

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2011

PETR VRÁBLÍK

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MANAGEMENT FIREM

Vysoká škola ekonomie a managementu

+420 841 133 166 / info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

Nárožní 2600/9a, 158 00 Praha 5

NÁZEV DIPLOMOVÉ PRÁCE

Analýza realitního trhu s kancelářskými nemovitostmi v Praze

TERMÍN UKONČENÍ STUDIA A OBHAJOBA (MĚSÍC/ROK)

01/2012

JMÉNO A PŘÍJMENÍ / STUDIJNÍ SKUPINA

Petr Vráblík / MF 5

JMÉNO VEDOUcíHO DIPLOMOVÉ PRÁCE

Ing. Štěpánka Uličná, Ph.D

PROHLÁŠENÍ STUDENTA

Prohlašuji tímto, že jsem zadanou diplomovou práci na uvedené téma vypracoval samostatně a že jsem ke zpracování této diplomové práce použil pouze literární prameny v práci uvedené.

Datum a místo: 1. 11. 2011 Praha

podpis studenta

PODĚKOVÁNÍ

Rád bych tímto poděkoval vedoucí diplomové práce, Ing. Štěpánce Uličné, Ph.D za metodické vedení a odborné konzultace, které mi poskytla při zpracování mé diplomové práce.

Vysoká škola ekonomie a managementu

+420 841 133 166 / info@vsem.cz / www.vsem.cz

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMIE A MANAGEMENTU

**Analýza realitního trhu s kancelářskými
nemovitostmi v Praze**

Analysis of the office real estate market in Prague

Autor: **Petr Vráblík**

Souhrn

Vývoj pražského nemovitostního trhu s kancelářskými plochami standardu kvality A/B v rámci analyzovaného období let 2004 až 2013 lze rozdělit na tři období. První období od roku 2004 do roku 2008 bylo ve znamení silného ekonomického růstu a také poptávky po pronájmu kancelářských ploch. V tomto období vlivem převisu poptávky po pronájmu ploch nad nabídkou nových kancelářských ploch docházelo k poklesu míry neobsazenosti těchto ploch, která dosáhla minima v roce 2007 (5,8%). Jako následek došlo k růstu hodnot nájemného a to až na úroveň 23 EUR/m²/měsíc v roce 2008 (z 19 EUR/m²/měsíc v roce 2004). Druhé období vývoje trhu je spojeno s ekonomickým útlumem a následným mírným oživením, lze ho časově vymezit od konce roku 2008 až do roku 2010. Toto cca dvou a půl roční období lze charakterizovat rostoucí mírou neobsazenosti (13,1% v roce 2010) a klesajícím nájemným na 21 EUR/m²/měsíc na konci roku 2010. Česká národní banka ve své prognóze pro následující tři roky odhaduje mírný růst HDP, který by měl vrcholit v roce 2013 a dosáhnout cca 3,8% meziročního růstu. Toto pozvolné oživení hospodářské aktivity by mělo postupně prosáknout na komerční realitní trh. Za tohoto předpokladu lze očekávat snižování míry neobsazených ploch a opětovný tlak na růst nájemného, zejména v lokalitě centrum města – tak lze charakterizovat období třetí, tedy od roku 2011 do roku 2013.

Summary

The analysis of the office real estate market (class A/B standard) in Prague can be theoretically split into three time periods. The first period from year 2004 to 2008 was characterized by the strong economic growth which correlated with a strong demand for leasing the office space. During this period due to demand for leasing the office space exceeding supply of the new office space to the market, the vacancy rate decreased to its lowest level in 2007 and reached 5,8%. As a result the prime rental value increased to 23 EUR/m²/month in 2008 (from 19 EUR/m²/month in 2004). The second period stretches from the end of year 2008 to 2010 when the market evolution has been determined by the economic slowdown with the subsequent mild recovery. This period of time meant for the market an increase of the vacancy rate (13,1% in 2010) and the downward move of the prime rent to 21 EUR/m²/month. For the third period a

prognosis of the Czech national bank indicates a continuing recovery of the economic output (GDP) which is expected to reach 3,8% year-to-year growth in 2013. This is expected to have an impact on the office real estate market in the sense of a decrease of the vacancy rate thus creating a pressure on rents to grow. The rental growth is particularly expected to take place in the city centre submarket.

Klíčová slova:

Realitní trh, nájemné v komerčních kancelářských nemovitostech, hrubý domácí produkt

Keywords:

Property market, rental value, gross domestic product

JEL Classification:

R330 - Nonagricultural and Nonresidential Real Estate Markets

R000 - Urban, Rural, and Regional Economics: General

R320 - Other Production and Pricing Analysis

Obsah

1 Úvod	1
2 Teorie fungování realitního trhu a metodologie tržního výzkumu	3
2.1 Komerční realitní trh a jeho aktéři – institucionální pohled.....	3
2.1.1 Majitelé pozemků a pozemkový pre-development.....	4
2.1.2 Developeři.....	6
2.1.3 Investoři.....	10
2.1.4 Nájemci.....	13
2.1.5 Financující banky.....	14
2.1.6 Poradenské firmy – realitní agentury.....	17
2.2 Teorie fungování realitního trhu.....	18
2.2.1 Cyklické chování realitního trhu a jeho spojitost s vývojem makroekonomickým.....	20
2.3 Teorie výzkumu realitního trhu.....	22
2.4 Metodologie tržního výzkumu užitá v práci – data a ukazatele z nich vypočtené.....	24
2.4.1 Prague Research Forum.....	25
2.4.2 Vlastní kvalitativní průzkum poptávkové strany trhu.....	29
2.5 Teoretické pozadí prognózy realitního trhu.....	30
2.5.1 Tržní ukazatele použité v prognóze vývoje trhu.....	33
3 Analýza realitního trhu	36
3.1 Výkon ekonomiky ve vztahu k vývoji realitního trh.....	36
3.1.1 Vývoj ekonomiky a poptávky po kancelářských plochách.....	37
3.1.2 Vývoj HDP a developmentu kancelářských ploch.....	39
3.2 Vliv podmínek financování na kancelářský development.....	40
3.3 Analýza nabídkové strany kancelářského trhu.....	42
3.3.1 Vývoj celkového objemu ploch.....	42
3.3.2 Vývoj developmentu kancelářských objektů.....	43
3.3.3 Development kancelářských ploch v kontextu Evropy.....	45
3.4 Analýza poptávkové strany kancelářského trhu.....	46
3.4.1 Vývoj celkové leasingové aktivity.....	47
3.4.2 Struktura pronajatých ploch podle typu nájmu.....	48
3.4.3 Celková leasingová aktivita v Evropě.....	51
3.5 Neobsazené plochy na trhu s kancelářskými nemovitostmi.....	52
3.5.1 Praha v kontextu Evropy – neobsazenost.....	53
3.6 Vývoj nájemného na trhu s kancelářskými nemovitostmi.....	54
3.7 Prognóza tržního vývoje.....	56

3.7.1	Rozsah budoucí poptávky na základě vlastního průzkumu	57
3.7.2	Prognóza tržního vývoje: Praha jako celek	58
3.7.3	Prognóza tržního vývoje: subtrh centrum města.....	59
3.7.4	Prognóza tržního vývoje: subtrh vnitřní město.....	60
3.7.5	Prognóza tržního vývoje: subtrh okraj města	62
3.8	Strategické doporučení pro tržní aktéry.....	63
4	Závěr.....	66
	Literatura.....	68

Seznam zkratk

CEE	Střední a Východní Evropa (Central and Eastern Europe)
ČNB	Česká národní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
EU	Evropská unie
EUR	Euro
HDP	Hrubý domácí produkt
LTV	Loan-to-value (výše úvěru ku zástavní hodnotě nemovitosti)
m ²	metry čtvereční (obsahová jednotka)
PRF	Prague Research Forum

Seznam tabulek

Tabulka 1 Druhy otázek člena PRF v telefonickém dotazování a informace z nich zjištěné....	25
Tabulka 2 Těsnost vztahu výkonu ekonomiky a poptávky po kancelářských plochách.	37
Tabulka 3 Základní parametry podmínek financování kancelářského realitního developmentu v letech 2007 až 2010	42
Tabulka 4 Rozdělení kancelářského developmentu podle subtrhů za roky 2004 až 2010	45
Tabulka 5 Srovnání vývoje hrubé a čisté poptávky v letech 2004 až 2010	50
Tabulka 6 Srovnání vývoje nájemného ve vztahu k míře neobsazenosti v subtržích Prahy (hodnoty nájemného uvedeny v EUR/m ² /měsíc)	55
Tabulka 7 Seznam potenciálních nájemců hledajících nové kancelářské plochy standardu kvality A a B ve městě Praha pro období roku 2011 a 2012	57
Tabulka 8 Míra neobsazenosti a hodnoty nájemného na pražském kancelářském trhu kvality A, B v období 2004 až 2013	59
Tabulka 9 Míra neobsazenosti a hodnoty nájemného (uvedeno v EUR/m ² /měsíc) v subtrhu centrum města v období 2004 až 2013	60
Tabulka 10 Míra neobsazenosti a hodnoty nájemného (uvedeno v EUR/m ² /měsíc) v subtrhu vnitřní město v období 2004 až 2013	62
Tabulka 11 Míra neobsazenosti a hodnoty nájemného (uvedeno v EUR/m ² /měsíc) v subtrhu okraj města v období 2004 až 2013	63
Tabulka 12 Doporučené strategie aktérům pražského kancelářského trhu s nemovitostmi v segmentu kvality A a B pro roky 2011, 2012 a 2013	65

Seznam grafů

Graf 1 Výkon ekonomiky (agregát HDP) a čisté poptávky po pronájmu kancelářských ploch na pražském trhu v letech 2004 až 2013	37
Graf 2 Výkon ekonomiky (agregát HDP) a dodávka nových i zrekonstruovaných kancelářských ploch na pražský trh v letech 2004 až 2013	40
Graf 3 Vývoj celkového objemu kancelářských ploch na pražském trhu v letech 2004 až 2010	43
Graf 4 Vývoj kancelářského developmentu na pražském trhu v letech 2004 až 2013 ...	44
Graf 5 Vývoj kancelářského developmentu v Evropě v letech 2004 až 2013	46
Graf 6 Vývoj celkové leasingové aktivity na pražském trhu s kancelářskými nemovitostmi v letech 2004 až 2010	48
Graf 7 Vývoj struktury celkové leasingové aktivity na pražském trhu s kancelářskými nemovitostmi v letech 2004 až 2010	50
Graf 8 Vývoj celkové leasingové aktivity v Evropě v letech 2004 až 2010	51
Graf 9 Vývoj struktury celkové leasingové aktivity na pražském trhu s kancelářskými nemovitostmi v letech 2004 až 2010	53
Graf 10 Vývoj míry neobsazenosti v regionu CEE a v Praze v letech 2006 až 2010	54
Graf 11 Odhad vývoje tržních fundamentů s dopadem na míru neobsazenosti v Praze v letech 2011 až 2013	58
Graf 12 Odhad vývoje tržních fundamentů s dopadem na míru neobsazenosti v subtrhu centrum města v letech 2011 až 2013	60
Graf 13 Odhad vývoje tržních fundamentů s dopadem na míru neobsazenosti v subtrhu vnitřní město v letech 2011 až 2013	61
Graf 14 Odhad vývoje tržních fundamentů s dopadem na míru neobsazenosti v subtrhu vnější město v letech 2011 až 2013	63

Seznam obrázků

Obrázek 1 Fáze realitního developmentu do okamžiku zahájení výstavby	7
Obrázek 2 Geografické členění pražského trhu kancelářských prostor standardu A a B dle PRF	29

1 Úvod

Komerční realitní trh je nedílnou součástí ekonomiky každého státu. Jeho napojení na sféru stavebnictví, financí, pracovního trhu, stavebně-právního prostředí a v neposlední řadě na environment v širokém slova smyslu z něho činí zajímavý segment nejen pro podnikání, ale také ke studiu. Komerční realitní trh, konkrétně jeho moderní kvalitní prostory, jsou v České republice mladou skutečností. Přesto však, a to vlivem finanční krize a útlumu ekonomického výkonu, prodělal trh průchod cyklem, který odhalil vzájemný vliv nabídky a poptávky trhu na hodnotu neobsazenosti pronajímatelných ploch a na hodnotu nájmu.

Cílem překládané diplomové práce je prognóza vývoje trhu s kancelářemi v letech 2011 – 2013), porovnání vývoje místního kancelářského trhu Prahy s širším nadregionálním rámcem, kterým bude vývoj v Evropě jako agregovaném celku. Dále bude výsledkem práce formulování strategických doporučení jednotlivým aktérům nemovitostního kancelářského trhu v Praze pro období následujících tří let.

Celá práce tak směřuje k ověření hypotézy, zda a jak na sebe vzájemně reaguje nabídková a poptávková strana kancelářského realitního trhu, jak se projevuje v míře neobsazenosti a zda tyto tržní fundamenty ovlivňují pohyb hodnoty nájmu.

Práce je rozdělena do dvou částí: teoreticko-metodologické a analytické.

Cílem teoretické části bude popsat účel provádění tržního průzkumu (zájmové skupiny). Dále je vysvětleno fungování realitního komerčního trhu obecně, analyzována role jednotlivých tržních aktérů. Dále bude popsána interakce strany nabídky - představovaná dodávkou nových ploch na trh - se stranou poptávky, kterou představuje pronájem administrativních ploch. Výslednicí vztahu nabídky a poptávky je z pohledu objemu ploch míra neobsazenosti, z pohledu cenového hodnota nájmu. Cílem bude vysvětlit vzájemné ovlivňování míry neobsazenosti s hodnotou nájmu, čímž bude také vytvořen základ pro teoretický koncept prognózování budoucího vývoje.

V metodologické části se práce zaměří na objasnění způsobu monitorování kancelářského trhu v Praze. Cílem bude popsat metody a postupy sběru dat na tomto trhu, kde tento sběr provádí poradenské společnosti začleněné pod platformu Prague

Research Forum. Dalším cílem této části je uvést postupy výpočtu jednotlivých tržních ukazatelů a parametrů trhu. Výpočty jednotlivých ukazatelů budou použity v analytické části práce.

2 Teorie fungování realitního trhu a metodologie tržního výzkumu

Realitní trh obecně i jeho komerční část jsou součástí (mezi)národních ekonomik a jsou značně ovlivněny chováním ekonomiky, ve které existují, respektive pro kterou poskytují služby či investiční příležitosti.

Komerční realitní trh s moderními kancelářskými prostory je také důležitou součástí většiny místních ekonomik větších urbánních celků. Na této lokální úrovni je patrný jeho vliv zejména ve vztahu k místnímu trhu práce, důležitou roli sehrává také při tvorbě vizuálního architektonického prostředí města – a to jak ve smyslu negativním tak pozitivním.

Ať budeme analyzovat část nemovitostního trhu s obchodními prostory, skladovými a průmyslovými prostory nebo prostory kancelářské, budeme se z pohledu institucionálního rámce pohybovat v prostředí podobných aktérů.

Z výše uvedeného úvodu do teoretické části je patrné, že na komerční realitní trh lze nahlížet z různé prostorové úrovně – od makroekonomické po místní městskou, respektive ještě detailněji lze zkoumat jednotlivé fungování a operace jednotlivých aktérů uvnitř trhu. V rámci teoretické části bude zvolen postup „zespodu na horu“, tedy jako první se přistoupí k vymezení a popisu jednotlivých aktérů trhu a vysvětlení cílů, které sledují. Poté bude věnována pozornost komerčnímu realitnímu trhu jako celku a následně jeho začlenění do sféry makroekonomické.

2.1 Komerční realitní trh a jeho aktéři – institucionální pohled

Studiem realitního trhu z pohledu tzv. institucionální hierarchie (také hierarchického rámce pro následnou analýzu) se zabývali D'Arcy a Keogh (2002)¹ a vymezili tři institucionální roviny. V první rovině existuje realitní trh v definovaném rámci politickými, ekonomickými, sociálně-demografickými a právními pravidly. Na další

¹ D'ARCY, É., KEOGH, G. The market context of properte development activity. In Guy, S., Hennebery, J. Development and developers: perspectives on property. 1. vydání, Blackwell Science Ltd., 2002. str. 19-34.

úrovni je realitní trh sám institucí s vlastními mechanismy a pravidly. Poslední, třetí, úrovní jsou jednotlivé subjekty a firmy operující na realitním trhu.

Mezi nejdůležitější aktéry komerčního trhu s nemovitostmi patří developéři, stavební firmy, financující banky, investoři, nájemci, majitelé pozemků a poradenské firmy/agentury.

Každý z těchto aktérů sleduje své vlastní cíle a uplatňuje vlastní strategie. Protože se v podnikatelské sféře s komerčními nemovitostmi vždy uplatňuje primární ohled na maximální zhodnocení vložených prostředků do podnikatelského / investičního záměru, bude v případě popisu developerů a investorů zvolena jako sonda poskytující vhled do jejich kalkulování a strategického chování příslušná metoda ocenění nemovitostí.

2.1.1 Majitelé pozemků a pozemkový pre-development

V případě nemovitostí platí ono známé, že jejími třemi nejdůležitějšími vlastnostmi jsou lokalita, lokalita a lokalita. Každá lokalita je svým způsobem jedinečná a má své základní vymezující charakteristiky. Jednak to je velikost pozemku, polohu pozemku, fyzické a technické parametry (svahovost, tvar, vybavenost technickou infrastrukturou jako jsou inženýrské sítě), stávající využití a potenciální budoucí využití určené územně plánovací dokumentací. Všechny tyto faktory se promítají do hodnoty pozemku (Guntermann a Thomas, 2005).²

Předpokladem pro jakýkoliv realitní development je disponibilní lokalita resp. pozemek, který má svého majitele. Podle Adams (1994) existují u každého majitele pozemku s potenciálem pro realitní development tři oblasti, ve kterých se majitelé rozvíjejí odlišné strategie a kroky pozemkového managementu. Prvou oblastí je rozhodnutí, zda a kdy zahájit development sám nebo prodat pozemek developerovi. Druhou oblastí je rozhodnutí, zda a jaké vztahy vytvářet s ostatními relevantními aktéry developerského procesu. Třetí oblastí, kde se utváří strategie, je etapa managementu pozemku před zahájením developmentu.³

² GUNTERMAN, K., THOMAS, G. Parcel size, location and commercial land values. *Journal of Real Estate Research*, vol. 27, ročník 2005, str. 343-354.

³ ADAMS, D. *Urban planning and the development process*. 1. vydání, Routledge, Abingdon, 1994. str. 90-105.

S ohledem na první oblast uvádí MacLaran (2003), že komerční realitní development váže značné množství finančního kapitálu a to zpravidla po dlouhou dobu, čímž je závislý na dluhovém financování. Z tohoto důvodu v případě větších projektů nevstupují majitelé pozemků do procesu developmentu jako developeři, ale pozemek prodávají.⁴ Co se vztahů majitele pozemku s ostatními aktéry týče, nejčastěji to jsou stavební úřady (s územně-plánovací kompetencí) a pak developeři. V případě vztahu se stavebními úřady je hlavním záměrem majitele pozemku zvýšit atraktivitu pozemku a to tím, že v případě nevhodného (neatraktivního) stávajícího využití zajistí změnu využití. V této etapě musí být majitel pozemku informován, o jaký způsob využití je v dané lokalitě největší zájem (nebo jaký způsob využití je v lokalitě nejčennější). Případná změna využití pozemku musí postupovat dle kroků stanovených zákonem⁵, kdy změnit využití území je možné jen na základě územního rozhodnutí (v případě výstavby velkých komerčních nemovitostí). Na základě kladného územního rozhodnutí stavebním úřadem má developer uděleno povolení umístit v území stavbu (a poté na základě stavebního povolení zahájit výstavbu stavby). Poslední třetí oblastí strategií majitelů pozemků je etapa managementu pozemku před zahájením developmentu. Zde by měl majitel pozemku provést kalkulaci, zda se vyplatí před prodejem pozemky zainventovat (dobudování zpevněné komunikace chybí-li, zasíťování technickou infrastrukturou – el. energie, vodovodní vedení, plynovodní přípojka na hranici pozemku, odkanalizování a případně sítě datové) nebo prodat bez investic ve stávajícím stavu – zda tedy dokáže pozemky efektivně zhodnotit.

Ze všech třech oblastí tvorby strategie je patrné, že majitel pozemku cílí na maximalizaci hodnoty pozemku (Colwell a Munneke, 1997)⁶. Ne všechny parametry pozemku jsou ale měnitelné. Nejdůležitější – lokalita je neměnná. Dále v práci bude popsáno, jak lokalita v rámci Prahy sehrává důležitou roli v hodnotě nájemného, které je ale příjmem pro developera/investora a tím určuje jeho ochotu platit za pozemek danou cenu.

⁴ MACLARAN, A. Making space: property development and urban planning. 1. vydání, Arnold publishers Limited, London, 2003. str. 20.

⁵ Zákon č. 183/2006 Sb., o územním plánování a stavebním řádu (stavební zákon). Část třetí, Územní plánování. Hlava III: Nástroje územního plánování. Díl 4: Územní rozhodnutí.

⁶ COLWELL, P., MUNNEKE, H. The structure of urban land prices. Journal of Urban Economics, vol. 41, ročník 1999, str. 321-336.

Dopracování se k maximální ceně, kterou developer za koupi pozemku zaplatí, je uvedeno níže v části „developeři“ (část 2.1.2). Jedná se stanovení tzv. residuální hodnoty, což je hodnota, která „zůstane“ po odečtení všech nákladů a vlastního požadovaného zisku developera (stanoven např. jako procento z nákladů) od prodejní ceny dokončené nemovitosti investorovi. Je patrné, že v takovém ocenění vystupuje značné množství proměnných, které se mohou v průběhu realizace developmentu změnit – a to je riziko, které developer podstupuje.

2.1.2 Developeři

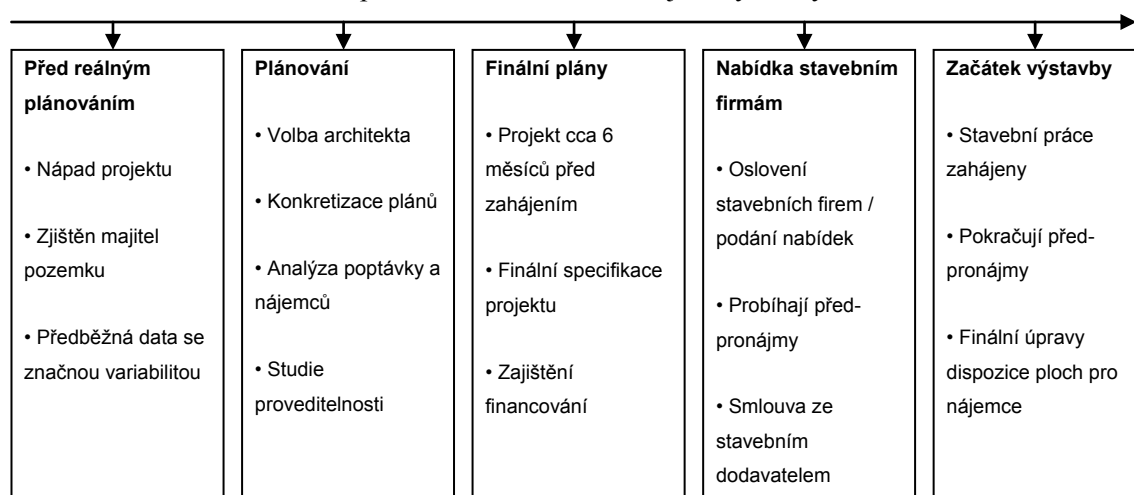
Developeři v podstatě představují subjekt, který je manažerem vzniku nové zástavby. Jejich rozsah působnosti v rámci realitního trhu je rozsáhlý a začíná již přípravnými pracemi na developerském projektu. To znamená, že developer vstupuje často do hry již v etapě pozemkového predevelopmentu, kdy si zajišťuje vlastnictví vhodných pozemkových parcel pro svůj budoucí záměr. Dále promítá své vize s pomocí architektů a projektantů do konkrétního projektu – na papíře. Také obstarává, respektive tím pověřuje věcně příslušné subjekty, případně nutné změny v územně plánovací dokumentaci, které ve výsledku umožní přistoupit legálně k samotné výstavbě budoucího objektu. Do tohoto momentu ještě není viditelný žádný hmatatelný výsledek.

Po nasmlouvání stavebního dodavatele a zahájení stavebních prací začíná mít developerský projekt fyzickou podobu. Stavební dodavatelé vstupují do realitního developmentu buď skrze otevřený tendr (veřejných zakázek) nebo přímo na základě dohody s developerem. Jak uvádí MacLaran (2003), zisk realizují na bázi rozdílu mezi smluvní cenou za provedené práce dohodnutou s developerem a náklady za stavební materiál společně s cenou provedené práce (často provedené stavební práce realizuje formou subdodávek). Ačkoli je to tedy stavební firma, která vytváří hmatatelnou hodnotu developmentu, její přístup k celkovému development profitu je omezen tím, jak dochází ke konkurenci s ostatními stavebními firmami v rámci tendrového procesu. Přičemž tato konkurence narůstá s prohlubující se mírou internacionalizace/globalizace stavebního průmyslu.⁷ Také obecný vývoj výkonu ekonomiky má dopad na ziskovost stavebních dodavatelů, kdy v době ekonomického poklesu dochází k útlumu ve stavební

⁷ MACLARAN, A. Making space: property development and urban planning. 1. vydání, Arnold publishers Limited, London, 2003. str. 23.

aktivitě a v prvních etapách roste cenová konkurence mezi stavebními firmami, později pokud trvá ekonomický/stavební útlum delší dobu mohou finančně slabší stavební firmy ukončit podnikání. Tímto způsobem se na stavebním trhu vyvíjela situace i v České republice v posledních dvou letech. Jednotlivé etapy realitního developmentu právě do momentu zahájení výstavby projektu jsou znázorněny na obrázku níže.

Obr. 1: Fáze realitního developmentu do okamžiku zahájení výstavby.



Zdroj: Upraveno dle COLEMAN, M., GENTILE R. Exploring the dynamics of building supply. Journal of real estate research, 2001, vol.21, str. 21-42.

Ještě před zahájením výstavby, nejčastěji již od momentu dokončení architektonické studie resp. projektové dokumentace, zahajuje developerská firma marketování budoucího projektu. Pomocí napojení na firmy poskytující marketingové služby, realitní agentury a vlastní kapacity začíná developer etapu před-pronájmů a to až do momentu kolaudace objektu (povolení k užívání). V závislosti na vztahu developera k riziku, respektive nastavení podmínek financující bankou (o trendech v úvěrové politice bank viz dále), cílí developer uspokojitelný podíl před-pronajatých ploch na celkové ploše objektu, aby si zajistil míru jistoty budoucího příjmu z pronájmů (net cash flow). Finanční logika opodstatňující podnikatelské kroky developerské firmy je obsažena ve způsobu, jakým se provádí tzv. development appraisal, nebo také ocenění developerského projektu residuální metodou.

Jak uvádí Sayce a kol. (2006), residuální metoda ocenění je používána v případech odhadnutí hodnoty developerských pozemků nebo nemovitostí, které mají potenciál být

re-developovány (přestavěny)⁸. To přesně reflektuje průchod vize developera celým developerským procesem až po dokončený a pronajatý, případně prodaný objekt. Ocenění touto metodou vychází z logiky, že celkové náklady vynaložené developerem na realizaci projektu přičtené k ceně kupovaného pozemku se musejí rovnat prodejní hodnotě objektu po dokončení a pronajmutí (v případě prodeje prodejní ceně budovy). Převeďeno do podoby vzorce vypadá zobecněná residuální metoda odhadu následovně:

$$P_p + TC_d + R = P_s, \quad (\text{rov.1})$$

kde jednotlivé členy rovnice znamenají:

P_p ... *kupní cena pozemku,*

TC_d ... *celkové developerské náklady,*

R ... *zisk developera,*

P_s ... *prodejní cena celé dokončené nemovitosti.*

Kupní cena pozemku (P_p) je vlastně výsledkem ocenění, je onou vypočítanou residuální hodnotou, ke které se snaží developer „dopočítat“ – tedy stanovit, kolik si může dovolit za pozemek zaplatit. Rovnice 1. je zapsaná tak, aby zohledňovala chronologicky kroky podniknuté developerem. Pod celkové developerské náklady (TC_d) se zahrnují náklady tzv. „hard costs“, které odpovídají nákladům stavebním a „soft costs“, pod které spadají náklady spojené s pronájmem budovy, prodejem budovy, bankovní poplatky za poskytnutý úvěr apod. Zisk (R) je marží, ve které je zohledněna odměna za podstoupené riziko. Za prodejní cenu (P_s) kupuje od developera nemovitost investor. Prodejní cena se v případě residuální metody odhadu vypočítává, nejde o skutečnou prodejní cenu realizovanou na trhu, nýbrž o odhadovanou/vypočítanou tržní hodnotu nemovitosti za předpokladu, že nemovitost bude dokončena a pronajata – bude generovat cash flow z pronájmu ploch. Rovnici lze upravit tak, že odečtu-li od tržní hodnoty dokončené nemovitosti požadovaný zisk a náklady, získám zbytkovou cenu pozemku, kterou si můžu dovolit zaplatit (za předpokladu požadování hodnot zisku a nákladů). S ohledem na dopočítání výše zisku pro developera lze v daném schématu postupovat následovně: je-li známá nabídková cena pozemku, který developer musí pro svůj projekt koupit a zná-li náklady projektu, který chce realizovat, pak dokáže dopočítat hodnotu

⁸ SAYCE, S., SMITH, J., COOPER, R., VENMORE-ROWLAND, P. Real estate appraisal: from value to worth. 1. vydání, Blackwell Publishing Ltd., Oxford, 2006. str. 14-15.

nemovitosti po dokončení (tržní odhad hodnoty nemovitosti). Od této tržní hodnoty dokončené nemovitosti odečte cenu pozemku a náklady projektu a jako výsledek vychází výše zisku.

Smyslem developerské činnosti je tedy jako v jakémkoliv podnikání realizovat uspokojivou návratnost z vložených prostředků reflektující podstoupené riziko – to jest zisk.

Právě ve vztahu k ziskovým očekáváním kategorizují Antwi a Henneberry (1995)⁹ tři typy developerů. Prvním typem je developer, který akceptuje současnou cenovou hladinu („current price-taking“) a v návaznosti volí tomu adekvátní strategii. Druhým typem je developer, který provádí systematické formální prognózování („formal forecasting“) více sofistikovaným způsobem. Posledním typem je developer, který svá budoucí očekávání vytváří pouze na základě minulého vývoje („trend extrapolation“).

Podle MacLaran (2003)¹⁰ lze v zásadě rozlišit dva druhy developerských společností podle toho, zda sledují s ohledem na zisk hledisko krátkodobé nebo dlouhodobé. Tzv. developer-prodejce sleduje krátkodobé hledisko s co nejrychlejší návratností investice. Jeho postup spočívá v organizaci a managementu výstavby projektu s cílem projekt po dokončení prodat investorovi. Developer-investor podstupuje stejný proces jako developer-prodejce s tím rozdílem, že po dokončení projektu jej drží ve svém vlastnictví dále a inkasuje příjem z pronájmu ploch nájemcům. Je však třeba doplnit, že tyto dvě kategorie developerů nejsou pro každou jednotlivou developerskou firmu pevně dané. Jestliže u developera-prodejce může dojít k tomu, že si podrží ve vlastnictví dokončený projekt po delší dobu např. z důvodu jím očekávaného růstu hodnoty nemovitostí (spekulace na vyšší prodejní cenu), pak zase developer-investor může např. z důvodu optimalizace svého nemovitostního portfolia nebo optimalizace firemního cash-flow přistoupit ihned po dokončení nebo i ještě před dokončením (tzv. forward purchase) k prodeji projektu. Také existují investiční fondy s developerskou činností, které nejenom kupují/prodávají nemovitosti, ale vyhledávají nemovitosti s potenciálem na zhodnocení. Po jejich koupi provedou na nemovitosti redevelopment ve smyslu zvýšení

⁹ ANTWI, A., HENNEBERRY, J. Developers, non - linearity and asymmetry in the development cycle. Journal of Property Research, vol. 12, ročník 1995. Routledge Publishing, str. 217-239.

¹⁰ MACLARAN, A. Making space: property development and urban planning. 1. vydání, Arnold publishers Limited, London, 2003. str. 14.

standardu prostor i poskytovaných služeb, zvýší úroveň nájemného a obratem zhodnocenou nemovitost výhodně prodávají.

Zjednodušeně lze tedy shrnout, na konci developerského procesu stojí developer na křižovatce rozhodnutí, zda nemovitost držet nebo prodat – investorovi.

2.1.3 Investoři

Tak jako obecně i v případě investic do komerčních nemovitostí existují základní předpoklady, které jsou motivem k investování. Je to přebytek disponibilního kapitálu, dostupný produkt (rozhodne-li se developer projekt prodat) a investorský záměr. Ať už je záměrem dlouhodobě uložit a zhodnotit prostředky, krátkodobě držet a prodat nebo diverzifikovat portfolio aktiv ve snaze rozptýlit riziko, které je nekorelovatelné s jinými riziky aktiv v portfoliu, vždy proti sobě stojí očekávaná resp. požadovaná míra návratnosti či výnosnosti z investice proti podstoupení akceptovatelné míry rizika. Na investičním trhu tak investor provádí neustále rozbor a porovnání všech aktiv právě optikou: výnosnost versus riziko (které zohledňuje i likviditu aktiva).

Komerční nemovitosti podle Wyatt (2007) se jako investice na investičním trhu vyskytují jednak na straně nabídkové a také poptávkové. Na straně nabídky představují komerční nemovitosti stávající objekty obsazené nájemci platícími nájem a také stále nově dokončované („přitékající“) objekty. Z pohledu nabídkové strany trhu lze nemovitost jako ne/výhodnou investici klasifikovat např. podle profilu výnosnost-riziko – kde níže rizikové se jeví nemovitosti ve výborné (zpravidla centrální) lokalitě města s často vysokou hodnotou nájemného a naopak rizikové jsou ty v nových neustálených lokalitách.¹¹

Dále lze nemovitost klasifikovat podle profilu nájemců, kde nejjistější cash flow z nájmu pramení z veřejných státních institucí. Kritérií je mnoho a mimo lokalitu a skladbu nájemců (mix nájemců) je důležitý stavebně technický stav budovy, flexibilita v případě žádané expanze – rozšíření objektu, parkovací kapacity, energetická šetrnost provozu a další.

¹¹ WYATT, P. Property valuation in an economic context. 1. vydání, Blackwell Publishing Ltd, Oxford, 2007. str. 36-50.

Jak uvádí Watt dále, na poptávkové straně investičního trhu si nemovitosti konkurují s alternativními aktivy, jako jsou akcie, dluhopisy firem a státu, komodity, deriváty a jiná aktiva. Zde investor poměřuje výhody a nevýhody investičních možností.

Za výhodu komerčních nemovitostí lze považovat odolnost proti inflaci. Tento aspekt je atraktivní zejména pro penzijní fondy a velké pojišťovny, které investují do komerčních nemovitostí právě jako do hedgeového prostředku (zabezpečení) proti inflaci. Růst cenové hladiny ve vztahu k příjmu z nájmu je nejčastěji ošetřen v nájemních smlouvách formou inflačních doložek, tzv. inflační indexace. Ta se provádí ke konci roku tak, že roční míra inflace zveřejněná Českým statistickým úřadem je použita jako procentuální navýšení nájmu nájemci¹². Spíše subjektivní je výhoda nemovitostí v tom, že představují hmatatelné / hmotné aktivum, které tak v portfoliu investora obsahující často jiná více „virtuální“ aktiva reprezentuje subjektivně skutečnou hmatatelnou hodnotu.

Za nevýhodu nemovitostí jakožto investičního instrumentu lze považovat její zastarávání a postupné opotřebování, které vyžaduje výdaje na údržbu, opravy a management objektu (facility management). Další podstatnou nevýhodou nemovitostí je jejich ilikvidita, tedy vlastnost nemovitostí se relativně pomalu transformovat do peněžní podoby. Proces realizace transakce, zejména u velkých komerčních objektů, zahrnuje mnoho postupných kroků náročných na časovou kapacitu – marketing nemovitosti, negociace prodávajícího a kupujícího, provedení komerčního due-diligence (detailní analýzy veškerých financí spojených s předmětnou nemovitostí), právní analýzy a přípravu smluvních dokumentů a v případě dluhového financování vyřízení úvěru¹³. Spíše jako riziko jak nevýhoda je vnímána možná ztráta nájemců (default), s čímž vypadává příjem z nájmu a vznikají náklady na zajištění nových nájemců.

Zastarávání, relativně nízká míra likvidity a riziko defaultu nájemců se přímo úměrně promítají do požadované (kompenzující) míry výnosnosti. Tímto způsobem se konstruuje požadovaná míra výnosu, která v ocenění nemovitosti investiční metodou reprezentuje diskontní míru. Právě pomocí metody investičního ocenění nemovitosti lze

¹² Z rozhovoru se specialítkou (makléřkou) pronájmu kancelářských ploch Helenou Hurabovou – pozice associate director v oddělení „Pronájem kancelářských nemovitostí“ firmy CB Richard Ellis, ze dne 30.8.2011.

¹³ SAYCE, S., SMITH, J., COOPER, R., VENMORE-ROWLAND, P. Real estate appraisal: from value to worth. 1. vydání, Blackwell Publishing Ltd., Oxford, 2006. ISBN-13: 978-1-4051-0001-4. str. 36.

podle Wyatt (2007) dobře sumarizačně znázornit faktory, se kterými investor při investování do nemovitostí kalkuluje. V obecné podobě pro účel pochopení determinantů výnosové hodnoty nemovitosti lze formulovat metodu investičního ocenění následovně (jako výpočet věčné renty).¹⁴

$$R_n / D_r = CV \quad (\text{rov.2})$$

kde jednotlivé členy rovnice znamenají:

R_n ... čistý příjem (*net cash flow*),

D_r ... diskontní míra (*resp. míra kapitalizační*),

CV ... kapitálová hodnota nemovitost.

Ve skutečném ocenění vypadá model mnohem rozsáhleji a strukturovaněji, zejména je-li ocenění provedeno způsobem discounted cash flow (DCF). Čistý příjem (R_n) z nemovitosti je příjem z nájmu ploch ponížený o veškeré náklady, které má majitel investor s vlastnictvím nemovitosti spojené. Diskontní míru lze konstruovat podle Sayce (2006) jako postupné navýšení bezrizikové míry výnosnosti (např. výnosnost státních dluhopisů) o jednotlivé rizikové faktory – o tzv. rizikovou prémii. Těmi jsou výše uvedené nevýhody nemovitostí, mezi které patří nízká likvidita, opotřebenosti a riziko defaultu nájemců. Tak vzniká tzv. diskontní míra upravená o riziko („risk adjusted discount rate“ RADR).¹⁵ V praxi se nejčastěji diskontní míra odvozuje na základě porovnávací metody zobchodovaných nebo oceněných srovnatelných nemovitostí. A platí, čím vyšší diskontní míra, tím nižší hodnota nemovitosti.

Investor tak má v zásadě dvě možnosti, jak dosáhnout zhodnocení nemovitosti. První možností je pokles diskontní míry, který se utváří na investičním trhu vztahem nabídky a poptávky po nemovitostech jako investicích a taky vývojem výnosnosti alternativních investičních aktiv (např. vládních cenných papírů). Pokud klesá výnosnost vládních cenných papírů, pak roste zájem o alternativní investiční instrumenty, kterými jsou např. nemovitosti, tedy roste jejich cena (za podmínky *ceteris paribus*). Z pohledu skladby diskontní míry vidíme, jak došlo ke snížení bezrizikové báze (výnos vládních

¹⁴ WYATT, P. Property valuation in an economic context. 1. vydání, Blackwell Publishing Ltd, Oxford, 2007. ISBN: 978-1-4051-3045-5. str. 126-128.

¹⁵ SAYCE, S., SMITH, J., COOPER, R., VENMORE-ROWLAND, P. Real estate appraisal: from value to worth. 1. vydání, Blackwell Publishing Ltd., Oxford, 2006. ISBN-13: 978-1-4051-0001-4. str. 102-103.

cenných papírů), která přičtená ke stejné rizikové prémii dává nižší výsledek (diskontní míru).

Druhou možností¹⁶ jak navýšit výnosovou hodnotu nemovitosti je růst nájemného resp. příjmu z nájemného. Determinanty pro tento vývoj se odehrávají na trhu nabídky a poptávky po plochách k pronájmu, kde tak vzniká určitá míra neobsazenosti ploch – ta je objemovým vyjádřením vztahu nabídky s poptávkou. Vztah nabídky a poptávky má i svůj cenový rozměr, tím je právě hodnota nájemného. Na analýzu těchto tržních fundamentů se práce zaměří v analytické části.

2.1.4 Nájemci

Význam nájemců je na trhu s kancelářskými nemovitostmi zásadní. Jakožto reprezentant poptávkové strany trhu, je to nájemce, který dává kancelářskému trhu s nemovitostmi smysl – prázdné budovy nemají důvod existovat. Jak uvádí v úvodu své práce Kahr a Thomsett (2005), na ocenění pozemku a na realizaci developerského projektu je těsně navázána otázka poptávky¹⁷.

Wyatt (2007) rozlišuje uživatele ploch v nemovitostech podle právního vztahu k nemovitosti na uživatele-majitele a nájemce. Z pohledu uživatelů ploch může být vztah k plochám (případně celému objektu nemovitosti) založen na vztahu nájemním – mezi majitelem a nájemcem ploch. Případně může být uživatel ploch v nemovitosti zároveň majitelem – developer postaví objekt sám pro své užití nebo nájemce odkoupí nemovitost od developera resp. majitele. Může dojít i k opačnému případu, kdy majitel a zároveň uživatel prostor v nemovitosti uskuteční tzv. sale and leaseback, tj. prodá nemovitost investorovi a zpětně si od něj tuto nemovitost pronajme (aby tak zpravidla uvolnil prostředky z vlastnictví nemovitosti na své ústřední podnikatelské aktivity).¹⁸ Ty uživatele ploch, kteří jsou v nájemním vztahu, můžeme dále dělit podrobněji podle toho, zda byla uzavřena smlouva nájemní nová nebo obnovená smlouva dřívější („renewal lease“), nebo došlo k před-pronájmu ploch ještě před zkolaudováním

¹⁶ Úvaha o snižování nákladů spojených s držbou nemovitosti (čímž by mělo dojít k růstu příjmu a tím i hodnoty nemovitosti) se částečně kompenzuje tím, že většina nákladů na provoz je v nájemních smlouvách převedena na nájemce (ať už přímo či nepřímo).

¹⁷ KAHR, J., THOMSETT, M. Real estate market valuation and analyses. 1. vydání, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2005. str. 17.

¹⁸ WYATT, P. Property valuation in an economic context. 1. vydání, Blackwell Publishing Ltd, Oxford, 2007. ISBN: 978-1-4051-3045-5. str. 28-36.

pronajímatelných prostor. Dále může být uživatel ve vztahu podnájemním, kdy uzavřel smlouvu / pod-pronajal si plochu s nájemcem. Klasifikovat lze i podle sféry podnikání nájemce (tato klasifikace je prováděna i v případě pražského kancelářského trhu s nemovitostmi).

Ať už je tedy uživatelem ploch majitel nebo nájemce, poptávka po plochách v nemovitostech je těsně navázána na vývoj hospodářství (dnes již stále více na vývoj na globální ekonomické úrovni). S růstem ekonomického výkonu roste zpravidla i poptávka po kancelářských plochách a naopak v době poklesu ekonomiky klesá i poptávané množství kancelářských ploch. Tato souvislost bude dále rozpracována v analytické části s dopadem na vývoj nájemného.

Peněžní tok daný příjmem z nájmu je hlavní veličinou, kterou sledují developeři, neboť ve vztahu k nákladům spojeným s developerským projektem zajišťuje peněžní přebytky v cash flow projektu – ty si musí developer zajistit v případě, že neprodá projekt investorovi a chce svůj ekonomický život udržet nad hladinou „červených čísel“. Pokud projekt prodá, zajímá se o příjem z nájmu (a také jeho o udržitelnost danou nájemním mixem) investor. V části výše bylo patrné, že investor vnímá budovu jako náklad a jediné, co pro něj má v době vlastnění nemovitosti hodnotu, je nájem – za ten platí / ten si kupuje. Je-li developerský projekt financován dluhově (nejčastěji přes banky), pak je rozměr příjmu z nájmu pro developera důležitý v tom, že jím kryje úvěrové splátky bance (coverage ratio a jeho modifikace).

2.1.5 Financující banky

V případě komerčního realitního trhu lze přítomnost dluhového financování vystopovat jednak v procesu realitního developmentu nebo poté po dokončení projektu v případě investičních záměrů financují banky nákup nemovitostí. Důvodem je skutečnost, že komerční nemovitosti vážou značné množství finančního kapitálu. Developer má možnost financovat development i z vlastních zdrojů, pokud se jedná o akciovou společnost jejíž akcie se obchodují na burze emisí nových akcií (v případě pražského kancelářského trhu to jsou společnosti ECM a Orco), nebo pokud developer operuje s vlastním portfoliem pronajatých nemovitostí, může akumulovat zdroje z inkasovaného nájmu. I kdyby developer potenciálně dokázal uhradit development z vlastních zdrojů, nemusí se jednat o nejrentabilnější formu financování. K tomu Adams (1994) uvádí, jak

důležité je vybalancovat poměr mezi vlastním a cizím kapitálem v případě financování realitního developmentu. Developerské společnosti, které se výhradně zaměřují na financování realitního developmentu z vlastních zdrojů získaných dodatečnou a nadměrnou emisí akcií, mohou ztratit nebo omezit (rozředit) svou pravomoc v podnikatelském rozhodování ve prospěch akcionářů.¹⁹ Také rozsah projektu (ve smyslu ploch budovy), který realizují, je omezen vlastními disponibilními zdroji, což může být v případě vysokého absorpčního potenciálu lokality neefektivní. Naopak v době, kdy dojde skokově a zejména nečekaně k růstu úrokové míry navázané na úvěrové financování, se developer může dostat do finanční tísně z pohledu likvidity, v takovém případě je financování projektu pomocí vlastní equity výhodné.

Výhodnost využití cizích zdrojů (dluhu) odůvodňuje Synek (2007) efektem finančním páky, kdy v zapojení levnějšího cizího kapitálu zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu (return on equity, ROE), a to za předpokladu, že celková výnosnost aktiv společnosti je vyšší než náklady na cizí kapitál – tzn. cizí kapitál vydělá podniku na sebe a ještě něco navíc. Další výhodou při použití cizího kapitálu přináší efekt daňového štítu, který znamená snížení daňového zatížení – úroky z úvěru jsou součástí nákladů a tím snižují zisk, ze kterého se platí daň.²⁰

V případě, že se developer rozhodne financovat development nemovitosti s pomocí cizích zdrojů, pak s oslovením financující instituce předkládá informace o sobě, projektu a tržní situaci. Detailní analýzu těchto požadovaných informací uvádí Nachev (2007). Pro potřeby této práce zestručněno: právní identifikace žadatele o úvěr, účetní výpisy, daňové výpisy, soupis ostatních aktérů přímo se podílejících na developmentu, projektová dokumentace nemovitosti, stavebně právní dokumenty povolující provedení záměru, rozpočet projektu, harmonogram zamýšleného použití vlastních a cizích zdrojů, právní zástupce developera, architekt, projektant, stavební dodavatel, způsob pojištění nemovitosti, kopie vzorů nájemních smluv, pokud již jsou pak smlouvy o smlouvě budoucí nájemní, vlastní odhad nájemného pro jednotlivé plochy v objektu (estimated rental values), odhad hodnoty nemovitosti, studii proveditelnosti, zpráva hodnotící

¹⁹ ADAMS, D. Urban planning and the development process. 1. vydání, Routledge, Abingdon, 1994. ISBN: 1-85728-021-0 (HB). str. 58.

²⁰ SYNEK, M. Manažerská ekonomika. 4. vydání, Grada publishing, Praha, 2007. str. 54-55.

dopad projektu na životní prostředí (EIA) a případně další specifické studie.²¹ Pokud financující instituce financuje koupi již dokončené nemovitosti (jako investici), pak se mění podklady zejména v tom, že namísto studií proveditelnosti, projektové dokumentace a návrhů nájemních smluv požaduje skutečnou zprávu o historickém cash flow nemovitosti.

S ohledem na výši angažovanosti (dluhové expozice) banky, provádí banka finanční analýzu finančních parametrů nemovitosti. K hlavním patří koeficient loan-to-value (LTV), a poměrový ukazatel krytí dluhové služby (coverage ratio). Dále banka nastavuje omezení a požadavky ve vztahu k nemovitosti, které musí být splněny – jedním z nich je v případě kancelářských nemovitostí požadavek na před-pronajaté plochy před zahájením financování (a i poté dále). Jejich výpočet uvádí Nachem (2007) ve své publikaci. Pro potřeby této práce budou uvedeny výpočty prvních dvou parametrů v základní podobě bez možných modifikací.

$$\text{LTV} = \text{výše úvěru} / \text{hodnota nemovitosti} \quad (\text{rov.3})$$

V případě komerčních kancelářských nemovitostí se za hodnotu nemovitosti počítá výnosová hodnota odvozená od generování příjmu z pronajatých ploch. Je-li tedy úvěr nastaven např. na koeficient LTV 70%, znamená to, že maximální výše úvěru bude odpovídat 70% odhadnuté hodnoty nemovitosti. Co se týče schopnosti developera (investora) splácet jednotlivé úvěrové splátky, dopočítává banka tzv. coverage ratio (nejčastěji debt service coverage ratio, DSCR).

$$\text{coverage ratio (ukazatel krytí)} = \text{čistý příjem z nájmu} / \text{dluh} \quad (\text{rov.4})$$

Aby byla nemovitost schopna splácet úvěr poskytnutý na výstavbu (koupi), musí generovat příjem z nájmu a to v takové výši, aby uhradila jak splátku úrokovou, tak úmor jistiny. Jestliže je např. parametr nastaven na poměr 1,5 (150%), musí měsíční čistý příjem z nemovitosti (net cash flow, resp. net operating income – čistý provozní příjem po odečtení nákladů na provoz) představovat 150% měsíční úvěrové splátky.

Koeficientu loan-to value (LTV) a požadavku na před-pronajaté plochy ve vztahu k nové nabídce kancelářských ploch bude věnována pozornost v analytické části práce.

²¹ NACHEM, I. The complete guide to financing real estate developments. 1. vydání, The McGraw-Hill Companies, 2007. str. 24-52.

2.1.6 Poradenské firmy – realitní agentury

Role poradenských firem je být zprostředkovatelem mezi jednotlivými aktéry na realitním trhu. Budeme-li uvažovat „plný balík“ funkcí, které tyto firmy nabízejí, lze konstatovat, že jejich poradenské služby lze uplatnit mezi všemi tržními aktéry. Tak tyto společnosti vstupují na komerčním realitním trhu jako intermediální článek mezi:

- prodejce a kupující pozemků (toto oddělení se v mezinárodních poradenských firmách nazývá „land acquisition and disposal“), někdy provádí odkup pozemků s potenciálem, sceluje a následně prodává jako celek;
- stavební dodavatele a developery jako služba projektového managementu;
- developery a financující banky jako poradci financování (optimalizace dluhové struktury);
- developery a nájemce ploch zprostředkují pronájem ploch (leasing negotiator);
- majitele budov a uživatele ploch jako správci nemovitostí (property management);
- developery/majitele budov a kupující/investory (investiční agenti);
- dále poskytují služby oceňování nemovitostí, sběr dat a tržní analýza (market research).

Co se realitního trhu obecně týče, jsou tyto společnosti jak „čistě“ místního původu s lokálním rozsahem působnosti, tak i mezinárodní firmy, které obsluhují jiný segment nemovitostí a tím i jiné klienty. V případě komerčního trhu s kancelářskými nemovitostmi se nejčastěji jedná právě o mezinárodní poradenské společnosti. Jejich vstupu a penetraci trhu se věnuje například Magalhaes (2002) na případě italského města Milán a španělského Madrid. Magalhaes ve své práci analyzuje proměnu tamního kancelářského realitního trhu na trh globální a poukazuje, jak se v případě obou výše uvedených měst/trhů (které byly až do roku 1980 převážně lokálního charakteru) tyto mezinárodní agenti - realitní konzultanti podílejí na utváření globálního značně dynamického trhu, jak urychlují jeho vývoj a z podstatné části vůbec umožňují jeho existenci. Magalhaes jako příčiny globalizace místních trhů uvádí vznik mezinárodní poptávky ve sféře služeb (které vyžadují kvalitní kancelářské plochy), kterou na nad-regionální úrovni monitorují právě tyto mezinárodní poradenské firmy a stávají se jejich zástupci co se vyhledávání vhodných prostor týče. Rozvoj globalizace komerčních realitních trhů v rovině investiční je těmito poradenskými firmami podporován

zvyšováním míry transparentnosti (viz výše uvedená funkce průzkumu trhu) a zaváděním mezinárodních standardů v oblasti oceňování nemovitostí²² - toto vše se začalo odehrávat i v Praze na konci 90. let.

Příchod mezinárodních poradenských firem na pražský trh na konci 90.let se odehrál způsobem akvizice vybraných místních realitních kanceláří, čímž se získal přístup k místní klientele a know-how. Management zůstal (zpočátku) zahraniční, později si získali svou pozici čeští manažeři. Mimo zastupování nájemců a pronajímatelů, kupujících a prodávajících, začaly tyto firmy oceňovat nemovitosti dle mezinárodních standardů s jednotnou metodikou (nejčastěji podle standardů anglické královské komory odhadců RICS – Royal institute of chartered surveyors), čímž podpořily důvěru zahraničních realitních investorů. Dále začali provádět systematický průzkum trhu formou sběru dat zpřístupněných právě na základě sítě vytvořených kontaktů ostatními odděleními uvnitř těchto firem. Nárůst informační transparentnosti znamenal snížení nákladů jak pro developery – museli by provádět průzkum trhu na vlastní náklad a obtížně by průzkumem obsáhli celý trh, tak investory a financující banky – netransparentnost se promítá do růstu rizika reflektovaném v úrokové sazbě bank a diskontní míře cash flow investorem kupované nemovitosti.²³

Ať už tedy lokální či mezinárodní, je to pouze know-how a síť kontaktů, které mohou tyto společnosti nabídnout. Data v této práci byla získána právě od těchto mezinárodních společností, které část svých datových zdrojů sdílí skrze tzv. Prague Research Forum, což je pravidelné účelové seskupení (probíhající na čtvrtletní bázi) šesti největších mezinárodních poradenských firem v Praze – viz dále v metodologické části.

2.2 Teorie fungování realitního trhu

Existence trhu je obecně podmíněna existencí strany nabídky a poptávky, které se střetávají a vzájemně reagují. Výsledkem vzájemného působení je cenový vývoj, který v regulacemi neporušeném tržním prostředí pro jednotlivé subjekty trhu sehrává

²² MAGALHAES, C. Global players and the reshaping of local property markets: global pressures and local reactions. In Guy, S., Hennebery, J. Development and developers: perspectives on property. 1. vydání, Blackwell Science Ltd., 2002. str. 224-246.

²³ Z rozhovoru s Mikulášem Molnarfím (vedoucí oddělení oceňování nemovitostí ve firmě CB Richard Ellis), dne 29.8.2011.

informační roli. Realitní komerční trh není z pohledu této obecné definice výjimkou. Strana nabídky na komerčním realitním trhu s kancelářskými objekty je reprezentována pronajímatelnou plochou, kterou na trh dodávají developeři. Rozměr poptávky po kancelářských plochách utvářejí nájemci uživatelé ploch, kteří si od developerů/majitelů kancelářských budov pronajímají disponibilní plochy, čímž ovlivňují celkovou neobsazenou plochu na trhu. Dochází-li k pronajmutí většího objemu ploch nájemci než k jejich nové výstavbě developery, potom neobsazenost klesá. A naopak. Neobsazené plochy k danému datu na trhu jsou výsledným objemovým střetem nabídky a poptávky. Neobsazené plochy lze vnímat jako ekonomický statek. O něm platí, že klesá-li objem neobsazených ploch, pak roste vzácnost daného statku – roste jeho cena. Cenou je v tomto případě hodnota nájemného. A právě kauzalita vývoj neobsazenosti-nájemného je ústředním tématem analytické části práce.

Z uvedeného popisu fungování jednotlivých tržních aktérů (v části 2.1) se ukazuje, že komerční realitní trh vlastně sestává z více vzájemně propojených trhů. Tomuto systémovému konceptu strukturování komerčního realitního trhu na vzájemně podmíněné subtrhy se věnoval ve své práci Trevillion (2002)²⁴ a Ball (1998)²⁵. Ball rozlišuje čtyři takové subtrhy. Prvým je trh uživatelů ploch, kde se mohou vyskytovat buďto uživatelé ploch, kteří jsou zároveň majiteli ploch nebo uživatelé, kteří si plochy pronajímají. Druhým je trh kancelářských nemovitostí jakožto investičních aktiv, jehož dynamiku udávají oportunitní náklady investované do kancelářských nemovitostí, když tyto investor porovnává s ostatními investičními aktivy. Třetím trhem je developerský trh, který reaguje na zvýšenou poptávku ze stran uživatelů kancelářských ploch a ve spojení se stavebními firmami dodává na trh nové/rekonstruuje stávající budovy. Posledním subtrhem je pozemkový trh napojený na development se svým omezeným objemem vhodných stavebních parcel.

Na trhu uživatelů/nájemců kancelářských ploch je funkce poptávky po kancelářských plochách dána hodnotou nájemného, kterou firma-nájemce platí za pronájem kancelářských prostor, výkonem a schopností firmy generovat zisk resp. čistý cash flow

²⁴ TREVILLION, E. Systems Tudory and the commercial development process – towards an understanding of complex behaviour and change. In Guy, S., Hennebery, J. Development and developers: perspectives on property. 1. vydání, Blackwell Science Ltd., 2002. str. 181-203.

²⁵ BALL, M, LIZIERI, C., MACGREGOR, B. The economics of commercial property markets. 1. vydání, The Routledge, New York, 1998. str. 20-40.

a dále množství potřebné kancelářské plochy v přepočtu na pracovníka firmy. Na trhu investičním, kde je nemovitost chápána jako investiční aktivum, za růstem poptávky po kancelářských nemovitostech stojí jejich relativní růst hodnoty oproti jiným investičním možnostem. Kapitálová hodnota nemovitosti na investičním trhu vznikající kapitalizací čistého příjmu z nájmu je dána buď růstem čistého příjmu nebo poklesem diskontní (kapitalizační) míry. Na trhu developerském rozhoduje o růstu developerské aktivity a tím nabídky residuální hodnota (viz rovnice 1.). Její zvýšení se odehraje zpravidla tehdy, když roste hodnota nemovitosti po dokončení (určená k prodeji investorovi) a ta roste tehdy, když roste příjem z nájmu. Na trhu s pozemky roste cena pozemků, když roste poptávka po pozemcích a ta pramení ze strany developerů. Z toho je patrná interakce jednotlivých subtrhů.

2.2.1 Cyklické chování realitního trhu a jeho spojitost s vývojem makroekonomickým

Protože developeři uspokojují potřeby nájemců-firem, jejichž výkon v průměru koreluje s výkonem hospodářství, je chování komerčního realitního trhu ve velké míře přímo závislé na vývoji národní a dnes stále více globální ekonomiky, která vykazuje cyklické chování. Cyklickému chování komerčního realitního trhu se věnovali např. Davis a Zhu (2004), Herring a Wachter (1998), Baum (2001), Pyhrr, Roulac a Born (1999) a Kaiser (1997)²⁶.

Tato práce bude mimo jiné analyzovat vztah mezi agregátem HDP a objemem poptávky po kancelářských plochách a mezi stavební produkcí (nabídkou) a HDP právě v časové periodě, kdy pražský trh s kancelářskými nemovitostmi prošel svým prvním cyklem v novodobé historii. Baum (2001) definuje cyklus realitního trhu jako tendenci poptávky (nájemců a investorů), nabídky (developerské), cen (nájemné a ceny objektů) a návratnosti investice fluktuovat okolo dlouhodobého trendu nebo průměru²⁷. Pražský trh však existuje relativně krátké období, proto přísně z pohledu této definice nelze hovořit o dlouhodobém trendu či průměru. V případě Prahy se jedná o vývoj trhu ve smyslu růstu tržních ukazatelů následovaných poklesem těchto ukazatelů.

²⁶ Odkaz na práce autorů v seznamu literatury.

²⁷ BAUM, A. Evidence of cycles in European commercial real estate markets – and some hypotheses. in Brown, S and Liu, C (eds), A global perspective on real estate cycles, Kluwer academic publishers, New York. 2001. str. 103-115.

Důležitou skutečností pro realitní kancelářský trh je restrukturalizace národohospodářství ve smyslu nárůstu podílu služeb (terciéru) na celkové zaměstnanosti v ekonomice. Růst firem a tím pracujících ve sféře služeb znamená růst poptávky po kancelářských plochách, kde tyto aktivity operují (Ball, 1989)²⁸. Například v České republice v období let 2000 – 2010 došlo k růstu zaměstnanosti ve sféře služeb z 57,8% na 64,3%²⁹.

Ball (1998) modelově popisuje nastolování rovnovážného stavu na výše (v kap. 2.2) popsaných čtyřech (sub)tržích následovně. Dojde-li k růstu poptávky po kancelářských plochách ze strany nájemců v souvislosti s růstem výkonu ekonomiky a firmy se rozhodnou expandovat, dojde k růstu nájemného. Tím dochází k růstu kapitálové hodnoty nemovitosti na investičním trhu. Vyšší hodnota nemovitostí podložená růstem poptávky ze strany nájemců stimuluje developery k růstu stavební činnosti s následným dodáním nových kancelářských ploch na trh pronájmů a trh investiční.

Růstový stimul pro zvýšení developerské aktivity ve vztahu k investičnímu realitnímu trhu lze vysvětlit analogicky na podkladě tzv. „Tobinova q “. Tobinovo q vyjadřuje vztah mezi tržní hodnotou firmy a reprodukčními náklady firmy – je-li q hodnota vyšší jak 1, vyplatí se firmě kapitálově expandovat³⁰. Analogicky pro developerský trh: roste-li tržní (kapitálová) hodnota nemovitosti oproti nákladové hodnotě nemovitosti, vyplatí se je stavět a následně prodat.

Dále, pokračuje Ball, nárůst developerské aktivity způsobuje růst hodnoty pozemků. Postupně dochází k utlumení developerské aktivity s tím, jak je část vzrostlé poptávky uspokojena a část odrazena nárůstem hodnoty nájemného.³¹ Výše naznačená tržní dynamika se může vyvíjet i v opačném směru, kdy by naopak docházelo k poklesům hodnoty nájemného.

²⁸ BALL, M., HARLOE, M., MARTENS, M. Housing and social change in Britain and the USA. 1. vydání, The Routledge, London, 1989. str. 277.

²⁹ Český statistický úřad. Statistická ročenka České republiky 2010. Průměrný počet zaměstnanců v národním hospodářství podle ekonomické činnosti (sekce CZ-NACE) a sfér. Dostupné z <http://www.czso.cz/csu/2010edicniplan.nsf/kapitola/0001-10--1000>.

³⁰ SOUKUP, J. a kol. Makroekonomie: moderní přístup. 1. vydání, Management press, Praha, 2008. ISBN 978-80-7261-174-4. str. 90.

³¹ BALL, M., LIZIERI, C., MACGREGOR, B. The economics of commercial property markets. 1. vydání, The Routledge, New York, 1998. str. 20-40.

2.3 Teorie výzkumu realitního trhu

Tržní průzkum (analýza) se provádí vždy ze základního důvodu, kterým je potřeba nalézt odpovědi, vysvětlit a opodstatnit zamýšlené kroky a tím racionalizovat strategii. Totiž tvorba strategie na základě postoje „*cítím to tak...*“ může být strategií poslední. Přesto však poslední v dobrém slova smyslu (zajistila tak dobrou budoucnost svému autorovi, že nemusí nadále podnikat). To proto, že ani nejs sofistikovnější predikční modely nedokážou poskytnout bezchybný vhled do budoucího vývoje – na kterém zejména záleží úspěch v odvětví realitního developmentu, protože dodání budovy na trh je záležitostí průměrně dvou let. A tak je nejistota ohledně budoucnosti pro tržní průzkum dvojsečný meč. Na jedné straně generuje poptávku po tržním výzkumu a jeho výsledcích, na stranu druhou znesnadňuje analytikům konstruovat predikční algoritmy a do prognostického modelu nutí zahrnout takové determinující ukazatele, jejichž vývoj lze odhadovat jen těžce. Ve své práci Barkham (2002) ukazuje, že ne všichni developeři, kteří dosáhli úspěchu, prováděli systematický tržní průzkum s formálním prognostickým odhadováním, nýbrž se mnohdy řídili vlastním instinktem³². Přesto je však všeobecně uznaným faktem, že znalost pravidel fungování tržních mechanismů je dobrým předpokladem pro úspěšné podnikatelské kroky (D'Arcy, Keogh, 2002)³³.

Analýza trhu s komerčními nemovitostmi podle Schmitz a Brett (2005) zodpovídá, zda se najdou kupci nemovitosti či nájemci prostor v nemovitosti. Jak rychle lze očekávat, že se uskuteční prodej či pronájem, za jakou cenu resp. nájemné? Má tedy trh zamýšlenou absorpční kapacitu jak ve smyslu prodeje tak pronájmu? Lze zamýšlenou nemovitost projektovat a následně marketovat vhodněji s ohledem na potřeby trhu?³⁴ Je evidentní, že analýza směřuje k určení rozměru a charakteristiky poptávkové strany trhu (kupci/nájemci – cena/nájemné), čímž ale implicitně určuje rozměr a charakter nabídky.

³² BARKHAM, R. Market research for office real estate. In Guy, S., Hennebery, J. Development and developers: perspectives on property. 1. vydání, Blackwell Science Ltd., 2002. str. 53-72.

³³ D'ARCY, É., KEOGH, G. The market context of properte development activity. In Guy, S., Hennebery, J. Development and developers: perspectives on property. 1. vydání, Blackwell Science Ltd., 2002. str. 19-34.

³⁴ SCHMITZ, A., BRETT, D. Real estate market analyse: A case study approach. 4. vydání, Urban Land Institute, Washington, 2005. str. 3.

Aby tržní analýza, nejčastěji zacílená na konkrétní developerský projekt/investiční akci, podala odpovědi korektní a výstižné, provádí se ve třech stupních. Těmi jsou podle Howarth a Malizia (1998)³⁵:

- tržní studie: analyzuje charakter a potenciál poptávky a nabídky a zejména jejich interakci, jejich vazbu na makroekonomický vývoj v širokém slova smyslu (vše co je relevantní);
- studie marketability projektu: důraz na charakter poptávky a její atributy, adaptace projektu/ceny a jiných parametrů projektu na zjištění analýzy, také důležité pro tvorbu strategie prodeje resp. pronájmu nemovitosti;
- studie proveditelnosti: nejpodrobnější analýza zaměřená na konkrétní projekt, na základě výsledků předchozích stupňů tržní analýzy tvorba cash flow projektu (finanční feasibility studie).

Detailní rozbor studie proveditelnosti nabízí ve své práci Gause a kol. (1998)³⁶. Podle Schmitz a Brett (2005) slouží výsledky tržní analýzy všem tržním aktérům. Pro developery poskytuje odpověď ohledně vhodnosti lokality pro zamýšlený projekt a vhodnosti projektu pro očekávanou poptávku. Investoři (kupující-budoucí majitelé) pomocí tržní analýzy odůvodňují udržitelnost požadovaného cash flow a rentabilitu investiční akce, zatímco stávající majitelé mohou v tržní analýze hledat odpověď na otázku, zda nemovitost prodat nyní nebo je důvod očekávat, že pozdější prodej by byl výhodnější (spekulativní motiv na bázi prognózy). Nájemci ploch pomocí průzkumu zjišťují vhodnou lokalitu pro své firemní aktivity, mohou také pod vlivem očekávání budoucího vývoje zvažovat – umožňuje-li to nájemní smlouva, zda je vhodné využít možnosti renegotiace nájemní smlouvy s cílem vyjednat výhodnější nájemní podmínky (tzv. break opce v nájemních smlouvách umožňující úpravu nájemních podmínek). V neposlední řadě může být tržní průzkum vhodným nástrojem politiky pro veřejné instituce, které mnohdy vlastní atraktivní pozemky, mají/měli by mít zájem o tvorbu zdravého prostředí v částech města – tedy jaké dopady může mít projekt na obyvatele části města, jaké zatížení přinese projekt pro dopravní infrastrukturu apod.

K teoretickému pozadí tržního průzkumu a následné analýzy je třeba doložit, že je důležité nejenom sbírat data, jevy kvantifikovat aby byly měřitelné, ale také správně je interpretovat. O efektivním používání analýzy komerčního realitního trhu pojednává

³⁵ HOWARTH, R., MALIZIA, E. Office market analyses: Improving best-practice techniques. Journal of Real Estate Research, vol. 16, ročník 1998, str. 15-34. ISSN: 08965803.

³⁶ GAUSE, J. et. al. Office development handbook. 1. vydání, Urban Land Institute, Washington, 2005. str. 31-77.

Kahr a Thomsett (2002) s důrazem na specifika trhu s nemovitostmi, jakými jsou význam lokality (zásadní rozdíl oproti jiným aktivům), význam zahrnutí ekonomické prognózy z důvodu časové prodlevy mezi zahájením a dokončením výstavby, důležitost analýzy podmínek místní veřejné politiky a podpory místních obyvatel pro realizaci developerského projektu, správná volba architektonického provedení ve vztahu k charakteru okolní zástavby.³⁷ Při správné objektivní interpretaci analyzovaných dat může analytik dospět i k závěru, že realizovat projekt v dané podobě není ekonomicky smysluplné – tehdy je nutné uznat výsledek i přes to, že odporuje původnímu záměru/vizi a projekt nerealizovat (pokud je to možné – upravit).

2.4 Metodologie tržního výzkumu užitá v práci – data a ukazatele z nich vypočtené

V analytické části věnující se makroekonomickým souvislostem budou použita veřejná data Českého statistického úřadu a České národní banky. Data sekundární o realitním trhu s kancelářskými nemovitostmi poskytlo sdružení Prague Research Forum (PRF), jedná se o částečně veřejná data³⁸. Detailnější data o kancelářském realitním trhu poskytla firma CB Richard Ellis, která je také členem sdružení PRF. K ověření prognostické části analýzy byla sesbírána vlastní primární data formou dotazníkového šetření, které zkoumalo potenciální budoucí poptávku po kancelářských plochách (viz dále).

Dále se sběrem dat monitorující vývoj pražského realitního trhu v segmentu kancelářských budov standardu A a B věnují realitní poradenské firmy Cushman & Wakefield, Jones Lang LaSalle, Colliers, DTZ, Knight Frank, King Sturge. Částečně se na sběru tržních dat podílí také společnosti Professionals či EHL. Z těchto společností tvoří CB Richard Ellis, Jones Lang LaSalle, Colliers, DTZ, Cushman & Wakefield a King Sturge společnou platformu pro sdílení těchto dat – sdružení Prague Research Forum.

³⁷ KAHR, J., THOMSETT, M. Real estate market valuation and analyses. 1. vydání, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2005. ISBN-13: 978-0-471-65526-8. str. 29-31.

³⁸ Prague Research Forum zveřejňuje část svých dat ve formě agregovaných tržních ukazatelů na čtvrtletní bázi formou tiskových zpráv. Data detailnější poskytuje pouze svým klientům, nikdy však data jednotková (o jednom nájemci, o jedné budově). Z rozhovoru s Janou Novotnou, vedoucí průzkumu trhu CB Richard Ellis, ze dne 5.9.2011.

2.4.1 Prague Research Forum³⁹

Prague Research Forum (PRF) představuje dobrovolné sdružení výše uvedených poradenských firem, které systematickým způsobem monitorují kancelářský realitní trh v Praze. PRF nesbírá data za celý realitní trh v Praze. Monitoring je nasměrován pouze na segment trhu: 1. kancelářských budov, 2. standardu kvality A a B⁴⁰, 3. s pronajímatelnou plochou nad 800 metrů čtverečních, 4. na území města Prahy. Z hlediska časové periodicity provádí PRF sběr dat na kontinuální bázi, který se pravidelně opakuje na stejném (a rozrůstajícím se vlivem nové výstavby) statistickém souboru respondentů. Data jsou sbírána pravidelně na konci každého čtvrtletí a to od roku 2002, čímž vzniká časová řada tržních ukazatelů, které PRF z těchto dat počítá. Přestože PRF publikuje čtvrtletní výsledky o trhu, vykazují tyto statistické výstupy značné výkyvy a vývojový trend se při analýze dat na čtvrtletní bázi stává méně patrným. Trend se odhaluje až při práci s daty agregovanými na roční bázi. Tento postup byl zvolen v této práci.

2.4.1.1 Data Prague Research Fora monitorující nabídku trhu

PRF sbírá data o nabídkové straně trhu nejčastěji formou telefonického dotazníku, kdy zjišťuje aktuální stav ve všech monitorovaných budovách (těch bylo ke konci roku 2010 v analyzovaném segmentu trhu cca 500, což představovalo celkem 2,7 mil. metrů čtverečních kancelářských ploch). Dotazník je veden mezi pracovníkem oddělení Průzkumu trhu (ve firmě, která je členem PRF), který se dotazuje buď majitele kancelářského objektu, developera nebo pověřeného správce jednotlivých budov. Je vždy kladen stejný set otázek vztahujících se k parametrům budovy (tabulka níže).

³⁹Kap. 2.5.1 popisující PRF je převzata a upravena ze seminární práce autora této dipl. práce: VRÁBLÍK, P. Marketingový výzkum pražského trhu s kancelářskými nemovitostmi. VŠEM. 2011.

⁴⁰ Defínice standardu A a B: Kanceláře třídy A: Nadprůměrně splňuje následující kritéria: klimatizační systém, snížené podhledy, minimální výška mezi stropem a podlahou 2.7 m, flexibilní interní design, obvodové vedení sítí pro telefon, elektřinu a počítačové kabely nebo zdvojené podlahy, moderní vysokorychlostní výtahy, maximální doba čekání 30 sekund, dobrá kvalita kobereců a omítky, vyhrazeno zabezpečené parkování, spolehlivé telefonní a komunikační vybavení, duální elektrický systém nebo záloha, kontrola vlhkosti. Kanceláře třídy B: Odpovídá průměrné nebo typické budově podle výše zmíněných kritérií. Zdroj: Tisková zpráva PRF, zveřejněna 18.1.2011 na žádost CB Richard Ellis.

Tab.1: Druhy otázek člena PRF v telefonickém dotazování a informace z nich zjištěné.

Otázka	Informace pro potřeby analýzy nabídky
Jaká je celková plocha všech kancelářských ploch kvality A a B v objektu?	Následným součtem plochy všech budov se získá informace o celkovém objemu ploch na trhu.
Jaká je celková neobsazená plocha z těchto ploch v objektu?	Následným součtem neobsazené plochy u všech objektů se získá celková pronajatelná (tj. neobsazená) plocha na trhu.
Jaké jsou parametry standardu vybavení (ve smyslu kvality A či B, viz výše), změnily se od posledního čtvrtletí?	Po celkovém součtu a rozřídění umožní rozdělit trh na dva segmenty – A či B standard.
Byla-li na trh dodána nová budova, pak se zjišťuje, zda byla nově postavena či zrekonstruována a její přesná adresa.	Po celkovém součtu a rozřídění umožní rozdělit segment trhu na dva další segmenty – nově postavené či zrekonstruované. Následně umožňuje geografickou segmentaci (adresa).

Zdroj: Prague Research Fórum zastoupené členem firmou CBRE - vedoucí oddělení Průzkumu trhu Jana Novotná, ze dne 20.4.2011. Faktický vzhled reportovací tabulky se surovými daty je uveden v příloze práce – v části Přílohy.

Z takto sesbíraných dat se statisticky zpracovávají agregované, průměrné a podílové ukazatele o nabídkové straně trhu. Jsou to:

- Celkový objem kancelářských ploch

Hlavním zdrojem růstu této hodnoty je výstavba nových moderních kancelářských objektů, vliv sehrávají i rekonstrukce stávajících objektů. Naopak může nastat i posun hodnoty směrem dolů a to tehdy, je-li monitoringem zjištěno zhoršení stavu kvality ploch pod úroveň kvality A resp. B třídy.

- Nově dokončené plochy/nová nabídka

Jedná se o celkový součet pronajimatelných ploch v nově dokončených budovách resp. zrekonstruovaných stávajících budovách s velikostí celkové plochy nad 800 metrů čtverečních a dále jejich rozlišení dle kvality na standard třídy A či B.

- Neobsazené plochy

Jedná se o plochy, které jsou k datu provádění průzkumu dostupné k pronajmutí. Z neobsazených ploch se počítá míra neobsazenosti (vacancy rate, VR), jako:

$$VR (\%) = (V / S) * 100$$

(rov. 5)

kde jednotlivé členy rovnice znamenají:

VR... *míra neobsazenosti,*

S... *celková plocha kancelářských prostor (obsazené+neobsazené),*

V... *neobsazená plocha.*

2.4.1.2 Data Prague Research Fora monitorující poptávku trhu

Poptávka trhu je vyjádřena objemem pronajatých ploch za dané období. PRF sbírá data o poptávkové straně trhu tak, že na čtvrtletní bázi sdílí její členové mezi sebou základní údaje o uzavřených nájemních smlouvách. Firmy tvořící sdružení PRF mají jako jedno ze svých podnikových oddělení realitní agenty zastupující nájemce (tenants representation) a developery (landlords representation). Další data o nájemních smlouvách získává PRF smluvně od zbylých realitních kanceláří aktivních v tomto tržním segmentu (Professionals, EHL, Knight Frank) a dále přímo od developerů. Z takto sesbíraných dat se statisticky zpracovávají agregované, průměrné a podílové ukazatele o poptávkové straně trhu. Jsou to:

– Realizovaná poptávka

Hodnota udává celkový objem pronajatých prostor. Ukazatel zahrnuje tyto druhy nájemních smluv: prodloužení stávajících nájemních smluv, nově podepsané nájemní smlouvy v nových prostorách, podpronájmy (nájemní vztah mezi stávajícím nájemcem a podnájemcem) a předpronájmy (plochy pronajaté v budovách, které jsou šest měsíců před kolaudací).

– Nájem

Průzkum hodnoty nájemného se provádí pouze v segmentu „prime“ budov – splňují nejnáročnější kritéria z pohledu kvality provedení i dopravní dostupnosti a prestiže lokality.

Dále je možné na podkladě dat sesbíraných PRF počítat tzv. čistou absorpci (net absorption), která vyjadřuje skutečný nárůst obsazených ploch oproti obsazeným plochám v minulém období, čímž vlastně udává čistou realizovanou poptávku⁴¹.

⁴¹SCHMITZ, A., BRETT, D. Real estate market analysis, A case study approach, 5. vyd., Urban Land Institute, 2005. str. 57.

Vylučuje přemísťování nájemců v rámci území daného trhu a znázorňuje tím objem pouze nově přichozích nájemců/uživatelů ploch. Ovšem celkový objem kancelářských ploch v případě pražského kancelářského trhu zaznamenává i poklesy vlivem zhoršení standardu kvality prostor pod úroveň A nebo B a také dochází ke změně využití např. na residenční nebo hotelové plochy – časté v centru města. To komplikuje a zkresluje výpočet čisté absorpce (výpočet je uveden v poznámce pod čarou)⁴² a znamená, že pro určení poptávky je zapotřebí dopočítat tzv. čistou poptávku (výpočet viz níže).

2.4.1.3 Geografická segmentace pražského realitního kancelářského trhu dle PRF

Při analyzování jakéhokoli podnikatelského záměru spojeného s nemovitostmi sehrává lokalita jednu z nejzásadnějších rolí. Pražský trh odpovídá strukturou uživatelů kancelářských ploch (globální společnosti, orgány veřejných a vládních autorit, národní a lokální společnosti) povaze trhu mezinárodního (Barkham, 2002)⁴³. Pražský trh – byť je menšího rozsahu jak globální metropole či několika milionová města, která také mají charakteristiku mezinárodního trhu – podobně jako tyto územně rozsáhlé trhy vykazuje rozdílné hodnoty některých tržních ukazatelů v jednotlivých lokalitách (Pyhr a kol., 1999)⁴⁴.

Prostorově uvnitř takto geograficky velkých trhů existují subtrhy, které mohou být definovány jako oblasti s vyšší mírou homogenity ve srovnání s celkovým trhem. Subtrhy, jak uvádí dále Barkham (2002), vznikají z důvodu dopravní dostupnosti a aglomeračního efektu. V případě pražského trhu sehrává nejdůležitější roli dopravní dostupnost v podobě blízkosti stanice metra, danost historické zástavby a image lokality neboli prestiž místa. Mimo kvalitu provedení kancelářských prostor jsou to právě tyto aspekty, které se podílejí na cenotvorbě hodnoty nájmu i kupních cen kancelářských nemovitostí. Prague Research Forum tak vymezilo tři subtrhy na území města Prahy, jsou to:

- Centrum města - tvoří městská část Praha 1 a Praha 2, částečně také Praha 3. Jedná se o nejdražší lokalitu.

⁴²Čistou absorbovanou plochu (NA) lze formálně vyjádřit jako: $NA = (S-V)t - (S-V)t-1$;
kde S – celková plocha kancelářských prostor (obsazené+neobsazené),
V – neobsazená plocha,
t; t-1 – období; předchozí období.

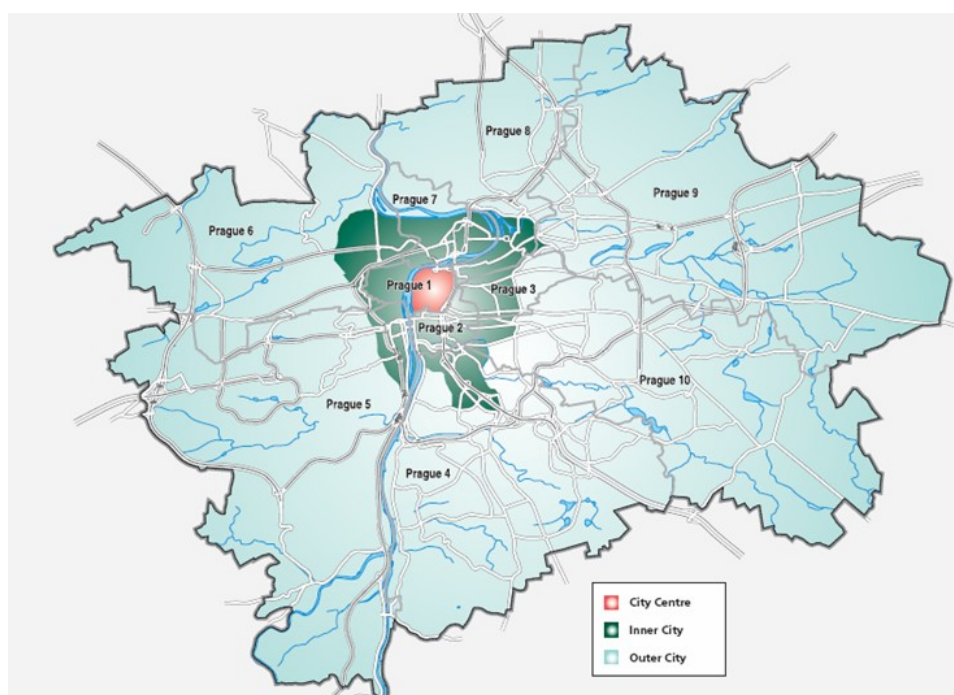
⁴³BARKHAM, R.: Market research for office real estate, in Development and Developers, perspectives on property, Blackwell Publishing, 2002, str. 55-56. ISBN: 0-632-05842-0. str. 19-34

⁴⁴PYHR, S., ROULAC, S., BORN, W.: Real estate cycles and their strategic implications for investors and portfolio managers in the global economy. Journal of real estate research, vol. 18, ročník 1999, str. 10-12.

- Vnitřní město - reprezentují zejména lokality zhuštěné kancelářské zástavby Pankrác-Budějovická, Karlín, Holešovice, Smíchov-Anděl a oblast Dejvic.
- Vnější město - zahrnuje převážně oblasti Butovice-Stodůlky, Vysočany, Chodov-Opatov, ul. Evropská na Praze 6. Relativně nejlevnější subtrh.

Všechny výše uvedené ukazatele, které sleduje PRF se dle tohoto prostorového vzoru geograficky segmentují. Tyto subtrhy jsou znázorněny na tematické mapě níže.

Obr.2: Geografické členění pražského trhu kancelářských prostor standardu A a B dle PRF.



Zdroj: CB Richard Ellis, PRF

2.4.2 Vlastní kvalitativní průzkum poptávkové strany trhu

Podle zdrojů se data a informace dělí na primární a sekundární, přičemž v oblasti marketingového a tržního výzkumu panuje shoda, že při provádění analýzy je vhodné pracovat s oběma druhy dat. Jako definici primárních dat uvádí Wrenn a kol.(2007), že primární data jsou data, která byla získána poprvé z vlastního výzkumu. Metody sběru primárních dat jsou nejčastěji dotazování, pozorování a experiment. Jejich sběr je často nákladný vyjádřeno cenově i časově, ale při vhodném statistickém vzorku a zpracování poskytují hluboký vhled do zkoumané problematiky.⁴⁵

⁴⁵WRENN, B., STEVENS, R., LOUDON, L.: Marketing research: text and cases, The Haworth Press, 2007, str. 89-95.

V analytické části níže bude na základě prognózovaného růstu ekonomiky projektovaná poptávka po kancelářských plochách v roce 2011, 2012 a 2013. Tato predikce poptávky bude konfrontována s primárními daty, která byla získána od společností Skanska a Immorent (významní developeři na pražském kancelářském trhu) a od společností CBRE Richard Ellis a Jones Lang LaSalle (z oddělení zprostředkování pronájmů kancelářských ploch) formou osobního rozhovoru.⁴⁶ Při rozhovoru byla kladena jedna otázka:

„Uvedte výčet firem i veřejných organizací, o kterých víte, že hledají v současné době moderní kancelářské prostory k pronajmutí.“

Tato otázka byla položena dvoufázově, nejprve ve 4. měsíci a následně v 9. měsíci roku 2011. Výsledky jsou uvedeny níže v analytické části kap. 3.7.1. Primární data ohledně budoucí poptávky zachycují pouze odhadovaný vývoj pro roky 2011 a 2012, neboť rok 2013 je časově vzdáleným obdobím od data sběru primárních dat. Společnosti, o nichž existuje na trhu informace, že hledají kancelářské plochy k pronájmu v současné době, cílí své úsilí právě do druhé poloviny roku 2011 a roku 2012. Poptávka pro rok 2013 tak ještě k datu sběru dat nebyla známa.

2.5 Teoretické pozadí prognózy realitního trhu

Jak bylo naznačeno v úvodu, tato práce bude směřovat k prognóze vývoje kancelářského realitního trhu ve střednědobém časovém horizontu 2-3 let. To je v prostředí krátkodobé tržní dynamiky, neboť nelze v takto krátkém časovém úseku uvažovat zásadní změny tržního vývoje dané novými technologiemi, společenským uspořádáním apod. (Ball, 1998)⁴⁷. Prognóza bude zacílena na predikci hodnot nájemného, neboť tento cenový ukazatel je klíčovým pro všechny tržní aktéry. Analytická část bude systematicky budovat podklady pro toto prognózování – a to tím, jak bude odhalovat v historickém vývoji trhu vzájemné vazby. Budou to vazby jednak mezi trhem a širším ekonomickým a finančním prostředím a dále střetávání tržní

⁴⁶ Za Skanska odpovídal Leasing negotiator D. Lodr, za Immorent country manager M. Hynšt, za ECM projekt manager P. Lečbych, za CBRE vedoucí oddělení pronájmů H. Hrabová, za JLL oddělení pronájmů senior konsultant M. Kocián; rozhovor ze dne 22. a 23.4.2011.

⁴⁷BALL, M, LIZIERI, C., MACGREGOR, B. The economics of commercial property markets. 1. vydání, The Routledge, New York, 1998. ISBN 10: 0-415-14992-4. str. 220.

nabídky s poptávkou. Prognóza nemá za cíl prezentovat se jako neomylná „křišťálová koule“, ale spíše vytvořit úvahovou rovinu, ve které má smysl utvářet možné scénáře budoucího vývoje.

Bude-li na úrovni trhu analyzována interakce poptávky (vyjádřená objemem pronajatých ploch) s nabídkou (vyjádřená celkovou disponibilní pronajimatelnou plochou nově dokončených resp. zrekonstruovaných budov), je zapotřebí hned v úvodu zdůraznit dvě skutečnosti. Za prvé: v prostředí trhu je nabídka s poptávkou z pohledu ceny/nájmu v interakci permanentní, čehož výsledkem je neustále se měnící tlak na vývoj nájemného. Za druhé: rozměr potenciální poptávky (tj. poptávka po pronájmu kancelářských ploch ze strany firem) ale není dán rozměrem nabídky. Poptávka je navázaná na vývoj ekonomický a teprve na takto reagující poptávku reaguje následně developerská nabídka. To je zásadní skutečnost, neboť z ní vyplývá rozdílná míra přizpůsobivosti pro poptávku a developerskou nabídku. Zatímco od rozhodnutí do realizace firmy/nájemce expandovat a pronajmout si dodatečné kancelářské plochy je záležitostí cca půl až jednoho roku, schopnost developerské společnosti uspokojit výstavbou nových prostor tuto novou poptávku trvá déle – cca 2 roky (viz část empirická níže). Část developerského trhu navíc zaujímá vyčkávací tendence a aktivitu usměrňuje s ohledem na současný a nedávný vývoj (McGough, Tsolacos, 2002)⁴⁸.

Výslednicí vztahu poptávky a nabídky je neobsazená plocha, která je v daný moment k dispozici k pronájmu. Vykazuje-li neobsazená plocha rostoucí tendenci (plocha se tak z pohledu ekonomické teorie stává méně vzácnou), pak na trhu vzniká nerovnovážený stav, který je pro tržní aktéry impulsem k cenovému pohybu směrem dolů – hodnota nájmu je pod tlakem snižování. Prognóza pracuje se třemi sety dat, které se snaží určit dopad míry neobsazenosti na pohyb hodnot nájmu. Těmito sety jsou data:

- makroekonomická – analýza vztahů těsnosti výkonu ekonomiky a dopadu na poptávku, rostoucí/klesající stavební produkci s dopadem na budoucí rozsah nabídky;
- tržní historická - zachycující minulý vývoj trhu a to od počátku roku 2004;
- tržní odhadovaná projektovaná – analýza budoucí nabídky a realizované poptávky s dopadem na objem neobsazených ploch.

⁴⁸McGOUGH, T., TSOLACOS, S.: Modelling the development sector of the properte market. in Development and Developers, perspectives on property, Blackwell Publishing, 2002, str.44.

V prognóze se pracuje s konceptem „přirozené“ nebo-li „rovnovážné“ míry neobsazenosti (analogie přirozené míry nezaměstnanosti, kdy na pracovním trhu existuje rovnovážný stav a nevzniká tlak na pohyb mzdové sazby), který rozpracoval Wheaton (1987)⁴⁹ a Wheaton a Torto (1988)⁵⁰. Přirozená míra neobsazenosti je objemovým vyjádřením rovnovážného stavu na realitním trhu, kdy vztah nabídky a poptávky nevytváří tlak na pohyb nájemného. Na platformě této myšlenky byly rozvíjeny tzv. modely přizpůsobování nájemného (rent adjustment models), které vycházeli z následující logiky:

$$\Delta RR_t / RR_{t-1} = \lambda (VR_n - VR_{t-1}) \quad (\text{rov. 6})$$

kde jednotlivé členy rovnice znamenají:

ΔRR_t ... změna nájemného;

RR_{t-1} ... nájemné v čase $t-1$;

VR_n ... přirozená míra neobsazenosti;

VR_{t-1} ... míra neobsazenosti v čase $t-1$;

λ ... faktor přizpůsobení.

Rovnice ukazuje, jak je funkčně propojená změna hodnoty nájmu ve vztahu k rozdílu mezi aktuální a přirozenou mírou neobsazenosti. Přirozenou míru neobsazenosti lze aplikovat do tržního prostředí za účelem určení momentu, kdy dojde k pohybu nájemného. Jinými slovy řečeno, nad určitou kritickou hranicí (přirozené) míry neobsazenosti, např. 12%, bude nájemné pod sestupným tlakem. Naopak pod touto kritickou hodnotou přirozené míry neobsazenosti, např. 8%, nájemné bude tendovat k růstu. Jak uvádí Ball (1998), přirozená míra neobsazenosti není statická a vyvíjí se zralostí trhu od širokého pásma (např. 12-15%) k nižšímu a užšímu pásmu (např. 6-8%)⁵¹. V momentě, kdy se na trhu ustanoví rovnovážný stav - na trhu je optimální množství disponibilních kancelářských ploch, se přirozená míra neobsazenosti na určitou dobu stabilizuje. Tato logika bude aplikována v prognóze. Míra neobsazenosti je však výslednicí vztahu nabídky a poptávky, jejichž hodnoty bude nezbytné nejprve určit a od sebe odečíst.

⁴⁹WHEATON, C. The cyclic behavior of the national office market. Journal of the real estate economics. American Real Estate and Urban Economics Association. vol. 15, ročník 1987, str. 281-299.

⁵⁰WHEATON, C, TORTO, R. Vacancy rates and the future of office rents. Journal of the real estate economics. American Real Estate and Urban Economics Association. vol. 16, ročník 1988, str. 430-436.

⁵¹BALL, M, LIZIERI, C., MACGREGOR, B. The economics of commercial property markets. 1. vydání, The Routledge, New York, 1998. str. 220.

2.5.1 Tržní ukazatele použité v prognóze vývoje trhu

Níže bude metodou „krok za krokem“ uveden metodologický postup ukazující, jak jsou jednotlivé ukazatele trhu dopočítávány z poskytnutých dat od sdružení PRF a firmy CB Richard Ellis. Jedná se o ukazatel poptávky a nabídky na komerčním kancelářském realitním trhu, které jsou po úpravě označeny jako „čisté“, z nich je dopočtena výsledná neobsazenost. Tyto tržní ukazatele jsou v analytické části zachyceny v grafické podobě a komentovány v textu, jejich výpočty nejsou v analytické části rozebírány.

2.5.1.1 Čistá poptávka

Co se vyjádření poptávky týče, je nezbytné agregovaná data z PRF dekomponovat a vyjádřit tzv. čistou realizovanou poptávku (ta bude substituovat čistou absorpci – nepřesněji vyjadřuje skutečnou poptávku, jak bylo ale uvedeno výše, v prostředí pražského trhu nelze absorpci přesně stanovit). Historické hodnoty čisté poptávky budou poté projektovány do budoucnosti následujících tří let a to na podkladě odhadované výkonnosti ekonomiky (agregát HDP). Čistou poptávku P_n lze v případě této práce vyjádřit formálně jako:

$$P_n = P_g - \text{PodP} - \text{PředP} - \text{RegP} \quad (\text{rov. 7})$$

kde:

P_n ... *čistá realizovaná poptávka;*

P_g ... *celková realizovaná poptávka (hrubá);*

PodP ... *podpronájmy;*

PředP ... *předpronájmy;*

RegP ... *obnovené nájem (prodloužení nájemního období, renegociace).*

Ukazatel celkové realizované poptávky (P_g), kterou publikuje PRF, je příliš hrubý. Neboť chceme-li zjistit čistou absorpční kapacitu trhu (co je schopen trh pojmout), je nezbytné celkovou realizovanou poptávku (P_g) očistit, a to od těch druhů nájemních smluv, kdy nedochází k novému obsazení volných disponibilních ploch. Těmito druhy jsou podpronájmy, protože v tomto případě je již plocha obsazena stávajícím nájemcem (majitel inkasuje nájem od něj); předpronájmy, protože se jedná o obsazení ne stávajících volných ploch s okamžitou možností užívání, ale ploch budoucích, které mají být dokončeny/kolaudovány v průběhu následujících šesti měsíců; a také obnovené

nájemní smlouvy nebo-li renegociace, kdy se rozsah stávajících obsazených ploch nemění. Těmito úpravami se dostáváme k jednomu ze dvou základních parametrů trhu – čisté poptávce (P_n).

2.5.1.2 Čistá nabídka

Druhým základním parametrem je tržní nabídka. Rozsah stavěných kancelářských objektů o disponibilní ploše nad 800 metrů čtverečních je dostatečně velký, aby umožnil relativně spolehlivě odhadovat (s přesností alespoň na pololetí roku), kdy bude daný objekt dokončen. Kvantifikace nabídky ploch budoucích tří let není spojená s úpravami a dopočty, nýbrž je získávána sdružením PRF jakožto primární data, která se sbírají na trhu – formou rozhovoru z developerem doplněným pravidelným osobním průzkumem trhu (pracovník PRF monitoruje zahájené stavební práce). V analytické části níže je uveden ukazatel tzv. čisté nové nabídky. Tu lze získat tím, že od celkové nabídky se odečtou předpronajaté plochy (plochy pronajaté v budovách, které mají být dokončeny do 6 měsíců). Vyjádřeno formálně:

$$S_n = S_g - P_{\text{před}} \quad (\text{rov. 8})$$

kde jednotlivé členy rovnice znamenají:

S_n – *čistá nová nabídka*;

P_g – *celková nabídka (hrubá)*;

$P_{\text{před}}$ – *předpronájem*.

Význam odečtení předpronajatých ploch od celkové nové nabídky je umocněn za současného tržního vývoje tím, jak jsou nastaveny podmínky financování realitního developmentu. V tabulce č.3 níže v analytické části je zachycen vývoj požadavku ze strany bank na podíl předpronajatých ploch, který odpovídá 30-40% z nově dokončované budovy. Čistá nabídka (S_n) tak znázorňuje pouze objem nově dokončených ploch, který v době kolaudace budovy je opravdu na trhu k dispozici – je možné si tyto plochy pronajmout a užívat. Tímto krokem je dosaženo také toho, že se srovnává čistá poptávka a čistá nabídka, tedy ukazatele stejného rozměru.

2.5.1.3 Neobsazenost

Prognóza svými algoritmy imituje fungování trhu: na trhu existuje v daný moment určitý celkový objem ploch, tj. obsazených plus neobsazených. Tyto neobsazené plochy vztahované k celkovému objemu vyjadřují míru neobsazenosti (rov. 5). Celkový objem kancelářských ploch je navyšován tím, jak developéři dodávají na trh nově dokončené/rekonstruované objekty – *tyto hodnoty jsou zjišťovány přímo od developerů*. Část z těchto nově dokončených objektů je ještě před kolaudací předpronajato, takže nová čistá nabídka je o tuto předpronajatou plochu ponížena (rov. 8). Tyto nově dokončené plochy navyšují neobsazenou plochu. Od té jsou poté odečítány nově pronajaté plochy, tj. realizovaná čistá poptávka (viz rov. 7) – *ta je prognózována jako extrapolace objemu realizované poptávky odpovídající období se srovnatelným výkonem ekonomiky*. Výsledkem je pozměněná míra neobsazenosti, která v modelu působí jako hodnota determinující úroveň nájemného. Toto celé vyjádřeno formálně:

$$VR = V / S \quad (\text{viz rov. 5})$$

$$S_n = S_g - \text{PředP} \quad (\text{viz rov. 8})$$

$$P_n = P_g - \text{PodP} - \text{PředP} - \text{RegP} \quad (\text{viz rov. 7})$$

$$V = V_{t-1} + S_n - P_n \quad (\text{rov. 9})$$

kde jednotlivé členy rovnice znamenají:

VR... *míra neobsazenosti;*

V... *neobsazená plocha (V_{t-1}... neobsazená plocha v předchozím období);*

S... *celková plocha kancelářských prostor (obsazené+neobsazené);*

P_n... *čistá realizovaná poptávka;*

S_n... *čistá nabídka (nabídka ponížena o předpronájem);*

N... *celková nabídka.*

Rovnice č. 9 je mezi-výsledkem snahy o prognózu. Znázorňuje způsob, jak se dopracovat v každém následujícím období (v případě této práce období jednoho roku) k aktuální míře neobsazenosti - od které následně prognóza odvozuje růst, stagnaci nebo pokles nájemného. A právě vztah (viz rov. 6) nájemného s mírou neobsazenosti bude empiricky zkoumán v závěru části analytické.

3 Analýza realitního trhu

V teoretické části byl respektován postup „zespodu na horu“ – tedy charakteristika tržních aktérů, trhu a následně vazby trhu na makroekonomický vývoj. V části analytické bude zvolen postup opačný – „shora dolů“. Rozbor vztahu ekonomiky a sféry finanční s kancelářským realitním trhem se stane východiskem pro analýzu samotného tržního prostředí, kdy bude trh v Praze také zasazen do kontextu evropského. Následně provedená prognóza tržního vývoje bude podkladem pro tvorbu strategie jednotlivým aktérům trhu.

V úvodu analytické části je důležité zdůraznit, že se nebude analyzovat celý kancelářský realitní trh. Analýza v celé práci se týká pouze tržního nemovitostního segmentu kvality prostor A/B s plochou objektů nad 800m², nacházejících se na území Prahy. Bude-li dále v práci popisován realitní trh, vždy jím bude jenom výše definovaný segment.

3.1 Výkon ekonomiky ve vztahu k vývoji realitního trh

Vývoj hospodářství v České republice v rámci analyzovaného období prošel třemi etapami – relativně silný růst, propad a mírné oživení. V letech 2004 až 2007 vykazovala ekonomika silný růst, kdy zejména v letech 2005 až 2007 rostla více jak 6% ročním tempem (podle analytiků ČSÚ a ČNB o cca 1 p.b. nad svým potenciálem⁵²). Silný růst, podmíněný pozitivním ekonomickým globálním vývojem, byl ukončen zahraničním impulsem (celosvětové propady finančních trhů dopadajících do reálného ekonomického prostředí), aby tak ekonomika v roce 2008 meziroční růst nejprve výrazně zpomalila na 2,5% a následně upadla do recese v roce 2009 (-4,1% meziroční pokles). V roce 2010 opustil ekonomický vývoj zónu záporných hodnot, když rostl ročním tempem 2,3%. Pro následující období let 2011-2012 odhaduje Česká národní banka pozvolné oživení, které by mělo vrcholit v roce 2013 ročním růstem 3,8%. Je však třeba uvážít, že v globální ekonomice existuje stále značná míra nejistoty, která predikcím o budoucím vývoji dodává značný (do jisté míry oprávněný) element nedůvěry. Není předmětem této práce modelovat a detailně analyzovat pravděpodobnost

⁵²DUBSKÁ, D. Silný růst ekonomiky české veřejné finance výrazně nevylepšil. Analýzy ČSÚ, 31.5.2007. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/ckta05310707.doc>. Také SINGER, M., TOMŠÍK, V.: Aktuální vývoj a výhled české ekonomiky z pohledu ČNB. Prezentace pro krajskou hospodářskou komoru Moravskoslezského kraje, 24.9.2007. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_tomsik_20070924_hosp_komora_ostrava.pdf.

budoucího výkonu ekonomiky. Práce pro potřebu analýzy a prognózy kancelářského realitního trhu akceptuje predikční výstupy ČNB.

3.1.1 Vývoj ekonomiky a poptávky po kancelářských plochách

V části teoretické bylo pojednáno o vztahu výkonu ekonomiky a potřebě ploch k pronájmu ze strany expandujících firem (roste-li výkon hospodářství). Tento přímý vztah lze pozorovat i v prostředí pražského trhu s moderními kancelářskými nemovitostmi. Výpočet těsnosti vztahu mezi růstem hospodářství a poptávkou po kancelářských plochách byl proveden pro dvě období – 2004 až 2007 a 2010 až 2013 (zeleně podbarvené pole tabulky č.1).⁵³

Tab. 2: Těsnost vztahu výkonu ekonomiky a poptávky po kancelářských plochách.

rok	poptávka čistá m ²	HDP r/r %
2004	87 813	4.5
2005	127 290	6.3
2006	172 163	6.8
2007	122 447	6.1
2008	170 237	2.5
2009	131 862	-4.1
2010	111 825	2.3
2011 (p)	115 000	2.1
2012 (p)	105 000	2.2
2013 (p)	130 000	3.8

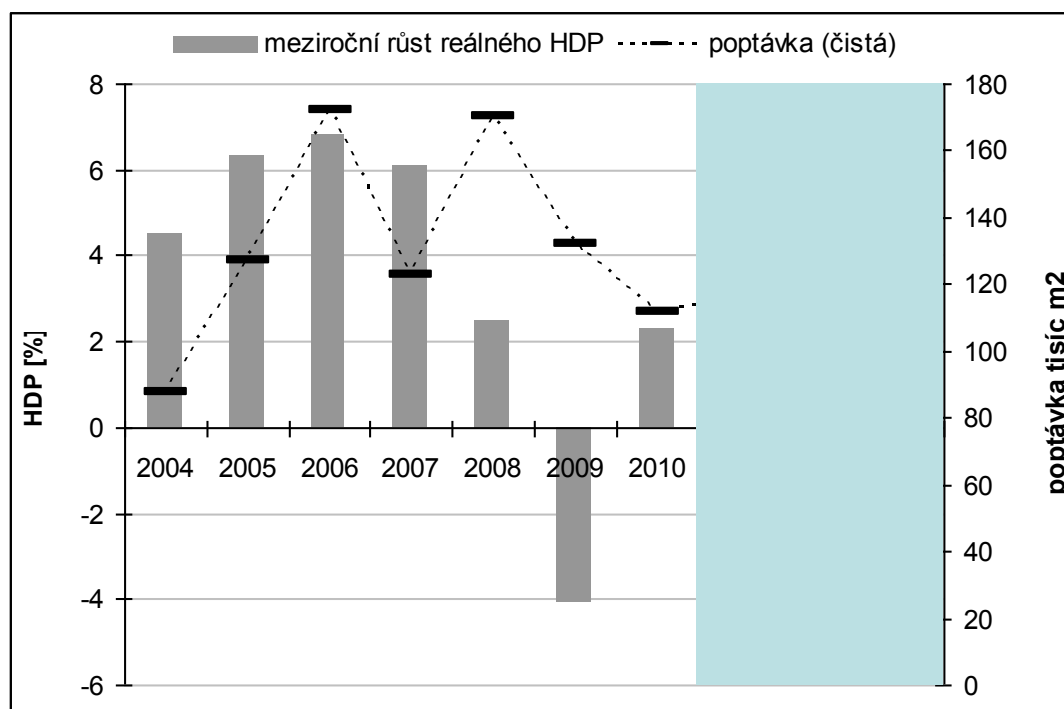
Zdroj: Data o historickém HDP ČSÚ: Česká republika: hlavní makroekonomické ukazatele. Dostupné z: http://czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:makroekonomicke_udaje. Data o HDP pro roky 2011, 2012 a 2013 ČNB: Aktuální prognóza ČNB, zveřejněná 4.8.2011. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html#HDP. Data o poptávce PRF, roky 2011, 2012 a 2013 vlastní výpočty.

V prvním období let 2004 až 2007 odhalil výpočet korelační koeficient hodnoty 0,92. V druhém období let 2010 až 2013 je poptávka po kancelářských plochách pro rok 2010 známý publikovaný údaj. Pro roky 2011, 2012 a 2013 byla poptávka odhadnuta tak, aby odpovídala tempu růstu HDP prognózovaného ČNB. Vývoj HDP je uvažován jako opěrný zástupce (tzv. „proxy“) pro vývoj poptávky, která není přesně dopočítanou hodnotou, nýbrž odhad přihlížející také k nové nabídce kancelářských ploch na trhu v daný rok a k výsledkům vlastního dotazníkového šetření ohledně poptávky (viz dále).

⁵³Do výpočtu korelace nebyl zahrnut rok 2008, kdy přestože ekonomika zpomalovala růst, poptávka po kancelářských plochách dosáhla srovnatelné úrovně (cca 170tis m²) jako v roce 2006, kdy bylo pronajato rekordní množství kancelářských prostor (rok 2008 viz níže). Z obdobného důvodu nebyl do výpočtu korelace zahrnut rok 2009, kdy byl výkon ekonomiky klesal (záporná hodnota), poptávka po kancelářských plochách také klesla, ale měla pozitivní hodnotu.

Podle prognózy ČNB by měl HDP v roce 2011 mírně snížit tempo růstu na 2,1% (z 2,3% v roce 2010). Silnější oživení růstu ekonomiky předpovídá ČNB až pro následující období, zejména pro rok 2013. Vývoj v období 2008 až 2013 by tak měl opsat tvar „uprostřed plytkého písmene W“. Stejný vývoj byl odhadnut pro vývoj čisté poptávky po kancelářských plochách, ovšem s jednoročním zpožděním. Z takto odhadnutého objemu poptávky a prognózy HDP dosáhl korelační koeficient pro roky 2010 až 2013 hodnoty 0,9 – tedy stejné jako v období 2004 až 2007. Graf níže zachycuje zpoždování poptávky po pronájmu kancelářských ploch za růstem ekonomiky o cca jeden rok, kdy se tato skutečnost stala (statisticky) patrnou v období 2008, 2009 a 2010.

Graf 1: Výkon ekonomiky (agregát HDP) a čisté poptávky po pronájmu kancelářských ploch na pražském trhu v letech 2004 až 2013.



Zdroj: zdroj identický jako v případě tab. 1.

V roce 2008 dosáhla poptávka po kancelářských plochách cca 170tis. m², tedy téměř stejné hodnoty jako v roce 2006, což představuje největší objem poptávky ve sledovaném období. Růst HDP ale v roce 2008 již klesal, aby se v roce následujícím dostal do záporných hodnot. Ovšem v roce 2009 byla poptávka po pronájmech stále relativně solidní (cca 130tis. m²), byť již na sestupném trendu. Zatímco v roce 2010 HDP oživuje na růst 2,3%, poptávka pokračuje stále v poklesu a až v roce 2011 je odhadován její mírný nárůst.

Toto zpoždění poptávky po pronájmech plyne z procesu, ve kterém se potencionální firma/nájemce rozhoduje o expanzi, tj. pronajmutí dodatečných či nových ploch. Časová náročnost tohoto procesu je daná jednotlivými kroky, které takový nájemce musí učinit. Musí se rozhodnout pro dodatečný (resp. nový) pronájem, čehož podkladem je optimistická budoucí vize fungování nájemce. Ta je postavena na finanční-ekonomické analýze indikující budoucí vývoj ve znamení růstu (udržitelného). Následně se rozhoduje o parametrech nových ploch - expandovat ve stávající budově (pokud možné) nebo se zcela přestěhovat; kde by měla být nová budova lokalizována; jaká by měla být prostorová dispozice nových ploch („otevřený prostor“ nebo kancelářské buňku nebo mix obou)? Poté následuje hledání prostor, které splňují zvolené parametry, často za pomoci realitních makléřů/agentů. Následuje etapa negociace s majitelem prostor ohledně nájemních smluvních podmínek s podporou právních specialistů, kde nejdůležitější jsou zejména výše nájmu, doba nájmu, možnost výpovědi či prodloužení nájmu, povinnosti a práva pronajímatele a nájemce, resp. kdo platí a zodpovídá za co, penalizace za nedodržení obsahu smlouvy aj. Následuje moment podpisu nájemní smlouvy, který je právě tím okamžikem, který statistika PRF zachytí jako realizovanou poptávku. Jako poslední krok probíhá fyzické stěhování nájemce do nových prostor.

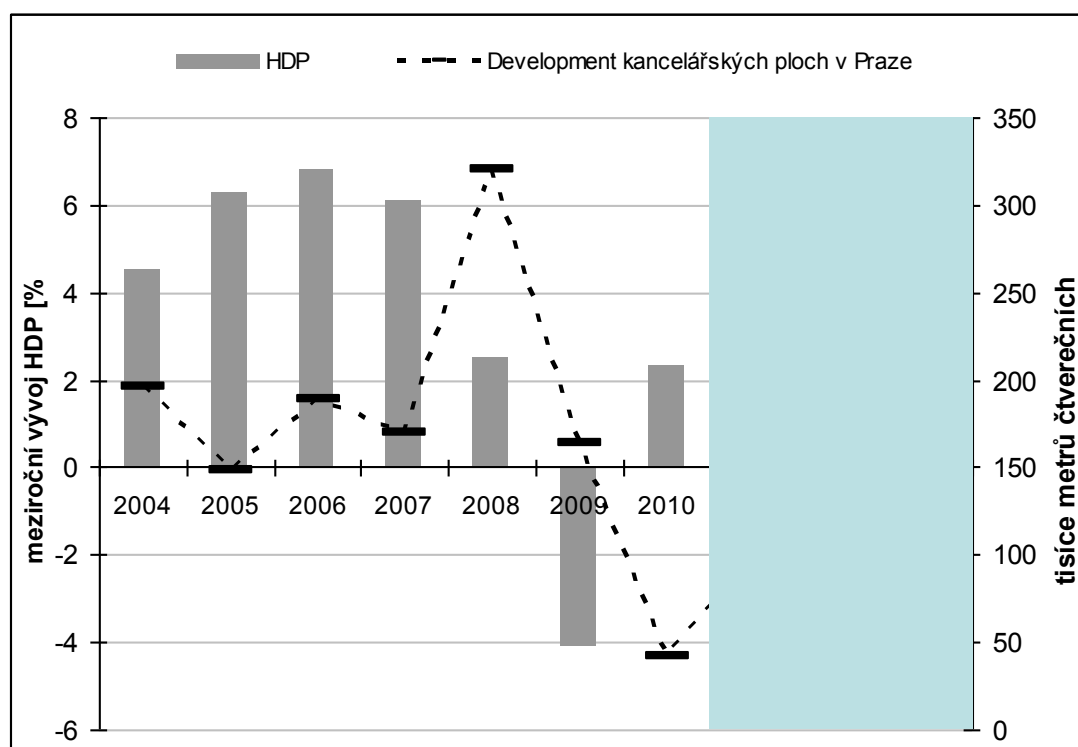
3.1.2 Vývoj HDP a developmentu kancelářských ploch

Dodávka nových kancelářských prostor na realitní trh je ve vztahu k vývoji ekonomiky (měřeno HDP) ještě v delším časovém opoždění, neboť reaguje na již zpožděnou poptávku po kancelářských plochách. Zejména však za zpožděním stojí časová náročnost realizace developerského projektu, který v případě budov v rozmezí velikosti cca 15 až 30tis. m² podlahové plochy znamená 18 až 24 měsíců od zahájení po dokončení projektu (za předpokladu, že nenastanou nečekané zpožďující okolnosti).

Graf níže ukazuje, jak maximální hodnota kancelářského developmentu byla dosažena v roce 2008, kdy už růst ekonomiky klesal. Tento rekordní objem (cca 320tis. m²) byl ovlivněn obdobím výrazného růstu ekonomiky a zejména poptávky po pronájmu kancelářských ploch – v roce 2004 až 2006 (objem pronajatých ploch v roce 2004 – 88tis. m², v roce 2005 – 127tis. m², v roce 2006 – 172tis. m²). Nejméně bylo dokončeno kancelářských objektů v roce 2010 (42tis. m²).

Pro roky 2011, 2012 a 2013 očekává PRF relativně velmi nízké hodnoty kancelářského developmentu, kdy i přes mírné oživení ekonomického růstu nebude nová výstavba dosahovat takových hodnot, jako v „předkrizovém“ období. Tím vyvstává otázka, zda nenastane zejména ke konci prognózovaného období nedostatek disponibilních ploch k pronájmu, resp. do jaké míry a zda klesne míra neobsazenosti ploch a zda by tento stav mohl znamenat tlak na růst nájemného? Na tyto odpovědi se pokusí odpovědět závěrečná část této práce.

Graf 2: Výkon ekonomiky (agregát HDP) a dodávka nových i zrekonstruovaných kancelářských ploch na pražský trh v letech 2004 až 2013.



Zdroj: Data o HDP jako v grafu č.1. Data o kancelářském developmentu PRF, CB Richard Ellis. Hodnoty nového developmentu let 2011 až 2013 jsou odhady PRF (f – forecast).

3.2 Vliv podmínek financování na kancelářský development

Omezení developerské aktivity má však své (opodstatněné) příčiny i mimo samotný realitní trh. Významně se na poklesu developerské aktivity podílely instituce financující realitní development a to z důvodu, uvedeném v teoretické části práce, že váže velké množství finančního kapitálu, čímž si vynucuje angažovanost dluhového financování. Tyto společnosti, nejčastěji banky, reagovaly v obecné rovině na dva podněty. Jedním byl poklesu likvidity na finančních trzích resp. na mezibankovních trzích jako projev finanční krize zejména v roce 2008. Druhým podnětem byl dopad finanční krize do

reálného ekonomického prostředí, kde začalo docházet k poklesu poptávky po pronájmu kancelářských ploch.

Tím ve vztahu ke klesající poptávce po pronájmech došlo k růstu rizika ve třech oblastech: riziko nezajištění obsazení ploch nájemci, riziko dosažení nižších než očekávaných hodnot nájemného (jaké modeloval developer), riziko ztráty stávajících nájemců v průběhu splácení úvěru nebo jejich snaha a také vzrostlá negociační síla si vyjednat výhodnější nájemní podmínky – zejména sleva nájemného. Roste-li ale rizikovost na straně poptávky, znamená růst ohrožení příjmu z nájmu, kterým developer kryje úvěrové splátky. To vedlo banky k zaujetí striktnějšího postoje v oblasti nastavení podmínek poskytnutí úvěru ve vztahu k financování realitního developmentu.

Ve vztahu k maximální výši poskytnutého úvěru přistoupily banky v období průchodu trhu krizí ke snížení koeficientu LTV (loan-to-value), který vyjadřuje výši úvěru ku zástavní hodnotě nemovitosti. To znamená, že v roce 2007 bylo možné dosáhnout na úvěr ve výši až 90% hodnoty nemovitosti, zatímco v roce 2010 byl úvěr ve výši LTV 70% maximální. Je však třeba doplnit, že nejenom že došlo ke snížení koeficientu LTV, ale také došlo ke snížení (zástavní) hodnoty nemovitostí vlivem vývoje na realitním trhu. Tím na developery dopadlo přes koeficient LTV omezení ze dvou stran – jak finanční (loan) tak tržní (value).

Dalším zpřísnujícím krokem v úvěrové politice ze strany financujících institucí bylo de facto zavedení požadavku zajištění před-pronájmu určitého procenta ploch ve stavěných kancelářských budovách. Jestliže bylo možné v roce 2007 a ještě v roce 2008 (zejména v první polovině roku 2008) financovat tzv. spekulativní kancelářský development bez zajištěných nájemců, v roce 2009 banky začaly požadovat a v požadavku pokračují do současné doby (polovina roku 2011), aby developer zajistil před poskytnutím úvěru minimálně 30 až 40% před-pronajatých ploch. Například v případě nákupních center je tento požadavek ještě přísnější a dosahuje hodnoty 50 až 60% a v případě logistických skladových objektů banky financují pouze zcela pronajaté developerské projekty.

Vývoj těchto dvou parametrů úvěrového financování v České republice zachycuje tabulka níže.

Tab. 3: Základní parametry podmínek financování kancelářského realitního developmentu v letech 2007 až 2010.

rok	2007	2008	2009	2010
LTV %	70-90	60-80	50-70	50-70
předpronajato %	spekulativně (0%)	spekulativně (0%)	30-40	30-40

Zdroj: Z rozhovoru s Petrem Svobodou z oddělení Financování developerských projektů v Komerční bance, a.s. a z rozhovoru s Lukášem Musilem, odhadcem komerčních nemovitostí z fy. CB Richard Ellis.

Restrikce v oblasti úvěrové politiky měly dopad na omezení výstavby, což znamenalo nižší přírůstky objemu kancelářských ploch než v letech před ekonomickým útlumem.

3.3 Analýza nabídkové strany kancelářského trhu

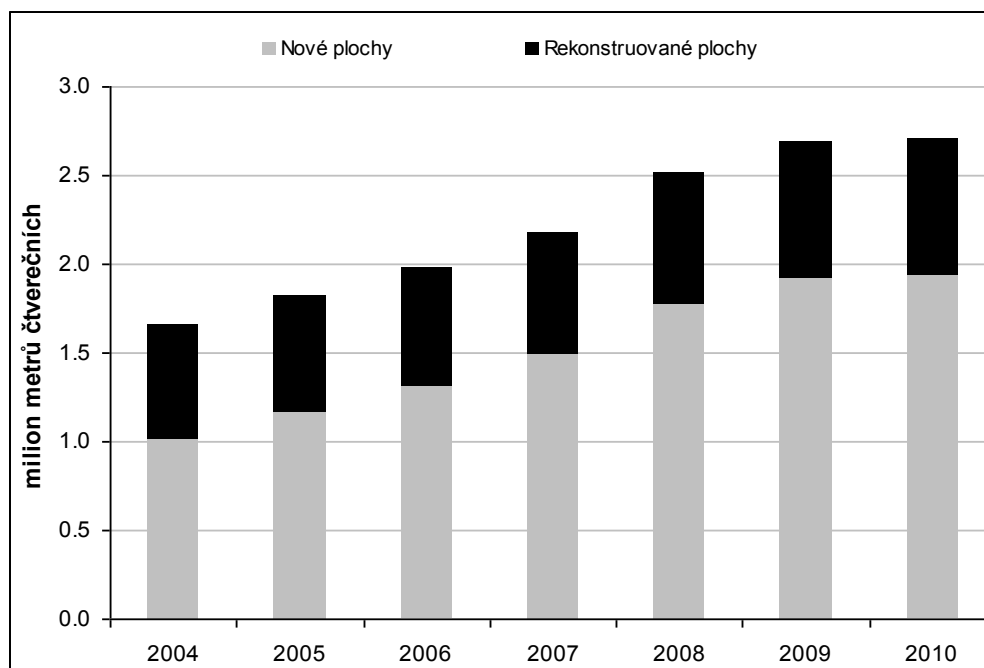
Strana nabídky nemovitostního trhu s komerčními kancelářskými prostory je chápána jako disponibilní plochy, které jsou určeny k pronájmu. V této práci je v rámci této části analyzován vývoj celkového objemu kancelářských ploch jako kumulované součty nové nabídky let předchozích. Nová nabídka, neboli development kancelářských nemovitostí, která představuje dodatečné přírůstky ploch k celkovému objemu, je analyzována samostatně.

3.3.1 Vývoj celkového objemu ploch

Celkový objem kancelářských ploch v Praze v definovaném segmentu realitního trhu dosáhl v roce 2010 plochy cca 2,7mil. m². V roce 2004 dosahoval celkový objem hodnoty 1,66mil. m², tedy 61% objemu v roce 2010. Trh tak v průběhu analyzovaného období (6 let počítáno vždy ke konci sledovaného období) výrazně vzrostl o cca 40%. Z grafu níže je patrné, že objem rekonstruovaných ploch v průběhu období nemění výrazně rozsah, zatímco výstavba nových objektů zaznamenala výrazný nárůst.

V roce 2004 byl celkový objem rekonstruovaných ploch cca 650tis. m² a v roce 2010 vzrostl na 770tis. m², což představuje pouze nárůst o 18%. To je ve srovnání s přírůstkem nových ploch nízký nárůst, neboť nové plochy téměř zdvojnásobily svůj objem (nárůst o 92%), když vzrostly z cca 1mil. m² v roce 2004 na 1,9mil. m² v roce 2010. Celkově lze tedy shrnout, že pražský trh jakožto trh mladý vykázal značnou dynamiku růstu (za 6 let nárůst o 40%), kde hlavní příspěvky nárůstu pramenily z developmentu nových kancelářských objektů.

Graf 3: Vývoj celkového objemu kancelářských ploch na pražském trhu v letech 2004 až 2010.



Zdroj: PRF, CB Richard Ellis.

Pražský trh s kancelářskými nemovitostmi lze z geografického hlediska dále členit na subtrhy, kterých PRF vymezilo celkem tři (viz kap. 2.4.1.3). Každý subtrh představuje prostorovou oblast s odlišnými parametry trhu. Celkový objem ploch rozčleněný do těchto tří subtrhů byl v roce 2010 následující:

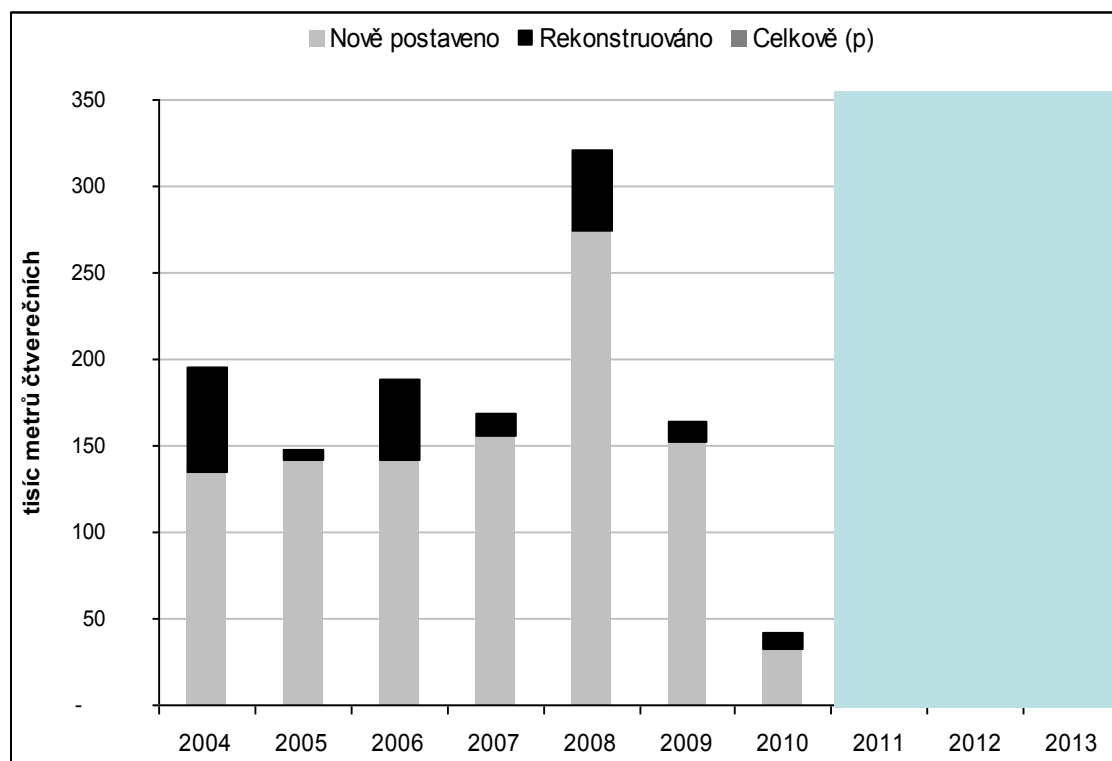
- centrum města: 496tis. m²,
- vnitřní město: 1 348tis. m²,
- vnější město: 865tis. m².

3.3.2 Vývoj developmentu kancelářských objektů

Development kancelářských ploch je označení pro nově dodávanou nabídku kancelářských ploch na trh, kde jsou tyto prostory následně nabízeny k pronájmu. Představuje tak příspěvky ploch způsobující nárůst celkového objemu ploch, který byl analyzován v kapitole výše (kap.3.3.1). Zahrnuje jednak plochy ve stávajících budovách, které byly zrekonstruovány do podoby kvalitních kancelářských prostor splňujících kritéria standardu třídy A či B (viz definice PRF výše) a zahrnuje také nově budované kancelářské objekty – novostavby.

V průběhu sledovaného období let 2004 až 2010 dosáhla průměrná roční nabídka cca 175tis. m². Kolem této hodnoty nevýrazně kolísala v roce 2004 až 2007. Výrazně se od tohoto průměru odchýlila v roce 2008, kdy bylo na trh dodáno celkem 320tis. m², tedy téměř dvojnásobek průměru. S ohledem na délku trvání realizace developerského projektu se jednalo o projekty, které byly zahájeny už v letech 2005 a 2006 (fáze plánovací případně i dříve), tedy v období, kdy se ekonomický růst pohyboval nad úrovní 6% ročního růstu. Druhým výrazným odchýlením nabídky od průměru analyzovaného období byl rok 2010. V roce 2010 bylo dokončeno pouze cca 42tis. m² kancelářských ploch, což představuje necelou čtvrtinu oproti průměru. Developerský trh reagoval na klesající poptávku, která začala klesat po silném roku 2008, podmíněná klesajícím výkonem ekonomiky.

Graf 4: Vývoj kancelářského developmentu na pražském trhu v letech 2004 až 2013.



Zdroj: PRF, CB Richard Ellis. Roky 2011 až 2012 – „Celkově (p)“ jsou prognózou PRF = nově postavené + rekonstruované.

Odhad uskupení PRF a společnosti CB Richard Ellis pro roky 2011, 2012 a 2013 indikuje, že po propadu dokončených kancelářských ploch v roce 2010 by měla developerská aktivita v roce 2011 zůstat v útlumu (který postupně nastal od roku 2009 – viz např. zpřísnování úvěrové politiky právě od roku 2009). Podle odhadnutých ploch, které mají být dokončeny v roce 2013, lze očekávat výraznější oživení developerské

aktivity až v průběhu roku 2012 – s ohledem na časovou délku realizace developerského projektu 18 až 24 měsíců. Tyto odhady PRF a CB Richard Ellis pro jednotlivé roky jsou sumarizační hodnoty, pod kterými se nachází konkrétní projekty u nichž je znám rozsah ploch a lokalita/adresa (způsob získávání dat o budoucí nabídce viz kap. 2.5.1.2). To umožňuje tento odhad podrobněji rozčlenit do úrovně subtrhů, čehož bude využito v části práce věnující se prognóze vývoje trhu na úrovni subtrhů.

Při detailnějším pohledu (subtrhy) na pražský trh s kancelářskými nemovitostmi se ukazuje (viz tab. 4 níže), že hlavní příspěvky nově rekonstruovaných ploch v rámci sledovaného období let 2004 až 2010 pocházejí ze subtrhu „vnitřní město“. Zde bylo v celém sledovaném období nově zrekonstruováno do standardu A/B cca 105tis. m² kancelářských ploch, což představuje 15% z celkového kancelářského developmentu v tomto subtrhu, zbylý podíl (585tis. m²) připadá na plochy v nově postavených kancelářských budovách. To je ve srovnání se subtrhem „centrum města“ méně, kde rekonstruované plochy představují z celkového developmentu 67% podíl (68tis. m²) a nově budované kanceláře pouze 33% (34tis. m²). Subtrh „okraj města“ je, měřeno optikou výstavby kancelářských objektů, ve srovnání s centrem města téměř nový trh. Pouze 5% (23tis. m²) kancelářských ploch bylo ve sledovaném období let 2004 až 2010 dodáno na trh jako plochy rekonstruované, zbylý 95% podíl připadá na plochy nově postavené.

Tab. 4: Rozdělení kancelářského developmentu podle subtrhů za roky 2004 až 2010.

	rekonstruováno m ²	nově postaveno m ²
Centrum města	67 964	34 048
Vnitřní město	104 878	585 269
Okraj města	22 766	413 521
Praha celkově	195 608	1 032 838

Zdroj: PRF.

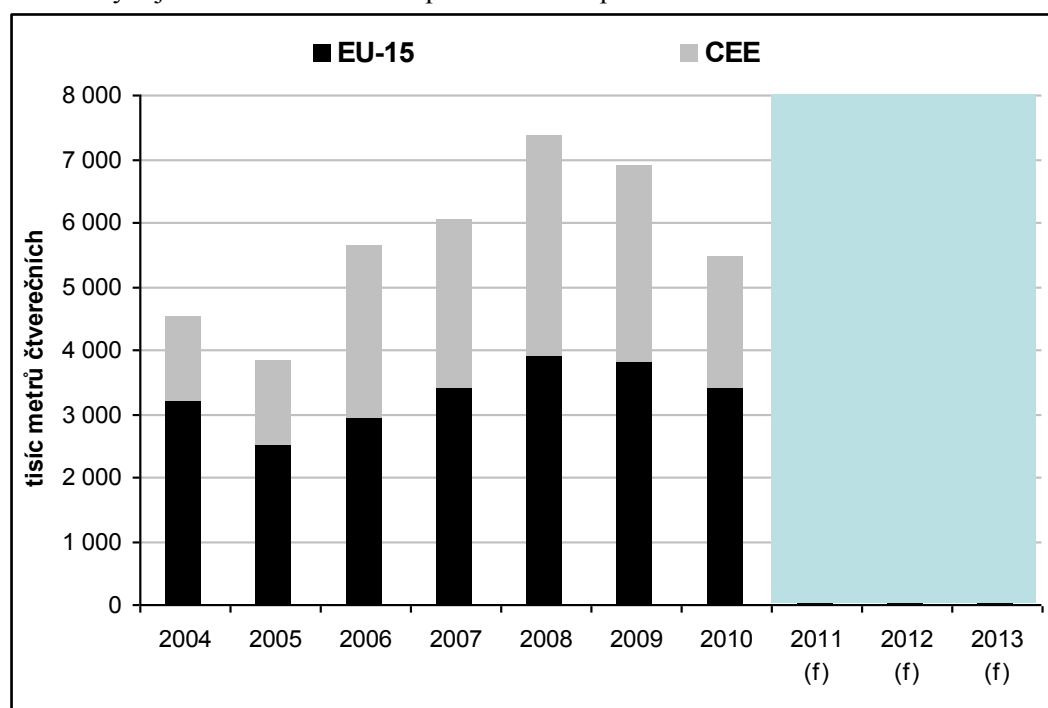
3.3.3 Development kancelářských ploch v kontextu Evropy

Srovnání ⁵⁴ vývoje pražského kancelářského trhu s vývojem trhu v Evropě jako celku (část EU15 a region střední a východní Evropy „CEE“) ukazuje podobnost několika aspektů. Jednak trh srovnávané části Evropy dosáhl stejného vrcholu jako trh v Praze

⁵⁴Jsou srovnávány stejné segmenty nemovitostního trhu s kancelářskými plochami v kategorii standardu A/B. Společnost CB Richard Ellis pracuje v rámci svých analýz s harmonizovaným segmentem kancelářskými nemovitostmi napříč celou Evropou.

v roce 2008. Rozdílný je vývoj sestupné části trendu, kdy v Evropě jako v celku je dno položeno do odhadované hodnoty v roce 2012, zatímco pražský trh dosáhl svého nabídkového dna v roce 2010 (jak je patrné z obrázku č.5). Ukazuje se, že při agregování tržních údajů do větších územních celků (EU15+CEE v případě analýzy) trh vykazuje plynulejší vývoj zahlazující dynamiku na jednotlivých trzích. V čem se ovšem vývoj na úrovni Evropy (resp. EU15+CEE) shoduje s vývojem v Praze je opětovné výraznější oživení, které by mělo nastat v roce 2013, kdy by měla nabídková strana trhu dosáhnout cca úrovně z let 2004 a 2005.

Graf 5: Vývoj kancelářského developmentu v Evropě v letech 2004 až 2013.



Zdroj: CB Richard Ellis, EMEA Research department. Region CEE zahrnuje země: Bulharsko, Chorvatsko, Česká republika, Maďarsko, Polsko, Rumunsko, Rusko, Srbsko, Slovensko a Ukrajina. Hodnoty let 2011 až 2013 jsou interní odhady společnosti CB Richard Ellis (f – forecast).

3.4 Analýza poptávkové strany kancelářského trhu

Strana poptávky nemovitostního trhu s komerčními kancelářskými prostory je chápána jako plochy, které byly pronajaty. Níže bude analyzován vývoj celkového objemu pronajatých kancelářských ploch, který je chápán jako hrubá poptávka vyjadřující veškerou leasingovou aktivitu. Celková leasingová aktivita zahrnuje pronajaté prostory, které byly předpronajaty, pronajaty, podpronajaty a prostory, kde nájemce prodloužil

setrvání v pronajatých plochách. Tato struktura poptávky v perspektivě vývoje bude analyzována také, aby na jejím podkladě došlo k vymezení tzv. čisté poptávky.

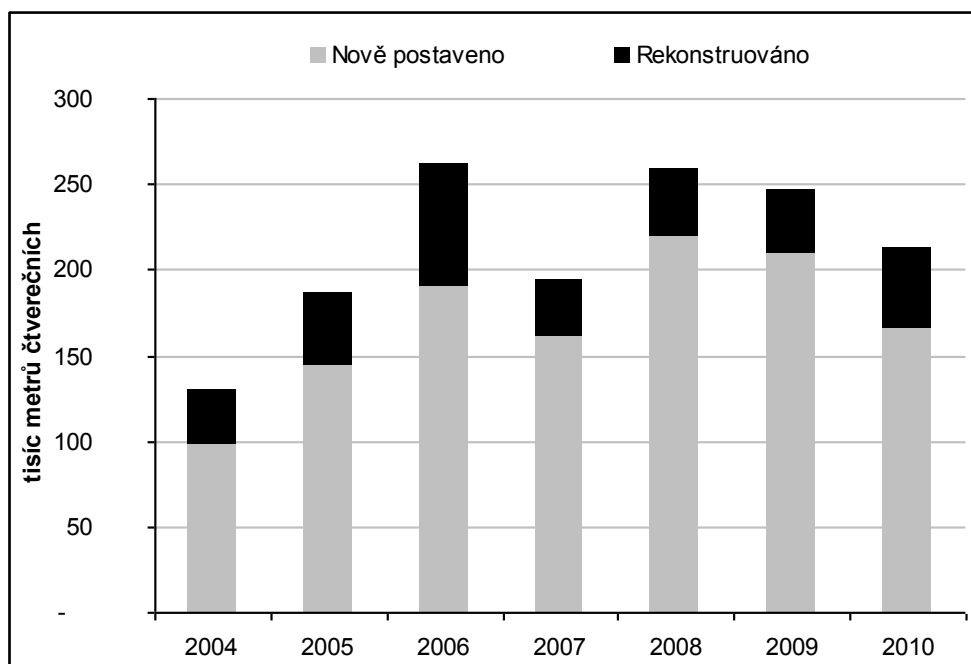
3.4.1 Vývoj celkové leasingové aktivity

Celková leasingová aktivita (CLA) zahrnuje několik typů pronájmů, jak bylo uvedeno výše. Pro CLA je v této práci používán také zástupný pojem „hrubá poptávka“. Její vývoj, jak zachycuje graf níže koreluje s vývojem ekonomiky. V letech 2004 až 2008 byla celková leasingová aktivita na vzestupu, vyjma roku 2007. Hrubá poptávka postupně rostla ze 130tis. m² v roce 2005 až na 260tis. m² v roce 2006, tedy dvojnásobný objem během tří let.

Pokles hrubé poptávky v roce 2007 i přes pokračující silný ekonomický růst byl způsoben nedostatkem disponibilních (neobsazených) kancelářských ploch v témže roce. V roce 2007 dosáhla míra neobsazenosti na pražském kancelářském trhu rekordního minima 5,8%, zatímco v roce 2008 bylo na trh dodáno rekordních celkem 320tis. m² kancelářských ploch. To ale znamená, že potenciálním nájemcům byl v roce 2007 znám rozsah nové rozsáhlé nabídky určené pro rok 2008, jelikož jeden rok před dokončením (začátkem užívání) objektu probíhají stavební práce převážně v interiéru – lze získat konkrétnější představu o podobě objektu. Nájemci tak věděli, že mají možnost rozsáhlého výběru z nové nabídky pro nadcházející rok 2008 a mohli proto (tam, kde to bylo možné) své plány expanze odsunout z roku 2007 do roku 2008. Tím došlo k částečné redukci objemu pronajatých ploch v roce 2007.

Pokles hrubé poptávky nastal po roce 2008. V roce 2009 dosáhla hodnoty 246tis. m² a minima 214tis. m². dosáhla v roce 2010 – roční zpoždění minima po minimu hodnoty HDP z roku 2009 (viz výše). Prognóza poptávkové strany trhu je uvedena v kap. 3.1.1., kde byla analyzována tzv. čistá poptávka po kancelářských plochách, která bude následně použita v prognóze vývoje trhu. Vývoj historického trendu je uveden v grafu níže.

Graf 6: Vývoj celkové leasingové aktivity na pražském trhu s kancelářskými nemovitostmi v letech 2004 až 2010.



Zdroj: PRF, CB Richard Ellis.

Při pohledu na rozložení pronajatých ploch mezi plochy nové a rekonstruované na pražském trhu jako celku, je poměr 20% ku 80% ve prospěch pronajatých ploch nově dokončených. V subtrhu centra města připadá na pronajaté rekonstruované plochy největší podíl – 43%. Subtrh vnitřní město má rozložení pronajatých ploch 81% ve prospěch nově dokončených ploch a okraj města 88%.

3.4.2 Struktura pronajatých ploch podle typu nájmu⁵⁵

Pro účely prognózy rozpracované dále v práci je nutné celkovou leasingovou aktivitu (hrubou poptávku) rozložit na jednotlivé kategorie pronajatých ploch. Těmito kategoriemi jsou předpronájmy, nové pronájmy, podpronájmy a obnovení stávajících nájemních smluv nebo-li tzv. renegociace (někdy jsou ještě vymezovány tzv. expanze, které znamenají dodatečné nové pronajmutí kancelářských ploch jakožto přičlenění ke stávajícím pronajatým plochám). V průběhu analyzovaného období došlo u těchto kategorií k vývoji ve smyslu změny jejich podílového zastoupení na celkovém objemu pronajatých ploch v jednotlivých letech.

⁵⁵Vývoj jednotlivých kategorií pronajatých prostor byl konzultován s vedoucí oddělení Průzkum trhu Janou Novotnou ze společnosti CB Richard Ellis, dne 24.9.2011.

Co se předpronájmů týče, ukazuje rozbor, že jejich podíl na celkové leasingové aktivitě byl nejvíce zastoupen v období silného ekonomického růstu, tedy do roku 2008 včetně. Vyjma roku 2004, kdy dosáhly podílového zastoupení 14% na hrubé poptávce, pohyboval se jejich podíl v letech 2005 až 2008 mezi 25% až 27%. V roce 2009 došlo k jejich podílovému poklesu na 11% a v roce 2010 klesl podíl dále na 4%. Podíl předpronájmů je silně navázán na očekávání ohledně budoucího vývoje ekonomiky. Očekává-li firma/nájemce budoucí vývoj pozitivní, zajišťuje si budoucí plochy pro své operace s časovým předstihem, a naopak.

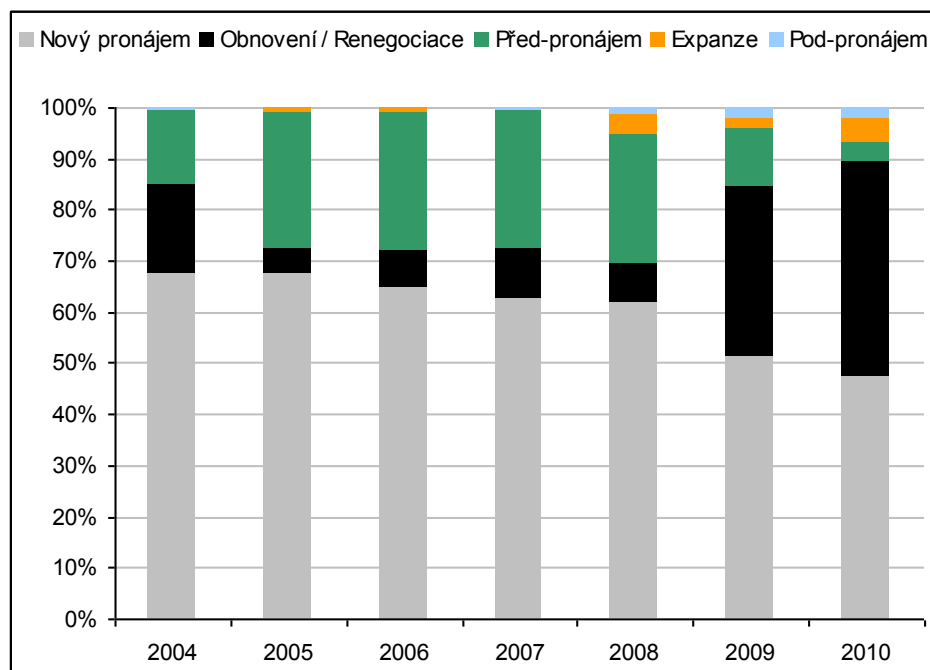
Podobný vývoj procentuálního zastoupení jako u předpronajatých ploch byl zaznamenán u ploch nově pronajatých, které se do roku 2008 pohybovaly mezi 62% až 68%. V roce 2009 klesl jejich podíl na 51% a v roce 2010 na 47% s tím, jak poklesnul ekonomický výkon.

Opačný vývoj prodělaly opětovně pronajaté plochy (renegociace), které svůj podíl výrazně posílily. Vyjma roku 2004, kdy dosáhly podílu 18%, se pohybovaly v letech 2005 až 2008 v rozmezí 5% až 9%. Jejich nárůst v roce 2009 a 2010 na 33% resp. 42% byl do značné míry umožněn tzv. „break opcemi“. Jedná se o smluvně ustanovenou možnost obsaženou v nájemní smlouvě po určité době renegotiovat podmínky nájemní smlouvy (analogie refixace v průběhu trvání úvěru – možnost upravit úrokovou sazbu). A této možnosti bylo nájemci využito právě v době ekonomického poklesu, který nájemce nutil snižovat náklady (vyjednat si případně nižší nájemné nebo tzv. nájemní prázdniny) a oslaboval postavení pronajímatelů, kteří v prostředí klesající poptávky po kancelářských plochách a rostoucí míry neobsazenosti byly „nuceni“ akceptovat některé vyjednané podmínky nájemců. Dalším důvodem nárůstu obnovených nájemních smluv byla skutečnost, že nájemní smlouvy uzavřené v roce 2005 a 2006 (v roce 2006 bylo pronajato nejvíce kancelářských ploch na pražském trhu) se dostali do doby expirace, neboť tržní standard délky nájemních smluv je tři resp. pět let. Podobně a ze stejného důvodu jako renegotiované pronájmy se vyvíjeli tzv. expanze, kdy stávající nájemci využili v letech 2009 a 2010 možnost dosáhnout lepších nájemních podmínek (o vývoji nájemného bude pojednáno níže).

Poslední kategorií jsou podpronájmy, které se začaly uplatňovat v roce 2008, kdy dosáhly 1% a v roce 2009 a 2010 pak shodně 2%. Jsou reakcí stávajících nájemců, kteří

se rozhodli část svých pronajatých ploch pod-pronajmout, aby tak v době poklesu výkonu ekonomiky i vlastní firmy snížily provozní náklady a rozsah kancelářských ploch, jejichž využití prostorově optimalizovali.

Graf 7: Vývoj struktury celkové leasingové aktivity na pražském trhu s kancelářskými nemovitostmi v letech 2004 až 2010.



Zdroj: PRF, CB Richard Ellis.

Pokud od celkové leasingové aktivity (poptávky hrubé) odečteme předpronajaté plochy, plochy pronajaté obnovením, kde nedošlo k nárůstu (renegociace), a podpronájmy, dostaneme plochy, které byly nově pronajaty a představují tak skutečnou novou poptávku. Pro takto vyjádřenou poptávku se v práci používá pojem „čistá poptávka“. Je směrodatným ukazatelem pro developery co se týče vyjádření ploch, které jsou-li dodány, trh absorbuje. Blíží se tak hodnotově nejpřesnějšímu tržnímu ukazateli – čisté tržní absorpci.

Tab. 5: Srovnání vývoje hrubé a čisté poptávky v letech 2004 až 2010.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
poptávka hrubá m ²	130 261	186 300	261 858	194 589	258 674	246 338	213 777
poptávka čistá m ²	87 813	127 290	172 163	122 447	170 237	131 862	111 825

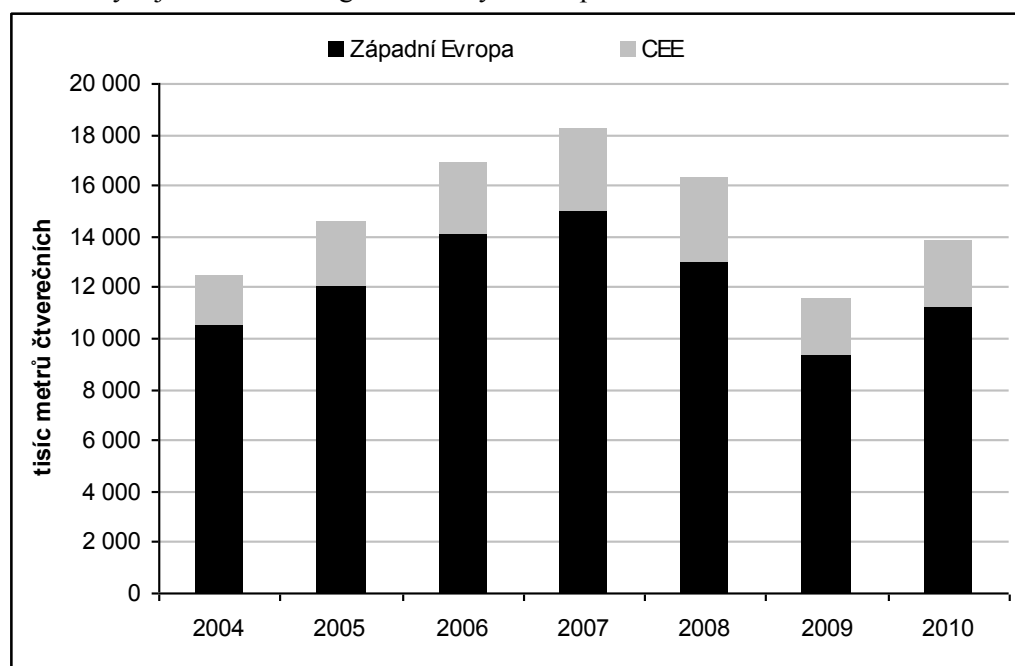
Zdroj: PRF, CB Richard Ellis.

3.4.3 Celková leasingová aktivita v Evropě

Vývoj poptávky po kancelářských plochách v Evropě (země Západní Evropy uvedené pod grafem níže a země Střední a Východní Evropy) byl poznamenán stejným vývojem hospodářství jako v České republice.

Vrcholu bylo v Západní Evropě dosaženo v roce 2007, kdy bylo celkově pronajato cca 15mil. m². Protože se však ekonomický útlum dostavil do České republiky se zpožděním cca jednoho roku, lze v případě Západní Evropy sledovat sestupný trend hrubé poptávky již od roku 2008 (pokles z 15mil. m² v roce 2007 na 13mil. m² v roce 2008), zatímco hrubá poptávka v Praze v roce 2008 dosáhla svého maxima a pokles nastal až v roce 2009 a 2010. Podobně jako v Praze rostla v regionu Střední a Východní Evropy (světle šedá pole sloupců v histogramu níže) hrubá poptávka ještě v roce 2008 – nárůst z cca 3,2mil. m² pronajatých ploch na 3,3mil. m². Pokles v CEE nastal až v roce 2009.

Graf 8: Vývoj celkové leasingové aktivity v Evropě v letech 2004 až 2010.



Zdroj: CB Richard Ellis, EMEA Research department. Region Západní Evropa zahrnuje země: Německo, Francie, UK, země Beneluxu, Španělsko, Portugalsko, Itálie, Norsko, Švédsko, Finsko, Dánsko, Švýcarsko, Rakousko. Region CEE viz graf č. 5.

Jak je patrné z grafu výše, nárůst leasingové aktivity na úrovni Evropy nastal již v roce 2010, tedy o rok dříve jak je predikováno pro pražský trh, kde k oživení má dojít až v roce 2011. Existuje-li totiž vztah mezi poptávkou po kancelářských plochách a

vývojem hospodářství, pak vlivem „přelivu“ ekonomického útlumu do České republiky ze zahraničí s ročním zpožděním lze toto jedno roční poptávkové opoždění vysvětlit.

3.5 Neobsazené plochy na trhu s kancelářskými nemovitostmi

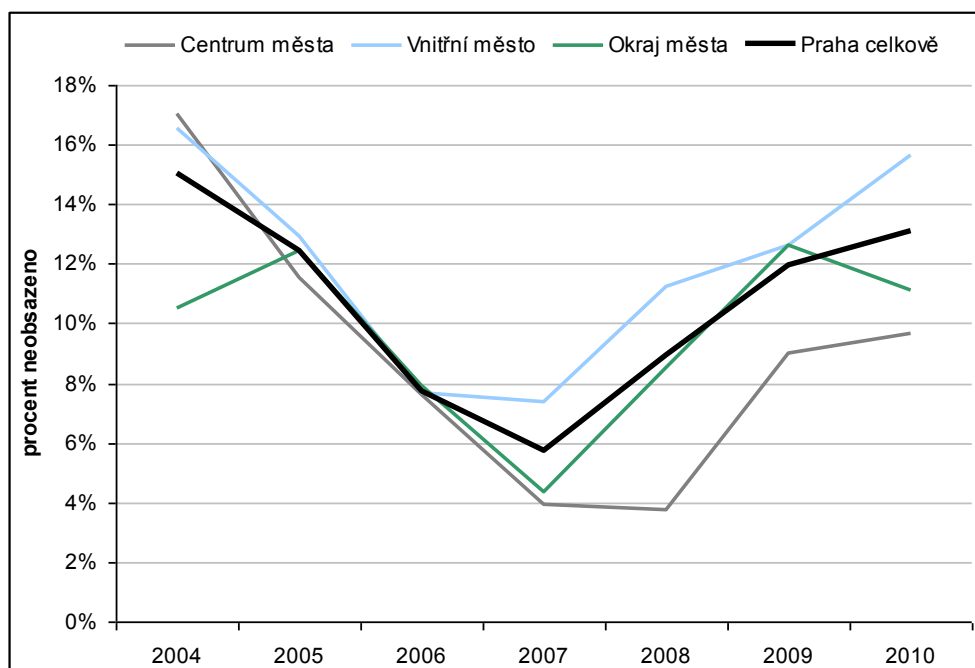
Neobsazené plochy na trhu s kancelářskými nemovitostmi jsou objemově vyjádřeným výsledkem vztahu nabídky a poptávky. Jinými slovy, objem ploch, které jsou k danému datu na trhu k dispozici k pronájmu (to jsou stávající neobsazené plochy), k tomu přičteno nově dodané plochy developerskou aktivitou (ta část, která není předpronajata) vyjadřuje plochy neobsazené/nepronajaté. Sledování neobsazenosti a její míry (viz rov. 5) tak umožňuje komplexně hodnotit vývoj nájemního trhu s kancelářskými plochami. Analýza izolovaně pouze jedné strany trhu neposkytuje zásadní informaci – dopad vztahu nabídky a poptávky na cenový vývoj.

Roky 2004 až 2007 byly obdobím, kdy na trhu poptávka převyšovala nabídku kancelářských ploch. To se projevilo jako klesající míra neobsazenosti, která na konci roku 2004 dosahovala 15,1%. Do roku 2007 klesla o 9,3 p.b. a dosáhla 5,8%. Její nárůst započal na pražském trhu jako celku v roce 2008 a pokračoval až do roku 2010, kdy míra neobsazenosti dosáhla 13,1%. Vývoj míry neobsazenosti tak korespondoval nepřímo úměrně s vývojem hospodářství.

Pohled na úroveň subtrhů odhaluje, že nejtěsnější podmínky z pohledu zajištění pronájmu kancelářských ploch se vyskytovaly v centru města, kde míra neobsazenosti na konci roku 2008 dosáhla rekordního minima 3,8%. V rámci subtrhu centrum města dokazuje vývoj míry neobsazenosti, proč jsou nemovitosti v této lokalitě schopny si udržet hodnotu (déle). Totiž v roce 2008, přestože v Praze celkově docházelo již k růstu neobsazenosti, v centru města míra neobsazenosti klesla ze 4,0% na konci roku 2007 na 3,8%.

V subtrhu vnitřní město se míra neobsazenosti po celou sledovanou dobu vyvíjela na nejvyšší úrovni v rámci subtrhů a v roce 2010 dosáhla hodnoty 15,6%. Důvodem nejvyšší míry neobsazenosti je nejvyšší objem nově dodávaných nových ploch na trh v tomto subtrhu, který poptávka nestačí absorbovat. Ve vnějším městě jako v jediném subtrhu došlo v roce 2010 k poklesu míry neobsazenosti, kdy v tomto roce zde nebyl dokončen žádný kancelářský objekt.

Graf 9: Vývoj struktury celkové leasingové aktivity na pražském trhu s kancelářskými nemovitostmi v letech 2004 až 2010.



Zdroj: PRF. CB Richard Ellis.

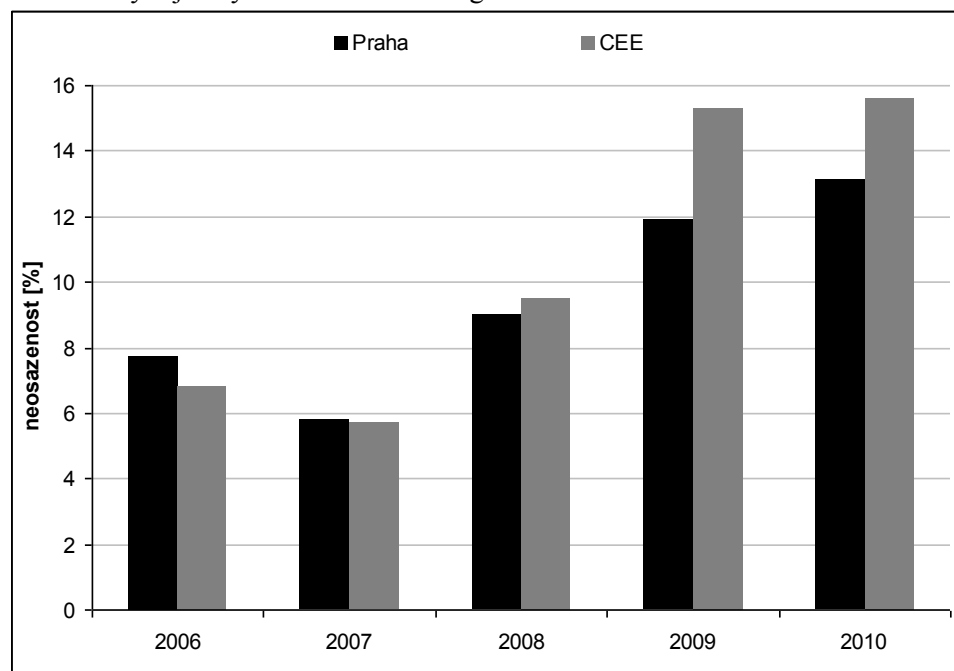
3.5.1 Praha v kontextu Evropy – neobsazenost

Míra neobsazenosti se na úrovni Střední a Východní Evropy (CEE) vyvíjela podobně, jako v Praze. Svého minima dosáhla v regionu CEE v roce 2007 (5,7%), stejně jako v Praze (5,8%). Od roku 2007 míra neobsazenosti v CEE neustále roste s tím, že procentuálně nejvyšší nárůst se odehrál mezi rokem 2008 a 2009 – navýšení míry o 5,8 p.b. V Praze se míra neobsazenosti nevyvíjela tak dynamicky jako v regionu CEE co se nárůstu týče, neboť v roce 2007 od svého minima (5,8%) vzrostla o 7,3 p.b. a dosáhla v Praze v roce 2010 hodnoty 13,1%. V regionu CEE vyrostla míra neobsazenosti od roku 2007 do roku 2010 o 9,9 p.b. a dosáhla na konci roku 2010 hodnoty 15,6%.

Výrazný nárůst míry neobsazenosti v regionu CEE v letech 2009 a 2010 byl způsoben situací trhů zejména ve Východní a jihovýchodní Evropě (Rusko, Ukrajina a balkánské státy). Vzrostlá míra optimistického očekávání na těchto trzích ohledně budoucího vývoje – založená na vývoji v předcházejících 3 letech – jak obecně v oblasti národohospodářské tak specificky na komerčních realitních trzích způsobila, že developerská aktivita výrazně vzrostla. Dodávka nových kancelářských ploch však

nebyla trhem absorbována.⁵⁶ Průchod trhu CEE a Prahy ekonomickou krizí z pohledu vývoje míry neobsazenosti zachycuje graf níže.

Graf 10: Vývoj míry neobsazenosti v regionu CEE a v Praze v letech 2006 až 2010.



Zdroj: CB Richard Ellis.

Nižší míru fluktuace – měřeno vývojem míry neobsazenosti – na pražském trhu s kancelářskými nemovitostmi ve srovnání s celým regionem CEE lze interpretovat jako indikátor větší stability tržního vývoje. To může v očích investorů znamenat větší míru jistoty a podpořit a jejich rozhodnutí ohledně volby středoevropského realitního trhu investovat kapitál v Praze.

3.6 Vývoj nájemného na trhu s kancelářskými nemovitostmi

Popis vývoje nabídkové a poptávkové strany nemovitostního trhu s kancelářskými plochami odhalil jejich vzájemné působení na míru neobsazenosti. Pokud je na míru neobsazenosti nahlíženo jako na objemový střet nabídky a poptávky, pak lze nájem na trhu chápat jako střet cenový. Nájemné je cenou na trhu pronájmů kancelářských ploch. Analýza ukazuje, jak hodnota nájemného reaguje na vývoj tržních fundamentů. Pro všechny tři pražské subtrhy lze shodně konstatovat, že relativně rychleji rostoucí poptávka po kancelářských plochách než nabídka nových ploch do roku 2007 stlačovala

⁵⁶Vývoj v CEE konzultován s vedoucí oddělení Průzkum trhu Janou Novotnou ze společnosti CB Richard Ellis, dne 24.9.2011.

míru neobsazenosti a působila jako tlak na růst hodnoty nájemného. Od roku 2009, pod vlivem ekonomického útlumu, klesla i poptávka po kancelářských plochách, míra neobsazenosti vzrostla a nájemné zaznamenalo pokles. Důležité zejména pro prognostickou část níže je nepřímý úměrný vztah vývoje míry neobsazenosti a hodnot nájemného a dále určení přirozené míry neobsazenosti (rov.6).

Historická přirozená míra neobsazenosti (VRn) se pro pražský trh jako celek v rámci analyzovaného období nacházela v intervalu 9 – 12%. Jinými slovy, do roku 2005, kdy míra neobsazenosti byla nad 12%, nájemné klesalo. Pod touto hranicí až do 9% mělo vzestupnou tendenci a to až do roku 2008 včetně, kdy neobsazenost dosáhla právě 9%. Od roku 2009 nájemné pokleslo, neboť míra neobsazenosti vzrostla na 12%. Jak je patrné, jedná se v případě stanovení tzv. přirozené míry neobsazenosti o (citlivé) určení rozpětí/intervalu, v rámci kterého není tržním vývojem vyvíjen tlak na pohyb nájemného. Klesne-li neobsazenost pod tento interval, nájemné má tendenci růst a naopak, pokud neobsazenost hodnotově vzroste nad tento interval a neobsazených ploch je příliš, nájemné je pod sestupným tlakem.

Je nutno zdůraznit, že VRn se pro jednotlivé subtrhy lišila. V případě centra města nájemné začalo růst, když míra neobsazenosti klesla pod 10% (Q2 2006) a když neobsazenost stoupla nad 8% (Q2 2009) nájemné začalo klesat. V případě subtrhu vnitřní město stála kritická hodnota míry neobsazenosti pod hranicí 6% (tehdy začalo růst nájemné) zatímco subtrh vnější město operovalo na VRn na úrovni 10 - 5% (pod úrovní 5% neobsazenosti nájmy rostly).

Tab. 6: Srovnání vývoje nájemného ve vztahu k míře neobsazenosti v subtrzech Prahy (hodnoty nájemného uvedeny v EUR/m²/měsíc).

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Centrum města	19	18.5	19.5	20.5	23	21	21
<i>Neobsaz %</i>	<i>17.0%</i>	<i>11.5%</i>	<i>7.6%</i>	<i>4.0%</i>	<i>3.8%</i>	<i>9.0%</i>	<i>9.7%</i>
Vnitřní město	17	16.5	16.5	17.5	17.5	17.5	17.5
<i>Neobsaz %</i>	<i>16.5%</i>	<i>12.9%</i>	<i>7.6%</i>	<i>7.4%</i>	<i>11.2%</i>	<i>12.6%</i>	<i>15.6%</i>
Okraj města	14.5	14	14	14.5	15	14	14
<i>Neobsaz %</i>	<i>10.5%</i>	<i>12.4%</i>	<i>7.9%</i>	<i>4.3%</i>	<i>8.5%</i>	<i>12.6%</i>	<i>11.1%</i>

Zdroj: PRF.

Lze si povšimnout, že každý subtrh má uživatele kanceláří s jinou cenovou elasticitou poptávky. V centru města stačilo, aby poptávka stlačila neobsazenost pod 10% a nájmy měly vzestupnou tendenci, ve vnitřním městě bylo zapotřebí 6% neobsazenost a v případě vnějšího města 5%. To je dáno skladbou nájemců v jednotlivých subtrzech. V centru města se koncentrují spíše aktivity vyžadující prestiž, dobrou adresu, statut odpovídající drahé lokalitě – tj. především front office kanceláře bank a finančních společností, investičních společností, poradenských a právních firem. Vnitřní a vnější město poskytuje zázemí pro finanční skupiny (back office funkce bank a pojišťoven), společnosti vyžadující více plochy a méně viditelnosti ve srovnání s centrem Prahy (např. společnosti z oboru IT a komunikací, energetiky, kancelářské aktivity výrobních společností apod.). Je patrné, že každý subtrh bude mít svůj odlišný vývojový scénář, což musí případný aktér podnikající na trhu kancelářských nemovitostí v Praze vzít v úvahu. Proto je provedena prognóza trhu na jednotlivých subtrzech zvlášť.

3.7 Prognóza tržního vývoje

Prognóza v této práci směřuje k predikci budoucího vývoje nájemného na trhu s kancelářskými nemovitostmi v Praze v letech 2011, 2012 a 2013. K dosažení tohoto odhadu je konstrukce prognózy vystavěna na třech aspektech, kterými jsou: budoucí vývoj ekonomiky, vývoj nové nabídky kancelářských ploch a vývoj poptávky po pronájmu kancelářských ploch – odvozený právě z ekonomického vývoje prognózovaného ČNB. Z predikce poptávky a nabídky bude vyjádřena míra neobsazenosti (viz kap. 2.5.1.3) a následně dopad této míry na vývoj hodnot nájemného.

Vyjádření nabídky z dat poskytnutých PRF bylo upraveno tak, že od celkové nové nabídky kancelářských ploch byly odečteny plochy, které byly ještě před dokončením a dodáním na trh k užívání již předpronajaty. Data o nové nabídce získává PRF na základě empirického průzkumu území města Prahy a dále na základě informací poskytnutých developerskými společnostmi. Z hrubé poptávky (celková leasingová aktivita) byly vyčleněny pouze nově pronajaté plochy nazvaná v práci poptávkou čistou, jejíž odhad je opřen právě o budoucí vývoj ekonomiky. Odhadnout tak rozměr budoucí poptávky je ve srovnání s budoucí nabídkou náročnější. Proto pro doplnění odhadu poptávky, jeho zpřesnění a zároveň prověření, bylo provedeno dotazníkové šetření a získána data primární (viz níže).

3.7.1 Rozsah budoucí poptávky na základě vlastního průzkumu

Odhadovaný vývoj poptávky odvozený z prognózovaného vývoje ekonomiky je konfrontován s primárními daty v tabulce níže, která byla získána formou osobního rozhovoru se zástupci významných developerských společností Skanska a Immorent na pražském trhu a se zástupci oddělení „Zprostředkování pronájmu“ firmy CB Richard Ellis a Jones Lang LaSalle.

Tabulka zachycuje potenciální poptávku (k datu zpracování diplomové práce známou) na roky 2011 a 2012. Jedná se o společnosti, které k datu konání rozhovoru hledali plochy k pronájmu. Součet jimi poptávaných ploch se rovná cca 130tis. m² pro nadcházející jeden a půl až dva roky. To odpovídá cca 60% odhadované poptávky pro roky 2011 a 2012 na podkladě ekonomické prognózy. Je však třeba upozornit, že se jedná pouze o velké potenciální nájemce známé k datu zpracování této práce, takže s postupem času lze očekávat, že hodnota poptávky bude narůstat a navíc zájem o pronájem projeví i menší společnosti. Odhadované hodnoty poptávky se tak jeví jako hodnoty v mezi reálné.

Tab.7: Seznam potenciálních nájemců hledajících nové kancelářské plochy standardu kvality A a B ve městě Praha pro období roku 2011 a 2012.

Společnost	Potenciální poptávaná plocha m ²
UniCredit Bank	25 000
Vodafone	20 000
PriceWaterHouse Coopers	15 000
KPMG	10 – 15 000
Ernst & Young	10 – 15 000
Národní kontrolní úřad	10 000
Commerzbank	8 000
Škofin	7 000
GTS	6 000
Česká spořitelna	5 000
GlaxoSmithKline	3 000

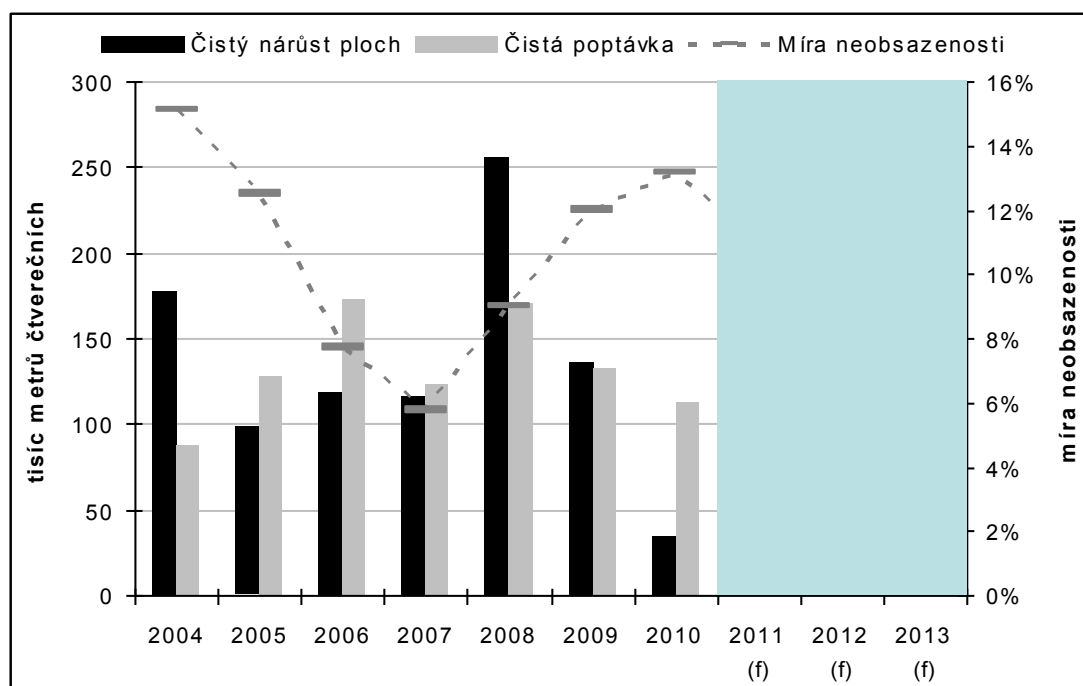
Zdroj: Vlastní data. Z rozhovoru ze dne 20.4.2011 a 23.9. 2011 se společnostmi Skanska, Immorent, CBRE, JLL. Data poskytly pracovníci managementu s kompetencí pronajímat resp. zastupovat nájemce při pronájmech.

3.7.2 Prognóza tržního vývoje: Praha jako celek

Predikce nabídkové a poptávkové strany nemovitostního trhu s kancelářskými plochami bude provedena ve střednědobém horizontu na roční bázi do roku 2013. Od výsledného vztahu nabídky s poptávkou bude dopočítána míra neobsazenosti (podle rovnice č. 9). Následně na základě „stlačování resp. uvolňování“ míry neobsazenosti bude odhadován tlak na vývoj hodnot nájemného.

Čistý nárůst ploch (tj. nová čistá nabídka), ačkoli se odrazí ode dna z roku 2010, bude v letech 2011 až 2013 dosahovat podprůměrného objemu ve srovnání s ročním průměrem z let minulých. Odhadovaná čistá poptávka mírně oživí zejména ke konci prognózovaného období, celkově je však prognózován stabilní vývoj bez značných výkyvů. Jak je patrné z grafu níže, predikovaná poptávka bude převyšovat nabídku a stlačovat míru neobsazenosti, která tak vlastně již dosáhla svého vrcholu v roce 2010.

Graf 11: Odhad vývoje tržních fundamentů s dopadem na míru neobsazenosti v Praze v letech 2011 až 2013.



Zdroj: PRF. CB Richard Ellis. Vlastní výpočty. Odhad v „zamlženém“ světle zelením poli.

Míra neobsazenosti by měla postupně klesnout až na cca 8% v roce 2013. Jestliže bylo nájemné v roce 2009 a 2010 pod sestupným tlakem, lze očekávat, že tato tendence bude v první polovině prognózovaného období slábnout. Trh se totiž dostane do teritoria pod přirozenou míru neobsazenosti (pod cca 9%). Lze očekávat, že za těchto okolností si

vinutí nižší míra neobsazenosti ke konci roku 2012 a zejména v roce 2013 tlak na mírný nárůst nájemného – zejména v prestižních lokalitách centra města v objektech výborné kvality.

Tab.8: Míra neobsazenosti a hodnoty nájemného na pražském kancelářském trhu kvality A, B v období 2004 až 2013 (prognóza v zelené oblasti).

rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
neobsazenost %	15,1	12,4	7,7	5,8	9,0	12,0	13,1	11	9	8
nájemné EUR/m ² /měsíc	19	18,5	19,5	20,5	23	21	21	21	21,5	22

Zdroj: Prague Research Forum. Nájemné uvedené je tzv. „prime“ nájemné. Hodnoty ke konci roku.

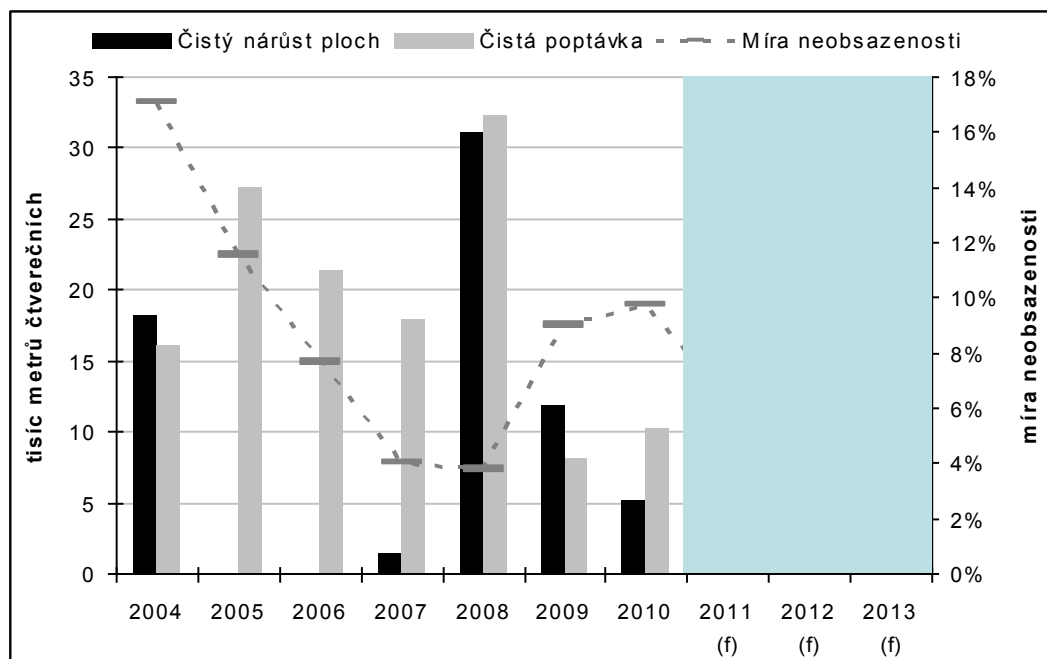
Prognóza tržního vývoje pro Prahu jako celek vychází z analýzy nabídky, poptávky i míry neobsazenosti odpovídající celkovému pražskému trhu. Ovšem odhadnutá hodnota nájemného se vztahuje pouze na tzv. prime nájemné, tj. nájemné dosahované zejména v nejatraktivnějších a nejdražších lokalitách – tím je centrum města. Prognózovat tedy vývoj tímto způsobem vývoj nájemného za Prahu jako celek je zkreslující, neboť jak bylo vidět výše, má každý subtrh pražského trhu odlišnou úroveň nájemného.

3.7.3 Prognóza tržního vývoje: subtrh centrum města

Prognóza nové nabídky na úrovni subtrhů vznikne rozdělením celkové nové nabídky ploch v budoucích kancelářských objektech podle jejich známé adresy/lokality výstavby. Čistý nárůst ploch v centru města dosáhne v letech 2011 až 2013 pouze cca 23tis. m².

Odhadovaná čistá poptávka byla pro jednotlivý subtrh vyjádřena proporcionalně jako podíl historické poptávky subtrhu na celkové poptávce pražského trhu. Mírný nárůst odhadované čisté poptávky bude převyšovat dodávku kancelářských ploch na trh. Míra neobsazenosti tak bude postupně od svého vrcholu v roce 2010 klesat. Na konci roku 2013 je odhadováno, že dosáhne pouze hodnoty cca 4%, což je úroveň odpovídající roků 2007 a 2008, kdy byla na svém historickém minimu. Prognóza tedy ukazuje, že subtrh centrum města by se měl na konci roku 2013 dostat do stavu relativně nedostatečné nabídky disponibilních kancelářských ploch k pronájmu. Tento vývoj zachycuje graf níže.

Graf 12: Odhad vývoje tržních fundamentů s dopadem na míru neobsazenosti v subtrhu centrum města v letech 2011 až 2013.



Zdroj: PRF, CB Richard Ellis. Vlastní výpočty. Odhad v „zamlženém“ světle zelením poli.

V průběhu období let 2011 až 2013 by měla klesající míra neobsazenosti vytvářet tlak na růst nájemného, které by mohlo koncem roku 2012 mírně vzrůst na 21,5 EUR/m²/měsíc až potenciálně 22 EUR/m²/měsíc v roce 2013.

Tab.9: Míra neobsazenosti a hodnoty nájemného (uvedeno v EUR/m²/měsíc) v subtrhu centrum města v období 2004 až 2013 (prognóza v zelené oblasti).

rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
neobsazenost %	17,0	11,5	7,6	4,0	3,8	9,0	9,7	6	5	4
nájemné EUR/m ² /měsíc	19	18,5	19,5	20,5	23	21	21	21	21,5	22

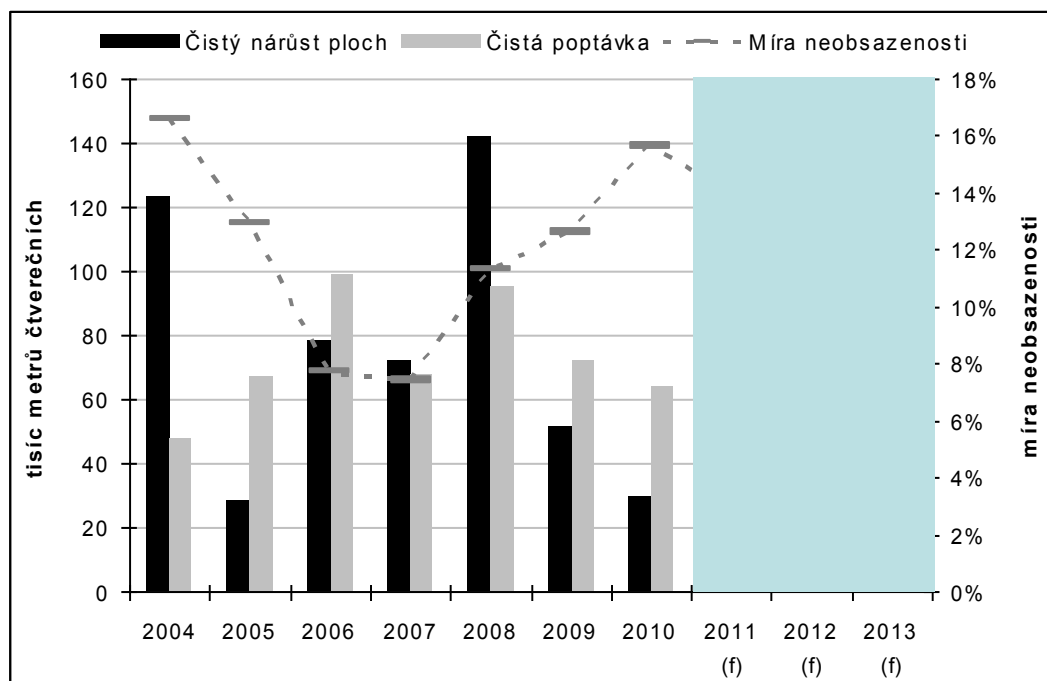
Zdroj: Prague Research Forum. Nájemné uvedené je tzv. „prime“ nájemné. Hodnoty ke konci roku.

3.7.4 Prognóza tržního vývoje: subtrh vnitřní město

Subtrh vnitřní město je subtrhem s největším objemem kancelářských ploch i realizované poptávky. Je však subtrhem s nejvyšší mírou neobsazenosti, která na konci roku 2010 dosáhla cca 16% a je rostoucí od roku 2008. Nová nabídka kancelářských ploch ve srovnání s rokem 2010 (kdy dosáhla 29tis. m²) pro roky 2011 až 2013 vzroste průměrně na cca 50tis. m² ročně. Čistá poptávka by však v prognózovaném období měla

dosahovat ročního průměru cca 65tis. m². Tím bude ale absorbovat nejen novou nabídku, nýbrž i neobsazenou plochu z let předchozích a tím stlačovat míru neobsazenosti níže. Ta by měla postupně klesat až na hodnotu cca 11% v roce 2013. Míra neobsazenosti vnitřního města si touto hodnotou nadále podrží prvenství mezi pražskými subtrhy.

Graf 13: Odhad vývoje tržních fundamentů s dopadem na míru neobsazenosti v subtrhu vnitřní město v letech 2011 až 2013.



Zdroj: PRF, CB Richard Ellis. Vlastní výpočty. Odhad v „zamlženém“ světle zelením poli.

V části o vývoji historického nájemného byla v souvislosti s konceptem tzv. přirozené míry neobsazenosti uvedena pro subtrh vnitřního města kritická hranice 6% míry neobsazenosti – pod touto hranicí začalo nájemné růst. Za předpokladu, že tato kauzalita bude platit, je nepravděpodobné, že by vznikala v horizontu budoucích tří let tlak na růst nájemného v subtrhu vnitřního města. Lze ovšem očekávat, že nájemné nebude klesat a sestupná míra neobsazenosti bude působit jako stabilizující faktor vývoje nájmu v tomto subtrhu. Nájemné bylo totiž v některých méně atraktivních lokalitách a kancelářských budovách vnitřního města v roce 2010 bod tlakem poklesu, byť oficiální statistika tzv. prime nájmu uváděla vývoj stabilní⁵⁷.

⁵⁷Z rozhovoru s vedoucí oddělení Průzkum trhu Janou Novotnou ze společnosti CB Richard Ellis, dne 24.9.2011.

Tab.10: Míra neobsazenosti a hodnoty nájemného (uvedeno v EUR/m²/měsíc) v subtrhu vnitřní město v období 2004 až 2013 (prognóza v zelené oblasti).

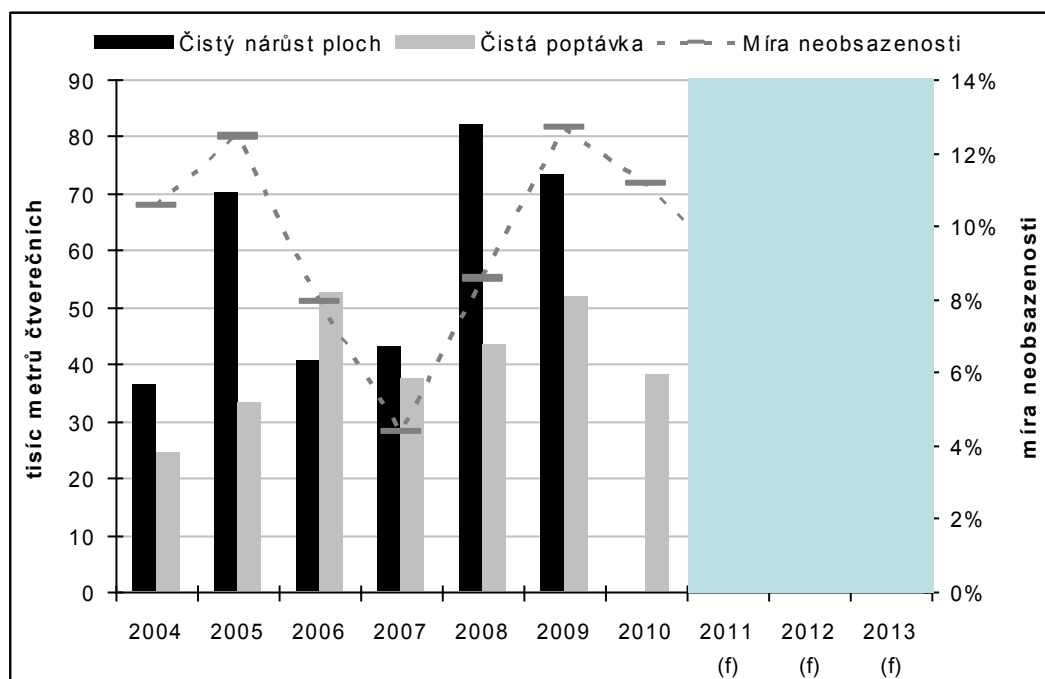
rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
neobsazenost %	16,5	12,9	7,6	7,4	11,2	12,6	15,6	14	12	11
nájemné EUR/m ² /měsíc	17	16,5	16,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5	17,5

Zdroj: Prague Research Forum. Nájemné uvedené je tzv. „prime“ nájemné. Hodnoty ke konci roku.

3.7.5 Prognóza tržního vývoje: subtrh okraj města

Nová čistá nabídka v subtrhu okraj města by měla v období 2011 až 2013 dosáhnout ročního průměru cca 23tis. m² kancelářských ploch. Nově pronajaté plochy (čistá poptávka) by se měly ve stejném období dle prognózy pohybovat, vyjádřeno ročním průměrem, kolem hodnoty cca 35tis. m². Převís poptávky nad nabídkou bude působit na pokles míry neobsazenosti v tomto subtrhu, která započala již v roce 2010. Právě pokles míry neobsazenosti již v roce 2010 je anomálií ve vývoji, neboť ve zbylých dvou subtrzech v roce 2010 neobsazenost rostla. Jak je patrné z grafu níže, v roce 2010 nebyla v okraji města dokončena žádná nová budova, zatímco plochy se pronajímaly.

Graf 14: Odhad vývoje tržních fundamentů s dopadem na míru neobsazenosti v subtrhu vnější město v letech 2011 až 2013.



Zdroj: PRF, CB Richard Ellis. Vlastní výpočty. Odhad v „zamlženém“ světle zelením poli.

Míra neobsazenosti by měla postupně klesat až na hodnotu cca 6% v roce 2013. Tím se bude blížit k hranici pod 5%, pod kterou v minulosti vznikal tlak na růst nájemného. V této práci je však prognózována stagnace nájemného i přes značný pokles míry neobsazenosti. Vysvětlující příčinou je vliv odhadované vysoké míry neobsazenosti v subtrhu vnitřního města. Zde část kancelářských objektů (zejména méně atraktivních a tudíž cenově bližších cenové hladině okraji města) působí jako cenová konkurence subtrhu okraj města a tlumí tak tamní růst nájemného. Bude-li ovšem neobsazenost ve vnitřním městě v roce 2013 dosahovat cca 11%, pak lze očekávat právě tento tlumící efekt pro vývoj nájemného v subtrhu okraj města – nájemné by mělo stagnovat.

Tab.11: Míra neobsazenosti a hodnoty nájemného (uvedeno v EUR/m²/měsíc) v subtrhu okraj města v období 2004 až 2013 (prognóza v zelené oblasti).

rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
neobsazenost %	10,5	12,4	7,9	4,3	8,5	12,6	11,1	9	7	6
nájemné EUR/m ² /měsíc	14,5	14,0	14,0	14,5	15,0	14,0	14,0	14	14	14

Zdroj: Prague Research Forum. Nájemné uvedené je tzv. „prime“ nájemné. Hodnoty ke konci roku.

3.8 Strategické doporučení pro tržní aktéry

Hlavními aktéry na trhu s komerčními nemovitostmi jsou: nájemce ploch, developer stavějící budovy, investor kupující nemovitosti a banky financující výstavbu případně koupí nemovitosti (investici). Každý z aktérů komerčního kancelářského realitního trhu sleduje vlastní cíle a v kombinaci s tržním vývojem, resp. očekáváním ohledně budoucího tržního vývoje, od nich odvíjí vlastní strategické kroky.

Cílem prognózování vývoje je s ohledem na očekávanou budoucnost využít příležitostí, předejít možným rizikům/hrozbám pramenícím z tržního vývoje a co nejlépe se na tyto jak kladné tak záporné možnosti připravit. Prognóza v této práci odhalila, že pražský trh s kancelářskými nemovitostmi dosáhnul v roce 2010 vrcholu, co se míry neobsazenosti týče. Pro následující tři roky by měla neobsazenost klesat o od toho se odvíjet i eventuelní tlak na pohyb nájemného. Důležitou skutečností zjištěnou analýzou je odlišný vývoj na úrovni subtrhů, kde cenové změny nájemného lze očekávat pouze v centru města. Proto nelze akceptovat generalizující výstupy tržní analýzy, které nejsou

dostatečně detailní ve smyslu geografické segmentace území pražského trhu. Právě tuto skutečnost musejí vzít tržní aktéři v úvahu při svých krocích.

Za předpokladu, že by jednotliví aktéři pražského trhu s kancelářskými nemovitostmi akceptovali scénář prognózovaného vývoje pro roky 2011, 2012 a 2013 naznačený výše – že nájemné bude ve větší části pražského trhu stagnovat s možným růstem pouze v centru města v roce 2012 a 2013, lze modelově uvést doporučení níže v tabulce. Jedná se o obecné formulace, jednotliví aktéři mohou sledovat odlišné specifické záměry (částečně iracionální) a od toho se odvíjející jiné strategie postupu. V realitě může také nastat situace, že o možném budoucím tržním vývoji nebudou aktéři informováni nebo jej nebudou sami aktivně konstruovat. I proto mohou jejich strategické kroky směřovat odlišně.

Tab.12: Doporučené strategie aktérům pražského kancelářského trhu s nemovitostmi v segmentu kvality A a B pro roky 2011, 2012 a 2013 za předpokladu uvedeného v tabulce níže.

	<p>Předpoklad:</p> <p>Nájemné bude v subtrhu vnitřní a okraj města stagnovat. V subtrhu centrum města v roce 2012 a 2013 mírně vzroste. Míra neobsazenosti v centru města klesne až na 4% v roce 2013, ve vnitřním městě na 11% a v subtrhu okraj města na 6%.</p>
Nájemce	<p>Využít poklesu nájemného ve všech subtrzech, které vzrostlo v době 2006-2008, renegotiovat nájemní smlouvy za nižší nájemné. Využít tak vyšší konkurence na trhu kancelářských ploch z důvodu převisu nabídky nad poptávkou. V centru města uzavřít nájemní smlouvu ještě v roce 2011, nečekat do roku 2012/2013.</p>
Developer	<p>Zahájit přípravy na nový development (trvá cca 2 roky) načasovaný do období konec roku 2012, začátek 2013 – kdy lze očekávat nižší míru neobsazenosti a vyšší tlak na růst nájmu. Při vyjednávání s nájemci vzít v potaz stagnující nájemné a vzrostlou neobsazenost jako faktory růstu konkurence a silnějšího postavení nájemců ve vyjednávání. Hrozby o odchodu nájemců při nedosažení výhodnějších nájemních podmínek mohou být reálné povahy.</p>
Investor* se záměrem nemovitost držet v portfoliu <i>dlouhodobě</i>	<p>Kupovat, využít poklesu cen komerčních nemovitostí vypočítané na bázi výnosové hodnoty odvozené od nájemného, které v roce 2009 a 2010 mírně pokleslo. Zaměřit se na kvalitní nemovitosti s potenciálem udržet si dlouhodobě hodnotu – tzn. v dobré lokalitě, ideálně v centru města.</p>

<p>Investor se záměrem nemovitost držet v portfoliu <i>krátkodobě (1-2 roky)</i></p>	<p>Koupit nejdříve koncem roku 2011, resp. začátkem roku 2012, kdy lze v horizontu následujících 1 až 2 let očekávat růst nájemného na podkladě poklesu míry neobsazenosti. Poté 2 roky držet do doby cca roku 2013/2014, kdy je predikován mírný nárůst nájemného – v té době prodat za vyšší cenu (vlivem růstu vyšší výnosové hodnoty dané odhadovaným nárůstem nájemného). V současné době hledat příležitosti a vstoupit do vyjednávacích procesů, ve kterých využít výhodného postavení vlivem útlumu investiční aktivity (poptávky investorů). Nekupovat nemovitosti v méně atraktivních lokalitách subtrhu vnitřní město, kde je odhadována vysoká míra neobsazenosti i v roce 2013 (11%).</p>
<p>Vlastník nemovitost se záměrem prodat</p>	<p>V současné době (není-li nutno) neprodávat. Pokles cen determinovaný poklesem výnosové hodnoty (vlivem poklesu příjmu, který generuje snížené nájemné) bude přetrvávat cca do konce roku 2012. Prodej směřovat do období roku 2013, kdy lze očekávat výhodnější podmínky na trhu – obecně klesající neobsazenost a v dobrých lokalitách růst cen.</p>
<p>Financující banka</p>	<p>Zahájit pozvolné uvolňování úvěrové politiky – snížit koeficient LTV, požadavek na podíl předpronajatých ploch před zahájením developmentu. Development trvajícím cca 2 roky bude dodán na trh v roce 2013, kdy lze očekávat nižší míru neobsazenosti, růst poptávky po kancelářských plochách – vyšší pravděpodobnost obsazení ploch nové nemovitosti = tj. vyšší jistota zajištění příjmu developerem na krytí úvěrových splátek bance.</p>

Zdroj: Vlastní formulace. *Investor sleduje vývoj nájemného z důvodu stanovení hodnoty výše příjmu, který mu bude obsazená nemovitost generovat. Výše nájemného tak vstupuje do výpočtu výnosové hodnoty nemovitosti, kde tento příjem je diskontován na současnou hodnotu diskontní sazbou zohledňující mimo jiné riziko ztráty nájemce, poklesu obsazenosti budovy a prodloužení doby neuznění nájemce nového.

4 Závěr

Práce se zaměřila na analýzu komerční části realitního trhu, dále vymezeného na moderní kancelářské nemovitosti v Praze. Analýza byla rozčleněna na dvě části – vývoj trhu od roku 2004 do konce roku 2010 a dále prognóza pro roky 2011, 2012 a 2013.

V teoreticko-metodologické části práce bylo dosaženo vysvětlení metody sběru dat na kancelářském trhu v Praze. Byly uvedeny postupy výpočtu jednotlivých tržních ukazatelů z těchto dat a tyto ukazatele byly následně aplikovány v analytické části práce. Ve vztahu k ukazatelům poptávkové strany trhu vyplynulo, že ukazatel čisté absorpce nelze přesně vyjádřit, přestože je ukazatelem nejvhodnějším k zachycení čisté poptávky po pronájmech. Tato situace si vynutila dodatečné úpravy poptávkového ukazatele tzv. celkové leasingové aktivity (hrubé poptávky). Na podkladě tohoto zjištění lze doporučit sdružení Prague Research Forum, aby zajistilo přesnost dat nutných k výpočtu čisté absorpce kancelářských ploch.

Vývoj trhu koreloval s vývojem výkonu národní a potažmo globální ekonomiky (měřeno agregátem HDP) se zpožděním cca 6 až 12 měsíců u poptávkové strany trhu a cca 1 až 2 roky u nabídkové strany. Podobně na ekonomický vývoj reagoval evropský trh jako celek. Právě přes vývoj ekonomiky se podařilo nalézt a analyzovat společné trendy ve vývoji pražského a evropského trhu s kancelářskými nemovitostmi. Zejména na straně poptávky po pronájmech ploch bylo patrné, že pražský trh ve srovnání se Západní Evropou začal klesat s jednorozčným zpožděním. Daný vývoj lze vysvětlit poklesem výkonu ekonomiky, který v České republice nastal právě s jednorozčným zpožděním ve srovnání se Západní Evropou. Analýza tak poukázala na reaktivnost jednotlivých parametrů trhu na ekonomické prostředí, jehož součástí komerční realitní trh je. Tím se podařilo naplnit cíl srovnání lokálního pražského trhu s trhem evropským.

Analýza v práci převážně směřovala k datovému rozboru nabídkové a poptávkové strany trhu. Bylo tak dosaženo cíle vysvětlení vztahu nabídky s poptávkou a odtud neobsazenosti s nájemným. Totiž míra neobsazenosti, jakožto objemové vyjádření střetu nabídky s poptávkou, reagovala v letech 2004 až 2007 na převis poptávky nad nabídkou klesajícím pohybem (5,8%), naopak v letech 2008 až 2010 došlo vlivem poklesu poptávky k růstu neobsazenosti (13,1%). Nepřímo úměrně na vývoj míry neobsazenosti,

a tedy vývoj vztahu nabídky s poptávkou, reagovaly hodnoty nájemného, které až do roku 2007 (resp. 2008 v centru města) vykazovaly růstové tendence, zatímco od roku 2008 (resp. 2009 v centru města) zaznamenaly mírný pokles. S ohledem na stanovenou hypotézu vymezenou v úvodu práce lze konstatovat, že interakce nabídkové a poptávkové strany byla potvrzena. Lze uzavřít, že z pohledu znalostí a chápání tržních mechanismů bylo analyzování vývoje na pražském kancelářském trhu přínosné, neboť trh poprvé ve své historii prošel celistvým cenovým cyklem.

Analýza práce cílila ke tvorbě prognózy vývoje trhu pro následující tři roky. Z prognózy vyplynulo, že roky 2011, 2012 a 2013 budou ve znamení sbližování poptávky s nabídkou, čehož výsledkem by měla být klesající míra neobsazenosti, která by zejména v subtrhu centru města měla v roce 2013 znovu způsobit tlak na růst nájemného. Z poskytnutých dat se tak podařilo naznačit možný budoucí vývoj kancelářského trhu. Dosažené prognostické výstupy tak posílají silný doporučující apel směrem ke sdružení Prague Research Formu (PRF), aby toto sdružení využilo potenciálu datového fondu, kterým disponuje a věnovalo predikcím vývoje trhu systematickou pozornost. Neomezeno kapacitou jako tato práce, lze PRF doporučit modelovat budoucí tržní vývoj v podobě tří scénářů – optimistický, střední a pesimistický.

Odhad budoucího vývoje však nebyl samoučelný. Na podkladě výstupů tržní prognózy se podařilo vytvořit a poskytnout strategická doporučení jednotlivým tržním aktérům, čímž bylo dosaženo demonstrace, jak efektivně lze výsledky tržního průzkumu distribuovat do reálného prostředí a učinit tím analyzování dat rentabilní.

Literatura

Odborná literatura

- 1) ADAMS, D. *Urban planning and the development process*. 1. vydání, Routledge, Abingdon, 1994. ISBN: 1-85728-021-0 (HB). str. 58, 90-105.
- 2) BALL, M, LIZIERI, C., MACGREGOR, B. *The economics of commercial property markets*. 1. vydání, The Routledge, New York, 1998. ISBN 10: 0-415-14992-4. str. 20-40.
- 3) BALL, M, HARLOE, M., MARTENS, M. *Housing and social change in Britain and the USA*. 1. vydání, The Routledge, London, 1989. ISBN 10: 0-415-27331-5. str. 277.
- 4) BARKHAM, R. *Market research for office real estate*. In Guy, S., Hennebery, J. *Development and developers: perspectives on property*. 1. vydání, Blackwell Science Ltd., 2002. ISBN 0-632-05842-0. str. 53-72.
- 5) BAUM, A. *Evidence of cycles in European commercial real estate markets – and some hypotheses*. in Brown, S and Liu, C (eds), *A global perspective on real estate cycles*, Kluwer academic publishers, New York. 2001. ISBN 10: 0792378083. str. 103-115.
- 6) COLWELL, P., MUNNEKE, H. *The structure of urban land prices*. *Journal of Urban Economics*, vol. 41, ročník 1999. ISSN: 00941190. str. 321-336.
- 7) D'ARCY, É., KEOGH, G. *The market context of properte development activity*. In Guy, S., Hennebery, J. *Development and developers: perspectives on property*. 1. vydání, Blackwell Science Ltd., 2002. ISBN 0-632-05842-0. str. 19-34.
- 8) GAUSE, J. et. al. *Office development handbook*. 1. vydání, Urban Land Institute, Washington, 2005. ISBN: 0-87420-822-X. str. 31-77.
- 9) KAHR, J., THOMSETT, M. *Real estate market valuation and analyses*. 1. vydání, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jesey, 2005. ISBN-13: 978-0-471-65526-8. str. 17.
- 10) MACLARAN, A. *Making space: property development and urban planning*. 1. vydání, Arnold publishers Limited, London, 2003. ISBN: 0-340-808276 (pb). str. 14, 20, 23.
- 11) MAGALHAES, C. *Global players and the reshaping of local property markets: global pressures and local reactions*. In Guy, S., Hennebery, J. *Development and developers: perspectives on property*. 1. vydání, Blackwell Science Ltd., 2002. ISBN 0-632-05842-0. str. 224-246.
- 12) McGOUGH, T., TSOLACOS, S.: *Modelling the development sector of the properte market*. in *Development and Developers, perspectives on property*, Blackwell Publishing, 2002. ISBN: 0-632-05842-0. str.44.
- 13) NACHEM, I. *The complete guide to financing real estate developments*. 1. vydání, The McGraw-Hill Companies, 2007. ISBN: 0-07-151081-8. str. 24-52.
- 14) SAYCE, S., SMITH, J., COOPER, R., VENMORE-ROWLAND, P. *Real estate appraisal: from value to worth*. 1. vydání, Blackwell Publishing Ltd., Oxford, 2006. ISBN-13: 978-1-4051-0001-4. str. 14-15, 36, 102-103.
- 15) SCHMITZ, A., BRETT, D. *Real estate market analyse: A case study approach*. 4. vydání, Urban Land Institute, Washington, 2005. ISBN: 0-87420-868-8. str. 3, 57.
- 16) SOUKUP, J. a kol. *Makroekonomie: moderní přístup*. 1. vydání, Management press, Praha, 2008. ISBN 978-80-7261-174-4. str. 90.

- 17) SYNEK, M. *Manažerská ekonomika*. 4. vydání, Grada publishing, Praha, 2007. ISBN: 978-80-247-1992-4. str. 54-55.
- 18) TREVILLION, E. *Systems theory and the commercial development process – towards an understanding of complex behaviour and change*. In Guy, S., Hennebery, J. *Development and developers: perspectives on property*. 1. vydání, Blackwell Science Ltd., 2002. ISBN 0-632-05842-0. str. 181-203.
- 19) VRÁBLÍK, P. *Marketingový výzkum pražského trhu s kancelářskými nemovitostmi*. VŠEM, seminární práce. 2011.
- 20) WRENN, B., STEVENS, R., LOUDON, L.: *Marketing research: text and cases*, The Haworth Press, 2007. ISBN: 0-7890-2745-3. str. 89-95.
- 21) WYATT, P. *Property valuation in an economic context*. 1. vydání, Blackwell Publishing Ltd, Oxford, 2007. ISBN: 978-1-4051-3045-5. str. 28-36, 36-50, 126-128.

Odborné periodika a tematické reporty

- 1) ANTWI, A., HENNEBERRY, J. *Developers, non - linearity and asymmetry in the development cycle*. *Journal of Property Research*, vol. 12, ročník 1995. Routledge Publishing. ISSN: 0959-9916. str. 217-239.
- 2) CB RICHARD ELLIS. *European capital markets. Market view report*. EMEA Research department. Ročník 2009, 2010.
- 3) CB RICHARD ELLIS. *European development lending. Briefing paper – special report*. EMEA Research department. Ročník 2008.
- 4) GUNTERMAN, K., THOMAS, G. *Parcel size, location and commercial land values*. *Journal of Real Estate Research*, vol. 27, ročník 2005. ISSN: 08965803. str. 343-354.
- 5) HOWARTH, R., MALIZIA, E. *Office market analyses: Improving best-practice techniques*. *Journal of Real Estate Research*, vol. 16, ročník 1998. ISSN: 08965803. str. 15-34.
- 6) PYHR, S., ROULAC, S., BORN, W.: *Real estate cycles and their strategic implications for investors and portfolio managers in the global economy*. *Journal of real estate research*, vol. 18, ročník 1999. American Real Estate Society. ISSN: 0896-5803. str. 10-12.
- 7) WHEATON, C. *The cyclic behavior of the national office market*. *Journal of the real estate economics*. American Real Estate and Urban Economics Association. vol. 15, ročník 1987. ISSN: 1540-6229. str. 281-299.
- 8) WHEATON, C, TORTO. R. *Vacancy rates and the future of office rents*. *Journal of the real estate economics*. American Real Estate and Urban Economics Association. vol. 16, ročník 1988. ISSN: 1540-6229. str. 430-436.

Internetové zdroje

- 1) ČNB: *Aktuální prognóza ČNB [online]*. Meziroční růst reálného HDP. Zveřejněná 4.8.2011. [cit. 2011-08-25]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html#HDP>.
- 2) ČSÚ: *Česká republika: hlavní makroekonomické ukazatele [online]*. Meziroční růst HDP reálně. [cit. 2011-08-25]. Dostupné z WWW: <[http://czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr: makroekonomicke_udaje/\\$File/67612190.xls](http://czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr: makroekonomicke_udaje/$File/67612190.xls)>.

- 3) DUBSKÁ, D. *Silný růst ekonomiky české veřejné finance výrazně nevylepší [online].* Analýzy ČSÚ, zveřejněno 31.5.2007. [cit. 2011-08-25]. Dostupné z WWW: <<http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/ckta05310707.doc>>.
- 4) SINGER, M., TOMŠÍK, V. *Aktuální vývoj a výhled české ekonomiky z pohledu ČNB [online].* Prezentace pro krajskou hospodářskou komoru Moravskoslezského kraje, ze dne 24.9.2007. [cit. 2011-08-25]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_tomsik_20070924_hosp_komora_ostava.pdf>.

Zákony

Zákon č. 183/2006 Sb., o územním plánování a stavebním řádu (stavební zákon). Část třetí, Územní plánování. Hlava III: Nástroje územního plánování. Díl 4: Územní rozhodnutí.