni investitorji, ki se imenujejo »developerji«. Investitorji – uporabniki zgrajene nepremičnine zadržijo v svoji lasti, pri tem pa ni pomembno ali jih uporabljajo sami ali jih odstopijo v uporabo drugim (Cirman et al., 2000, str. 39).

Obe vrsti investorjev se trudita, da bi dosegli kar najboljše razmerje med pričakovanimi koristmi in stroški, ki jih imajo z investicijskim projektom, oziroma čim višjo pozitivno neto sedanjo vrednost projekta. Investitorji – podjetniki primerjajo stroške gradnje nepremičnine in koristi iz naslova prodaje. Iztržek iz prodaje bo večji, čim večja bo uporabna vrednost nepremičnine za končnega uporabnika. Na enak način poskuša maksimizirati neto sedanjo vrednost prihodnjih koristi investitor – uporabnik, ne glede na to ali nepremičnino uporablja sam, ali jo prepusti v uporabo drugim (Cirman et al., 2000, str. 39).

V vsakem primeru se poskuša v danih razmerah doseči optimalen nepremičninski paket, ki predstavlja celoto vseh koristi, ki jih ima kupec oziroma uporabnik s pridobitvijo nepremičnine. Kvaliteta nepremičninskega paketa je odvisna od vrste faktorjev, katere lahko razdelimo v pet skupin (Cirman et al., 2000, str. 40):

1. **uporabnost nepremičnine;**

Ta je odvisna od velikosti prostorov, njihove razporeditve in opremljenosti. Sem sodi tudi lokacija, dostop do nepremičnine in infrastruktura področja, kjer objekt stoji.

2. **kakovost in trajnost nepremičnine;**

Navedena faktorja sta odvisna od kvalitete izdelav, uporabljenih materialov in zasnove objekta.

3. **estetski videz nepremičnine;**

Tega določajo mnogi faktorji, kot so zunanji izgled, urejenost okolice, onesnaženje in notranja oprema. Estetika je odvisna predvsem od kakovosti arhitektov in urbanistov ter finančnih zmožnosti investitorja.

4. **kakovost bivanja;**

Ta faktor je še posebej poudarjen pri stanovanjski gradnji in zanj je zelo pomembno socialno okolje. Nanaša se na ljudi, ki živijo v neposredni okolici bivalne enote. Socialno okolje mora zagotavljati ustrezen mir, nizko stopnjo kriminala in podobno.

5. **način financiranja nepremičnine;**

To je za večino kupcev eden izmed ključnih dejavnikov nepremičninskega paketa. Finančni vidik vključuje več dejavnikov, in sicer ceno, posojilne pogoje, obrestno mero, zavarovanje, odplačilni rok, likvidnost naložbe v nepremičnino, polog v gotovini, prenosljivost finančnih obveznosti in obdavčitev.

6. **administrativni vidik.**

Ta se nanaša na napor, ki ga mora vložiti kupec oziroma uporabnik v pridobitev optimalnega nepremičninskega paketa in upoštevanje njegovih želja s strani investitorja – podjetnika.

Zagotavljanje optimalne kombinacije elementov nepremičninskega paketa iz navedenih elementov, ki določajo kakovost nepremičninskega paketa, je zelo zahtevna naloga. Na zahodu te naloge ponavadi opravijo zgoraj omenjeni komercialni investitorji, ki organizirajo proizvodnjo in prodajo ustreznih nepremičninskih paketov tako, da lahko kupec zelo natančno glede na svoje preference in ceno izbere kakovost nepremičninske enote, lokacijo, način financiranja in druge sestavne elemente nepremičninskega paketa. Ta praksa pri nas ni toliko razvita, saj je še vedno prevelik poudarek na samem izvajanju gradbenih del (Cirman et al., 2000, str. 40).

## 3.4. Financiranje in investiranje v nepremičnine

Kot že omenjeno, nepremičnine služijo dvema različnima namenoma, uporabi nepremičnine in naložbi, ki prinaša donos. Nakup nepremičnine je s finančne plati velik zalogaj za proračun posameznika ali družbe. Zaradi tega v nadaljevanju natančneje opisujem različne oblike financiranja nepremičnin, analize investicijskih odločitev in značilnost naložb v nepremičnine.

Nepremičnine se lahko financirajo s pomočjo lastniškega in dolžniškega kapitala oziroma s kombinacijo obeh. Lastniški kapital je bolj tvegan kot dolžniški, ki ga prispevajo zunanji udeleženci – financerji. Največkrat se uporablja kombinacija obeh, pri čemer je potrebno ugotoviti ustrezno razmerje med obema vrstama financiranja. Kadar se poleg lastnega vira sredstev pojavi tudi dolžniški, govorimo o finančnem vzvodu, ki ga bom predstavil v nadaljevanju.

### 3.4.1. Financiranje nepremičnin z lastnimi viri

Ta oblika financiranja nepremičnin ponavadi izhaja iz prihrankov, ki so jih posamezniki oziroma družbe privarčevali iz tekočega dohodka. V primeru, da v vlogi investitorja nastopajo gospodarski subjekti, so možni vir kapitala različni investitorji, ki so združili svoja sredstva in na ta način oblikovali sklad lastniškega kapitala, namenjenega za investiranje v nepremičnine. To so lahko nepremičninski skladi, skupna vlaganja več podjetij (joint venture naložbe) in podobno (Cirman et. al., 2000, str. 51).

Pri posameznikih (fizičnih osebah) za investiranje v nepremičnine veliko pripomorejo banke, ki svojim komitentom nudijo posebne oblike stanovanjskega varčevanja. Stanovanjske varčevanje je namensko varčevanje, na osnovi katerega je mogoče dobiti ugodnejša stanovanjska posojila.

### 3.4.2. Financiranje nepremičnin z dolžniškimi viri

Velik del nepremičnin se financira z dolžniškimi viri, kar omogoča relativna stabilnost in dolga življenjska doba nepremičnin. Posojila za financiranje nepremičnin se ločijo na zavarovana in nezavarovana. Za nezavarovana posojila posojilodajalec za posojeni znesek ne zahteva posebnega zavarovanja. Zneski nezavarovanih posojil običajno predstavljajo le majhen odstotek vrednosti celotne nepremičnine. Nezavarovana posojila so v primerjavi z življenjsko dobo nepremičnine kratkoročna in služijo le kot marginalen vir sredstev, saj je tveganje na strani upnika preveliko. Po obsegu so veliko bolj številčna zavarovana posojila. Posojilo je lahko zavarovano z zavarovalnico, poroki, vrednostnimi papirji, bančnimi vlogami, menicami, čeki in podobno. Najpogostejše zavarovanje je sama nepremičnina. V tem primeru govorimo o hipotekarnem posojilu (Cirman et. al., 2000, str. 52).

#### a) Hipotekarna posojila

Stvarnopravni zakonik v 138. členu hipoteko definira kot zastavno pravico na nepremičninah. Zastavna pravica predstavlja pravico zastavnega upnika, da se zaradi neplačila zavarovane terjatve ob njeni zapadlosti poplača skupaj z obrestmi in stroški iz vrednosti zastavljenega predmeta pred vsemi drugimi upniki zastavitelja. Bistvo hipoteke je tako varstvo upnika, da se v primeru neplačila ob zapadlosti terjatve poplača iz kupnine od prodane nepremičnine. Postopek pridobitve tovrstnega zavarovanja je lahko precej zamuden, vendar pa upniku nudi sorazmerno visoko stopnjo varnosti (Cirman et. al., 2000, str. 53).

Kot alternativa hipoteki se na zahodu za zavarovanje denarnih terjatev vse pogosteje uporablja tako imenovani zemljiški dolg. Zemljiški dolg je po Stvarnopravnem zakoniku pravica zahtevati poplačilo

določenega denarnega zneska iz vrednosti nepremičnine pred drugimi upniki s slabšim vrstnim redom, pri čemer to plačilo ne sme biti vezano na pogoj. Temeljna razlika med zemljiškim dolgom in hipoteko je v akcesornosti, kar pomeni, da je za nastanek hipoteke potreben obstoj terjatve, medtem ko je zemljiški dolg povsem neodvisen od določene terjatve. Zemljiški dolg ustanovi lastnik nepremičnine v svojo korist ter nastane na podlagi enostranskega pravnega posla, z vpisom v zemljiško knjigo in z ustanovitvijo zemljiškoknjižnega pisma. Zemljiškoknjižno pismo je vrednostni papir po odredbi oziroma ordrski vrednostni papir, katerega izstavi sodišče, ki vodi zemljiško knjigo.

Glede na to, da se zemljiški dolg pri nas še ne uporablja, v praksi obstaja več vrst hipotekarnih posojil, ki se ločijo glede na zavarovanje, izdajatelja, namena uporabe, načina amortizacije in obrestne mere. V nadaljevanju natančneje opisujem hipotekarna posojila, ki jih delimo na podlagi načina amortizacije in določitve obrestne mere. Z vidika različnih pogojev odplačevanja posojila (načina amortizacije) poznamo (Cirman et. al., 2000, str. 57):

- **izključno obrestna posojila**, pri katerih posojilojemalci s tekočimi obroki poravnajo le obresti na izposojen znesek, ob zapadlosti pa poleg zadnjega obroka obresti poravnajo še glavnico v enkratnem znesku. Zadnje plačilo se zaradi velikosti imenuje napihnjeno plačilo.
- **amortizirana hipotekarna posojila**, pri katerih je obrok plačila sestavljen iz obresti in dela glavnice. Zaradi odplačila dela glavnice se ta postopoma zmanjšuje in ob zapadlosti napihnjena plačila ni.

Z vidika obrestne mere lahko hipotekarna posojila delimo na posojila s fiksno obrestno mero, posojila s spremenljivo obrestno mero in stopenjska hipotekarna posojila. Za posojila s fiksno obrestno mero je značilno, da se obrestna mera v času trajanja posojilnega razmerja ne spreminja. Problem pri teh posojilih je, da se obrestne mere v času spreminjajo bodisi v korist ali v škodo posojilojemalcev. Le-ti imajo pogosto možnost, da v primeru padanja obrestnih mer posojilo predčasno odplačajo oziroma ga nadomestijo z novim in cenejšim posojilom. To se imenuje refinanciranje, pri katerem je potrebno plačati določeno premijo posojilodajalcu, ki je omogočil, da se je staro posojilno razmerje predčasno zaključilo. Pri teh posojilih tveganje spremembe obrestne mere zaradi možnosti refinanciranja nosi zgolj posojilodajalec (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 89).

Pri posojilih s spremenljivo obrestno mero se obrestna mera letno, lahko pa tudi pogosteje, prilagaja trenutno prevladujočim obrestnim meram na trgu. V tem primeru si tako posojilodajalec kot posojilojemalec delita tveganje spremembe obrestne mere. Za stopenjska hipotekarna posojila pa je značilno, da se obrestna mera ponovno določi enkrat ali večkrat znotraj dobe trajanja posojilnega razmerja, ponavadi v petem ali sedmem letu (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 125).

## **b) Finančni leasing nepremičnin**

Najem oziroma leasing nepremičnin je alternativa hipotekarnemu financiranju nepremičnin. Za razliko od hipotekarnega financiranja je pri leasingu do plačila zadnjega obroka lastnik nepremičnine leasingodajalec, razen v primeru operativnega leasinga. Pomembna prednost v primerjavi s hipotekarnim financiranjem je tudi v višini lastnih sredstev, ki jih mora leasingodajalec vložiti v investicijo. Pri leasingu je višina lastnih sredstev lahko nizka, saj leasingodajalec prevzame nase večji del financiranja, medtem ko je pri hipotekarnem financiranju vložek lastnih sredstev običajno višji.

To je značilno predvsem za Slovenijo, saj so banke pripravljene odobriti hipotekarno posojilo največ v višini 70 odstotkov vrednosti nepremičnine, najpogosteje pa le 50 odstotkov. Pri hipotekarnem posojilu tako precejšnji delež financiranja odpade na lastniški prispevek kupca (Cirman et al., 2000, str. 62).

### 3.4.3. Investiranje v nepremičnine

Na splošno je možno investicije v nepremičnine razdeliti v dve skupini:

1. **investicije v nakup lastnega doma** in
2. **investicije, ki prinašajo dohodek.**

#### 3.4.3.1. Investicije v nakup lastnega doma

Namen investiranja v lastni dom je predvsem zadovoljiti osnovne potrebe po varnosti in zadovoljitev bivanjskih potreb. Nakup teh nepremičnin za posameznika ali družino predstavlja najpomembnejšo življenjsko investicijsko odločitev. Zaradi tega se posamezniki največkrat srečujejo z dilemo, ali investirati v nakup nepremičnine, ali se morda raje odločiti za njen najem. Obe možnosti imata svoje prednosti in slabosti. Z nakupom nepremičnine si posameznik ali družina lahko zagotovi večjo varnost, večjo samostojnost pri preurejanju in spreminjanju bivalne površine ter tudi večji ugled v družbi. Ne glede na to predstavlja nakup nepremičnine velik finančni zalogaj, večje oportunitetne stroške investiranja finančnih sredstev, večje tveganje zmanjšanja vrednosti nepremičnine ter višje stroške vzdrževanja. Na drugi strani je z najemom nepremičnin povezana večja mobilnost, manjši stroški vzdrževanja, poveča pa se odvisnost od najemodajalca ter se zmanjša varnost.

#### 3.4.3.2. Investicije v nepremičnine, ki prinašajo dohodek

Nepremičnine velikokrat služijo tudi kot oblika naložbe, od katere se pričakuje določen donos. Pri teh investicijah se postavlja osnovno vprašanje, kako se investitorji odločajo za investiranje v nepremičnine za trg. Odgovor se najpogosteje najde v analizi donosov in tveganj, ki jih tovrstne investicije ponujajo.

Razlogi za investiranje v nepremičnine so štirje (Cirman et. al., 2000, str. 68):

1. **donos od najemnin;**  
Najemnine morajo investitorju zagotoviti pokrivanje tekočih stroškov, poleg tega naj bi ustvarile tudi dodaten presežek, ki predstavlja del donosa.
2. **kapitalski dobiček;**  
Investitor pričakuje, da bo ob prodaji po določenem obdobju držanja naložbe lahko realiziral kapitalski dobiček.
3. **razpršitev premoženja;**  
Naložba v nepremičnino zmanjšuje tveganje premoženja predvsem zaradi nizke povezanosti oziroma korelacije z naložbami v delnice in obveznice.



#### 4. davčni učinek;

Nepremičnine so ponavadi deležne bolj spodbudnega davčnega obravnavanja kot ostale oblike naložb.

Investitorji si morajo pri izbiri med različnimi investicijami postaviti ustrezne kriterije, na podlagi katerih se ugotavlja sprejemljivost posameznega projekta. Ne glede na dejstvo, da ima vsak investitor različne interese, okuse in preference, je za vse značilno želja po maksimiziranju njihovega bogastva. Za investitorje so zaradi navedenega sprejemljivi le tisti projekti, ki jim nudijo večje koristi od stroškov oziroma pri izbiri med večimi projekti izberejo tistega, kjer so neto koristi večje. Kot sem že omenil, se učinek, ki ga ima nek projekt na povečanje bogastva investitorja, največkrat meri z dvema meriloma, z interno stopnjo donosnosti in neto sedanjo vrednostjo (pozitivna sedanja vrednost je znak, da bo investicija prispevala k povečanju investitorjevega bogastva).

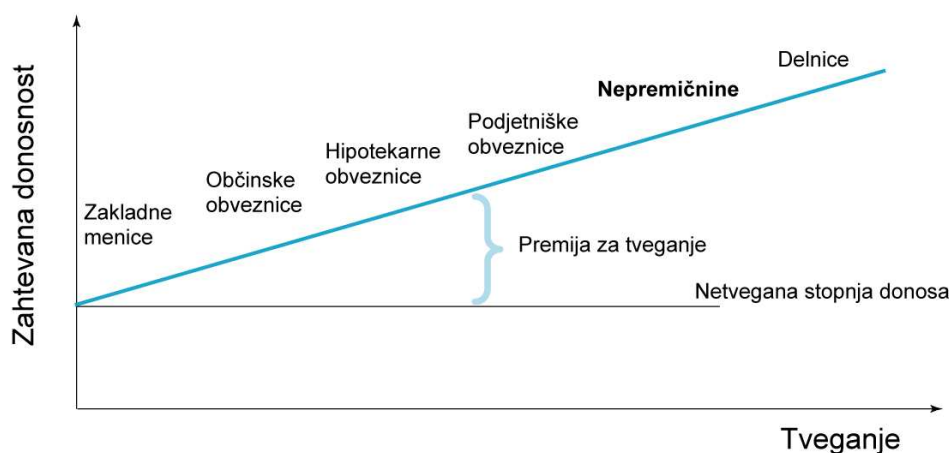
Pri investiranju v nepremičnine mora investitor upoštevati tudi vrsto tveganj, ki lahko vplivajo na njihovo donosnost. Tveganja lahko razdelimo v naslednje skupine (Cirman et. al., 2000, str. 71):

- **poslovno tveganje**; gre za tveganje spremembe dohodkov iz nepremičnin zaradi sprememb v ekonomski aktivnosti, ki lahko pripelje do preseljevanja ljudi, nižanja njihovih dohodkov in propadanja družb. Te spremembe vplivajo na povpraševanje po nepremičninah in s tem posledično na višino najemnin.
- **finančno tveganje**; tveganje investicij v nepremičnine poveča tudi uporaba dolžniškega financiranja. V kolikor nepremičnina dalj časa ne prinaša zahtevanega donosa, lahko projekt zaradi obveznosti do upnikov predčasno propade. Višina tega tveganja je odvisna od višine uporabljenega dolžniškega kapitala, njegove sestave in stroškov.
- **likvidnostno tveganje**; o tem tveganju govorimo takrat, ko ni na razpolago trga z veliko prodajalci ter kupci in je transakcij z določenim blagom zelo malo. Tak primer so največkrat nepremičnine. Zaradi specifičnosti je za prodajo nepremičnin potreben daljši čas. V kolikor je investitor prisiljen nepremičnino prodati v kratkem času, lahko to pogosto naredi le z velikim znižanjem cene.
- **tveganje inflacije**; v kolikor inflacija presega rast dohodkov od nepremičnin, se to lahko odrazi v zmanjšanju donosnosti investicije in posledično tudi v nižji tržni vrednosti. Za nepremičnine se je v preteklosti izkazalo, da pri njih to tveganje ni zelo veliko.
- **tveganje upravljanja**; to tveganje je povezano s sposobnostjo upravitelja nepremičnine, ki skrbi, da le-te ohranjajo svojo vrednost in prinašajo ustrezen donos. Slednji je predvsem odvisen od inovativnosti, učinkovitosti in prilagodljivosti upravitelja.
- **tveganje spremembe obrestne mere**; spremembe obrestnih mer povzročajo spremembe v cenah vrednostnih papirjev in tudi drugih oblik naložb. Tveganje je odvisno od ročnosti. Zaradi dolgoročnosti investicij v nepremičnine in uporabe visokega finančnega vzvoda lahko spremenjene obrestne mere povzročijo znatne izgube oziroma dobičke.
- **tveganje sprememb v zakonodaji**; področje nepremičnin je močno regulirano, zaradi česar lahko spremembe v zakonodaji vplivajo na donosnost investicije v nepremičnine.
- **tveganje okolja**; na vrednost nepremičnine vplivajo tudi spremembe v okolju in spremembe v zavedanju nevarnosti iz okolja. Učinki teh sprememb imajo lahko večje posledice v vrednosti nepremičnin, kot vsa prej naštetata tveganja.

Za investitorja je poznavanje vseh tveganj zelo pomembno, saj lahko le tako oceni njihov potencialni vpliv in pričakovani donos od investicije ter ju primerja s tveganji in donosi drugih razpoložljivih investicij. Racionalna odločitev za investicijo bo, ali največji donos ob danem tveganju, ali najmanjše tveganje ob danem donosu.

Obstoj zgoraj opisanih tveganj povečuje zahtevano stopnjo donosa, ki jo mora investitor investirati z naložbo v nepremičnino. Zahtevana stopnja donosa se lahko določi tudi kot seštevek stopnje donosa na netvegano naložbo in ustrezne premije za tveganje. V Sliki 6 je prikazana odvisnost različnih investicij od tveganj in s tem povezanimi zahtevanimi stopnjami donosa.

Slika 6: Tveganje in zahtevana donosnost alternativnih investicij



Vir: Brueggeman, Fisher, 1997, str. 326.

### 3.5. Razvoj in tveganja nepremičninskih projektov

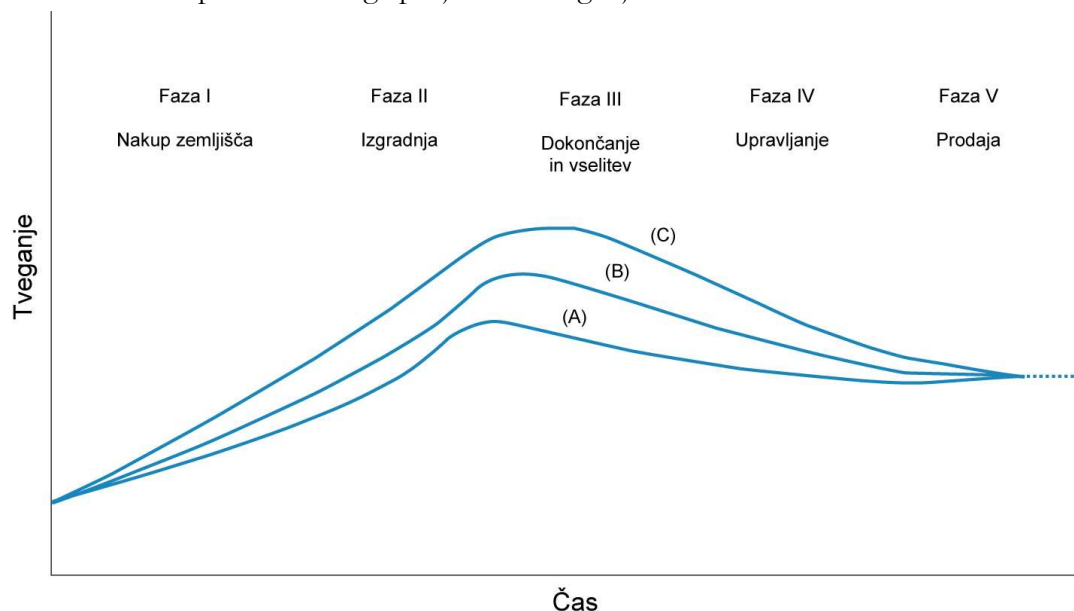
V tem poglavju se bom natančneje osredotočil predvsem na financiranje nepremičnin, ki prinašajo dohodek, kot so stanovanjski kompleksi, poslovni prostori, skladišča in trgovski centri, ki se oddajajo v najem. Investitorji omenjenih projektov se v nacionalnem in lokalnem gospodarstvu srečujejo s spreminjajočimi se razmerami, pritiski konkurence drugih investitorjev in spremembami preferenc najemnikov, kar vse vpliva na dolgoročno dobičkonosnost razvijanja in upravljanja teh nepremičnin. Vse te okoliščine vplivajo na zmožnost investitorja pri pridobivanju oziroma nakupu zemljišča, izgradnji izboljšav oziroma različnih objektov na teh zemljiščih in prodaji oziroma oddaji prostorov. Poleg tega na zmožnost investitorja vpliva tudi ustrezen prihodek, ki je namenjen pokrivanju operativnih stroškov in odplačilu začasnega posojila namenjenega izgradnji, kot tudi dolgoročnega posojila (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 478).

#### 3.5.1. Razvoj nepremičnin, ki prinašajo dohodek

Kot je zgoraj navedeno, obstaja več tipov nepremičnin, ki prinašajo dohodek. Vsaka vrsta nepremičnine ima posebne karakteristike. Razlike v povpraševanju vplivajo na ekonomsko izvedljivost vsake izmed njih. Ne glede na navedeno pa je kar nekaj glavnih konceptov skupnih vsem projektom v razvoju (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 478).

Spodnji slika prikazuje tipični razvojni proces nepremičninskih projektov, ki je z izjemo upravljalne faze primeren za vse kategorije razvojnih projektov. Kot je razvidno iz slike, investitor najprej (1) pridobi zemljišče za gradnjo, (2) pripravi gradbišče in na njem zgradi objekt, (3) dokonča in opremlja objekt ter ga pripravi za vselitev najemnikov, (4) upravlja objekt in (5) ga morda navsezadnje tudi proda.

Slika 7: Faze nepremičninskega projekta in tveganja



- (A) – višje povpraševanje po najemu nepremičnin od pričakovanega ter dokončanje izgradnje pred rokom  
 (B) – pričakovano povpraševanje po najemu nepremičnin ter dokončanje izgradnje v roku  
 (C) – nižje povpraševanje po najemu nepremičnin ter dokončanje izgradnje po roku

Vir: Brueggeman, Fisher, 1997, str. 479.

Kdaj točno po dokončani gradnji bo investitor prodal objekt, je odvisno od njegove poslovne strategije. Dotični projekt bo ekonomsko uspešen, če bo njegova tržna vrednost preseгла vse stroške povezane z nakupom zemljišča in dokončano izgradnjo.

Poslovne strategije investorjev lahko razporedimo v tri glavne skupine (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 479):

1. **veliko investicijskih družb se loti projekta z namenom, da ga ima v lasti ter ga upravlja še dolgo časa po izgradnji;**  
 Za te družbe je oddajanje v najem in upravljanje nepremičnin, poleg gradnje le-teh, glavna dejavnost.
2. **nekateri investitorji pričakujejo, da bodo zgrajene objekte, ki jih najprej oddajajo v najem po določeni stopnji zasedenosti prodali;**  
 Kupci teh nepremičnin so ponavadi institucionalni investitorji, kot so zavarovalne družbe ali nepremičninski investicijski skladi.
3. **določeni investitorji pa gradijo nepremičnine za oddajo v najem** (poslovni in industrijski centri) po že vnaprej določenih načrtih za znane naročnike.

Večina investitorjev svojo poslovno dejavnost namenoma specializirajo v eno izmed faz, ki so prikazane v Sliki 7 (na strani 23). Tisti, ki imajo namen prodati projekt takoj po fazi oddaje, se zanašajo na zunanje izvajalce, arhitekta, nepremičninske posrednike, finančne agente ter upravljalce nepremičnin, da opravijo večino dela od druge do pete faze. Nasprotno pa večje družbe, ki nastopajo na različnih lokalnih trgih, ponavadi večino dela opravijo interno in najamejo zunanje sodelavce le v primeru, ko je to stroškovno učinkovito. Za družbe specializirane na obeh koncih spektra (faza 1 in 5) obstaja možnost, da se prodaja oziroma nakup projekta lahko zgodi v kateri koli fazi razvoja, saj je le-ta za njih lahko vedno zanimiva (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 480).

### 3.5.2. Tržna tveganja

Zgornja slika nam nazorno kaže tudi tipični scenarij tveganja nepremičninskega projekta na tako imenovanem »normalnem« trgu, kot je prikazano v primeru (B). Zanj je značilno, da bo višina tržne najemnine zadovoljila investicijo. Tveganje se prične z nakupom oziroma pridobitvijo zemljišča in narašča enakomerno skozi fazo gradnje vse do trenutka prilivov od najemnin. Po oddaji vseh kapacitet najemnikom začne tveganje projekta upadati, saj so najemniki za določen čas pogodbeno vezani plačevati najemnino. Manjše tržno tveganje je prikazano v primeru (A), kjer je povpraševanje po najemu visoko, kar pospešuje proces oddajanja prostorov v najem in povečuje pričakovane prilive. Povečan priliv od najemnin zmanjšuje tveganje. Obratno je v primeru (C), kjer je povpraševanje po najemu nepremičnin nizko, zaradi česar se doba oddajanja v najem podaljša. V tem primeru tveganje projekta dramatično naraste. Poleg navedenega spremembe v tveganju projekta povzročajo tudi dejavniki, kot so zamuda pri gradnji, povečanje cen vgrajenih materialov in zvišanje obrestne mere (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 480).

Pri tveganju projekta so odločilni tudi faktorji, ki določajo povpraševanje po posameznih vrstah nepremičnin (pisarne, trgovine, skladišča). Ti se pokažejo z običajnimi tržnimi kazalci, kot so stopnja zasedenosti prostorov, višina najemnin ali obseg sklenjenih predpogodb z najemniki. Dobro poznavanje urbanega ali regionalnega gospodarstva je odločilno, ko se ocenjuje možnost razvoja nepremičninskega trga, saj je povpraševanje po nepremičninah pomembno ne samo med njihovo gradnjo ampak še dolgo po zaključku gradnje. V primeru, da se povpraševanje po nepremičninah zmanjša, lahko najemnine kadarkoli padejo, najemniki pa lahko najdejo bolj atraktivne prostore po nižjih cenah. Zaradi sprememb v povpraševanju je projekt še vedno ranljiv, ne glede na to, da je gradnja že končana in objekt oddan. Z vsako novo ponudbo nepremičnin na trgu se lastnikom obstoječih nepremičnin poveča možnost izgube najemnikov. Veliko investitorjev ne želi prevzeti tega tveganja, zaradi česar želijo nepremičnino prodati institucionalnim ali drugim investitorjem. Za razliko od prej navedenih investitorjev želijo institucionalni investitorji imeti svoj portfelj naložb čim bolj razpršen med različnimi regijami. Z razpršitvijo naložb in doseganjem temu primernih donosov ti investitorji zmanjšujejo tveganje zaradi kompenzacije rasti in upadanja gospodarske moči posameznih regij (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 482).

### 3.5.3. Projektna tveganja

Poleg omenjenega tveganja mora investitor pri razvoju nepremičninskega projekta upoštevati tudi lokacijo. Investitor mora o lokaciji zemljišča za gradnjo dobro premisliti, saj bo lokacija vplivala na

stroške poslovanja najemnikov oziroma na povpraševanje njihovih storitev ali produktov, ki jih prodajajo. Z vidika najemjemalca boljša lokacija pomeni višjo vrednost. Višina cene kupljenega zemljišča je pomembna determinanta same kvalitete in stroškov izgradnje objekta. Na splošno velja, da se višje in kvalitetnejše objekte lahko gradi na dražjih zemljiščih. Ti objekti so ponavadi grajeni iz boljših in dražjih materialov. Prav tako z večjo gostoto pozidanosti na zemljišču narašča možnost za višjo ceno zemljišča. Mestna središča so tako bolj gosteje pozidana z višjimi stavbami – stolpnici, medtem ko so objekti v predmestjih na cenejših lokacijah nižji in ne tako na gosto pozidani (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 483).

Na projektno tveganje lahko močno vplivajo tudi glavne komponente pri gradnji objektov, ki se lahko razlikujejo v ceni in kvaliteti. To so fizični izgled stavbe, funkcionalnost tlorisov, kvaliteta zaključnih elementov, zunanja ureditev, parkiranje, dvigala, kvaliteta ogrevanja, ventilacija in klimatske naprave, zunanji zaključni elementi in podobno.

Najemniki se v zvezi s kvaliteto najetega prostora odločajo v skladu s svojo poslovno politiko. Zaposleni, ki delajo neposredno s strankami morajo imeti zagotovljene bolj kakovostne oziroma razkošne prostore, medtem ko spremljevalne dejavnosti, kot so računovodstvo in komerciala tega ne potrebujejo. Družbe za te dejavnosti ponavadi najemajo stroškovno bolj ugodne nepremičnine na cenejših predmestnih lokacijah. Za zaposlene je izjemno pomembna tudi neposredna bližina stanovanjskih sosesk. Na drugi strani pa zahtevajo prostori kot so odvetniške pisarne, modne trgovine in na splošno objekti z velikim pretokom ljudi izjemno visoke stroške končnih obdelav.

Pomembno za investitorje torej je, da proučijo zahteve najemnikov v skladu z njihovimi potrebami in značilnostmi določenega trga. Povpraševanje je tako odvisno od značilnosti poslovanja na lokalnem trgu in narave dejavnosti najemnikov.

### 3.5.4. Financiranje razvoja projekta

Kot sem že omenil, lahko investitor za nakup zemljišča (faza 1 iz Slike 7 (na strani 23)) uporabi lastna sredstva ali kombinacijo lastniškega in dolžniškega kapitala. Lastniški kapital lahko izvira tudi iz partnerske zveze med investitorjem in lastnikom zemljišča, lahko pa je pridobljen s strani drugih posameznih investitorjev. V prvem primeru predstavlja lastniški vložek samo zemljišče.

Za nadaljevanje projekta mora investitor zagotoviti tudi sredstva za izgradnjo objekta. V ta namen pridobi investitor tako imenovano začasno posojilo, ki ga odobrijo komercialne banke, hipotekarne banke, v nekaterih primerih tudi hranilnice in posojilna združenja. To posojilo je namenjeno predvsem financiranju stroškov same izgradnje, včasih pa se z njim krije tudi druge stroške, kot so stroški projektiranja, načrtovanja ter stroški pridobitve dovoljenj in soglasij. Po končani gradnji in določeni zasedenosti prostorov s strani najemnikov se začasno posojilo nadomesti z dolgoročnim posojilom. Ponudniki teh posojil so ponavadi življenjske zavarovalnice, pokojninski skladi, lahko pa tudi večje komercialne banke (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 484).

### 3.5.5. Odločitev o prodaji nepremičnine

Nakup nepremičnine, ki prinaša dohodek, je odvisen od koristi, ki jih daje v določenem obdobju. Denarna sredstva, naložena v nepremičnino, lahko investitor preusmeri v druge naložbe. Zaradi tega mora investitor periodično izračunavati donosnost na vložena sredstva, saj se faktorji, ki vplivajo na donosnost investicije v nepremičnino skozi obdobje spreminjajo. Tržne najemnine morda ne bodo rasle po pričakovani stopnji, hkrati pa morebitne spremembe v davčni zakonodaji lahko vplivajo na donosnost investicije.

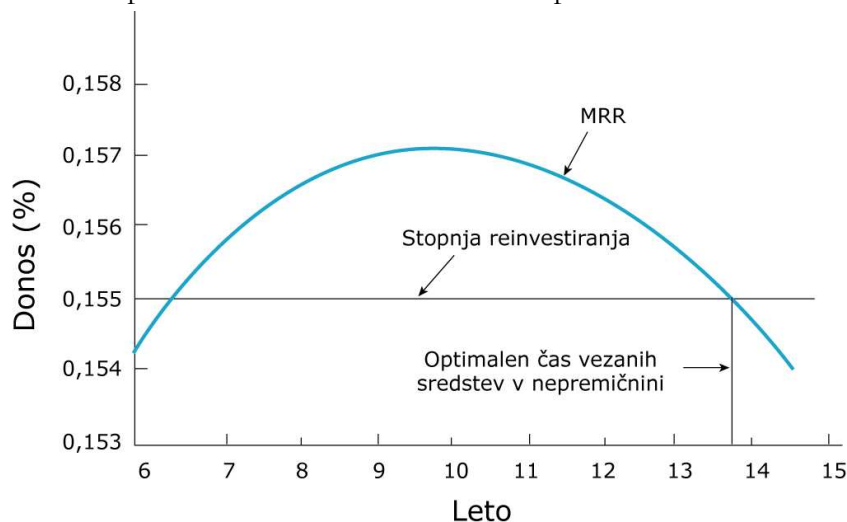
Eden pomembnejših faktorjev donosnosti je zagotovo tudi pozitiven finančni vzvod (angl. financial leverage). Opredelimo ga lahko kot korist v obliki povečanja donosnosti investicije (oziroma donosnost lastniškega kapitala), ki nastane kot posledica zamenjave dražjega lastniškega financiranja s cenejšim dolžniškim. Pozitivni finančni vzvod je posledica najetja dolga po obrestni meri, ki je nižja od pričakovane donosnosti investicije. Posojilo se ponavadi odplačuje na podlagi v naprej določenih obrokov (amortizirano hipotekarno posojilo), kar pomeni, da je obrok sestavljen tako iz obresti kot tudi iz dela glavnice. Glavnica dolga se na ta način postopoma zmanjšuje, kar posledično povečuje delež lastniškega kapitala v sami investiciji. Povečanje lastniškega kapitala (angl. equity build-up) pomeni pričakovani večji denarni priliv ob prodaji nepremičnine, kar je dobrodošlo, vendar pa na drugi strani to tudi pomeni, da ima investitor v tej nepremičnini vezana vedno večja lastna sredstva. Morebitno povečanje tržne cene nepremičnine delež lastniškega kapitala v investiciji samo še poveča. Gledano drugače, lastniški kapital na drugi strani predstavlja sredstva, ki bi jih investitor lahko naložil v neko drugo naložbo, seveda samo v primeru prodaje nepremičnine. Donosnost druge naložbe s primerljivim tveganjem predstavlja oportunitetne stroške neprodane nepremičnine. Vse dokler investicija ni refinancirana se obseg lastniškega kapitala v investiciji povečuje, kar ob enakih denarnih pritokih zmanjšuje donosnost na vložena lastna sredstva. Ugodnosti pozitivnega finančnega vzvoda se v primeru obročnega odplačevanja dolga tako zmanjšujejo. Poleg omenjenega se delež obresti v obroku odplačila posojila postopoma zmanjšuje, medtem ko se delež glavnice v obroku povečuje. Ugodnosti od plačanih obresti, ki so odbitna postavka pri izračunu davka od dohodka, se skozi obdobje tako zmanjšujejo (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 421).

### 3.5.6. Mejna stopnja donosa

Mejna stopnja donosa je tista stopnja donosa, ki jo investitor s sredstvi vezanimi v nepremičnini doseže z vsakim dodatnim letom oddaje in se izračuna za vsako naslednje leto posebej (Brueggeman, Fisher, 1997, str. 427). Na podlagi višine mejne stopnje donosa se investitor odloči, ali bo nepremičnino, ki prinaša dohodek, prodal ali obdržal v lasti še eno leto. Mejna stopnja donosa se iz leta v leto spreminja, kar je posledica že zgoraj omenjenih faktorjev, kot so povečanje lastniškega kapitala in s tem zmanjšanja ugodnosti finančnega vzvoda, povišanje tržnih cen nepremičnin in s tem posledično povečanje lastniškega kapitala vezanega v nepremičnini ter zmanjševanje deleža obresti v obroku posojila. Eden izmed faktorjev je tudi ta, da se davčne ugodnosti, v primeru višanja tržnih najemnin in enake letne amortizacije, še dodatno zmanjšujejo. Spodnja slika prikazuje spreminjanje mejne stopnje donosa skozi določeno obdobje in optimalen čas vezanih sredstev v nepremičnini. Iz slike je razvidno, da mejna stopnja donosa najprej narašča in kasneje upada.

Investitor, ki zahteva vsaj 15,5 odstotno donosnost na vložena sredstva, bo nepremičnino prodal ali jo v štirinajstem letu refinanciral, kot bom predstavil v nadaljevanju. Mejna stopnja donosa je po štirinajstem letu nižja od zahtevane donosnosti, za katero investitor verjame, da jo lahko ob enakem tveganju doseže z neko drugo naložbo.

Slika 8: Optimalen čas vezanih sredstev v nepremičnini



Vir: Brueggeman, Fisher, 1997, str. 430.

$$\text{MRR} = \frac{ATCF_{s(t+1)} + ATCF_{o(t+1)} - ATCF_{s(t)}}{ATCF_{s(t)}}$$

$ATCF_s$  = denarni tok od prodaje nepremičnine po davkih

$ATCF_o$  = denarni tok od pobranih najemnin po davkih

### 3.5.7. Refinanciranje, kot alternativa prodaji nepremičnine

Predhodno sem že omenil, da se skozi obdobje lastni delež sredstev, vezanih v investiciji v nepremičnino, povečuje, kar je posledica povečanja vrednosti nepremičnine in zmanjšanja deleža dolga. Razmerje med dolgom in vrednostjo nepremičnine se povečuje, kar zmanjšuje ugodnosti finančnega vzvoda. Z refinanciranjem lahko zmanjšamo to razmerje in povečamo finančni vzvod, hkrati pa pridobimo sredstva za investiranje v kakšno drugo naložbo, ki bi bila drugače vezana v nepremičnini. Višina posojila za refinanciranje je odvisna od višine vrednosti nepremičnine v času refinanciranja, ki je ponavadi višja kot je bila ob nakupu nepremičnine, kar investitorju omogoči pridobiti še dodatna razpoložljiva sredstva. Poleg omenjenega v primeru refinanciranja ni potrebno plačati nikakršnih davkov, ki so povezani s prodajo nepremičnine.

## 3.6. Obdavčitev nepremičnin v Sloveniji

Obdavčitev nepremičnin v Sloveniji je raznolika in zapletena, vendar z vidika investiranja v nepremičnine izjemno pomembna, saj je donosnost investicije zelo odvisna od davkov oziroma davčnih sprememb. Pri nepremičninah je obdavčen predvsem promet z nepremičninami, lahko pa so nepremičnine obdavčene tudi kot oblika premoženja. Z nepremičninami so tako povezani naslednji davki: davek na promet nepremičnin, davek na dodano vrednost, davek od premoženja, davek na dediščine in darila, nadomestilo za uporabo stavbnih zemljišč, dohodnina in davek od dohodka pravnih oseb.

Od vseh navedenih davkov v nadaljevanju na kratko predstavljam davek na promet nepremičnin, davek na dodano vrednost in davek od dohodka pravnih oseb, ki imajo pomemben vpliv na denarne tokove investicije.

### 3.6.1. Davek na promet nepremičnin

Davek na promet nepremičnin je premoženjski davek in je eden od virov za financiranje občin. Skladno z Zakonom o davku na promet nepremičnin se davek plačuje od prometa nepremičnin. To je vsak odplačni prenos lastninske pravice na nepremičnini ter zamenjava ene nepremičnine za drugo (Zakon o davku na promet nepremičnin, 1999). Za prenos nepremičnin se ne šteje prenos lastninske pravice na nepremičninah, od katerega je bil plačan davek na dodano vrednost (Zakon o spremembi in dopolnitvi Zakona o davku na promet nepremičnin, 2002). Zavezanec za davek na promet nepremičnin je prodajalec nepremičnine, pri zamenjavi nepremičnine pa je davčni zavezanec vsak udeleženec v zamenjavi za vrednost nepremičnine, ki jo odtuji. Pri prodaji idealnih deležev nepremičnine je davčni zavezanec vsak prodajalec posebej (Zakon o davku na promet nepremičnin, 1999).

Osnova za davek je prodajna cena nepremičnine. Davčno osnovo predstavlja vse kar predstavlja plačilo (v denarju, v stvareh, v storitvah, v prevzetih dolgovih bivšega lastnika in podobno), ki ga je ali ga bo prodajalec prejel od kupca za opravljeni promet nepremičnine. V kolikor davčni organ pri odmeri davka na promet nepremičnine ugotovi, da doseženo plačilo ne ustreza ceni, ki bi se dala doseči v prostem prometu v času nastanka davčne obveznosti, lahko davčno osnovo določi na podlagi cenitve (Zakon o spremembi in dopolnitvi zakona o davku na promet nepremičnin, 2002). Davek se plačuje po stopnji 2 % od davčne osnove. Davčna obveznost nastane na dan sklenitve pogodbe, na podlagi katere se prenese nepremičnina.

### 3.6.2. Davek na dodano vrednost

Promet nepremičnin (prodaja, najem) je obdavčen tudi z davkom na dodano vrednost, ki obdavčuje promet blaga in storitev. Skladno z Zakonom o davku na dodano vrednost je promet nepremičnin lahko obdavčen z 8,5 % in 20 % davčno stopnjo ali pa je oproščen plačila davka.



Plačila davka na dodano vrednost je po 27. členu Zakona o davku na dodano vrednost oproščen (Zakon o davku na dodano vrednost, 1998):

- a. **najem oziroma zakup nepremičnin (vključno z leasingom)**, razen:
  - nastanitev v hotelih ali podobnih nastanitvenih zmogljivostih, vključno z nastanitvijo v počitniških domovih, počitniških kampih ali na prostorih, namenjenih kampiranju;
  - dajanja v najem parkirnih prostorov, garaž in parkirišč;
  - dajanja v najem trajno instalirane opreme in strojev;
  - najem sefov,
- b. **promet objektov ali delov objektov in zemljišč, na katerih so postavljeni**, razen če je promet opravljen, preden so objekti ali deli objektov prvič vseljeni oziroma uporabljeni, ali če je promet opravljen, preden potečeta dve leti od začetka prve uporabe oziroma prve vselitve in
- c. **promet zemljišč, razen stavbnih zemljišč** (za stavbna zemljišča se štejejo gradbene parcele, na katerih je v skladu s predpisi dopustna graditev objektov).

Ne glede na navedeno so zgornji prometi nepremičnin lahko obdavčeni z davkom na dodano vrednost po predpisani stopnji, v kolikor najemodajalec/prodajalec ter najemnik/kupec, ki ima pravico do odbitka celotnega vstopnega davka na dodano vrednost, pred opravljenim prometom podata skupno izjavo na pristojni davčni urad. V kolikor je prodaja nepremičnin oproščena plačila davka na dodano vrednost, se pri prometu obračuna in plača 2 % davek na promet nepremičnin.

Prodaja novogradenj je vedno obdavčena z davkom na dodano vrednost. Stanovanja, stanovanjski in drugi objekti, namenjeni za trajno bivanje, ter delih teh objektov, če so del socialne politike, vključno z gradnjo, obnovo in popravilo le teh, so obdavčeni z 8,5 % davčno stopnjo. Po tej nižji davčni stopnji so do 31. decembra 2007 obdavčena tudi stanovanja, stanovanjski in drugi objekti, namenjeni za trajno bivanje ter deli teh objektov, ki niso del socialne politike.

Gradnja poslovnih objektov je z davkom na dodano vrednost obdavčena po 20 % davčni stopnji. Če se gradi stanovanjsko-poslovni objekt in so stanovanja sestavni del poslovnih stavb, se nižja stopnja uporabi v pripadajočem deležu.

### 3.6.3. Davek od dohodka pravnih oseb

S 1. januarjem 2005 se je začel uporabljati tudi nov Zakon o davku od dohodka pravnih oseb, ki ureja sistem obveznosti plačevanja davka od dohodka pravnih oseb.

Kadar zavezanec za davek od dohodka pravnih oseb vlaga svoja sredstva v nepremičnine, se mu kot davčno priznan odhodek v družbi prizna tako strošek obresti na bančna posojila, kot tudi strošek amortizacije, ki predstavlja obrabo oziroma zniževanje vrednosti nepremičnine. Najvišja letna priznana amortizacijska stopnja za nepremičnine znaša 5 %, pri čemer se zemljišče ne sme amortizirati (Zakon o davku od dohodov pravnih oseb, 2004).

Za družbe je pri vlaganju v nepremičnine pomembna tudi investicijska olajšava, ki v letu 2005 znaša 20 % investiranega zneska. Od 1. januarja 2006 Zakon o davku od dohodka pravnih oseb olajšav za investicije v nepremičnine ne predvideva več.

## 4. Predstavitev investicije v izgradnjo stanovanjsko-poslovnega objekta »Dunajski vogal«

Družba iz Ljubljane je na elitni lokaciji v Ljubljani pridobila zemljišče v velikosti 2.192 m<sup>2</sup>. Omenjeno zemljišče leži na vogalu Dunajske in Kadilnikove ulice za Bežigradom. V skladu z dolgoročnim planom mesta Ljubljane je na omenjenem zemljišču možno graditi poslovno-trgovsko, hotelsko in stanovanjsko gradnjo. Investitor se je odločil, da bo gradil stanovanjsko-poslovni objekt. V skladu s pogoji gradnje in možnosti prodaje je objekt upravičeno graditi tako iz tehničnih in finančnih aspektov. V njem je možno v dveh kletnih etažah zgraditi primerno število garaž, ki bodo zadoščale za nemoteno funkcioniranje objekta. Pritlični del objekta bo namenjen pretežno poslovni dejavnosti. Objekt je arhitektonsko zasnovan tako, da je možno ustvariti popolnoma ločene lastniške in funkcionalne celote. To pomeni, da bo v vsako celoto možno pripeljati ločeno vse komunalne vode, kar bo omogočilo ločeno merjenje komunalnih storitev. Tak pristop k izgradnji objekta omogoča zadovoljevanje interesov bodočih kupcev, kakor tudi možnosti fleksibilnejšega financiranja.

### 4.1. Cilji investicije

Cilj predstavljene investicije je izkoristiti odlično lokacijo z urbano vsebino in po principu gradnje za trg ali oddaje prostorov v najem zgraditi stanovanjsko-poslovni objekt za kupce v višjem cenovnem razredu ter s tem maksimirati donos na vložena sredstva.

Zastavljeni cilj je možno uresničiti z naslednjimi aktivnostmi poslovne strategije (interni viri družbe):

- Pogoje gradnje na obstoječem zemljišču izkoristiti z najboljšimi rešitvami glede na prostorske in okoljevarstvene omejitve. Projektirati takšne rešitve, ki zagotavljajo racionalno, kakovostno in hitro gradnjo objekta.
- V fazi izvedbe projekta vključiti bodoče kupce v sodelovanje pri kreiranju funkcionalnosti njihovih prostorov, izbiri vrste in kakovosti materialov ter s tem maksimalno zadovoljiti potrebe in ugodje bodočih lastnikov ali najemnikov.
- Optimizirati način financiranja projekta s primernim finančnim angažiranjem vseh udeležencev. Uporabljena naj bodo lastna sredstva investitorja, blagovni krediti in zadržana sredstva glavnega izvajalca ter podizvajalcev, finančna sredstva kupcev in kratkoročni bančni krediti.
- S pogodbami o izvajanju del na projektu zagotoviti primerne zamike plačil in s tem skrajšati čas angažiranja potrebnih finančnih sredstev.

- Za realizacijo postavljenih ciljev je potrebno strokovno, učinkovito in pregledno vodenje projekta. Potrebno je zagotoviti možnost interventnega ukrepanja v primeru odstopanj od planiranih ciljev.
- Tekom izvajanja projekta je potrebno redno in sprotno analizirati učinke predvidenega programa in ga po potrebi v vsaki fazi izboljševati. Ta aktivnost je izredno pomembna, ker je projekt dinamično se spreminjajoča naloga, ki lahko brez sprotne analize in s tem povezanih drugačnih rešitev da slabše rezultate od zastavljenih ali pa ne izrabi možnih večjih pozitivnih učinkov.

## 4.2. Analiza trga

Z analizo nepremičninskega trga se poskuša oceniti povpraševanje oziroma ponudbo po točno določeni vrsti nepremičnine. Prav tako se poskuša ugotoviti bistvene elemente, ki bodo vplivali na prodajo stanovanjskih in poslovnih enot v času trženja. Na osnovi teh ugotovitev se nato izbere ciljno skupino kupcev, določi okvirno prodajno ceno, velikost in standard opreme posameznih stanovanjskih in poslovnih enot ter poda izhodišče za oblikovanje prodajne politike (Schmitz, Brett, 2004, str. 3).

V Ljubljani, kot gospodarskem, kulturnem in političnem središču Slovenije, na površini 275 km<sup>2</sup> živi več kot 260.000 prebivalcev. Iz Tabele 1 lahko vidimo trend zmanjševanja števila prebivalcev v zadnjih letih, kar bi lahko razumeli kot potencialno nevarnost za zmanjšanje povpraševanja po stanovanjskih enotah.

Tabela 1: Število prebivalcev Mestne občine Ljubljana od leta 1996 do 2002

Leto	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Št. prebivalcev	268.722	274.377	270.441	270.986	270.506	269.824	265.881

Vir: Statistični letopisi RS, 1996 - 2002.

Vendar pa po drugi strani na oceno bodočih potreb po stanovanjih, bolj kot število prebivalcev, vpliva število gospodinjstev. Raziskave kažejo, da z družbeno ekonomskim razvojem in urbanizacijo povprečna velikost gospodinjstva glede na število članov pada. Posledica tega je povečanje števila gospodinjstev, ki kljub padanju števila prebivalcev lahko narašča, kar potrjuje tudi spodnja tabela.

Tabela 2: Število gospodinjstev v Mestni občini Ljubljana od leta 1981 do 2002

Leto	1981	1991	2002
Št. gospodinjstev	96.087*	100.227	102.646

\* Ocena

Vir: Statistični letopisi RS, 1981, 1991 in 2002.

Zaradi naraščanja števila gospodinjstev in vedno večjih potreb po stanovanjih, se v Ljubljani redno gradijo nove stanovanjske enote. Cene stanovanj se spreminjajo glede na lego, a dosegajo najvišje v državi. Enako je tudi na področju poslovnih prostorov (Cene nepremičnin v Ljubljani, 2005).

Pri analizi trga sem se osredotočil predvsem na cene in ponudbo novogradenj s področja stanovanjske in stanovanjsko-poslovne gradnje, ki so jih na območju mestne občine Ljubljana od leta 2004 začeli realizirati posamezni investitorji.

Na spletnem portalu slonep.net redno spremljajo cene ter ponudbo in povpraševanje po nepremičninah. Po njihovih podatkih so se od junija 2004 do junija 2005 stanovanja v Ljubljani v povprečju podražila za 8,5 %, od tega so se največ podražila manjša stanovanja in najmanj velika. Cene stanovanj rastejo že od leta 1995, bolj intenzivno rast pa je bilo zaznati od aprila 2003 naprej. Spomladi 2004 je prišlo do zmanjšanja intenzivnosti rasti cen trisobnih stanovanj in garsonjer, medtem ko so cene za eno in dvosobna stanovanja še vedno rasla. V obdobju od junija 2004 do junija 2005 so se najbolj podražila enosobna stanovanja, in sicer za 12,6 %, garsonjere so se podražile za 10,9 %, dvosobna stanovanja za 8,2 % ter trisobna stanovanja za 2,5 %. Cene stanovanj v Ljubljani za mesec junij 2005 so prikazane v Tabeli 3 (Cene nepremičnin v Ljubljani, 2005).

Tabela 3: Cene stanovanj v Ljubljani (v €/ m<sup>2</sup>)

Vrsta	Min	Maks	Povprečje
Garsonjera	1.957	2.976	2.494
1 sobno	858	3.000	2.262
2 sobno	1.188	3.000	1.966
3 sobno	907	2.991	1.869

Vir: Cene stanovanj SLONEP junij, 2005.

Na območju Mestne občine Ljubljana se je v letu 2004 začelo graditi 17 stanovanjskih ali poslovno-stanovanjskih sosesk za trg. V njih (upoštevane so le tiste z vsaj dvajsetimi stanovanjskimi enotami) bo 1447 različno velikih stanovanj, od garsonjer z nekaj več kot 20 m<sup>2</sup> do devetkrat večjih petsobnih stanovanj. Konec leta 2004 jih je bilo skupno s tistimi, ki so že vseljiva, dokončanih 573, preostala pa bodo zgrajena do konca leta 2005 oziroma do leta 2006. Če se k omenjenim soseskam prišteje še večstanovanjske objekte, v katerih je v povprečju od pet do deset stanovanj, številne enodružinske hiše, vile in manjše soseske z atrijskimi hišami, se izkaže, da je bilo v letu 2004 v Ljubljani na trgu približno 2000 novih stanovanj (Petkovšek, 2004, str. 6).

Večjih stanovanjskih sosesk s 70 do 160 stanovanji so se v letu 2004 lotile največje slovenske gradbene družbe oziroma večji investitorji. Med njimi so Energoplan d.d. s soseskama Novi Tabor, kjer bo 133 stanovanj, in Savskim kamnom s 83 stanovanji, Kraški zidar d.d. s sosesko Poljane (71 stanovanj), GPG d.d. s Trnovskimi vrati (144 stanovanj), Gradis Inženiring d.d. z Glonarjevo sosesko (140 stanovanj), Givo d.o.o. s sosesko Čez Dolgi most (119 stanovanj) in Vegrad d.d. s sosesko Drogerija v Šiški (103 stanovanja). Poleg omenjenih sosesk sta se začela graditi tudi soseska Tivoli ter Tacenska trojka.

V letu 2005 se je v Ljubljani začelo graditi nekaj novih stanovanjskih sosesk. Med njimi so najpomembnejše Glavarjeva rezidenca, druga faza soseske Tacenski dvori in naselje Vodnikov dvor pod Šišenskim hribom.

Pri analizi konkurence sem se osredotočil tudi na nadstandardne novogradnje, ki so si po ponudbi približno enake in bi jih lahko primerjal s projektom Dunajski vogal. Sem sodijo predvsem že zgrajeni Trnovski pristan, Palača Kapitelj, Gradaških 12 ter Vila Urbana.

Po podatkih investitorja projekta Dunajski vogal se za nadstandardna stanovanja v povprečju lahko iztrži od 25 milijonov SIT za garsonjere, večja stanovanja pa lahko presežejo tudi 200 milijonov SIT. Po oceni investitorja je povpraševanje po nadstandardnih stanovanjih dovolj veliko, kupci teh stanovanj pa so večinoma poslovneži, družbe in tuji državljani.

Projekt izgradnje Dunajski vogal temelji na realnih tržnih potrebah in pozicioniranju objekta v segment višjega cenovnega razreda. Prav tako je bilo ocenjeno, da objekt lahko pridobi optimalno strukturo finančnih virov. Glede na potrebe na trgu po sodobnih in primerno urejenih stanovanjskih in poslovnih prostorih z možnostjo parkiranja, opremljenih z visokim standardom infrastrukture, ki ga daje sama lokacija objekta, ponuja ta objekt stanovanjske in poslovne prostore za kupce in najemnike, ki takšne odlične in redke lokacije potrebujejo.

### 4.3. Opis projekta Dunajski vogal

Objekt Dunajski vogal leži na križišču Dunajske ceste in Kadilnikove ulice in je v neposredni bližini severnega avtocestnega obroča. V objektu bo zgrajenih 38 komfortnih stanovanj, od garsonjer do petsobnih, ter štirje poslovni prostori. Objekt bo s stekleno-opečno fasado in barvnimi aluminijastimi okvirji oken izstopal iz okolice, kar mu bo dajalo lastno identiteto in prepoznavnost.

Slika 9: Vizualizacija projekta Dunajski vogal



Vir: Interni viri investitorja.

Vsa stanovanja bodo imela moderne tlorise in bodo klimatizirana. V medetaži bodo stanovanja s povišanimi stropi, visokimi več kot tri metre. Bivalni prostori bodo prostorsko racionalno zasnovani in izdelani iz materialov visokega kakovostnega razreda. Vsako stanovanje bo imelo tudi zastekljeno balkonsko ložo, ki se v celoti odpira. Vsa stanovanja bodo imela urejeno računalniško informacijsko mrežo, vse potrebne instalacijske sisteme, peči in svetila visokokvalitetnega razreda.

V objektu bodo tudi dvigala in urejena parkirišča v dveh kletnih etažah. Stanovanja z več kot 50 kvadratnimi metri bodo imela v kletnih etažah dve parkirišči, manjša pa po eno.

Za objektom bo dvorišče z urejenimi zelenimi površinami in otroškim igriščem, ki bo zgrajeno kot širok plato v različnih ravneh in bo z dveh strani obdan z bambusom v betonskih koritih, na platoju pa bodo klopi in velika tabla za risanje grafitov.

V pritlični etaži stanovanjskega kompleksa ob Dunajski cesti se bodo nahajali štirje poslovni prostori, ki se lahko združijo v duplex ali eno samo celoto. Zgrajeni bodo do podaljšane IV. gradbene faze, s čimer bo omogočen izbor dokončanja po merilih in željah kupca.

Dunajski vogal bo vseljiv v začetku leta 2006. Po podatkih investitorja in analizi trga bo potrebno za kvadratni meter poslovnega prostora odšteti okrog 2.000 evrov, medtem ko bodo cene stanovanj oblikovane med 2.100 in 2.500 evri za kvadratni meter.

Pretežni del ponudbe stanovanjskih in poslovnih prostorov v tem objektu bo namenjenih lastnikom oziroma najemnikom, ki iščejo večjo individualnost, ekskluzivnost in standard, kot ga nudijo običajni stanovanjski oziroma poslovni prostori. Od takšnega kupca se pričakuje, da ima glede na standard svojih zahtev primerno poslovno in finančno boniteto in s tem povezan ugled.

## 4.4. Financiranje projekta

Za financiranje projekta Dunajski vogal so se v družbi odločili za že uporabljen in na drugih projektih preizkušen model financiranja. Gre za projektno financiranje, pri katerem večino sredstev za nakup zemljišča, izdelavo projektne dokumentacije in izpeljavo upravnih postopkov priskrbi investitor (lastna sredstva), medtem ko sredstva za izgradnjo in ostala dela zagotovijo banka (hipotekarno posojilo po 10,8 % efektivni fiksni obrestni meri za dobo treh let) in izvajalci s tako imenovanim blagovnim kreditom ter ostalimi pogoji investitorja. Blagovni kredit pomeni, da po pogodbi 10 % del zapade v plačilo šele po uspešno opravljenem tehničnem pregledu, kar hkrati izvajalce sili k čimprejšnjemu in pravočasnemu ter kvalitetno opravljenemu delu. Zaradi pogajalske moči je investitor poleg blagovnega kredita nekaterim večjim izvajalcem na projektu ponudil v odkup stanovanja kot nadomestilo za plačilo 30 % pogodbenih obveznosti. Ostalih 60 % mesečno opravljenih in fakturiranih del pa zapade v plačilo v 45 dneh po potrditvi začasno izstavljenе situacije s strani nadzornega organa. Nekateri izvajalci tako tekom gradnje financirajo celo do 40 % svojih storitev.

Pred leti so pri financiranju gradnje v veliki meri sodelovali tudi kupci stanovanj, ki so stanovanja plačevali vnaprej. Zaradi različnih afer in propadlih projektov, ki so se zgodili na področju stanovanjske gradnje v preteklih letih, ko so kupci praktično ostali brez že plačanih stanovanj, je bil junija 2003 sprejet Stanovanjski zakon in avgusta 2004 tudi zakon o varstvu kupcev stanovanj in enostanovanjskih stavb. Oba zakona investitorju nalagata obveznost zavarovanja obrokov kupnin oziroma predplačil, ki presegajo 10 % celotne vrednosti stanovanja. Prvi zakon kot inštrument zavarovanja navaja bančno garancijo na prvi poziv kupca ali bremen prost vpis v zemljiško knjigo

(Stanovanjski zakon, 2003). Drugi zakon poleg že omenjenih dveh inštrumentov omogoča še odprtje skrbniškega računa, storitev skrbniške banke in skrbniškega notarja ter zavarovanje s poroštvom zavarovalnice (Zakon o varstvu kupcev stanovanj in enostanovanjskih stvab, 2004). Zaradi navedenih inštrumentov in z njimi povezanimi stroški ter zaradi večjega zaupanja potencialnih kupcev pri odločitvi o nakupu stanovanja se je investitor odločil, da kupci pri financiranju gradnje objekta Dunajski vogal ne bodo sodelovali, razen s plačilom prvega obroka kupnine v obliki are za utrditev pogodbene obveznosti.

Tabela 4: Struktura financiranja projekta

Udeleženci financiranja projekta	Delež	v SIT
Investitor	11,27 %	150.000.000
Banka	63,23 %	841.200.000,00
Izvajalci	24,01 %	319.470.758
Kupci	1,49 %	19.779.518
<b>STROŠKI SKUPAJ</b>	<b>100,00 %</b>	<b>1.330.450.276</b>

Vir: Interni viri investitorja.

Iz Tabele 4 je razvidno, da največji, skoraj 64 % delež, vir financiranja projekta predstavlja bančno posojilo. 11,27 %, ki jih je z lastnimi viri priskrbel investitor, je bilo namenjenih za delni nakup zemljišča in izdelavo projektne dokumentacije. Blagovni krediti izvajalcev in njim vnaprej prodana stanovanja predstavljajo 24,01 % vseh potrebnih sredstev. Iz tabele tudi vidimo, da se bo le 1,49 % sredstev za realizacijo projekta financiralo tudi iz prilivov od prodanih stanovanj, to je plačanih ar.

## 4.5. Uspešnost investicije

### 4.5.1. Investicijska vrednost projekta

Na osnovi izdelanih kalkulacij je potrebno za pripravo ekonomske analize ugotoviti investicijsko vrednost projekta. Stroške investicije se ovrednotijo tako, da se ugotovljene potrebne količine gradbenih, obrtniških in instalacijskih del in opreme pomnožijo z njihovimi cenami ter prištejejo k stroškom nakupa zemljišča. Na ta način se na grobo predvidi oziroma oceni skupni znesek stroškov projekta.

Naj omenim, da se stroškovna vrednost izgradnje nepremičnin predvidi že v programski nalogi investitorja. Programska naloga, kot sestavni del projektne naloge, je podana z namenom, da se izdelovalec seznanji z osnovnimi zahtevami in smernicami investitorja, ki naj jih upošteva pri idejni zasnovi in idejnem projektu. V njej je določeno, kakšen objekt želi graditi investitor, ali gre za poslovni ali stanovanjski objekt ter kakšno kvaliteto materialov uporabiti za samo izgradnjo. Na ta način se določi zgornja meja stroškov investicije na kvadratni meter neto prodajne površine. V primeru, da pomnožimo celotno neto prodajno površino s predvidenimi stroški izgradnje na kvadratni meter in prištejemo še vrednost zemljišča, stroške izdelave projektne dokumentacije ter stroške pridobivanja gradbenega dovoljenja, lahko že dokaj natančno ocenimo vrednost investicije. Razlika med prodajno in nabavno ceno na kvadratni meter predstavlja tudi tveganje, ki ga lahko povzročijo spremembe cen na trgu. Naglo padanje cen stanovanj in povečanje cen gradbenih materialov je lahko pogubno za investitorja. Večja razlika med predvideno prodajno in stroškovno

ceno zmanjšuje možnost negativnega izida investicije v primeru, da bi se situacija na trgu obrnila v neželjeno smer.

#### 4.5.2. Prodajna vrednost investicijskega projekta

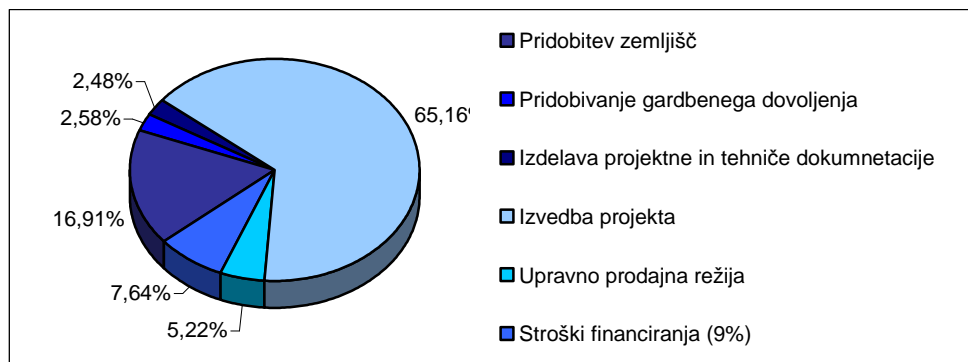
Na podlagi podatkov iz projektne dokumentacije za pridobitev gradbenega dovoljenja je razvidno, da je skupna prodajna površina vseh stanovanjskih in poslovnih enot na objektu 2.858,53 m<sup>2</sup>. V sklopu objekta je v dveh kletnih etažah predvidenih še 38 shramb in 70 parkirnih mest. Dodatnih 8 parkirnih mest bo investitor zagotovil v tehnični medetaži. Ob upoštevanju povprečne prodajne cene stanovanja, ki znaša za novogradnje v Ljubljani približno 2.000 evrov na kvadratni meter in povprečne cene pokritega parkirnega prostora, ki znaša približno 9.000 evrov, bi prodajna vrednost investicijskega projekta znašala približno 1,5 milijarde SIT. V tej ceni ni vključen davek na dodano vrednost.

#### 4.5.3. Ocena stroškov izgradnje

Oceno stroškov izgradnje projekta je možno razbrati že iz samih ponudb izvajalcev, ki jih investitorju na podlagi projekta za razpis oddajo potencialni izvajalci. Prve ponudbe izvajalcev so večinoma prenapihnjene, saj želijo izvajalci prelisičiti neveščega investitorja. Zaradi tega je potrebno na podlagi projektantskih popisov, kjer so zajete količine vseh materialov in del, oceniti približno višino stroškov, ki bodo pri projektu nastali. S pomočjo kalkulativnih cen in analize cen vgrajenih materialov ter primerjave vseh postavk v ponudbah, ki so jih investitorju oddali izvajalci, je možno dokaj natančno določiti realno oceno stroškov izgradnje. Najugodnejši ponudnik je na koncu tudi izbran za glavnega izvajalca.

Stroški izgradnje pa niso edini stroški, ki pri projektu nastanejo. Delež stroškov izvedbe predstavlja le 65,16 % celotnih stroškov kar znaša 866.924.696 SIT, medtem ko drugi največji skoraj 17 % delež vseh stroškov oziroma 225.000.000 SIT predstavlja izdatek za nakup zemljišča. Struktura ostalih stroškov projekta je razvidna iz Slike 10, kjer je delež dolžniškega financiranja 8 %, delež upravno prodajne režije znaša 6 %, 3 % delež odpade na stroške pridobivanja gradbenega dovoljenja ter 2 % delež na izdelavo projektne in tehnične dokumentacije. Celotni stroški, ki po realni oceni znašajo 1.330.450.276 SIT, in njihovi deleži so bolj natančno razvidni v Tabeli 5 (na strani 37) in Prilogi 1.

Slika 10: Struktura stroškov projekta



Vir: Interni viri investitorja.



Strošek nakupa zemljišča je v strukturi cene celotnih stroškov izjemnega pomena. Če vrednost zemljišča delimo z neto prodajnimi površinami, ki jih je na podlagi prostorskih aktov in pogojev za gradnjo možno zgraditi na določenem zemljišču, dobimo strošek zemljišča na kvadratni meter neto prodajne površine. V našem primeru znaša ta strošek 328 EUR/m<sup>2</sup>. To pomeni, da če od predvidene prodajne cene za kvadratni meter stanovanja oziroma poslovnega prostora odštejemo strošek zemljišča na kvadratni meter prodajne površine, dobimo najvišjo stroškovno ceno na kvadratni meter, ki jo z ostalimi stroški izgradnje ne smemo preseči. Pri dotičnem projektu celotni stroški zmanjšani za strošek zemljišča znašajo 1.611 EUR/m<sup>2</sup> prodajne površine, kar je izjemno veliko, saj bi na podlagi izkušenj in ocene investitorja ob klasični izvedbi morali ti stroški znašati okoli 750 – 1.000 EUR/m<sup>2</sup>. To hkrati tudi pomeni, da investitor ne bi zaslužil prav ničesar, v kolikor bi stanovanja ali poslovne prostore prodajal po ceni 2.000 EUR za kvadratni meter.

Tabela 5: Stroški projekta v SIT – kumulativno, realno

	do april 2003	do april 2004	do april 2005	do april 2006* - SKUPAJ
<b>1 STROŠKI SKUPAJ</b>	228.270.000	283.130.636	830.375.606	<b>1.330.450.276</b>
1.2 Pridobitev zemljišč	225.000.000	225.000.000	225.000.000	<b>225.000.000</b>
1.3 Pridobivanje gardbenega dovoljenja	0	10.600.000	34.292.652	<b>34.292.652</b>
1.4 Izdelava projektne in tehnične dokumentacije	4.071.000	13.499.836	32.370.168	<b>33.043.728</b>
1.5 Izvedba projekta	0	0	446.940.386	<b>866.924.696</b>
1.5.1 Gradbena jama, rušitev	0	0	19.247.800	<b>19.247.800</b>
1.5.2 Zaščita gradbene jame	0	0	49.000.000	<b>49.000.000</b>
1.5.3 Gradbena dela	0	0	240.000.000	<b>349.000.000</b>
1.5.4 Obrtniška dela	0	0	83.192.586	<b>221.846.896</b>
1.5.5 Eektro instalacije	0	0	28.500.000	<b>93.000.000</b>
1.5.6 Strojne instalacije	0	0	27.000.000	<b>102.000.000</b>
1.5.7 Kanalizacija	0	0	0	<b>17.330.000</b>
1.5.8. Zaklj. dela - zunanja ureditev				<b>15.500.000</b>
1.6 Upravno prodajna režija	3.000.000	23.400.000	50.160.000	69.500.000
<b>1.7 Stroški dolžniškega financiranja</b>	<b>270.000</b>	<b>10.630.800</b>	<b>41.612.400</b>	<b>101.689.200</b>

\* Ob zaključku projekta.

Vir: Interni viri investitorja.

Zaradi ne najbolj natančnih projektantskih popisov, dodatnih nepredvidenih stroškov, ki v fazi projektiranja niso vidni, ter morebitne racionalizacije projekta tekom gradnje, so odstopanja dejanskih stroškov od ocenjenih stroškov projekta seveda možna. Zato sem vsako stroškovno postavko v Tabeli 6 podal v treh vrednostih, in sicer kot optimistično, realno in pesimistično oceno.

Tabela 6: Ocene možnih stroškov projekta v SIT

	Optimistično	Realno	Pesimistično
Stroški skupaj	1.285.106.971	1.330.450.276	1.466.480.190

Vir: Interni viri investitorja.

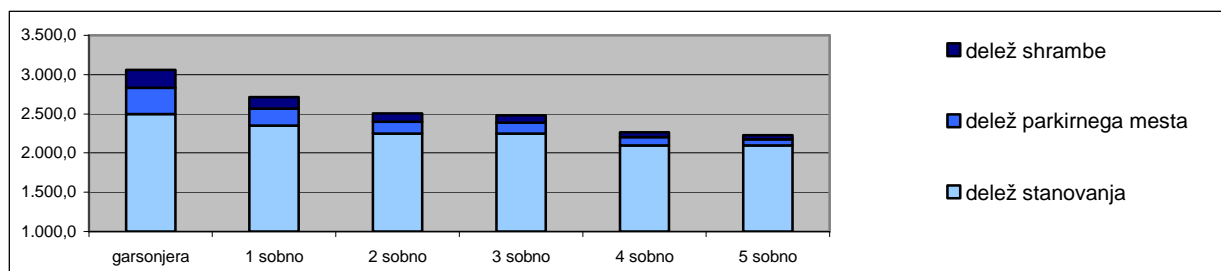
Realna stroškovna vrednost investicije je razvidna tudi iz Priloge 7 ter znaša 1.330.450.276 SIT. Ocenjujem, da bi se vrednost posameznih, predvsem izvedbenih del, zaradi morebitnih večjih količin dela in vgrajenega materiala lahko povečala za 15 %, kar bi povišalo celotne stroške investicije za 10,2 %, in sicer na 1.446.480 SIT. Obratno je možno, da bo pri nekaterih delih zaradi

bolje predlaganih rešitev in s tem možnih pocenitev oziroma racionalizacije določenih del realiziranih za 5 % manj stroškov, kar bi znižalo celotne stroške investicije za 3,4 % na 1.285.106.971 SIT.

#### 4.5.4 Ocena prihodkov ob upoštevanju različnih tržnih razmer

Pri ocenjevanju prihodkov iz naslova prodaje sem upošteval skupno ceno za posamezno stanovanje in poslovni prostor, ki jo je investitor določil na podlagi raziskave trga in je razvidna iz Priloge 6. Cena je določena kot zmnožek velikosti posameznega stanovanja in ceno kvadratnega metra. Vsakemu stanovanju je potrebno prišteti tudi znesek za eno oziroma dve parkirni mesti ter shrambo. Cene na kvadratni meter stanovanjske površine se med seboj razlikujejo za vsako stanovanje posebej, odvisno od njegove velikosti. Iz spodnje tabele je razvidno, da so manjša stanovanja na kvadratni meter stanovanjske površine dražja, saj na manjšo kvadraturu odpade enak strošek parkirnega mesta, shrambe in instalacij, kot so strošek peči, klima naprave in drugo. Prav tako so manjše kvadrature za kupce lažje dosegljive, saj je zanje potrebno priskrbeti manjši obseg sredstev, kar povečuje povpraševanje in pritiska na višjo ceno kvadratnega metra. Struktura cene različno velikih stanovanj je razvidna tudi iz spodnje tabele, ki kaže, da je za petsobno stanovanje potrebno odšteti 2.300 evrov, za garsonjero pa preko 3.000 evrov na kvadratni meter neto stanovanjske površine (cene je določil investitor).

Slika 11: Struktura cene stanovanj



Vir: Interni viri investitorja.

Zaradi negotovosti, ki je prisotna na trgu prodaje nepremičnin, se bo izvedba projekta odvijala v spremenljivih tržnih razmerah. Z namenom zmanjšanja morebitnih napak, ki bi jih lahko naredili pri ocenjevanju prihodkov, so v Tabeli 7 prodajne vrednosti projekta podane v treh vrednostih.

Tabela 7: Ocena prihodkov glede na tržne razmere v SIT

Ugodne tržne razmere	Trenutne tržne razmere	Neugodne tržne razmere
1.788.655.806,00	1.703.481.720,00	1.533.133.548,00

Vir: Lasten.

Ob upoštevanju trenutnih tržnih razmer bi bilo mogoče za investicijski projekt iztržiti približno 1.703.481.720 SIT. V primeru ugodnih tržnih razmer bi se prihodki lahko povečali za 5 %, medtem, ko bi se v neugodnih tržnih razmerah znižali za 10 %.

#### 4.5.5. Ocena uspešnosti investicije

Za ocenjevanje uspešnosti investicijskega projekta sem izbral notranjo stopnjo donosa in neto sedanjo vrednost, saj obe metodi vključujeta tudi časovno komponento, ki omogoča, da so časovno različno razporejeni učinki naložbe med seboj primerljivi. Za uporabo kriterija neto sedanje vrednosti je potrebno najprej ugotoviti pričakovane prihodnje denarne tokove projekta. Slednji so razvidni iz spodnje tabele, ki nam pokaže, da je denarni tok projekta ob že omenjeni strukturi financiranja ves čas pozitiven, medtem ko je mesečni prikaz prilivov in odlivov prikazan v Prilogi 1.

Tabela 8: Denarni in likvidnostni tok v SIT - kumulativno

AKTIVNOSTI	do april 2004	do julij 2004	do okt. 2004	do jan. 2005	do april 2005	do julij 2005	do okt. 2005	do januar 2006	do april 2006
<b>1 PRILIVI</b>	284.200.000	388.200.000	449.700.000	554.700.000	831.177.034	1.070.446.069	1.272.270.758	1.980.662.618	2.774.549.409
1.1 Od prodaje	0	0	9.000.000	36.000.000	113.607.776	178.309.552	231.053.069	909.594.929	1.703.481.720
1.2 Iz financiranja	284.200.000	388.200.000	440.700.000	518.700.000	717.569.259	892.136.517	1.041.217.690	1.071.067.690	1.071.067.690
1.2.1 Lastna sredstva	150.000.000	150.000.000	150.000.000	150.000.000	150.000.000	150.000.000	150.000.000	150.000.000	150.000.000
1.2.2 Bančni kredit	134.200.000	238.200.000	287.700.000	356.700.000	529.700.000	682.700.000	814.200.000	841.200.000	841.200.000
1.2.3 Blag. kred. izvajalcev	0	0	3.000.000	12.000.000	37.869.259	59.436.517	77.017.690	79.867.690	79.867.690
AKTIVNOSTI	do april 2004	do julij 2004	do okt. 2004	do jan. 2005	do april 2005	do julij 2005	do okt. 2005	do januar 2006	do april 2006
<b>2 ODLIVI</b>	283.130.636	387.443.425	448.295.180	553.589.600	830.375.606	1.069.499.612	1.272.163.276	1.905.949.366	2.401.517.966
2.1 Za investiranje	272.499.836	372.181.225	426.241.580	523.156.100	788.763.206	1.012.100.312	1.194.801.076	1.228.761.076	1.228.761.076
2.2 Za vire financiranja	10.630.800	15.262.200	22.053.600	30.433.500	41.612.400	57.399.300	77.362.200	677.188.290	1.172.756.890
2.2.1 Bančni krediti (glav.)	0	0	0	0	0	0	0	500.000.000	841.200.000
2.2.2 Bančni krediti (obr.)	10.630.800	15.262.200	22.053.600	30.433.500	41.612.400	57.399.300	77.362.200	97.320.600	101.689.200
2.2.3 Vračilo lastnih sred.	0	0	0	0	0	0	0	0	150.000.000
2.2.4 Vračilo kred. izvajal.	0	0	0	0	0	0	0	79.867.690	79.867.690
<b>3 PRILIVI - ODLIVI</b>	<b>1.069.364</b>	<b>756.575</b>	<b>1.404.820</b>	<b>1.110.400</b>	<b>801.428</b>	<b>946.457</b>	<b>107.482</b>	<b>74.713.253</b>	<b>373.031.444</b>

Vir: Interni viri investitorja.

Na osnovi denarnega toka investicije sem izračunal interno stopnjo donosa na lastna vložena sredstva po davkih, ki znaša 31,94 %. Ob tej diskontni stopnji je neto sedanja vrednost lastnih sredstev enaka nič. Glede na alternativne naložbe in z njimi povezana tveganja je izračunana interna stopnja donosa pri tej naložbi visoka. Investitor ocenjuje, da je njegova zahtevana stopnja donosa na lastna sredstva, glede na tveganje investicijskega projekta, enaka 20 %. Iz Tabele 9 vidimo, da je pri tej zahtevani stopnji neto sedanja vrednost pozitivna in znaša 64.695.845 SIT, kar pomeni, da je projekt sprejemljiv. Prav tako lahko iz Priloge 1 oziroma zgoraj že prikazanega likvidnostnega toka razberemo, da bodo prilivi presegle odlive za 373.031.444 SIT.

Tabela 9: Ocena letnega denarnega toka od prodaje v SIT in izračun neto sedanje vrednosti (NSV) ter notranje stopnje donosa (IRR)

Aktivnosti		Leto 2003	Leto 2004	Leto 2005	Leto 2006
Razlika med prilivi in odlivi		731.164	379.236	73.602.853	448.318.191
Davek od dobička (25 %)					- 93.257.861
Neto denarni tok po davkih	-150.000.000	731.164	379.236	73.602.853	355.060.330
NSV (20% zahtevna stopnja donosa)	64.695.845				
IRR po davkih	31,94 %				

Vir: Lasten.

Rezultata neto sedanje vrednosti in notranje stopnje donosa sta izračunana na osnovi letnih podatkov. Zaradi tega se pri izračunu upoštevajo štiri leta, torej obdobje od leta 2003 do 2006. Ob bolj natančnem pregledu mesečnega denarnega toka v Prilogi 1 lahko vidimo, da se bodo lastna sredstva dejansko povrnila že v treh letih, saj se je projekt z vložkom lastnih sredstev začel marca 2003, in predvideva se vračilo lastnih sredstev marca 2006, kar znaša 36 mesecev.

Dosedanji izračuni in rezultati temeljijo na domnevi, da bi po dokončani gradnji prodali prav vsa stanovanja in poslovne prostore. Zato sem informativno izračunal tudi interno stopnjo donosa na vložena lastna sredstva po davkih vezana v poslovne prostore ob predpostavki, da le teh ob zaključku projekta ne bi prodali, ampak jih oddali v najem in prodali šele po določenem obdobju.

Tabela 10: Ocena letnega denarnega toka od oddaje poslovnih prostorov v EUR in izračun izračun notranje stopnje donosa (IRR)

Leto	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Denarni tok pred davki	-120.375,00	11.824,79	13.184,87	19.420,45	21.016,39	332.958,01
Denarni tok po davkih	-120.375,00	12.405,32	13.298,40	17.841,60	18.898,24	236.359,82
IRR pred davki	30,60 %					
IRR po davkih	23,07 %					

Vir: Lasten.

Iz Tabele 10 in Priloge 2 je razvidno, da bi s prodajo 321 m<sup>2</sup> ob zaključku gradnje projekta realizirali 120.375,00 evrov po plačanih davkih, ki hkrati predstavljajo lastna sredstva vezana<sup>2</sup> v te prostore. Ob predpostavki, da 75 % tržne vrednosti poslovnih prostorov oziroma 481.500,00<sup>3</sup> evrov financira banka z bančnim posojilom<sup>4</sup>, znaša notranja stopnja donosa na vloženi kapital po davkih za obdobje petih let 23,07 %. Pri tem sem predpostavil, da znaša najemnina za poslovni prostor 18 evrov na kvadratni meter mesečno, k čemer je potrebno prišteti še 150 evrov za dva parkirna prostora, ki pripadata poslovnemu prostoru, kar je glede na lokacijo nekako primerljivo s sosednjimi najemniškimi poslovnimi prostori (Stekleni dvor, Brinje, WTC). V prvem letu sem predpostavil 90 % zasedenost prostorov, v drugem letu 93 % zasedenost, v tretjem letu pa 95 % zasedenost in rast najemnine po 3 % letni stopnji. Iz zgornje tabele tudi vidimo, da je denarni tok v letu 2011 večji kot v prejšnjih letih, kar je posledica priliva od prodaje poslovnih prostorov. Investitor ocenjuje, da bodo stroški, povezani s poslovnimi prostori, prvo leto znašali 2.000 EUR mesečno in se vsako leto povečali za 3 %. Iz Tabele 10 in Priloge 2 lahko opazimo, da je denarni tok po davkih v prvem in drugem letu večji kot denarni tok pred plačanimi davki, kar je na prvi pogled nelogično. Razlog je v tem, da so obresti in amortizacija odbitna postavka pri izračunu davka od dohodka in je davčna osnova v omenjenih dveh letih negativna. Negativna razlika se odšteje od od pozitivne razlike dosežene na drugih projektih, kar zniža plačilo davka in predstavlja pozitivni denarni tok.. V Prilogi 3 in spodnji tabeli tudi vidimo, da mejna stopnja donosa narašča vse do tretjega leta, kasneje pa začne upadati zaradi dejavnikov, ki sem jih predstavil v teoretičnem delu diplomskega dela.

<sup>2</sup> Začetni vložek = -120.375,00 EUR.

<sup>3</sup> 321 m<sup>2</sup> \* 2.000 EUR/m<sup>2</sup> \* 0,75 = 481.500 EUR; znesek je enak nabavni vrednosti poslovnih prostorov

<sup>4</sup> Pri izračunu obresti in mesečnih anuitet (priloga 4) sem predpostavil 5 % letno obrestno mero sestavljeno iz 6 mesečnega euriborja, ki trenutno znaša 2,55 % in 2,45 % bančne marže. Opozarjam, da se v prihodnje pričakuje dvig ključne obrestne mere Evropske centralne banke, kar bi vplivalo tudi na povišanje euriborja.

Tabela 11: Ocenjena mejna stopnja donosa

Leto	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
MRR	21,43 %	24,25 %	24,83 %	23,14 %	21,72 %

Vir: Lasten.

Rezultati iz zgornje tabele nam tudi pokažejo najnižjo pričakovano donosnost, ki bi jo morali preseči ali vsaj doseči v posameznem letu z neko drugo naložbo ob enakem tveganjem s sredstvi, pridobljenimi s prodajo poslovnih prostorov.

#### 4.5.6. Analiza tveganja in občutljivosti

Zaradi negotovosti, ki je prisotna na trgu gradnje nepremičnin, se izvedba projekta odvija v spremenljivih tržnih razmerah. Z namenom zmanjšanja morebitnih napak, ki bi jih lahko naredili pri ocenjevanju prihodkov in stroškov, so v prejšnjih poglavjih tako prodajne kot tudi stroškovne vrednosti podane v treh vrednostih, in sicer kot optimistična, realna in pesimistična ocena. V nadaljevanju prikazujem analizo občutljivosti investicijskega projekta glede na spremembo tržnih razmer in stroškov same izgradnje. Pri analizi sem upošteval oceno stroškov, ki je prikazana v Tabeli 6 (na strani 37) in v Prilogi 7, ter oceno prihodkov, ki so prikazani v Tabeli 7 (na strani 38). Izračunal sem tudi ponderirano stroškovno in prodajno vrednost projekta.

Na podlagi preteklih izkušenj investitorja ocenjujem, da je na strani stroškov 50 % verjetnost, da bo projekt realiziran v skladu z realno oceno stroškov, 10 % verjetnost, da bodo stroški manjši, kar bi pomenilo optimistično oceno stroškov, in 40 % verjetnost, da bodo stroški presegli realno oceno stroškov. V slednjem primeru gre za pesimistično oceno stroškov.

Na prodajni strani je negotovosti več. Ocenil sem, da je zaradi pretekle konstantne ter visoke rasti cen stanovanj in pričakovane umiritve cen na trgu le 50 % verjetnost, da bo projekt realiziran v skladu z realno oceno prihodkov, 25 % verjetnost, da bodo prihodki višji, kar bi pomenilo optimistično oceno prihodkov, in 25 % verjetnost, da bodo prihodki nižji, kar bi pomenilo pesimistično oceno prihodkov. Ob upoštevanju navedenih predpostavk se lahko iz analize možnih rezultatov, ki je prikazana v Tabeli 12 razbere, da je ob upoštevanju optimistični tržnih razmer mogoče na projektu realizirati 503.548.835 SIT več prihodkov od stroškov ter v primeru pesimističnih tržnih razmer zgolj 66.653.358 SIT več prihodkov od stroškov.

Tabela 12: Analiza možnih rezultatov v SIT

Leto	Vrednost prodaje				
		Optimistično	Realno	Pesimistično	Ponderirano
Stroški	Optimistično	503.548.835	418.374.749	248.026.577	397.081.227
	Realno	458.205.530	<b>373.031.444</b>	202.683.272	351.737.923
	Pesimistično	322.175.616	237.001.530	66.653.358	215.708.008
	Ponderirano	408.327.895	323.153.809	152.805.637	<b>301.860.287</b>

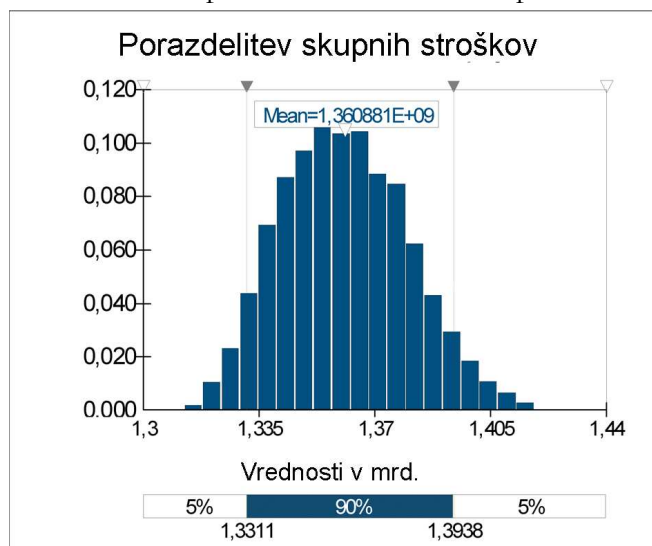
Vir: Lasten.

Pri analizi občutljivosti sem ob upoštevanju zgoraj navedenih verjetnosti izračunal tudi ponderirano prodajno in stroškovno vrednost projekta. Razlika med njima znaša 301.860.287 SIT, ki za investitorja predstavlja najverjetnejši dobiček.

Pomanjkljivosti, ki jih ima zgornja analiza tveganja s pomočjo scenarijev, dobro rešuje metoda simulacije Monte Carlo. Sama simulacija navadno ne pripelje do rezultatov, ki bi neposredno nakazali optimalno odločitev, vendar pa delo pri oblikovanju predloga za sprejem končne odločitve v zvezi z investicijskim projektom zelo olajša. Simulacija Monte Carlo upošteva praktično vse možne kombinacije vrednosti posameznih spremenljivk. Zaradi tega je s to simulacijo sistemsko odpravljena pomanjkljivost zgoraj podane analize občutljivosti.

Pri računanju rezultatov sem upošteval oceno prodajnih vrednosti, ki so podani v Prilogi 6 in oceno stroškov projekta, ki so podani v Prilogi 7. Pri pripravi vhodnih podatkov sem zaradi relativne enostavnosti uporabil trikotno verjetnostno porazdelitev in na ta način pri oceni prodajne in stroškovne vrednosti za minimum določil pesimistično oceno vrednosti, kot najbolj verjetno sem določil realno oceno vrednosti ter kot maksimum optimistično oceno vrednosti. S pomočjo programske opreme @Risk je bilo na osnovi generiranja naključnih števil, ki predstavljajo različne kombinacije vrednosti vhodnih spremenljivk, izvedenih 5.000 iteracij. Rezultati porazdelitve prihodkov, stroškov in razlike med prihodki ter stroški so prikazani v Prilogah 8, 9 in 10. Iz njih je razvidno, da lahko investitor ob normalnem razvoju dogodkov pričakuje presežek prihodkov nad stroški investicije v višini 326.432.800 SIT.

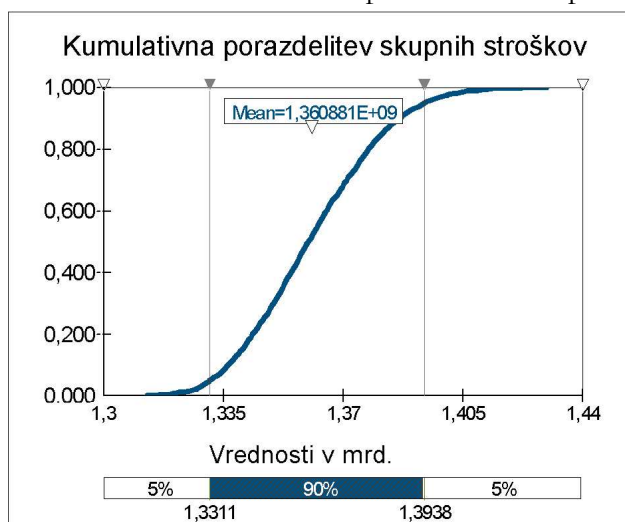
Slika 12: Prikaz porazdelitve razlike med prihodki in odhodki



Vir: Lasten.

Rezultate ocenjenih prihodkov, stroškov in razlike med prihodki ter stroški sem prikazal tudi z grafom kumulativnih frekvenc, kar je prav tako prikazano v Prilogah 8, 9 in 10. Iz Slike 13 (na strani 43) se lahko preprosteje ugotovi verjetnost, da bodo vrednosti presegle določeno mejo. S 65 % verjetnostjo lahko investitor pričakuje, da bodo prihodki dosegli vrednost 1.671.750.400 SIT ali manj, stroški 1.368.059.776 SIT ali več ter da bo razlika med prihodki in odhodki v višini 302.897.472 SIT ali manj.

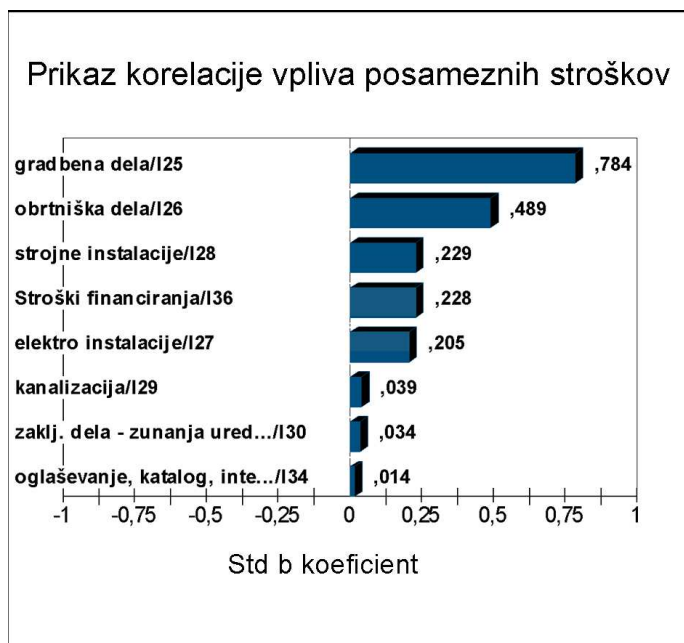
Slika 13: Prikaz kumulativne porazdelitve skupnih stroškov



Vir: Lasten.

Pri stroških sem s pomočjo koeficienta korelacije ugotavljal, katera vrsta stroškov najbolj vpliva na celotne stroške in s tem tudi posledično na dobljeni rezultat. V spodnji sliki in Prilogi 8 je možno iz prikaza korelacije vpliva posameznih stroškov razbrati, da so to stroški gradbenih, obrtniških in instalcijskih del ter stroški financiranja.

Slika 14: Prikaz korelacije vpliva posameznih stroškov



Vir: Lasten.

## 5. Sklep

Zanimanje za investiranje v gradnjo nepremičnin za trg v Sloveniji je vedno večje. Temu botrujejo visoki dobički, ki se lahko realizirajo ob uspešno zaključenih projektih. Veliki finančni vložki, pričakovani visoki donosi in negotovost, ki je prisotna na trgu gradnje nepremičnin, so vedno povezani z velikim tveganjem. Glede na to, da je projekt povezan s prihodnostjo, ki je negotova, se tveganju ne moremo izogniti, lahko pa ga do določene mere obvladujemo. Zaradi tega investitorji pri sprejemanju odločitve v zvezi z investiranjem v nepremičninski projekt vedno najprej analizirajo izvedljivost projekta, ki je nujni, vendar ne zadostni pogoj za sprejemanje odločitve v zvezi z investicijo. Poleg navedene analize je pomembna tudi presoja uspešnosti investicije. Vprašanje uspešnosti je še posebej pomembno v zvezi z zagotavljanjem finančnih sredstev, pri čemer pa se ne sme zanemariti že omenjenega vprašanja tveganosti investicije. Šele na podlagi tega se investitorji odločijo ali bodo investicijski projekt tudi izpeljali.

V tem diplomskem delu sem naredil model o uspešnosti investicije v izgradnjo stanovanjsko – poslovnega objekta na primeru projekta »Dunajski vogak«. Na osnovi zbranih podatkov in izdelanih kalkulacij sem najprej ocenil prodajno in stroškovno oziroma investicijsko vrednost projekta, ki sem ju zaradi negotovosti in morebitnih napak pri ocenjevanju, podal v treh vrednostih, in sicer kot optimistično, realno in pesimistično oceno. Glede na dejstvo, da je investicija že v teku, sem pri oceni investicijske ter prihodkovne vrednosti projekta v nekaterih primerih uporabil že dejanske podatke.

Na podlagi realne ocene in ugotovljenih pričakovanih prihodnjih denarnih tokov sem s pomočjo notranje stopnje donosa in neto sedanje vrednosti izračunal uspešnost investicijskega projekta. Prav tako sem izračunal notranjo stopnjo donosa za investicijo v poslovne prostore v primeru, da le-teh ne bi prodali ampak jih oddali v najem. Poleg tega sem naredil analizo možnih rezultatov ter s pomočjo programske opreme @Risk tudi analizo tveganja in občutljivosti.

Dobljeni rezultati, ki so prikazani v tabelah in prilogah tega diplomskega dela, kažejo na smotrnost in upravičenost investicije v zadevni stanovanjsko – poslovni objekt. Ali bo projekt dejansko tako uspešen, kot so predvideli rezultati, bo znano šele po zaključku projekta.



# Literatura

1. A Guide to the Project Management Body of Knowledge. 2000 Edition. Newton Square : Project Management Institute, 2000. 216 str.
2. Berk Aleš, Lončarski Igor, Zajc Peter: Gradivo za poslovne finance. Prvi osnutek. Ljubljana : Ekonomska fakulteta. 2001. 296 str.
3. Brigham F. Eugene, Daves R. Phillip: Intermediate Financial Mangement. Eight Edition. Ohio : South-Western, 2004. 1038 str.
4. Brueggeman William, Fisher Jeffery: Real Estate Finance and Investments. Tenth Edition. Boston (etc) : Irwin McGraw-Hill, cop. 1997. 760 str.
5. Burke Rorry: Project Management: Planning and Control. Chichester : John Wiley&Sons Ltd. 1993. 390 str.
6. Cirman Andreja et al.: Poslovanje z nepremičinami. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 128 str.
7. Floyd Charles F., Allen Marcus T.: Real Estate Principles. 5th edition. Chicago : Dearborn Financial Publishing, 1997. 471 str.
8. Hauc Anton: Projektni management. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 2002. 336 str.
9. Gazvoda Maja: Vloga poslovne banke v projektnem financiranju. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 105 str.
10. Gazvoda Maja, Mrak Mojmir, Mrak Maruša: Projektno financiranje in/ali podjetniško financiranje projektov: osnovne značilnosti projektnega financiranja. Dnevnik, Ljubljana, 55 (2005), 175, str. 22.
11. Kleindinst Robert: Varčevanje v domačih in tujih delnicah. Ljubljana : GV založba, 2001. 542 str.
12. Meredith Jack R., Mantel Samuel J.: Project Management: A Managerial Approach. Fourth Edition. New York : John Wiley & Sons, Inc., 2000. 616 str.
13. Petkovšek Janez: Stanovanjska zidava za trg v Ljubljani: Naprodaj skoraj 2000 stanovanj. Delo, Ljubljana, 2004, str. 6.
14. Pšunder Igor, Torkar Milan: Ocenjevanje vrednosti nepremičnin. 1. izdaja. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2003. 186 str.
15. Pučko Danijel: Analiza poslovanja. 2. izdaja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 1999. 289 str.
16. Pyhrr Stephen A. et al.: Real Estate Investment: Strategy, Analysis, Decisions. Second Edition. New York : John Wiley & Sons. 1989. 962 str.
17. Rozman Rudi, Kovač Jure, Koletnik Franc: Manegement. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 312 str.
18. Senjur Marjan: Razvojna ekonomika: Teorije in politike gospodarske rasti in razvoja. 1. izdaja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 732 str.
19. Shmitz Adrienne, Brett Deborah L.: Real estate market analysis. Third printing. Washington (D.C.) : Urban Land Institute, 2004. 243 str.
20. Turk Ivan, Kavčič Slavka, Kokotec-Novak Majda: Poslovodno računovodstvo. Dopolnjena izdaja. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo, 2003. 856 str.

21. Žnidaršič Marko, Mramor Dušan, Rovan Jože: Analiza tveganja s simulacijo Monte Carlo. Prašnikar Janez, ur., Bešter Primož, Internacionalizacija slovenskega podjetja. Ljubljana : Finance, 2000, str. 227- 242.

## Viri

1. Cene nepremičnin v Ljubljani. [URL:<http://www.slonep.net>], 2005.
2. Cene stanovanj v Ljubljani. [URL:<http://www.slonep.net>], 10.08.2005.
3. Statistični letopis RS 1991. Ljubljana : Zavod RS za statistiko, 1991. 659 str.
4. Statistični letopis RS 1996. Ljubljana : Zavod RS za statistiko, 1996. 621 str.
5. Statistični letopis RS 1997. Ljubljana : Zavod RS za statistiko, 1997. 657 str.
6. Statistični letopis RS 1998. Ljubljana : Zavod RS za statistiko, 1998. 659 str.
7. Statistični letopis RS 1999. Ljubljana : Zavod RS za statistiko, 1999. 651 str.
8. Statistični letopis RS 2000. Ljubljana : Zavod RS za statistiko, 2000. 687 str.
9. Statistični letopis RS 2001. Ljubljana : Zavod RS za statistiko, 2001. 662 str.
10. Statistični letopis RS 2002. Ljubljana : Zavod RS za statistiko, 2002. 659 str.
11. Stvarnopravni zakonik (Uradni list RS, št. 87/02).
12. Stanovanjski zakon (Uradni list RS, št. 69/03).
13. Zakon o davku na dodano vrednost (Uradni list RS, št. 89/98, s spremembami in dopolnitvami).
14. Zakon o davku od dohodka pravnih oseb (Uradni list RS, št. 40/04, s spremembami in dopolnitvami).
15. Zakon o davku na promet nepremičnin (Uradni list RS, št. 57/99).
16. Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št. 54/04, s spremembami in dopolnitvami).
17. Zakon o spremembi in dopolnitvi zakona o davku na promet nepremičnin (Uradni list RS, št. 67/02).
18. Zakon o graditvi objektov (Uradni list RS, št. 110/02, s spremembami in dopolnitvami).
19. Zakon o varstvu kupcev stanovanj in enostanovanjskih stavb (Uradni list RS, št. 18/04).
20. Interni viri investitorja.



# Slovarček slovenskih prevodov tujih izrazov

balloon payment	napihnjeno plačilo
construction loan	posojilo za gradnjo
equity build-up	povečanje lastniškega kapitala v investiciji
fair value	poštena vrednost
feasibility studies	investicijska študija
financial leverage	finančni vzvod
interest only	izključno obrestno posojilo
marginal rate of return	mejna stopnja donosa
opportunity studies	študija investicijskih možnosti
permanent loan	dolgoročno posojilo
pre-feasibility studies	preliminarna investicijska študija
rate of return	stopnja donosa
residential housing	stanovanjska hiša
sale and lease back	povratni najem
stock of capital	stog kapitala

## Priloga 1 - Pregled stroškov projekta, denarnega toka, likvidnostnega toka

Stroški projekta														leto 2003		
Poz.	AKTIVNOSTI	DELEŽ	SKUPAJ	marec 2003	april 2003	maj 2003	junij 2003	do julij 2003	julij 2003	avg. 2003	sept. 2003	do okt. 2003	okt. 2003	nov. 2003	dec. 2003	do jan. 2004
<b>1</b>	<b>STROŠKI SKUPAJ</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.330.450.276</b>	<b>178.829.988</b>	<b>49.440.012</b>	<b>6.282.000</b>	<b>2.274.000</b>	<b>236.826.000</b>	<b>4.492.000</b>	<b>5.028.000</b>	<b>4.382.000</b>	<b>250.728.000</b>	<b>4.718.000</b>	<b>13.562.836</b>	<b>3.260.000</b>	<b>272.268.836</b>
1.1	Pridobitev zemljišč	16,91%	225.000.000	177.329.988	47.670.012	0	0	225.000.000	0	0	0	225.000.000	0	0	0	225.000.000
1.1.1	nakup zemljišča	13,33%	177.329.988	177.329.988				177.329.988				177.329.988				177.329.988
1.1.2	nakup manjkajočih zemljišč	3,58%	47.670.012		47.670.012			47.670.012				47.670.012				47.670.012
1.2	Pridobivanje gradbenega dovoljenja	2,58%	34.292.652	0	0	0	0	0	2.200.000	2.700.000	2.000.000	6.900.000	2.300.000	1.200.000	200.000	10.600.000
1.2.1	pridobitev soglasij	0,71%	9.400.000					0	2.000.000	2.500.000	1.800.000	6.300.000	2.100.000	1.000.000		9.400.000
1.2.2	plačila taks	0,17%	2.200.000					0	200.000	200.000	200.000	600.000	200.000	200.000	200.000	1.200.000
1.2.3	odškodnine	0,44%	5.807.363					0				0				0
1.2.4	komunalni prispevek	1,27%	16.885.289					0				0				0
1.3	Izdelava projektne in tehnične dokumentacije	2,48%	33.043.728	0	0	4.071.000	0	4.071.000	0	0	0	4.071.000	0	9.428.836	0	13.499.836
1.3.1	idejna zasnova	0,08%	1.045.000			1.045.000		1.045.000				1.045.000				1.045.000
1.3.2	idejni projekt	0,30%	3.926.000			3.026.000		3.026.000				3.026.000				3.026.000
1.3.3	projekt za pridobitev gradbenega dovoljenja	1,42%	18.857.672					0				0		9.428.836		9.428.836
1.3.4	projekt za izvedbo	0,58%	7.718.256					0				0				0
1.3.5	projekt za razpis	0,03%	374.200					0				0				0
1.3.6	projekt izvedenih del	0,03%	374.200					0				0				0
1.3.7	projektantski nadzor	0,06%	748.400					0				0				0
1.4	Izvedba projekta	65,16%	866.924.696	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1.4.1	gradbena jama, rušitev	1,45%	19.247.800					0				0				0
1.4.2	zaščita gradbene jame	3,68%	49.000.000					0				0				0
1.4.3	gradbena dela	26,23%	349.000.000					0				0				0
1.4.4	obrtiška dela	16,67%	221.846.896					0				0				0
1.4.5	elektro instalacije	6,99%	93.000.000					0				0				0
1.4.6	strojne instalacije	7,67%	102.000.000					0				0				0
1.4.7	kanalizacija	1,30%	17.330.000					0				0				0
1.4.8	zaklj. dela - zunanja ureditev	1,17%	15.500.000					0				0				0
1.5	Upravno prodajna režija	5,22%	69.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	6.000.000	1.500.000	1.500.000	1.500.000	10.500.000	1.500.000	1.980.000	1.980.000	15.960.000
1.5.1	vođenje projekta	1,28%	17.000.000	500.000	500.000	500.000	500.000	2.000.000	500.000	500.000	500.000	3.500.000	500.000	500.000	500.000	5.000.000
1.5.2	strokovni in projektni nadzor	0,90%	12.000.000					0				0		480.000	480.000	960.000
1.5.3	oglaševanje, katalog, internet stran	0,49%	6.500.000					0				0				0
1.5.4	operativni stroški	2,56%	34.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	4.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	7.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	10.000.000
1.6	Stroški dolžniškega financiranja (10,8%)	7,64%	101.689.200		270.000	711.000	774.000	1.755.000	792.000	828.000	882.000	4.257.000	918.000	954.000	1.080.000	7.209.000

Denarni tok														leto 2003		
Poz.	AKTIVNOSTI	DELEŽ	SKUPAJ	marec 2003	april 2003	maj 2003	junij 2003	do julij 2003	julij 2003	avg. 2003	sept. 2003	do okt. 2003	okt. 2003	nov. 2003	dec. 2003	do jan. 2004
<b>2</b>	<b>PRILIVI</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.774.549.409</b>	<b>180.000.000</b>	<b>49.000.000</b>	<b>7.000.000</b>	<b>2.000.000</b>	<b>238.000.000</b>	<b>4.000.000</b>	<b>6.000.000</b>	<b>4.000.000</b>	<b>252.000.000</b>	<b>4.000.000</b>	<b>14.000.000</b>	<b>3.000.000</b>	<b>273.000.000</b>
2.1	Prilivi od prodaje	61,40%	1.703.481.720	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2.2	Prilivi iz financiranja	38,60%	1.071.067.690	180.000.000	49.000.000	7.000.000	2.000.000	238.000.000	4.000.000	6.000.000	4.000.000	252.000.000	4.000.000	14.000.000	3.000.000	273.000.000
2.2.1	lastna sredstva	5,41%	150.000.000	150.000.000	0	0	0	150.000.000	0	0	0	150.000.000	0	0	0	150.000.000
2.2.2	bančni krediti	30,32%	841.200.000	30.000.000	49.000.000	7.000.000	2.000.000	88.000.000	4.000.000	6.000.000	4.000.000	102.000.000	4.000.000	14.000.000	3.000.000	123.000.000
2.2.3	blag. krediti izvajalcev	2,88%	79.867.690		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Poz.	AKTIVNOSTI	DELEŽ	SKUPAJ	marec 2003	april 2003	maj 2003	junij 2003	do julij 2003	julij 2003	avg. 2003	sept. 2003	do okt. 2003	okt. 2003	nov. 2003	dec. 2003	do jan. 2004
<b>3</b>	<b>ODLIVI</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.401.517.966</b>	<b>178.829.988</b>	<b>49.440.012</b>	<b>6.282.000</b>	<b>2.274.000</b>	<b>236.826.000</b>	<b>4.492.000</b>	<b>5.028.000</b>	<b>4.382.000</b>	<b>250.728.000</b>	<b>4.718.000</b>	<b>13.562.836</b>	<b>3.260.000</b>	<b>272.268.836</b>
3.1	Odlivi za investiranje	51,17%	1.228.761.076	178.829.988	49.170.012	5.571.000	1.500.000	235.071.000	3.700.000	4.200.000	3.500.000	246.471.000	3.800.000	12.608.836	2.180.000	265.059.836
3.2	Odlivi za vire financiranja	48,83%	1.172.756.890	0	270.000	711.000	774.000	1.755.000	792.000	828.000	882.000	4.257.000	918.000	954.000	1.080.000	7.209.000
3.2.1	bančni krediti (glavnica)	35,03%	841.200.000					0				0				0
3.2.2	bančni krediti (obresti)	4,23%	101.689.200	0	270.000	711.000	774.000	1.755.000	792.000	828.000	882.000	4.257.000	918.000	954.000	1.080.000	7.209.000
3.2.3	vračilo lastnih sredstev	6,25%	150.000.000					0				0				0
3.2.4	vračilo kred. Izvajalcev	3,33%	79.867.690					0				0				0

Likvidnostni tok																
RAZLIKA (PRILIVI - ODLIVI)			373.031.444	1.170.012	-440.012	718.000	-274.000	1.174.000	-492.000	972.000	-382.000	1.272.000	-718.000	437.164	-260.000	731.164
RAZLIKA KUMULATIVNO				1.170.012	730.000	1.448.000	1.174.000		682.000	1.654.000	1.272.000		554.000	991.164	731.164	

## Nadaljevanje Priloge 1

januar 2004	februar 2004	marec 2004	do april 2004	april 2004	maj 2004	junij 2004	do julij 2004	julij 2004	avg. 2004	sept. 2004	do okt. 2004	okt. 2004
4.087.000	3.373.000	3.401.800	283.130.636	43.551.744	25.874.800	34.886.245	387.443.425	16.073.800	7.357.477	37.420.478	448.295.180	34.894.140
0	0	0	225.000.000	0	0	0	225.000.000	0	0	0	225.000.000	0
			177.329.988				177.329.988				177.329.988	
			47.670.012				47.670.012				47.670.012	
0	0	0	10.600.000	21.692.652	0	2.000.000	34.292.652	0	0	0	34.292.652	0
			9.400.000				9.400.000				9.400.000	
			1.200.000	1.000.000			2.200.000				2.200.000	
			0	3.807.363		2.000.000	5.807.363				5.807.363	
			0	16.885.289			16.885.289				16.885.289	
0	0	0	13.499.836	18.421.292	0	0	31.921.128	0	0	0	31.921.128	74.840
			1.045.000				1.045.000				1.045.000	
			3.026.000	900.000			3.926.000				3.926.000	
			9.428.836	9.428.836			18.857.672				18.857.672	
			0	7.718.256			7.718.256				7.718.256	
			0	374.200			374.200				374.200	
			0	0			0				0	
			0	0			0				0	74.840
0	0	0	0	0	22.050.000	28.827.445	50.877.445	11.700.000	2.835.177	32.835.178	98.247.800	30.000.000
					6.450.000	12.797.800	19.247.800				19.247.800	
					15.600.000	16.029.645	31.629.645	11.700.000	2.835.177	2.835.178	49.000.000	
							0			30.000.000	30.000.000	30.000.000
							0				0	
							0				0	
							0				0	
							0				0	
							0				0	
2.980.000	2.230.000	2.230.000	23.400.000	2.230.000	2.230.000	2.230.000	30.090.000	2.230.000	2.230.000	2.230.000	36.780.000	2.230.000
500.000	500.000	500.000	6.500.000	500.000	500.000	500.000	8.000.000	500.000	500.000	500.000	9.500.000	500.000
480.000	480.000	480.000	2.400.000	480.000	480.000	480.000	3.840.000	480.000	480.000	480.000	5.280.000	480.000
1.000.000	250.000	250.000	1.500.000	250.000	250.000	250.000	2.250.000	250.000	250.000	250.000	3.000.000	250.000
1.000.000	1.000.000	1.000.000	13.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	16.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	19.000.000	1.000.000
1.107.000	1.143.000	1.171.800	10.630.800	1.207.800	1.594.800	1.828.800	15.262.200	2.143.800	2.292.300	2.355.300	22.053.600	2.589.300

januar 2004	februar 2004	marec 2004	do april 2004	april 2004	maj 2004	junij 2004	do julij 2004	julij 2004	avg. 2004	sept. 2004	do okt. 2004	okt. 2004
4.000.000	3.200.000	4.000.000	284.200.000	43.000.000	26.000.000	35.000.000	388.200.000	16.500.000	7.000.000	38.000.000	449.700.000	34.000.000
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	9.000.000	9.000.000	9.000.000
4.000.000	3.200.000	4.000.000	284.200.000	43.000.000	26.000.000	35.000.000	388.200.000	16.500.000	7.000.000	29.000.000	440.700.000	25.000.000
0	0	0	150.000.000	0	0	0	150.000.000	0	0	0	150.000.000	0
4.000.000	3.200.000	4.000.000	134.200.000	43.000.000	26.000.000	35.000.000	238.200.000	16.500.000	7.000.000	26.000.000	287.700.000	22.000.000
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3.000.000	3.000.000	3.000.000

januar 2004	februar 2004	marec 2004	do april 2004	april 2004	maj 2004	junij 2004	do julij 2004	julij 2004	avg. 2004	sept. 2004	do okt. 2004	okt. 2004
4.087.000	3.373.000	3.401.800	283.130.636	43.551.744	25.874.800	34.886.245	387.443.425	16.073.800	7.357.477	37.420.478	448.295.180	34.894.140
2.980.000	2.230.000	2.230.000	272.499.836	42.343.944	24.280.000	33.057.445	372.181.225	13.930.000	5.065.177	35.065.178	426.241.580	32.304.840
1.107.000	1.143.000	1.171.800	10.630.800	1.207.800	1.594.800	1.828.800	15.262.200	2.143.800	2.292.300	2.355.300	22.053.600	2.589.300
			0				0				0	
1.107.000	1.143.000	1.171.800	10.630.800	1.207.800	1.594.800	1.828.800	15.262.200	2.143.800	2.292.300	2.355.300	22.053.600	2.589.300
			0				0				0	
			0				0				0	

-87.000	-173.000	598.200	1.069.364	-551.744	125.200	113.755	756.575	426.200	-357.477	579.522	1.404.820	-894.140
644.164	471.164	1.069.364		517.620	642.820	756.575		1.182.775	825.298	1.404.820		510.680

## Nadaljevanje Priloge 1

nov. 2004	dec. 2004	do jan. 2005	leto 2004	januar 2005	februar 2005	marec 2005	do april 2005	april 2005	maj 2005	junij 2005	do julij 2005	julij 2005
35.092.140	35.308.140	553.589.600	281.320.764	91.746.002	92.259.002	92.781.002	830.375.606	93.553.002	74.084.002	71.487.002	1.069.499.612	91.780.002
0	0	225.000.000	281.320.764	0	0	0	225.000.000	0	0	0	225.000.000	0
		177.329.988	0				177.329.988				177.329.988	
		47.670.012	0				47.670.012				47.670.012	
0	0	34.292.652	23.692.652	0	0	0	34.292.652	0	0	0	34.292.652	0
		9.400.000	0				9.400.000				9.400.000	
		2.200.000	1.000.000				2.200.000				2.200.000	
		5.807.363	5.807.363				5.807.363				5.807.363	
		16.885.289	16.885.289				16.885.289				16.885.289	
74.840	74.840	32.145.648	18.645.812	74.840	74.840	74.840	32.370.168	74.840	74.840	74.840	32.594.688	74.840
		1.045.000	0				1.045.000				1.045.000	
		3.926.000	900.000				3.926.000				3.926.000	
		18.857.672	9.428.836				18.857.672				18.857.672	
		7.718.256	7.718.256				7.718.256				7.718.256	
		374.200	374.200				374.200				374.200	
		0	0				0				0	
74.840	74.840	224.520	224.520	74.840	74.840	74.840	449.040	74.840	74.840	74.840	673.560	74.840
30.000.000	30.000.000	188.247.800	188.247.800	86.230.862	86.230.862	86.230.862	446.940.386	86.230.862	66.230.862	63.210.862	662.612.972	83.080.862
		19.247.800	19.247.800				19.247.800				19.247.800	
		49.000.000	49.000.000				49.000.000				49.000.000	
30.000.000	30.000.000	120.000.000	120.000.000	40.000.000	40.000.000	40.000.000	240.000.000	40.000.000	20.000.000	9.000.000	309.000.000	20.000.000
		0	0	27.730.862	27.730.862	27.730.862	83.192.586	27.730.862	27.730.862	27.730.862	166.385.172	27.730.862
		0	0	9.500.000	9.500.000	9.500.000	28.500.000	9.500.000	9.500.000	9.500.000	57.000.000	9.500.000
		0	0	9.000.000	9.000.000	9.000.000	27.000.000	9.000.000	9.000.000	9.000.000	54.000.000	9.000.000
		0	0				0			7.980.000	7.980.000	9.350.000
		0	0				0				0	7.500.000
2.230.000	2.230.000	43.470.000	27.510.000	2.230.000	2.230.000	2.230.000	50.160.000	2.480.000	2.480.000	2.480.000	57.600.000	2.480.000
500.000	500.000	11.000.000	6.000.000	500.000	500.000	500.000	12.500.000	500.000	500.000	500.000	14.000.000	500.000
480.000	480.000	6.720.000	5.760.000	480.000	480.000	480.000	8.160.000	480.000	480.000	480.000	9.600.000	480.000
250.000	250.000	3.750.000	3.750.000	250.000	250.000	250.000	4.500.000	500.000	500.000	500.000	6.000.000	500.000
1.000.000	1.000.000	22.000.000	12.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	25.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	28.000.000	1.000.000
2.787.300	3.003.300	30.433.500	23.224.500	3.210.300	3.723.300	4.245.300	41.612.400	4.767.300	5.298.300	5.721.300	57.399.300	6.144.300

nov. 2004	dec. 2004	do jan. 2005	leto 2004	januar 2005	februar 2005	marec 2005	do april 2005	april 2005	maj 2005	junij 2005	do julij 2005	julij 2005
36.000.000	35.000.000	554.700.000	281.700.000	91.492.345	92.492.345	92.492.345	831.177.034	93.492.345	73.492.345	72.284.345	1.070.446.069	91.732.345
9.000.000	9.000.000	36.000.000	36.000.000	25.869.259	25.869.259	25.869.259	113.607.776	25.869.259	19.869.259	18.963.259	178.309.552	24.924.259
27.000.000	26.000.000	518.700.000	245.700.000	65.623.086	66.623.086	66.623.086	717.569.259	67.623.086	53.623.086	53.321.086	892.136.517	66.808.086
0	0	150.000.000	0	0	0	0	150.000.000	0	0	0	150.000.000	0
24.000.000	23.000.000	356.700.000	233.700.000	57.000.000	58.000.000	58.000.000	529.700.000	59.000.000	47.000.000	47.000.000	682.700.000	58.500.000
3.000.000	3.000.000	12.000.000	12.000.000	8.623.086	8.623.086	8.623.086	37.869.259	8.623.086	6.623.086	6.321.086	59.436.517	8.308.086

nov. 2004	dec. 2004	do jan. 2005	leto 2004	januar 2005	februar 2005	marec 2005	do april 2005	april 2005	maj 2005	junij 2005	do julij 2005	julij 2005
35.092.140	35.308.140	553.589.600	281.320.764	91.746.002	92.259.002	92.781.002	830.375.606	93.553.002	74.084.002	71.487.002	1.069.499.612	91.780.002
32.304.840	32.304.840	523.156.100	258.096.264	88.535.702	88.535.702	88.535.702	788.763.206	88.785.702	68.785.702	65.765.702	1.012.100.312	85.635.702
2.787.300	3.003.300	30.433.500	23.224.500	3.210.300	3.723.300	4.245.300	41.612.400	4.767.300	5.298.300	5.721.300	57.399.300	6.144.300
		0	0				0				0	
2.787.300	3.003.300	30.433.500	23.224.500	3.210.300	3.723.300	4.245.300	41.612.400	4.767.300	5.298.300	5.721.300	57.399.300	6.144.300
		0	0				0				0	
		0	0				0				0	

907.860	-308.140	1.110.400	379.236	-253.657	233.343	-288.657	801.428	-60.657	-591.657	797.343	946.457	-47.657
1.418.540	1.110.400			856.743	1.090.086	801.428		740.771	149.114	946.457		898.800

## Nadaljevanje Priloge 1

avg. 2005	sept. 2005	do okt. 2005	okt. 2005	nov. 2005	dec. 2005	do januar 2006	leto 2005	jan. 2006	feb. 2006	mar. 2006	apr. 2006	maj. 2006	jun. 2006
83.255.862	27.627.800	1.272.163.276	37.807.800	9.550.800	6.559.800	1.326.081.676	772.492.076	3.070.800	1.297.800	0	0	0	0
0	0	225.000.000	0	0	0	225.000.000	0						
		177.329.988				177.329.988	0						
		47.670.012				47.670.012	0						
0	0	34.292.652	0	0	0	34.292.652	0						
		9.400.000				9.400.000	0						
		2.200.000				2.200.000	0						
		5.807.363				5.807.363	0						
		16.885.289				16.885.289	0						
374.200	0	33.043.728	0	0	0	33.043.728	898.080						
		1.045.000				1.045.000	0						
		3.926.000				3.926.000	0						
		18.857.672				18.857.672	0						
		7.718.256				7.718.256	0						
		374.200				374.200	0						
374.200		374.200				374.200	374.200						
		748.400				748.400	523.880						
74.230.862	18.500.000	838.424.696	28.500.000	0	0	866.924.696	678.676.896						
		19.247.800				19.247.800	0						
		49.000.000				49.000.000	0						
20.000.000		349.000.000				349.000.000	229.000.000						
27.730.862		221.846.896				221.846.896	221.846.896						
9.500.000	9.500.000	85.500.000	7.500.000			93.000.000	93.000.000						
9.000.000	9.000.000	81.000.000	21.000.000			102.000.000	102.000.000						
		17.330.000				17.330.000	17.330.000						
8.000.000		15.500.000				15.500.000	15.500.000						
1.980.000	1.980.000	64.040.000	1.980.000	1.980.000	1.500.000	69.500.000	26.030.000						
500.000	500.000	15.500.000	500.000	500.000	500.000	17.000.000	6.000.000						
480.000	480.000	11.040.000	480.000	480.000		12.000.000	5.280.000						
		6.500.000				6.500.000	2.750.000						
1.000.000	1.000.000	31.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	34.000.000	12.000.000						
6.670.800	7.147.800	77.362.200	7.327.800	7.570.800	5.059.800	97.320.600	66.887.100	3.070.800	1.297.800	0	0	0	0

avg. 2005	sept. 2005	do okt. 2005	okt. 2005	nov. 2005	dec. 2005	do januar 2006	leto 2005	jan. 2006	feb. 2006	mar. 2006	apr. 2006	maj. 2006	jun. 2006
82.692.345	27.400.000	1.272.270.758	38.400.000	325.870.430	344.121.430	1.980.662.618	1.425.962.618	200.000.000	200.000.000	393.886.791	0	0	0
22.269.259	5.550.000	231.053.069	8.550.000	325.870.430	344.121.430	909.594.929	873.594.929	200.000.000	200.000.000	393.886.791	0	0	0
60.423.086	21.850.000	1.041.217.690	29.850.000	0	0	1.071.067.690	552.367.690	0	0	0	0	0	0
0	0	150.000.000	0	0	0	150.000.000	0	0	0	0	0	0	0
53.000.000	20.000.000	814.200.000	27.000.000	0	0	841.200.000	484.500.000	0	0	0	0	0	0
7.423.086	1.850.000	77.017.690	2.850.000	0	0	79.867.690	67.867.690	0	0	0	0	0	0
		1.122.270.758											

avg. 2005	sept. 2005	do okt. 2005	okt. 2005	nov. 2005	dec. 2005	do januar 2006	leto 2005	jan. 2006	feb. 2006	mar. 2006	apr. 2006	maj. 2006	jun. 2006
83.255.862	27.627.800	1.272.163.276	37.807.800	288.550.800	307.427.490	1.905.949.366	1.352.359.766	200.070.800	145.497.800	150.000.000	0	0	0
76.585.062	20.480.000	1.194.801.076	30.480.000	1.980.000	1.500.000	1.228.761.076	705.604.976	0	0	0	0	0	0
6.670.800	7.147.800	77.362.200	7.327.800	286.570.800	305.927.490	677.188.290	646.754.790	200.070.800	145.497.800	150.000.000	0	0	0
		0		279.000.000	221.000.000	500.000.000	500.000.000	197.000.000	144.200.000	0	0	0	0
6.670.800	7.147.800	77.362.200	7.327.800	7.570.800	5.059.800	97.320.600	66.887.100	3.070.800	1.297.800	0	0	0	0
		0				0	0			150.000.000			
		0				79.867.690	79.867.690						

-563.517	-227.800	107.482	592.200	37.319.630	36.693.940	74.713.253	73.602.853	-70.800	54.502.200	243.886.791	0	0	0
335.282	107.482		699.682	38.019.312	74.713.253			74.642.453	129.144.653	373.031.444	373.031.444	373.031.444	373.031.444

Vir: Interni viri investitorja.





### Priloga 3 – Izračun ocenjene mejne stopnje donosa

	<b>Izračun ocenjenega denarnega toka od najemnin po davkih</b>				
	1. leto	2. leto	3. leto	4. leto	5. leto
Prihodki od najemnin	69.602,40	71.682,48	78.659,66	81.019,45	83.450,03
Operativni stroški	-24.000,00	-24.720,00	-25.461,60	-26.225,45	-27.012,21
Neto operativni dohodek	45.602,40	46.962,48	53.198,06	54.794,00	56.437,82
Servisiranje dolga	-33.777,61	-33.777,61	-33.777,61	-33.777,61	-33.777,61
Denarni tok pred davki	11.824,79	13.184,87	19.420,45	21.016,39	22.660,21
Neto operativni dohodek	45.602,40	46.962,48	53.198,06	54.794,00	56.437,82
Obresti	-23.849,53	-23.341,59	-22.807,66	-22.246,42	-21.656,46
Amortizacija	-24.075,00	-24.075,00	-24.075,00	-24.075,00	-24.075,00
Davčna osnova od dohodka	-2.322,13	-454,11	6.315,39	8.472,58	10.706,36
Davek	+580,53	+113,53	-1.578,85	-2.118,14	-2.676,59
Denarni tok pred davki	11.824,79	13.184,87	19.420,45	21.016,39	22.660,21
Davek (25%)	+580,53	+113,53	-1.578,85	-2.118,14	-2.676,59
Operativni denarni tok po davkih	12.405,32	13.298,40	17.841,60	18.898,24	19.983,62
	<b>Izračun ocenjenega denarnega toka od prodaje poslovnih prostorov po davkih</b>				
Prodajna cena	661.260,00	681.097,80	701.530,73	722.576,66	744.253,96
Odplačilo glavnice	-471.571,92	-461.135,90	-450.165,95	-438.634,76	-426.513,61
Stroški prodaje (1%)	-6.612,60	-6.810,98	-7.015,31	-7.225,77	-7.442,54
Denarni tok pred davki	183.075,48	213.150,92	244.349,48	276.716,13	310.297,81
Nabavna cena	481.500,00	481.500,00	481.500,00	481.500,00	481.500,00
Akumulirana amortizacija	-24.075,00	-48.150,00	-72.225,00	-96.300,00	-120.375,00
Izravnava	457.425,00	433.350,00	409.275,00	385.200,00	361.125,00
Prodajna cena	661.260,00	681.097,80	701.530,73	722.576,66	744.253,96
Stroški prodaje (1%)	-6.612,60	-6.810,98	-7.015,31	-7.225,77	-7.442,54
Izravnava	-457.425,00	-433.107,00	-409.275,00	-385.200,00	-361.125,00
Davčna osnova od prodaje	197.222,40	240.936,82	285.240,43	330.150,89	375.686,42
Denarni tok pred davki	183.075,48	213.150,92	244.349,48	276.716,13	310.297,81
Davek (25%)	-49.305,60	-60.234,21	-71.310,11	-82.537,72	-93.921,60
Denarni tok od prodaje po davkih	133.769,88	152.916,72	173.039,37	194.178,41	216.376,20
Skupaj denarni tok (operativni + prodaja)	146.175,20	166.215,11	190.880,97	213.076,65	236.359,82
<b>MRR (mejna stopnja donosa)</b>	<b>21,43%</b>	<b>24,25%</b>	<b>24,83%</b>	<b>23,14%</b>	<b>21,72%</b>

Vir: Lasten.

## Priloga 4 – Amortizacijski načrt posojila za poslovne prostore

Mesec	Glavnica na začetku leta:	Mesečno plačilo	Mesečne obresti (0,05/12)	Odplačilo glavnice	Glavnica na koncu leta
1	481.500,00	2.814,80	2.006,25	808,55	480.691,45
2	480.691,45	2.814,80	2.002,88	811,92	479.879,53
3	479.879,53	2.814,80	1.999,50	815,30	479.064,23
4	479.064,23	2.814,80	1.996,10	818,70	478.245,53
5	478.245,53	2.814,80	1.992,69	822,11	477.423,41
6	477.423,41	2.814,80	1.989,26	825,54	476.597,88
7	476.597,88	2.814,80	1.985,82	828,98	475.768,90
8	475.768,90	2.814,80	1.982,37	832,43	474.936,47
9	474.936,47	2.814,80	1.978,90	835,90	474.100,57
10	474.100,57	2.814,80	1.975,42	839,38	473.261,19
11	473.261,19	2.814,80	1.971,92	842,88	472.418,31
12	472.418,31	2.814,80	1.968,41	846,39	471.571,92
13	471.571,92	2.814,80	1.964,88	849,92	470.722,00
14	470.722,00	2.814,80	1.961,34	853,46	469.868,54
15	469.868,54	2.814,80	1.957,79	857,02	469.011,53
16	469.011,53	2.814,80	1.954,21	860,59	468.150,94
17	468.150,94	2.814,80	1.950,63	864,17	467.286,77
18	467.286,77	2.814,80	1.947,03	867,77	466.418,99
19	466.418,99	2.814,80	1.943,41	871,39	465.547,61
20	465.547,61	2.814,80	1.939,78	875,02	464.672,59
21	464.672,59	2.814,80	1.936,14	878,67	463.793,92
22	463.793,92	2.814,80	1.932,47	882,33	462.911,59
23	462.911,59	2.814,80	1.928,80	886,00	462.025,59
24	462.025,59	2.814,80	1.925,11	889,69	461.135,90
25	461.135,90	2.814,80	1.921,40	893,40	460.242,50
26	460.242,50	2.814,80	1.917,68	897,12	459.345,37
27	459.345,37	2.814,80	1.913,94	900,86	458.444,51
28	458.444,51	2.814,80	1.910,19	904,62	457.539,89
29	457.539,89	2.814,80	1.906,42	908,38	456.631,51
30	456.631,51	2.814,80	1.902,63	912,17	455.719,34
31	455.719,34	2.814,80	1.898,83	915,97	454.803,37
32	454.803,37	2.814,80	1.895,01	919,79	453.883,58
33	453.883,58	2.814,80	1.891,18	923,62	452.959,96
34	452.959,96	2.814,80	1.887,33	927,47	452.032,50
35	452.032,50	2.814,80	1.883,47	931,33	451.101,16
36	451.101,16	2.814,80	1.879,59	935,21	450.165,95
37	450.165,95	2.814,80	1.875,69	939,11	449.226,84
38	449.226,84	2.814,80	1.871,78	943,02	448.283,82
39	448.283,82	2.814,80	1.867,85	946,95	447.336,87
40	447.336,87	2.814,80	1.863,90	950,90	446.385,97
41	446.385,97	2.814,80	1.859,94	954,86	445.431,11
42	445.431,11	2.814,80	1.855,96	958,84	444.472,27
43	444.472,27	2.814,80	1.851,97	962,83	443.509,44
44	443.509,44	2.814,80	1.847,96	966,85	442.542,59
45	442.542,59	2.814,80	1.843,93	970,87	441.571,72
46	441.571,72	2.814,80	1.839,88	974,92	440.596,80
47	440.596,80	2.814,80	1.835,82	978,98	439.617,82
48	439.617,82	2.814,80	1.831,74	983,06	438.634,76
49	438.634,76	2.814,80	1.827,64	987,16	437.647,60
50	437.647,60	2.814,80	1.823,53	991,27	436.656,33
51	436.656,33	2.814,80	1.819,40	995,40	435.660,93
52	435.660,93	2.814,80	1.815,25	999,55	434.661,39
53	434.661,39	2.814,80	1.811,09	1.003,71	433.657,67
54	433.657,67	2.814,80	1.806,91	1.007,89	432.649,78
55	432.649,78	2.814,80	1.802,71	1.012,09	431.637,69
56	431.637,69	2.814,80	1.798,49	1.016,31	430.621,38
57	430.621,38	2.814,80	1.794,26	1.020,55	429.600,83
58	429.600,83	2.814,80	1.790,00	1.024,80	428.576,03
59	428.576,03	2.814,80	1.785,73	1.029,07	427.546,97
60	427.546,97	2.814,80	1.781,45	1.033,36	426.513,61

Vir: Lasten.

## Priloga 5 – Izračun obresti na posojilo za izgradnjo

Mesec	Posojilo	Vračilo	Glavnica	Obresti (10,8 % / 12)
mar03	30.000.000	0	30.000.000	
apr03	49.000.000	0	79.000.000	270.000
maj03	7.000.000	0	86.000.000	711.000
jun03	2.000.000	0	88.000.000	774.000
jul03	4.000.000	0	92.000.000	792.000
avg03	6.000.000	0	98.000.000	828.000
sep03	4.000.000	0	102.000.000	882.000
okt03	4.000.000	0	106.000.000	918.000
nov03	14.000.000	0	120.000.000	954.000
dec03	3.000.000	0	123.000.000	1.080.000
jan04	4.000.000	0	127.000.000	1.107.000
feb04	3.200.000	0	130.200.000	1.143.000
mar04	4.000.000	0	134.200.000	1.171.800
apr04	43.000.000	0	177.200.000	1.207.800
maj04	26.000.000	0	203.200.000	1.594.800
jun04	35.000.000	0	238.200.000	1.828.800
jul04	16.500.000	0	254.700.000	2.143.800
avg04	7.000.000	0	261.700.000	2.292.300
sep04	26.000.000	0	287.700.000	2.355.300
okt04	22.000.000	0	309.700.000	2.589.300
nov04	24.000.000	0	333.700.000	2.787.300
dec04	23.000.000	0	356.700.000	3.003.300
jan05	57.000.000	0	413.700.000	3.210.300
feb05	58.000.000	0	471.700.000	3.723.300
mar05	58.000.000	0	529.700.000	4.245.300
apr05	59.000.000	0	588.700.000	4.767.300
maj05	47.000.000	0	635.700.000	5.298.300
jun05	47.000.000	0	682.700.000	5.721.300
jul05	58.500.000	0	741.200.000	6.144.300
avg05	53.000.000	0	794.200.000	6.670.800
sep05	20.000.000	0	814.200.000	7.147.800
ok05	27.000.000	0	841.200.000	7.327.800
nov05	0	279.000.000	562.200.000	7.570.800
dec05	0	221.000.000	341.200.000	5.059.800
jan06	0	197.000.000	144.200.000	3.070.800
feb06	0	144.200.000	0	1.297.800
mar06	0	0	0	0
apr06	0	0	0	0
maj06	0	0	0	0
jun06	0	0	0	0
Skupaj	841.200.000	841.200.000		101.689.200

Vir: Interni viri investitorja.

## Priloga 6 – Cene stanovanj in poslovnih prostorov v EUR

Stanovanje št.	m <sup>2</sup>	1 oz. 2 parkirni mesti	Shramba	Zelo ugodne tržne razmere (P=25%)	Ugodne tržne razmere (P=50%)	Neugodne tržne razmere (P=25%)	Optimistično	Realno	Pesimistično
				+5%	0%	-10%			
1.	106,70	18.000,00 €	6.500,00 €	2205	2100	1890	260.998,50 €	248.570,00 €	223.713,00 €
2.	71,43	18.000,00 €	6.500,00 €	2310	2200	1980	190.728,30 €	181.646,00 €	163.481,40 €
3.	28,47	9.500,00 €	6.500,00 €	2625	2500	2250	91.533,75 €	87.175,00 €	78.457,50 €
4.	28,47	9.500,00 €	6.500,00 €	2625	2500	2250	91.533,75 €	87.175,00 €	78.457,50 €
5.	106,29	18.000,00 €	6.500,00 €	2205	2100	1890	260.094,45 €	247.709,00 €	222.938,10 €
6.	60,01	18.000,00 €	6.500,00 €	2363	2250	2025	167.498,63 €	159.522,50 €	143.570,25 €
7.	48,81	9.500,00 €	6.500,00 €	2415	2300	2070	134.676,15 €	128.263,00 €	115.436,70 €
8.	48,81	9.500,00 €	6.500,00 €	2415	2300	2070	134.676,15 €	128.263,00 €	115.436,70 €
9.	43,92	9.500,00 €	6.500,00 €	2468	2350	2115	125.172,60 €	119.212,00 €	107.290,80 €
10.	67,61	18.000,00 €	6.500,00 €	2363	2250	2025	185.453,63 €	176.622,50 €	158.960,25 €
11.	85,70	18.000,00 €	6.500,00 €	2310	2200	1980	223.692,00 €	213.040,00 €	191.736,00 €
12.	71,43	18.000,00 €	6.500,00 €	2310	2200	1980	190.728,30 €	181.646,00 €	163.481,40 €
13.	28,47	9.500,00 €	6.500,00 €	2625	2500	2250	91.533,75 €	87.175,00 €	78.457,50 €
14.	28,47	9.500,00 €	6.500,00 €	2625	2500	2250	91.533,75 €	87.175,00 €	78.457,50 €
15.	106,29	18.000,00 €	6.500,00 €	2205	2100	1890	260.094,45 €	247.709,00 €	222.938,10 €
16.	60,01	18.000,00 €	6.500,00 €	2363	2250	2025	167.498,63 €	159.522,50 €	143.570,25 €
17.	48,81	9.500,00 €	6.500,00 €	2415	2300	2070	134.676,15 €	128.263,00 €	115.436,70 €
18.	48,81	9.500,00 €	6.500,00 €	2415	2300	2070	134.676,15 €	128.263,00 €	115.436,70 €
19.	43,92	9.500,00 €	6.500,00 €	2415	2300	2070	122.866,80 €	117.016,00 €	105.314,40 €
20.	67,61	18.000,00 €	6.500,00 €	2363	2250	2025	185.453,63 €	176.622,50 €	158.960,25 €
21.	80,64	18.000,00 €	6.500,00 €	2310	2200	1980	212.003,40 €	201.908,00 €	181.717,20 €
22.	65,71	18.000,00 €	6.500,00 €	2363	2250	2025	180.964,88 €	172.347,50 €	155.112,75 €
23.	28,47	9.500,00 €	6.500,00 €	2625	2500	2250	91.533,75 €	87.175,00 €	78.457,50 €
24.	67,52	18.000,00 €	6.500,00 €	2363	2250	2025	185.241,00 €	176.420,00 €	158.778,00 €
25.	119,32	18.000,00 €	6.500,00 €	2205	2100	1890	288.825,60 €	275.072,00 €	247.564,80 €
26.	34,41	9.500,00 €	6.500,00 €	2520	2400	2160	103.513,20 €	98.584,00 €	88.725,60 €
27.	107,01	18.000,00 €	6.500,00 €	2205	2100	1890	261.682,05 €	249.221,00 €	224.298,90 €
28.	107,01	18.000,00 €	6.500,00 €	2205	2100	1890	261.682,05 €	249.221,00 €	224.298,90 €
29.	34,41	9.500,00 €	6.500,00 €	2520	2400	2160	103.513,20 €	98.584,00 €	88.725,60 €
30.	107,01	18.000,00 €	6.500,00 €	2205	2100	1890	261.682,05 €	249.221,00 €	224.298,90 €
31.	116,27	18.000,00 €	6.500,00 €	2205	2100	1890	282.100,35 €	268.667,00 €	241.800,30 €
32.	44,55	9.500,00 €	6.500,00 €	2468	2350	2115	126.727,13 €	120.692,50 €	108.623,25 €
33.	103,99	18.000,00 €	6.500,00 €	2205	2100	1890	255.022,95 €	242.879,00 €	218.591,10 €
34.	103,99	18.000,00 €	6.500,00 €	2205	2100	1890	255.022,95 €	242.879,00 €	218.591,10 €
35.	44,55	9.500,00 €	6.500,00 €	2468	2350	2115	126.727,13 €	120.692,50 €	108.623,25 €
36.	103,99	18.000,00 €	6.500,00 €	2205	2100	1890	255.022,95 €	242.879,00 €	218.591,10 €
37.	34,41	9.500,00 €	6.500,00 €	2520	2400	2160	103.513,20 €	98.584,00 €	88.725,60 €
38.	34,41	9.500,00 €	6.500,00 €	2520	2400	2160	103.513,20 €	98.584,00 €	88.725,60 €
39.	99,59	18.000,00 €		2100	2000	1800	228.039,00 €	217.180,00 €	195.462,00 €
40.	64,57	18.000,00 €		2100	2000	1800	154.497,00 €	147.140,00 €	132.426,00 €
41.	64,51	18.000,00 €		2100	2000	1800	154.371,00 €	147.020,00 €	132.318,00 €
42.	92,15	18.000,00 €		2100	2000	1800	212.415,00 €	202.300,00 €	182.070,00 €

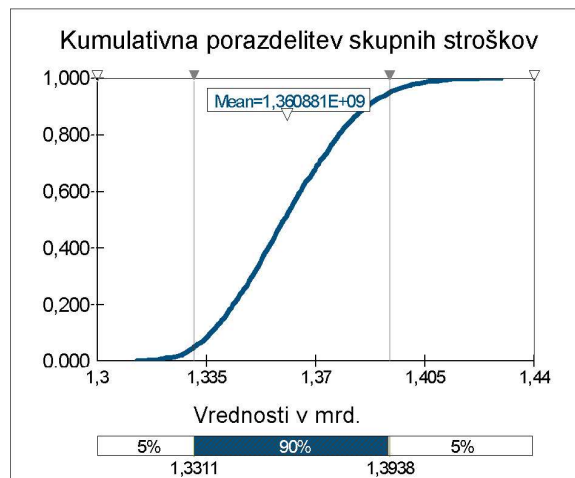
Vir: Interni viri investitorja.

## Priloga 7 – Ocene možnih stroškov projekta

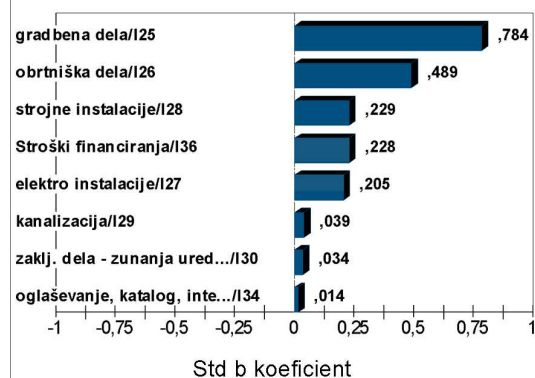
Poz.	Aktivnosti	sprememba stroškov	Verjetnost nastanka			sprememba s.
			10% optimistično	50% realno	40% pesimistično	
<b>1</b>	<b>STROŠKI SKUPAJ</b>	<b>-3,4%</b>	<b>1.285.106.971</b>	<b>1.330.450.276</b>	<b>1.466.480.190</b>	<b>10,2%</b>
<b>1.1</b>	<b>Pridobitev zemljišč</b>	<b>0,0%</b>	<b>225.000.000</b>	<b>225.000.000</b>	<b>225.000.000</b>	<b>0,0%</b>
1.1.1	nakup zemljišča	0,0%	177.329.988	177.329.988	177.329.988	0,0%
1.1.2	nakup manjkajočih zemljišč	0,0%	47.670.012	47.670.012	47.670.012	0,0%
<b>1.2</b>	<b>Pridobivanje gardbenega dovoljenja</b>	<b>0,0%</b>	<b>34.292.652</b>	<b>34.292.652</b>	<b>34.292.652</b>	<b>0,0%</b>
1.2.1	pridobitev soglasij	0,0%	9.400.000	9.400.000	9.400.000	0,0%
1.2.2	plačila taks	0,0%	2.200.000	2.200.000	2.200.000	0,0%
1.2.3	odškodnine	0,0%	5.807.363	5.807.363	5.807.363	0,0%
1.2.4	komunalni prispevek	0,0%	16.885.289	16.885.289	16.885.289	0,0%
<b>1.3</b>	<b>Izdelava projektne in tehnične dokumentacije</b>	<b>0,0%</b>	<b>33.043.728</b>	<b>33.043.728</b>	<b>33.043.728</b>	<b>0,0%</b>
1.3.1	idejna zasnova	0,0%	1.045.000	1.045.000	1.045.000	0,0%
1.3.2	idejni projekt	0,0%	3.926.000	3.926.000	3.926.000	0,0%
1.3.3	projekt za pridobitev gardbenega dovoljenja	0,0%	18.857.672	18.857.672	18.857.672	0,0%
1.3.4	projekt za izvedbo	0,0%	7.718.256	7.718.256	7.718.256	0,0%
1.3.5	projekt za razpis	0,0%	374.200	374.200	374.200	0,0%
1.3.6	projekt izvedenih del	0,0%	374.200	374.200	374.200	0,0%
1.3.7	projektantski nadzor	0,0%	748.400	748.400	748.400	0,0%
<b>1.4</b>	<b>Izvedba projekta</b>	<b>-4,6%</b>	<b>826.990.851</b>	<b>866.924.696</b>	<b>986.726.230</b>	<b>13,8%</b>
1.4.1	gradbena jama, rušitev	0,0%	19.247.800	19.247.800	19.247.800	0,0%
1.4.2	zaščita gradbene jame	0,0%	49.000.000	49.000.000	49.000.000	0,0%
1.4.3	gradbena dela	-5,0%	331.550.000	349.000.000	401.350.000	15,0%
1.4.4	obrtiška dela	-5,0%	210.754.551	221.846.896	255.123.930	15,0%
1.4.5	elektro instalacije	-5,0%	88.350.000	93.000.000	106.950.000	15,0%
1.4.6	strojne instalacije	-5,0%	96.900.000	102.000.000	117.300.000	15,0%
1.4.7	kanalizacija	-5,0%	16.463.500	17.330.000	19.929.500	15,0%
1.4.8	zaključna dela - zunanja ureditev	-5,0%	14.725.000	15.500.000	17.825.000	15,0%
<b>1.5</b>	<b>Upravno prodajna režija</b>	<b>-0,5%</b>	<b>69.175.000</b>	<b>69.500.000</b>	<b>70.475.000</b>	<b>1,4%</b>
1.5.1	vodenje projekta	0,0%	17.000.000	17.000.000	17.000.000	0,0%
1.5.2	strokovni in projektni nadzor	0,0%	12.000.000	12.000.000	12.000.000	0,0%
1.5.3	oglaševanje, katalog, internet stran	-5,0%	6.175.000	6.500.000	7.475.000	15,0%
1.5.4	operativni stroški	0,0%	34.000.000	34.000.000	34.000.000	0,0%
<b>1.6</b>	<b>Stroški financiranja</b>	<b>-5,0%</b>	<b>96.604.740</b>	<b>101.689.200</b>	<b>116.942.580</b>	<b>15,0%</b>

Vir: Lasten.

## Priloga 8 – Monte Carlo simulacija - stroški



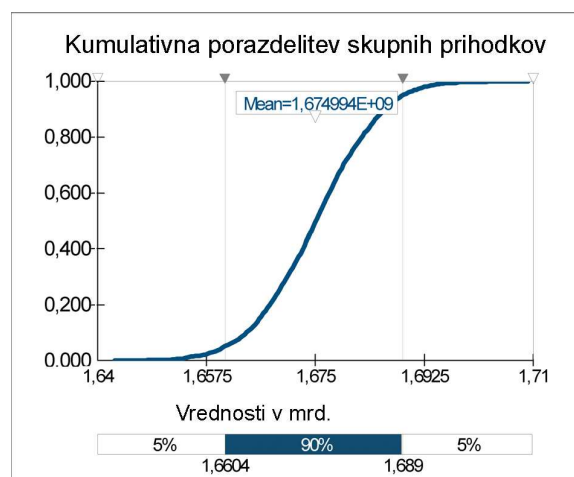
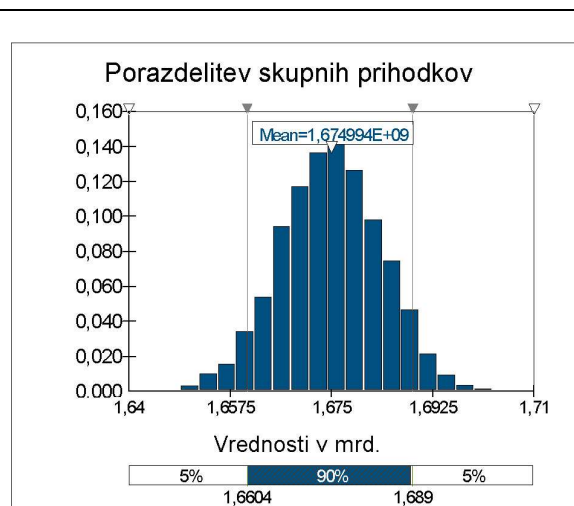
### Prikaz korelacije vpliva posameznih stroškov



Vir: Lasten.

Summary Information			
Workbook Name	Dunajski vogal		
Number of Simulations	1		
Number of Iterations	5000		
Number of Inputs	26		
Number of Outputs	1		
Sampling Type	Monte Carlo		
Simulation Start Time	17.9.2005 22:57		
Simulation Stop Time	17.9.2005 22:57		
Simulation Duration	00:00:02		
Random Seed	2117792585		
Summary Statistics			
Statistic	Value	%tile	Value
Minimum	1.312.474.496	5%	1.331.144.448
Maximum	1.429.446.016	10%	1.336.464.512
Mean	1.360.881.138	15%	1.340.539.392
Std Dev	19.123.936	20%	1.343.603.584
Variance	3,65725E+14	25%	1.346.818.816
Skewness	0,253564373	30%	1.349.648.000
Kurtosis	2,695242131	35%	1.352.218.112
Median	1.359.772.928	40%	1.354.813.440
Mode	1.327.709.696	45%	1.357.329.024
Left X	1.331.144.448	50%	1.359.772.928
Left P	5%	55%	1.362.733.184
Right X	1.393.759.872	60%	1.365.183.104
Right P	95%	65%	1.368.059.776
Diff X	62.615.424	70%	1.371.040.128
Diff P	90%	75%	1.374.150.272
#Errors	0	80%	1.377.227.136
Filter Min		85%	1.381.284.480
Filter Max		90%	1.386.377.728
#Filtered	0	95%	1.393.759.872
Sensitivity			
Rank	Name	Regr	Corr
#1	gradbena dela / \$I\$25	0,784	0,774
#2	obrtniška dela / \$I\$26	0,489	0,481
#3	strojne instalacije / \$I\$28	0,229	0,196
#4	stroški financiranja / \$I\$36	0,228	0,222
#5	elektro instalacije / \$I\$27	0,205	0,195
#6	kanalizacija / \$I\$29	0,039	0,008
#7	zaklj. dela - zunanja ureditev / \$I\$30	0,034	0,022
#8	oglaševanje, katalog, internet stran / \$I\$34	0,014	0,029
#9	nakup zemljišča / \$I\$7	0,000	0,000
#10	nakup manjkajočih zemljišč / \$I\$8	0,000	0,000
#11	pridobitev soglasij / \$I\$10	0,000	0,000
#12	plačila taks / \$I\$11	0,000	0,000
#13	odškodnine / \$I\$12	0,000	0,000
#14	komunalni prispevek / \$I\$13	0,000	0,000
#15	idejna zasnova / \$I\$15	0,000	0,000
#16	idejni projekt / \$I\$16	0,000	0,000

## Priloga 9 - Monte Carlo simulacija - prihodki

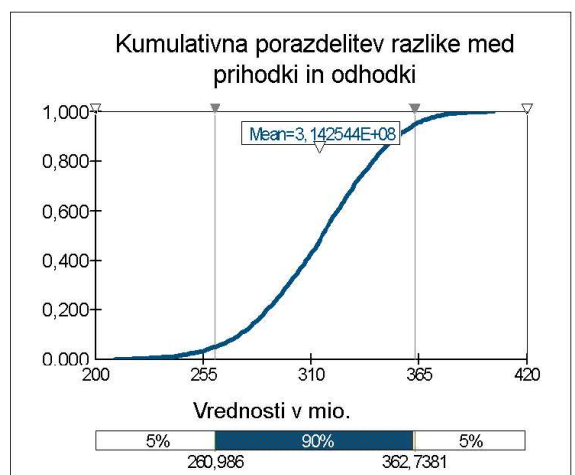
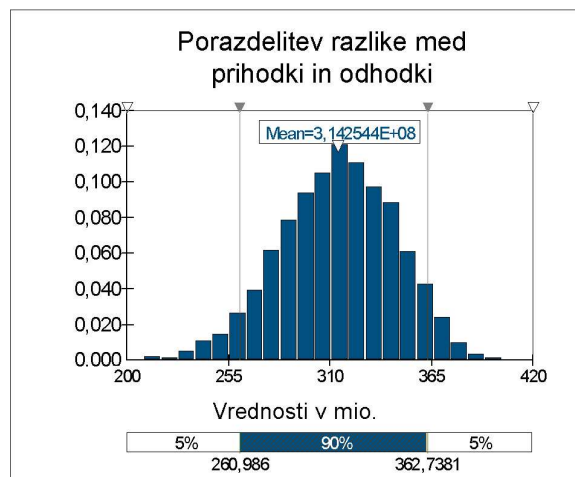


Summary Information			
Workbook Name	Dunajski vogal		
Number of Simulations	1		
Number of Iterations	5000		
Number of Inputs	42		
Number of Outputs	1		
Sampling Type	Monte Carlo		
Simulation Start Time	17.9.2005 23:53		
Simulation Stop Time	17.9.2005 23:53		
Simulation Duration	00:00:02		
Random Seed	1802614977		
Summary Statistics			
Statistic	Value	%tile	Value
Minimum	1.642.728.960	5%	1.660.424.832
Maximum	1.709.155.200	10%	1.663.922.688
Mean	1.674.994.363	15%	1.665.996.288
Std Dev	8.699.718	20%	1.667.656.576
Variance	7,56851E+13	25%	1.669.126.912
Skewness	-0,044884679	30%	1.670.465.664
Kurtosis	3,0310069	35%	1.671.750.400
Median	1.675.043.456	40%	1.673.005.696
Mode	1.655.206.144	45%	1.674.018.688
Left X	1.660.424.832	50%	1.675.043.456
Left P	5%	55%	1.676.113.152
Right X	1.689.014.656	60%	1.677.194.112
Right P	95%	65%	1.678.238.336
Diff X	28.589.824	70%	1.679.470.592
Diff P	90%	75%	1.680.859.520
#Errors	0	80%	1.682.435.968
Filter Min		85%	1.684.102.272
Filter Max		90%	1.686.214.912
#Filtered	0	95%	1.689.014.656

Vir: Lasten.



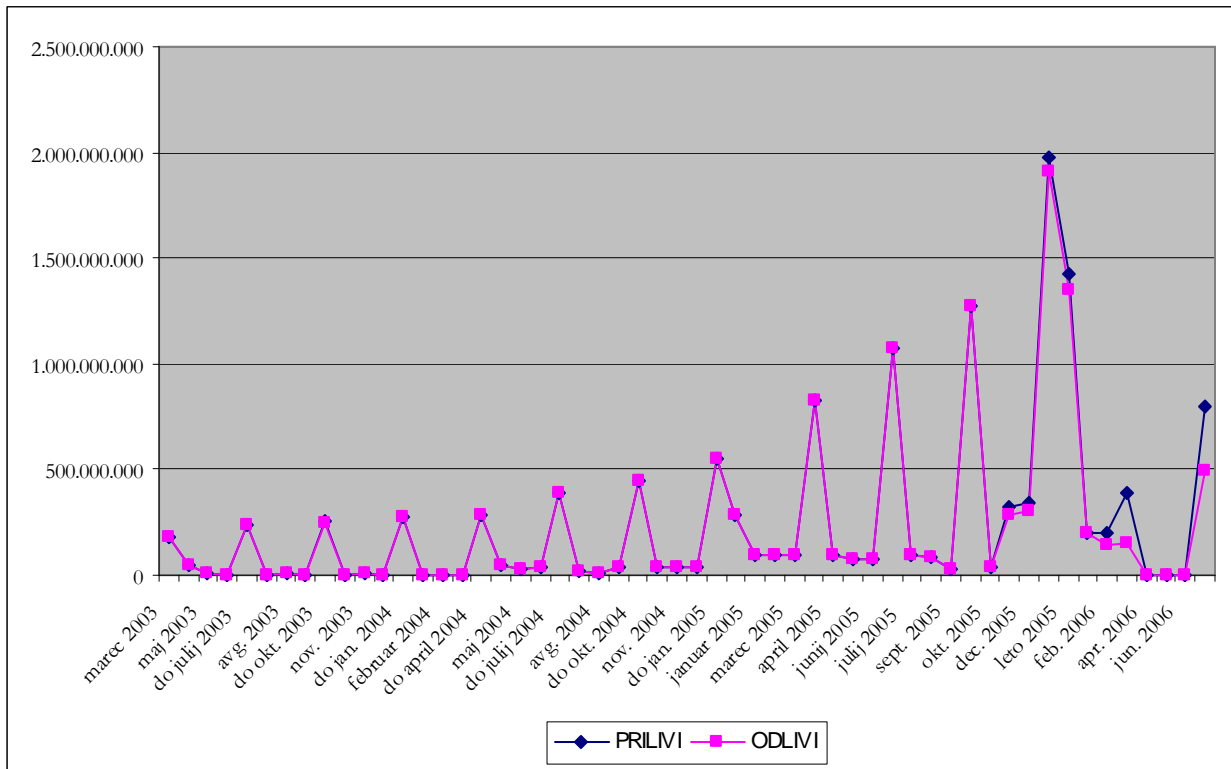
## Priloga 10 - Monte Carlo simulacija – razlika med prihodki in odhodki



Summary Information			
Workbook Name	Dunajski vogal		
Number of Simulations	1		
Number of Iterations	5000		
Number of Inputs	3		
Number of Outputs	1		
Sampling Type	Monte Carlo		
Simulation Start Time	18.9.2005 16:29		
Simulation Stop Time	18.9.2005 16:29		
Simulation Duration	00:00:01		
Random Seed	618736566		
Summary Statistics			
Statistic	Value	%tile	Value
Minimum	209.292.160,00	5%	260.986.016,00
Maximum	403.084.960,00	10%	273.759.520,00
Mean	314.254.390,92	15%	281.434.592,00
Std Dev	31.025.393,78	20%	287.499.072,00
Variance	9,62575E+14	25%	293.320.576,00
Skewness	-0,203003041	30%	298.251.968,00
Kurtosis	2,815586636	35%	302.897.472,00
Median	315.433.408,00	40%	307.401.632,00
Mode	326.432.800,00	45%	311.474.144,00
Left X	260.986.016,00	50%	315.433.408,00
Left P	5%	55%	319.186.016,00
Right X	362.738.112,00	60%	323.367.232,00
Right P	95%	65%	327.299.904,00
Diff X	101.752.096,00	70%	331.668.320,00
Diff P	90%	75%	336.510.336,00
#Errors	0	80%	341.453.664,00
Filter Min		85%	346.832.448,00
Filter Max		90%	354.046.720,00
#Filtered	0	95%	362.738.112,00

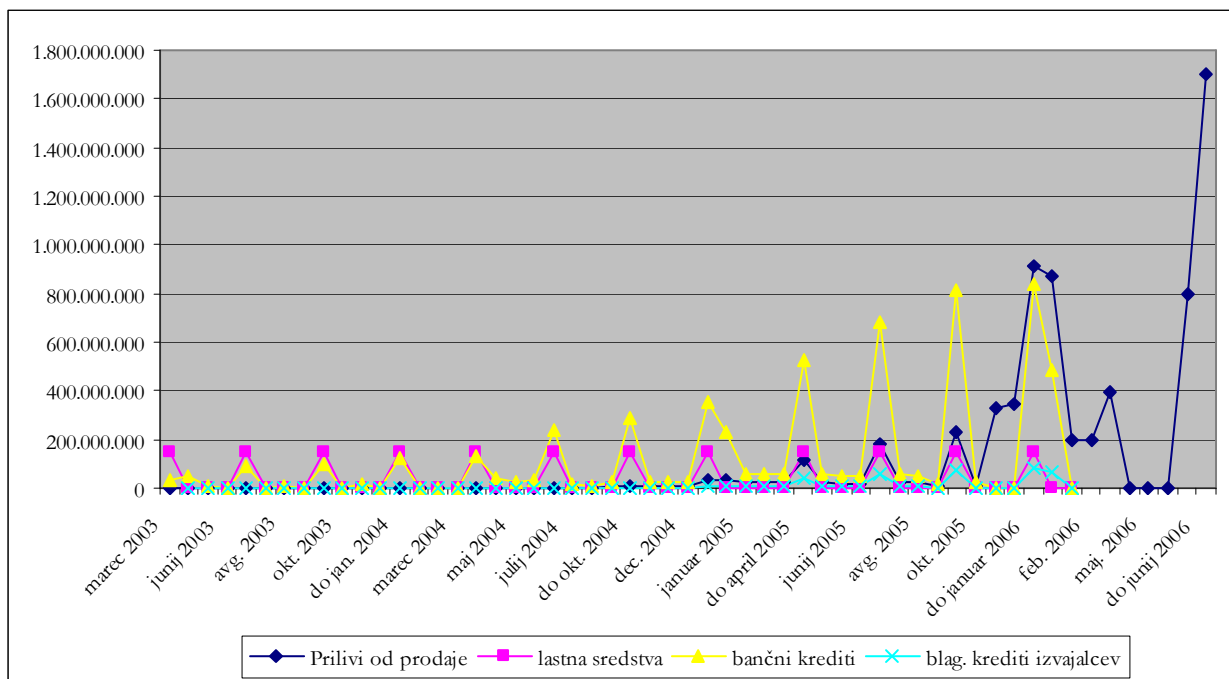
Vir: Lasten.

## Priloga 11 – Grafični prikaz likvidnostnega toka v SIT



Vir: Interni viri investitorja.

## Priloga 12 – Grafični prikaz prilivov iz financiranja in prodaje stanovanj ter poslovnih prostorov v SIT



Vir: Interni viri investitorja.