

Finanční krize na českém realitním trhu[#]

Martin Makovec^{*}

Krize obecně na jakémkoliv trhu má vždy kořeny buď na straně poptávky či na straně nabídky. V souvislosti s českým realitním trhem slyším často spekulace o stávající, či blížící se krizi na obou stranách trhu. Tento článek si klade za cíl vysvětlit situaci na straně nabídky domácího realitního trhu, kterou v současné době velmi silně ovlivňují čtyři jevy. Na prvním místě se jedná o dopad hypoteční krize, ke které došlo za Atlantským oceánem a která se šíří prakticky do celého světa, na druhém místě jde o rekordní posilování české koruny vůči dolaru a zejména euru, na třetím místě se jedná o donedávna rekordně rostoucí stavební náklady a na čtvrtém, ale zdaleka ne posledním místě, jde o nárůst yieldů – tj. míry kapitalizace u všech projektů, jako důsledku krize. Jelikož se jedná o čtyři jevy do velké míry nezávislé, budu se jimi zabývat zvlášť jeden po druhém.

Nejdříve tedy pojdme na výlet do Spojených států amerických, alespoň na chvíli. V posledních měsících plní stránky novin i odborných periodik články o hypoteční krizi na americkém realitním trhu. Její vznik a vývoj lze heslovitě popsat následovně:

- americké banky poskytly vysoký rozsah hypoték nižší kategorie (subprime) hůře solventním klientům,
- postupný nárůst úrokových sazeb způsobil rozsáhlejší platební problémy mnoha klientů
- nové finanční produkty vytvořené bankami na financování poskytnutých sub-prime hypoték způsobily investorům značné ztráty,
- v létě 2007 v USA startuje řetězová krize na finančních trzích,
- pokles cen strukturovaných dluhových instrumentů,
- konec období relativní hojnosti likvidity a nízké volatility,
- vznik vzájemné nedůvěry mezi bankami,
- tlak na zdražování peněz (Řežábek, 2008).

Názory na budoucí vývoj tamní situace se liší od mírně pozitivních až po velmi pesimistické. V zásadě lze hloubku krize na americkém trhu jen velmi těžko odhadnout. Vyjádření odborníků i zasvěcených účastníků trhu můžeme stále ještě považovat jen za spekulace či maximálně tzv. „odborné odhady“. Přesto tato krize, vzniklá daleko za oceánem, poměrně silně ovlivňuje i situaci v České republice (ačkoliv někteří čeští politici stále tvrdí, že tomu tak není...). Pojdme se podívat jak.

Abychom pochopili dopady americké krize na český trh, je nutné začít u způsobu financování realitních projektů. Velké množství realitních firem se prezentuje jako tzv. private equity firmy, tj. firmy soukromého kapitálu, což velmi svádí k domněnce, že tyto firmy financují svoje projekty výhradně vlastním kapitálem. Skutečnost je pochopitelně jiná. Private equity firmy mají sice tu výhodu, že zpravidla disponují účelově vytvořenými fondy, jež

Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného záměru *Rozvoj účetní a finanční teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska* s registračním číslem MSM6138439903

* Ing. Martin Makovec – interní doktorand; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3, Česká republika; <makm01@vse.cz>.

mohou poměrně snadno a pohotově čerpat, ale i tyto firmy využívají síly finanční páky a investiční projekty z velké části (až z 80 %) financují cizím kapitálem. Ten může být získán z bankovního úvěru, emise dluhopisů či třeba z podřízeného dluhu, který je zřejmě již mezi vlastním a cizím kapitálem. Pro účely tohoto článku postačí zjednodušená, ale v praxi zřejmě nejčastější, konstrukce, že realitní projekty jsou z menší části financované vlastním kapitálem a z větší části bankovními úvěry.

Zde je nutné se zastavit nad kritérii hodnocení realitních projektů. Realitní projekty jsou předmětem dlouhodobého investičního rozhodování, a proto se řídí jeho zásadami. Až na drobné výjimky, u kterých rozhoduje čistě jen výše čistého zisku z projektu, je v drtivé většině rozhodujícím kritériem vnitřní výnosové procento projektu (IRR – „*Internal Rate of Return*“). Toto kritérium je preferované i třeba proti čisté současné hodnotě (NPV – „*Net Present Value*“), neboť investorům velice jasně sděluje, kolik projekt efektivně vydělává na jednu investovanou korunu či euro. Investory, tedy vlastníky vloženého kapitálu, potom zajímá především hodnota IRR nikoliv celého projektu (project IRR), ale hodnota IRR jejich vloženého kapitálu (equity IRR). Každá společnost má zpravidla stanovenou interní míru equity IRR (tzv. „*hurdle rate*“), jejíž výši musí zvažovaný projekt dosáhnout, aby mohl být přijat k realizaci. Výše této hurdle rate závisí na strategii firmy, její pozici na trhu, objemu finančních prostředků ve fondu a řadě dalších faktorů. Je nicméně zřejmé, že equity IRR je tím vyšší, čím vyšší je zisk z projektu a čím nižší je objem investovaného vlastního kapitálu.

Nyní, když známe jak způsob financování realitních projektů, tak hlavní kritérium jejich hodnocení můžeme snadno přiblížit situaci v níž se nachází investoři, developeri a další subjekty na českém realitním trhu.

Tab. 1: Vývoj kurzu CZK/EUR dle měsíčních průměrů

Měsíc/Rok	1/07	2/07	3/07	4/07	5/07	6/07	7/07	8/07	9/07	10/07	11/07	12/07
CZK/EUR	27,84	28,23	28,06	28,01	28,23	28,55	28,33	27,86	27,57	27,34	26,73	26,30

Měsíc/Rok	1/08	2/08	3/08	4/08	5/08	6/08	7/08	8/08	9/08
CZK/EUR	26,05	25,38	25,22	25,07	25,10	24,31	23,53	24,29	24,50

Zdroj: ČNB (2007, 2008)

Obecně se realitní projekty dělí na residenční, retailové, kancelářské, hotelové a logistické. Vedle nich existují ještě další, řekněme specifické projekty, či projekty smíšené. Residenční projekty jsou zpravidla prodávány po jednotlivých bytových jednotkách či domech fyzickým osobám, nejčastěji českým obyvatelům, a tudíž jsou jejich ceny vyjádřeny v českých korunách. Vzniklé kurzové rozdíly tak nemají na příjmy z residenčních projektů žádný vliv. Hotelové projekty jsou co se vyjádření ceny týče nejflexibilnější, neboť cena pokoje může být stanovena jak v euro či dolarech tak v českých korunách. Měnové výkyvy tak mohou být eliminovány. Ostatní typy projektů, tedy zejména retailové, kancelářské a logistické, které jsou všechny závislé na pronájmech, mají však příjmy denominované v EUR, konkrétně v EUR/za m². Výkyvy v kurzu euro mají proto na finanční výsledky projektů zcela zásadní vliv. Podíváme-li se na data České národní banky, znázorněná v Tab. 1, zjistíme, že v červenci 2007 byl průměrný kurz CZK/EUR 28,30 zatímco v červenci 2008 pouhých 23,53. V meziročním srovnání tedy koruna posílila o 16,86 %. V případě projektů, jejichž příjmy jsou denominované v EUR a náklady zpravidla v CZK, se uvedený pokles kurzu EUR projeví přímo v odpovídajícím poklesu zisku a s tím i všemi spojenými indikátory ziskovosti. Velice

snadno tak může nastat situace, kdy při plánování či akvizici velice ziskový projekt je najednou buď méně ziskový či dokonce ztrátový. Logickým rozhodnutím investora je poté projekt buď zrušit a akceptovat ztrátu ve výši tzv. utopených nákladů („sunk costs“) nebo projekt alespoň pozastavit do doby, kdy bude situace na trhu příznivější. Dalším a zřejmě se nabízejícím řešením, by bylo zajištění („hedging“) projektu, hned v rané fázi jeho realizace, proti měnovým výkyvům například pomocí finančních derivátů. Bohužel z vlastní zkušenosti musím konstatovat, že celá řada, zejména menších developerů hedging z různých důvodů nepoužívá.

Zřejmě by se našli lidé, kteří by argumentovali tím, že oslabení euro si developeři dozajista kompenzovali zvýšením sazeb za nájemné. Pojďme se tedy podívat, zda-li pokles příjmů způsobených posílením koruny byl na trhu skutečně absorbován nárůstem nájemného vyjádřeného v EUR.

Tab. 2: Vývoj nájemného v kancelářských budovách nejvyšší třídy v Praze za m²

Rok	2005	2006	2007	2008
Nájemné v kancelářích v Praze v EUR/m ²	18,00	18,00	19,50	20,25

Zdroj: Kanters (2008)

Tab. 3: Vývoj nájemného v logistických centrech nejvyšší třídy za m²

Rok	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Nájemné v logistických centrech v Praze v EUR/m ²	6,00	5,50	5,25	4,80	4,80	4,60

Zdroj: Kanters (2008)

Jak je patrné z Tab. 2 na předchozí straně, nájemné v kancelářských budovách nejvyšší třídy (tzv. A-class) v prestižních lokalitách v Praze skutečně roste. Nárůst ovšem není tak dramatický jak bychom mohli očekávat. Meziročně oproti loňskému roku nájemné vzrostlo o 75 eurocentů/měsíc/m², což představuje nárůst o 3,85 %.

Podíváme-li se potom na Tab. 3, zjistíme, že nájemné za skladové prostory v logistických centrech má naopak tendenci ještě klesat. Z průměrné sazby za měsíc/m² 6 EUR v roce 2002 se díky stále rostoucí nabídce těchto prostor na českém trhu stala v roce 2008 průměrnou sazbou 4,6 EUR.

Pro doplnění si dovoluji citovat ze zprávy realitní poradenské společnosti DTZ hodnocení segmentu trhu nákupních center, které konstatuje, že: „Nájemné v nákupních centrech zůstalo během roku 2007 celkem stabilní a ani v roce 2008 se neočekává žádný růst“.

Z analýzy vývoje měnového kurzu a sazeb nájemného v čase je patrné, že příjmová strana projektových rozpočtů developerů utrpěla za poslední rok silné ztráty. Pojďme se tedy podívat na stranu výdajovou.

Je pochopitelné, že největší položkou v projektových rozpočtech developerů jsou stavební náklady, které většinou dosahují 60-70 % celkových projektových nákladů.

Tab. 4: Indexy ve stavebnictví (průměr roku 2005 = 100)

Čtvrtletí/Rok	I/04	II/04	III/04	IV/04	I/05	II/05	III/05	IV/05
Index cen ve stavebnictví	96,0	96,9	97,6	98,3	99,1	99,6	100,3	101,0
Index cen oprav a údržby	96,0	96,9	97,6	98,3	99,2	99,6	100,3	100,9

Čtvrtletí/Rok	I/06	II/06	III/06	IV/06	I/07	II/07	III/07	IV/07	I/08
Index cen ve stavebnictví	101,8	102,8	103,9	104,7	105,4	106,5	107,8	108,9	110,4
Index cen oprav a údržby	101,7	102,6	103,5	104,4	105,3	106,4	107,6	108,8	110,3

Zdroj: ČSÚ (2008a)

Z Tab. 4 je viditelné, že ceny ve stavebnictví a implicitně náklady developerů rostou od roku 1994 až do současnosti poměrně stabilním tempem. Dochází tedy ke stavu, ve kterém ačkoliv příjmová strana projektů trpí citelné ztráty, nejvýznamnější nákladová položka plynule roste dál. Je to celkem pochopitelné. Stavební firmy, mají z nedávné doby „stavebního boomu“ pod smlouvami zakázky na několik let dopředu a neměli tudíž doposud důvod nijak zlevňovat.

Tab. 5: Indexy ve stavebnictví podle směrů výstavby (stejně období předchozího roku = 100)

Čtvrtletí/Rok	I/04	II/04	III/04	IV/04	I/05	II/05	III/05	IV/05
Budovy bytové	103,6	103,8	104,2	104,2	104,1	102,6	102,4	102,2
Budovy nebytové výrobní	104,0	104,1	104,7	104,8	104,6	103,0	102,4	102,4
Budovy nebytové nevýrobní	103,4	103,5	103,8	103,8	103,6	102,5	102,1	102,2
Inženýrské stavby	103,6	103,7	104,0	104,1	104,1	102,9	102,8	102,8
Vodohospodářské stavby	102,8	102,8	102,8	102,9	102,7	102,4	102,6	102,8

Čtvrtletí/Rok	I/06	II/06	III/06	IV/06	I/07	II/07	III/07	IV/07	I/08
Budovy bytové	102,2	102,7	103,3	103,4	103,9	104,2	104,4	104,9	105,0
Budovy nebytové výrobní	102,3	102,9	103,3	103,5	104,0	104,2	104,4	104,9	105,1
Budovy nebytové nevýrobní	102,1	102,7	103,3	103,4	104,1	104,3	104,4	104,8	105,0
Inženýrské stavby	102,5	102,8	103,0	102,9	103,6	103,6	103,8	104,0	104,5
Vodohospodářské stavby	102,6	102,5	102,5	102,5	103,1	102,9	103,1	103,4	103,9

Zdroj: ČSÚ (2008b)

To se nicméně může, vzhledem k jevům, které popisují v tomto článku, poměrně rychle změnit. Podívejme se na Tab. 5, která znázorňuje indexy cen ve stavebnictví podle směrů výstavby. Výstavby bytových budov, nebytových nevýrobních budov (tj. kanceláře, logistické parky) a budov nebytových výrobních, tedy typově standardních developerských projektů, byly zřejmě od února 2006 postiženy inflací výrazně více, než stavby inženýrské a vodohospodářské, tedy stavby spíše prováděné za „veřejným účelem“ nebo řekněme alespoň méně komerčním. Podle stejné tabulky lze vyslovit domněnku, že ceny staveb běžných komerčních developerů podléhají poněkud více hospodářskému cyklu než stavby, které jsem výše nazval „veřejnými“.

Vzhledem k tomu, že stavební firmy obecně používají obdobné materiály (jak je patrné z Tab. 5 – inflační tendence ve stavebnictví způsobuje zejména cena ocele, marže subdodavatelů, cena pracovní síly a obecné stavební materiály) na „komerční“ projekty jako na projekty „veřejné“, lze vysvětlit vyšší citlivost na hospodářský cyklus u „komerčních“ výstaveb citelně vyššími ziskovými maržemi stavebních firem na těchto projektech. Citlivost je však zřejmě pouze jednosměrná, a to pochopitelně směrem nahoru. Z tabulky lze vyčíst, že ceny komerčních staveb sice v případě inflace rostou poměrně vysoko nad ceny staveb „veřejných“ nicméně v případě stagnace cen neklesají pod úroveň veřejných staveb, ale stagnují na stejné úrovni. Uvážíme-li výhled stavu českého hospodářství na nadcházející roky, tedy citelné zpomalení růstu ekonomiky s možným přechodem do mírné recese, lze být na tomto místě optimistou a očekávat ve střednědobém horizontu mírný pokles stavebních nákladů.

Tab. 6: Citlivost položek ve stavebnictví na nárůst nákladů

Položka ve stavebnictví	Citlivost	Položka ve stavebnictví	Citlivost
Ocel	53 %	Měď a cement	13 %
Pracovní síla	45 %	Vybavení pracovníků	13 %
Sub-dodavatelé	45 %	Ostatní	9 %
Stavební materiály	38 %	Strukturální elementy	9 %
Ceny paliv	23 %	Plasty	6 %
Dohled nad pracovníky	13 %	Pojištění	2 %

Zdroj: KPMG (2008) – respondenti mohli zvolit více položek.

Shrneme-li nicméně zjištění z výše napsaných odstavců, lze konstatovat, že developéři se nacházejí v pasti klesajících příjmů a rostoucích nákladů a realizace některých jejich projektů může být skutečně ohrožena. Jak je to za takových okolností s financováním jejich projektů?

Jak již bylo zmíněno výše, i u realitních projektů platí, že cizí kapitál je levnější než vlastní a developéři se tedy snaží co nejvíce využívat výhod finanční páky. Projektové finance se ovšem shání stále obtížněji. Banky působící v České republice jsou, ačkoliv reálně zřejmě téměř nedotčeny, psychologicky poznamenány situací „za velkou louží“. Ať již oprávněně či ne, vyvozují ze situace ve Spojených státech důsledky s dopadem na český trh. Jejich snahou je poučit se z americké hypoteční krize a předejít jejímu vzniku v našich končinách. Banky za poslední rok významně změnilы chování. Z poměrně vstřícných institucí se staly instituce velmi opatrné a zdrženlivé. Jejich opatrnost se projevuje vůči developerům zejména v tom smyslu, že vyžadují větší spoluúčast na projektu ve formě vyššího vkladu a zároveň chtějí záruky úspěšnosti projektu v podobě předběžných smluv s budoucími odběrateli projektu, ať již to jsou nájemci u komerčních projektů či budoucí majitelé u residenčních projektů. Ani spoluúčast developera ani zájmové dopisy od budoucích zákazníků nejsou žádnou novinkou, pouze z 12 % spoluúčasti se stala například 15-20 % a z 10 % smluvní zajištěnosti se stala 25-30 %. Výjimkou však stále častěji není ani neochota banky půjčovat na projekty vůbec. Po krachu několika klíčových finančních institucí banky aplikují vyčkávací strategii a prozatím půjčují velmi neochotně.

Důsledky plynoucí z utáženého bankovního kohoutku mohou být pro developery dva. V lepším případě disponují dostatkem vlastního kapitálu, který projekt dovede do fáze „zadlužitelnosti“ (tj. kdy už jsou banky ochotny půjčit) a v tom případě je důsledkem „pouze“

snížené vnitřní výnosové procento, tedy výnosnost, projektu. Nebo v horším případě dostatkem vlastního kapitálu nedisponují, a potom jim nezbývá, než dát projekt tzv. k ledu.

A k faktu, že velké množství developerských projektů se skutečně „z kuchyně přesunulo na mrazák“, přispívá nemalým způsobem čtvrtý zkoumaný jev a to nárůst míry kapitalizace (yieldu) používané při posuzování jejich ekonomiky. Zde je zřejmě nutné vysvětlit alespoň základní principy oceňování nemovitostí. Ty se v praxi v drtivé většině oceňují výnosovým způsobem. Fundamentální myšlenkou je, že příjmy z nemovitostí jsou považovány za věčné a tudíž se počítá s obecným vzorcem pro výpočet perpetuity.

$$HPT = \frac{CF}{i}, \quad (1)$$

kde HPT = hodnota perpetuitních peněžních toků,
 CF = peněžní toky (cash flow),
 i = diskontní míra.

Konkrétně pak oceňujeme pomocí kapitalizace čistých provozních příjmů z budovy zvláštní diskontní mírou – yieldem.

Samotný yield je přitom poměrně tajemnou záležitostí. Jistým způsobem je sice vázán na výši bankovní úrokové sazby na depozita, mnohem více je však určován sentimentem na trhu. Pokud panuje na trhu „dobrá nálada“ a jsou dosahovány vysoké objemy transakcí yieldy mají tendenci klesat. V opačném případě jsou jakékoliv investice do nemovitostí považovány za riskantní a yieldy mají tendenci růst. Určovány jsou však vždy ad hoc investory a to čistě na základě toho čemu Angličané říkají „gut feeling“ tedy subjektivního pocitu.

Pro developera je pak směrodatná hodnota nemovitosti, kterou vypočte dle vzorce:

$$HP = \frac{\check{C}PV}{Yield} - CPN, \quad (2)$$

kde HP = hodnota projektu,
 $\check{C}PV$ = čisté provozní výnosy,
 CPN = celkové projektové náklady,
 $Yield$ = yield – výnosová míra.

V praxi lze, v důsledku současné ekonomické situace sledovat, nárůst yieldů minimálně o 200 až 400 tzv. „basis points“ tj. o 2-4 %.

Pojďme si zjištění článku ohledně dopadu oslabujícího eura, růstu stavebních nákladů, ztíženého přístupu k bankovním úvěrům názorně a růstu „yieldu“ předvést na jednoduchém a čistě ilustrativním příkladu.

Testovanou hypotézou budiž:

Dopadem zpřísnění podmínek bank na poskytnutí úvěrů, významného posilování české koruny, nárůstu stavebních nákladů a vzestupu yieldů je markantní pokles zisku z developerských projektů.

Příklad

Cílem příkladu je na zjednodušeném, leč realitě blízkém, modelovém projektu developmentu kancelářské budovy čtenáři přiblížit dopad jevů, ke kterým na trhu nemovitostních projektů v České republice dochází a které jsem výše popsal. Dosáhnout se toho pokusím pomocí výpočtu ekonomiky stejného modelového projektu **A** v roce 2007 a modelového projektu **B** v roce 2008. V obou letech nechám všechny parametry stejné, vyjma čtyř sledovaných tj.:

- výše stavebních nákladů na metr čtvereční,
- měnový kurz CZK/EUR a výše nájemného,
- poměr vlastního a cizího kapitálu vloženého do projektu,
- yield.

Pro usnadnění pochopení příkladů je nutné objasnit některé předpoklady.

- **cena pozemku:** je stejná v obou letech a činí zhruba 9-11 % z dosažitelných příjmů projektu, což vcelku odpovídá praxi, nákup pozemku je uvažován rok a půl před počátkem výstavby, tento čas je nutný pro vyřízení územního rozhodnutí a stavebního povolení,
- **stavební náklady:** vcelku odpovídají realitě,
- **poměr čisté ku hrubé plochy:** je nutné uvést neboť příjmy počítáme z čisté plochy a stavební náklady počítáme na hrubou plochu,
- **nájemné za měsíc a metr čtvereční:** jak popsáno výše, odpovídá realitě u kancelářských budov nejvyššího standardu (tzv. A-třída),
- **yield:** diskontní míra běžně používaná pro kapitalizaci ročních příjmů, jež jsou u realitních projektů považovány za perpetuitní. 6,25 % lze považovat za průměr u kancelářských projektů nejvyšší třídy v Praze loni, 8,5 % představuje totéž číslo letos,
- **ostatní náklady:** i v praxi jsou uvažovány v míře cca 20 %, jedná se o provozní náklady, náklady na architekty, náklady na poradce, auditory atd.,
- **poměr cizího ku vlastnímu kapitálu:** jak popsáno výše, odpovídá realitě.

Celkové stavební náklady budou počítány dle vzorce:

$$CSN = SN \cdot \frac{\check{C}PP}{P\check{C}\check{C}H}, \quad (3)$$

- kde CSN = celkové stavební náklady,
 SN = stavební náklady na m^2 ,
 $\check{C}PP$ = čistá pronajímatelná plocha,
 $P\check{C}\check{C}H$ = poměr čisté ku hrubé ploše.

Předpoklady projektu A:

Stavební náklady na m^2	30 000	CZK
Celkové stavební náklady	394 736 842	CZK
Ostatní náklady (provozní)	25	% stavebních
Poměr čisté ku hrubé ploše	0,76	
Čistá pronajímatelná plocha	10 000	m^2
Nájemné za měsíc na m^2	18	EUR
CZK/EUR	28,30	

Yield	6,25 %
Celkové náklady projektu	555 518 092 CZK

Peněžní toky projektu A v Kč:

Datum	1. 1. 2006	1. 1. 2007	1. 2. 2007	1. 3. 2007	1. 4. 2007	1. 5. 2007
Distribuce stavebních nákladů		6 %	4 %	4 %	5 %	7 %
Pořízení pozemku	60 000 000					
Stavební náklady		23 684 211	15 789 474	15 789 474	19 736 842	27 631 579
Ostatní náklady		5 921 053	3 947 368	3 947 368	4 934 211	6 907 895
Úrokové náklady (6 %)		125 822	83 882	83 882	104 852	146 793
Celkové náklady	60 000 000	29 731 086	19 820 724	19 820 724	24 775 905	34 686 266

Datum	1. 6. 2007	1. 7. 2007	1. 8. 2007	1. 9. 2007	1. 10. 2007	1. 11. 2007
Distribuce stavebních nákladů	8 %	9 %	9 %	9 %	8 %	7 %
Stavební náklady	31 578 947	35 526 316	35 526 316	35 526 316	31 578 947	27 631 579
Ostatní náklady	7 894 737	8 881 579	8 881 579	8 881 579	7 894 737	6 907 895
Úrokové náklady (6 %)	167 763	188 734	188 734	188 734	167 763	146 793
Celkové náklady	39 641 447	44 596 628	44 596 628	44 596 628	39 641 447	34 686 266

Datum	1. 12. 2007	1. 2. 2008	1. 3. 2008	1. 3. 2008	1. 4. 2008
Distribuce stavebních nákladů	6 %	5 %	5 %	8 %	Prodej projektu
Stavební náklady	23 684 211	19 736 842	19 736 842	31 578 947	
Ostatní náklady	5 921 053	4 934 211	4 934 211	7 894 737	
Úrokové náklady 6 %	125 822	104 852	104 852	167 763	
Celkové náklady	29 731 086	24 775 905	24 775 905	39 641 447	
Příjmy z projektu					978 048 000

Financování projektu A (15 % vlastní kapitál, 85% cizí kapitál) v Kč:

Datum	1. 1. 2006	1. 1. 2007	1. 2. 2007	1. 3. 2007	1. 4. 2007	1. 5. 2007
Vlastní kapitál	-60 000 000	-23 327 714				
Cizí kapitál		-6 403 372	-19 820 724	-19 820 724	-24 775 905	-34 686 266

Datum	1. 6. 2007	1. 7. 2007	1. 8. 2007	1. 9. 2007	1. 10. 2007	1. 11. 2007
Vlastní kapitál						
Cizí kapitál	-39 641 447	-44 596 628	-44 596 628	-44 596 628	-39 641 447	-34 686 266

Datum	1. 12. 2007	1. 2. 2008	1. 3. 2008	1. 3. 2008	1. 4. 2008
Vlastní kapitál					505 857 622
Cizí kapitál	-29 731 086	-24 775 905	-24 775 905	-39 641 447	

Rekapitulace projektu A v Kč:

Celkový vlastní kapitál	83 327 714
Celkové cizí zdroje	472 190 378
Zisk z projektu	422 529 908
Vnitřní výnosové procento projektu	141,43 %

Předpoklady projektu B:

Stavební náklady na m²	31 500	CZK
Celkové stavební náklady	414 473 684	CZK
Ostatní náklady (provozní)	25	% stavebních
Poměr čisté ku hrubé ploše	0,76	
Čistá pronajimatelná plocha	10 000	m ²
Nájemné za měsíc na m²	18,25	EUR
CZK/EUR	23,53	
Yield	8,50	%
Celkové náklady projektu	580 115 903	CZK

Peněžní toky projektu B v Kč:

Datum	1. 1. 2007	1. 1. 2008	1. 2. 2008	1. 3. 2008	1. 4. 2008	1. 5. 2008
Distribuce stavebních nákladů		6 %	4 %	4 %	5 %	7 %
Pořízení pozemku	60 000 000					
Stavební náklady		24 868 421	16 578 947	16 578 947	20 723 684	29 013 158
Ostatní náklady		6 217 105	4 144 737	4 144 737	5 180 921	7 253 289
Úrokové náklady 6,25%		121 428	80 952	80 952	101 190	141 666
Celkové náklady	60 000 000	31 206 954	20 804 636	20 804 636	26 005 795	36 408 113

Datum	1. 6. 2008	1. 7. 2008	1. 8. 2008	1. 9. 2008	1. 10. 2008	1. 11. 2008
Distribuce stavebních nákladů	8 %	9 %	9 %	9 %	8 %	7 %
Stavební náklady	33 157 895	37 302 632	37 302 632	37 302 632	33 157 895	29 013 158
Ostatní náklady	8 289 474	9 325 658	9 325 658	9 325 658	8 289 474	7 253 289
Úrokové náklady (6 %)	161 904	182 142	182 142	182 142	161 904	141 666
Celkové náklady	41 609 272	46 810 431	46 810 431	46 810 431	41 609 272	36 408 113

Datum	1. 12. 2008	1. 2. 2009	1. 3. 2009	1. 3. 2009	1. 4. 2009
Distribuce stavebních nákladů	6 %	5 %	5 %	8 %	Prodej projektu
Stavební náklady	24 868 421	20 723 684	20 723 684	33 157 895	
Ostatní náklady	6 217 105	5 180 921	5 180 921	8 289 474	
Úrokové náklady (6 %)	121 428	101 190	101 190	161 904	
Celkové náklady	31 206 954	26 005 795	26 005 795	41 609 272	
Příjmy z projektu					606 243 529

Financování projektu B (25 % vlastní kapitál, 75% cizí kapitál) v Kč:

Datum	1. 1. 2006	1. 1. 2007	1. 2. 2007	1. 3. 2007	1. 4. 2007	1. 5. 2007
Vlastní kapitál	-60 000 000	-31 206 954	-20 804 636	-20 804 636	-12 212 749	
Cizí kapitál					-13 793 046	-36 408 113

Datum	1. 6. 2007	1. 7. 2007	1. 8. 2007	1. 9. 2007	1. 10. 2007	1. 11. 2007
Vlastní kapitál						
Cizí kapitál	-41 609 272	-46 810 431	-46 810 431	-46 810 431	-41 609 272	-36 408 113

Datum	1. 12. 2007	1. 2. 2008	1. 3. 2008	1. 3. 2008	1. 4. 2008
Vlastní kapitál					171 156 602
Cizí kapitál	-31 206 954	-26 005 795	-26 005 795	-41 609 272	

Rekapitulace projektu B v Kč:

Celkový vlastní kapitál	145 028 976
Celkové cizí zdroje	435 086 927
Zisk z projektu	26 127 627
Vnitřní výnosové procento projektu	10,76 %

Závěry k příkladu

Příklad názorně demonstuje situaci, v které se nachází v současné době developéři na českém realitním trhu. Posilující česká koruna, rostoucí stavební náklady v kombinaci se stagnujícím nájemným a striktní podmínky pro čerpání bankovních úvěrů prakticky odbouraly zisky z developerských projektů.

V našem modelovém příkladu se po sledovaných meziročních změnách zisk 422,5 MCZK sevrkl na 26,1 MCZK. Největší vliv na pokles má přitom posílení koruny. Změníme-li v roce 2008 kurz 23,53 CZK/EUR na původní kurz z roku 2007 28,3 CZK/EUR zisk nám stoupne na 149 MCZK. **Z toho vyplývá, že pomineme-li mírný nárůst v nominálních nájemných sazbách, 31 % celkového poklesu zisku je způsobené extrémně silící korunou.**

Vliv nárůstu stavebních nákladů je podstatně mírnější. Při doplnění loňských stavebních nákladů do letošního modelového projektu vzroste zisk z 26,1 na 50,9, tj. pouze 6,3 % původního poklesu by bylo absorbováno, pokud by stavební náklady nerostly.

Velmi silný je naopak logicky vliv nárůstu yieldu. Ponecháme-li v příkladu loňskou hodnotu yieldu, vyletí nám zisk raketově vzhůru na 244,3 MCZK, **z čehož vyplývá, že 55 % celkového poklesu zisku je způsobené nárůstem yieldů.**

Dopad na více než 90 % pokles VVP vlastního kapitálu projektu z krásných 141,43 % na pro firmy nepřijatelných 10,76 % je jednak způsoben poklesem absolutního zisku a jednak nutností díky bankovním restrikcím investovat větší míru vlastního kapitálu. V případě že podíl vlastního kapitálu v projektu by zůstal i letos 15 %, VVP by vzrostlo na velmi pěkných 40,77 %.

Závěr

Příklad měl za úkol demonstrovat silně negativní až likvidační dopad sílící koruny, rostoucích stavebních nákladů a citelně striktnější bankovní politiky na developerské projekty. Názorně potvrdil testovanou hypotézu a dokázal tak, že pokud se výše popsané jevy na trhu nezmění, či nebudou nějakým způsobem eliminovány, lze oprávněně hovořit o dočasné nabídkové krizi na českém realitním trhu a v nejbližší době nelze předpokládat realizaci významnějších komerčních (myšleno nerezidenčních) developerských projektů. Alespoň částečným řešením by dozajista bylo brzké přijetí euro Českou republikou, které by vymazalo potíže s výkyvy v kurzu CZK/EUR. Důležitým prvkem výše znázorněné řeči čísel je však i nálada investorů na trhu. Ti zatím čekají na vykrystalizování situace a zkoumají kudy se bude trh dále ubírat. Do té doby logicky považují jakoukoliv investici za ukvapenou.

Literatura

- [1] ČNB (2007): *Kurzy devizového trhu – měsíční průměry. Rok 2007*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2007, [cit. 20. 10. 2008], <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumerne_rok.jsp?rok=2008>.
- [2] ČNB (2008): *Kurzy devizového trhu – měsíční průměry. Rok 2008*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2008, [cit. 20. 10. 2008], <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumerne_rok.jsp?rok=2008>.
- [3] ČSÚ (2008a): *Vývoj indexů cen ve stavebnictví (průměr roku 2005 = 100)*. [on-line], Praha, Český statistický úřad, c2008, [cit. 20. 10. 2008], <<http://www.czso.cz/csu/2008edicniplan.nsf/tab/FD001D26FE>>.
- [4] ČSÚ (2008b): *Vývoj indexů cen ve stavebnictví podle směrů výstavby (stejně období předchozího roku = 100)*. [on-line], Praha, Český statistický úřad, c2008, [cit. 20. 10. 2008], <<http://www.czso.cz/csu/2008edicniplan.nsf/tab/FD001D26F6>>.
- [5] Kanters, M. (2008): *Commercial Property Markets Overview: Czech Republic Spring 2008*. Praha, DTZ, 2008.
- [6] KPMG (2008): *Embracing change? Global Construction Survey 2008*. [on-line], New York, KPMG International, c2008, [cit. 20. 10. 2008], <http://www.kpmg.com/SiteCollectionDocuments/Global_Construction_Survey_2008.pdf>.
- [7] Řežábek, P. (2008): *Dopady krize amerického trhu subprime hypoték na český finanční sektor*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2008, [cit. 20. 10. 2008], <http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/rezabek_20080130_PSP_CR_subprime.pdf>

Finanční krize na českém realitním trhu

Martin Makovec

ABSTRAKT

Článek se popisuje situaci, v níž se v současné době nachází developerské firmy na českém realitním trhu. Soustředí se na analýzu čtyřech důležitých jevů, k nimž paralelně na trhu dochází. Jedná se o dopady hypoteční krize vzniklé ve Spojených státech amerických, posilování české koruny, nárůst stavebních nákladů a vzestup realitních yieldů, pomocí kterých jsou realitní projekty v praxi nejčastěji oceňovány. Popisované jevy jsou názorně ilustrovány na modelovém příkladu.

Klíčová slova: Realitní trh; Finanční krize; Developer.

Financial Crisis on Czech Real Estate Market

ABSTRACT

This paper describes the situation in which can be currently found developers on the Czech real estate market. The article focuses on analysis of four fundamental phenomena that simultaneously take place. Meaning impacts of the sub-prime mortgage crisis that started in United States of America, strengthening of the Czech crown, increase of build costs and an increase of real estate yield, through which most of the real estate projects are being evaluated. The described phenomena are illustrated on a model example of a project.

Key words: Real Estate Market; Financial Crisis; Developer.

JEL classification: R33.