

Industriální nemovitosti: Průmyslové podlahy a jejich vliv na hodnotu nemovitosti

Jiří Volf^d

Abstrakt

Cílem této studie je určit vliv jakosti a technologické kázně při realizaci průmyslových podlah na tržní hodnotu industriálních nemovitostí. V práci se zaměřujeme na specifika trhu v ČR, náklady životního cyklu stavby, metodiku oceňování průmyslových nemovitostí včetně promítnutí jakosti podlahové konstrukce do rizikové prémie při tvorbě míry kapitalizace v rámci ocenění. K danému tématu je zahrnuta případová studie.

Úvod

Výstavba průmyslových nemovitostí v Evropě, potažmo ve všech vyspělých zemích světa, zaznamenala za poslední dekádu rapidní vývoj. Především díky hospodářskému růstu, postupné liberalizaci a propojování jednotlivých evropských trhů se počet nových logistických a průmyslových hal neustále rozrůstá. Nadnárodní developéři a investoři alokují svůj kapitál do nových rozvíjejících se trhů. Průmyslové nemovitosti se tak stávají vyhledávaným produktem z pohledu institucionálních investorů a fondů. Dochází také k relokaci skladového hospodářství ze západní Evropy do střední a východní Evropy.

V celém businessu s industriálními a skladovacími nemovitostmi je zainteresováno mnoho subjektů. Jednotlivé subjekty výstavbového a investičního procesu se samozřejmě zaměřují na odlišné aspekty a cíle. Developer má zpravidla zájem objekt co nejdříve obsadit dlouhodobým nájemcem s co možná nejvyšší mírou nájemného a následně prodat, projektant navyšuje stavební náklady kvůli procentuelnímu honoráři z absolutní výše nákladů, dodavatel se naopak snaží tlačit dolů své interní náklady. Nájemce nemovitosti logicky vyžaduje požadovaný standard z technického a provozního hlediska při minimálních nákladech. Na konci pomyslné řady figuruje investor požadující co možná nejvyšší jakost, likvidnost a pronajimatelnost objektu při co možná nejnižší akviziční ceně (viz. Obr. 1). Všechny tyto subjekty hrají podstatnou roli mající vliv na konečný produkt a jeho následný provoz.

V této práci se zaměříme na pohled z investorského hlediska, kde se předpokládá, že nemovitost bude držena dlouhodobě. Samotný investor se tedy při investičním rozhodování zaměřuje jak na kvalitu nájemních smluv a bonitu nájemníka, tak na technické a technologické provedení s ohledem na optimalizaci nákladů životního cyklu objektu. Kvalita provedení jednotlivých konstrukcí a použitých materiálů může mít významnou váhu při ocenění a stanovení tržní hodnoty objektu.

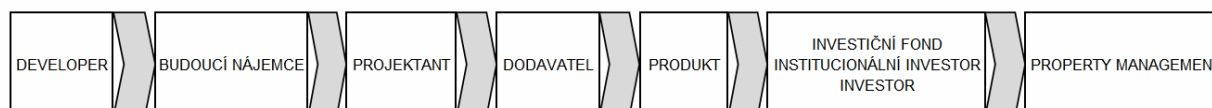
¹ Jiří Volf, K126, doc. Ing. Petr Anton, CSc., volf_jiri@hotmail.com

Obr. 1: Subjekty v investičním a dodavatelském procesu

Spekulativní development



Build-to-suit projekty²



Průmyslové nemovitosti v ČR

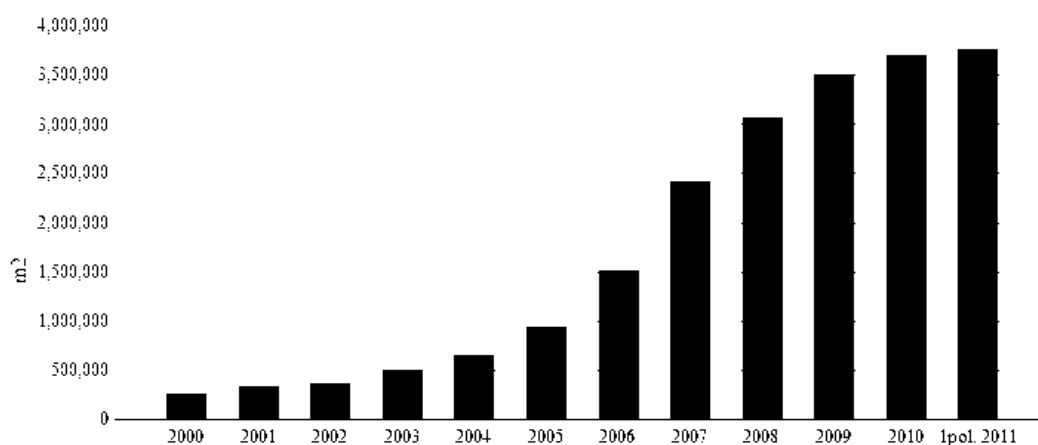
Trh s průmyslovými nemovitostmi v České republice určenými pro logistiku a výrobu zažil za poslední dekádu s příchodem mezinárodních developerů, výrobců a investorů významný rozvoj. Vzhledem ke geografické poloze a relativně vysokému počtu dostupných pozemků se především v blízkosti dálnic a velkých měst budují průmyslové a logistické parky. Paralelně se také vyvíjejí stavební materiály, technologické postupy a v neposlední řadě se stále zvyšují požadavky na jakost konstrukcí a jednotlivých komponentů.

Specifika trhu

Dle statistiky společnosti Cushman & Wakefield (CW) se celková plocha industriálních nemovitostí v první polovině roku 2011 pohybovala okolo 3,7 mil. m², z čehož většinu představují moderní skladové prostory. Za posledních několik let se rapidně zvýšila nabídka skladových prostor, kdy v současnosti v Praze čítá přes 1,6 mil m², dalších 1,5 mil. m² se nachází v okolí větších regionálních měst, jako je Brno, Ostrava či Plzeň. Od roku 2000 do propuknutí finanční a ekonomické krize ve 3. kvartálu 2008 se každým rokem enormně zvyšovala celková nabídka moderních skladů. V roce 2000 se nabídka pohybovala pouze okolo 250 000m², o osm let později již překročila hranici 3 mil. m². Nejvyšší roční nárůst byl doposud zaznamenán v roce 2007, kdy oproti předešlému roku se navýšil počet skladových ploch o téměř 1 milion m² (viz.Obr. 2).

² Developerský projekt pro předem zasmluvněného nájemce či budoucího vlastníka

Obr. 2: Celková plocha moderních skladů v ČR

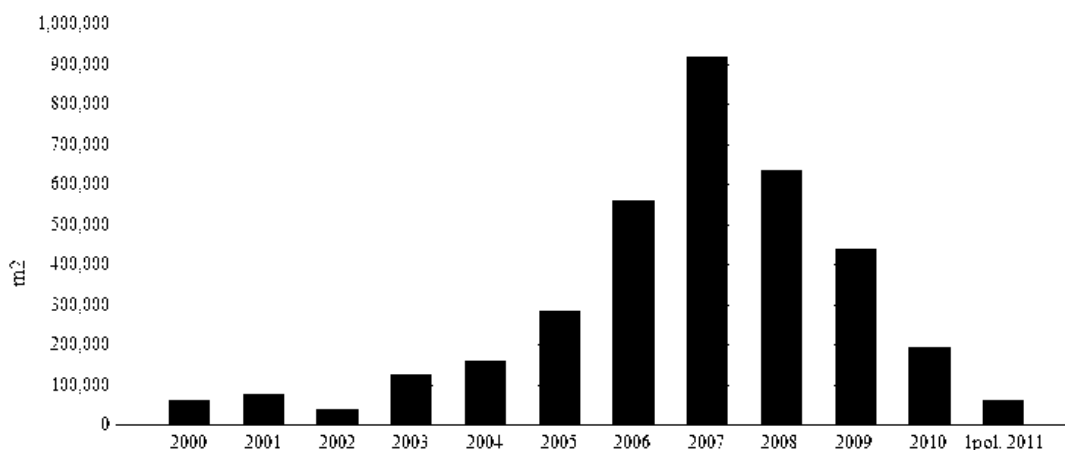


Zdroj: Cushman & Wakefield (2011)

Od roku 2009 se v důsledku zpřísnění financování bankovními institucemi a odlivu zahraničního kapitálu téměř zastavila spekulativní výstavba, což mělo za následek rapidní útlum ve výstavbě a tedy i následných investičních transakcích. Výstavba nových ploch je realizována především pro předem dohodnutého majitele či nájemce. Tento trend se ovšem také pozitivně promítá do kvality výstavby a do výše cen stavebních prací v rámci konkurenčního prostředí dodavatelů. Koncoví uživatelé si kladou vyšší nároky na jakost výstavby než tomu bylo doposud u spekulativní výstavby s předem neznámým budoucím nájemcem.

Vliv finanční a ekonomické, potažmo realitní krize dobře znázorňuje Obr. 3. V investičním boomu roku 2007 bylo dokončeno přes 900 000 m² skladových ploch. V roce 2008 po vypuknutí realitní krize se pouze dokončovali spekulativní projekty, rok 2010 a dále je ve znamení rapidního útlumu.

Obr. 3: Výstavba moderních industriálních nemovitostí v ČR

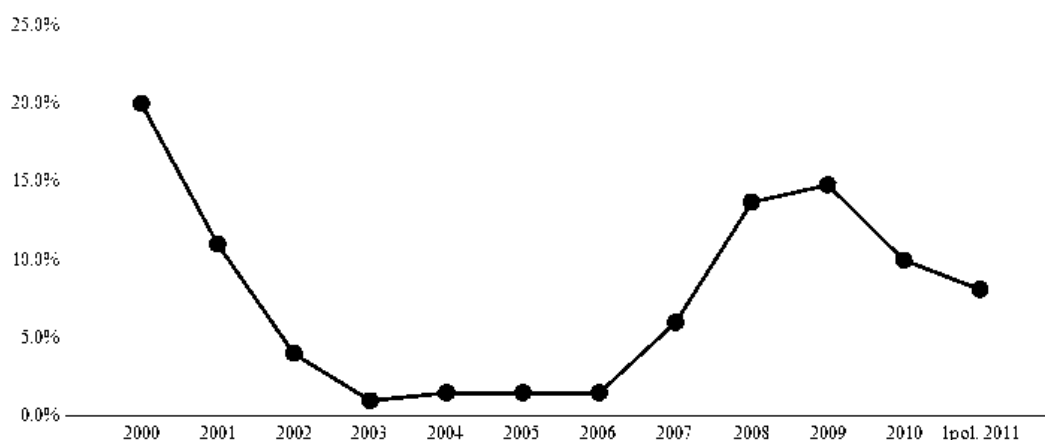


Zdroj: Cushman & Wakefield (2011)

Vzhledem k celkovému převisu poptávky nad nabídkou se v období od 2002 do roku 2006 ustálila míra neobsazenosti pod hranicí 3%. Po značném nárůstu nových ploch se průměrná míra neobsazenosti vyšplhala do novodobého maxima ve výši 15%. V současnosti

se neobsazenost ustálila na 8%, což lze považovat za zdravou míru i vzhledem k situaci v okolních státech střední Evropy (Obr. 4).

Obr. 4: Průměrná míra neobsazenosti průmyslových nemovitostí v ČR



Zdroj: Cushman & Wakefield (2011)

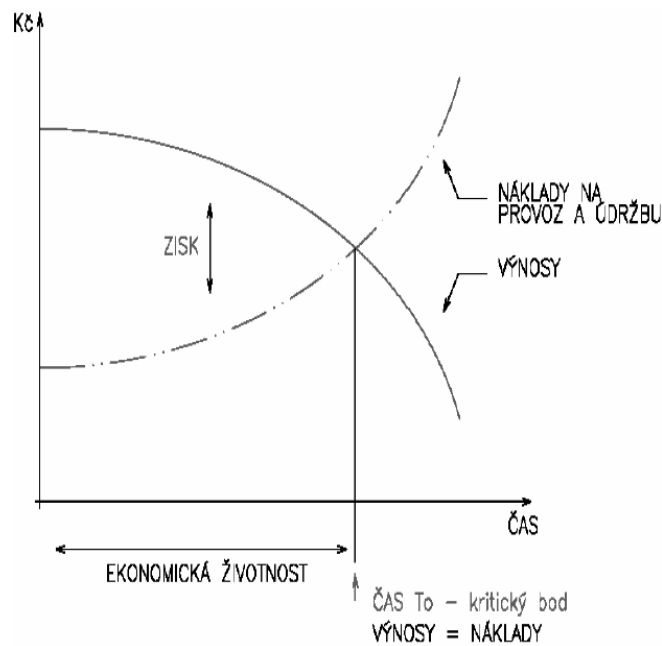
Náklady životního cyklu

V současné době se náklady životního cyklu a struktura jejich financování dostávají do středu pozornosti mnohých soukromých investorů a developerů. Výše investičních nákladů již není v mnoha případech prvotním posuzovaným kritériem vstupu do projektu. Při neustálém zvyšování cen energií a celkové energetické náročnosti budov se klade důraz na výběr nových technologií a materiálů, které respektují filosofii udržitelného rozvoje a zároveň optimalizují výši celkových provozních a LCC³ nákladů. Celkové náklady životního cyklu a údržby budov jsou předmětem optimalizace, kdy při výši předpokládaných přímých i nepřímých výnosů musí být naplnována plánovaná výnosnost investice, ziskovost a také musí být zajištěno krytí dluhové služby. Bez předem nastavené výše těchto ukazatelů nemá projekt šanci na úspěch, ať již kvůli nesplnění základních požadavků bankovní instituce o bankability projektu, tak i na straně investora, který se podílí na projektu vlastním kapitálem a adoptí rizik. Náklady životního cyklu zahrnují náklady na pořízení (investiční náklady) a náklady provozní spojené s technickými parametry objektu, tzn. náklady na údržbu, opravy a rekonstrukce jednotlivých funkčních dílů.

Developer či investor dlouhodobě držící nemovitost by měl pečlivě plánovat náklady životního cyklu s ohledem na provozní cash flow. U skladových a průmyslových nemovitostí je jedním z hlavních funkčních dílů, na které se musí vlastník zaměřit, konstrukce podlahy. Životnost a s ní spjaté LCC se často stanovují dle tabulek výrobce, což samozřejmě nezohledňuje jakost provedení, technologickou kázeň při realizaci a intenzitu namáhání v provozu. Z hlediska tržní hodnoty nemovitosti se tyto předčasné poruchy a opravy promítají jak do snižování hodnoty nájemného, tak i při výsledném ocenění do zvýšení rizika v rámci míry kapitalizace nemovitosti. Při přerušení plynulosti provozu v době oprav platí vlastník nájemci navíc zpravidla sankce dle nájemních smluv a vyčíslených ušlých škod.

³ Life Cycle Cost – náklady životního cyklu

Obr. 5: Ekonomická životnost stavby



Zdroj: VŠB, František Kuda: Živ.cykly stavby

Oceňování průmyslových nemovitostí a působící vlivy

Pro výnosové průmyslové komerční nemovitosti v rámci oceňovací metodologie můžeme vybrat dvě tradičně nejpoužívanější metody: komparativní a výnosovou (investment / income method). V této práci se zaměříme jen na metodu výnosovou, se kterou lze objektivněji vyjádřit vliv jednotlivých dílčích celků stavby do rizikové premie a výsledné tržní hodnoty.

Výnosová metoda

Nejvíce užívaná metoda pro většinu komerčních nemovitostí generujících budoucí cash flow skrze pronájem nemovitosti. Důležitou roli hraje míra kapitalizace recipročně působící jako multiplikátor, který převádí čisté příjmy nemovitosti na investiční hodnotu (capital value). Míra kapitalizace (yield) se při oceňování výnosových komerčních nemovitostí standardně určuje z již uskutečněných tržních transakcí. Míru kapitalizace ovlivňuje mnoho faktorů, které však nelze exaktně definovat, kdy každá nemovitost je v principu originálem. Přesto můžeme určit několik hlavních ovlivňujících faktorů, a to:

- Bezriziková aktiva (risk free assets) – oportunitické náklady např. z vládních obligací
- Inflace (inflation)
- Riziková premie (risk premium)
- Likvidní premie (liquidity premium)

Riziková prémie je hlavním faktorem ovlivňující výši yieldu, je tvořena dílčími podsložkami, jimiž jsou například kvalita lokality, bonita nájemníků, rizika neobsazenosti, délka nájemních smluv, likvidita, jakost konstrukcí či vyhlídka budoucího vývoje tržních nájmů. U průmyslových nemovitostí se riziková přírážka obvykle pohybuje v intervalu mezi 50 až 150 bazickými body.

V této práci se dále zaměříme na jakost konstrukcí a její promítnutí do stanovení rizikové prémie a následně celkové míry kapitalizace.

Pro další výpočty budeme vycházet ze vztahu pro výpočet tržní hodnoty nemovitosti ve tvaru:

$$MV = \frac{NOI}{cap.rate}, \text{ kde} \quad (1)$$

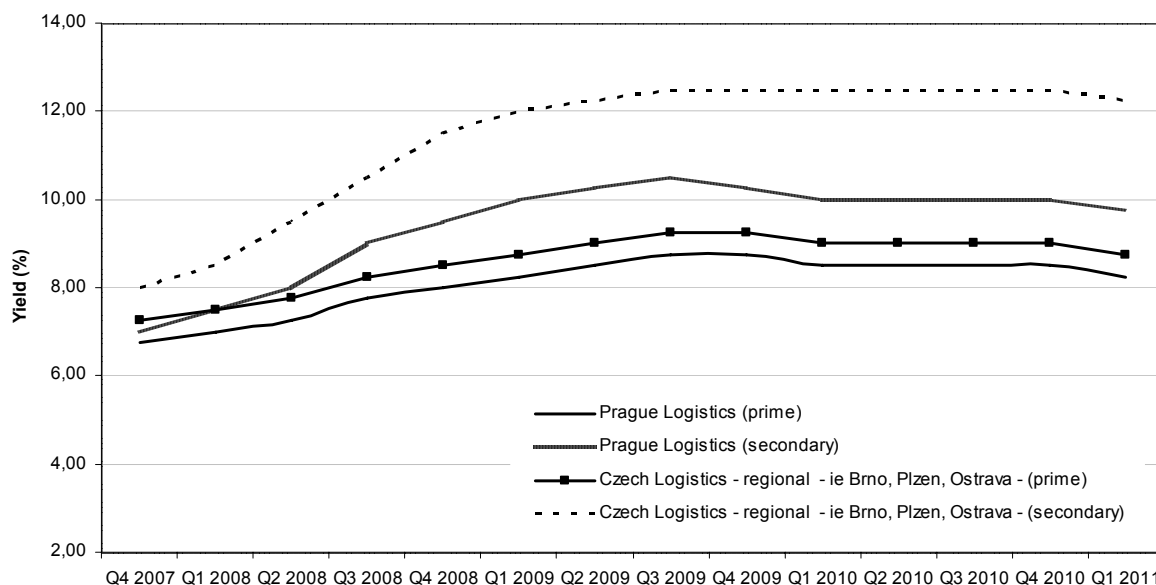
MV = market value (tržní hodnota);
 NOI = net operating income (čistý roční zisk);
 Cap.rate = míra kapitalizace.

Jak je ze vztahu (1) zřejmé, signifikantní roli zde hraje určení míry kapitalizace. Její výše se často zjednodušeně stanovuje jako prime yield⁴ plus riziková přírážka.

Míra kapitalizace průmyslových nemovitostí v ČR

Logistické a průmyslové stavby jsou z dlouhodobého hlediska považovány za více rizikové oproti kancelářským či obchodním nemovitostem. Hlavním indikátorem této skutečnosti je míra kapitalizace pro daný segment. Na Obr. 6 je znázorněn vývoj investičních yieldů v logistice od investičního boomu, přes realitní krizi až po současnost.

Obr. 6: Investiční yieldy v logistice, ČR



Zdroj: King Sturge (2011)

⁴ Míra kapitalizace prvotřídních nemovitostí, tj. nemovitostí s nejvyšší tržní hodnotou na trhu.

V současnosti je hodnota tržní výše míry kapitalizace prvotřídních logistických nemovitostí na základě uskutečněných transakcí 8,25%. Z této hodnoty budeme vycházet při výpočtech v následující části práce.

Případová studie – vliv jakosti podlah na celkovou hodnotu nemovitosti

V první části této kapitoly budeme analyzovat moderní průmyslovou halu na logistiku a nerušící lehkou výrobu zkolaudovanou v roce 2006. Následně jednotlivé poznatky zobecníme a určíme vliv jakosti podlahy na celkovou hodnotu nemovitosti pro různé varianty vývoje.

Realizovaný projekt haly a její rozpočet

Jedná se o skladovací halu třídy A, konstrukční systém je železobetonový prefa skelet, podlahy tvoří z části drátkobetonová deska o tl. 200 mm a betonová podlahová deska s vázanou výstuží. Posuzovaná hala disponuje pronajímatelnou plochou 17 580 m².

V prvním kroku stanovíme stavební náklady na kompletní realizaci podlahy, dále určíme poměr těchto nákladů vůči celkovým stavebním nákladům. Využijeme stavebního rozpočtu haly realizované společností Syner.

Obr. 7: Stavební rozpočet haly

01	Zemní práce	8 974 881 Kč
02	Svislé a vodorovné konstrukce	551 226 Kč
03	Nosné konstrukce	32 234 150 Kč
04	Konstrukce podlah bez povrchů	17 823 161 Kč
05	Povrchové úpravy podlah	89 441 Kč
06	Izolace proti vodě	1 821 271 Kč
07	Konstrukce střechy	14 611 515 Kč
08	Opláštění - fasáda	9 823 759 Kč
09	Vnější okna, dveře a vrata	2 186 125 Kč
10	Vnitřní okna, dveře a vrata	781 429 Kč
11	Konstrukce příček	1 865 924 Kč
12	Zavěšené podhledy	47 191 Kč
13	Zámečnické práce	35 055 905 Kč
14	Klempířské práce	513 742 Kč
15	Technologický kanál	23 894 324 Kč
16	Ostatní	737 051 Kč
	Celkem Soupis výkonů	151 011 093 Kč

Konstrukce podlah s povrchy tvoří 11,9% z celkových stavebních nákladů dodavatele. Při přepočtu absolutní ceny za m² vychází výsledná hodnota po zaokrouhlení 1 050 Kč/m² pronajímatelné skladovací plochy. Pro porovnání jsme také využili ceníku firmy Techfloor, kde se celková cena pohybuje v obdobných relacích.

Výpočet vlivu jakosti podlahy na tržní hodnotu nemovitosti

K našemu výpočtu mějme skladovací halu třídy A o celkové kapacitě 10 000 m² pronajímatelné plochy. V modelovém případě uvažujeme stáří haly 5 let, záruka na podlahy v délce 60 měsíců již uplynula. Konstrukce podlahy jsou z drátkobetonu.

Nemovitost disponuje třemi nájemci s průměrnou délkou nájmu po dobu čtyř let. Výše nájemného bez servisních poplatků se pohybuje v intervalu mezi 115 až 125 Kč / m² / měsíc v závislosti na velikosti pronajatých prostor a délce trvání smlouvy. Hala je situována v lokalitě Prahy západ s vynikající dopravním napojením, technickou infrastrukturou i občanskou vybaveností. Všichni nájemci jsou vysoce bonitní. Pro ocenění haly jsme tedy stanovili výši tržní míry kapitalizace v hodnotě 8,250 %, což odpovídá současné výši prime yieldu v ČR.

Předpokládejme, že současný majitel objektu nemovitost prodává. Výpočty níže jsou brány z pohledu potenciálního investora, který zvažuje akvizici předmětné budovy. Výsledná tržní hodnota se odvíjí od variantního poškození podlahy.

Tržní ocenění – výnosová metoda / kapitalizace příjmů

Nájemce	Plocha m ²	Začátek nájmu	Ukončení nájmu	Doba nájmu	Doba do vypršení	ERV na m ²	ERV	Market yield	Tržní hodnota
1	2 500	1.1.2011	31.12.2015	5,00	4,27	1 325 Kč	3 312 000 Kč	8,250%	40 145 455 Kč
2	2 500	1.1.2011	31.12.2013	3,00	2,27	1 380 Kč	3 450 000 Kč	8,250%	41 818 182 Kč
3	5 000	1.1.2011	31.12.2016	6,00	5,27	1 270 Kč	6 348 000 Kč	8,250%	76 945 455 Kč
									158 909 091 Kč
Plocha nemovitosti		10 000 m ²							
ERV		13 110 000 Kč							
Market yield		8,25 %							
Tržní hodnota		158 909 091 Kč							

Pozn.: ERV - estimated rental value

Výše uvedená tržní hodnota reflektuje výborný technický stav nemovitosti bez jakýchkoli známek porušení podlahy. V dalších variantách budeme uvažovat vzestupné procentní poškození s následnou nutností opravy až do varianty výměny celé podlahy. K položce nákladů na opravu dále připočítáváme ušlé příjmy z nájmu při přerušení provozu, náklady na uskladnění v jiných prostorech a režijní náklady.

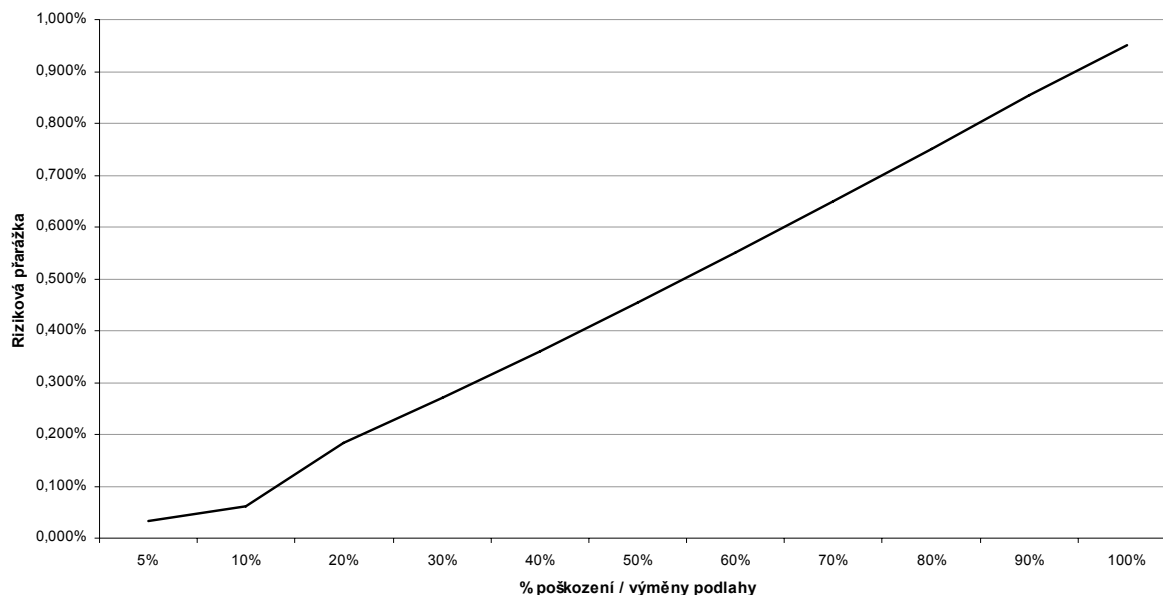
Varianty poškození podlahy / riziková přírážka

Varianta	1	2	3	4	5	6	7	
% poškození	5%	10%	20%	40%	60%	80%	100%	
Oprava podlahy	400 000 Kč	800 000 Kč	2 600 000 Kč	5 200 000 Kč	7 800 000 Kč	10 400 000 Kč	13 000 000 Kč	
Ušlý nájem za měsíc	60 000 Kč	120 000 Kč	240 000 Kč	480 000 Kč	720 000 Kč	960 000 Kč	1 200 000 Kč	
Náklady na dočasné uložení	72 000 Kč	144 000 Kč	288 000 Kč	576 000 Kč	864 000 Kč	1 152 000 Kč	1 440 000 Kč	
Režijní náklady	95 760 Kč	127 680 Kč	312 800 Kč	375 360 Kč	563 040 Kč	750 720 Kč	782 000 Kč	
CELKEM NÁKLADY	627 760 Kč	1 191 680 Kč	3 440 800 Kč	6 631 360 Kč	9 947 041 Kč	13 262 721 Kč	16 422 001 Kč	
Upravený Yield	8,283%	8,312%	8,433%	8,609%	8,801%	9,001%	9,201%	
z toho riziková přírážka	0,033%	0,062%	0,183%	0,359%	0,551%	0,751%	0,951%	
Upravená tržní hodnota	158 281 331 Kč	157 717 411 Kč	155 468 291 Kč	152 277 731 Kč	148 962 050 Kč	145 646 370 Kč	142 487 090 Kč	
Původní tržní hodnota 158 909 091 Kč								

Komentář: Při kalkulaci nákladů na opravu podlahy jsme uvažovali paušální částku 800 Kč za m² při poškození do 20%, náklady na výměnu konstrukce nad 20% z celkové plochy byly stanoveny ve výši 1 300 Kč / m². Náklady zahrnují kompletní nahrazení původní podlahy,

odvoz sutiny, realizace nové podlahy (drátkobetonu tl. 200 mm) strojním zarovnáním. Režijní náklady jsou procentuelním vyjádřením přímých nákladů v intervalu od 5 do 18 % v závislosti na úsporách z rozsahu. Náklady na dočasné uložení jsme uvažovali 120 Kč / m² plus náklady na logistiku.

Obr. 8: Vliv poškození podlahy na rizikovou prémii při ocenění



Z Obr. 8 je patrné, že porušení podlahy z celkové plochy haly do 10 % s následnou nutnou opravou má minimální vliv na výslednou tržní hodnotu nemovitosti. Pokud např. musíme opravovat či měnit 50 % z podlahové plochy, riziková premie zahrnutá v míře kapitalizace se zvýší o 45 bazických bodů, což se již významně promítne do koncové hodnoty. Pokud bychom byli nuceni realizovat výměnu celé plochy, riziková premie, se kterou by měl budoucí kupující kalkulovat, se dokonce blíží hranici 100 bazických bodů.

Závěr

Cílem této práce bylo stanovit vliv jakosti průmyslových podlah na výslednou tržní hodnotu nemovitosti. V našem modelovém příkladu jsme procentuelně vyjádřili poškozenou plochu z celkové rozlohy podlahy, následně jsme k jednotlivým variantám vypočetli související náklady a celkové promítnutí do míry kapitalizace při ocenění. Výsledkem byly rozdílné hodnoty výše rizikové přirážky pro každou variantu poškození.

Pokud zvažuje investor akvizici průmyslové haly, měl by se detailně zaměřit právě na jakost podlah. Po důkladné analýze jakosti a identifikaci poruch by měl být schopen zjištěné výsledky zahrnout do valuace. Opomenutí technického stavu podlah by v budoucnu mohlo výrazně poškodit cash flow objektu, kde by hlavním rizikem mohlo být ukončení smluvního vztahu ze strany nájemce.

Literatura

- [1] Petr Žalský (2003): *Průmyslové betonové podlahy*, Písemná práce ke státní doktorské zkoušce
- [2] Kuda, F. (nedatováno): *Životní cyklus staveb*
- [3] Statistiky společností King Sturge a Cushman & Wakefield