

ČESKÉ VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ
V PRAZE

FAKULTA STAVEBNÍ

Katedra ekonomiky a řízení ve stavebnictví



BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

2020

Jan Sedláček



ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení: **Sedláček** Jméno: **Jan** Osobní číslo: **466483**
Fakulta/ústav: **Fakulta stavební**
Zadávací katedra/ústav: **Katedra ekonomiky a řízení ve stavebnictví**
Studijní program: **Stavební inženýrství**
Studijní obor: **Management a ekonomika ve stavebnictví**

II. ÚDAJE K BAKALÁŘSKÉ PRÁCI

Název bakalářské práce:

Úskalí developerského procesu

Název bakalářské práce anglicky:

Pitfalls of the development process

Pokyny pro vypracování:

- vymezení pojmů
- způsoby financování developerských projektů - projektové financování
- legislativní a daňová úskalí
- dodavatelské systémy
- rezidenční vs. komerční developement

Seznam doporučené literatury:

PROSTĚJOVSKÁ, Zita. Management výstavbových projektů. V Praze: České vysoké učení technické, 2008. ISBN 9788001041420.
FOTR, Jiří a SOUCEK Ivan. Podnikatelský záměr a investiční rozhodování. Praha: Grada Publishing, 2005. Expert (Grada). ISBN 8024709392.

Jméno a pracoviště vedoucí(ho) bakalářské práce:

doc. Ing. Aleš Tomek, CSc., katedra ekonomiky a řízení ve stavebnictví FSv

Jméno a pracoviště druhé(ho) vedoucí(ho) nebo konzultanta(ky) bakalářské práce:

Datum zadání bakalářské práce: **17.02.2020** Termín odevzdání bakalářské práce: **24.05.2020**

Platnost zadání bakalářské práce: _____

doc. Ing. Aleš Tomek, CSc.
podpis vedoucí(ho) práce

prof. Ing. Renáta Schneiderová Heralová, Ph.D.
podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry

prof. Ing. Jiří Máca, CSc.
podpis děkana(ky)

III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

Student bere na vědomí, že je povinen vypracovat bakalářskou práci samostatně, bez cizí pomoci, s výjimkou poskytnutých konzultací.
Seznam použité literatury, jiných pramenů a jmen konzultantů je třeba uvést v bakalářské práci.

Datum převzetí zadání

Podpis studenta

Úskalí developerského procesu

Pitfalls of the development process

Anotace

Tato práce se věnuje developerskému procesu a jeho úskalím. Teoretická část se ve svém začátku věnuje rozdělení výstavbového procesu do tří fází: přípravná, realizační a závěrečná. Dále jsou definováni účastníci developerského procesu. Dále se teoretická část zabývá projektovým financováním developerských projektů, které je rozděleno na bankovní a nebankovní financování. Kapitola nebankovního financování popisuje specifika kapitálového financování a juniorních úvěrů. Kapitola o bankovním financování se věnuje procesu žádosti o úvěr a podmínkám pro jeho získání. Následně jsou popsány nástroje hodnocení ekonomické efektivity projektů. Praktická část zpracovává finanční analýzu konkrétního developerského projektu od ocenění nákladů a výnosů, přes tvorbu cash flow až po vyhodnocení výkonnostních indikátorů. V samotném závěru je vytvořena citlivostní analýza na změnu vstupních proměnných.

Annotation

This work describes the development process and its pitfalls. The theoretical part begins with the division of the development process into three phases: preparatory, implementation and final. Furthermore, the participants in the development process are defined. Furthermore, the theoretical part deals with project financing of development projects, which is divided into bank and non-bank financing. The chapter on non-bank financing describes the specifics of capital financing and junior loans. The chapter on bank financing deals with the loan application process and the conditions for obtaining it. Subsequently, the tools for evaluating the economic efficiency of projects are described. The practical part deals with the financial analysis of a specific development project from the valuation of costs and revenues, through the creation of cash flow to the evaluation of performance indicators. In the end, a sensitivity analysis is created to change the input variables.

Klíčová slova

Developerský proces, developerská činnost, projektové financování, development

Keywords

Development process, development activity, project financing, development

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem tuto bakalářskou práci vypracoval samostatně, pouze za odborného vedení vedoucího bakalářské práce Doc. Ing. Aleše Tomka, CSc a v souladu s metodickým pokynem o dodržování etických principů při přípravě vysokoškolských závěrečných prací.

Dále prohlašuji, že veškeré podklady, ze kterých jsem čerpal, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Datum: 15. 5. 2020

Podpis:

Poděkování

Rád bych poděkoval vedoucímu práce Doc. Ing. Aleši Tomkovi za cenné rady při psaní práce a zejména pak za ochotu a vstřícnost při způsobu uchopení daného tématu. Ochoty si cením o to více vzhledem ke ztíženým podmínkám, které byly zapříčiněny celostátní karanténou v důsledku globálního pandemického stavu, který panoval v průběhu psaní této práce. Dále bych chtěl poděkovat Ing. Janu Mazáčovi a společnosti REALISM Development s.r.o. za vstřícnost při poskytování podkladů pro praktickou část této práce.

Obsah

1	ÚVOD	10
2	DEVELOPERSKÝ PROCES.....	12
2.1	ÚČASTNÍCI PROCESU.....	14
2.1.1	<i>Zúčastněné strany.....</i>	<i>15</i>
2.1.2	<i>Dotčené osoby.....</i>	<i>19</i>
2.2	FÁZE DEVELOPERSKÉHO PROJEKTU	20
2.2.1	<i>Přípravná fáze.....</i>	<i>20</i>
2.2.2	<i>Realizační fáze.....</i>	<i>22</i>
2.2.3	<i>Závěrečná fáze.....</i>	<i>23</i>
3	FINANCOVÁNÍ DEVELOPERSKÝCH PROJEKTŮ	25
3.1	ZDROJE PROJEKTOVÉHO FINANCOVÁNÍ.....	26
3.2	NEBANKOVNÍ FINANCOVÁNÍ PROJEKTU	29
3.2.1	<i>Kapitálové financování</i>	<i>29</i>
3.2.2	<i>Juniorní financování</i>	<i>31</i>
3.3	BANKOVNÍ FINANCOVÁNÍ	33
3.3.1	<i>Úrok a úroková míra.....</i>	<i>33</i>
3.3.2	<i>Žádost o úvěr a podmínky čerpání.....</i>	<i>34</i>
3.3.3	<i>Podmínky čerpání úvěru.....</i>	<i>37</i>
3.3.4	<i>Způsoby zajištění.....</i>	<i>37</i>
3.4	BANKOU SLEDOVANÉ FINANČNÍ INDIKÁTORY	39
3.4.1	<i>Předprodeje/předpronájmy.....</i>	<i>39</i>
3.4.2	<i>Loan to Cost – LTC.....</i>	<i>39</i>
3.4.3	<i>Loan to Value - LTV.....</i>	<i>40</i>
3.4.4	<i>Value to Cost – VTC.....</i>	<i>40</i>
3.5	EKONOMICKÉ HODNOCENÍ PROJEKTU	40
3.5.1	<i>Cash flow.....</i>	<i>40</i>
3.5.2	<i>Rentabilita projektu.....</i>	<i>41</i>
3.5.3	<i>Doba návratnosti.....</i>	<i>42</i>
4	FINANČNÍ ANALÝZA DEVELOPERSKÉHO PROJEKTU BLERIoT	43
4.1	PŘEDSTAVENÍ PROJEKTU.....	43
4.2	PŘEDSTAVENÍ DEVELOPERA.....	44
4.3	ÚČASTNICKÁ STRUKTURA PROJEKTU.....	44
4.4	TECHNICKÁ SPECIFIKA PROJEKTU	45
4.5	ČASOVÝ PLÁN.....	47
4.5.1	<i>Časový plán projektu.....</i>	<i>47</i>
4.5.2	<i>Harmonogram výstavby</i>	<i>47</i>
4.6	FINANČNÍ ANALÝZA PROJEKTU	48
4.6.1	<i>Rozpočtové náklady projektu</i>	<i>48</i>

4.6.2	<i>Plánované výnosy projektu</i>	51
4.6.3	<i>Obchodní podmínky kupních smluv</i>	51
4.6.4	<i>Cash flow</i>	52
4.7	FINANCOVÁNÍ PROJEKTU	53
4.7.1	<i>Kapitálová struktura</i>	53
4.7.2	<i>Podmínky úvěrové smlouvy</i>	54
4.8	VYHODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PROJEKTU.....	56
4.8.1	<i>Zisk</i>	56
4.8.2	<i>Výnosnost celkového kapitálu – ROA</i>	56
4.8.3	<i>Výnosnost vlastního kapitálu – ROE</i>	56
4.8.4	<i>Vnitřní výnosové procento - IRR</i>	56
4.8.5	<i>Doba návratnosti</i>	57
4.8.6	<i>Shrnutí</i>	57
4.9	CITLIVOSTNÍ ANALÝZA	58
4.10	OSTATNÍ BUDOUCÍ VÝNOSY Z PROJEKTU	59
5	ZÁVĚR	60
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY:	62
	KNIŽNÍ ZDROJE:.....	62
	INTERNETOVÉ ZDROJE:.....	63
	REJSTŘÍK GRAFŮ, OBRÁZKŮ A TABULEK	65
	GRAFY.....	65
	OBRÁZKY	65
	TABULKY	65

1 Úvod

Oblast developmentu České republiky dlouhodobě se zájmem sleduji, proto byla volba tématu bakalářské práce směřována tímto směrem. V kombinaci se zájmem o ekonomii a projektový management, jsem se rozhodl napsat práci věnující se zejména finančním úskalím této problematiky. Z počátku přípravy a analýzy zdrojů pro tuto práci jsem měl záměr zahrnout také legislativní a daňová úskalí. Od tohoto záměru však bylo upuštěno, neboť by rozsah stanovený pro bakalářské práce neposkytoval dostatečný prostor pro zevrubnou analýzu této problematiky.

V současné době často slyšíme o zdoluhavém povolovacím řízení a množství byrokracie, která se k výstavbovému procesu váže. V důsledku těchto skutečností se v posledních letech shledáváme s akutním nedostatkem nabídky bytů, kterou developeři každoročně umisťují na trh. Svůj podíl na této situaci mají také neregulované, případně špatně regulované, nové formy sdíleného ubytování, které zapříčiňují odliv malometrážních bytů v centrech měst z nabídky rezidenčního trhu. To vše má za následek růst kupní ceny bytů a vznik tzv. bytové krize.

Podle Dušana Kunovského, majoritního vlastníka největší české čistě developerské společnosti Central Group, proces realizace od akvizice pozemku až po předání klíče novému majiteli běžně zabere 10-12 let. (Dušan Kunovský, 2018) Po celou tuto dobu má developer v projektu vložený kapitál, který se mu zhodnotí až na úplném konci.

Práce se v úvodu teoretické části bude věnovat výstavbovému procesu jako takovému, který bude rozdělen do konkrétních fází včetně popisu jejich specifík a zúčastněných stran. Následně budou popsána finanční úskalí, kterým developerské společnosti, jakožto investoři projektu, musí čelit v jeho přípravě, plánování, realizaci a prodeji.

Popsána bude také typická kapitálová struktura projektu a způsob distribuce zisků. U zdrojů financování bude tato práce rozdělena dle **poskytovatelů financí**, nikoliv dle tradičního členění dle původu financí ve vztahu ke společnosti, tedy vlastních vs. cizích zdroje. V praxi to znamená, že kapitola „Nebankovní financování“ bude zahrnovat jak kapitálové zdroje, tak i juniorní úvěry. Kapitola „Bankovní financování“ se zaměří na specifika projektového financování, úvěrovou aplikaci, způsoby zajištění a způsob stanovení ceny za úvěr, tedy úrokové míry. Následně budou představeny ukazatele a indikátory, které posuzují developeři při rozhodování, zda do projektu vstoupit, a banky při žádosti o úvěr.

Poslední ze zmíněných bude nosnou částí praktické části, kde bude vypracována případová studie včetně finančního modelu pro konkrétní developerský projekt. Na základě poznatků z teoretické části bude navržena adekvátní kapitálová struktura projektu včetně zohlednění jednotlivých výhod a nevýhod konkrétních zdrojů financování. Finanční model popíše postup čerpání finančních prostředků v čase a následně se pokusí zhodnotit efektivitu zvoleného způsobu financování včetně dopadů na projekt a případný zisk investora.

I přes to, že se práce primárně zaměřuje na rezidenční nemovitosti, v určitých částech se pro komplexní pochopení problematiky developmentu bude věnovat také realizaci komerčních nemovitostí a infrastrukturních staveb.

Obrázek 1 Struktura práce



Zdroj: vlastní zpracování

2 Developerský proces

Oxfordský slovník definuje development jako proces výroby nebo vytváření něčeho nového nebo pokročilejšího, produktu nebo nápadu.

Development ve smyslu financování a realizace výstavby je klíčovým pilířem v uspokojení potřeby v rámci bytové politiky a zajištění dostatečného množství komerčních ploch určených pro podnikání. Mezi ty patří např. kanceláře, logistické a výrobní nebo obchodní plochy.¹

Developerským projektem je podnikatelský záměr, jehož předmětem je kterákoliv z fází výstavbového procesu prováděna za účelem generování zisku plynoucího z následného prodeje nebo pronájmu. Záměrně se zde vyhýbám pojmům výstavba či rekonstrukce, neboť mezi development můžeme zařadit i operace spojené s pozemky, kdy investor tuto nemovitost nabývá za účelem jejího zhodnocení formou získání územního rozhodnutí, stavebního povolení, případně změnou územního plánu. Následně nemovitost prodává, aniž by na něm prováděl jakoukoliv stavební činnost. Za development se nepovažuje stavba či rekonstrukce objektu pro vlastní potřebu.

Stavby a budovy dělíme z hlediska účelu a způsobu užívání na komerční, rezidenční a infrastrukturní. Toto členění se také odráží v dělení developerských projektů a developerských firem.

Mezi komerční nemovitosti se řadí všechny typy staveb, které vlastník nabývá za účelem generování cash flow např. z pronájmu. Vlastníky jsou převážně investiční a podílové fondy, finanční instituce a poměrně výjimečně i bohatí jednotlivci. Ti je považují za bezpečný a stabilní způsob zhodnocení finančních prostředků. Vlastnění a provoz těchto nemovitostí je pro vlastníky často hlavním předmětem podnikání.

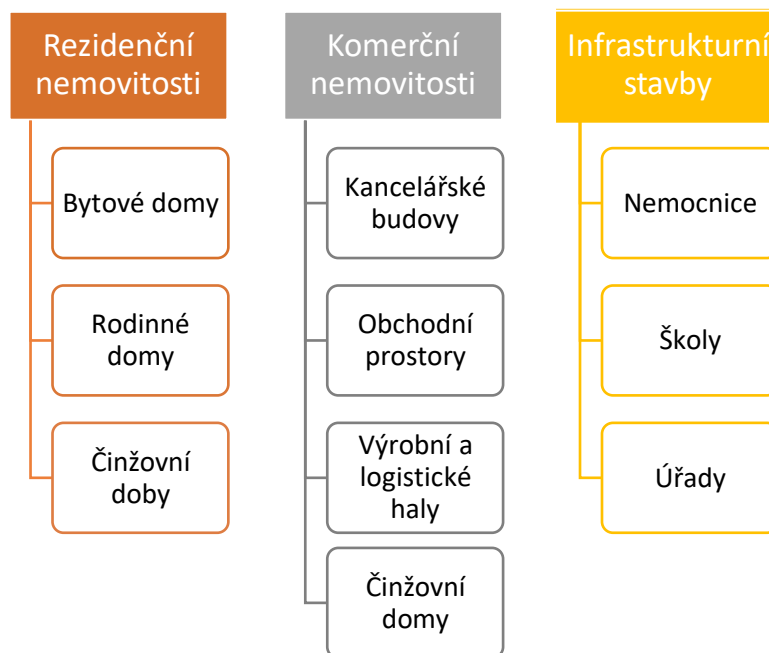
Rezidenční nemovitosti jsou, jak název napovídá, určeny zejména pro bydlení. Vlastníky jsou zpravidla koncoví uživatelé, tedy obyvatelé domu, nebo drobní investoři, pro které není jejich vlastnění hlavním předmětem podnikání, ale jde spíše o určitý způsob uložení finančních prostředků. Specifickou kategorií jsou činžovní domy, které jsou z pohledu majitele komerční nemovitostí, jelikož generují výnosy. Z pohledu účelu užívání se však řadí mezi nemovitosti rezidenční.

Infrastrukturálních projekty jako jsou dálnice, silnice, letiště, parky atd. zajišťuje převážně tzv. veřejný developer jímž je např. město, stát či jeho příspěvkové organizace. Tyto projekty mohou

¹ V anglickém jazyce se používají pojmy „logistika“ a „industrial“ pro skladové a výrobní prostory; „retail“ pro obchodní plochy a „office“ pro kancelářské budovy.

být také realizovány pomocí partnerství veřejného a soukromého sektoru – tzv. Public Private Partnership (PPP).

Obrázek 2 Členění nemovitostí



Zdroj: vlastní zpracování

Developerský proces musí být podpořen investovaným časem a finančním kapitálem podporovaným nemovitostmi vytvořenou vývojovou hodnotu, která vyplývá z výnosu při pronájmu nebo prodeji.

Za kritéria úspěšného developerského projektu je považována metodika všeobecně známá pod pojmem „trojúhelník projektového managementu“.

Podle této metodiky jsou pro úspěch projektu podstatné tři parametry:

- dosažení projektu ve vymezeném čase;
- dosažení projektu ve stanovené kvalitě;
- dosažení projektu ve za dodržení stanoveného rozpočtu.

Moderní teorie dodávají kritérium udržitelnosti, jako čtvrtý základní pilíř úspěšného výstavbového projektu.

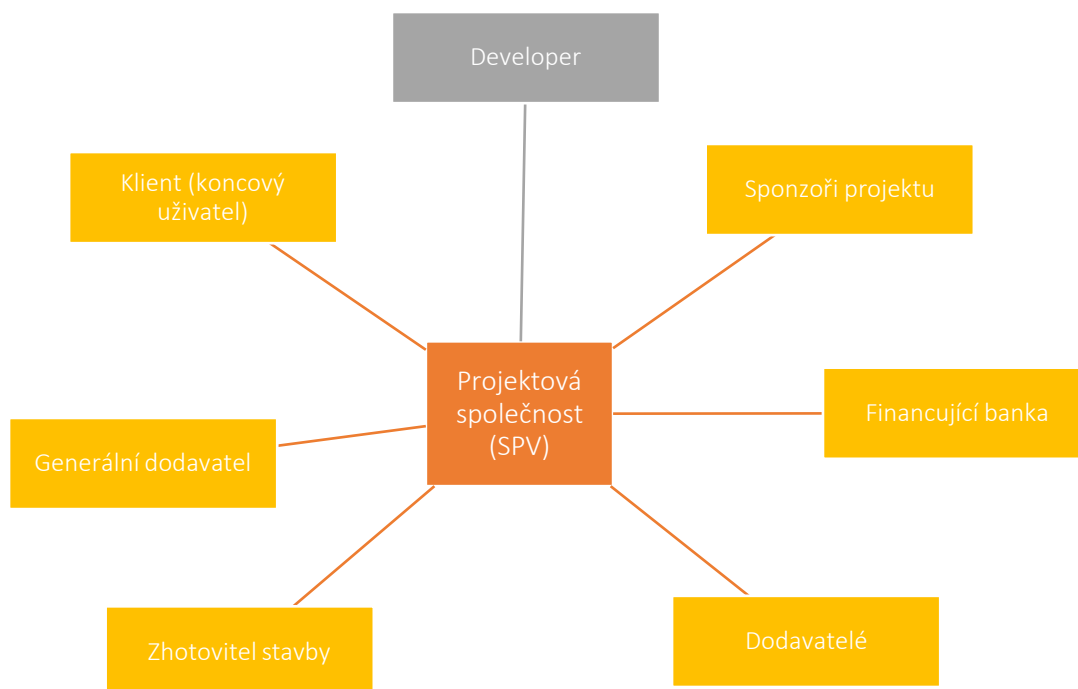
Pro realizaci developerských projektů jsou využívány různé dodavatelské systémy. V České republice je nejpopulárnější způsob dodávky stavebních prací formou generálního dodavatele. Alternativou může být jeden z manažerských dodavatelských systémů: project management nebo tzv. construction management. Více se tomuto tématu bude věnovat kapitola 1.1 týkající se účastníků výstavbového procesu.

2.1 Účastníci procesu

Developerský proces má stejně jako každý výstavbový projekt mnoho dotčených stran tzv. **stakeholders**. Ty se dělí na osoby zúčastněné a osoby dotčené.

Developerská činnost zahrnuje mnoho procesů a disciplín, které vedou k přetvoření myšlenky v předinvestiční fázi přes realizaci stavby v realizační fázi až jejímu prodeji nebo pronájmu ve fázi závěrečné. Každá z fází developerské činnosti vyžaduje finanční, ale i lidský kapitál z řad odborníků, architektů, úředníků, poradců, konzultantů či komunálních politiků. Všechny tyto procesy činnosti a disciplíny nemohou koherentně fungovat a vytvářet stavební produkci bez řídicí složky. Touto řídicí složkou je v našem případě developer, který aktivity koordinuje za účelem vytvoření hodnoty – zisku – pro své akcionáře a poskytnutí produktu – nemovitosti – pro své klienty. Osoba řídící developerskou společností tedy musí být schopná řídit jak tým uvnitř společnosti, tak i spolupráci s dodavateli a architekty a dotčenými osobami. Zcela zásadní je pozitivní komunikace s lokálními politiky, úředníky státní správy a stavebním úřadem.

Obrázek 3 Projektová organizační struktura



Zdroj Yescombe, 2002, str. 8: vlastní zpracování

2.1.1 Zúčastněné strany

Sponzor

V projektovém financování se pod pojmem sponzor rozumí kterýkoli účastník výstavbového procesu, který poskytuje vlastní kapitál projektové společnosti. Může jím být tedy **developer**, **finanční investor** či **banka**.

Tato osoba má zároveň hlavní zájem na úspěšném dokončení projektu a podílí se na strategických rozhodnutích. (PM Consulting, 2020) Každý projekt může mít více sponzorů, kteří mají rozdělené funkce, zodpovědnosti a pravomoci. Někteří pouze poskytují kapitál, jiní se starají hlavně o řízení projektu. (Yescombe, 2002, s. 33–34)

Ve světě je poměrně běžnou praxí, že je developer najat jiným investorem pro provedení projektu za patřičnou provizi, tzv. **development fee**. Investor nabývá pozici projektového sponzora. K takovému scénáři dochází například v situaci, kdy má sponzor k dispozici pozemek a jasný investiční záměr, ale nemá potřebné know-how pro jeho realizaci. Tato situace však není v České republice příliš obvyklá, proto se jí tato práce nebude více věnovat.

Developer

Pojem developer není v českém právním systému nijak definován, ale obecně ho lze chápat jako manažera či investora projektu. Developerem může být fyzická nebo právnická osoba, která provádí svou činnost za účelem realizace projektu. Dle Stavebního zákona je taková osoba blíže pojmu stavebník nežli stavební podnikatel. Stavební podnikatel, jakožto společnost provádějící stavbu, bývá developerem najat. U větších společností je běžné, že dodavatelem stavby je sesterská společnost se samostatnou právní entitou. Developerský proces může zahrnovat všechny fáze výstavbového projektu od investičního záměru přes koupi, renovaci, výstavbu až po následný prodej nebo pronájem. To se může týkat jak nezastavěného pozemku, brownfieldu, tak i již stojící budovy, která však vyžaduje investici za účelem zvýšení její tržní hodnoty. (Peiser a Hamilton, 2012, s. 3)

Developer na sebe bere převážnou část rizika, avšak v případě úspěšného dokončení projektu si odnáší největší zisk ze všech zúčastněných stran.

Developeři často uvádí, že klíčem k úspěchu je tým složený z profesionálů. To však nutně neznamená, že jsou tyto lidé v pracovním poměru s developerskou společností. Každý takový projekt je dlouhodobý a v průběhu jeho životního cyklu jsou zapotřebí různí odborníci. Proto je vhodné mnoho profesionálů najímat „ad hoc“ pro řešení konkrétního problému. Takto mohou být zajištěny např. služby architekta, projektanta, autorizovaného inženýra, právního poradce či

odborného konzultanta. Developerská společnost pak zaměstnává pouze profese, které se uplatní po celou dobu trvání projektu – tzv. kmenové zaměstnance.

Jiná je situace v případě velkých společností, které souběžně realizují více projektů. Takové firmy jsou schopné zajistit stálý přísun práce a mohou si proto dovolit mít odborníky ve vlastním týmu. Ve většině developerských týmů obvykle najdeme projektového manažera, který se stará o technické aspekty projektu; akvizičního manažera, který se soustředí na vyhledávání nových investičních příležitostí a analytika jenž posuzuje potenciální investice. Některé z těchto pozic může zastávat jedna osoba. Ve většině společností reportují tito zaměstnanci přímo majiteli, který dělá klíčová rozhodnutí, zejména ve finančních oblastech řízení. (Peiser a Hamilton, 2012)

Z těchto důvodů jsou navzdory objemu investic developerské společnosti relativně malé co do počtu zaměstnanců.

SPV

Je běžnou praxí, že developer zakládá pro každý výstavbový projekt samostatnou právní entitu, tzv. SPV.

SPV či SPE od anglického pojmu „Special Purpose Entity/Vehicle“ neboli projektová společnost, je založena za jediným účelem, a to realizací konkrétního developerského projektu. Založením samostatné entity úzce souvisí se způsobem financování, kdy dojde k oddělení financí projektu a developera. To dává investorovi jistotu, že společnost není zatížena finančními závazky z minulosti a tím pádem si vložený kapitál nebude moci nárokovat jiný věřitel.

Výnosy SPV jsou jediným zdrojem splácení finančních závazků. Cash flow musí být nastaveno tak, aby dokázalo zajistit dostatek prostředků pro zaplacení provozních nákladů.

SPV realizuje projekt a vstupuje tak do většiny právních vztahů klíčových pro daný projekt, je také majitelem příslušných pozemků a nemovitostí. Jak ukazuje obrázek 3, SPV se stává uzlem veškerých právních vztahů, jelikož uzavírá smlouvy klíčové pro realizaci projektu. Toto se týká zejména smluv spojených s financováním, nabytím nemovitostí a pozemků, návrhy, projektování, výstavby a prodeje, popřípadě pronájmu či užívání. (Achour, 2008, s. 11)

SPV zpravidla nemá žádné zaměstnance, ale pouze jednatele a zodpovědné osoby, které však nejsou v zaměstnaneckém poměru. Veškerou její činnost fakticky realizuje developer, se kterým uzavírá řadu specifických smluv. Může jít o jednu globální nebo manažerskou smlouvu. Případně se může také jednat o účelové smlouvy jako je smlouva o realizaci projektu, smlouvu o zprostředkování prodeje či smlouvu o správě. Developer se pak stará i o provozní záležitosti jako je vedení účetnictví, základní administrativu, koordinaci dodavatelů atd. (Achour, 2008, s. 14)

Jak již bylo zmíněno, projektová společnost má samostatnou právní subjektivitu. Většinou tak nabývá formy kapitálové společnosti to znamená společnosti s ručením omezeným či akciové společnosti. Tím je zajištěno oddělení závazků a majetku SPV od jejích jednatelů, popř. akcionářů a oddělení projektu od rizika úpadku developera. V případě úpadku developera je pak věřitel schopen jasně identifikovat a nárokovat si majetek za pohledávky z vloženého kapitálu.

Tato situace platí i obráceně, kdy developer jakožto akcionář nebo jednatel nenese odpovědnost za závazky projektové společnosti. Tato vlastnost se uplatní zejména při oddělování rizik jednotlivých projektů, které mají vždy samostatnou entitu, avšak stejného „akcionáře“

Další výhodou je také snazší převoditelnost majetku. Toho se využívá zejména při prodeji komerčních nemovitostí, kdy se stavba převádí jako právní subjekt v jejímž, majetku nemovitost leží. Formální vlastník nemovitosti se tak nemění a v důsledku kupující není povinen zaplatit daň z nabytí nemovitosti, jak uvádí zákon. Další výhodou je, že při převodu celé entity nejsou dotčeny její právní závazky jako jsou nájemní smlouvy s nájemníky.

Při volbě vhodné organizační a právní struktury společnosti jsou klíčové následující faktory:

- Daňové dopady
- Ručení společníků a investorů
- Možnost kontroly a vliv na projekt.

Realitní subjekty se vždy snaží vyhnout dvojímu zdanění zisku, ke kterému dochází zejména v případě realizace projektu formou strategického partnerství. Hlavní výhodou podnikové formy organizace je izolace investorů od osobní odpovědnosti za provoz rozvojové entity.

Finanční investor

Finančním investorem se rozumí osoba či instituce, které vkládá do projektu finanční prostředky. Developer má zřídka dostatečný vlastní kapitál, aby byl schopen financovat celý výstavbový projekt od nákupu pozemku, přes výstavbu až po marketing a prodej. Hledá proto finančního partnera, který mu poskytne kapitál výměnou za provizi formou podílu na zisku, či zaplacení úroku ze zapůjčené částky. Tento partner vstupuje do projektu již ve fázi konceptu. Jde-li o soukromého investora, není výjimkou, když má investor s developerem formální dohodu či memorandum o poskytnutí finančních prostředků v případě, že se na trhu objeví vhodná investiční příležitost. (Peiser a Hamilton, 2012)

Finančním investorem může být banka, soukromá osoba, finanční instituce. Více se bude tomuto tématu bude věnovat třetí kapitola této práce.

Dodavatelé

Dodavatelé stavby se dělí podle toho, v jaké fázi do projektu vstupují. Dodavateli v přípravné fázi mohou být architekti, konzultanti, autorizovaní inženýři či právní poradci.

V realizační fázi může být dodavatelem samotný zhotovitel stavby či agent vystupující v pozici construction managera, který dále koordinuje subdodavatele.

V poslední fázi projektu může být dodavatelem makléř, který zprostředkovává prodej či pronájem nemovitosti.

Zhotovitel stavby

Osoba zhotovitele stavby úzce souvisí se způsobem dodávky stavebních prací. Dodavatelský systém je způsob přiřazování úkolů účastníkům výstavbového procesu, stanovuje jejich odpovědnost a rizika s tím spojená. V současné době se u developerských projektu využívá několik různých dodavatelských systémů.

Výběr vhodného systému záleží na následujících faktorech:

- typ stavby;
- způsob financování;
- rizika, která jsou ochotni nést zhotovitel a investor (developer).

Nejběžnějším způsobem je dodávka formou generálního dodavatele (dále jen GD) s nímž developer uzavírá prostřednictvím projektové společnosti smlouvu o dílo na dodání celé stavby. GD pak dále najímá a koordinuje subdodavatele, zejména pro specializované činnosti. Generální dodavatel nese za celkovou stavbu záruky.

Alternativou může být construction management, který se řadí mezi manažerské dodavatelské systémy. V tomto případě uzavírá SPV smlouvu s agentem (construction managerem), který se stará o průběh realizační fáze, ve které subdodavatele, ale sám stavbu neprovádí.

Dodatelské systémy však nejsou předmětem této práce, proto jim bude věnována pozornost jen v omezené míře, např. pokud bude mít volba dodavatelského systému vliv na způsob financování.

Klient – koncový uživatel

Klient, zákazník či koncový uživatel se různí v závislosti na typu developmentu. U rezidenčních projektů je jím zpravidla osoba, která si nemovitost kupuje pro svou vlastní potřebu. Ve většině případů se před započítím výstavby prodá méně než 30 % bytů či domů z projektu. Hlavním úskalím pro developera je zde skutečnost, že konkrétní koncový uživatel není známý v předinvestiční fázi, kdy je největší možnost ovlivnit vzhled a vlastnosti výsledného produktu.

Jiná situace nastává v případě komerčních nemovitostí, kdy má developer zpravidla již před započítím výstavby podepsané na připravované prostory nájemní smlouvy nebo smlouvy o smlouvách budoucích – tzv. prelease contracts. Koncovým uživatelem je zde společnost, která si bude prostory pronajímat. Je běžné, že podepsání takových kontraktů je podmínkou pro poskytnutí financování od banky.

2.1.2 Dotčené osoby

Zájmy dotčených stran mohou být realizací projektu negativně či pozitivně ovlivněny. Patří mezi ně zejména dotčené orgány státní správy, občané, majitelé sousedních pozemků, občanská sdružení atd. Správný management a komunikace s těmito stranami jsou naprosto klíčové, jelikož mají zásadní vliv na hladký průběh a včasné dokončení projektu. (Prostějovská, 2008, s. 31)

2.2 Fáze developerského projektu

Tato kapitola se zabývá průběhem výstavbovým projektem z pohledu developera. Developerský projekt, stejně jako jiné stavební projekty se všeobecně dělí na čtyři fáze od úvodní iniciace projektu a definování projektových priorit, cílů a kritérií úspěchu přes samotnou realizaci až po prodej a pronájem.

Tabulka 1 - Členění fází developerského projektu

Fáze	Přípravná	Realizační	Závěrečná
Podíl na rozpočtu projektu	5-15 %	80-90 %	5-8 %
Činnosti	Výběr místa a pozemku	Akvizice / pronájem pozemku	
	Vyjednávání podmínek nabytí pozemku		
	Due-diligence pozemku		
	Analýza trhu	Pokračování v monitorování podmínek na trhu a finanční životaschopnosti projektu	Prodej nebo pronájem
	Plán předprodeje a pronájmu	Začátek marketingu a propagace	
	Analýza místa	Stavba: Implementování dodavatelské metody	Dokončení stavby, odstranění vad a nedodělků, předání stavby
	Příprava technických výkresů		
	Design projektu na úrovni studie		
	Volba dodavatelského systému		
	Vyjednávání se sponzory o poskytnutí financování	Splnění požadavků pro získání financování	Splacení finančních závazků
	Analýza způsobu financování		
Uzavření finančních závazků			

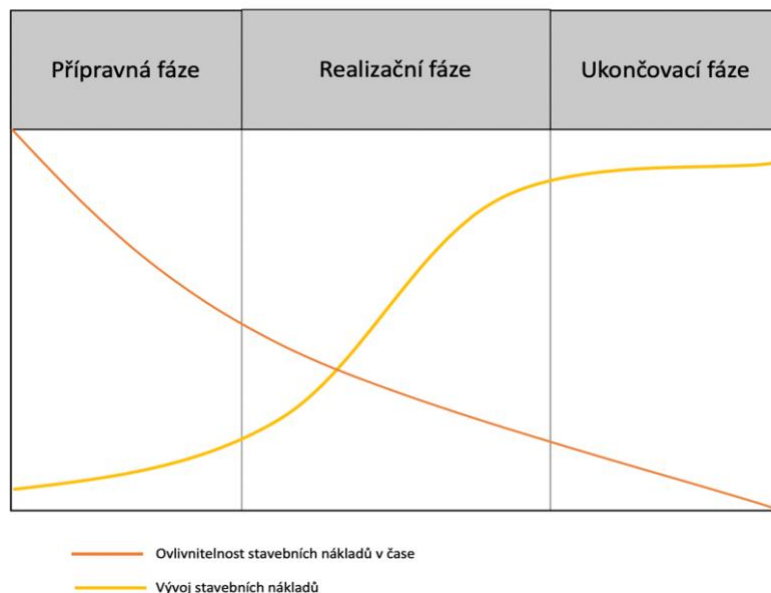
Zdroj: Long, 2011, str. 9, vlastní zpracování

2.2.1 Přípravná fáze

První a nejdůležitější částí projektu je přípravná fáze. Developer zde formuje celkový koncept projektu, pracuje na výběru pozemku, vytváří studie a vybírá vhodný způsob financování. V této fázi je proinvestováno orientačně 5–15 % z celkových nákladů projektu. Byť je tato částka relativně malá, hraje tato fáze klíčovou roli pro celkový úspěch projektu. Jak vyplývá z grafu 2 na následující straně, je zde největší šance ovlivnit celkové náklady projektu.

Developer v tuto chvíli začíná svou komunikaci s dotčenými orgány státní správy, kde je pro něj klíčové zjistit, jaké jsou možnosti využití konkrétního pozemku a případná kritéria a podmínky pro změny. Nastavuje zde strategie pro případné změny na trhu nemovitostí nebo finančních podmínek v pozdějších fázích projektu. Investor provádí analýzu trhu, studii proveditelnosti a analýzu rizik.

Graf 1 S-křivka vývoje stavebních nákladů



Zdroj: Prostějovská, 2008, str. 32; vlastní zpracování

Studie proveditelnosti se zaměřuje zejména na finanční, technickou a legislativní proveditelnost. Hlavním úskalím procesu je získat vhodný pozemek. V této fázi, kdy na pozemek ještě není provedena žádná studie, není vydáno stavební povolení ani územní rozhodnutí, nejsou bankovní instituce příliš nakloněny k profinancování. Pokud developer nedisponuje dostatečným vlastním kapitálem, musí zhodnotit svou schopnost zajistit financí na akvizici pozemku jinde. Dále je třeba si uvědomit, že na každý pozemek se mohou vztahovat různá legislativní opatření vyplývající například z územního plánu, který určuje, zda a do jaké míry může být pozemek zastavěný. Další omezení pro využití pozemku může vyplývat z jeho umístění ve specifické m pásnu či zóně, jakými jsou např. památkové zóny, ochranná pásma dálnic, železničních tratí aj. Technická proveditelnost projektu se pak týká zejména základacích podmínek nebo potenciální kontaminace půdy, pokud jde např. o brownfield.

Klíčovým kritériem každého projektu je výběr vhodného pozemku. Existují různé přístupy. První a méně častý je případ, kdy má developer jasnou vizi o projektu a hledá pro ni vhodný pozemek. Hlavní nevýhoda tohoto přístupu tkví ve skutečnosti, že je na trhu přebytek poptávky po pozemcích nad jejich nabídkou. Proto se větší část investorů uchyluje k postupu, kdy se dostanou k možnosti získat pozemek, na ten následně navrhuji různé varianty a zjišťují, které dávají smysl z tržního hlediska. Všechny návrhy musí být posouzeny s ohledem na studii proveditelnosti. Výsledkem je pak rozhodnutí, zda koupit, či nekoupit pozemek pro výstavbu.

Je třeba zmínit, že existují různé způsoby dělení typu developmentu a potažmo developerů. Někteří developeři se soustředí pouze na určitý segment trhu – komerční nebo rezidenční nemovitosti. Toto dělení vyplývá z odlišného způsobu stanovení hodnoty projektu, kdy u rezidenčních projektů je hodnota založena na potenciálních výnosech a zisku při prodeji, zatímco u komerčních nemovitostí je tržní cena založena na peněžních tocích a čistém provozním příjmu (z anglického Net Operating Income neboli NOI), který bude projekt po jeho dokončení generovat.

Druhý způsob dělení je založen na fázi výstavbového procesu, které se developer účastní. V některých případech je cílem pozemek koupit a zhodnotit zajištěním změny územního plánu případně územního rozhodnutí a následně pozemek se ziskem prodat. O samotnou výstavbu, prodej, obsazení nájemníky a uvedení do provozu se pak stará tradiční developer tak jak ho zná většina lidí.

2.2.2 Realizační fáze

Realizační fáze začíná ve chvíli, kdy se developer rozhodne pro realizaci investičního záměru. Zahrnuje samotný nákup pozemku (právo developmentu), vytvoření návrhu, získání potřebných povolení a stavbu samotnou.

V případě, že se developer na konci předinvestiční fáze rozhodne pro konkrétní pozemek, naskýtají se různé možnosti, jak realizovat jeho nabytí. Nejčastější a nejméně rizikovou možností je přímá koupě. Pokud investor nedisponuje dostatečným vlastním kapitálem, je velmi obtížné zajistit finance pro tento krok. Další možností je dlouhodobý pronájem pozemku, většinou v řádu 50–100 let.

Developer společně s architektem a projektantem rozpracovává studii a určuje optimální koncept projektu, na jehož základě projektant vypracuje projektovou dokumentaci pro stavební povolení (DSP). K této dokumentaci se vyjadřují dotčené orgány státní správy (DOSS), na jejichž základě se zahajuje stavební řízení. V případě kladného projednání je stavebníkovi uděleno stavební povolení. Dalším krokem je zpracování dokumentace pro provádění stavby a výběr zhotovitele stavby.

Mezi nejčastější příčiny zvýšení nákladů v této fázi patří výskyt neočekávaných podmínek pro založení, kdy průzkum pozemku neodhalil například špatně soudržnou zeminu. Během výkopových prací může také dojít k archeologickému objevu, který je společnost provádějící stavební práce povinna ze zákona nahlásit. Tato situace často vede k průtahům a následně dodatečným nákladům. V krajním případě může dojít i k nutnosti změnit design budovy. Další příčinou zvýšení nákladů může být neočekávaný nárůst ceny stavebních materiálů odvíjejících se od podmínek na trhu. Tomuto faktoru se dá zabránit včasným nákupem materiálu, pokud je

zřejmé, že ceny budou stoupat nebo alokování dostatečné rezervy v rámci finančního plánování. (Long, 2011, s. 10) Častým důvodem v dnešní době je také zdlouhavé a nepřehledné povolávací řízení, které má za následek, že developer zaplatí větší částku na úrocích v případě, že už pozemek byl financován z cizího kapitálu. Ve snaze vyhnout se těmto problémům, je na místě najmout odborníky pro danou problematiku z řad architektů, konzultantů, projektových manažerů a dalších.

Hlavní součástí druhé etapy je pak i samotné provedení stavby, kterou pro investora provádí zhotovitel stavby (stavební podnikatel). Zhotovitel stavby si zajišťuje zařízení staveniště. Na stavbě působí dva typy dozorů, a to technický dozor investora (TDI) a autorský dozor (AD). Hlavní náplní práce AD je kontrola souladu provádění projektu s projektovou dokumentací a je najímán a placen zhotovitelem stavby. TDI dohlíží zejména na podmínky a kvalitu prováděných stavebních prací a jejich soulad se stavebním povolením, technickými normami, či uzavřenou smlouvou o dílo. (Prostějovská, 2008, s. 41) Jak název napovídá, tato osoba je placena developerem, nicméně musí v rámci své činnosti zůstat nezávislou.

Po dokončení stavby je vyhotovena dokumentace skutečného provedení stavby (DSPS), jenž je potřeba předložit k žádosti o vydání kolaudačního rozhodnutí. Kladným kolaudačním rozhodnutím a převzetím stavby investorem tato etapa končí.

Jak uvádí tabulka 1 na straně 20, v rámci této etapy se investuje orientačně 80–90 % všech finančních prostředků alokovaných na projekt. Přesto však její úspěšnost silně závisí na kvalitě provedení přípravné fáze. Za předpokladu, že byly opomenuty zásadní faktory při studii proveditelnosti nebo analýze rizik, může dojít k situaci, že o daný developerský projekt nebude na trhu dostatečný zájem, tím dojde k nekontrolovanému navýšení nákladů, a tak i k narušení rentability projektu. V nejhorším případě může dojít i k úpadku developerské společnosti. (Long, 2011, s. 13)

2.2.3 Závěrečná fáze

Cílem developerských projektů je jejich celkový prodej, případně pronájem a následné vlastnění nemovitosti jako formy bezpečného uložení kapitálu. Scénář se zpravidla odvíjí od druhu nemovitosti a typu developera.

Běžnou praxí v případě komerčních nemovitostí je, že si developer dokončenou nemovitost ponechá a ve spolupráci s leasing brokery z konzultačních společností ji obsazují nájemníky. Až po dosažení určitého stupně obsazenosti ji developer prodává. Kupující strana, uvažuje o nemovitosti jako o investičním produktu, u nějž je zásadní garantovaná rentabilita investice a riziko. Obsazenost budovy, hodnota, délka uzavřených nájemních smluv a složení nájemníků má

proto zásadní vliv na kupní cenu nemovitosti. Za předpokladu, že budou smlouvy uzavřené na dobu delší, než je v daném segmentu běžné a nájemníci budou složeni z renomovaných mezinárodních společností, u nichž je malá pravděpodobnost neschopnosti platit nájem, kupní cena nemovitosti vzroste. Každá závěrečná fáze se vždy soustředí na minimalizaci času a nákladů.

3 Financování developerských projektů

Investiční rozhodování je jedním z nejdůležitějších rozhodovacích procesů ve firmě. Jeho podstatou je rozhodnutí o přijetí či zamítnutí investičního projektu, který by měl vždy vést k růstu a rozvoji firmy. Rozhodnutí by vždy mělo vycházet z firemní strategie a přispívat její realizaci. Každé rozhodnutí o projektu s sebou nese určité faktory rizika a nejistoty, které mají přímý vliv na budoucí prosperitu firmy. Tyto aspekty vyplývají zejména z vnějšího makroekonomického prostředí zahrnující tržní situaci, chování konkurence, cenu materiálu, stavebních prací aj. Jejich vývoj lze zpravidla jen stěží předvídat. Způsob jejich respektování, hodnocení a integrace do investičního rozhodování má proto přímý vliv na kvalitu konečného rozhodnutí. Je třeba zmínit, že vnější faktory nejsou jen zdrojem rizik, ale také příležitostí. (Fotr a Souček, 2005, s. 13)

Jednou z nejdůležitějších vlastností developera je jeho schopnost zajistit a moderovat kapitál a dluhové financování v čase tak, aby bylo dosaženo maximální rentability a nákladové efektivity projektu. K tomu využívá mnoho nástrojů, mezi něž se řadí zejména využití finanční páky, tzv. **leverage** a s tím související správná volba kapitálové struktury pro projekt neboli výběr nejvýhodnějšího poměru dluhového a kapitálového financování. Klíčovým faktorem je zde vždy cena kapitálu neboli celkové náklady vynaložené na získání, správu a splacení dluhu v poměru k množství půjčených peněz. Dalšími nástroji může být tzv. daňová optimalizace, která spočívá zejména ve výběru vhodné korporátní struktury a nastavení takových procesů, aby nedocházelo k nadbytečnému zdanění. K tomu by mohlo dojít například v důsledku nedodržení pravidel nízké kapitalizace, kdy se úroky z úvěru na projekt stávají daňově neuznatelnými náklady. (Ahour, 2008, s. 28)

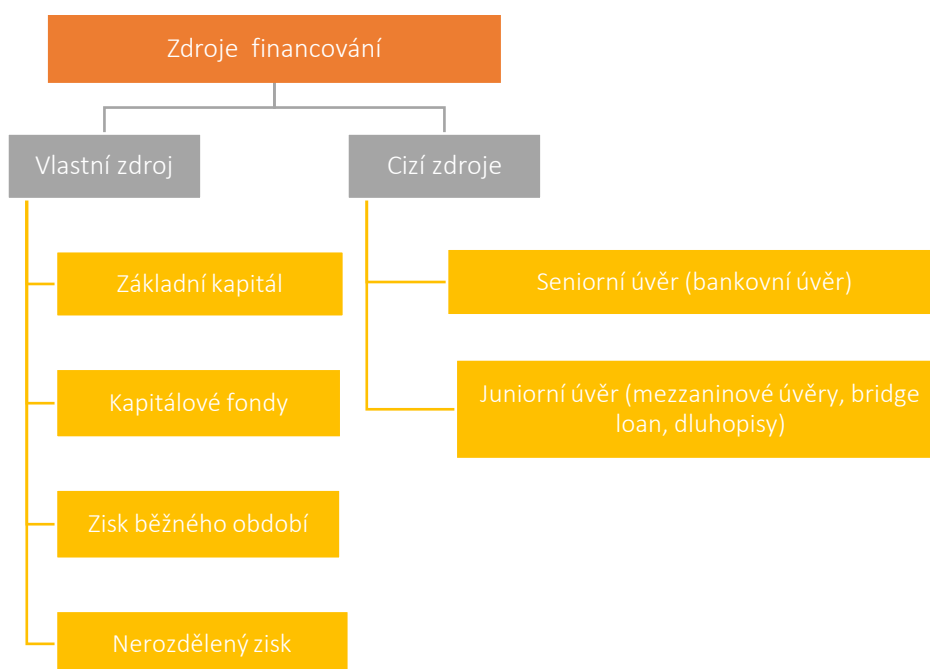
Jak již bylo řečeno, financování developerských projektů spadá do kategorie **projektového financování**. Volba zdrojů financování je však limitována, a to zejména investiční fází projektu a typem investice, pro kterou se developer snaží zajistit finance. V zásadě se dá říct, že banky nejsou nakloněny financování pozemků, kde se objevují zásadní rizika spojená se získáním potřebných povolení pro výstavbu. Naopak financování ve chvíli, kdy je pro projekt již vydané stavební povolení a pozemek je v majetku developera, je u většiny projektů zajištěno právě bankovním financováním.

Struktura investičních nákladů na projekt se liší s ohledem na lokalitu, typ stavby a technické provedení. V zásadě však platí, že největší část nákladů tvoří stavební práce. Ty jsou následovány nároky na kapitál při akvizici pozemku, architekturu, návrh, právní a finanční poradenství, environmentální management a marketing. (Long, 2011, s. 21)

3.1 Zdroje projektového financování

Financování developerských projektů se zpravidla skládá ze dvou složek: vlastní zdroje (equity) a cizí zdroje. Vlastní zdroje jsou obvykle poskytovány developerem nebo jiným sponzorem projektu, který se tak stává **kapitálovým** neboli **equity investorem**. Cizí zdroje tradičně poskytuje banka případně jiný finanční investor a stává se tak **věřitelem**. (Achour, 2008, s. 23) Typickým rysem projektového financování je vysoký poměr cizích zdrojů, a to v některých případech až 90 %.

Obrázek 4 Zdroje financování



Zdroj: vlastní zpracování

Vlastní zdroje společnosti jsou tvořeny základním kapitálem, kapitálovými fondy, ziskem běžného období a nerozděleným ziskem z předchozích let.² Developer či sponzor vkládá finanční prostředky do projektové společnosti obvykle formou navýšení základního kapitálu nebo vložením do kapitálových fondů. V obou případech dochází z podstaty k navýšení vlastního kapitálu společnosti.

² Nerozdělený zisk a zisk z běžného období není u developerských projektů příliš obvyklý z vlastní podstaty projektové společnosti, která zpravidla realizuje tržby až v pozdějších fázích své existence.

Dluhové financování vytváří věřiteli výnos formou **úrokové sazby** (ta může být fixní nebo variabilní) a poplatků. Zisk kapitálového investora se odvíjí od výkonu, kterého daný projekt dosáhne. Cílem kapitálového investora je proto maximalizovat hodnotu své investice, zatímco cílem věřitele je zabránit ztrátě peněz zajištěním toho, že podkladová hodnota kolaterálu zůstane neporušená a peněžní toky z projektu jsou dostatečné k umoření jistiny a úroku. Jelikož je věřitel ve výrazně bezpečnější pozici oproti poskytovateli kapitálové investice, je cena dluhového financování zpravidla nižší než cena ekvity. V důsledku tak platí že jsou jeho zisky nižší než zisky equity investora. Z tohoto důvodu se developer zpravidla snaží využít maximální poměr dluhového financování.

Poskytovatelé dluhového financování (věřitelé) jsou při rozdělování výnosů z projektu v nadřazené pozici a jejich pohledávky jsou proto uspokojovány na prvním místě. Jejich závazky jsou zpravidla zajištěny zástavním právem na nemovitost samotnou. Proto pokud dojde k neschopnosti projektové společnosti splácet své závazky, věřitel má možnost uplatnit zástavní právo, což může mít za následek, že na něj přejde vlastnictví zastavené nemovitosti nebo SPV.

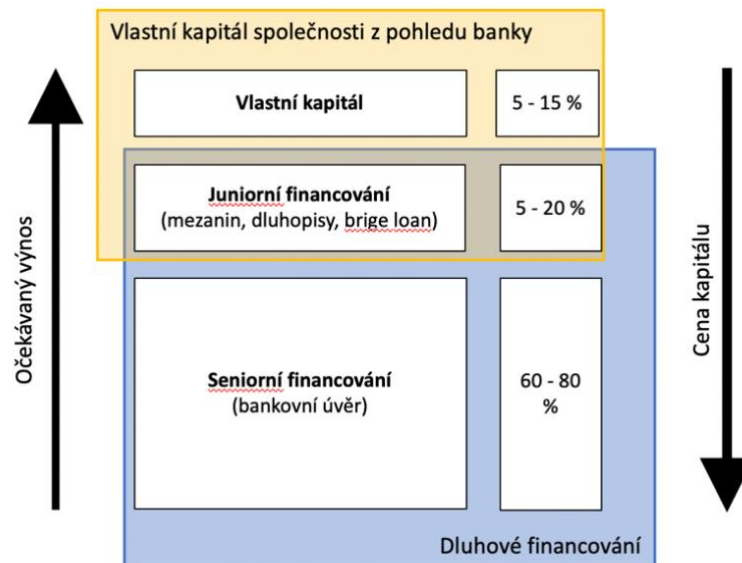
Dalším zdrojem finančních prostředků je tzv. juniorní úvěr (**junior loan**). Jde o specifický typ dluhového financování, jimiž do projektové společnosti proudí kapitál od společníků/akcionářů, které jsou z účetního hlediska považovány za cizí zdroje. Z pohledu poskytovatelů bankovního financování se však v rámci kapitálové struktury započítávají do vlastního kapitálu společnosti. Podmínkou, aby banka uznala juniorní úvěry za vlastní kapitál je, že jistina i s úroky bude jejím věřitelům splacena až po úplném uhrazení bankovního dluhu (**senior loan**) – tzn. tento dluh bude subordinován bankovnímu dluhu.

Mezi zdroje **juniorního financování** se řadí:

- mezzaninové financování;
- překlenovací úvěr neboli bridge loan;
- dluhopisy.

Požadavek bank na minimální podíl vlastního kapitálu projektové společnosti proto bývá často realizován pomocí **juniorního dluhu**, jelikož je jeho realizace v mnoha ohledech jednodušší a nákladově výhodnější a právně jednodušší, než by byl vklad do vlastního kapitálu společnosti. (ARTN, 2008)

Obrázek 5 Členění projektového financování a podíl na celkových nákladech projektu



Zdroj: vlastní zpracování

Riziko pro věřitele spojené s projektem se mění v závislosti na typu, fázi projektu a způsobu zajištění. **Zdroj splacení dluhu** se dělí na dva zdroje:

- **Primární zdroj** – zajištěnost zdrojů na splacení úvěru je založena na cash flow plynoucím z projektu při jeho úspěšné realizaci. V případě rezidenčního projektu to je to odprodej bytových jednotek nebo domů.
- **Sekundární zdroj** - zajištěnost zdrojů na splacení úvěru se je v tomto případě založena na potenciálním budoucím zpeněžení zástav. Tento zdroj se zkoumá pro případ, že primární zdroj nebude dostatečný pro splacení úvěru. (Achour, 2008, s. 24)

3.2 Nebankovní financování projektu

Developerský projekt využívá zpravidla více zdrojů financování. Běžná kapitálová struktura projektu se skládá z **bankovního financování** a **vlastních zdrojů** v poměru 70:30. (ARTN, 2019) U rozsáhlých projektů může však i těchto 30 procent tvořit poměrně velkou finanční zátěž.³ V takovém případě může do vlastních zdrojů vstoupit juniorní úvěr v roli podřízeného dluhu vůči bankovnímu financování. Ten bývá zpravidla nezajištěný, jelikož zástavní právo na majetek projektové společnosti je již uplatněno bankovní institucí. Cena takového kapitálu je pak pochopitelně vyšší, neboť investor nese u nezajištěného úvěru podstatně vyšší riziko.

Další možností, jak zajistit dostatečný vlastní kapitál je, že developer financuje projekt pomocí finančního partnera, který vstupuje do projektové společnosti jako společník/akcionář. Tato osoba vkládá do projektu především finanční kapitál, zatímco příspěvkem developera je jeho „know-how“. Poměr těchto zdrojů může být až 90:10. (Long, 2011, s. 41) Takové partnerství se nazývá **equity joint venture** nebo **Public Private Partnership** v případě, že je finančním partnerem stát. Takové financování developerských projektů není v České republice příliš obvyklé, proto se mu tato práce nebude více věnovat.

3.2.1 Kapitálové financování

Kapitáloví investoři získávají svůj výnos z investice až po uhrazení provozních nákladů a dluhové jistiny neboli **ze zisku** projektu. Tyto zisky jsou obvykle distribuovány postupně na základě hierarchie investorů, kde každý může mít dohodnutou jinou sazbu návratnosti a pozici v kapitálové struktuře. Tato struktura se zpravidla odvíjí od výše investice a potažmo míry rizika, kterou na sebe investor bere. Poskytovatelem takového kapitálu mohou být např. jednotlivci s vysokými úsporami, fondy soukromého kapitálu nebo hedge fondy, které spravují tzv. investiční pooly, prostřednictvím kterých vkládají kapitál do nemovitostních investic. (Long, 2011, s. 43) Příkladem fondu soukromého kapitálu poskytující mimo jiné i kapitálové financování developerských projektů může být „The Blackstone Group“ z New Yorku, který spravuje investiční portfolio v hodnotě 325 miliard dolarů.

Poskytovatele vlastního kapitálu obvykle zajímá, jaké zkušenosti a reference v dané oblasti může developer poskytnout, jaký bude finální poměr jím vložených prostředků vůči vlastní investici developera, případně jiných projektových sponzorů.

³ To platí zejména u menších a začínajících developerů, kteří nejsou kapitálově dostatečně silní.

S tím úzce souvisí způsob distribuce zisku. Jak již bylo řečeno, nejprve jsou uspokojovány závazky seniorního tzn. bankovního financování. Po jeho úplném nebo částečném splacení teprve dochází k distribuci zisku mezi kapitálové investory a poskytovatele juniorního financování. V případě, že je v projektu finančně angažováno více než jeden takový investor, musí být jasně definovaný postup, jakým se bude zisk dělit mezi tyto strany dělit.

Joint venture

Joint venture je dohoda o investičním záměru mezi dvěma a více již existujícími společnostmi. Smluvní strany se zavazují, že budou sdružovat své zdroje za účelem splnění konkrétního úkolu. Tímto úkolem může být nový projekt nebo jakákoli jiná obchodní činnost. Ve společném podniku je každý z účastníků odpovědný za zisky, ztráty a náklady s tím spojené. Tento podnik je samostatnou entitou, oddělenou od ostatních podnikatelských aktivit účastníků. (Hargrave, 2020)

Ve stavebním sektoru jde často o situaci, kdy se developer spojí s finančním partnerem, který do projektu vstupuje se záměrem dosažení většího zisku než v případě, kdy by poskytoval finanční prostředky formou úvěru. Nevýhodou může pro investora být větší riziko v případě, že dojde k neočekávanému zvýšení nákladů na projekt nebo uplatnění zástavního práva ze strany jiného věřitele, který je v kapitálové struktuře postavený výše tzn. jeho dluh je nadřazený investici kapitálu do společnosti. Z toho také vyplývá, že zisk je kapitálovým investorům vyplacen až na posledním místě po umoření jistiny seniorního a juniorního dluhu. Tento investor se prostřednictvím joint venture stává společníkem/akcionářem v projektové organizaci.

Klíčovým ujednáním mezi partnery je pak smlouva o společném podniku, která mimo jiné určuje způsob přerozdělení zisku a ztrát z projektu.

Klíčovým ujednáním mezi partnery je pak smlouva o společném podniku, která zpravidla obsahuje: (Long, 2011, s. 135.)

- základní ustanovení;
- byznys plán;
- účastníky a jejich práva a povinnosti;
- způsob řízení a kontroly;
- kapitálovou strukturu;
- způsob distribuce zisku a ztrát.

Způsob distribuce zisku může mít mnoho podob a odvíjí se od počtu partnerů, jejich kapitálové angažovanosti a jejich působení při realizaci. Pokud se na projektu podílí více partnerů, bývá zpravidla nejdříve uhrazena jistina všech stran a následně se přistupuje k distribuci zisku.

Joint venture entita může nabývat formy osobní komanditní společnosti nebo kapitálové společnosti – společnosti s ručením omezeným či akciové společnosti.

3.2.2 Juniorní financování

Juniorní financování, byť se jedná o cizí zdroj, je v této práci zařazen do této kapitoly, jelikož při snaze o získání bankovní financování je z pohledu banky považováno za vlastní zdroj.

Mezzaninové financování

Mezzaninové financování je na českém trhu v oblasti developmentu poměrně nový a neozkoušený nástroj financování. Ve své podstatě spojuje rysy typické jak pro klasické bankovní, tak i pro kapitálového financování.

Věřitel v tomto případě půjčuje peníze za předem domluvený úrok a zároveň si nárokuje určitý podíl na zisku z projektu.

Dluhopisy

Dluhopisové financování nabízí developerům další možnost, jak vhodně doplnit kapitálovou strukturu pro svůj investiční záměr. Touto formou shání developer kapitál přímo na trhu, kde nabízí vlastní dluhový cenný papír. Na českém trhu jsou pro obvyklé projektové a korporátní dluhopisy tzv. „bondy“, které jsou obvykle emitovány renomovanou bankou.

Dluhopisy negenerují vlastní kapitál společnosti, ve finančních výkazech figurují mezi finančními závazky. Ve formě podřízeného dluhu mohou doplnit kapitálovou strukturu financování konkrétního projektu nebo projektové společnosti. (ARTN, 2019, s. 82)

V developmentu se často používají diskontované dluhopisy, tzv. **zerobond**. Ty jsou charakteristické tím, že jsou emitovány za nižší cenu, než je jejich jmenovitá hodnota. Výnos investorovi není vyplácen průběžně, ale až při splatnosti dluhopisu za celé období zpětně. (Centrum dluhopisů, 2020)

Překlenovací úvěr

Překlenovací úvěr neboli **Bridge Loan** je druh krátkodobého financování, které se používá k finančnímu zajištění chodu projektu v přechodném období. V kontextu developmentu se překlenovací úvěr často používá k financování nákupu nebo renovace nemovitosti a zůstává na místě, dokud nebude možné zajistit dlouhodobé financování.

Podle definice mají překlenovací úvěry dvě charakteristiky, které je odlišují od tradičních půjček:

- Jedná se o krátkodobé úvěry se splatností od týdnů do 3 let
- Jsou dražší než trvalý úvěr; často přináší vysoké poplatky za původ a vyšší úrokovou sazbu, než je obvyklé.

Z těchto důvodů by se měl tento typ úvěru používat pouze pro zajištění likvidity, než bude možné čerpat seniorní úvěr. Nemožnost načerpat seniorní úvěr může být způsobena například dobou, která je potřeba pro zpracování úvěrové dokumentace včetně všech analýz a posudků. Omezujícím faktorem mohou být také právní závazky nemovitosti k třetím osobám, které budou vypořádány až po uhrazení kupní ceny. U komerčních nemovitostí bývá úvěr využit u aktiv, které v danou chvíli negeneruje dostatečné příjmy, např. z důvodu nízké obsazenosti nebo špatně nastavených smluv. Až po rekonstrukci nebo zvýšení obsazenosti má investor možnost dosáhnout na bankovní úvěr. (Graham, 2019)

3.3 Bankovní financování

Projektové úvěry jsou specifické účelem čerpání. Klient může finanční prostředky využít pouze pro konkrétní projekt, zatímco klasický korporátní úvěr může klient využít pro řadu podnikatelských aktivit spojených s fungováním společnosti.

Korporátní úvěry jsou určeny pro společnosti s finanční historií. Při aplikaci banka posuzuje hospodářské výsledky, finanční výkazy, závazky a výkony za posledních několik let. Posouzení rizika vyplývá z historické hospodářské síly žadatele. Při neplacení má banka možnost postihnout veškerá aktiva klienta.

Projektové financování je pravým opakem, jelikož ho může čerpat pouze účelově založená projektová společnost. Možnosti domáhat se uhrazení závazků ze strany developera nebo jiného sponzora projektu jsou v tomto případě velmi omezené. Úvěrové riziko se hodnotí na základě posouzení finančních ukazatelů a budoucího cash flow projektu.

Bankovní financování bývá pro developera zpravidla jeden z nejlevnějších zdrojů kapitálu. Je s ním však spojeno mnoho omezení a nároků vyplývajících z požadavku na zajištění dluhu či na předchozí zkušenosti žadatele. Úskalím také může být požadovaný poměr vlastních prostředků vůči výši požadovaného úvěru.

V organizační struktuře projektu vystupuje banka jako jeden z dodavatelů nebo sponzorů projektové společnosti (viz obrázek 3 na straně 15). Její funkcí může být vedle zajištění projektového financování také zprostředkování emise dluhopisů a garantování dokumentárních plateb při prodejkách a akvizicích. Banka může také sloužit jako zprostředkovatel plateb a finančních transakcí nebo jako zhodnotitel dočasně volných finančních prostředků. (Ahour, 2008, s. 42)

Při posuzování žádosti o úvěr banka hodnotí mnoho aspektů – kromě rizik vyplývajících ze samotné realizace projektu je to také prostředí vnějšího trhu a jeho schopnost daný projekt v celém jeho rozsahu absorbovat. Dalším faktorem mohou být předchozí reference a zkušenosti developera s projekty podobné velikosti, typu nebo jeho znalost a dané lokality.

Banka hodnotí finanční životaschopnost (**financial viability**) pomocí tzv. finančních ukazatelů, které musí dosahovat určité hodnoty, aby schvalující orgány banky byly ochotny úvěr akceptovat. Těmto ukazatelům se bude blíže věnovat kapitola 2.4.

3.3.1 Úrok a úroková míra

Úrok a úroková míra vyjadřuje cenu půjčeného kapitálu neboli „kolik developer zaplatí navíc oproti vypůjčené částce“. Úroková míra je procentuálním vyjádřením tohoto navýšení, zatímco úrok je násobkem velikosti dluhu, úrokové míry a času.

Úroková míra se skládá z následujících složek:

- **Základní referenční náklady** – jelikož se banky samy financují na mezibankovním trhu, je pro ně klíčová faktická úroková míra⁴, která vyjadřuje kolik banka zaplatí jiným bankám za poskytnuté finanční prostředky. Výše této sazby je vázaná ukazatelem PRIBOR - Prague InterBank Offered Rate.
- **Náklady spojené s alokací kapitálu** – u každého poskytnutého úvěru riskuje banka část peněz svých akcionářů. Pro zajištění tohoto rizika musí alokovat část svého kapitálu.
- **Úvěrové riziko** – u svých úvěrů banka vyhodnocuje schopnost primárního a sekundárního zdroje splatit jistinu. Dle toho dále alokuje část úroku na tvorbu rezerv pro splacení pohledávek plynoucích z nesplacených úvěrů.
- **Likvidní náklady** – každá banka musí udržovat aktiva v optimálním vztahu ke svým zdrojům. Zde vzniká disproporce mezi délkou, na které je jistina upisována a na kterou bance strádatelé svěřují své finance. Banka proto musí vyvažovat tento nepoměr, za který si nárokuje položku ve formě likvidních nákladů.

Náklady spojené s alokací kapitálu, úvěrové riziko a likvidní náklady jsou specifické pro konkrétní projekt a konkrétní banku. Po jejich vyhodnocení se sčítají a o jejich součet se navyšuje faktická úroková míra. Tato část úrokové sazby tvoří **marži banky**. (Achour, 2008, s. 42)

3.3.2 Žádost o úvěr a podmínky čerpání

Celý proces úvěrové aplikace se dá rozdělit do následujících kroků:

1. Úvěrová aplikace
2. Term-sheet
3. Vyjednávání o podmínkách úvěru
4. Podpis smlouvy o úvěru
5. Splnění podmínek pro čerpání
6. Čerpání úvěru
7. Průběžná kontrola plnění finančních ukazatelů a dosahování milníků
8. Platby úrokových nákladů úvěru

⁴ Faktická úroková míra bývá také označována jako referenční úroková míra

9. Splátky jistiny – jednorázově, lineárně nebo anuitně

Developer může předložit žádost o úvěr sám jako sponzor projektu nebo prostřednictvím projektové společnosti. K úvěrové aplikaci zpravidla developer přikládá řadu dokumentů týkajících se daného projektu:

- Popis pozemků, popř. území jedná-li se např. o brown field
- Výpis z obchodního rejstříku o zúčastněných stranách, informace o akcionářích, jednatelích a odpovědných osobách
- Vlastnický list k pozemku
- Doklad o nabytí pozemku – kupní, darovací jiná smlouva obdobného charakteru
- Výpis z katastru nemovitostí
- Projektová dokumentace – plány pater, řezy, technické zprávy, vizualizace
- Platné územní rozhodnutí či stavební povolení jedná-li se o projekt v této fázi
- Definice standardu, ve kterém bude projekt realizován
- Smlouva či návrh smlouvy o dílo s generálním dodavatelem
- Smlouvy s ostatními dodavateli – architektonické smlouvy, stavební dozor atd.
- Předkupní smlouvy, smlouvy o smlouvách budoucích kupních jedná-li se o rezidenční projekt
- Smlouvy o smlouvách budoucích nájemních jedná-li se o komerční projekt
- Rozpočet stavebních prací projektu potvrzený nezávislým expertem

Úvěrovou aplikaci posuzuje oddělení, které se věnuje danému segmentu a lokalitě, např. odbor projektového financování či oddělení věnující se strukturovanému financování. Banka při posuzování úvěrové aplikace zvažuje kromě rizik a finanční analýzy projektu i celkovou angažovanost vůči žadateli, platební morálku subjektu nebo předchozí zkušenosti žadatele v daném segmentu. Důležitým faktorem je také ochota projektových sponzorů zaručit se za navýšení výdajů na projekt, tzn. poskytnout tzv. **cost-overrun guarantee**.

Úvěrovou aplikaci dále reviduje úvěrové oddělení banky (**credit department**). Souběžně banka provádí podrobnější právní a technické due diligence projektu, technické dokumentace, pozemků

⁵ Není vždy nezbytně nutné, aby developer, ve chvíli, kdy podává úvěrovou aplikaci, měl již založenou projektovou společnost, prostřednictvím které by při kladném projednání žádosti projekt realizoval projekt. Vzhledem k daňovým a legislativním nárokům je však obvyklé, že SPV již v této chvíli existuje a má v majetku např. pozemek, na kterém se má projekt realizovat.

a žadatelů. Due diligence může být provedeno vlastním experty banky. V případě, že developer už některá z těchto podrobných zkoumání provedl sám, může si banka vyžádat pouze jejich ověření nezávislým expertem. Po provedení těchto kroků může být žádost prezentována úvěrové komisi. (Yescombe, 2002, s. 56) Členem této komise je zpravidla risk manažer, jenž má ve schválení či zamítnutí žádosti rozhodující slovo.

Na základě tohoto procesu dochází ze strany banky k vyhotovení term sheetu (podmínek financování), jenž slouží jako základní podmínky, za kterých bude banka ochotna podepsat s developerem úvěrovou smlouvu. V této fázi je také největší prostor pro vyjednávání detailnějších podmínek úvěru, pouze však za předpokladu, že je developer v dostatečně silné pozici, aby si mohl vyjednávání dovolit. Taková pozice může být vytvořena například jeho dostatečnou kapitálovou silou; v daném segmentu je silný přetlak poptávky nad nabídkou; projekt má významný podíl předprodejů/předpronájmů aj.

Term sheet je nezávazný dokument a není ho možné chápat jako jakýkoliv příslib úvěru. Jde spíše o vyjádření určitého záměru banky úvěr poskytnout. (Achour, 2008, s. 54) Jeho finální verze poskytuje bance základ pro dokončení svých interních úvěrových návrhů a získání nezbytných schválení, aby mohl být schvalovací proces pro poskytnutí půjčky dokončen.

Term sheet zpravidla obsahuje následující informace: (Hypoteční centrum Karlův Dvůr, 2020)

- Základní informace o projektu
- Informace o žadateli
- Informace o investorech a věřitelích
- Výše projektových nákladů
- Požadavek na výši vlastních zdrojů
- Měna
- Způsob čerpání – tranše
- Doba čerpání
- Způsob umoření úroků
- Způsob splacení jistiny
- Úroková sazba
- Poplatky za zprostředkování úvěru
- Odkládací podmínky čerpání
- Podmínky zajištění
- Podmínky průběžného čerpání
- Požadavky na stavební dozor
- Úrok z nenačerpané částky úvěru
- Nejzazší termín splatnosti úvěru

Term sheet se ve většině případů soustředí hlavně na ekonomická než právní úskalí projektu. (Yescombe, 2002, s. 56)

3.3.3 Podmínky čerpání úvěru

Po akceptaci term sheetu podává developer formální žádost o úvěr. Podmínky objevující se v úvěrové smlouvě vychází z podmínek dohodnutých před podepsáním term sheetu. Ani v této chvíli však ještě developer nemá jistotu, že banka smlouvu o úvěr podepíše. V průběhu jednání o podmínkách se mohou objevit nepředpokládané okolnosti, které ve svém důsledku zapříčiní, že banka od jednání odstoupí.

Do úvěrové smlouvy se také překlápí již zmíněné **odkládací podmínky čerpání**. Tyto podmínky definují požadavky banky, které musí developer splnit, než dojde k uvolnění první tranše úvěru.

Mezi tyto podmínky se zpravidla řadí:

- Založení SPV
- Prokázání proinvestování dohodnutého podílu vlastních zdrojů na projekt, případně jejich vložení na jistotní účet
- Potvrzení reálnosti plánovaných rozpočtových nákladů na projekt nezávislým expertem
- Provedení technického a právního due diligence
- Předložení platného územního rozhodnutí a stavebního povolení a jeho potvrzení nezávislým expertem
- Předložení smlouvy o dílo s dodavatelem stavby splňující standardní parametry, především cena a termín dodání (Hypoteční centrum Karlův Dvůr, 2020)
- Doložení určitého procenta předprodejů či předpronájmů
- Podnikatelský plán
- Podepsání řady prohlášení týkajících se pravosti poskytnuté dokumentace a úplnosti informací
- Předložení podaného návrhu na vklad zástavního práva do katastru nemovitostí (Achour, 2008, s. 45)
- Předložení vinkulace pojištění výstavby a budoucích jednotek (4 DEVELOP REALITY, 2020)

3.3.4 Způsoby zajištění

Hlavním cílem banky při procesu schvalování úvěrové aplikace a následném vyjednávání o podmínkách financování je identifikace, minimalizace a pokrytí rizik vyplývajících z projektu. Mezi základní instrumenty banky patří dva způsoby zajištění. Tím prvním je zástavní právo na nemovitost, tím druhým pak zástavní právo na podíl v projektové společnosti. Banky však mohou

uplatnit i jiné nástroje zajištění úvěru jako například: zástava pohledávek (z nájemních či kupních smluv), podřízenost pohledávek ostatních věřitelů, zástava/postoupení finančních nároků klienta vyplývajících ze smlouvy o dílo dodavatelem, zástava pohledávek z pojistných smluv a pojistného plnění.

Zřízení zástavního práva na nemovitost, jež je předmětem projektu, je základním požadavkem banky při poskytování projektového financování na developerský projekt. Předmětem zástavního práva jsou jednak pozemky, na kterých bude developerský projekt vznikat a jednak stavby, které jsou v průběhu projektu realizovány. Důležitým milníkem je zde moment, kdy stavba dosáhne prvního patra, jelikož v té chvíli může být vyhotoven geometrický plán pro rozestavěnou budovu a stavba tak může být zaznamenána do katastru nemovitostí. Zástavní právo je zrealizováno vkladem do katastru nemovitostí. Určitý časový rozdíl může vzniknout mezi podáním žádosti o vklad a samotným vkladem do katastru nemovitostí. To může být problematické vzhledem k tomu, že na vklad do KN může být vázán smluvní vztah s bankou a v důsledku poskytnutí financování. V některých případech může dojít k zamítnutí žádosti o vklad katastrálním úřadem např. z důvodu „kosmetické vady“ žádosti. Tato skutečnost musí být patřičně ošetřena v úvěrové smlouvě, neboť v případě, že by katastr vklad zamítl, banka se vystavuje významnému riziku, jelikož přichází o zásadní způsob zajištění úvěru. V takovém případě může požadovat okamžité zesplatnění jistiny. (Achour a Dančišin, 2006, s. 26)

Riziko spojené se zamítnutím návrhu na vklad zástavního práva do KN lze ošetřit zřízením **zástavního práva na podíl v projektové společnosti nebo na její akcie**. Jelikož zástavní právo na společnost vyřizuje soud z pravidla do 5 dnů od podání návrhu, nepředstavuje tato podmínka před čerpáním první tranše úvěru pro developera významné zdržení. V případě, že jde o listinné akcie, je zřízení zástavního práva ještě jednodušší, jelikož zástava se realizuje pomocí předání listiny třetí osobě, např. notáři. Další výhodou realizace zástavního práva na projektovou společnost je, že v případě, že se developer dopustí prodlení při splácení úvěru, může banka prakticky okamžitě přistoupit k prodeji akcií projektové společnosti, případně převzít kontrolu nad jejím řízením a v důsledku i nad celým developerským projektem. Banka také může požadovat převod obchodního podílu SPV na sebe. Cena obchodního podílu je v takovém případě stanovena expertem. (Achour a Dančišin, 2006, s. 27)

3.4 Bankou sledované finanční indikátory

Banka při poskytování úvěru a následně při jeho spravování sleduje několik základních finančních ukazatelů. Hodnotu těchto ukazatelů musí zpravidla developer udržovat pod/nad hranicí stanovenou v úvěrové smlouvě, a to po celou dobu trvání projektu. V opačném případě by mohlo dojít k porušení smlouvy a banka by si mohla vyžádat okamžité zesplatnění úvěru. K takovému kroku však příliš často nedochází, jelikož je i v zájmu těchto institucí, aby byl projekt úspěšně dokončen a úvěr tak byl splacen dle předem stanovených podmínek. Pokud k porušení dojde, je obvykle sjednán termín nápravy, do kdy musí developer podmínku splnit. Finanční ukazatele mají mimo restriktivního také motivační význam. Za dosažení určitého procenta předpronájmů/předprodeje může banka například umožnit vyplacení úroku u podřízených úvěrů nebo snížit svoji marži.

Byť mnoho těchto ukazatelů developer zpracovává a hodnotí sám, a to již při tvorbě studie proveditelnosti, banka vždy tyto ukazatele hodnotí nezávisle a dle vlastních informací. Finanční ukazatele jsou sledovány nejen v průběhu úvěrové aplikace, ale dále i při čerpání úvěru v realizační fázi.

3.4.1 Předprodeje/předpronájmy

Procento **předprodeje** se určuje jako poměr tržní hodnoty jednotek, ke kterým již byla uzavřena smlouva o smlouvě budoucí kupní, vztažené k celkové hodnotě projektu. Obvykle je před uvolnění první tranše úvěru vyžadováno 30 %.

Procento **předpronájmů** se počítá jako poměr cash flow z uzavřených smluv o smlouvách budoucích nájemních k úrokovým nákladům doposud načerpaného úvěru. (Achour, 2008, s. 48)

Výše předpronájmů a předprodeje se liší v závislosti na daném segmentu, obecně se však dá říct, že čím vyšší je procento předpronájmů, tím nižší procento vlastních zdrojů je banka ochotna akceptovat. Na začátku roku 2020 banky standardně požadovaly:

- 70–90 % - logistika
- 50–70 % - obchodních prostory
- 50–60 % - kancelářské prostory (ARTN, 2020, s. 75)

3.4.2 Loan to Cost – LTC

Tento ukazatel je definován jako poměr mezi velikostí nesplacené části úvěru k celkovým rozpočtovým nákladům projektu. Banky na začátku roku 2020 u developerských projektů

vyžadovaly jako podmínku 25–35 % vlastních zdrojů což odpovídá 65–75 % LTC. Ani u plně předpronajatých komerčních projektů není obvyklé, že by banky akceptovali více než 80 % LTC. (ARTN, 2020, s. 71)

3.4.3 Loan to Value - LTV

Loan to value se počítá jako výše úvěru včetně úroku vztažené k hodnotě projektu, kde hodnota projektu musí být stanovena nezávislým expertem. (Long, 2011, s. 205) Pokud dojde k překročení bankou stanovené hranice, například vlivem vnějších faktorů, je developer vyzván k neprodlenému uhrazení částky tak, aby hodnota opět dostala pod stanovený limit. (Ahour, 2008, s. 48) Parametr se vyhodnocuje na roční bázi, případně při revizi úvěrového případu. ČNB vydala v roce 2019 doporučení, aby banky neposkytovaly úvěry s LTV vyšší než 90 %. Dle průzkumu však bylo zjištěno, že 3 % poskytnutých úvěrů tuto hranici i přes doporučení přesáhlo. Průměrně se tato hodnota u developerských projektů pohybuje kolem 75 %. (ARTN, 2020, s. 77)

3.4.4 Value to Cost – VTC

Value to cost se počítá jako poměr mezi hodnotou nemovitosti (pozemku a stavby) a celkových rozpočtových nákladů projektu. Jedná se o podobný ukazatel jako je rentabilita investice, jenž sleduje developer nicméně v tomto případě je tržní hodnota určená odhadem nezávislého bankovního experta.

3.5 Ekonomické hodnocení projektu

Ekonomické hodnocení projektu je založeno na hodnocení ekonomických vstupů a výstupů z projektu společně se zahrnutím kapitálových nákladů a zohledněním časové hodnoty peněz. Společně s možnými riziky, která již byly zmíněna, jsou klíčovými faktory při rozhodování, zda daný projekt realizovat či nikoliv, jeho budoucí peněžní toky, rentabilita a doba návratnosti.

3.5.1 Cash flow

U všech typů investorů začíná odhad hodnoty investice posouzením potenciálního cash flow neboli peněžních toků. Peněžní toky tvoří veškeré příjmy a výdaje, které projekt generuje.

Stanovení peněžních toků patří při hodnocení projektu k nejdůležitějším, ale také těm nejobtížnějším úkolům. Robustní model cash flow je naprosto zásadní pro přesný odhad životaschopnosti a ekonomické efektivity projektu. Hlavním činitelem zde je, že modelování CF je závislé na definování a kvantifikování vlivu mnoha proměnných, které je zároveň potřeba alokovat v čase. Proměnné mohou být ovlivněny vnějšími faktory a v některých případech není reálné tyto faktory s dostatečným předstihem odhadnout.

Pro development je typické, že v první fázi projektu existují pouze výdaje. Až při v pozdější fázi (po získání stavebního povolení), kdy se začnou realizovat prodeje/pronájmy dochází ke generování příjmů. (Fotr a Souček, 2005, s. 87)

Příjmy u developerských projektů nabývají dvou forem: opakující se příjmy z pronájmu v případě komerčních nemovitostí (očistěné o operativní výdaje a jiné operační náklady např. na údržbu) nebo příjmy z prodeje nemovitosti v případě rezidenčních nemovitostí. (Miles a Netherton, 2015, s. 205)

Podrobnost modelování peněžních toků se odvíjí od fáze projektu. V pre-feasibility study se modelují na pololetní či roční bázi. Ve feasibility study se modelují na měsíční až čtvrtletní bázi. Reálné cash flow je ve fázi výstavby ovlivněno dvěma faktory. Tím prvním je, že se z každé faktury strhává zádržné ve výši 5-10 %, které je částečně uvolněno po odstranění vad a nedodělků a částečně po uplynutí záručních lhůt. Druhým faktorem je skutečnost, že faktury jsou obvykle splatné do 30 dnů a zároveň může stavební firma fakturu na provedené práce vystavit až po ověření soupisu provedených prací bankovním expertem a stavebním dozorem. Tyto dva faktory zapříčiňují, že výdaje jsou jednak nižší než reálné investiční náklady a jednak jejich realizace má časový posun oproti provedení prací.⁶ Do jisté míry jsou však vyváženy povinností odvádět DPH, která je vracena ve čtvrtletních intervalech, a proto se při modelování zejména v rané fázi neuvažují.

3.5.2 Rentabilita projektu

Rentabilita neboli výnosnost je jeden z nejjednodušších nástrojů pro hodnocení investic. Pro developera je zpravidla nejdůležitějším měřítkem **výnosnost vlastního kapitálu**. Jelikož však v iniciační fázi projektu ještě není obvykle známo, jaká bude kapitálová struktura projektu, může být tento nástroj neaplikovatelný, případně může být použit pro modelování různých scénářů. Další možností je využít nástroj hodnocení zvaný **rentabilita celkového kapitálu**. Každá zmíněná varianta tohoto nástroje zcela zanedbává časovou hodnotu peněz a vliv postupného investování prostředků a postupnou realizaci zisku.

⁶ Vycházíme-li z běžné praxe, kdy jsou faktury placeny až těsně před jejich splatností.

Výnosnost vlastního kapitálu

Výnosnost vlastního kapitálu (**ROE = Return on Equity**) se počítá jako poměr mezi ziskem (před nebo po zdanění) k vlastnímu kapitálu, který investor do projektu vkládá. Vyjadřuje se tak procentuální poměr, kolik zisku připadá na developerem investovanou částku.

Výnosnost celkového kapitálu

Výnosnost celkového kapitálu (**ROI = Return on Investment**) vyjadřuje zhodnocení všech zdrojů, které byly do projektu vloženy. Tato hodnota se dá spočítat jako poměr, kde je v čitateli buď součet hrubého zisku s úroky nebo součet zisku po zdanění a zdaněných úroků. Ve jmenovateli je pak celkový kapitál, který byl vložen do projektu všemi investory. Developéři při prvotním posouzení investičního záměru zpravidla vyžadují, aby tento ukazatel dosahoval alespoň 25 %. (Fotr a Souček, 2005, s. 64)

3.5.3 Doba návratnosti

Doba návratnosti neboli doba úhrady⁷ vyjadřuje dobu potřebnou k navrácení částky počáteční investice. Tato hodnota se vypočítá jako podíl počáteční investice a budoucích peněžních toků z projektu. (Shim a a Siegem, 2007, s. 292)

Výhodou tohoto nástroje je, že je snadno aplikovatelný a srozumitelný. Naopak nevýhodou je, že nezahrnuje časovou hodnotu peněz a ignoruje peněžní toky z projektu po období návratnosti, jenž v určují ziskovost investice.

Časovou hodnotu peněz lze zohlednit pomocí **diskontované doby návratnosti**. Při užití této metody bude doba návratnosti delší, jelikož peníze mají v čase menší hodnotu. Diskontovaná doba návratnosti se určí tak, že se zohlední současná hodnota peněžního toku v každém roce, dokud se nevyrovná počáteční investici.

⁷ V anglickém jazyce se užívá výraz „payback period“

4 Finanční analýza developerského projektu Bleriot

V následující kapitole je vytvořena případová studie konkrétního developerského projektu. Dle projektové dokumentace poskytnuté developerem bude za pomoci veřejně dostupných dat a nástrojů analyzován projekt Bleriot realizovaný pražskou developerskou skupinou REALISM (dříve TE development). Cílem praktické části bude vytvořit finanční model zohledňující výnosy, náklady a finanční toky projektu, které závisí na průběhu investic do pozemku a nákladech výstavby na straně výdajů a na prodeji bytových jednotek na straně příjmů.

4.1 Představení projektu

Projekt Bleriot v pražských Kbelích tvoří tři bytové domy o čtyřech resp. pěti nadzemních podlažích. Projekt byl připravován společnostmi Neocity Group a Codeco. Následně byl se stavebním povolením prodán společnosti REALISM Development, která zajišťuje realizaci prostřednictvím své koncernové stavební společnosti formou construction managementu. Společnost REALISM v průběhu realizace požádala o pozměňovací stavební povolení a navýšila tak počet bytů v projektu z původních 109 na 151. Projekt je realizován ve vysokém standardu. Všechny bytové jednotky disponují koupelnami s velkoformátovými obklady, keramickou dlažbou a designovou sanitou. Podlahy jsou dřevěné, stejně tak okna. Byty v nejvyšších patrech jsou vybaveny přípravou pro klimatizaci. Architekturu zahrad byl pověřen renomovaný atelier Flera.

Obrázek 6 Vizualizace projektu Bleriot



Zdroj: web projektu: www.polaneckeho.com

4.2 Představení developera

Developerská společnost REALSIM byla založena v roce 2015 Martinem Hubingerem a Petrem Teplým. Prvním realizovaným projektem byl butikový projekt Truhlárna na Praze 6 – Břevnově. Za dobu své existence společnost REALISM uvedla na trh přes 400 bytů v projektech o hodnotě 2 miliard korun. Mezi pravděpodobně nejznámější patří projekt Sakura v pražských Košířích, jenž se dostal mezi finalisty ve dvou světových architektonických soutěžích. Projekt využívá speciálního systému visutých zahrad a je unikátní svým udržitelným konceptem, který zahrnuje například 90 nabíjecích stanic pro elektromobily.

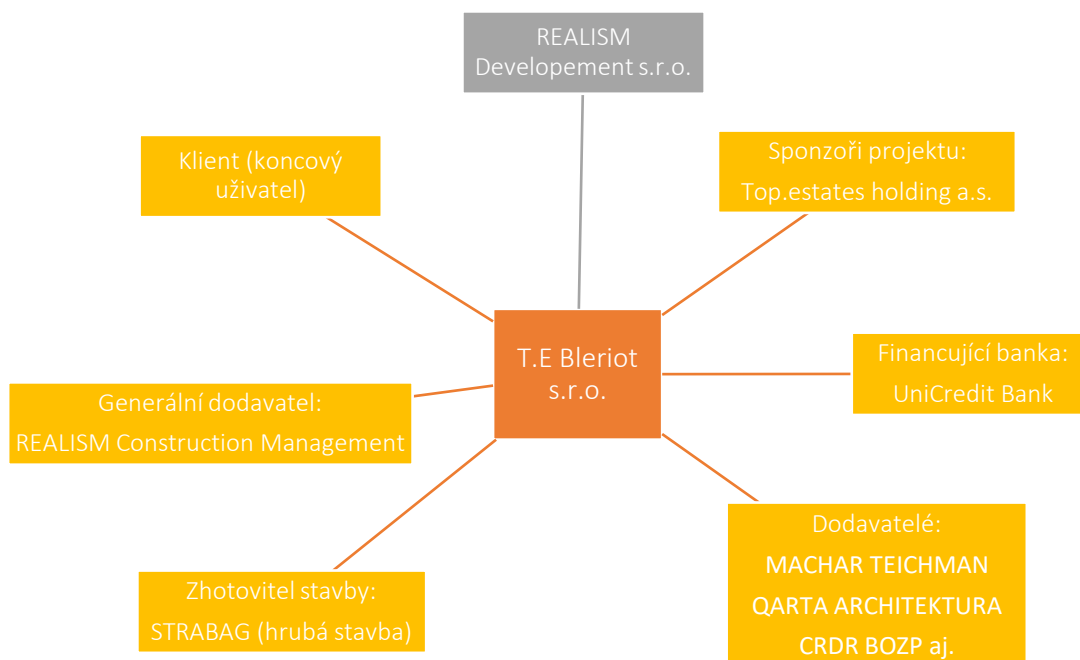
Společnost se soustřeďuje především na akvizice pozemků s již vydaným územním rozhodnutím nebo stavebním povolením. Mezi vedlejší aktivity společnosti patří správa nemovitostí a skupina dále provozuje vlastní mezzaninový investiční fond kvalifikovaných investorů. Generálním dodavatelem staveb je koncernová společnost REALISM Construction Management (dříve TE Construction Management).

4.3 Účastnická struktura projektu

Projektová společnost realizující projekt Bleriot se nazývá T.E Bleriot s.r.o. Jejím hlavním akcionářem je Top.Estates Holding a.s., který v celém projektu figuruje jako sponzor projektu. Statutárními orgány jsou Petr Teplý, Martin Hubinger a Dušan Dvořák. Projekt je realizován koncernovou stavební společností, která působí jako construction manager projektu - nejedná se tedy o obvyklý model generálního dodavatele. Zvolená forma dodávky stavebních prací umožní investorovi projektu ušetřit náklady ve výši 5-10 %. Nevýhody jsou však ve vyšších nárocích na administrativu a řízení projektu a s tím spojené vyšší náklady na personální kapacity. Developer, resp. koncernová stavební společnost, na sebe bere odpovědnost za veškeré záruky a musí si proto v rozpočtu vyčlenit určitou rezervu na reklamace a pojištění.

Dalšími dodavateli projektu bylo studio QARTA ARCHITEKTURA, které zajistilo architektonickou a stavební část projektové dokumentace včetně inženýringu. V pozdější fázi do projektu vstoupilo architektonické studio MACHAR TEICHMAN, které mělo na starosti interiéry a úpravy vnějšího vzhledu.

Obrázek 7 Organizační struktura projektu Bleriot



Zdroj: peníze.cz, polaneckeho.com, vlastní zpracování

4.4 Technická specifika projektu

Pro developerský projekt byl zakoupen pozemek v pražských Kbelích o celkové výměře 22 281 m². Záměrem je zde postavit tři bytové domy o celkové výměře bytů 8 931,4 m². Celková zastavěná plocha činí 3 608,5 m² a obestavěný prostor je 50 323 m³. Tyto hodnoty byly společně se sazebníkem RTS využity pro vytvoření celkových investičních nákladů stavby. Projekt dále čítá 148 parkovacích stání v podzemních garážích a 14 parkovacích stání venkovních. Součástí je také 85 sklepních jednotek.

Tabulka 2 Základní informace o projektu

	Budova A	Budova B	Budova C	Celkem
Pozemek	22 281 m ²			22 281 m ²
Zastavěné území	1375,5 m ²	1116,5 m ²	1116,5 m ²	3 608,5 m ²
Obestavěný prostor	19 823 m ³	15 250 m ³	15 250 m ³	50 323 m ³
Byty	3 508,7 m ²	2 720,4 m ²	2 702,3 m ²	8 931,4 m ²
Garážová parkovacích stání	58	44	46	148
Venkovní parkovací stání				14
Sklepy	30	29	26	85

Zdroj: projektová dokumentace projektu, vlastní zpracování

Každý bytový dům tvoří čtyři resp. pět nadzemních podlaží a jedno podlaží podzemní. V nadzemních podlažích se nachází bytové jednotky se zahradami a terasami, podzemní podlaží pak tvoří garáže, sklepy, zázemí a technické místnosti pro technologie.

Tabulka 3 Počet bytů v projektu Bleriot

Dispozice	Budova A	Budova B	Budova C	Celkem
1+kk	14	10	10	34
2+kk	19	17	17	53
3+kk	22	19	19	60
4+kk	4	0	0	4
Celkem				151

Zdroj: web projektu: polaneckeho.com, vlastní zpracování

Celkový počet bytových jednotek v projektu je 151. Jak již bylo zmíněno, projekt je rozdělen na tři samostatně stojící bytové domy, označené A, B, C. Podrobnější členění a výměry bytových domů jsou uvedeny v tabulce 3.

Tabulka 4 Výměra bytů v projektu Bleriot

Patro	Budova A	Budova B	Budova C
1NP	907,5 m ²	741,6 m ²	741 m ²
2NP	952,5 m ²	767,5 m ²	767 m ²
3NP	944,5 m ²	759,9 m ²	759,2 m ²
4NP	577,6 m ²	451,4 m ²	435,1 m ²
5NP	126,6 m ²		
Mezisoučet	3508,7 m ²	2720,4 m ²	2702,3 m ²
Celkem	8931,4 m ²		

Zdroj: web projektu: www.polaneckeho.com, vlastní zpracování

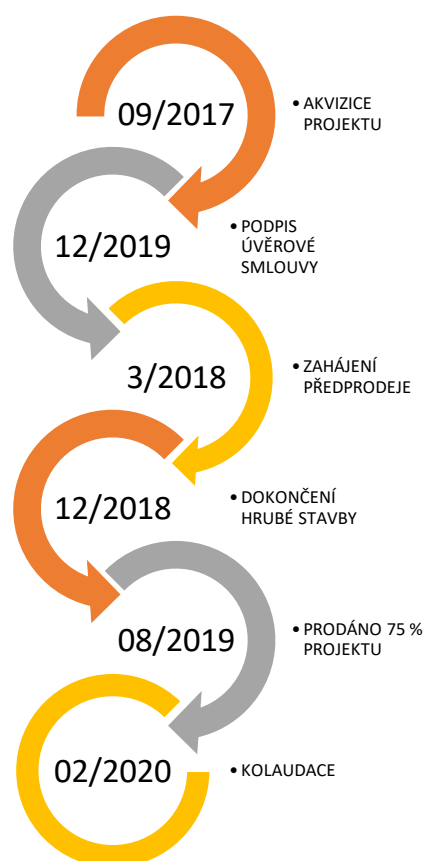
4.5 Časový plán

Časový plán průběhu projektu je rozdělen na dva rámce. Prvním je širší rámec, který popisuje průběh celého projektu a jeho milníků od akvizice, přes výstavbu až po prodej poslední bytové jednotky. Druhý, užší rámec se soustřeďuje pouze na průběh výstavby.

4.5.1 Časový plán projektu

Developerský projekt byl akvírován společně s projektovou dokumentací a stavebním povolením v říjnu roku 2017. Na konci téhož byla s financující bankou podepsána úvěrová smlouva a byl zahájen proces směřující ke splnění podmínek čerpání. V lednu roku 2018 započala vlastní stavba. V březnu 2018 byl pak zahájen předprodej bytových jednotek a doplňkových prostor v projektu. Jelikož nejsou dostupné informace týkající se přesného průběhu prodeje bytů, ale pouze začátek předprodeje a dosažení 75 % předprodejů, budeme předpokládat lineární průběh mezi těmito dvěma milníky. V takovém případě by bylo dosaženo 30% podílu předprodejů v říjnu 2018. Tato hodnota je klíčová zejména pro uvolnění první tranše bankovního úvěru dle podmínek úvěrové smlouvy, kterým se věnuje kapitola 4.7.2. Během srpna 2019 bylo dosaženo již zmíněného 75 % předprodeje. Na začátku roku 2019 byla stavba prakticky dokončena. Ke kolaudaci došlo 15. 2. 2020.

Obrázek 8 Časový plán projektu



Zdroj: web projekt www.polaneckeho.com, vlastní zpracování

4.5.2 Harmonogram výstavby

Stavba projektu byla započata v lednu roku 2018 hlavními terénními úpravami. Následovala výstavba přípojek a přeložek inženýrských sítí. První patro, jakožto podmínka pro zápis stavby do KN a tudíž milník klíčový pro banku, bylo dokončeno v srpnu 2018. Hrubá stavby byla dokončena na konci roku 2018. V první polovině roku 2019 pokračovali stavební práce realizací

vyzdívek, osazování oken a rozvody technologií. Na podzim téhož roku byla realizována výstavba vnitroareálové komunikace, a zároveň začaly práce na sadových úpravách. Na přelomu roku 2019 a 2020 stavba pokračovala realizací omítek, podlah, kompletací technologií a technologických místností a následně malbami, které jsou realizovány až těsně před kolaudací.

Tabulka 5 Harmonogram výstavby

Začátek	Konec	Činnost
01/2018	04/2018	Přípojky
01/2018	04/2018	Zemní práce + HTU
04/2018	05/2018	Zakládání (Piloty + základová deska)
04/2018	01/2019	Monolitická kce. a nosné vyzdívky
01/2019	02/2019	Vyzdívky příček
01/2019	01/2020	Výplně otvorů – okna, dveře
02/2019	10/2019	Střecha
05/2019	07/2019	silnoproud + slaboproud
06/2019	10/2019	KZS + Fasáda
08/2019	09/2019	Zdravotechnika - rozvody potrubí
09/2019	09/2019	Areálová komunikace
09/2019	11/2019	Výtahy
09/2019	10/2019	Sadové úpravy
09/2019	11/2019	SDK konstrukce
11/2019	01/2020	Kompletace - elektro, topení, armatury, ZTI
11/2019	12/2019	Omítky - vnitřní, podlahy, obklady
12/2019	01/2020	Malby + nátěry
12/2019	01/2020	Zámečnické + tesařské výrobky
12/2019	01/2020	Vybavení technických místností - strojovny, kotelny

Zdroj: informace poskytnuté developerem, vlastní zpracování

4.6 Finanční analýza projektu

Následující kapitola se ve své první části věnuje analýze nákladů a výnosů projektu ve smyslu jejich rozdělení do kategorií. V druhé části bude analyzován průběh výdajů a příjmů v čase, které byly ve finančním modelu zpracovány jako cash flow projektu. Pro správné alokování příjmů v čase je vložena kapitola věnující se obchodním podmínkám kupních smluv bytových jednotek, a to zejména s ohledem na proces úhrady ceny.

4.6.1 Rozpočtové náklady projektu

Informace o kupní ceně pozemku a projektu nebyla dostupná. Odhadovaná cena za akvizici projektu byla stanovena na 125 mil. za pozemky určené k výstavbě a 40 mil. za projekt zahrnující platné stavební povolení a projektovou dokumentaci vypracovanou předchozím majitelem. Kupující byl následně povinen uhradit 4% daň z nabytí nemovitosti.

Informace týkající se rozpočtových nákladů stavby nebyly poskytnuty. Dle veřejně dostupných informací však tvořily 460 mil. Kč (conman.cz, 2020), což bylo ověřeno a upřesněno propočtem. Náklady na hlavní stavební objekty – bytové domy, byly stanoveny propočtem vycházejícím z objemových charakteristik stavby a směrných stavebních standardů pro rok 2019, které vydává na roční bázi společnost RTS a.s. Náklady na areálovou komunikaci byly stanoveny na základě cenové databáze Státního fondu dopravní infrastruktury. Ostatní stavební objekty, skládající se zejména z přípojek, přeložek a sadových úprav, pak byly oceněny dle třídního ceníku JKSO.

Vedlejší rozpočtové náklady stavby byly vzhledem k poměrně nekomplikovanému prostorovému rozložení a kapacitě staveniště, dobré geografické a dopravní dostupnosti a blízkosti pracovních i materiálních zdrojů stanoveny na 7 % ze základních rozpočtových nákladů stavby. Další navýšení ceny je zapříčiněno zohledněním rezervy projektu, která je opět díky poměrně nekomplikovaným podmínkám stanovena na 5 %. Po konzultaci s vedoucím práce byla stanovena 5% úspora na rozpočtových nákladech stavby při provádění formou construction managementu namísto obvyklému, ale nákladnějším generálnímu dodavateli. Volba tohoto dodavatelského systému se však negativně promítla do výše „soft costs“, které byly po konzultaci stanoveny na 8 %, což je hodnota mírně vyšší, než je běžné u projektů realizovaných formou generálního dodavatele. Soft costs musí v tomto případě zahrnovat náklady na korporátní projektový management, dodatečné pojištění, konzultační služby a právní poradenství. Projektové a inženýrské náklady stavby byly uvažovány pouze pro výkonnostní fáze 7, 8 a 9 a to z důvodu, že developer vstoupil do projektu až v pozdější fázi, tudíž náklady na předchozí VF hradil předchozí majitel a na společnost REALISM byly přeneseny ve formě kupní ceny za projekt (viz první paragraf této kapitoly).

Poslední částí nákladů, které finanční model zohledňuje, jsou náklady na bankovní financování, které byly souhrnně vyčísleny na 8 018 395 Kč. Více se struktuře těchto nákladů věnuje kapitola 4.7.

Tabulka 6 Náklady projektu

Zařazení	Náklady	Budova A	Budova B	Budova C	Celkem
Akvizice projektu	Cena pozemku	125 000 000 Kč			125 000 000 Kč
	Daň z nabytí nemovitosti	5 000 000 Kč			5 000 000 Kč
	Kupní cena projektu	40 000 000 Kč			40 000 000 Kč
	Mezisoučet				170 000 000 Kč
Stavební náklady	Náklady na hlavní stavební objekt (s DPH)	174 728 700 Kč	134 420 050 Kč	134 420 050 Kč	443 568 800 Kč
	Areálová komunikace	4 300 000 Kč			4 300 000 Kč
	Náklady vedlejších stavebních objektů	2 455 000 Kč	2 140 000 Kč	2 140 000 Kč	6 735 000 Kč
	Sadové úpravy	5 310 750 Kč			5 310 750 Kč
	Mezisoučet				459 914 550 Kč
Vedlejší náklady stavby	VRN	7 %			32 194 019 Kč
	Rezerva projektu	5 %			22 995 728 Kč
	Úspora na generálním dodavateli	-5 %			- 22 995 728 Kč
	Projektové inženýrské náklady stavby	1 735 Kč	1 373 000 Kč	1 373 000 Kč	4 481 000 Kč
	Mezisoučet				36 675 019 Kč
Vedlejší náklady projektu	Soft costs	8 %			36 793 164 Kč
	Náklady na bankovní financování				8 018 395 Kč
	Mezisoučet				44 811 559 Kč
CELKEM					711 401 129 Kč

Zdroj: finanční model, vlastní zpracování

Jak je z tabulky zřejmé, celkové náklady projektu činí 711 401 129 Kč.

K nákladům projektu by bylo možné přičíst náklady na konzultanty a právní poradenství před samotnou akvizicí, tato částka se však může významně lišit v závislosti na délce a složitosti akvizice. Pro analýzu těchto nákladů však není dostatek podkladů, a proto nejsou do modelu explicitně zapracovány.

4.6.2 Plánované výnosy projektu

Největší část výnosů projektu je generována prodejem bytových jednotek. Průměrná prodejní cena za metr čtvereční bytové plochy byla v této práci stanovena na 89 000 Kč. Tato hodnota se zakládá na analýze konkurenčních projektů v daném segmentu a lokalitě. Částka byla zároveň ověřena jako realistická na základě reportů zveřejňovaných společností Deloitte, které pro období leden/únor 2018 uváděly průměrnou cenu v dané části Prahy 80 300 Kč/m². Na začátku roku 2020 však tento zdroj už uváděl hodnotu 102 000 Kč/m².

Dalšími příjmy projekt generuje prodejem garážových stání, venkovních parkovacích stání a sklepních jednotek.

Tabulka 7 Výnosy projektu

Zdroj	Počet	Cena	Výnosy
Bytové jednotky	8931,4 m ²	89 000 Kč/m ²	794 894 600 Kč
Garážová parkovacího stání	148 stání	285 000 Kč/stání	42 180 000 Kč
Venkovní parkovací stání	14 stání	210 000 Kč/stání	2 940 000 Kč
Sklepy	85 jednotek	70 000 Kč/jednotka	5 950 000 Kč
CELKEM			845 964 600 Kč

Zdroj: finanční model, vlastní zpracování

Předpokládanou strukturu příjmů z prodeje projektu popisuje tabulka 7. Celkové předpokládané výnosy projektu byly souhrnně spočítány na 845 964 600 Kč.

4.6.3 Obchodní podmínky kupních smluv

Podmínky při koupi bytu v projektu lze rozdělit do dvou kategorií – před kolaudací a po kolaudaci projektu.

V případě, že má klient zájem o koupi ještě před kolaudací projektu, je po výběru bytu podepsána rezervační smlouva a klient je vyzván k uhrazení „rezervační zálohy“ ve výši 200 000 Kč, a to do 5 dnů. Částka je složena na účet developera, který může prostředky využít pro uhrazení projektových nákladů stavby. Dalším krokem je podpis smlouvy o smlouvě budoucí kupní do 30 dnů od uzavření rezervace. Při podpisu této listiny je klient vyzván k uhrazení 10 % z kupní ceny bytu a přidružených doplňkových prostor. Tato částka je uhrazena na projektový účet zastavený vůči financující bance. Částku na tomto účtu není možné využít pro uhrazení projektových

nákladů, nicméně developer je využívá k umoření jistiny a úrokových nákladů. Posledním krokem je uhrazení zbývajících 90 % ceny snížené o rezervační částku 200 000 Kč. Po kolaudaci projektu je zákazník vyzván k uhrazení posledního rámce smluvního závazku, který má splatnost třicet dnů.

Druhým případem je situace, kdy má klient o nemovitost zájem až po kolaudaci. V takovém případě se rezervační smlouva ani smlouva o smlouvě budoucí nepodepisuje, ale přistupuje se rovnou k podpisu smlouvy kupní. Zákazník je následně vyzván k uhrazení kupní ceny do 30 dnů.

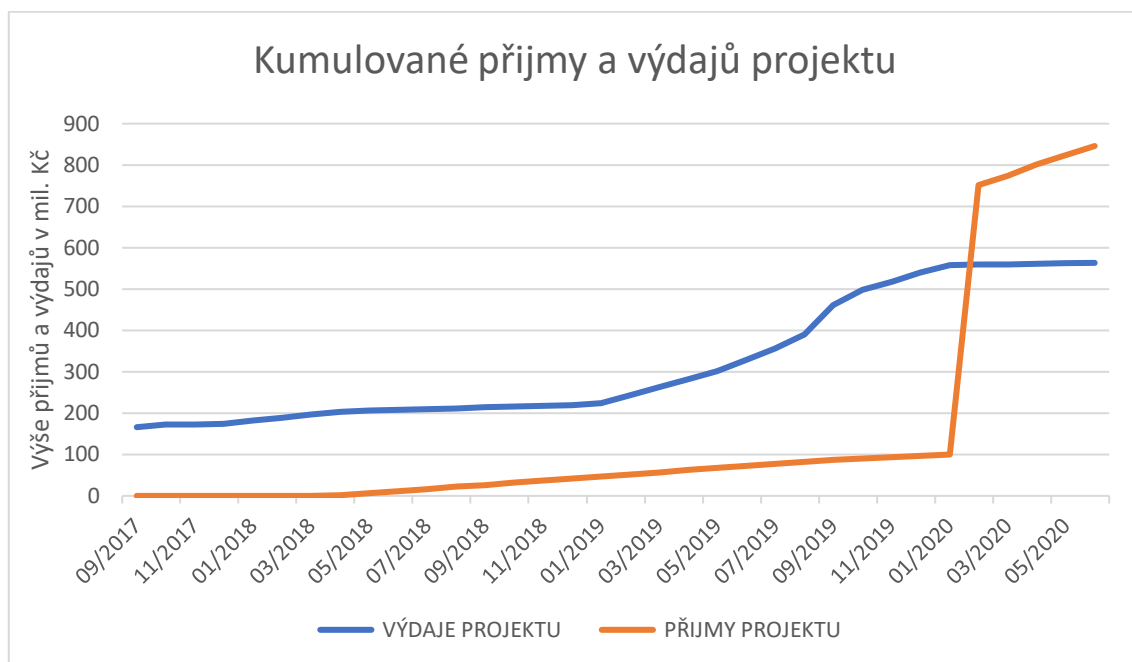
4.6.4 Cash flow

Prvním významným výdajem na projekt je akvizice pozemku a projektu. S pozemkem je spojena daň z nabytí nemovitosti, která bude uhrazena do 30 dnů od akvizice pozemku tzn. v listopadu roku 2017. Příjmy plynoucí z **rezervačních záloh** se začnou objevovat v dubnu roku 2018, resp. v květnu v případě **kupních záloh**, což je jeden, resp. dva měsíce po zahájení předprodeje. Finanční model počítá s využíváním rezervačních záloh pro uhrazení stavebních nákladů projektu. Díky krátké splatnosti těchto záloh jsou započítávány ve stejném měsíci, kdy dochází k rezervaci bytu. Kupní zálohy jsou skládány na vázaný účet financující banky a na konci každého měsíce jsou dle finančního modelu využity pro umoření jistiny a úrokových nákladů projektu. Model nezahrnuje zálohy, které klienti složili, ale později se rozhodli od koupi bytu ustoupit.

Vzhledem ke způsobu úročení bankovního úvěru je rozumné, aby developer nejprve proinvestoval 30 % equity, které mu ukládá vložit do projektu úvěrová smlouva a až následně čerpal úvěrový rámec, tím bude docíleno minimálních nákladů na cizí kapitál. Toto pravidlo však platí pouze za předpokladu, že nebudeme uvažovat příležitosti jiných investic, do kterých by developer mohl investovat svůj finanční kapitál současně s tímto projektem.

Významný zlom v průběhu cash flow nastává v březnu roku 2020, tedy měsíc po kolaudaci, kdy se počítá s uhrazením zbývajících 90 % kupní ceny snížené o dříve zaplacenou rezervační zálohu ve výši 200 tis. Kč. Tato částka poté bude z velké části vyhrazena na splacení bankovního úvěru. Za předpokladu, že prodej bytů významně nezpomalí, měl by být celý projekt exitován v květnu 2020.

Graf 2 Průběh kumulovaných příjmů a výdajů v průběhu projektu



Zdroj: finanční model, vlastní zpracování

4.7 Financování projektu

Pro projekt byly zvoleny dva zdroje financování. Prvním je vlastní kapitál developera, resp. projektových sponzorů, který ve finančním modelu vystupuje jako equity projektové společnosti. Druhým zdrojem je bankovní úvěr, který je poskytován renomovanou bankou UniCredit Bank. Tato práce zohledňuje pouze náklady na bankovní financování, je však pravděpodobné, že ve skutečnosti byly využity i jiné zdroje kapitálu tak, jak jsou popsány v teoretické části práce (např. juniorní úvěr).

4.7.1 Kapitálová struktura

Finanční model analyzuje využití dvou zdrojů financování - equity a bankovní úvěr. Equity projektové společnosti bude hradit náklady na akvizici pozemků, projektu a náklady spojené s vedením projektu – soft costs.

Majoritní část nákladů výstavby je hrazena bankovním úvěrem. Stavební náklady jsou hrazeny ze 30 % z equity SPV a ze 70 % z bankovního úvěru.

Náklady proinvestované při akvizici pozemku, projektu a soft costs se při výpočtu LTC nezohledňují.

Tabulka 8 Kapitálová struktura projektu pro výpočet ceny úvěru

Zdroj	Využití		Částka
Equity	Pozemek		130 000 000 Kč
	Projekt		40 000 000 Kč
	Soft costs		36 793 164 Kč
	Stavební náklady	30 %	148 976 871 Kč
Equity Celkem			355 770 035 Kč
Úvěr	Stavební náklady	70 %	347 612 698 Kč
Celkem			703 382 733 Kč

Zdroj: finanční model, vlastní zpracování

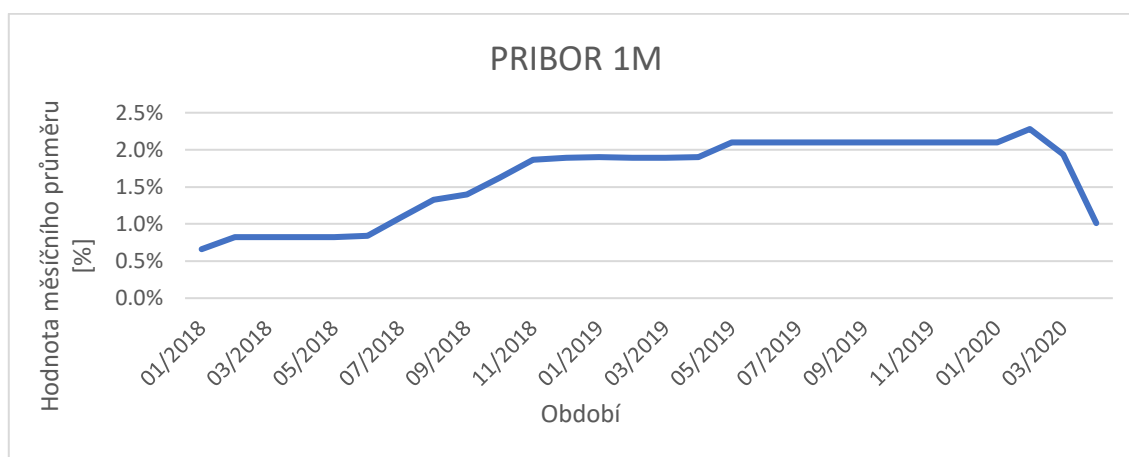
4.7.2 Podmínky úvěrové smlouvy

Úvěrová smlouva stanovuje v první řadě maximální výši úvěrového rámce tzv. **credit line**. Ta byla pro tento projekt stanovena na základě předpokládané hodnoty stavebních nákladů projektu na 70 % jejich výše, což odpovídá 347 612 689 Kč se splatností do 3 let.

Byť jde o projekt s vydaným platným stavebním povolením, pro který je na trhu výrazný přesah poptávky nad nabídkou, podmínky úvěrové smlouvy byly stanoveny konzervativně.

V první řadě je při výpočtu úrokové míry třeba vzít v potaz vývoj mezibankovní úrokové sazby 1M PRIBOR, která byla analyzována pro roky 2018 až 2020. Tento indikátor určuje hodnotu, od které se odvíjí celková cena úvěru. Pro zmíněné období dosahovala sazba hodnoty 1,63 % p.a. Úroky vyplývající z této sazby jsou splatné měsíčně.

Graf 3 Vývoj sazby 1M PRIBOR, 2018 - 2020



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Pro výpočet celkového úroku úvěru je třeba zohlednit marži banky, která je stanovena na 2,5 % p.a. Úroky jsou i v tomto případě splatné po měsíci. Je však potřeba zdůraznit, že se jedná o hodnotu pohybující se 40–50 bazických bodů nad tržním standardem. Banka si dále účtuje jednorázový poplatek za sjednání, tzv. **arrangement fee** ve výši 0,25 % a poplatek z nečerpané částky (**commitment fee**) ve výši 0,35 %. Tato částka je splatná kvartálně a ve finančním modelu se počítá s její platbou od chvíle podpisu úvěrové smlouvy.

Mezi klíčové odkládací podmínky čerpání úvěru patří požadavek na minimální hodnotu předprodejů, a to ve výši 30 %. Další významnou odkládací podmínkou je minimální poměr vlastních zdrojů (LTC) stanovený na 70 %.

Tabulka 9 Podmínky úvěrové smlouvy

Credit line	347 612 698 Kč
Typ financování	Developerský úvěr
Měna	Česká koruna
Splatnost úvěru	3 roky
1M PRIBOR	1,63 %
Bankovní marže [p.a.]	2,50 %
Poplatek z nenačerpané částky [p.a.]	0,35 %
Poplatek za sjednání	0,25 %
Hodnota předprodejů	30 %
LTC	70 %
Kapitálové náklady	8 018 395 Kč

Zdroj: finanční model, vlastní zpracování

Vedle splnění odkládacích podmínek, ve smyslu dosažení určité výkonnosti projektu, musí před uvolněním prvního čerpání úvěru developer předložit listiny osvědčení a prohlášení zmíněné v kapitole 3.3.2.

4.8 Vyhodnocení finanční výkonnosti projektu

4.8.1 Zisk

Zisk projektu po odečtení všech nákladů na stavební práce, soft costs a nákladů spojených s bankovním zdrojem financování byl spočítán na **134 566 895 Kč**

4.8.2 Výnosnost celkového kapitálu – ROA

Celkové investiční náklady projektu jsou plánovány na 703 382 733 Kč. Předpokládaný plánovaný hrubý zisk z projektu před úroky, odpisy a zdaněním je 134 566 895 Kč a tedy:

$$ROA = \frac{134\,566\,895 \text{ Kč}}{703\,382\,733 \text{ Kč}} \times 100 = \mathbf{19,13 \%}$$

Vypočtená výnosnost celkového kapitálu projektu odpovídá **19,13 %**.

4.8.3 Výnosnost vlastního kapitálu – ROE

Vlastní kapitál developera investovaný do projektu činil 355 770 035 Kč. Předpokládaný plánovaný hrubý zisk z projektu před úroky, odpisy a zdaněním je:

$$ROI = \frac{134\,566\,895 \text{ Kč}}{355\,770\,035 \text{ Kč}} \times 100 = \mathbf{37,82 \%}$$

Vypočtená výnosnost vlastního kapitálu developera vloženého do projektu odpovídá **19,13 %**.

4.8.4 Vnitřní výnosové procento - IRR

Vnitřní výnosové procento IRR, byť nebylo zmíněno v teoretické části této práce, je všeobecně známý nástroj užívaný pro hodnocení výkonnosti a efektivnosti investice. Výhoda užití tohoto nástroje tkví zejména v jednoduchosti a všeobecně známe metodice výpočtu. Při výpočtu také není třeba zohledňovat diskontní sazbu časové hodnoty peněz, jako například při výpočtu čisté současné hodnoty.

Vnitřní výnosové procento bylo vyčísleno na 13,14 %.

4.8.5 Doba návratnosti

Doba návratnosti od akvizice projektu po navrácení veškeré vložené equity se odvíjí zejména od průběhu prodeje projektu. Při stanoveném průběhu prodeje byla vypočítána doba návratnosti odpovídající 30 měsícům, tedy dvou a půl rokům.

4.8.6 Shrnutí

Pro tento projekt byl záměrně opomenut výpočet čisté současné hodnoty investice, jelikož bez detailnějších informací není možné determinovat hodnotu ušlé příležitosti.

Veškeré výše zmíněné hodnoty jsou vypočítány na základě finančního modelu, který je v první příloze této práce. Finanční model nezohledňuje průběh vratek zaplacené daně z přidané hodnoty a odpočet zádržného.

4.9 Citlivostní analýza

Vzhledem k senzitivitě stavebního průmyslu, a tedy i developmentu na makroekonomický vývoj v České republice i ve světě byla vytvořena analýza vlivu proměnlivosti tří faktorů na budoucí ziskovost projektu. Finanční model pracuje s analýzou proměnlivosti **zisku** a **IRR** v závislosti na následující třech faktorech:

- Proměnlivost úrokové míry
- Změna prodejní ceny bytů
- Proměnlivost stavebních nákladů

V rámci citlivostní analýzy byly vytvořeny tři scénáře: optimistický, realistický, pesimistický. Za realistický scénář je považován model, který byl prezentován v předchozích částech této kapitoly. Citlivostní analýza nezohledňuje pravděpodobnost změny těchto vstupních proměnných, ale pouze jejich dopad v případě, že k jejich změně dojde. Je třeba zmínit, že není pravděpodobné, aby se všechny tři vstupní hodnoty vyvíjely negativním směrem současně, a to z důvodu, že jsou navzájem negativně korelovány. Laicky řečeno, bude-li developer nucen v důsledku negativního makroekonomického vývoje snížit prodejní cenu bytů, je pravděpodobné, že tento vývoj bude mít za následek také snížení úrokové míry, resp. sazby 1M PRIBOR.

Volatilita hodnot byla stanovena s ohledem na dění při Velké recese v roce 2007. Pro **pesimistický scénář** byly stanoveny následující hodnoty:

- Úroková sazba – nárůst o 50 bazických bodů
- Prodejní cena nemovitosti - propad o 9 000 Kč/m²
- Stavební náklady – zvýšení o 10 %

Optimistický scénář byl stanoven obdobně pouze v opačném směru:

- Úroková sazba – pokles o 50 bazických bodů
- Prodejní cena nemovitosti – zvýšení o 9 000 Kč/m²
- Stavební náklady - snížení o 10%

Výsledky citlivostní analýzy jsou zobrazeny v tabulce 10 níže.

Tabulka 10 Výsledné hodnoty citlivostní analýzy

Scénář	IRR	Zisk
Optimistický scénář	23,59 %	267 910 714 Kč
Realistický scénář	13,14 %	134 566 895 Kč
Pesimistický scénář	0,10 %	922 474 Kč

Zdroj: finanční model, vlastní zpracování

Jak je z tabulky zřejmé, v případě, že by nastal **optimistický** scénář, vnitřní výnosové procent projektu by stoupl na 23,59 % a zisk by se zvýšil o 133 343 819 Kč na 267 910 714 Kč. V případě pesimistického scénáře by byl se projekt dostal prakticky na úroveň svojí životaschopnosti. Zisk by v tomto případě klesl o 133 644 421 Kč na 922 474 Kč, vnitřní výnosové procent projektu by se pak propadlo na 0,10 %. Lze předpokládat, že při zohlednění časové hodnoty peněz by byl projekt pro developera ztrátový.

Opatřením zamezujícím vzniku pesimistického scénáře může být **hedging**, tedy zajištění úrokové sazby. Developer by také mohl omezit odhalení se riziku rozložením projektu na delší časový úsek a realizovat jej po jednotlivých etapách zahrnující vždy pouze jeden bytový dům. Pro omezení nárůstu výdajů za stavební práce by bylo možné uzavřít dodavatelské smlouvy na větší části stavby co nejdříve po započetí projektu.

4.10 Ostatní budoucí výnosy z projektu

Součástí skupiny REALISM Group je mimo jiné společnosti REALISM Carpentry a REALISM Asset Management zabývající se správou nemovitostí a péčí o zeleň v projektech. Ta činnost umožní developerovi vytvořit po prodeji bytových jednotek sekundární zdroj příjmu v provozní fázi projektu. Přínos pro obyvatele bytů je profesionální správa budovy a přilehlého parku, tím se do jisté míry předejde neprofesionální, pomalé a mnohdy nefunkční správě, která brzdí vývoj a současně může způsobovat rychlejší „chátrání“ nemovitostí. Výnosy z těchto činností je však bez bližšího studia obtížné stanovit a zároveň přímo nesouvisí s developerskou činností, proto nejsou zahrnuty do finanční analýzy projektu.

5 Závěr

Největší stavební společnosti bývají zpravidla také developery, proto je tato téma nedílnou součástí studia stavebních oborů. Problematika developmentu v sobě zahrnuje potřebu znalosti široké škály oborů od stavebnictví, přes ekonomii až pro právo. Ze své podstaty jde tedy o multidimenzionální obor, který, má-li být vykonáván s určitou odborností, vyžaduje znalost makroekonomického a sociodemografického vývoje, ale i schopnost řízení lidí a procesů.

Ústředním záměrem této práce je poskytnout čtenáři komplexní úvod do problematiky projektového financování, které se pro výstavbu developerských projektů využívá. Jak bylo zjištěno, zdroje financování a kapitálová struktura projektu se odvíjí od druhu developmentu a developerů. Teoretická část byla zaměřena na dva hlavní zdroje financování developmentu, a to s ohledem na jejich poskytovatele. V první řadě se jedná o **nebankovní financování**, které je dále rozděleno na **kapitálové** a **juniorní financování**. Druhým zdrojem je pak **bankovní financování**, u kterého byly definovány hlavní specifika, výhody, nevýhody a procesy při jeho získávání. Kapitola také obsahuje podmínky čerpání a způsoby zajištění. Poslední kapitola teoretické části popisuje finanční a výkonnostní indikátory, které jsou sledovány a posuzovány bankou a developerem.

V rámci praktické části byla zpracována případová studie zahrnující finanční model pro konkrétní developerský projekt. Na základě podkladů poskytnutých developerem, jenž zahrnovaly harmonogram výstavby a projektovou dokumentaci na úrovni žádosti o stavební povolení, bylo vytvořeno cash flow projektu zohledňující příjmy a výdaje v čase. Následně byly vyhodnoceny ukazatele, které posuzuje jak developer v předinvestiční fázi, tak banka při procesu posuzování žádosti o úvěr.

V rámci zpracování teoretické části byla zjištěna obvyklá požadovaná výnosnost alespoň 25 %. Případová studie v praktické části bylo dosaženo hodnoty lehce přes 19 %, což se na první pohled může zdát málo, avšak indikátor je potřeba též posoudit s ohledem na kontext. Je potřeba vzít v úvahu skutečnost, že se jednalo o projekt realizovaný ve velmi krátkém časovém horizontu necelých tří let. Zároveň byla v tomto případě významně omezena rizikovost, jelikož projekt nezahrnoval nejrizikovější část developerské činnosti, tzv. **land development**, ale byl zakoupen ve fázi, kdy developer již mohl literárně řečeno „kopnout do země“.

V závěru práce byla vytvořena citlivostní analýza projektu zohledňující volatilitu vstupních proměnných. Tato kapitola byla zařazena až v souvislosti s globálním pandemickým stavem způsobeným virem COVID-19, který se rozvinul v průběhu psaní této práce. Právě tato nenadálá situace ukázala, jak může být ekonomický vývoj nejistý. Ilustrací může být rapidní pokles sazby 1M PRIBOR, která se během dvou měsíců propadla o 127 bazických bodů ze 2,28 % v únoru až na 1,01 % v dubnu tohoto roku.

Původní myšlenkou při volbě tématu bylo zaměřit se podrobně nejen na konvenční způsoby financování, ale také na alternativní zdroje financování, jakými jsou např. mezaninové úvěry, vlastní emise dluhopisů či v poslední době stále více populární financování formou crowdfundingu skrze podílové fondy, kterým je například česká společnost Upvest. Tuto část však nebylo možné umístit do rozsahu této práce, a proto může být námětem dalšího akademického zkoumání.

Development je nepopsatelně důležitou činností při uspokojování základních lidských potřeb ve smyslu tvorby urbanistických celků a bytové výstavby. V posledních třech letech čelíme zejména ve velkých městech naší republiky akutnímu nedostatku bytů. To je zapříčiněno jednak pomalým povolovacím řízením, ale také určitou neochotou velkých developerů vpustit na trh větší množství bytů jenž by způsobilo plošné snížení cen. Pozitivní vyhlídkou může být nový stavební zákon, který si klade za cíl tyto procesy zrychlit.

Seznam použité literatury:

Knižní zdroje:

ACHOUR, Gabriel a kolektiv. Financování developerských projektů. Praha: Asociace pro rozvoj trhu nemovitostí, 2008.

FOTR, Jiří a Ivan SOUČEK. Podnikatelský záměr a investiční rozhodování. Praha: Grada, 2005. ISBN 80-247-0939-2.

LEVY, Richard. Introduction to Real Estate Development and Finance [online]. Oxon: CRC Press, 2019 [cit. 2020-05-1]. ISBN 9780429891144. Dostupné z: <https://ebookcentral.proquest.com/lib/techlib-ebooks/detail.action?docID=5981845#>

LONG, Charles. Finance for Real Estate Development. Washington DC: Urban Land Institute, 2011. ISBN 9780874201574.

MILES, Mike E., Laurence M. NETHERTON a Adrienne SCHMITZ. Real estate development: principles and process. Fifth edition. Washington: Urban Land Institute, 2015. ISBN 978-0-87420-343-1.

PEISER, Richard B. a David HAMILTON. Professional real estate development: the ULI guide to the business. Third edition. Washington, D.C.: Urban Land Institute, 2012. ISBN 978-0-87420-163-5.

Oxford Advanced Learner's Dictionary of Current English. 7th ed. Oxford: Oxford university press, 2005, s. 400. ISBN 9780194316583.

PROSTĚJOVSKÁ, Zita. Management výstavbových projektů. V Praze: České vysoké učení technické, 2008. ISBN 9788001041420.

PROSTĚJOVSKÁ, Zita. Finanční řízení a investování. V Praze: Nakladatelství ČVUT, 2006. ISBN 80-010-3566-2.

Trend Report 2008: přehled českého nemovitostního trhu = Czech real estate market survey. Praha: ARTN, 2008.

Trend Report 2019: přehled českého nemovitostního trhu = Czech real estate market survey. Praha: ARTN, 2019.

Trend Report 2020: přehled českého nemovitostního trhu = Czech real estate market survey. Praha: ARTN, 2020.

YESCOMBE, E. R. Principles of project finance. San Diego: Academic Press, c2002. ISBN 0-12-770851-0.

SHIM, Jae a Joel SIEGEL. The Vest Pocket CFO. 3rd ed. New Jersey: John Wiley, 2008, str. 290 - 300. ISBN 9780470168127.

Internetové zdroje:

ACHOUR, Gabriel a Martin DANČIŠIN. Úvěrové financování developerských projektů [online]. Praha: Glatzova, 2006 [cit. 2020-05-4]. Dostupné z: http://www.glatzova.com/files/download/23_uverovani_0706_cs.pdf

ČÁSENSKÝ, Robert. Výzva: Levnější byty už nebudou, varuje největší český developer Kunovský. Seznam Zprávy [online]. 20. 11. 2018 [cit. 2020-05-23]. Dostupné z: <https://www.seznamzpravy.cz/clanek/levnejsi-byty-uz-nebudou-varuje-nejvetsi-cesky-developer-kunovsky-60750>

Deloitte Develop Index: Offer prices of new apartments in Prague: January – February 2018 [online]. Praha: Deloitte, 2018 [cit. 2020-05-2]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cz/Documents/real-estate/Deloitte-Develop-Index-Jan-Feb-2018-EN.pdf>

Deloitte Develop Index: Offer prices of new apartments in Prague: November – December 2019 [online]. Praha: Deloitte, 2018 [cit. 2020-05-2]. Dostupné z: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cz/Documents/real-estate/en-deloitte-develop-index-0220.pdf>

Financování developerských projektů [online]. Beroun: Hypoteční centrum Králův Dvůr – Beroun, 2020 [cit. 2020-05-2]. Dostupné z: <https://www.4develop-hypoteky.cz/uvery/financovani-developeskych-projektu/>

GRAHAM, Patrick. What is a Bridge Loan? [online]. Property Metrics, 2019 [cit. 2020-05-5]. Dostupné z: <https://propertymetrics.com/blog/what-is-a-bridge-loan/>

GRAHAM, Patrick. The Capital Stack Explained [online]. Property Metrics, 2019 [cit. 2020-05-5]. Dostupné z: <https://propertymetrics.com/blog/capital-stack/>

HARGRAVE, Marshall. Joint Venture (JV) [online]. California: Marshall Hargrave, 2020, 31.1.2020 [cit. 2020-05-15]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/j/jointventure.asp>

Reference Construction Management [online]. Construction Management, 2020 [cit. 2020-05-24]. Dostupné z: <http://www.conman.cz/#reference>

Úvěr pro developery [online]. Praha: 4 DEVELOP REALITY, 2020 [cit. 2020-05-24]. Dostupné z: <https://www.topmakleri.cz/uver-pro-developery/>

Zerobond: Co je to diskontovaný dluhopis a kdy a proč se používá? [online]. Praha: Centrum Dluhopisů, 2020 [cit. 2020-05-10]. Dostupné z: <https://dluhopisy.cz/clanek-diskontovany-dluhopis>

Rejstřík grafů, obrázků a tabulek

Grafy

Graf 1 S-křivka vývoje stavebních nákladů.....	21
Graf 2 Průběh kumulovaných příjmů a výdajů v průběhu projektu	53
Graf 3 Vývoj sazby 1M PRIBOR, 2018 - 2020.....	54

Obrázky

Obrázek 1 Struktura práce	11
Obrázek 2 Členění nemovitostí.....	13
Obrázek 3 Projektová organizační struktura.....	14
Obrázek 4 Zdroje financování	26
Obrázek 5 Členění projektového financování a podíl na celkových nákladech projektu.....	28
Obrázek 6 Vizualizace projektu Bleriot.....	43
Obrázek 7 Organizační struktura projektu Bleriot.....	45
Obrázek 8 Časový plán projektu.....	47

Tabulky

Tabulka 1 - Členění fází developerského projektu	20
Tabulka 2 Základní informace o projektu.....	45
Tabulka 3 Počet bytů v projektu Bleriot.....	46
Tabulka 4 Výměra bytů v projektu Bleriot.....	46
Tabulka 5 Harmonogram výstavby.....	48
Tabulka 6 Náklady projektu	50
Tabulka 7 Výnosy projektu.....	51
Tabulka 8 Kapitálová struktura projektu pro výpočet ceny úvěru.....	54
Tabulka 9 Podmínky úvěrové smlouvy	55
Tabulka 10 Výsledné hodnoty citlivostní analýzy.....	58