

UNIVERZA NA PRIMORSKEM
FAKULTETA ZA MANAGEMENT KOPER

Dodiplomski visokošolski strokovni študijski program Management

UNIVERZA NA PRIMORSKEM
UNIVERSITÀ DEL LITORALE
FAKULTETA ZA MANAGEMENT KOPER
FACOLTÀ DI MANAGEMENT DI CAPODISTRIA

Datum: 10 -10- 2006

Sektor	Številka	Priloge	Vredn.
REF.	13232	1	

Diplomska naloga

PRIMERJAVA DONOSNOSTI MED INVESTICIJAMI
V NEPREMIČNINO IN OSTALIMI OBLIKAMI
VARČEVANJA

Mentor:

mag. Leo Zornada

KOPER, 2006

ŠPELA BENČIČ

POVZETEK

Nakup nepremičnine je lahko poleg reševanja bivanjskega problema namenjen tudi investiranju prostega kapitala. Diplomsko delo obravnava donosnost investicij v nepremičnine v primerjavi z drugimi oblikami varčevanja: varčevanje v vzajemnih skladih, sklenitev fondpolice ter rentno varčevanje. Predstavljeni so motivi in tveganja pri investiranju v nepremičnine, ter viri financiranja, ki se jih najpogosteje poslužujemo pri nakupu. Davčna zakonodaja predstavlja pomemben parameter pri izračunu donosnosti nepremičnin. Na konkretnih primerih izračunov donosnosti so za različne scenarije financiranja nepremičnin in za različne tipe naložb izračunane NSV in MIRR. Ugotovimo, da je investiranje v nepremičnine glede donosnosti in tveganja zelo primerljivo z vlaganjem v točke vzajemnih skladov. Investicije v nepremičnine, v primerjavi z drugimi oblikami investiranja, predstavljajo zelo donosno alternativo, tveganje ni visoko, seveda gre tu za dolgoročne investicije, saj so transakcijski stroški zelo visoki in na kratek rok ne prinašajo zadovoljivega donosa.

Ključne besede: nepremičnine, investiranje, donosnost, neto denarni tok, popravljena notranja stopnja donosa, fondpolica, rentno varčevanje

ABSTRACT

Purchase of real property could be beside solving residential problem, also intended for investing of free capital. Dissertation deals with profitability of investments in real properties opposite other types of economizing: economizing in mutual funds, life assurance with economizing in mutual funds and bank deposits. Motives and hazards are considered connected with investments to real properties, there are described sources of funding, which are often used at purchase. Tax legislation presents significant parameter when profitability of real estate is calculated. Calculations of profitability are made on concrete instances for different scripts of funding of real properties and for different types of investments. We find that investing to real properties concerning profitability and hazard is very comparable with investing in points of mutual funds. Investments in real properties, in comparison with other shapes of economizing, presents good alternative, hazards are low, but of course here goes for long term investments, because transactional costs are very high and they are not bringing satisfying yield on short time period.

Key words: real estate, investing, profitability, Net operating income, Modified Internal Rate of Return, life assurance with investing to mutual funds, bank deposits

UDK 336.76:332.7/.8(043.2)

VSEBINA

1	Uvod	1
2	Trg nepremičnin	3
2.1	Motivi za investiranje v nepremičnine	3
2.2	Investiranje v komercialne nepremičnine	4
2.2.1	Ocena diskontnih stopenj oziroma zahtevanih stopenj donosa	6
2.2.2	Izračun diskontne stopnje oz. zahtevane stopnje donosnosti na lastniški kapital za investicije v nepremičnine	7
2.3	Donosnost investicij v nepremičnine	8
2.3.1	Donosnost investicij v nepremičnine v zadnjih 10 letih	10
2.3.2	Trendi gibanja cen v bodoče	19
2.4	Financiranje nepremičnin	20
2.4.1	Financiranje nepremičnin z lastniškimi viri kapitala	20
2.4.2	Financiranje nepremičnin z dolžniškimi viri kapitala	20
2.4.3	Strošek lastniškega kapitala in strošek dolžniškega kapitala	21
2.4.4	Finančni vzvod	21
2.5	Davki povezani z nepremičninami	21
2.5.1	Premoženjski davki	21
2.5.2	Dohodnina in nepremičnine	23
2.5.3	Davek na dodano vrednost (DDV)	23
3	Metode (kriteriji) za ocenjevanje investicij	25
3.1	Doba povračila	25
3.2	Diskontirana doba povračila	25
3.3	Metoda neto sedanje vrednosti – NSV	25
3.4	Notranja stopnja donosa – IRR	26
3.5	Popravljen notranja stopnja donosa – MIRR	27
3.6	Stopnja kapitalizacije	28
4	Primer nakupa komercialne nepremičnine – alternativa drugim oblikam varčevanja	29
4.1	Najetje hipotekarnega kredita, amortizacijski načrt kredita	29
4.2	Nakup stanovanja – cena	29
4.3	Izračun donosnosti naložbe po obdavčitvi	33
5	Druge možnosti varčevanja	35
5.1	Nalaganje v vzajemne sklade	37
5.1.1	Donosnost, tveganje, likvidnost, fleksibilnost, davčne prednosti, zaščita pred inflacijo	38
5.1.2	Primer s primerjalnim izračunom	39
5.2	Bančne vloge, rentno varčevanje	41

5.2.1 Donosnost, tveganje, likvidnost, fleksibilnost, davčne prednosti, zaščita pred inflacijo.....	41
5.2.2 Primer s primerjalnim izračunom.....	43
5.3 Fondpolica.....	44
5.3.1 Donosnost, tveganje, likvidnost, fleksibilnost, davčne prednosti, zaščita pred inflacijo.....	44
5.3.2 Primer s primerjalnim izračunom.....	45
6 Sklep	47
Literatura	49
Priloge.....	51

PONAZORILA

Tabela 2.1 Katere naložbe so bolj tvegane, katere pa manj tvegane?	7
Tabela 2.2 Donosnost SBI, Borznega indeksa obveznic in Indeksa investicijskih skladov v letih 1995 – 2005 v %.....	8
Graf 1.1 Gibanje cen stanovanj v Ljubljani – povprečna cena v EUR/m ²	8
Tabela 2.3 Stanovanja v Ljubljani - povprečna cena v EUR/m.....	9
Graf 1.2 Gibanje cen najemnin stanovanj v Ljubljani v EUR.....	9
Tabela 2.4 Stanovanja v Ljubljani - povprečna mesečna najemnina v EUR.....	10
Tabela 2.5 Povprečne deklarirane obrestne mere bank za devizne vloge (EUR) (devizna klavzula) v %.....	10
Tabela 2.6 Stanovanja v Ljubljani - povprečna letna najemnina v EUR.....	11
Tabela 2.7 Izračun neto prodajne cene za garsonjero	12
Tabela 2.8 Analiza letne donosnosti investicije v garsonjero v letih 1995 -2006 (vse cene so v EUR).....	13
Tabela 1.9 Analiza donosnosti investicije v dvosobno stanovanje v letih 1995 -2006...15	
Tabela 1.10 Izračun neto prodajne cene za garsonjero.....	16
Tabela 1.11 Analiza donosnosti investicije v poslovni prostor (pisarno) v letih 1995 -2006.....	17
Tabela 1.12 Izračun neto prodajne cene za garsonjero.....	18
Tabela 4.1 Amortizacijski načrt.....	29
Tabela 4.2 Trend najemnin v EUR za enosobno stanovanje.....	30
Tabela 4.3 Predvidena rast cene stanovanja v EUR	31
Tabela 4.4 Stroški tekočega vzdrževanja in zavarovanja v EUR	31
Tabela 4.5 Stroški nezasedenosti stanovanja v EUR.....	32
Tabela 4.6 Davek na prejete najemnine v EUR.....	32
Tabela 4.7 Revalorizirana nakupna vrednost stanovanja v EUR	32
Tabela 4.8 Analiza investicije v nepremičnino 25% lastna sredstva, 75% najetega posojila.....	34
Tabela 4.9 Izračun neto prodajne cene v EUR.....	35

Tabela 4.10 NSV in MIRR za enosobno stanovanje v Ljubljani, v EUR, v obdobju 2006 – 2016, za različne deleže dolžniškega in lastniškega kapitala v strukturi financiranja.	36
Tabela 5.1 Donosnost investicije 1.000.000,00 SIT v vzajemni sklad (donosi so nominalni, provizije niso vračunane) za obdobje od 1996 – 2006.	38
Tabela 5.2 Obrestovanje enkratnega pologa ter vsakoletnih vlog v vzajemne sklade.	40
Tabela 5.3 Donosnost bančnih depozitov v letih 1996 - 2005	42
Tabela 5.4 Obrestovanje enkratnega pologa ter vsakoletnih vlog v banki	43

KRAJŠAVE

VS	vzajemni sklad
NSV	Neto sedanja vrednost
IRR	Notranja stopnja donosa
MIRR	Popravljen stopnja donosa
NDT	Neto denarni tok

1 UVOD

Slovensko prebivalstvo je tako kot prebivalstvo drugih tranzicijskih držav vrsto let živelo v sistemu, ki ni dovoljeval vlaganja v vrednostne papirje (skoraj edina možnost plemenitenja prihrankov v finančnih naložbah so bile nizko donosne bančne vloge in redki zavarovalniški produkti), poleg tega pa ni dajal nobenih spodbud za osebno finančno disciplino in odgovornost. Odločanju o naložbi smo zato Slovenci pripisovali razmeroma majhen pomen (Kleindienst, 2001, 12).

Z osamosvojitvijo Slovenije se je začel razvoj slovenskega finančnega trga in trga kapitala. Ponudila se je pestra izbira oblik naložb, v katere lahko nalagamo svoje prihranke, s tem pa tudi izziv za vse vlagatelje, da začnejo čim bolj donosno vlagati svoja prosta finančna sredstva.

Kljub vsemu, za slovenski trg kapitala lahko po več kot desetletju po osamosvojitvi Slovenije še vedno trdimo, da je v procesu tako imenovane tranzicije. Na to trditev nas opominja še vedno nedokončan proces privatizacije državnega premoženja, relativno slaba likvidnost trga, okrnjena ponudba različnih finančnih produktov... Nenazadnje, v razvitih ekonomijah igra pomemben segment kapitalskega trga nepremičninski trg, ki pomeni eno izmed alternativ investiranja prostih finančnih sredstev. Razvit nepremičninski trg je pomemben za vsako gospodarstvo, saj blagodejno vpliva na celoten gospodarski proces in zajema nezanemarljiv delež v BDP posamezne države. Slovenski nepremičninski trg je zelo majhen, zato je zelo občutljiv in izpostavljen. Poleg neposrednega vlaganja v nepremičnine je možno prihranke investirati tudi posredno, preko nepremičninskih investicijskih skladov, kateri pa v Sloveniji še niso zaživeli oz. nimajo pravne podlage za njihov nastanek. V razvitih državah predstavljajo investicije v nepremičnine velik odstotek premoženja institucionalnih investitorjev, slovenski investitorji pa zaradi neurejenih nepremičninskih evidenc ter neustrezne zakonodaje vanje ne vlagajo dosti. V nepremičnine vlagajo svoj denar tudi posamezniki, nekateri z namenom nakupa lastnega bivališča, drugi pa iščejo v nakupu poslovno priložnost in kupujejo z namenom kasnejšega oddajanja. Vsekakor raziskave kažejo, da je naložba v nepremičnino dobra alternativa nalaganja prihrankov in je nizko korelirana z ostalimi oblikami naložb, kar pozitivno vpliva na razpršitev tveganja.

V diplomski nalogi so obravnavane komercialne nepremičnine, to so tiste od katerih se pričakuje določen donos.

Namen diplomskega dela je ugotoviti ali je donosno investirati v nepremičnine s svojim ali z izposojenim denarjem v primerjavi z drugimi alternativami varčevanja. Za primerjavo sem izbrala naslednje produkte: bančni depozit, rentno varčevanje, varčevanje v vzajemnih skladih ter fondpolico. Te oblike varčevanja sem izbrala zato,

ker so primerne za dolgoročno varčevanje, ne predstavljajo prevelikega tveganja, so primerne za varčevanje za pokojnino ter so dostopne malim vlagateljem.

V nalogi najprej podajam zbrane podatke o stanju na nepremičninskem trgu v Sloveniji, ter ugotavljam kakšen je trend. Nato naredim simulacijo nakupa nepremičnine z različnimi kreditnimi opcijami. Sledi zbiranje podatkov o drugih načinih varčevanja ter izdelava komparativnih izračunov. Na koncu je podana sinteza zbranih podatkov ter rezultatov simulacij, in sprejem sklepa o najugodnejši investiciji ob podanih predpostavkah.

V nalogi sem se omejila na zbiranje podatkov na Republiko Slovenijo, ter že pri tem naletela na težko dostopnost podatkov ter spremenljivost finančnega in nepremičninskega trga. Prihodnost je vedno povezana z neko mero negotovosti, kar podaja tveganje tudi v rezultate analize.

Uvodnemu delu naloge sledi drugo poglavje, kjer so opredeljeni motivi, ki nas vodijo k nakupu komercialnih nepremičnin, poleg tega ugotavljamo kakšne donose lahko dosežemo z investiranjem v nepremičnine (kako je bilo v preteklosti in kakšen je trend v bodoče) ter kakšna so tveganja pri tovrstnih investicijah. Na koncu poglavja podam še osnove davčne zakonodaje na področju poslovanja z nepremičninami.

V tretjem poglavju predstavim uporabljene metode za ocenjevanje investicij in sicer kakšna je doba povračila investicije ter kakšna diskontirana doba povračila, neto sedanja vrednost, notranja stopnje donosa ter metoda popravljene notranje stopnje donosa.

V četrtem poglavju so predstavljeni vidiki konkretnega primera nakupa nepremičnine: od najetja hipotekarnega kredita, nakupa stanovanja, oblikovanja najemnine in na koncu izračuna donosnosti naložbe pred davki in po njih.

Peto poglavje je namenjeno predstavitvi drugih oblik varčevanja. Pri vsaki izmed alternativ predstavimo kako je z donosnostjo, tveganjem, likvidnostjo, fleksibilnostjo ter kako je z obdavčitvijo posamezne naložbe. Za vsako vrsto naložbe je izdelan primer s primerjalnim izračunom.

Sledi še zaključek, kjer so zbrane sklepne misli.

2 TRG NEPREMIČNIN

Naložbe v nepremičnine imajo tako prednosti kot slabosti, ki jih prinašajo investitorjem. Različnih spodbud in motivov za investiranje v nepremičnine je toliko, kolikor je investitorjev, ki vanje vlagajo denar. Najprej si bomo pogledali prednosti in donose, ki jih prinaša investiranje v nepremičnine, nato pa še slabosti in tveganja (Pyhrr et al., 1989, 10).

2.1 Motivi za investiranje v nepremičnine

- Lastniški ponos. Lastništvo nad nepremičnino je čustvena izkušnja, saj jo lahko investitor občuti in prime. Še posebno je značilen pri nakupu družinske hiše ali stanovanja. Veliko investitorjev zaznava nepremičnino kot merilo pomembnosti in uspeha.
- Osebni nadzor. Nepremičnina v nasprotju z obveznicami in delnicami omogoča investitorju direkten nadzor nad sredstvom, kar pomeni, da lahko nadzira odločitve, kot so nakup, cena, finančni vzvod, oblika lastništva, delovanje, refinanciranje, razpolaganje z nepremičnino.
- Osebna uporaba in posest. Večina investitorjev uporablja nepremičnino za osebne namene. Lastnik pridobiva koristi od povečanja vrednosti nepremičnine (apreciacije) in od prihranka, ker mu ni potrebno plačevati najemnine.
- Gradnja premoženja. Investitor lahko zgradi premoženje s pridobivanjem nepremičnin z uporabo finančnega vzvoda, nato reinvestira prihodke od teh nepremičnin in dolgoročno zgradi premoženje z amortizacijo dolga in apreciacijo nepremičnine.
- Močan finančni vzvod. Finančni vzvod se pojavi, kadar investitor pri financiranju investicije uporabi poleg lastniškega kapitala tudi dolžniške vire financiranja. Pozitivni finančni vzvod pomeni korist v obliki povečanja donosnosti investicije oziroma lastniškega kapitala zaradi zamenjave dražjega lastniškega financiranja s cenejšim dolžniškim financiranjem investicije. Ena od glavnih privlačnosti nepremičnin je priložnost, ki se ponuja investitorju, da obvladuje veliko sredstvo z majhnim deležem lastniškega kapitala. Večina investitorjev v nepremičnine ima v strukturi financiranja od 70 do 80 odstotkov dolga. Nepremičnine so sredstvo, ki je zelo visoko rangirano za zavarovanje dolga.

- Povečanje vrednosti (apreciacija) in zaščita proti inflaciji. Vrednost nepremičnine se v času lahko poveča (aprecira), tako se investitorju poveča donosnost. Povečanje vrednosti je lahko posledica dveh okoliščin. Prva je povečanje povpraševanja glede na ponudbo v neinflacijskem okolju. Druga je, da lahko inflacija povzroči dramatično povečanje cen nepremičnin. Naložba v nepremičnino je namreč dobro zavarovanje pred inflacijo.

2.2 Investiranje v komercialne nepremičnine

Z izrazom komercialne nepremičnine pojmuje vse tiste nepremičnine, ki vlagatelju prinašajo določen donos: investicije v poslovne prostore, proizvodne objekte, stanovanjske nepremičnine itd. Investitor lahko vlaga v že obstoječe nepremičnine ali pa v tiste, ki so šele v izgradnji. Razlogi za investiranje v nepremičnino so štirje (Cirman et al., 2000, 68):

- Donos od najemnin. Najemnine morajo investitorju zagotoviti pokrivanje tekočih stroškov, poleg tega naj bi ustvarile dodaten presežek, ki predstavlja del donosa.
- Kapitalski dobiček. Investitor pričakuje, da bo ob prodaji po določenem obdobju držanja naložbe lahko realiziral kapitalski dobiček.
- Razpršitev premoženja. Naložba v nepremičnino zmanjšuje tveganje premoženja predvsem zaradi nizke povezanosti oziroma korelacije z naložbami v delnice in obveznice.
- Davčni učinek. Nepremičnine so ponavadi deležne bolj spodbudnega davčnega obravnavanja kot ostale oblike naložb.

Vsak vlagatelj ima svoja pričakovanja in svoja merila, vsi pa stremijo k čim večjim donosom na vloženi kapital. Zato si mora investitor, preden vloži sredstva v določeno nepremičnino, postaviti kriterije, na podlagi katerih se odloči, ali je investicija ekonomsko upravičena.

Pri merjenju donosnosti investicije si lahko pomagamo z različnimi kriteriji kot so: stopnja kapitalizacije, interna stopnja donosnosti (IRR), popravljena interna stopnja donosnosti (MIRR), metoda neto sedanje vrednosti (NSV), doba povračila in diskontirana doba povračila. Metode so podrobneje opisane v tretjem poglavju.

Seveda pa je potrebno, kakor pri vseh vrstah investicij, tudi pri investicijah v nepremičnine upoštevati določena tveganja, ki vplivajo na donosnost naložbe. Pri naložbah v nepremičnine se srečujemo z naslednjimi vrstami tveganj (Cirman et al., 2000, 71):

- a) Poslovno tveganje. Opredelimo ga lahko kot tveganje spremembe (zmanjšanja) dohodkov iz nepremičnine, zaradi sprememb v ekonomski aktivnosti določenega gospodarskega območja, ki lahko povzročijo preseljevanje ljudi, zmanjšanje njihovih dohodkov, povečanje operativnih stroškov v zvezi z nepremičnino, propadanje podjetij itd. Te spremembe vplivajo na povpraševanje po nepremičninah in s tem na realizirane najemnine investitorjev. Investitorji lahko zmanjšajo tovrstno tveganje z razpršitvijo naložb v različne vrste nepremičnin, ki so različno občutljive na tovrstno tveganje ali pa z ustreznim oblikovanjem najemniških pogodb (npr. najemnine, pri katerih najemodajalec krije stroške le do določene višine, razliko pa najemodajalec).
- b) Finančno tveganje. Je posledica uporabe finančnega vzvoda pri financiranju investicije v nepremičnino, saj so obveznosti, ki izhajajo iz dolžniškega financiranja fiksne narave. Zato lahko v primeru, da nepremičnina dalj časa ne prinaša ustreznega donosa, obveznosti do posojilodajalcev povzročijo propad projekta. Proti finančnemu tveganju se lahko investitor zaščiti z ustrežno strukturo dolga (npr. udeležbena posojila), z refinanciranjem oz. reprogramiranjem posojil po dogovoru z posojilodajalcem itd.
- c) Likvidnostno tveganje. Obstaja na trgu z relativno majhnim številom prodajalcev in kupcev, kjer je malo transakcij z določenim blagom. Majhna likvidnost trga pomeni, da mora stranka, ki je prisiljena skleniti posel v relativno kratkem času, za to plačati ustrezno (denarno) premijo. Relativno slaba likvidnost je običajna tudi za trg nepremičnin, še posebej pri specializiranih nepremičninah (npr. zdravstvene ustanove), ki se jih ne da enostavno adaptirati za druge namene. Tako obstaja tveganje, da bo moral prodajalec nepremičnine v primeru hitre likvidacije sredstev, nepremičnino prodati z ustreznim cenovnim diskontom.
- d) Tveganje inflacije. Rast cen lahko povzroči zmanjšanje realne vrednosti dohodkov, ki jih investitor prejema iz nepremičnine, če se pred tem ne zavaruje z ustreznimi prijemi (npr. valorizirana najemnina, kjer se le-ta periodično popravlja za stopnjo rasti cen življenjskih potrebščin).
- e) Tveganje upravljanja. Povezano je s sposobnostjo upravljalcev nepremičnin (njihove inovativnosti, prilagodljivosti...), da le-te ohranjajo svojo vrednost in prinašajo ustrezen donos.
- f) Tveganje spremembe obrestne mere. Spremembe obrestnih mer vplivajo na donosnost investicij v nepremičnine, saj po eni strani vplivajo na investitorjeve stroške dolžniškega financiranja, po drugi strani pa potencialnim najemnikom prostorov olajšujejo (padec obrestnih mer) oziroma otežujejo (rast obrestnih

mer) dostop do denarnih sredstev in s tem vplivajo na ceno (najemnino), ki so jo pripravljene plačati. Ker se pri financiranju nepremičnin praviloma uporablja relativno visok finančni vzvod, lahko spremembe v obrestnih merah povzročijo znatne izgube oziroma dobičke njihovim investitorjem. Za zavarovanje pred obrestnim tveganjem se uporabljajo različni finančni instrumenti, npr. obrestne zamenjave (angl. interest rate swaps), obrestne "kapice" (angl. interest rate caps) itd.¹

- g) Tveganje sprememb zakonodaje. Področje nepremičnin je dokaj močno regulirano, zato lahko spremembe v zakonodaji zelo vplivajo na njihovo donosnost.
- h) Tveganje okolja. Tudi spremembe v okolju, zavedanje o škodljivih posledicah uporabe določenih materialov, lahko pomembno vplivajo na vrednost nepremičnin (npr. uporaba azbesta za izolacijo nepremičnin je bila včasih popolnoma običajna, danes pa le-ta velja za zdravju škodljivo snov; ali npr. odkritje radioaktivnih snovi v bližini, itd.).

Zgoraj opisana tveganja povečujejo zahtevano stopnjo donosa, ki ga mora investitor realizirati z investicijo v nepremičnino.

2.2.1 Ocena diskontnih stopenj oziroma zahtevanih stopenj donosa

Ustrezna diskontna stopnja mora izražati naslednja nadomestila oz. premije (Cirman et al., 2000, 24):

- nadomestilo za časovno vrednost denarja, ki pomeni obrestno mero za netvegane naložbe,
- premijo za tveganje, ki pomeni verjetnost, da pričakovani prihodki ne bodo uresničeni,
- premijo za nelikvidnost, ker so nepremičnine nelikvidna naložba, ki je ne moremo hitro zamenjati za denar, ne da bi izgubili nekaj vrednosti,

¹ Pri **obrestnih zamenjavah** gre za zamenjavo plačila obresti iz dolga, ki ima fiksno obrestno mero, za plačila obresti iz dolga, ki ima variabilno obrestno mero, in obratno. Zamenjave plačila obresti (glavnica dolga se ne prenaša!) se vršijo med različnimi gospodarskimi subjekti, ki tako usklajujejo (fiksne in variabilne) pritoke oziroma odtok iz naslova obresti na aktivni in pasivni strani bilance stanja, s čimer se zavarujejo pred spremembami poslovnega rezultata zaradi sprememb obrestnih mer. Pri **obrestnih "kapicah"** pa posojiljemalec plača tretji stranki ustrezno premijo za prevzem obveznosti plačila (dela) obresti- če bi le-te narasle nad določeno mejo. S tem se zavaruje pred prevelikim porastom obrestnih mer, prav tako pa obdrži tudi koristi, ki bi mu jih prineslo morebitno znižanje obrestnih mer, česar v primeru obrestne zamenjave ni.

- nadomestilo za upravljanje z naložbo, kadar je pri poslovanju z nepremičnino veliko upravljalškega dela,
- nadomestilo za možnost spremembe pričakovane vrednosti nepremičnine. Če se poveča vrednost nepremičnine zaradi inflacijskih gibanj ali sprememb v okolju, je treba glede na pričakovano povečanje zmanjšati diskontno stopnjo. Če pričakujemo zmanjšanje vrednosti nepremičnine, moramo povečati diskontno stopnjo.

Tabela 2.1 Katere naložbe so bolj tvegane, katere pa manj tvegane?

KATERE NALOŽBE SO BOLJ, KATERE PA MANJ TVEGANE?	
Manj tvegane naložbe	
Gotovina v nogavici V pogledne bančne vloge Vezane bančne vloge Državni vrednostni papirji Hipotekarne obveznice Nepremičnine Podjetniški dolžniški papirji Posojila nebankam Točke vzajemnih skladov Prednostne delnice Redne delnice Deleži v podjetjih Skladi tveganega kapitala	Bolj tvegane naložbe

Vir: Groznik, 2001, 17.

2.2.2 Izračun diskontne stopnje oz. zahtevane stopnje donosnosti na lastniški kapital za investicije v nepremičnine

Glede na to, da je investicija v nepremičnino bolj tvegana kot investicija v obveznice in manj kot investicija v delnice – glej tabela 2.1, si bom za izračun zahtevane stopnje donosnosti lastniškega kapitala pomagala z donosnostjo indeksa SBI in Borznega indeksa obveznic. Zahtevana donosnost naložbe v nepremičnino bo zavzela vrednost med povprečno donosnostjo omenjenih indeksov. Povprečne donosnosti preteklih desetih let so izračunane v tabeli 2.2.

$$r = (0,5 * 12,97\%) + (0,5 * 1,007\%) = 7\%$$

Tabela 2.2 Donosnost SBI, Borznega indeksa obveznic in Indeksa investicijskih skladov v letih 1995 – 2005 v %

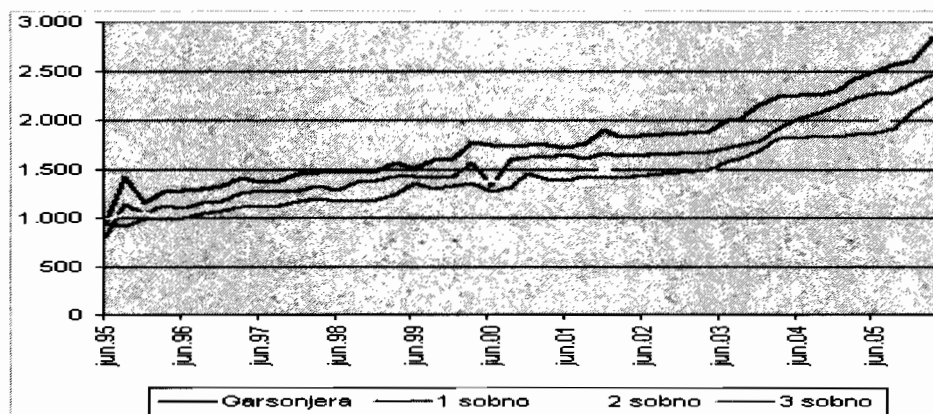
<i>Leto, indeks</i>	<i>SBI – Slovenski borzni indeks</i>	<i>Borzni indeks obveznic</i>	<i>Indeks investicijskih skladov</i>
1995	3,72	n.p.	
1996	-18,33	-3,39	
1997	18,71	-0,54	
1998	21,43	0,85	
1999	5,89	0,25	48,35
2000	0,09	0,50	2,51
2001	19,1	0,20	4,42
2002	55,24	1,56	71,9
2003	17,71	5,69	23,5
2004	24,74	4,07	33,8
2005	-5,59	0,88	-12,2
Povprečje	12,97%	1,007%	24,61%

Vir: Ljubljanska borza

2.3 Donosnost investicij v nepremičnine

Glede na to, da se ponudba in povpraševanje najbolj koncentrirata na trg stanovanj in poslovnih prostorov, bom v nadaljevanju posvetila posebno pozornost tema dvema tipoma naložb. Osredotočila sem se na ljubljanski nepremičninski trg, ki je v Sloveniji najbolj razvit, saj sta ponudba in povpraševanje dovolj velika, da lahko govorimo o normalnem delovanju trga.

Graf 2.1 Gibanje cen stanovanj v Ljubljani – povprečna cena v EUR/m²



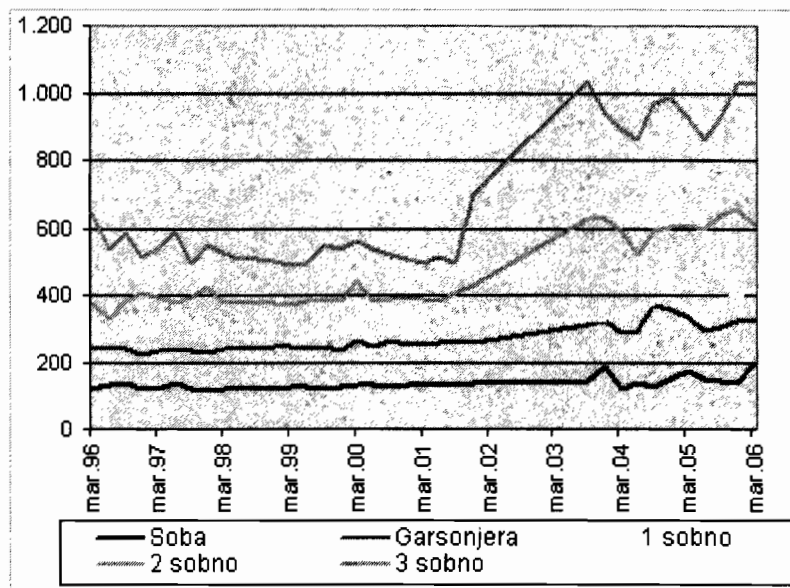
Vir: baza Slonep

Tabela 2.3 Stanovanja v Ljubljani - povprečna cena v EUR/m

<i>Mesec, leto</i>	<i>Garsonjera</i>	<i>1 sobno</i>	<i>2 sobno</i>	<i>3 sobno</i>
dec. 95	1.151	1.045	1.056	991
dec. 96	1.330	1.173	1.112	1.075
dec. 97	1.457	1.276	1.183	1.175
dec. 98	1.482	1.374	1.223	1.179
dec. 99	1.609	1.427	1.306	1.328
dec. 00	1.744	1.619	1.368	1.449
dec. 01	1.896	1.656	1.501	1.414
feb. 02	1.830	1.640	1.420	1.410
dec. 03	2.153	1.795	1.710	1.691
dec. 04	2.292	2.138	1.905	1.836
dec. 05	2.601	2.380	2.144	2.096
mar. 06	2.851	2.460	2.202	2.229

Vir: baza Slonep

Graf 2.2 Gibanje cen najemnin stanovanj v Ljubljani v EUR



Vir: baza Slonep

Tabela 2.4 Stanovanja v Ljubljani - povprečna mesečna najemnina v EUR

<i>December, LETO</i>	<i>SOBA</i>	<i>GARSONJERA</i>	<i>1 SOBNO</i>	<i>2 SOBNO</i>	<i>3 SOBNO</i>
1995	125	258	332	418	473
1996	118	223	288	408	511
1997	112	228	299	422	552
1998	122	243	273	379	500
1999	128	232	283	381	537
2000	130	250	286	394	510
2001	135	254	322	432	697
2002	NP	NP	NP	NP	NP
2003	184	320	327	629	937
2004	100	356	393	603	984
2005	135	324	400	657	1.027
Marec, 2006	198	328	415	606	1.024

Vir: baza Slonep

2.3.1 Donosnost investicij v nepremičnine v zadnjih 10 letih

Za izračun donosnosti investicije v nepremičnine v letih od 1995 – 2005 si bom pomagala z naslednjim primerom. Na podlagi baze podatkov Slonep sem izračunala realne letne donosnosti v SIT za investicije v garsonjero, 2 sobno stanovanje ter poslovni prostor - pisarno. Parametre, ki sem jih v primeru uporabila so: leta 1995 kupimo nepremičnino (nakup financiramo samo z lastniškim kapitalom), v začetku leta 1996 jo začnemo dajati v najem, najemno pogodbo sklenemo za eno leto z možnostjo podaljšanja (najemnina se vsak konec leta oblikuje glede na tržno vrednost najemnin), upoštevali bomo, da je nepremičnina zasedena 90%. Najemnino prejemamo za 12 mesecev vnaprej. Neto najemnino polagamo na bančni račun vse od leta 1996. Banka nam depozite z vezavo nad 1 leto obrestuje po obrestnih merah navedenih v tabeli 2.5.

Tabela 2.5 Povprečne deklarirane obrestne mere bank za devizne vloge (EUR) (devizna klavzula) v %

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
3,1	3,1	3,1	2,4	3,2	3	2,3	1,6	1,4	1,4

Vir: Bilten Banke Slovenije, december 2005, II.-22.

Konec leta 2005 nepremičnino prodamo. V prihodek od prodaje je vključena dosežena prodajna cena, od nje pa sta odšteta dve odstotna provizija, ki jo plačamo posredniku pri prodaji, in dve odstotni davek na promet z nepremičninami, ki ga mora

plačati prodajalec nepremičnine. Predpostavila sem, da za nakup nepremičnine ne potrebujemo posrednika, prav tako ne za iskanje najemnikov. Glede na to, da ta dejanja potrebujejo kupčev čas, sem v izračun vračunala 1% cene stanovanja pri nakupu ter 3% letne najemnine kot strošek nakupa in kasneje najema, ki zmanjšuje donosnost investicije. Stroški investicijskega vzdrževanja znašajo 1% začetne oz. nabavne vrednosti nepremičnine in se odštejejo letno od prejetih najemnin. Investicijski stroški se letno revalorizirajo po stopnji 5%. Vse te ocene stroškov predpostavljam na podlagi prebranih različnih strokovnih člankov, ter oglasov več nepremičninskih agencij (vzeto je povprečje pridobljenih podatkov).

Tabela 2.6 Stanovanja v Ljubljani - povprečna letna najemnina v EUR

LETO	GARSONJERA – 25 m²	DVO SOBNO STANOVANJE – 55 m²	POSLOVNI PROSTOR – 60m²
1996	2.844 EUR	4.500 EUR	7.920 EUR
1997	2.796 EUR	4.716 EUR	7.920 EUR
1998	2.880 EUR	4.512 EUR	7.200 EUR
1999	2.916 EUR	4.416 EUR	7.920 EUR
2000	3.156 EUR	5.304 EUR	8.640 EUR
2001	2.976 EUR	4.680 EUR	7.920 EUR
2002	3.048 EUR	5.184 EUR	7.920 EUR
2003	3.708 EUR	7.548 EUR	7.920 EUR
2004	3.672 EUR	7.308 EUR	7.920 EUR
2005	4.116 EUR	7.488 EUR	7.920 EUR

Vir: Slonep

GARSONJERA

Nabavna cena: 24.025 EUR

Strošek nakupa (1% nabavne vrednosti): 240,25 EUR

Letni bruto dohodek od najemnine: glej tabelo 2.6

Strošek iskanja najemnikov: 3% letne najemnine

Odstotek nezasedenosti: 10%

Stroški zavarovanja in investicijskega vzdrževanja (1% nabavne vrednosti): 240 EUR

Stopnja rasti investicijskih stroškov: 5%/leto

Davčna osnova: 40% prejetih najemnin

Dohodnina: 25% davčne osnove

Povprečne deklarirane obrestne mere so podane v tabeli 2.5

Strošek lastniškega kapitala: 7%

Prodajna cena: 71.275 EUR
Stroški prodaje (2%): 1.425 EUR
Davek na promet nepremičnin (2%): 1.425 EUR
Davek na kapitalski dobiček²: 0%

Tabela 2.7 Izračun neto prodajne cene za garsonjero

Prodajna cena	71.275 EUR
Stroški prodaje (2%)	1.425 EUR
Davek na promet nepremičnin (2%)	1.425 EUR
<i>Neto prodajna cena</i>	<i>68.425 EUR</i>

² 144. člen ZDoh-1 (prehodne in končne določbe) še vedno velja in določa, da se ne glede na določbo 1. točke prvega odstavka 86. člena tega zakona dobiček, dosežen z odsvojitvijo nepremičnine, pridobljene pred 1. januarjem 2002, ne obdavčuje.

Tabela 2.8 Analiza letne donosnosti investicije v garsonjere v letih 1995 -2006 (vse cene so v EUR)

GARSONJERA	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05
Potencialni bruto prihodki od najemnin	2.844	2.796	2.880	2.916	3.156	2.976	3.048	3.708	3.672	4.116
Strošek iskanja najemnikov – 3%	85,32	83,88	86,4	87,48	94,68	89,28	91,44	111,24	110,16	123,48
Izguba zaradi nezasedenosti	284	279	288	291	315	297	304	370	367	11
Efektivni bruto prihodki od najemnin	2.475	2.433	2.506	2.538	2.746	2.590	2.653	3.227	3.195	3.582
Stroški vzdrževanja	240	252	264,6	277,8	291,7	306,3	321,6	337,7	354,6	372,3
Davčna osnova - 40% prejetih najemnin	1.137,6	1.118,4	1.152	1.166,4	1.262,4	1.190,4	1.219,2	1.483,2	1.468,8	1.646,4
Dohodnina – 25% od davčne osnove	284,4	279,6	288	291,6	315,6	297,6	304,8	370,8	367,2	411,6
Neto denarni tok iz poslovanja (NDT)	1.950	1.902	1.953	1.968	2.139	1.986	2.026	2.518	2.473	2.798
Letna obrestna mera za devizne depozite	3,1%	3,1%	3,1%	2,4%	3,2%	3%	2,3%	1,6%	1,4%	1,4%
Obrestovan NDT	2.485,8	2.351,7	2.342,2	2.288,7	2.429,8	2.186,1	2.165,1	2.630,4	2.542,7	2.837,2

Neto sedanjo vrednost sem izračunala tako, da sem Neto denarne tokove, ki so izračunan v tabeli 2.8 delila z ustreznimi diskontnimi faktorji, od njihove vsote pa sem na koncu odštela začetni znesek investicije povečan za stroške nakupa.

$$\text{NSV} = ((2.485,8/1,07^0) + (2.351,7/1,07^1) + (2.342,2/1,07^2) + (2.288,7/1,07^3) + (2.429,8/1,07^4) + (2.186,1/1,07^5) + (2.165,1/1,07^6) + (2.630,4/1,07^7) + (2.542,7/1,07^8) + (2.837,2/1,07^9) + (68.425/1,07^{10})) - 24.265,25 = \mathbf{28.632,5 \text{ EUR}}$$

$$\text{Vrednost obrestovanega NDT na koncu 10. leta} = (2.485,8*1,07^{10}) + (2.351,7*1,07^9) + (2.342,2*1,07^8) + (2.288,7*1,07^7) + (2.429,8*1,07^6) + (2.186,1*1,07^5) + (2.165,1*1,07^4) + (2.630,4*1,07^3) + (2.542,7*1,07^2) + (2.837,2*1,07^1) + (68.425*1,07^0) = 104.057,24$$

$$104.057,24/(1+\text{MIRR})^{10} = 24.265,25 \rightarrow \mathbf{\text{MIRR} = 15,67 \%}$$

DVOSOBNO STANOVANJE

Nabavna cena: 54.505 EUR

Strošek nakupa (1% nabavne vrednosti): 545 EUR

Letni bruto dohodek od najemnine – glej tabelo 2.6

Strošek iskanja najemnikov: 3% letne najemnine

Odstotek nezasedenosti: 10%

Stroški zavarovanja in investicijskega vzdrževanja (1% nabavne vrednosti): 545 EUR

Stopnja rasti investicijskih stroškov: 5%/leto

Davčna osnova: 40% prejetih najemnin

Dohodnina: 25% davčne osnove

Povprečne deklarirane obrestne mere so podane v tabeli 2.5

Strošek lastniškega kapitala: 7%

Prodajna cena: 121.110 EUR

Stroški prodaje (2%): 2.422 EUR

Davek na promet nepremičnin (2%): 2.422 EUR

Davek na kapitalški dobiček: 0% – glej opombo 2

Tabela 2.9 Analiza donosnosti investicije v dvosobno stanovanje v letih 1995 -2006 (vse cene so v EUR)

DVOSOBNO STANOVANJE	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05
Potencialni bruto prihodki od najemnin	4.500	4.716	4.512	4.416	5.304	4.680	5.184	7.548	7.308	7.488
Strošek iskanja najemnikov – 3%	135	141,48	135,36	132,48	159,12	140,4	155,52	226,44	219,24	224,64
Izguba zaradi nezasedenosti	450	471,6	451,2	441,6	530,4	468	518,4	754,8	730,8	748,8
Efektivni bruto prihodki od najemnin	3.915	4.103	3.925	3.842	4.614	4.072	4.510	6.567	6.358	6.515
Stroški vzdrževanja	545	572,2	600,8	630,8	662,3	695,4	730,1	766,6	804,9	845,1
Davčna osnova - 40% prejetih najemnin	1.800	1.886,4	1.804,8	1.766,4	2.121,6	1.872	2.073,6	3.019,2	2.923,2	2.995,2
Dohodnina – 25% od davčne osnove	450	471,6	451,2	441,6	530,4	468	518,4	754,8	730,8	748,8
Neto denarni tok iz poslovanja	2.920	3.059	2.873	2.770	3.422	2.908	3.262	5.045	4.822	4.921
Letna obrestna mera za devizne depozite	3,1%	3,1%	3,1%	2,4%	3,2%	3%	2,3%	1,6%	1,4%	1,4%
Obrestovan NDT	3.722,38	3.782,3	3.445,5	3.222,12	3.887,24	3.200,9	3.486	5.270,24	4.957,96	4.989,9

Tabela 2.10 Izračun neto prodajne cene za garsonjero

Prodajna cena	121.110 EUR
Stroški prodaje (2%)	2.422 EUR
Davek na promet nepremičnin (2%)	2.422 EUR
Neto prodajna cena	116.266 EUR

Neto sedanjo vrednost sem izračunala tako, da sem Neto denarne tokove, ki so izračunan v tabeli 2.9 delila z ustreznimi diskontnimi faktorji, od njihove vsote pa sem na koncu odštela začetni znesek investicije povečan za stroške nakupa.

$$\text{NSV} = ((3.722,38/1,07^0) + (3.782,3/1,07^1) + (3.445,5/1,07^2) + (3.222,12/1,07^3) + (3.887,24/1,07^4) + (3.200,9/1,07^5) + (3.486/1,07^6) + (5.270,24/1,07^7) + (4.957,96/1,07^8) + (4.989,9/1,07^9) + (116.266/1,07^{10})) - 55.050 = \mathbf{33.403 \text{ EUR}}$$

$$\begin{aligned} \text{Vrednost obrestovanega NDT na koncu 10. leta} &= (3.722,38 \cdot 1,07^{10}) + (3.782,3 \cdot 1,07^9) + (3.445,5 \cdot 1,07^8) + (3.222,12 \cdot 1,07^7) + (3.887,24 \cdot 1,07^6) + (3.200,9 \cdot 1,07^5) + (3.486 \cdot 1,07^4) + (5.270,24 \cdot 1,07^3) + (4.957,96 \cdot 1,07^2) \\ &+ (4.989,9 \cdot 1,07^1) + (116.266 \cdot 1,07^0) = 174.000,5 \\ 174.000,5 / (1 + \text{MIRR})^{10} &= 55.050 \rightarrow \mathbf{\text{MIRR} = 12,2\%} \end{aligned}$$

POSLOVNI PROSTOR - PISARNA

Nabavna cena: 66.240 EUR

Strošek nakupa (1% nabavne vrednosti): 662,4 EUR

Letni bruto dohodek od najemnine – glej opombo 3

Strošek iskanja najemnikov: 3% letne najemnine

Odstotek nezasedenosti: 10%

Stroški zavarovanja in investicijskega vzdrževanja (1% nabavne vrednosti): 662,4 EUR

Stopnja rasti investicijskih stroškov: 5%/leto

Davčna osnova: 40% prejetih najemnin

Dohodnina: 25% davčne osnove

Povprečne deklarirane obrestne mere so podane v tabeli 2.5

Strošek lastniškega kapitala: 7%

Prodajna cena: 86.640 EUR

Stroški prodaje (2%): 1.733 EUR

Davek na promet nepremičnin (2%): 1.733 EUR

Davek na kapitalni dobiček: 0% – glej opombo 2

Tabela 2.11 Analiza donosnosti investicije v poslovni prostor (pisarno) v letih 1995 -2006 (vse cene so v EUR)

POSLOVNI PROSTOR - PISARNA	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05
Potencialni bruto prihodki od najemnin	7.920	7.920	7.200	7.920	8.640	7.920	7.920	7.920	7.920	7.920
Strošek iskanja najemnikov – 3%	237,6	237,6	216	237,6	259,2	237,6	237,6	237,6	237,6	237,6
Izguba zaradi nezasedenosti	792	792	720	792	864	792	792	792	792	792
Efektivni bruto prihodki od najemnin	6.890	6.890	6.264	6.890	7.517	6.890	6.890	6.890	6.890	6.890
Stroški vzdrževanja	662	695,1	729,9	766,4	804,7	844,9	887,2	931,6	978,2	1.027
Davčna osnova – 40% prejetih najemnin	3.168	3.168	2.880	3.168	3.456	3.168	3.168	3.168	3.168	3.168
Dohodnina – 25% od davčne osnove	792	792	720	792	864	792	792	792	792	792
Neto denarni tok iz poslovanja	5.553	5.526	4.943	5.468	5.991	5.403	5.368	5.332	5.294	5.253
Letna obrestna mera za devizne depozite	3,1%	3,1%	3,1%	2,4%	3,2%	3%	2,3%	1,6%	1,4%	1,4%
Obrestovan NDT	7.078,9	6.832,7	5.928	6.360,5	6.805,5	5.947,3	5.736,6	5.570	5.443,3	5.326,5

Tabela 2.12 Izračun neto prodajne cene za garsonjero

Prodajna cena	86.640 EUR
Stroški prodaje (2%)	1.733 EUR
Davek na promet nepremičnin (2%)	1.733 EUR
Neto prodajna cena	83.174 EUR

Neto sedanjo vrednost sem izračunala tako, da sem Neto denarne tokove, ki so izračunan v tabeli 2.11 delila z ustreznimi diskontnimi faktorji, od njihove vsote pa sem na koncu odštela začetni znesek investicije povečan za stroške nakupa.

$$\text{NSV} = ((7.078,9/1,07^0) + (6.832,7/1,07^1) + (5.928/1,07^2) + (6.360,5/1,07^3) + (6.805,5/1,07^4) + (5.947,3/1,07^5) + (5.736,6/1,07^6) + (5.570/1,07^7) + (5.443,3/1,07^8) + (5.326,5/1,07^9) + (83.174/1,07^{10})) - 66.902,4 = \mathbf{22.002,2 \text{ EUR}}$$

$$\text{Vrednost obrestovanega NDT na koncu 10. leta} = (7.078,9 * 1,07^{10}) + (6.832,7 * 1,07^9) + (5.928 * 1,07^8) + (6.360,5 * 1,07^7) + (6.805,5 * 1,07^6) + (5.947,3 * 1,07^5) + (5.736,6 * 1,07^4) + (5.570 * 1,07^3) + (5.443,3 * 1,07^2) + (5.326,5 * 1,07^1) + (83.174 * 1,07^0) = 174.888,9 \text{ EUR}$$

$$174.888,9 / (1 + \text{MIRR})^{10} = 66.902,4 \rightarrow \mathbf{\text{MIRR} = 10\%}$$

Analiza donosnosti investicije v garsonjero, dvosobno stanovanje, ter poslovni prostor za preteklih deset let je pokazala, da je MIRR najvišja pri investiciji v garsonjero (15,67 %), sledi ji dvosobno stanovanje (12,2%) in nato poslovni prostor (10%). Vse tri investicije pa so ekonomsko upravičene, saj imajo vse pozitivno NSV.

Za primerjavo lahko povem, da je SBI v tem obdobju zrasel približno 13% letno, indeks obveznic pa 1% letno. Glede na to, da je tveganje pri investicijah v nepremičnine manjše kot pri vlaganju v vrednostne papirje, je donosnost, ki bi jo lahko dosegli z investiranjem v nepremičnine precej visoka.

2.3.2 Trendi gibanja cen v bodoče

V zadnjih letih je prišlo do velikega neskladja med ponudbo in povpraševanjem po stanovanjih, kar se je zaradi neelastičnosti ponudbe na kratek rok odrazilo v povečanju cen stanovanj. Ponudba na stanovanjskem trgu se le počasi prilagaja povpraševanju, zaradi tega lahko cene stanovanj na kratek rok občutneje odstopajo od dolgoročnih ravnotežnih ravni.

Glede na povečano rast bruto investicij v stanovanjske zgradbe, povečano število izdanih gradbenih dovoljenj lahko v prihodnosti pričakujemo, povečano ponudbo novih stanovanj, kar naj bi vplivalo na umirjanje stopenj rasti cen. Vendar se moramo ob tem zavedati omejitvev, povezanih z zmogljivostmi gradbenega sektorja in nezadostno ponudbo stavbnih zemljišč.

Na strani povpraševanja po stanovanjih se je zniževanje inflacije in povečevanje konkurence med bankami, odrazilo v nižjih obrestnih merah in povečani ponudbi dolgoročnejših stanovanjskih posojil. Nadaljevanje takšnih trendov v daljšem obdobju bi, brez ustrezne rasti ponudbe stanovanj, lahko povzročilo, občutno oddaljitev cen stanovanj od njihovih temeljnih vrednosti. Naslednji razlog za povečan obseg prometa in porast cen je, v pričakovanem povečanju stopnje DDV za nova stanovanja z 8,5% na 20% v letu 2008. Pomemben učinek na velikost povpraševanja po stanovanjih imajo tudi davčne olajšave za nakup stanovanja (kupec stanovanja lahko 15 let od nakupa uveljavlja davčno olajšavo za plačane zneske z namenom rešitve lastnega stanovanjskega problema). K nadaljnji krepitvi povpraševanja, navkljub relativno nespremenjenemu številu prebivalcev, prispeva trend zmanjševanja povprečnega števila oseb na gospodinjstvo.

Na zmanjševanje neskladja med ponudbo in povpraševanjem naj bi do določene mere vplivala predvidena uvedba davka na nepremičnine, ki naj bi predvsem povečala ponudbo tako na trgu lastniških kot najemniških stanovanj, do določene mere pa verjetno zmanjšala tudi povpraševanje, zlasti po večjih in s tem bolj obdavčenih stanovanjih. Poleg tega naj bi davek do določene mere vplival tudi na povečano ponudbo nezazidanih stavbnih zemljišč.

Na podlagi analize dejavnikov ponudbe in povpraševanja ocenjujem, da je pretekli razvoj na stanovanjskem trgu vzdržen in ne obstaja nevarnost za nenaden padec cen nepremičnin. Hitro zniževanje obrestnih mer in podaljševanje ročnosti posojil je v preteklih letih preko večjega obsega stanovanjskih posojil v kombinaciji s še nekaterimi drugimi dejavniki povzročilo hitro rast cen stanovanj. V zadnjem času je sicer prišlo do večjega odziva ponudbe, vendar zmogljivosti gradbenega sektorja in trenutna razpoložljivost stavbnih zemljišč ne omogočajo takšnega povečanja števila novogradenj, da bi ponudba v bližnji prihodnosti lahko presegla povpraševanje po stanovanjih in vplivala na znižanje cen. Na podlagi dejavnikov na strani ponudbe in povpraševanja po

stanovanjih lahko pričakujemo umirjanje dinamike rasti cen stanovanj, vendar obstaja tveganje, da se bo z nadaljnjim hitrim naraščanjem stanovanjskih posojil in nezadostnem naraščanju ponudbe stanovanj, hitra rast cen stanovanj nadaljevala tudi v prihodnje (Banka Slovenije Poročilo o finančni stabilnosti, 2006, 15 – 17).

2.4 Financiranje nepremičnin

Nepremičnine lahko služijo dvema namenoma. Lahko jih uporabljamo za svojo lastno uporabo, ali pa jih kupimo z namenom kasnejšega oddajanja, se pravi služijo kot naložba, ki prinaša določen donos. V obeh primerih predstavlja nakup velik finančni zalogaj, ter terja uporabo različnih finančnih instrumentov. Dolga življenjska doba nepremičnin, ter znatna sredstva potrebna za njihovo pridobitev v veliki meri določajo način financiranja nakupa. Nakup lahko financiramo z lastnimi sredstvi ali z izposojenimi (dolžniškimi viri kapitala), lahko pa, kar se tudi v realnosti največkrat dogaja, uporabimo kombinacijo prvih in drugih.

2.4.1 Financiranje nepremičnin z lastniškimi viri kapitala

Lastni viri sredstev ponavadi izhajajo iz prihrankov, ki so jih posamezniki ali gospodarske družbe privarčevali iz tekočih dohodkov. V kolikor je investitor gospodarska družba, so možni vir kapitala različni vlagatelji, ki združijo sredstva in oblikujejo sklad lastniškega kapitala, namenjenega za nakup nepremičnine. Posamezniki lahko varčujejo za ta namen v bankah, katere svojim klientom ponujajo možnost stanovanjskega varčevanja (ugodnejša obrestna mera), po določenem obdobju pa najem ugodnega stanovanjskega posojila.

2.4.2 Financiranje nepremičnin z dolžniškimi viri kapitala

Glede na to, da je naložba v nepremičnino otipljiva, precej stabilna in dolgoročna, jo velikokrat financiramo z dolžniškimi viri sredstev. Ta sredstva so največkrat v obliki hipotekarnih posojil, le v manjši meri ta sredstva izvirajo iz običajnih posojil, ki jih za reševanje stanovanjske problematike namenjajo oz. dajo na razpolago različne državne in paradržavne institucije. Ko govorimo o posojilih za financiranje nepremičnin, gre največkrat za zavarovana posojila. Zavarovanje je lahko v obliki zavarovalne police, lahko za plačilno sposobnost jamčijo poroki, za zavarovanje služijo tudi vrednostni papirji, menice, čeki, bančne vloge ..., največkrat pa za zavarovanje služi kar sama nepremičnina. V tem primeru govorimo o hipotekarnem kreditu.

2.4.3 Strošek lastniškega kapitala in strošek dolžniškega kapitala

Investicije se načeloma lahko financirajo z različnimi vrstami kapitala. Ne glede na vrsto, kapital nekaj stane. Denarne tokove, ki izhajajo iz investicije v nepremičnino, ki je financirana zgolj z lastniškim kapitalom, moramo diskontirati s stroškom lastniškega kapitala. Če pa je nepremičnina poleg tega financirana tudi z dolžniškim kapitalom, je treba denarne tokove pred poplačilom dolga diskontirati s stroškom kapitala. Strošek kapitala je povprečje stroška lastniškega in dolžniškega kapitala glede na njuna deleža v strukturi financiranja.

$$\text{Strošek kapitala} = \text{strošek lastniškega kapitala} \cdot (E/(D+E)) + \text{obrestna mera} \cdot (D/(D+E))$$

Kjer je E delež lastniškega kapitala v celotnem kapitalu, D pa je delež dolga v celotnem kapitalu (Damodaran, 1996, 472).

2.4.4 Finančni vzvod

Finančni vzvod se pojavi, kadar investitor pri financiranju investicije uporabi, poleg lastniškega kapitala, tudi dolžniške vire financiranja. Pozitiven finančni vzvod lahko opredelimo kot korist v obliki povečanja donosnosti investicije (oz. donosnosti lastniškega kapitala), ki nastane kot posledica zamenjave (dražjega) lastniškega kapitala s (cenejšim) dolžniškim financiranjem. Ali drugače povedano, pozitiven finančni vzvod je posledica najetja posojila, po nižji obrestni meri, kot je pričakovana donosnost investicije.

2.5 Davki povezani z nepremičninami

Glede na to, da davčne obremenitve zelo vplivajo na donosnost naložb v nepremičnine, je prav, da pogledamo s kakšnimi davki, povezanimi z nepremičninami imamo v Sloveniji opravka. Nepremičnina je obdavčena kot oblika premoženja, obdavčeni pa so tudi dohodki, ki jih le ta prinaša.

2.5.1 Premoženjski davki

V Sloveniji poznamo naslednje vrste premoženjskih davkov, povezane z nepremičninami (Cirman et al., 2000, 85):

- Davek od premoženja. S tem davkom so obdavčene fizične osebe, ki imajo v lasti stavbe, dele stavb, stanovanja, garaže, prostore za rekreacijo in počitek. Ta davek je dohodek lokalnih skupnosti. Davčna osnova je vrednost objekta, ki jo določi upravni organ po sistemu točkovanja, vrednost

točke pa se letno prilagaja rasti cen življenjskih potrebščin. Pri stanovanjskih površinah velja oprostitev za prvih 160 kvadratnih metrov, če tam prebiva lastnik ali njegovi ožji družinski člani. Nove stavbe so oproščene plačila prvih 10 let razen vikendov, pri katerih se tudi obdavči celotna površina. Z reformo premoženjskih davkov se pričakuje odprava davka na premoženje in njegova nadomestitev z enotnim premoženjskim davkom.

- Nadomestilo za uporabo stavbnega zemljišča. Ta davek se plačuje na območju mest in naselij mestnega značaja ter na območjih, ki so namenjena kompleksni stanovanjski gradnji. Definirajo ga občine. Nadomestilo mora plačati neposredni uporabnik zemljišča oz. stavbe, večina pa je določena z zakonom o stavbnih zemljiščih in se izračunava na podlagi točkovanja. Stavbno zemljišče je lahko zazidano ali nezazidano. Nadomestilo je prihodek občine. Z reformo premoženjskih davkov se pričakuje odprava nadomestila za uporabo stavbnega zemljišča in njegova nadomestitev z enotnim premoženjskim davkom.
- Davek na dediščine in darila. Zavezanec za ta davek je fizična oseba, ki v Sloveniji podeduje ali dobi v dar nepremičnino ali premično premoženje, če skupna vrednost presega višino povprečne letne neto plače zaposlenih v Sloveniji. Davčna osnova je vrednost podedovanega ali podarjenega premoženja po odbitku dolgov, bremen in stroškov, ki ga bremenijo. Tega davka so oproščeni dediči ali obdarjenci prvega dednega reda, dediči, ki podedujejo stanovanje in sami nimajo drugega stanovanja ter so do zapustnikove smrti živeli z njim v skupnem gospodinjstvu, tisti, ki ne morejo dobiti lastninske pravice na premoženju, osebe, ki podedujejo ali dobijo v dar kmetijsko zemljišče, ali tisti, ki premoženje brez povračila odstopijo Republiki Sloveniji.
- Davek od prometa nepremičnin. Leta 1999 je bil sprejet nov zakon o davku na promet nepremičnin, po katerem je vsaka prodaja nepremičnin z izjemo novozgrajenih objektov obdavčena z dve odstotno stopnjo. Za promet z nepremičninami je določen vsak odplačani prenos lastninske pravice na nepremičnini. Kot prenos se šteje tudi zamenjava nepremičnin med seboj, ne šteje pa prvi prenos lastninske pravice na novozgrajenih objektih, od katerih je plačan DDV. Zavezanec za plačilo davka je prodajalec nepremičnine ali pri zamenjavi vsak od udeležencev za vrednost nepremičnine, ki jo odtuji. Davčna osnova je dogovorjena prodajna cena. Davek je prihodek občine, kjer nepremičnina leži.

2.5.2 Dohodnina in nepremičnine

Davki od nepremičnin, ki se vključujejo v dohodnino so (Cirman et al., 2000, 85):

- Davek od dohodka iz kmetijstva. Zavezanec za plačilo tega davka je fizična oseba, ki je kot lastnik ali imetnik pravice vpisana v kataster. Osnova za odmero je katastrski dohodek kmetijskih in gozdnih zemljišč, zmanjšan za obvezne socialne prispevke od katastrskega prihodka, pristojbine in priznane olajšave.
- Davek na kapitalski dobiček. Zavezanec je fizična oseba, ki doseže kapitalski dobiček s prodajo nepremičnine, po novem se obdavčuje dobiček glede na rok imetništva kapitala. Osnova za odmero davka je razlika med prodajno ceno in revalorizirano nabavno ceno. Kapitalski dobički in izgube se lahko znotraj leta pobotajo. Ta davek se ne plača, če se od prodaje nepremičnine ne plača davek na promet nepremičnin. Stopnja davka, je določena v višini 20 odstotkov, se bo vsakih dopoljenih pet let imetništva kapitala zmanjšala (po petih letih bo stopnja 15 odstotkov, po desetih letih 10 odstotkov, po petnajstih letih 5 odstotkov in po dvajsetih 0 odstotkov).
- Davek na dohodek iz premoženja. S tem se obdavči dohodke, ki jih fizična oseba prejme z oddajanjem premičnega ali nepremičnega premoženja v najem. Osnova za odmero je letni znesek najemnin, zmanjšan za stroške tekočega in investicijskega vzdrževanja, upravljanja in obratovanja, če jih lastnik plačuje sam. Davčna stopnja znaša 25 odstotkov in se upošteva kot akontacija pri odmeri dohodnine. Donos od najemnin je na primer v Sloveniji obravnavan ugodneje kot donos od delnic ali obveznic, saj gre pri najemu v osnovo dohodnine le 60 odstotkov najemnine (40 odstotkov je mogoče uveljavljati kot normirane stroške), pri oddajanju opremljenih stanovanj pa gre v davčno osnovo celo samo 40 odstotkov letnih najemnin (Cirman, 2002, 5).

2.5.3 Davek na dodano vrednost (DDV)

DDV se obračuna pri izročitvi novozgrajenih objektov, in sicer se zaračunava znižana stopnja 8,5 odstotka od stanovanj, stanovanjskih in drugih objektov, namenjenih za trajno bivanje, ter 20 odstotna stopnja za ostale nepremičnine. Prodaja in dajanje v najem nepremičnin je načeloma oproščena plačila DDV, razen določenih izjem (Zakon o davku na dodano vrednost, 2002).

3 METODE (KRITERIJI) ZA OCENJEVANJE INVESTICIJ

Investicije v nepremičnine so dolgoročne naložbe, zato jih je treba finančno natančno načrtovati in jih analizirati. V nadaljevanju bom predstavila nekaj investicijskih kriterijev, na podlagi katerih se odločamo ali je investicija sprejemljiva ali ne.

3.1 Doba povračila

Pomeni število let, v katerem se povrne začetni znesek naložbe brez upoštevanja časovne vrednosti denarja. Kriterij za odločitev med različnimi investicijskimi projekti je čim krajša doba povračila. Prednost te metode je, da lahko do določene mere sklepamo o likvidnosti projekta, slabost pa, da ne upošteva denarnih tokov po trenutku povračila niti časovne vrednosti denarja.

3.2 Diskontirana doba povračila

Ta metoda odpravlja eno od slabosti prejšnje, in sicer časovno vrednost denarja. Kriterij za odločitev med različnimi investicijskimi projekti je čim krajša doba povračila diskontiranih denarnih tokov. Razen časovne vrednosti denarja ima ta metoda vse prednosti in slabosti enake kot prejšnja.

3.3 Metoda neto sedanje vrednosti – NSV

Metoda temelji na spoznanju, da je tolar, ki ga bomo prejeli v prihodnosti, vreden manj kot tolar, ki ga imamo v roki. Kdor bi želel imeti tolar danes, bi lahko vzel posojilo, za katerega bi moral plačati obresti, in če te odbijemo od neto vrednosti tolarja, dobimo diskontirano sedanjo vrednost (princip obrestnoobrestnega računa).

Ocenjevanje donosnosti naložbe s pomočjo kriterija neto sedanje vrednosti temelji na pogoju, da je sedanja vrednost pričakovanih čistih denarnih tokov v prihodnosti večja od sedanje vrednosti naložbenih izdatkov – neto sedanja vrednost je pozitivna.

Enačba neto sedanje vrednosti je:

$$NSV = \frac{NDT_1}{(1+r)} + \frac{NDT_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{NDT_n}{(1+r)^n} - I_0 = \sum_{i=1}^n \frac{NDT_i}{(1+r)^i} - I_0$$

Kjer so:

NSV neto sedanja vrednost

NDT_i čisti denarni tok v posameznem i -tem obdobju

- $1/(1+r)^i$ diskontni faktor za obdobje i
 r diskontna stopnja
 I_0 naložbeni izdatki v začetnem obdobju

Diskontno stopnjo lahko opredelimo kot mero, s katero izračunavamo sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov. Diskontno stopnjo lahko določimo po več različnih metodah, v splošnem pa jo imenujemo oportunitetni strošek kapitala ali zahtevana stopnja donosa. Možni načini so uskuppinjevanje sredstev glede na tveganje (angl. Risk grouping), razmerje tveganja posameznega projekta glede na povprečno tveganje podjetja (angl. Risk ratios), APT (angl. Arbitrage Pricing Theory), WACC (angl. Weighted Average Cost of Capital), CAPM (angl. Capital Asset Pricing Model) (Brown, Matysiak, 2000, 175 – 184). Zaradi specifičnih značilnosti nepremičnin kot oblike finančne naložbe pa je smiseno za določanje diskontne stopnje oz. zahtevane stopnje donosa uporabljati predvsem metodo primerljivih nepremičnin (angl. The Survey Approach) (Damodaran, 1996, 469 – 472). Diskontni faktor pa nam pri dani diskontni stopnji in danem časovnem trenutku pove, kolikšna je sedanja vrednost ene denarne enote.

Kriterij odločanja:

- če je $NSV > 0$, naložba je sprejemljiva
- če je $NSV = 0$, investitor je do naložbe indiferenten
- če je $NSV < 0$, investicija je nesprejemljiva

Prednost te metode je, da upošteva vse pričakovane denarne tokove projekta in časovno vrednost denarja (Biloslavo, 1999, 129 -130).

3.4 Notranja stopnja donosa – IRR

Notranja stopnja donosa (angl. IRR – Internal Rate of Return) je tista diskontna stopnja, pri kateri je NSV enaka 0, to je, kadar sta sedanji vrednosti naložbenih izdatkov in pričakovanih donosov enaki. Notranja stopnja donosa kot kriterij za odločanje zahteva, da je notranja stopnja donosa višja od zahtevane donosnosti naložbe (stroškov kapitala). Matematično lahko zgornje pogoje izrazimo kot:

$$NSV = \sum_{i=1}^n \frac{NDT_i}{(1+r_n)^i} - I_0 = 0$$

Kjer so:

NDT_ičisti denarni tok v posameznem obdobju

r_nnotranja stopnja donosa

I_0, \dots naložbeni izdatki v začetnem obdobju

Kriterij odločanja:

- če je $r_n > r$, je naložba sprejemljiva
- če je $r_n = r$, investitor je do naložbe indiferenten
- če je $r_n < r$, investicija je nesprejemljiva

Pri tem je r enak zahtevani stopnji donosnosti.

Prednosti te metode so, da upošteva vse pričakovane denarne tokove projekta, je relativna mera in daje informacije o varnosti projekta. Njena pomanjkljivost pa je:

1. Kriterij notranje stopnje donosa je neustrezen pri naložbah, ki se medsebojno izključujejo in se razlikujejo po:
 - višini začetnih izdatkov,
 - časovni razporeditvi donosov.
2. Ko imamo izmenjujoče pozitivne in negativne čiste denarne tokove, je možno, da dobimo več notranjih stopenj donosa (Biloslavo, 1999, 129 -130).

3.5 Popravljen notranja stopnja donosa – MIRR

Popravljen notranja stopnja donosa odpravlja večino problemov metode notranje stopnje donosa z uvajanjem ustrežnejše diskontne stopnje (Mramor, 1995, 86).

Postopek zajema dva koraka:

1. Za vse pričakovane pritoke se izračuna prihodnja vrednost na dan zaključka življenjske dobe naložbe, za naložbene izdatke pa sedanja vrednost na dan začetka naložbe, pri tem upoštevamo diskontno stopnjo, ki je enaka stroškom kapitala (WACC).
2. Izračuna se notranja stopnja donosa tako prilagojenih vrednosti denarnih tokov – popravljen notranja stopnja donosa.

Matematično to izrazimo z enačbo:

$$\sum_{t=0}^n \frac{I_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=0}^n \frac{PR_t (1+r)^{n-t}}{(1+MIRR)^n}$$

Kjer so:

I_t naložbeni izdatki v obdobju t

PR_t pritoki denarja v obdobju t

r diskontna stopnja

$MIRR$ popravljen notranja stopnja donosa

Metoda daje enake rezultate kot metoda neto sedanje vrednosti, razen kadar gre za razlike v obsegu naložbe.

3.6 Stopnja kapitalizacije

Pri merjenju donosnosti investicije si investitorji v nepremičnine običajno pomagajo z izračunom stopnje kapitalizacije (angl. capitalization rate ali cap rate), ki predstavlja razmerje med neto operativnim dohodkom prvega leta in vrednostjo nepremičnine (VN):

$$\text{Stopnja kapitalizacije} = \frac{NOD_1}{VN}$$

Stopnja kapitalizacije je s praktičnega vidika mnogo bolj uporabna kot izračun notranje stopnje donosa investicije. Praviloma se razlikuje od notranje stopnje donosa, saj upošteva zgolj neto operativni dohodek prvega obdobja (le-ta se v času običajno spreminja).³ Pomensko je stopnja kapitalizacije podobna reciproku kazalca P/E (cena/dobiček na delnico oz. angl. price/earnings), saj prav tako predstavlja ceno, ki so jo investitorji pripravljeni plačati (vrednost nepremičnine – VN) za donos, ki ga ta nepremičnina prinaša (neto operativni dohodek – NOD). Zaradi tega, in dejstva, da je relativno lahko izračunljiva, je stopnja kapitalizacije pogost pripomoček za oceno precenjenosti in podcenjenosti določene nepremičnine. Pri tem je potrebno upoštevati, da se lahko stopnja kapitalizacije pri nepremičninah z enako tržno vrednostjo in enakim NOD v prvem obdobju razlikujejo, saj izražajo tudi pričakovanja investitorjev glede bodočih denarnih tokov iz nepremičnine. Kot bo prikazano v naslednjem odstavku, je vrednost nepremičnine pravzaprav enaka sedanji vrednosti bodočih denarnih tokov iz te nepremičnine, zato nižji denarni tokovi v prihodnosti pomenijo nižjo sedanjo vrednost nepremičnine in s tem višjo kapitalizacijsko stopnjo.

Čeprav je teoretično vrednost nepremičnine (VN) enaka neto sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov nepremičnine – NOD, pa lahko zaradi negotovosti oz. nedoločenosti prihodnjih donosov, odstopa od trenutne tržne vrednosti nepremičnine, ki jo investitor lahko uporabi pri izračunu stopnje kapitalizacije. Sklepamo lahko tudi, da je vrednost nepremičnine, če jo gledamo z vidika financiranja, v bistvu enaka vsoti sedanje vrednosti dolga in sedanje vrednosti lastniškega kapitala (Brueggeman, Fisher, 1997, 252).

³ Notranja stopnja donosa je tista stopnja, s katero je potrebno diskontirati prihodnje denarne tokove investicije, da je neto sedanja vrednost investicije enaka nič. Stopnja kapitalizacije in notranja stopnja donosa bi bili enaki, če bi bili denarni tokovi (NOD) nespremenjeni skozi vsa obdobja diskontiranja.

4 PRIMER NAKUPA KOMERCIALNE NEPREMIČNINE – ALTERNATIVA DRUGIM OBLIKAM VARČEVANJA

4.1 Najetje hipotekarnega kredita, amortizacijski načrt kredita

Znesek posojila: 15.000.000,00 SIT oz. 62.599,35 EUR

Euribor: 3,306%

Letna obrestna mera: 1,8%

Skupna letna obrestna mera: 5,106%

Strošek odobritve: 90.000,00 SIT

Efektivna obrestna mera – EOM: 5,36%

Odplačilna doba v mesecih: 120

Datum začetka odplačila: 30.06.2006

Tabela 4.1 Amortizacijski načrt

<i>Odplačilna doba v letih</i>	<i>Leto</i>	<i>Začetno stanje posojila</i>	<i>Obračunane obresti</i>	<i>Anuiteta</i>	<i>Stanje posojila konec leta</i>
10	2006/2007	62.599,35	3.082,08	8.006,52	57.674,95
9	2007/2008	57.674,95	2.824,68	8.006,52	52.493,15
8	2008/2009	52.493,15	2.553,88	8.006,52	47.040,48
7	2009/2010	47.040,48	2.268,86	8.006,52	41.302,79
6	2010/2011	41.302,79	1.968,92	8.006,52	35.265,18
5	2011/2012	35.265,18	1.653,31	8.006,52	28.911,97
4	2012/2013	28.911,97	1.321,22	8.006,52	22.226,66
3	2013/2014	22.226,66	971,78	8.006,52	15.191,90
2	2014/2015	15.191,90	604,05	8.006,52	7.789,42
1	2015/2016	7.789,42	217,12	8.006,52	0

Vir: <http://online.volksbank.si/VBInfoBanka/cgi/infobanka.exe?F=5&SITE=O&LANG=SL&LOANTYPE=Stanovanjski%20kredit>

4.2 Nakup stanovanja – cena

Hipotekarni kredit: 15.000.000,00 SIT oz. 62.599 EUR

Privarčevana sredstva: 5.000.000,00 SIT oz. 20.833 EUR

Cena enosobnega stanovanja (34 m²) v Ljubljani: 20.000.000,00 oz. 83.333 EUR

Predvidena mesečna najemnina: 100.000,00 SIT oz. 415 EUR

Mesečni obrok kredita (anuiteta): 160.000,00 SIT oz. 667 EUR

Pokrivanje kredita z najemnino, za katero predvidevamo, da bo z leti naraščala (vsako leto bomo z lastnimi sredstvi pokrivali manjši del kredita).

Če pogledamo Graf 2.2 ugotovimo, da najemnine rastejo linearno, zato sem si pri napovedovanju bodočih najemnin stanovanja pomagala z linearnim trendom. Najemnina se plačuje za eno leto vnaprej.

Tabela 4.2 Trend najemnin v EUR za enosobno stanovanje

<i>Mesec, leto</i>	<i>Enosobno stanovanje (34m²) - Y_t</i>	<i>t_t</i>	<i>Y_t * t_t</i>	<i>t_t²</i>
dec. 95	332	1	332	1
dec. 96	288	2	576	4
dec. 97	299	3	897	9
dec. 98	273	4	1.092	16
dec. 99	283	5	1.415	25
dec. 00	286	6	1.716	36
dec. 01	322	7	2.254	49
feb. 02	325	8	2.600	64
dec. 03	327	9	2.943	81
dec. 04	393	10	3.930	100
dec. 05	400	11	4.400	121
mar. 06	415	12	4.980	144
SKUPAJ	3.943	78	27.135	650

<i>Leto</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>
t	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Y'_t/mesec	397	407,6	418,1	428,6	439,2	449,7	460,2	470,7	481,3	491,8
Y'_t/leto	4.764	4.891	5.017	5.143	5.270	5.396	5.522	5.648	5.776	5.902

Vir: Slonep

Kjer so:

Y'_t..... napovedana cena najemnin v časovnem obdobju t

Y_t.....cena najemnin v časovnem obdobju t

t.....časovno obdobje

Kakšna bo cena stanovanja čez 10 let – rast cen stanovanj: Na osnovi baze podatkov Slonep za preteklih 11 let, oz. od junija 1995 do marca 2006, so cene zrasle za 307 %, se pravi povprečno 12% na leto (upoštevati moramo obrestno obrestni račun). Če pogledamo Graf 2.1 ugotovimo, da cene rastejo linearno, zato sem si pri napovedovanju bodoče cene stanovanja pomagala z linearnim trendom.

Tabela 4.3 Predvidena rast cene stanovanja v EUR

<i>Mesec, leto</i>	<i>Enosobno stanovanje (34m²) - Y_t</i>	<i>t_t</i>	<i>Y_t * t_t</i>	<i>t_t²</i>
dec. 95	35.530	1	35.530	1
dec. 96	39.882	2	79.764	4
dec. 97	43.384	3	130.152	9
dec. 98	46.716	4	186.864	16
dec. 99	48.518	5	242.590	25
dec. 00	55.046	6	330.276	36
dec. 01	56.304	7	394.128	49
feb. 02	55.760	8	446.080	64
dec. 03	61.030	9	549.270	81
dec. 04	72.692	10	726.920	100
dec. 05	80.920	11	890.120	121
mar. 06	83.640	12	1.003.680	144
SKUPAJ	679.422	78	5.015.374	650

<i>Leto</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>
t	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
Y_t	83.851,7	88.041,5	92.231,2	96.420,9	100.610,7	104.800,4	108.990,1	113.179,9	117.369,6	121.559,3

Vir: Slonep

Kjer so:

Y_t napovedana cena stanovanja v časovnem obdobju t

Y_tcena stanovanja v časovnem obdobju t

t.....časovno obdobje

Za stroške tekočega vzdrževanja, upravljanja in zavarovanja, ki bremenijo najemodajalca bom upoštevala 1% nabavne vrednosti nepremičnine, stroški pa rastejo 2,5% na leto.

Tabela 4.4 Stroški tekočega vzdrževanja in zavarovanja v EUR

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
833,3	854,1	875,5	897,4	919,8	942,8	966,4	990,6	1.015,4	1.040,8

Glede na to, da nepremičnina ni vseskozi zasedena (čas menjave najemnejalcev), bom v kalkulacijo vključila 5% nezasedenost. Najemniška stanovanja so v Ljubljani precej in vse bolj iskana (čedalje več je študentov, mladih družin, ki ne morejo kupiti stanovanja...), zato je odstotek nezasedenosti nekoliko nižji, kot v izračunih za pretekla obdobja.

Tabela 4.5 Stroški nezasedenosti stanovanja v EUR

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
249	238	245	251	257	264	270	276	282	289

Osnova za odmero dohodnine je letni znesek najemnin, zmanjšan za stroške tekočega in investicijskega vzdrževanja, upravljanja in obratovanja, če jih lastnik plačuje sam. Davčna stopnja znaša 25 odstotkov in se upošteva kot akontacija pri odmeri dohodnine. V osnovo dohodnine gre le 60 odstotkov najemnine (40 odstotkov je mogoče uveljavljati kot normirane stroške), pri oddajanju opremljenih stanovanj pa gre v davčno osnovo celo samo 40 odstotkov letnih najemnin.

Tabela 4.6 Davek na prejete najemnine v EUR

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Letna najemnina	4.980	4.764	4.891	5.017	5.143	5.270	5.396	5.522	5.648	5.776
40% osnova	1.992	1.906	1.956	2.007	2.057	2.108	2.158	2.209	2.259	2.310
25% od osnove	498	476	489	502	514	527	540	552	565	578

Pri revalorizaciji nakupne vrednosti stanovanja sem upoštevala 2,5% stopnjo inflacije.

Tabela 4.7 Revalorizirana nakupna vrednost stanovanja v EUR

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
83.333	85.416,3	87.551,7	89.740,5	91.984	94.283,6	96.640,7	99.056,7	101.533,1	104.071,4	106.673,2

4.3 Izračun donosnosti naložbe po obdavčitvi

Opravila sem analizo investicije v nepremičnino, z različnimi scenariji financiranja. V tabeli 4.8 je podana analiza v kateri sem upoštevala, da za nakup enosobnega stanovanja v Ljubljani uporabimo 25% lastnih sredstev (privarčevana sredstva) in 75% nakupa financiramo z 10 letnim posojilom. V prilogi 1,2 in 3 so tabele z izračunani še za tri druge scenarije financiranja in sicer:

- Nakup financiramo 100 odstotno z lastnim kapitalom.
- Nakup financiramo 50 odstotno z lastnim in 50 odstotno z dolžniškim kapitalom (posojilom).
- Nakup financiramo 100 odstotno s posojilom.

Pri ocenjevanju investicij, sem si pomagala z metodo Neto sedanje vrednosti (NSV) in Popravljeno notranjo stopnjo donosa (MIRR). Za izračun diskontne stopnje (r), sem uporabila metodo Tehtanega povprečja stroškov kapitala WACC (angl. Weighted Average Cost of Capital). Strošek dolžniškega kapitala sem računala v višini 5 odstotkov (toliko znaša Enotna obrestna mera (EOM) za kredit v našem primeru). Opis izračuna diskontne stopnje oz. zahtevane stopnje donosnosti na lastniški kapital za investicije v nepremičnine je podan v Poglavju 2.2.2.

Tako znaša zahtevana stopnja donosa za naš primer:

$$r = (0,75 * 5\%) + (0,25 * 7\%) = \mathbf{5,5\%}.$$

Tabela 4.8 Analiza investicije v nepremičnino – 25% lastnih sredstev, 75% najeto posojilo

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Najemnina letna bruto	4.980	4.764	4.891	5.017	5.143	5.270	5.396	5.522	5.648	5.776	
Strošek iskanja najemnikov – 3%	149	143	147	151	154	158	162	166	169	173	
Strošek nezasedenosti	249	238	245	251	257	264	270	276	282	289	
Stroški investicijskega vzdrževanja in zavarovanja	833,3	854,1	875,5	897,4	919,8	942,8	966,4	990,6	1.015,4	1.040,8	
Odplačilo posojila	8.004	8.004	8.004	8.004	8.004	8.004	8.004	8.004	8.004	8.004	
Dohodnina	498	476	489	502	514	527	540	552	565	578	
Neto denarni tok iz poslovanja po davkih	-4.754	-4.952	-4.869	-4.787	-4.707	-4.625	-4.546	-4.467	-4.388	-4.308	
Začetna investicija	20.833										
Strošek nakupa – 1%	833,33										
Neto prodajna cena											115.208
NSV						8.655					
MIRR						9,1%					

Tabela 4.9 Izračun neto prodajne cene v EUR

Prodajna cena	121.559,3 EUR
Davek na kapitalski dobiček – v primeru prodaje	Prodajna cena – revalorizirana nabavna cena: 121.559,3 EUR - 106.673,2 EUR = 14.886,1 EUR 10% (14.886,1 EUR) = 1.488,6 EUR
Davek na promet z nepremičninami	2% (121.559,3 EUR) = 2.431,2 EUR
Strošek posredovanja pri prodaji	2% (121.559,3 EUR) = 2.431,2 EUR
Neto prodajna cena	115.208,3 EUR

Neto sedanjo vrednost sem izračunala tako, da sem Neto denarne tokove, ki so izračunan v tabeli 4.8 delila z ustreznimi diskontnimi faktorji, od njihove vsote pa sem na koncu odštela začetni znesek investicije povečan za stroške nakupa.

$$NSV = ((-4.754/1,055^0) + (-4.952/1,055^1) + (-4.869/1,055^2) + (-4.787/1,055^3) + (-4.707/1,055^4) + (-4.625/1,055^5) + (-4.546/1,055^6) + (-4.467/1,055^7) + (-4.388/1,055^8) + (-4.308/1,055^9) + (115.208,3 / 1,055^{10})) - 21.666,3 = \mathbf{8.655 \text{ EUR}}$$

$$\text{Vrednost obrestovanega NDT na koncu 10. leta} = (-4.754 * 1,055^{10}) + (-4.952 * 1,055^9) + (-4.869 * 1,055^8) + (-4.787 * 1,055^7) + (-4.707 * 1,055^6) + (-4.625 * 1,055^5) + (-4.546 * 1,055^4) + (-4.467 * 1,055^3) + (-4.388 * 1,055^2) + (-4.308 * 1,055^1) + (115.208,3 * 1,055^0) = 51.793,3 \text{ EUR}$$

$$51.793,3 / (1 + \text{MIRR})^{10} = 21.666,3 \rightarrow \mathbf{MIRR = 9,1\%}$$

Kot je razvidno iz tabele 4.10, dosežemo najvišjo donosnost, v kolikor investiramo v nepremičnino čim več z izposojenimi sredstvi. Najbolj donosen scenarij financiranja je, da celotno investicijo pokrijemo z dolžniškim kapitalom (NSV je največja in tudi MIRR je največja). Investicija samo z lastnim kapitalom ni sprejemljiva, saj je NSV negativna, MIRR pa je nižja od stroška kapitala (zahtevane stopnje donosnosti).

Tabela 4.10 NSV in MIRR za enosobno stanovanje v Ljubljani, v EUR, v obdobju 2006 – 2016, za različne deleže dolžniškega in lastniškega kapitala v strukturi financiranja

Scenariji financiranja		Enosobno stanovanje	
Delež dolžniškega kapitala/ delež lastniškega kapitala	Strošek kapitala	NSV	MIRR
0%, 100%	7%	-586,2	6,9%
50%, 50%	6%	6.189,8	7,5%
75%, 25%	5,5%	8.655	9,1%
100%, 0%	5%	10.463,8	36,3%

5 DRUGE MOŽNOSTI VARČEVANJA

5.1 Nalaganje v vzajemne sklade

Vzajemni sklad najlažje opišemo kot skupek premoženja vseh, tako pravnih kot fizičnih oseb, ki so naložile svoj denar na račun vzajemnega sklada. Z zbranim denarjem se na trgu kapitala kupujejo različni vrednostni papirji. Vrednost sklada je izražena v točkah, nominalno v določeni valuti in se imenuje vrednost enote premoženja ali VEP. Točka "vsebuje" sorazmerne deleže naložb, ki sestavljajo portfelj vzajemnega sklada. Denar vlagatelja je v enakih deležih razpršen v vrednostne papirje, kot je razpršena celotna naložbena struktura vzajemnega sklada.

Z vloženi sredstvi v vzajemnem skladu strokovno upravlja družba za upravljanje (DZU), ki zaposluje strokovnjake, ki se ukvarjajo izključno s tem, kako s pravočasnimi nakupi in prodajami vrednostnih papirjev povečati premoženje sklada. DZU z razpršitvijo sredstev vzajemnega sklada v različne vrednostne papirje poveča varnost naložbe. Provizija DZU je direktno vezana na rast točke – VEP, kar je še ena garancija več, da so prihranki varno in gospodarno naloženi.

Poglavitno razlikovanje med skladi zaenkrat temelji na deležu delnic in področju investiranja.

Denarni skladi so najvarnejša oblika in so primerna zamenjava za bančne vloge. Tisti, ki nimajo vstopnih in izstopnih provizij, so primerni tudi kot začasno "parkirišče" prostega denarja, ki čaka na vložitev kam drugam, torej tudi za dobo 1 leto ali manj.

Obvezniški skladi so primernejši za konzervativne vlagatelje, ki ne prenesejo veliko tveganja in nihanja tečajev. Primerni so tudi za kratek časovni horizont naložbe, npr. 3 do 5 let.

Mešani skladi vsebujejo tako delnice kot obveznice, so malo bolj tvegani kot obvezniški in primernejši za daljše časovno obdobje naložbe, npr. 5 do 10 let.

Delniški skladi so najbolj tvegani glede na višino pričakovanih donosov (njihova vrednost v povprečju najbolj niha) in so ustrezni, kadar je naložbeno obdobje še daljše, npr. 10 let in več. To ne pomeni, da ni mogoče uspešno investirati tudi na krajši rok, vendar pa se verjetnost dobrih povprečnih donosov povečuje z dolžino obdobja.

Vlaganje v vzajemne sklade je povezano s določenimi stroški (vhodni in izhodni), ki niso zanemarljivi in so različni glede na vrsto sklada in glede na njihove pričakovane donose. Obvezniški skladi imajo manjše stroške kot hitro rastoči delniški skladi.

Vhodni stroški nastanejo pri vsakem nakupu deležev sklada - pri enkratnih pologih ali mesečnem varčevanju. Njihova višina je lahko do 5%. Izhodni stroški nastanejo takrat, ko prodamo delež sklada (izstopimo iz sklada) in znašajo do 3%. Ponavadi skladi nimajo obeh vrst stroškov, imajo samo vhodne ali samo izhodne stroške. Splošni trend v svetu je v zniževanju teh stroškov. Čedalje več skladov se izogiba izhodnim stroškom.

V stroške je treba všteti tudi provizijo Družbe za upravljanje sklada, ki v povprečju znaša 1 – 2 %.

5.1.1 Donosnost, tveganje, likvidnost, fleksibilnost, davčne prednosti, zaščita pred inflacijo

Tveganje: Razpršenost naložb sklada je vsekakor najboljša garancija za varnost naložbe. Večja razpršenost naložb pomeni manjše tveganje. To pomeni, da so najbolj varni skladi, ki vlagajo v različne panoge in različne regije. Vlaganje v eno samo panogo ali regijo je zelo tvegano.

Vzajemni skladi imajo v povprečju od 50 do 150 različnih vrednostnih papirjev. Zato ima vsak vrednostni papir v portfelju sklada relativno majhen delež. V primeru, da posamezen vrednostni papir prinaša negativen donos, se lahko hitro proda in zamenja z bolj donosnim vrednostnim papirjem in se tako hitro izniči negativen efekt pri skupnem donosu sklada.

Poslovanje vzajemnih skladov kontrolirajo državne institucije - Agencija za trg vrednostnih papirjev. Neodvisne revizijske hiše redno opravljajo kontrolo poslovanja. Podatki o poslovanju sklada se morajo dnevno objavljati v javnih sredstvih obveščanja.

Donosnost: Donosnost skladov je lahko zelo različna in vnaprej nepredvidljiva. Praviloma velja, da delniški skladi prinašajo večje donose kot skladi, ki imajo v svojem portfelju večinoma obveznice. Bodoči donosi so odvisni od: splošnih gospodarskih gibanj v prihodnosti, naložbene strukture sklada, dobe varčevanja, sposobnosti DZU. Dolgoročni povprečni letni donosi vzajemnih skladov v svetu se gibljejo med 4 in 10% (seveda obstajajo tudi izjeme).

Tabela 5.1 Donosnost investicije 1.000.000,00 SIT v vzajemni sklad (donosi so nominalni, provizije niso vračunane) za obdobje od 1996 – 2006.

VZAJEMNI SKLAD	OBDOBJE (začetek - konec)	DONOS (v %)	ZNESEK (v SIT)
KD Galileo	03.01.1996 - 18.05.2006	665,80	7.658.004,1
Probanka DZU Alfa - Modra kombinacija	01.01.1996 - 18.05.2006	639,21	7.392.101,2
Obvezniški vzajemni sklad Pika	03.01.1996 - 18.05.2006	385,09	4.850.903,4
NLB Skladi - Kombinirani sklad Nove Evrope	01.01.1996 - 18.05.2006	245,42	3.454.204,9
		237,77	3.377.682,9

Vir: <http://www.skladi.com/izracuni.php?pg=pretekli>

Likvidnost: Velika prednost vlaganja v sklade je v tem, da varčevalec v vsakem trenutku lahko zahteva izplačilo svojih prihrankov z vsemi pripadajočimi donosi. Tudi, če je denar naložen v tujih investicijskih skladih, je rok za izplačilo od 5 - 10 dni.

Obdavčenost: Zakon o spremembah in dopolnitvah zakona o dohodnini (ZDoh-1D), ki je pričel veljati s 1.1.2006, ukinja status kvalificiranih skladov in umika dohodke vzajemnih skladov iz dohodnine. S prodajo točk vzajemnega sklada se ustvari kapitalski dobiček (plusi in minusi se seštevajo). Vzajemni skladi lahko del dobička ali pa celoten dobiček izplačujejo tudi kot dividende ali obresti.

Davčna stopnja za kapitalski dobiček znaša 20% in se zmanjšuje vsakih 5 let imetništva točk, kar pomeni, da za dopolnjenih 20 let imetništva točk znaša stopnja 0%.

Uvaja se revalorizacija nabavne vrednosti točk s koeficientom rasti cen življenjskih potrebščin za vsako leto, v katerem imamo točke vzajemnega sklada v lasti več kot 6 mesecev. Revalorizacija se upošteva v primeru, če imamo točke v lasti vsaj eno leto.

Zakon priznava olajšavo za stroške pri nakupu ali prodaji točk vzajemnih skladov: največ 1% stroškov pri nakupu točk, največ 1% stroškov pri prodaji točk. Priznava se samo stroške do višine dejansko plačanih provizij (če npr. sklad nima izstopne provizije, ne moremo uveljavljati olajšave pri prodaji).

Fleksibilnost: Denar v vzajemnem skladu ni vezan. Denar lahko vložimo kadarkoli, kolikor hočemo, dvignemo ga kadar hočemo, nismo pogodbeno vezani k ničemur.

Zaščita pred inflacijo: Glede na to, da so povprečne stopnje donosnosti vzajemnih skladov višje od statistične inflacije, je denar ki ga vložimo v vzajemne sklade precej dobro zaščiten pred razvrednotenjem.

5.1.2 Primer s primerjalnim izračunom

V nadaljevanju bom prikazala kaj bi se dogajalo z denarjem, če bi ga namesto v nepremičnino (nakup stanovanja iz 4. poglavja), vlagala v vzajemne sklade.

Za vzajemne sklade sem predvidevala letni donos 9% (pričakovan donos za mešane sklade). Predvidevala sem 2% vstopno provizijo, izstopne provizije ni. Zneski in periodika vplačil so enaki kot pri investiciji v stanovanje. Najprej bomo vložili v sklad 20.833 EUR (kolikor bi dodali lastnih sredstev pri nakupu nepremičnine), nato bomo na začetku vsakega leta (v primeru je neto denarni tok iz poslovanja računat na začetek vsakega obdobja) položili znesek (znesek je enak neto denarnemu toku, gre za znesek lastnih sredstev, ki bi ga morali vsak mesec dodatno zagotavljati za odplačevanje posojila).

Tabela 5.2 Obrestovanje enkratnega pologa ter vsakoletnih vlog v vzajemne sklade

Enkratna vloga – 20.833 EUR	10 let obrestovanja	Znesek na koncu 10. leta - 48.332,90 EUR
-----------------------------	---------------------	--

Zneski na začetku vsakega leta	Leta obrestovanja	Zneski na koncu 10 leta
4.754 EUR	10	11.029,36 EUR
4.952 EUR	9	10.540,11 EUR
4.869 EUR	8	9.507,75 EUR
4.787 EUR	7	8.575,81 EUR
4.707 EUR	6	7.736,23 EUR
4.625 EUR	5	6.973,81 EUR
4.546 EUR	4	6.288,71 EUR
4.467 EUR	3	5.669,20 EUR
4.388 EUR	2	5.109,12 EUR
4.308 EUR	1	4.601,81 EUR
Skupaj		76.031,9EUR
Skupaj z enkratno vlogo		124.364,8 EUR

Vir: Vzajemci.com

Če bi v vzajemni sklad vlagali isti denarni vložek kot v nakup nepremičnine, bi na koncu 10. leta imeli privarčevano 124.364,8 EUR (davek ni upoštevan). Glede na to, da so po stopnji tveganja nepremičnine kar primerljive z vlaganjem v točke vzajemnih skladov (glej tabela 2.1), bomo pri izračunu upoštevali enak strošek kapitala, kot pri investiciji v nepremičnino. Strošek lastniškega kapitala je 7% ($r = 0,07$).

$$\text{NSV} = ((-4.754/1,07^0) + (-4.952/1,07^1) + (-4.869/1,07^2) + (-4.787/1,07^3) + (-4.707/1,07^4) + (-4.625/1,07^5) + (-4.546/1,07^6) + (-4.467/1,07^7) + (-4.388/1,07^8) + (-4.308/1,07^9) + (124.364,8/1,07^{10})) - 20.833 = \mathbf{7.248,7 \text{ EUR}}$$

$$\text{Vrednost denarnih vložkov v VS na koncu 10. leta} = (-4.754 \cdot 1,07^{10}) + (-4.952 \cdot 1,07^9) + (-4.869 \cdot 1,07^8) + (-4.787 \cdot 1,07^7) + (-4.707 \cdot 1,07^6) + (-4.625 \cdot 1,07^5) + (-4.546 \cdot 1,07^4) + (-4.467 \cdot 1,07^3) + (-4.388 \cdot 1,07^2) + (-4.308 \cdot 1,07^1) + (124.364,8 \cdot 1,07^0) = 55.240,9 \text{ EUR}$$

$$55.240,9 / (1 + \text{MIRR})^{10} = 20.833 \rightarrow \mathbf{\text{MIRR} = 10,2\%}$$

V kolikor bi po desetih letih točke vzajemnega sklada prodali in bi plačali 10% davek na kapitalski dobiček, bi MIRR za preteklih deset let znašala 9,2%/letno.

5.2 Bančne vloge, rentno varčevanje

O bančni vlogi ali depozitu govorimo, ko vlagatelj položi denar na račun v banki, banka pa se obveže, da mu ga bo po določenem času vrnila skupaj s pripadajočimi obresti vred. Banke varčevalcem nudijo vloge na vpogled in vezane vloge. Pri prvih lahko vlagatelj svobodno razpolaga s sredstvi, medtem ko pri vezanih vlogah lahko denar dvigne šele po koncu dogovorjenega obdobja vezave. Višina obrestne mere narašča s povečevanjem dobe vezave sredstev. Čeprav bančne vloge niso najdonosnejša oblika varčevanja, vanje vlaga denar ogromno ljudi – predvsem bolj konzervativni. To je povezano z našo zgodovino in tradicijo (banke poslujejo dalj časa kot Ljubljanska borza). Je pa res, da se trend spreminja vse bolj v prid vzajemnim skladom.

Pri rentnem varčevanju določeno število let, mesečno plačujemo določen znesek denarja. Po fazi zbiranja sledi faza depozita – to pomeni da sredstva nekaj časa ležijo na računu in se obrestujejo. Po tej fazi sledi enkratno izplačilo ali mesečno izplačevanje rent. V drugem primeru sta doba in pogostost izplačil določeni vnaprej. Doba varčevanja je različno dolga, sega tja do 30 let, različno dolga pa je tudi doba izplačevanja.

5.2.1 Donosnost, tveganje, likvidnost, fleksibilnost, davčne prednosti, zaščita pred inflacijo

Tveganje: Pri bančnih vlogah obstaja sistem jamstva, ki ga pri drugih finančnih naložbah ni. Za izplačilo zajamčenih vlog v primeru stečaja jamčijo druge banke in hranilnice s sedežem v Republiki Sloveniji, ki so na podlagi Zakona o bančništvu samodejno vključene v sistem zajamčenih vlog. Zajamčena vloga je skupno stanje vseh vlog posameznega vlagatelja pri banki do višine 5,1 mio SIT na dan začetka stečaja nad banko, v primeru, da vlagatelj nima nobenih obveznosti do banke. Vloge oz. depoziti nad 5,1 mio SIT niso zajamčeni. (<http://www.bsi.si/poslovanje-bank-in-podjetij.asp?MapaId=150>)

Davki: Obresti na bančne vloge so v letu 2006 do višine 300.000 tolarjev neobdavčene; v letu 2007 so neobdavčene do 150.000 tolarjev, v naslednjih letih pa v celoti obdavčene.

Stopnja davka na obresti je v letih 2006 in 2007 15%, kasneje pa 20% kot pri kapitalskih dobičkih in dividendah. Obdavčitev je tako kot pri kapitalskih dobičkih ločena od dohodnine, davčna stopnja ni odvisna od dohodninskega razreda. (<http://www.durs.gov.si/index.php?id=3548>)

Donosnost: Bančne vloge ponujajo fiksni donos, ki varuje pred morebitno izgubo vrednosti privarčevanih sredstev. Banka ima velike stroške poslovanja, kar posledično zmanjšuje donos vloženi sredstev.

Tabela 5.3 Donosnost bančnih depozitov v letih 1996 - 2005.⁴

Leto	Realne obrestne mere	Nominalne obrestne mere	Privarčevan znesek realno konec posameznega leta	Privarčevan znesek nominalno konec posameznega leta	Privarčevan znesek z devizno klavzulo konec posameznega leta
1995			1.000.000 SIT	1.000.000 SIT	1.105.000
1996	7,2	17,6	1.072.000 SIT	1.176.000 SIT	1.213.290
1997	6,4	15,8	1.140.608 SIT	1.361.808 SIT	1.293.367
1998	4,3	13,2	1.189.654 SIT	1.541.566 SIT	1.409.770
1999	4	10,6	1.237.240 SIT	1.704.972 SIT	1.580.352
2000	4,5	14	1.292.916 SIT	1.943.668 SIT	1.733.646
2001	4,7	13,7	1.353.683 SIT	2.209.950 SIT	1.872.337
2002	3,6	11,5	1.402.415 SIT	2.464.094 SIT	1.971.571
2003	1,7	7,8	1.426.256 SIT	2.656.293 SIT	2.076.064
2004	0,6	4,5	1.434.813 SIT	2.775.826 SIT	2.152.878
2005	0,33	3,4	1.439.547 SIT	2.870.204 SIT	2.204.116

V obdobju od 1.1.96 do 31.12.05 je realna donosnost za bančne depozite z vezavo nad 1 leto znašala 44%.

V obdobju od 1.1.96 do 31.12.05 je nominalna donosnost za bančne depozite z vezavo nad 1 leto znašala 187%.

V obdobju od 1.1.96 do 31.12.05 je donosnost za toolarske bančne depozite z valutno klavzulo (EUR) vezane nad 1 leto znašala 120%.

Zaščita pred inflacijo: Banke delujejo na denarnem trgu, ki je zelo podvržen inflaciji (razvrednotenju), denominaciji, devalvaciji, usklajevanju tečajev. Na dolgi rok nudijo bančni depoziti slabo zaščito pred inflacijo, saj cene velikokrat rastejo hitreje od statistične inflacije.

Likvidnost: Za vezane depozite velja slaba likvidnost. V kolikor potrebujemo denar pred iztekom dobe vezave, in imamo srečo, preidemo na vlogo na vpogled (veliko slabše obrestovana – ne zagotavlja niti pokritja stopnje statistične inflacije). V primeru, da nimamo sreče pa nam banka odobri premostitveni kredit. Jamstvo je v tem primeru privarčevana glavnica. Glede na to, da so obresti za posojila višja od obresti na vezane vloge, to pomeni plačevanje negativnih obresti na svoj denar. Seveda pa moramo v tem

⁴ Realne in nominalne obrestne mere za bančne depozite, z vezavo nad 1 leto, za obdobje od 1996 – 2005 so objavljene v Biltenu Banke Slovenije (Bilten Banke Slovenije, december 2005, 21).

primeru plačati tudi stroške odobritve in druge stroške (npr. stroški vodenja kredita), v kolikor jih banka zaračunava.

Fleksibilnost: Fleksibilnost pri bančnih depozitih in rentnem varčevanju je zelo slaba, saj smo pogodbeno vezani.

5.2.2 Primer s primerjalnim izračunom

Vzamemo isti primer vlaganja denarja, kot pri vzajemnem skladu. Vsi parametri ostajajo enaki. Banka EUR depozitne vloge z dobo vezave nad 1 leto obrestuje po 2%.

Tabela 5.4 Obrestovanje enkratnega pologa ter vsakoletnih vlog v banki

Enkratna vloga – 20.833 EUR	10 let obrestovanja	Znesek na koncu 10. leta - 25.060,94
-----------------------------	---------------------	--------------------------------------

Zneski na začetku vsakega leta	Leta obrestovanja	Zneski na koncu 10 leta
4.754 EUR	10	5.718,80
4.952 EUR	9	5.856,29
4.869 EUR	8	5.659,40
4.787 EUR	7	5.467,02
4.707 EUR	6	5.280,21
4.625 EUR	5	5.094,18
4.546 EUR	4	4.914,98
4.467 EUR	3	4.738,99
4.388 EUR	2	4.566,20
4.308 EUR	1	4.395,36
Skupaj		51.691,4
Skupaj z enkratno vlogo		76.752,3

Vir: Informativni izračuni pri Volksbank d.d.

Če bi v bančne depozite vlagali isti denarni vložek kot v nakup nepremičnine, bi na koncu 10. leta imeli privarčevano **76.752,3** EUR (davek ni upoštevan). Glede na to, da so bančni depoziti zelo varna naložba, bom za strošek lastniškega kapitala vzela kar evro inflacijo, ki se giblje okoli 2% ($r = 0,02$).

$$\begin{aligned} \text{NSV} = & ((-4.754/1,02^0) + (-4.952/1,02^1) + (-4.869/1,02^2) + (-4.787/1,02^3) + \\ & (-4.707/1,02^4) + (-4.625/1,02^5) + (-4.546/1,02^6) + (-4.467/1,02^7) + (-4.388/1,02^8) + \\ & (-4.308/1,02^9) + (76.752,3/1,02^{10})) - 20.833 = \mathbf{-482 \text{ EUR}} \end{aligned}$$

Vrednost denarnih vložkov v bančne depozite na koncu 10. leta =
 $(-4.754 \cdot 1,02^{10}) + (-4.952 \cdot 1,02^9) + (-4.869 \cdot 1,02^8) + (-4.787 \cdot 1,02^7) + (-4.707 \cdot 1,02^6) +$
 $(-4.625 \cdot 1,02^5) + (-4.546 \cdot 1,02^4) + (-4.467 \cdot 1,02^3) + (-4.388 \cdot 1,02^2) + (-4.308 \cdot 1,02^1) +$
 $(76.752,3 \cdot 1,02^0) = 24.807,7$

$24.807,7 / (1 + \text{MIRR})^{10} = 20.833 \rightarrow \text{MIRR} = 1,76\%$

Varčevanje v banki je res zelo malo tvegano, vendar kot je razvidno iz izračuna, dolgoročno ne pokriva niti inflacije.

5.3 Fondpolica

Fondpolica je življenjsko zavarovanje vezano na vzajemne sklade, ki poleg osnovne socialne varnosti omogoča tudi donosno varčevanje.

Naložbena polica je oblika življenjskega zavarovanja pri kateri poleg zavarovanja za primer smrti, varčujemo v izbranih vzajemnih skladih. Z varčevalnim delom zavarovalne premije vstopamo na trg kapitala, s tem prevzamemo naložbeno tveganje in dobimo možnost doseganja višjih donosov in posledično višjega privarčevanega zneska ob izteku zavarovanja. S fondpolico si priskrbimo socialno varnost, povečamo premoženje z vlaganjem v različne sklade, ki pokrivajo široko investicijsko področje, deležni smo davčnih prednosti pri dohodnini, tako pri vlaganjih v sklade, kakor tudi pri prestopih med različnimi skladi. Fondpolica je tudi precej prilagodljiv produkt zavarovanja (višino in dinamiko vplačil lahko prilagajamo svojim zmožnostim, v obdobju zavarovanja lahko prilagajamo višino zavarovalne vsote trenutni življenjski situaciji).

Ob začetku zavarovanja se določi zajamčena zavarovalna vsota za primer smrti, ki jo med trajanjem zavarovanja lahko spreminjamo. To pomeni, da nam zavarovalnica v primeru smrti, izplača vsaj zajamčeno zavarovalno vsoto, tudi če je vrednost premoženja na investicijskem računu nižja. V primeru smrti, ko je vrednost premoženja na investicijskem računu višja od zajamčene zavarovalne vsote, pa zavarovalnica upravičencu izplača vsa sredstva na računu.

5.3.1 Donosnost, tveganje, likvidnost, fleksibilnost, davčne prednosti, zaščita pred inflacijo

Donosnost: Donosnost fondpolice je odvisna od izbire vzajemnega sklada v katerega vlagamo varčevalni del zavarovalne premije. Tako kot pri vzajemnih skladih velja, da se donosnost povečuje z večinskim vlaganjem v dinamične delniške sklade in zmanjšuje z vlaganjem pretežnega deleža v obvezniške sklade. Vsekakor pa velja, da je naložbeno zavarovanje bolj donosno od klasičnega življenjskega zavarovanja.

Tveganje: Naložbena polica je primerna oblika življenjskega zavarovanja in varčevanja za tiste, ki poznajo delovanje kapitalskega trga in so pripravljeni na nihanje vrednosti premoženja, povezanega z varčevanjem v vzajemnih skladih.

Z varčevalnim delom zavarovalne premije vstopimo na trg kapitala in s tem prevzamemo naložbeno tveganje. Posledica tega je možnost doseganja višjih donosov in posledično višjega privarčevanega zneska ob izteku zavarovanja. Na polici lahko izbiramo med različnimi skladi z različno naložbeno strategijo. Zavarovalnice ponujajo umirjene obvezniške, zmerno tvegane mešane in dinamične delniške sklade.

Davčne prednosti: Varčevanje v fondpolici prinaša zavarovancem določene davčne prednosti in sicer: 71. člena ZDoh-1 določa, da se dohodnine ne plačuje od (Obdavčitev obresti po ZDoh-1, 2004): dohodka iz življenjskega zavarovanja, ki je sklenjeno za primer smrti in se dohodek izplača zaradi smrti osebe in dohodka iz življenjskega zavarovanja, pri katerem:

- nastane pravica, zahtevati izplačilo zavarovalne vsote po preteku desetih let od dneva sklenitve pogodbe o življenjskem zavarovanju,
- sta sklenitelj zavarovanja in upravičenec do zavarovalne vsote ena in ista oseba in
- ni podana zahteva za izplačilo odkupne vrednosti police življenjskega zavarovanja pred potekom roka iz prve alinee.

Zaščita pred inflacijo: Glede na to, da so pričakovani donosi v vzajemnih skladih višji od pričakovane inflacije, bi za naložbeno polico, oz. vsaj za njen varčevalni del, lahko rekli, da ohranja oz. bo ohranila vrednost vloženega denarja.

Likvidnost: Bolj kot smo na začetku zavarovanja oz. varčevanja slabša je likvidnost. Npr. če želimo odkupiti polico po 2 letih, bomo prejeli le okoli 80% privarčevanih sredstev, v kolikor to naredimo po 10 letih pa bomo prejeli 95% ali več, odvisno od ponudnikov naložbene police.

Fleksibilnost: Fondpolica je precej prilagodljiv produkt zavarovanja. Prilagajamo lahko: dinamiko in višino vplačil svojim zmožnostim, naložbeno politiko (premijo lahko prerazporejamo med različnimi izbranimi skladi), v obdobju zavarovanja lahko prilagajamo višino zavarovalne vsote trenutni življenjski situaciji.

5.3.2 Primer s primerjalnim izračunom

V kolikor vzamemo za primer iste parametre kot pri vlaganju v nepremičnine bi pri predvideni 9% donosnosti imeli po 10 letih (www.slovenica-zivljenje.si/):

- Enkratna vloga 20.833 EUR – 42.456 EUR
- Letne vloge po 4.640,3 EUR – 62.316 EUR

Skupno bi imeli 104.772 EUR, dogovorjena zavarovalna vsota za primer smrti pa bi znašala 30.000 EUR. Glede na to, da je tveganje podobno kot pri vlaganju denarja v vzajemne sklade, bo strošek lastniškega kapitala enak kot pri vzajemnem skladu, se pravi 7% ($r = 0,07$).

$$\text{NSV} = ((-4.640,3/1,07^0) + (-4.640,3/1,07^1) + (-4.640,3/1,07^2) + (-4.640,3/1,07^3) + (-4.640,3/1,07^4) + (-4.640,3/1,07^5) + (-4.640,3/1,07^6) + (-4.640,3/1,07^7) + (-4.640,3/1,07^8) + (-4.640,3/1,07^9) + (104.772 / 1,07^{10})) - 20.833 = \mathbf{-2.445,1 \text{ EUR}}$$

$$\text{Vrednost denarnih vložkov v Fondpolico na koncu 10. leta} = (-4.640,3 * 1,07^{10}) + (-4.640,3 * 1,07^9) + (-4.640,3 * 1,07^8) + (-4.640,3 * 1,07^7) + (-4.640,3 * 1,07^6) + (-4.640,3 * 1,07^5) + (-4.640,3 * 1,07^4) + (-4.640,3 * 1,07^3) + (-4.640,3 * 1,07^2) + (-4.640,3 * 1,07^1) + (104.772 * 1,07^0) = 36.171,66 \text{ EUR}$$

$$36.171,66 / (1 + \text{MIRR})^{10} = 20.833 \rightarrow \mathbf{\text{MIRR} = 5,67\%}$$

Fondpolica je težko primerljiva z drugimi varčevalnimi produkti, saj gre v tem primeru ne nazadnje za življenjsko zavarovanje. Popravljen notranja stopnja donosa pa ne dosega zahtevane stopnje donosnosti.

6 SKLEP

Na razvitih kapitalskih trgih predstavljajo nepremičnine pomembno alternativo investiranja presežnih finančnih sredstev in dobro obliko finančne naložbe. V Sloveniji je nepremičninski trg majhen in še precej neurejen, zato je tudi vlaganj v to vrsto naložb manj kot na razvitih trgih. Zaradi nerazvitega hipotekarnega bančništva in odsotnosti nepremičninskih investicijskih skladov je v nepremičnine mogoče vlagati le prek neposrednega nakupa in oddajanja že zgrajenih nepremičnin ali prek vlaganja v razvojne projekte.

V prvem delu naloge sem analizirala donosnost investicije v nepremičnine v zadnjih desetih letih. Za primer sem vzela investicijo v garsonjero, dvosobno stanovanje in poslovni prostor v Ljubljani. Vse investicije so komercialne narave, namenjene za dajanje v najem. Po koncu desetega leta pa sem predvidela, da nepremičnine prodamo. S pomočjo metode Neto sedanje vrednosti (NSV) in Popravljen notranje stopnje donosa (MIRR) sem prišla do zaključka, da je najbolj donosna investicija v garsonjero, sledi ji dvosobno stanovanje in poslovni prostor. Vse alternative imajo pozitivno NSV in MIRR je višja od zahtevane stopnje donosnosti. V kolikor bi se projekti izključevali, bi bilo najbolje investirati v garsonjero, v nasprotnem primeru, ko se investicije ne izključujejo in imamo zadostna denarna sredstva, pa je donosno investirati v vse tri dane alternative.

V drugem delu naloge sem se osredotočila na investiranje v prihodnost. Ugotavljala sem, kaj bi se dogajalo z določenim zneskom denarja s katerim razpolagamo, če bi ga investirali v enosobno stanovanje, druga alteranativa so vzajemni skladi, tretja fondpolica in četrta depozit pri banki oz. rentno varčevanje. Pri donosnosti investicije v enosobno stanovanje sem si pomagala z gibanjem cen v preteklosti in na podlagi teh izračunala linearni trend bodočih cen. Nadalje sem izračunala donosnost investicije v enosobno stanovanje z različnimi scenariji financiranja. Za ostale alternative pa so donosnosti bolj ali manj znane.

Analiza je pokazala, da je investicija v nepremičnino glede donosnosti in tveganja precej primerljiva z vlaganjem v točke mešanih vzajemnih skladov, po plačilu davkov letna donosnost teh dveh produktov znaša nekaj nad 9 %. To donosnost investicija v nepremičnino doseže, v kolikor pri financiranju le te uporabimo 75 % dolžniškega kapitala in 25 % lastnega. Z večanjem odstotka dolžniškega kapitala se viša donosnost investicije v nepremičnino in obratno. Samo z lastnimi sredstvi financirati investicijo v nepremičnino pa ni donosno, saj ne dosežemo niti zahtevane stopnje donosnosti glede na tveganje.

Varčevanje v Fondpolici in v obliki bančnih depozitov se je izkazalo za precej nedonosno. Ne v prvem in ne v drugem primeru ni dosežena zahtevana stopnja donosnosti. Fondpolico je deloma neprimerljiva z ostalimi varčevalnimi produkti, saj

smo v tem primeru še življenjsko zavarovani, kar predstavlja dodano vrednost. Bančni depoziti oz. rentno varčevanje je najmanj tvegano, vendar komaj pokriva stopnjo statistične inflacije.

V kolikor bi danes imela potrebna sredstva, bi se osebno odločila za investicijo v nepremičnino, saj mislim da skriva ta segment, kljub že danes visokim cenam nepremičnin, predvsem v Ljubljani in na obali, še vedno potencial za rast in razvoj. Poleg tega se z investicijo v nepremičnino, v kolikor jo vključimo v skupni osebni portfelj, pomembno zniža tveganje celotnega portfelja, saj je takšna investicija nizko korelirana z ostalimi oblikami naložb.

LITERATURA

- Biloslavo, Roberto. 1999. *Metode in modeli za management*. Koper: Visoka šola za management v Kopru.
- Brigham, Eugene, Gapenski, Louis, Daves, Phillip. 1999. *Intermediate Financial Management*. Sixth Edition. Fort Worth (TX): The Dryden Press.
- Brown, Gerald R., Matysiak, George A.. 2000. *Real Estate Investment: A Capital Market Approach*. Harlow: Financial Times Prentice Hall.
- Brueggeman, William, Fisher, Jeffrey. 1997. *Real Estate Finance and Investments*. Boston (MA): McGraw-Hill.
- Cirman, Andreja, Čok, Mitja, Lavrač, Ivo, Zakrajšek, Petra. 2000. *Poslovanje z nepremičninami*. Zapiski predavanj. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
- Cirman, Andreja. 2002. *Lastna nepremičnina – najpogostejša naložba v Sloveniji*. *Moje finance*: 4-10.
- Damodaran, Aswath. 1996. *Investment Valuation*. New York: John Wiley & Sons.
- Groznič, Peter. 2001. Kaj so osebne finance?. *Moje finance: Vodnik za upravljanje osebnega premoženja*: 9 – 20.
- Kleindienst, Robert. 2001. *Varčevanje v domačih in tujih delnicah: najboljša pot za doseganje dolgoročnih ciljev*. Ljubljana: GV Založba.
- Korošec, Sanja. 2003. *Naložbe v nepremičnine kot alternativa finančnim naložbam*. Diplomsko delo, Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani.
- Mramor, Dušan. 1993. *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
- Pyhrr, Stephen A. et.al.. 1989. *Real Estate Investment: Decisions and Strategies*. Second edition. New York: John Wiley & Sons.
- Svoljšak, Mitja. 2002. *Investiranje v nepremičnine*. Diplomsko delo, Ekonomska fakulteta, Univerza v Ljubljani.

VIRI

- Bilten Banke Slovenije, december 2005, 21.
- Banka Slovenije Poročilo o finančni stabilnosti, 2006, 15 – 17
- Cene nepremičnin. 2006.
[Http://www.slonep.net/finance.html?lev0=1&lev1=4&lev2=45](http://www.slonep.net/finance.html?lev0=1&lev1=4&lev2=45) (15.5.2006).
- Ljubljanska borza. 2006. Mesečne statistike ljubljanske borze. [Http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=3794&sid=DtYXAdLleiBPLsKD](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=3794&sid=DtYXAdLleiBPLsKD) (20.5.2006).
- Obdavčitev obresti po ZDoh-1. Pojasnilo DURS, št. 42401-00447/2004 -
[Http://www.durs.gov.si/index.php?id=3548](http://www.durs.gov.si/index.php?id=3548). 2. 12. 2004.
- Zakon o davku na dodano vrednost. Uradni list RS, št. 67/2002. 26.7.2002.
- Informativni izračuni. 2006. [Http://online.volksbank.si/VBInfoBanka/cgi/infobanka.exe](http://online.volksbank.si/VBInfoBanka/cgi/infobanka.exe) (16.5.2006).
- Slovenica Življenje. 2006.
[Http://www.slovenicazivljenje.si/zavarovanje.asp?newsid=241](http://www.slovenicazivljenje.si/zavarovanje.asp?newsid=241) (18.5.2006).

PRILOGE

Priloga 1 Analiza investicije v nepremičnino v EUR – 50% lastnih sredstev, 50% posojilo

Priloga 2 Analiza investicije v nepremičnino v EUR – 100% lastna sredstva

Priloga 3 Analiza investicije v nepremičnino v EUR – 100% posojilo

Tabela priloga 1 Analiza investicije v nepremičnino v EUR – 50% lastnih sredstev, 50% posojilo

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Najemnina letna bruto	4.980	4.764	4.891	5.017	5.143	5.270	5.396	5.522	5.648	5.776	
Strošek iskanja najemnikov – 3%	149	143	147	151	154	158	162	166	169	173	
Strošek nezasedenosti	249	238	245	251	257	264	270	276	282	289	
Stroški investicijskega vzdrževanja in zavarovanja	833,3	854,1	875,5	897,4	919,8	942,8	966,4	990,6	1.015,4	1.040,8	
Odplačilo posojila	5.338	5.338	5.338	5.338	5.338	5.338	5.338	5.338	5.338	5.338	
Dohodnina	498	476	489	502	514	527	540	552	565	578	
Neto denarni tok iz poslovanja po davkih	-2.087	-2.285	-2.204	-2.122	-2.040	-1.960	-1.880	-1.801	-1.721	-1.643	
Začetna investicija	41.666,5										
Strošek nakupa - 1%	833,33										
Neto prodajna cena											115.208
NSV						6.189,8					
MIRR										7,5%	

Vir: Lastni izračuni

Tabela priloga 2 Analiza investicije v nepremičnino v EUR – 100% lastna sredstva

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Najemnina letna bruto	4.980	4.764	4.891	5.017	5.143	5.270	5.396	5.522	5.648	5.776	
Strošek iskanja najemnikov – 3%	149	143	147	151	154	158	162	166	169	173	
Strošek nezasedenosti	249	238	245	251	257	264	270	276	282	289	
Stroški investicijskega vzdrževanja in zavarovanja	833,3	854,1	875,5	897,4	919,8	942,8	966,4	990,6	1.015,4	1.040,8	
Dohodnina	498	476	489	502	514	527	540	552	565	578	
Neto denarni tok iz poslovanja po davkih	3.251	3.053	3.135	3.216	3.298	3.378	3.458	3.537	3.617	3.695	
Začetna investicija	83.333										
Strošek nakupa - 1%	833,33										
Neto prodajna cena											115.208
NSV						-586,2					
MIRR						6,9					

Vir: Lastni izračuni

Tabela priloga 3 Analiza investicije v nepremičnino v EUR – 100% posojilo

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Najemnina letna bruto	4.980	4.764	4.891	5.017	5.143	5.270	5.396	5.522	5.648	5.776	
Strošek iskanja najemnikov – 3%	149	143	147	151	154	158	162	166	169	173	
Strošek nezasedenosti	249	238	245	251	257	264	270	276	282	289	
Stroški investicijskega vzdrževanja in zavarovanja	833,3	854,1	875,5	897,4	919,8	942,8	966,4	990,6	1.015,4	1.040,8	
Odplačilo posojila	10.668	10.668	10.668	10.668	10.668	10.668	10.668	10.668	10.668	10.668	
Dohodnina	498	476	489	502	514	527	540	552	565	578	
Neto denarni tok iz poslovanja po davkih	-7.417	-7.615	-7.534	-7.452	-7.370	-7.290	-7.210	-7.131	-7.051	-6.973	
Neto prodajna cena											115.208
Strošek nakupa - 1%	833,33										
NSV						10.463,8					
MIRR						36,3					

Vir: Lastni izračuni

