

Role veřejného sektoru v investiční výstavbě:

Případová studie

Jiří Volf

1 Úvod

V poslední době jsme byli svědky několika mediálních kauz v relaci se zadáváním veřejných zakázek, neexistencí výběrových řízení a předimenzovanými projekty pro veřejný sektor. Jednou z nich je i plánovaná relokace a výstavba administrativní budovy pro úřad městské části Prahy 7. V průběhu prvního pololetí roku 2010 jsme zaznamenali záměr městské části relokovat a konsolidovat jednotlivé části úřadu na jedno konkrétní místo. V červnu 2010 se v médiích objevily informace o rozhodnutí zastupitelstva výběru rozestavěné administrativní budovy známé pod jménem Argentinská hvězda. V médiích se postupně objevovalo mnoho spekulací a zavádějících informací. V této práci se proto zaměříme na analýzu tohoto projektu z hlediska finančních a ekonomických aspektů včetně doporučení dalších kroků.

Primárně se pokusíme najít odpověď na otázku, zda v tomto projektu za stávajících parametrů má veřejná instituce zastávat pozici investora a následného provozovatele v investiční výstavbě. Zda není optimální přenechat rizika s výstavbou a následným provozem soukromým subjektům, které umí tato rizika z již mnohaletých zkušeností s obdobnými projekty lépe ovládat.

Ve studii jsme uvažovali 3 varianty financování a držení nemovitosti:

- Postavit, financovat, provozovat (BFO)
- Pronájem prostor
- Postavit, Financovat + Prodej po kolaudaci a zpětný pronájem (BF+Sale and Lease Back)

Tato studie definuje pouze předběžně ekonomickou výhodnost jednotlivých variant relokace úřadu, neřeší tedy jiné než ekonomické atributy.

2 Popis projektu

Název projektu:	Argentinská hvězda
Lokalita:	Praha 7, Holešovice
Katastrální území:	Holešovice
Typ projektu:	Administrativní centrum typu "A" skládající se ze dvou budov
Historie projektu:	V roce 2000 bylo vydáno stavební povolení. V 2001 byla dokončena spodní stavba, stavební práce byly zastaveny a stavba zakonzervována.
Plán. doba výstavby:	15 měsíců

3 Kapacity projektu

Jedná se o prvotřídní administrativní centrum, jehož součástí jsou dvě samostatné budovy (A + B) s centrální zelení a vodní plochou mezi objekty.

Budova A

Dominantní budova na nároží ulic Argentinská a Jateční čítá celkem 10 nadzemních podlaží a 3 podzemní. První nadzemní podlaží je navrženo pro maloobchodní prostory, zbylá patra jsou koncipována jako otevřené kancelářské prostory. Počet podzemních parkovacích stání dle informací dostupných na internetu dosahuje 251.

Tab. 1: Budova A, výčet ploch

Podlaží	Pronajimatelná plocha - budova A						Technologie	Prostupy, šachty	Celkem
	Kanceláře	Retail	WC/ Kuchyně	Sklady	Společné prostory	Schodiště			
3.PP									
2.PP									
1.PP									
1.NP		1 023	46	120	270	96		43	1 598
2.NP	1 511		134		17	91	21	51	1 826
3.NP	1 543		134		17	91	21	51	1 857
4.NP	1 562		134		17	91	21	51	1 876
5.NP	1 566		134		17	91	21	51	1 881
6.NP	1 333		134		17	91	21	51	1 648
7.NP	1 259		134		17	91	21	51	1 573
8.NP	1 017		134		17	91	21	51	1 332
9.NP	635		32		17	64	300	12	1 061
10.NP	510		32		17	64	5	12	641
Celkem	10 937	1 023	1 050	120	425	861	452	424	15 292

Budova B

Druhá část projektu představuje objekt s 7 nadzemními podlažími a čtyřmi podzemními. V 1.NP byly původně navrženy prostory restaurace. Zbylá patra mají dle projektu kancelářské využití. V podzemních garážích je vyprojektováno celkem 187 parkovacích stání.

Tab. 2: Budova B, výčet ploch

Podlaží	Pronajímatelná plocha - budova B							Prostupy, šachty	Celkem
	Kanceláře	Retail	WC/ Kuchyně	Sklady	Společné prostory	Terasy	Schodiště		
4.PP									
3.PP									
2.PP									
1.PP									
1.NP		1 639	50	234	343		116	42	2 424
2.NP	2 275		89	15	23		105	47	2 554
3.NP	1 882		89	15	23	360	105	47	2 521
4.NP	1 204		89	15	23	620	105	47	2 103
5.NP	1 204		89	15	23		105	47	1 483
6.NP	1 204		89	15	23		105	47	1 483
7.NP	1 204		89	15	23		105	47	1 483
Celkem	8 973	1 639	586	324	480	980	746	321	14 049

2 Finanční a tržní parametry

2.1 Očekávaná výše nájemného

Pro tento typ komerční nemovitosti a tuto konkrétní lokalitu uvažujeme výši nájemného na základě průzkumu trhu a našich interních podkladů. Nájemné je uváděno v eurech (1 EUR = 25 Kč). Veřime, že průměrnou výši nájemného lze očekávat následující:

Kanceláře	13,5 EUR / m ² / měsíc
Retail	15,0 EUR / m ² / měsíc
Parkovací stání	120 EUR / m ² / jednotka

Nájemné je dosažitelné za předpokladu následujících specifikací kancelářských prostor:

Výčet nejdůležitějších specifikací:

- Flexibilní dispoziční uspořádání
- Zdvojené podlahy
- Snížené podhledy
- Klimatizace, topení
- Otevíratelná okna
- Sprinklery ve všech podlažích
- Moderní výtahy
- Vestavěná svítidla
- Žaluzie
- Koberce
- Centrální recepce

- Připojení na optický kabel

Dle parametrů uvedených v kapitole 2 projekt čítá celkem 19 911 m² čisté pronajímatelné plochy kanceláří, dále 2 662 m² čisté pronajímatelné plochy maloobchodních prostor a celkem pro oba objekty 438 podzemních parkovacích stání.

Na základě těchto hodnot uvádíme výpočet předpokládaných ročních příjmu z pronájmu. Předpokládáme 100% obsazenost budov cca 6 měsíců po kolaudaci.

Kanceláře	83 865 132 Kč
Retail	12 458 160 Kč
Parkovací stání	16 398 720 Kč
CELKEM	112 722 012 Kč

Roční příjmy projektu Argentinská hvězda při výše uvedených předpokladech činí přibližně **113 000 000 Kč**.

2.2 Hrubá tržní hodnota nemovitosti (Gross Development Value)

Při tržním výnosu (market yield) 7,5% aplikovaným na plně pronajatou budovu (bez nájemních prázdnin, více nákladů na vybavení – fit out atd.) odhadujeme hrubou hodnotu nemovitosti ve výši cca **1 500 000 000 Kč** (=celkový roční příjem / výnos 7,5%) (výnos=1/návratnost investice (roky)*100).

2.3 Developerské náklady

Na základě interních kalkulací vycházejících z tržních cen stavebních prací a služeb předpokládáme celkové investiční náklady ve výši cca **1 200 000 000 Kč**. Tyto náklady jsou detailněji popsány v dalších podkapitolách. Všechny níže uvedené náklady jsou pouze orientační a předběžné. Pro detailní výpočet je třeba provést mimojiné detailní technický audit, obdržet požadavky od MČ P7 na vybavení objektů a také konkrétní podmínky financující bankovní instituce.

A. Akviziční náklady

Náklady na akvizici projektu v současném stavu včetně pozemků, realizované spodní stavby (15% ze stavebních nákladů), projektové dokumentace a investorských práv jsme vypočítali tzv. residuální metodou ocenění. Při modelových předpokladech uvedených v této studii vycházejí náklady na akvizici celkem cca **255 000 000 Kč**.

B. Stavební náklady

Níže uvádíme přehled jednotlivých předpokládaných stavebních nákladů. Ceny jsou uvažovány za 1 m² **čisté* pronajímatelné plochy**. Jednotlivé agregované položky zahrnují vedlejší rozpočtové náklady (VRN), technickou infrastrukturu i parkové a terenní úpravy.

Kanceláře	32 500 Kč / m2
Retail	32 500 Kč / m2
Podzemní garáže	16 250 Kč / m2

*čistá vs.hrubá plocha: rozdíl může být až 30%

Konstrukční část	Čistá pronajímatelná plocha (m2)	Celkové stavební náklady
Kanceláře	19 911	647 107 500 Kč
Retail	2 662	86 515 000 Kč
Podzemní garáže	14 520	235 950 000 Kč
Náklady CELKEM		969 572 500 Kč

Od celkových stavebních nákladů jsme odečetli náklady již vynaložené od počátku projektu, které jsou součástí akvizičních nákladů. V kalkulaci jsme uvažovali 15% redukci z celkových nákladů na výstavbu. Zbylé stavební náklady od současného stavu konstrukce tedy představují cca **825 000 000 Kč**.

C. Investiční rezerva

V rozpočtu uvažujeme investiční rezervu ve výši 3% z celkových stavebních nákladů. Absolutní hodnota je tedy přibližně **29 000 000 Kč**.

D. Projektové práce, architekti

Cenu za kompletní projektovou dokumentaci jsme vypočítali podle honorářového řádu ČKA pro daný typ nemovitosti. Ze stavebních nákladů na celou výstavbu projektu představují částku cca 50 000 000 Kč. Tyto náklady byly nicméně již vynaloženy, tudíž tvoří část akvizičních nákladů.

E. Investorská činnost, TDI

Projekt management	2% ze SN	19 932 000 Kč
Development	1% ze SN	9 696 000 Kč
Reklamace	0,5 % ze SN	4 848 000 Kč
TDI	1,5% ze SN	6 549 000 Kč
CELKEM	5 % ze SN	48 479 000 Kč

Z částky 48 479 000 Kč bylo odečteno 15%. Tyto náklady již byly v minulosti vynaloženy. Budoucí náklady na investorskou činnost tudíž představují cca **41 000 000 Kč**.

F. Finanční náklady developerského úvěru

Náklady na financování jsou ovlivněny výší sazby PRIBOR, riskovou premií, ziskovou marží a ostatními poplatky banky. Pro tento modelový případ jsme stanovili výši úrokové

sazby 6,5% pro developerský úvěr po dobu výstavby. Náklady tedy činí zhruba **52 000 000 Kč**.

G. Přehled všech nákladů

Akviziční náklady	255 000 000 Kč
Stavební náklady	825 000 000 Kč
Investiční rezerva	29 000 000 Kč
Projektové práce, architekti	0 Kč
Investorská činnost, TDI	41 000 000 Kč
Finanční náklady	52 000 000 Kč
Náklady CELKEM	1 202 000 000 Kč

2.4 Financování

A. Developerský úvěr

Pro tento projekt uvažujeme následující standardní tržní předpoklady po dobu výstavby:

- Výše vlastního kapitálu: **35 %**
- Výše úvěru k nákladům: **65%**
- Absolutní výše vl.kapitálu: cca **400 000 000 Kč**
- Bankovní úvěr: pokrývá 100% zbylých nákladů
- Uroková sazba: 6,5% p.a.

Z výše uvedeného předpokládáme, že bankovní úvěr bude pokrývat veškeré negativní cash flow na měsíční bázi. Splácení bankovního úvěr bude mít prioritu před ostatními výdaji.

B. Dlouhodobý investiční úvěr

Po ukončení výstavby předpokládáme refinancování stávajícího developerského úvěru dlouhodobým investičním úvěrem.

Předpoklady úvěru:

- Výše úvěru k hodnotě projektu: **65%**
- Splatnost úvěru: **10 let od kolaudace**
- Předpoklady pro 20ti leté financování
- Poslední splátka (tzv.Balón) tvoří celkové zbývající splátky
Úvěr je splácen na bázi 20ti letého financování po dobu 10ti let, zbylá dlužná částka na konci tohoto období je splacena buď jednorázově, může tvořit až 50 % výše úvěru, nebo je opět refinancována.
- Uroková sazba: 4,5% p.a.
- Výše míry krytí dluhové služby (DSCR): 110 – 120%
- Zřizovací poplatek: 1% z celkové výše úvěru

2.5 Ukazatele rentability, zisk

Na základě implementace výše uvedených faktorů do modelu vychází následující:

Zisk před zdaněním (tržní hodnota-náklady)	300 000 000 Kč
Rentabilita výnosů (zisk/tržní hodnota)	20,0%
Rentabilita nákladů (zisk/náklady)	25,0%
Rentabilita vl.kapitálu (zisk/vl.kapitál)	75,0%

3 Varianty využití projektu

Výstupy z uvedených variant jsou pouze orientační a pouze informativního charakteru. Jejich účelem je v principu rámcově zpřehlednit jednotlivá možná řešení relokace MČ P7.

3.1 Postavit, Financovat, Provozovat (BFO) – V1

Tato varianta uvažuje městskou část Prahy 7 jakožto jediného vlastníka všech budoucích nemovitostních aktiv. Městská část Praha 7 musí zvážit všeskerá rizika a náklady spojené s investičním výstavbovým projektem. Níže uvažujeme klasické bankovní financování developerským úvěrem a po dokončení výstavby následné refinancování dlohodobým investičním úvěrem.

Náklady v rámci výstavby jsou uvedeny v kapitole 2.3 Developerské náklady. Pro následující období po refinancování uvažujeme splatnost úvěru 10 let. Po tuto dobu je nutné počítat s úrokovými náklady na obsluhu dluhu včetně finální splátky na konci období.

Na příjmové straně budou figurovat roční příjmy z pronájmu zbylých prostor projektu.

Analýza budoucích příjmů a výdajů je uvedena v následující podkapitole.

A. Náklady

Refinancování: Tržní ocenění: 1,5 mld. Kč
Výše úvěru: 1 mld Kč
Úvěr 20 let
Úroková sazba: 4,5% p.a.
Doba splatnosti: 10 let
Měsíční splátka: 6 326 494 Kč
Roční splátka (anuitní splácení): **75 917 928 Kč**
Splaceno po 10ti letech: 759 179 280 Kč
Úmor + jistina CELKEM: 1 518 358 503 Kč
Balón: 759 179 223 Kč

Finanční náklady:

Roční náklady na obsluhu dluhu by tvořily cca **76 000 000 Kč** po dobu 10ti let od kolaudace. Zbývá částka (Balón) by se buď jednorázově splatila nebo pravděpodobně refinancovala na dalších 10 let za tržních podmínek v danou dobu.

Náklady za servisní poplatky:

Roční náklady by tvořili pro potřebnou užitnou plochu objektů 11 130 m² při jednotkových nákladech 4 EUR / m² / měsíc celkem cca **14 000 000 Kč**.

Náklady životního cyklu budovy:

Tyto náklady zahrnují finanční prostředky na obnovu, rekonstrukce a investice do budov. Výše těchto nákladů byla uvažována 3% z celkových stavebních nákladů po dobu 10 let (cca 29 000 000 Kč). Roční náklady by tedy tvořily cca **2 900 000 Kč**.

ROČNÍ NÁKLADY **92 900 000 Kč**

B. Výnosy

Výnosy z pronájmu nevyužitých prostor:

Výše cen za pronájem prostor jsou uvedeny v kapitole 2.1. **Roční výnosy** z tržních pronájmů nevyužitých prostor, které činí 8 781 m² pronajímatelné plochy, by tvořily za 2 662 m² retailových ploch cca **12 500 000 Kč**, za zbylé kancelářské prostory 6 119 m² zhruba **26 000 000 Kč** a za garážová staní (438 – 56 = 382) přibližně **14 000 000 Kč**.

ROČNÍ VÝNOSY **52 500 000 Kč**

CELKOVÉ ROČNÍ NÁKLADY **40 400 000 Kč**

3.2 Pronájem prostor – V2

U této varianty předpokládáme klasický tržní pronájem požadovaných ploch od majitele objektu. Vzhledem k velikosti pronajatých ploch a bonitě nájemníka předpokládáme vyjednání slevy na nájemném ve výši 10% z tržního nájemného.

Z veřejně dostupných materiálů vyplývá, že úřad potřebuje následující administrativní plochy pro provoz svých zařízení:

ÚMČ P7, Policie	6 853 m ² HPP	5 243 m ² ČUP
Poliklinika	2 516 m ² HPP	1 925 m ² ČUP
Parking ÚMČ P7		56 stání

Kulturní centrum	1 385 m2 HPP	1 060 m2 ČUP
TZB	3 794 m2 HPP	2 902 m2 ČUP

CELKEM MČ P7	14 548 m2 HPP	11 130 m2 ČUP
CELKOVÉ KAPACITY PROJEKTU		19 911 m2 ČUP

Roční náklady za pronájem (započítána cca 11% sleva oproti tržnímu nájemnému)

ÚMČ P7, Policie	12,00 EUR / m2 / měsíc	19 630 000 Kč
Poliklinika	12,00 EUR / m2 / měsíc	7 207 000 Kč
Kulturní centrum	12,00 EUR / m2 / měsíc	3 968 000 Kč
Parkovací stání	105 EUR / jednotka / měsíc	1 835 000 Kč
TZB	12,00 EUR / m2 / měsíc	10 865 000 Kč
Roční náklady za pronájem CELKEM		43 505 000 Kč

Roční náklady za servisní poplatky

Celek MČ P7	4 EUR / m2 / měsíc	13 890 000 Kč
Roční náklady za servisní poplatky CELKEM		13 890 000 Kč

CELKOVÉ ROČNÍ NÁKLADY		57 395 000 Kč
------------------------------	--	----------------------

3.3 Postavit, Financovat + Prodej po kolaudaci a zpětný pronájem – V3

Tento způsob je nejvíce využívanou variantou z pohledu developerů komerčních objektů. Principem je relativně rychlý výstup z projektu po dokončení stavebních prací a pronájmu co možná největší části budovy. Nájemní smlouvy by měli být dlouhodobé a institucionálního charakteru pro zvýšení tržní hodnoty nemovitosti a investiční atraktivnosti pro realitní investiční fondy či jiné investory. S investory lze často již předem definovat podmínky odkupu a tím tak minimalizovat možná rizika prodeje.

Náklady na výstavbu projektu jsou uvedeny v kapitole 2.3 Developerské náklady. Detailní cash flow po dobu výstavby můžeme dodat při objednání kompletní studie proveditelnosti.

Po pronájmu budovy by se celý projekt uchopil jako investiční transakce. Na základě zkušeností s podobnými projekty věříme, že prvotřídní budovy s dlouhodobými nájemními smlouvami jsou velice likvidní investiční produkt. Dle výpočtů z kapitol 2.3 a 2.2 a v závislosti na vyjednaném nájemném Úřadu MČP7 (kapitola 4.2) lze vypočítat **hrubý hospodářský výsledek** po prodeji nemovitosti ve výši cca **250 000 000 - 300 000 000 Kč** (tržní hodnota – developerské náklady).

Těmito finančními prostředky se mohou např. pokrýt náklady na pronájem nemovitosti po dobu cca 5 let.

3.4 Porovnání variant

Varianta	Potřebný vlastní kapitál	Roční náklady od dokončení projektu po dobu 10 let	Hrubý zisk (mil. Kč)	Rizikovost
1	400 mil Kč	40 400 000 Kč	0 Kč	nejvyšší
2	0 Kč	57 395 000 Kč	0 Kč	nízká
3	400 mil Kč	57 395 000 Kč	250 - 300	středně vysoká

4 Swot analýza

4.1 Varianta 1

SILNÉ STRÁNKY (S)	SLABÉ STRÁNKY (W)
<ul style="list-style-type: none"> • Neplacení nájemného • Odpadají rizika se zvyšováním nájemného • Vlastnictví objektu 	<ul style="list-style-type: none"> • Nezkoušenost státního sektoru s investiční výstavbou komerčních nemovitostí • Dlouhodobé krytí dluhové služby • Náklady životního cyklu • Nutné opravy a modernizace v čase
PŘÍLEŽITOSTI (O)	HROZBY (T)
<ul style="list-style-type: none"> • Zvyšování hodnoty nemovitosti po dostavbě projektu Bubny • Zatraktivnění celé lokality 	<ul style="list-style-type: none"> • Rizika spojená s výstavbou • Rizika spojená s financováním • Nehospodárnost státního sektoru

4.2 Varianta 2

SILNÉ STRÁNKY (S)	SLABÉ STRÁNKY (W)
<ul style="list-style-type: none"> • Odpadá řízení a financování stavby • Všechna rizika výstavby se přesouvají developera a dodavatele • Možnost relokace • Odpadá řízení a financování správy a provozních nákladů 	<ul style="list-style-type: none"> • Vyšší roční výdaje na pronájem
PŘÍLEŽITOSTI (O)	HROZBY (T)
<ul style="list-style-type: none"> • Snížení / zvýšení pronajatých prostorů dle potřeby 	<ul style="list-style-type: none"> • Zvyšování nájemného, indexace • Rizika spojená s pronájmem prostor třetím subjektům

4.3 Varianta 3

SILNÉ STRÁNKY (S)	SLABÉ STRÁNKY (W)
<ul style="list-style-type: none">• Ekonomicky nejvíce výhodná varianta při správném provedení• Po prodeji odpadají rizika s údržbou a provozem budovy	<ul style="list-style-type: none">• Omezená zkušenost státních institucí s podobnými investičními transakcemi• Riziko spojené s výstavbou a financováním projektu
PŘÍLEŽITOSTI (O)	HROZBY (T)
<ul style="list-style-type: none">• Spolupráce s realitními profesionály, optimalizace transakce• S výhodnými nájemními smlouvami roste hodnota nemovitosti• Zajištění investora předem	<ul style="list-style-type: none">• Pokračující finanční a ekonomická krize a s ní spojené snížení hodnoty nemovitosti• Daňová rizika spojená s nájemníky z veřejného sektoru (plátce / neplátce DPH)

5 Závěr a doporučení

Jako nejvýhodnější se z ekonomického hlediska jeví varianta 3 uvažující vybudování projektu, následný prodej a zpětný pronájem. MČ P7 by musela vložit do projektu cca 400 mil Kč vlastních prostředků, nicméně po následném prodeji by realizovala zisk, dle našich modelových předpokladů cca 250 - 300 mil Kč. Tyto prostředky by mohly pokrýt například téměř pětiletý pronájem.

Nejméně riziková, nicméně více náročná na následné vyšší fixní náklady je varianta 2. Její výhodou je především nezatíženost finančními náklady a řešením provozu a nákladů životního cyklu budovy.

Naopak největší rizikovost jsme přiřadili variantě projekt vybudovat a vlastnit. MČ P7 by byla po dlouhou dobu zatížena náklady na obsluhu dluhové služby. Dále by nesla rizika s výstavbou, provozem a údržbou objektů. Na druhé straně by budova generovala výnosy z pronájmu nevyužitých prostor, který by ovšem nepřekrývaly výši nákladů, a odpadly by náklady na pronájem prostor pro MČ P7. Stejně jako v první variantě by MČ P7 musela vynaložit dle našeho modelu cca 400 mil Kč vlastního kapitálu.

Pro veřejnou instituci bychom doporučovali, především z hlediska řízení rizik, nejméně náročnou variantu 2, eventuelně variantu 3 s předem domluveným investorem a podmínkami odkupu.