

# VÝKONNOST PRŮMYSLOVÝCH NEMOVITOSTNÍCH FONDŮ A STRATEGIE RŮSTU

**Jaroslav Kaizr**

## **Abstrakt**

Studie poskytuje analýzu a popis fungování společností, které se zabývají investicemi do průmyslových nemovitostí, s důrazem na měřítka a faktory ovlivňující jejich výkonnost a srovnání těchto měřítek mezi typickými představiteli. Nejčastějším způsobem měření výkonnosti nemovitostních fondů jsou kritéria NOI, FFO a EPS. Strategie růstu hodnoty nemovitostních portfolií jsou dány přístupem managementu a vlastníků k riziku, maximalizace příjmů a úspor se mísí s optimalizací struktury financování.

## **Klíčová slova**

Portfolio, komerční nemovitosti, průmyslové nemovitosti, REIT, čistá hodnota aktiv, fondy z provozu.

## **Klasifikace JEL**

G11, G12

## Úvod

Vznik specializovaných nemovitostních fondů se datuje již do 19. století, nicméně jejich skutečný rozmach nastal v západních zemích až po roce 1960, kdy v USA prošel zákon upravující jejich specifický daňový statut připomínající podílový fond, ze kterého je většina prostředků a kapitálových zisků každoročně rozdělena jeho podílníkům, často menším individuálním investorům. Tyto specializované nemovitostní fondy celosvětově známé pod názvem REIT (anglicky „real estate investment trust“) umožňují jednotlivcům investovat do rozsáhlejších nemovitostních celků prostřednictvím společného investování při zachování daňové struktury podobné individuálnímu vlastnictví jednotlivé nemovitosti.

Původní úprava v USA stanovila povinnost správy portfolia REIT prostřednictvím specializovaného správce aktiv, což vedlo k značnému omezení působnosti nemovitostních fondů. Nemovitostní fondy se v této fázi staly pouhou odnoží bank a pojišťoven, které zároveň figurovaly jako správce a poradce fondu. V roce 1986 došlo k uvolnění této podmínky a tím i ke skutečnému rozmachu REIT. Geltner et al (2014) odhaduje, že v roce 2011 REIT vlastnily jen v USA komerční nemovitosti s hodnotou přes 800 miliard dolarů. Mezi 25 největších REIT dle tržní kapitalizace k srpnu 2009 patří dle Brueggeman a Fisher (2011) v USA společnosti Simon Property Group (maloobchody), Boston Properties (kanceláře) a Prologis (průmysl) nebo HCP Inc., které vlastní zdravotnická zařízení, či první nemovitostní fond zapsaný na New Yorkské burze Kimco Realty specializující se na maloobchodní nemovitosti. Současné REIT jsou vertikálně integrovanými společnostmi, které kromě aktivní správy nemovitostí poskytují celou paletu služeb v oblasti nemovitostí od scelování a akvizic pozemků, přes výstavbu nemovitostí až po správu nemovitostí a aktiv.

V České republice nejsou nemovitostní fondy speciálně upraveny, jedná se o jeden z možných druhů otevřených podílových fondů nebo akciových společností s proměnným základním kapitálem. V české legislativě jsou fondy investující do nemovitostí regulovány zákonem 240/2013 o investičních společnostech a investičních fondech. Na rozdíl od REIT nejsou české fondy nemovitostí specificky osvobozeny od daně z příjmů a mají obdobný režim jako fondy investující do dluhopisů nebo akcií. V současné době se na trhu pohybují české nemovitostní fondy ve správě společností REICO, Conseq, ZFP, IAD, žádný však není typickým představitelem současných REIT a zároveň ani jeden z fondů nemá klíčový vliv na fungování trhu s komerčními nemovitostmi. Celková kapitalizace nemovitostních fondů,

kteří jsou ve správě členů Asociace pro kapitálový trh České republiky, byla ke konci roku 2015 jen na úrovni 12,6 miliard korun.

Mezi největší nemovitostní fondy zaměřené pouze na průmyslové nemovitosti patří celosvětově působící americký Prologis s konsolidovanou účetní hodnotou aktiv ke konci roku 2015 ve výši 47.4 miliard EUR, australský Goodman se svými fondy s konsolidovanou účetní hodnotou ve výši 25.4 miliard EUR nebo Segro s konsolidovanou hodnotou aktiv ve výši 7,6 miliard EUR. Dalšími fondy, které investují do průmyslových nemovitostí, jsou fondy pod správou společností jako AEW, Pramerica, Blackstone, Macquarie a další. CTP je jediným specialistou na průmyslové nemovitosti původem v České republice. Hodnota portfolia CTP, která je vlastněna privátními vlastníky, byla ke konci roku 2015 ve výši 3,06 miliardy EUR.

Cílem příspěvku je srovnání měřítek výkonnosti nemovitostních společností, které patří k hlavním hráčům na středoevropském trhu s průmyslovými nemovitostmi. Příspěvek navrhuje strategii pro další zlepšení výkonnosti těchto společností.

## 1. Měření výkonnosti nemovitostních fondů

Nemovitostní fondy mohou být oceňovány nejen na základě budoucích příjmů z fondu, ale také jako souhrn ocenění jednotlivých nemovitostí. Po očištění odhadnuté hodnoty nemovitostních aktiv o hodnotu ostatních zdanitelných činností (příjmy ze služeb apod.) a po odečtení hodnoty závazků dospějeme k důležitému kritériu *NAV* („*net asset value*“) neboli čisté hodnotě aktiv nemovitostního fondu. Některé fondy mají tolik nemovitostí, že není možné nebo účelné provést individuální ocenění každé nemovitosti zvlášť, a proto se dělá tzv. „shortcut“ nebo také „mass appraisal“, kdy se portfolio rozdělí podle segmentů a lokalit a na čistý provozní příjem *NOI* („*net operating income*“) z jednotlivých podružných portfolií se pak aplikuje agregátní kapitalizační míra pro daný segment a lokalitu. Tabulka č. 1 porovnává *NAV* a *NOI* v posledních dvou letech sledovaných nemovitostních fondů/společností.

**Tabulka č. 1: NAV a NOI společností Prologis, Segro a CTP v letech 2014 a 2015**

	<b>NAV 2015 (tis. EUR)</b>	<b>NAV 2014 (tis. EUR)</b>	<b>%</b>	<b>NOI 2015 (tis. EUR)</b>	<b>NOI 2014 (tis. EUR)</b>	<b>%</b>
<b>Prologis</b>	16 963 814	12 528 173	35,4%	1 267 900	897 832	41,2%
<b>Segro</b>	4 731 220	3 718 752	27,2%	234 588	224 763	4,4%
<b>CTP</b>	1 124 027	900 863	24,8%	154 362	124 723	23,8%

Zdroj: výroční zprávy společností Prologis, Segro a CTP za rok 2015 a vlastní výpočty

Nárůst *NAV* i *NOI* v případě Prologisu je dán zejména akvizicí společnosti KTR Capital Partners s portfoliem o velikosti 5,9 milionu m<sup>2</sup> a kapitalizací ve výši 5,3 miliard EUR, která proběhla v červnu 2015. Snížení nepronajatosti (z 4,1% v roce 2014 na 3,1% v roce 2015) a značná developerská aktivita (nárůst nově postavené plochy z 2,6 milionu m<sup>2</sup> v roce 2014 na 2,8 milionu m<sup>2</sup> v roce 2015) měla rovněž příznivý vliv na nárůst celkových příjmů z nájemného a zprostředkovaně i na *NAV* a *NOI* Prologisu.

CTP rovněž zaznamenalo růst obou kategorií *NAV* i *NOI*, který byl dán zejména poklesem nepronajatosti (ze 7% v roce 2014 na 5,9% v roce 2015), akvizicemi (732tis. m<sup>2</sup>) a developmentem (201tis. m<sup>2</sup>). Čistá hodnota aktiv společnosti Segro rostla přibližně stejně jako hodnota CTP, nicméně *NOI* zaostalo v růstu, dle komentáře uvedeného v roční zprávě, z důvodu prodejů, kurzových změn (oslabení Eura) a snížením tzv. „surrender premiums“, které poskytují nájemci pronajímatelům za předčasné ukončení nájmu.

Podílem *NOI* a *NAV* můžeme zhodnotit přístup nemovitostních společností k riziku (Tabulka č. 2).

**Tabulka č. 2: Poměrový ukazatel *NOI* a *NAV* společností Prologis, Segro a CTP v letech 2014 a 2015**

	<b>NOI/NAV 2015 (%)</b>	<b>NOI/NAV 2014(%)</b>
<b>Prologis</b>	7,47%	7,17%
<b>Segro</b>	4,96%	6,04%
<b>CTP</b>	13,73%	13,84%

Zdroj: výroční zprávy společností Prologis, Segro a CTP za rok 2015 a vlastní výpočty

Výsledky poměrového ukazatele *NOI/NAV* potvrzují výše uvedený závěr týkající se strategie sledovaných společností. Segro má konzervativní přístup k řízení svého portfolia, Prologis je tržním standardem a CTP spíše vyhledává pozici s vyšší přidanou hodnotou a rychlejšího růstu pomocí agresivnějšího používání finanční páky (ukazatel „*Loan to Value*“ ke konci roku 2015: Prologis 41,3%, Segro: 37,3%, CTP: 53%).

Ukazatel *P/NAV* poměří tržní cenu podílu nemovitostního fondu *P* dle NYSE a dle LSE k 31.12. příslušného roku s čistou hodnotou aktiv *NAV* dle finančních výkazů k 31. 12. příslušného roku. Ukazatel *P/NAV* lze zjistit jen u veřejně obchodovaných nemovitostních fondů, proto uvádím u společností Prologis a Segro a nikoliv pro CTP.

**Tabulka č. 3: Poměrový ukazatel  $P/NAV$  společností Prologis, Segro v letech 2014 a 2015**

	<b>P/NAV 2015</b>	<b>P/NAV 2014</b>	<b>P/E 2015</b>	<b>P/E 2014</b>
<b>Prologis</b>	1,22	1,45	26,17	34,70
<b>Segro</b>	0,95	0,95	23,34	21,53

Zdroj: výroční zprávy společností Prologis, Segro za rok 2015, NYSE, LSE a vlastní výpočty

$P/NAV$  vyšší než 1.0 (Prologis) by mohl znamenat schopnost managementu vytvářet pozitivní hodnotu nebo naopak nadhodnocení podílu. Naopak  $P/NAV$  nižší než 1,0 (Segro) může indikovat neschopnost současného managementu vytvářet hodnotu nebo podhodnocení podílu. Jakýkoliv rozdíl ukazatele  $P/NAV$  vůči 1,0 je nutno dále analyzovat. S odstupem času lze říci, že v roce 2014 trh správně ocenil schopnost Prologisu přidat hodnotu prostřednictvím alokace kapitálu do strategických investic a developmentu. Segro svým konzervativním přístupem a soustředěním se na očistění portfolia o rizikovější aktiva nepřesvědčilo investory o schopnosti přidat hodnotu a  $P/NAV$  je pod úrovní 1,0. Poměr  $P/E$ , který v případě Prologisu vychází ve sledovaném období mnohem lépe než v případě Segra, podporuje závěr o vyšší atraktivitě Prologisu z hlediska investorů.

Zisk na podíl  $EPS$  („*earnings per share*“) vykazuje (viz Tabulka č.4) u Prologisu značné navýšení mezi lety 2014 a 2015 (47%). Navýšení proběhlo zejména z důvodu navýšení tržeb o 24% a navýšením výnosů provozní činnosti o 29% při mnohem nižším růstu nákladů (10%). Ve stejném období došlo ke snížení ukazatelů  $P/NAV$  a  $P/E$ , investoři promítli navýšení  $EPS$  až v následujícím období, kdy mezi 8.1.2016 a 29.7.2016 vyletěla tržní cena podílu o 32,6%.

Segro sice navýšilo v posuzovaném období  $EPS$  o cca 13% zejména z důvodu přecenění aktiv, naopak tržby klesly o cca 14,5% z důvodu prodeje některých nemovitostí, přičemž se ukazatel  $P/NAV$  ve stejném období nezměnil. Ve výsledkovém období roku 2016 tržní cena podílu Segra klesala, investoři tedy negativně pohlíželi na výsledky Segra v předchozím období.

CTP snížilo ve sledovaném období  $EPS$  z důvodu snížení výnosu z přecenění aktiv i při razantním nárůstu tržeb (23,6%) ve stejném období.

**Tabulka č. 4: Ukazatel EPS společností Prologis, Segro a CTP v letech 2014 a 2015**

	EPS (EUR) 2015	EPS (EUR) 2014
<b>Prologis</b>	1,510	1,024
<b>Segro*</b>	0,250	0,221
<b>CTP*</b>	1,752	1,843

Zdroj: výroční zprávy společností Prologis, Segro a CTP za rok 2015 a vlastní výpočty; \* upraveno dle IFRS

Jelikož odpisy tvoří značnou část nepeněžních nákladů nemovitostních fondů, má se za to, že čistý provozní příjem *NOI* dle IFRS či GAAP není nejlepším měřítkem srovnání s jinými nemovitostními společnostmi. Zejména v anglosaských zemích se jako základní měřítko výkonnosti nemovitostního fondu začalo používat měřítko příjem z provozu *FFO* („*funds from operations*“), které se vypočítá jako rozdíl zisku před úroky, daněmi a odpisy („*EBITDA*“) a výdajů na úroky, nebo také jako rozdíl *NOI*, administrativních nákladů a výdajů na úroky. Dalším často používaným kritériem jsou upravený příjem z provozu („*adjusted funds from operations*“) neboli *AFFO*, který je dán rozdílem *FFO* a kapitálových investic do nemovitostního portfolia. Tabulka č. 5 poskytuje srovnání výpočtu obou kritérií v hypotetickém nemovitostním fondu a v případě nefondového vlastnění nemovitosti. Důležitou poznámkou je fakt, že v *FFO* nejsou nijak zohledněny případné prodeje nemovitostí z fondu, které nesouvisí s běžným provozem nemovitostní společnosti, *FFO* tedy skutečně popisuje schopnost fondu vytvářet provozní příjmy.

**Tabulka č. 5: Srovnání výpočtu *FFO* a *AFFO* v případě fondového a přímého vlastnictví nemovitosti**

Nemovitost		Fond	
<b>Potenciální příjem z nemovitostí</b>	<b>180</b>	<b>Potenciální příjem z nemovitosti</b>	<b>180</b>
Nepronajatost	(9)	Nepronajatost	(9)
Provozní výdaje	(71)	Provozní výdaje	(71)
<b>= Čistý provozní příjem (NOI)</b>	<b>100</b>	<b>= Čistý provozní příjem (NOI)</b>	<b>100</b>
		Administrativní náklady	(3)
		<b>= EBITDA</b>	<b>97</b>
Výdaje na úroky	(40)	Výdaje na úroky	(40)
		<b>= Příjem z provozu (FFO)</b>	<b>57</b>
CapEx	(15)	CapEx	(15)
<b>= EBTCF</b>	<b>45</b>	<b>= Upravený příjem z provozu (AFFO)</b>	<b>42</b>

Zdroj: Geltner et al (20014)

Na úrovni jedné nemovitosti dochází k situaci, kdy výkonnost přímého vlastnictví je vyšší než u fondového vlastnictví. Investice prostřednictvím fondů má smysl zejména v případě větších nemovitostních portfolií, kdy administrativní a režijní náklady jsou vzhledem k velikosti zanedbatelné a kdy naopak rostou úspory z rozsahu a příjmy z většího objemu poskytovaných služeb.

Tabulka č. 6 porovnává hodnoty *FFO* a *AFFO* ve sledovaném období, zajímavá je zejména dynamika obou veličin. V případě Prologisu a CTP je zjevný razantní nárůst příjmů z provozu, naopak Segro, které v roce 2015 generovalo zisk z přecenění nemovitostí a prodejem nemovitostí z portfolia, vykazuje zhoršení příjmů z provozní činnosti.

**Tabulka č. 6: Srovnání ukazatelů *FFO* a *AFFO* společností Prologis, Segro a CTP v letech 2014 a 2015**

	<b>FFO (tis EUR) 2015</b>	<b>FFO (tis EUR) 2014</b>	<b>Změna (%)</b>	<b>AFFO (tis EUR) 2015</b>	<b>AFFO (tis EUR) 2014</b>	<b>Změna (%)</b>
<b>Prologis</b>	1 219 276	761 096	60,2%	1 186 003	746 268	58,9%
<b>Segro</b>	72 546	104 143	-30,3%	38 646	70 930	-45,5%
<b>CTP</b>	87 706	45 373	93,3%	85 508	43 085	98,5%

Zdroj: výroční zprávy společností Prologis, Segro a CTP za rok 2015 a vlastní výpočty

CTP v tomto ukazateli exceluje především kvůli zvětšení portfolia o cca 30% v průběhu roku 2015 při současné maximální integraci klientských služeb, které vytváří dodatečný provozní příjem. Růst příjmů z provozu tudíž CTP zajistilo pomocí vertikální integrace směrem „proti proudu“ do developmentu a směrem „po proudu“ prostřednictvím poskytování služeb nájemcům (fondy obecně mohou za úplatu poskytovat své služby v oblasti nemovitostí třetím stranám).

## **2. Strategie vedoucí ke zlepšení výkonnosti nemovitostních fondů**

Nemovitostní fondy mohou mít hned několik strategií růstu. Základní strategií je *růst příjmu z existujících nemovitostí* zvyšováním pronajatosti portfolia nebo zvyšováním nájemného. Tyto dvě možnosti zvyšování příjmů jsou navzájem propojeny a souvisí s celkovým stavem trhu s prostory. Všechny tři zkoumané nemovitostní společnosti vykazují snížení nepronajatosti (pro doplnění Segro indikuje snížení nepronajatosti ze 7,8% v roce 2014 na 5,4% v roce 2015). Snížování nepronajatosti odpovídá tržní situaci, kdy průmyslové nemovitosti jsou žádané z důvodu strukturálních změn (e-commerce) a z důvodu solidního hospodářského růstu.

**Tabulka č. 7: Tržby v EUR na m<sup>2</sup> a měsíc společností Prologis, Segro a CTP v letech 2014 a 2015**

	Tržby v EUR/m <sup>2</sup> /měsíc 2015	Tržby v EUR/m <sup>2</sup> /měsíc 2014
<b>Prologis</b>	2,75	2,23
<b>Segro</b>	4,62	5,45
<b>CTP</b>	4,25	4,84

Zdroj: výroční zprávy společností Prologis, Segro za rok 2015 a vlastní výpočty

Prologisu se daří postupně zvyšovat nájemné za m<sup>2</sup> standardního prostoru. Prologis očišťuje příjmy z nájemného o ostatní položky, které ostatní dvě společnosti často považují za provozní příjem (nájemné za zlepšené vybavení jednotky, služby spojené se správou apod.). Pokles nájemného v případě Segra a CTP má obdobný základ. Segro prodalo některé nemovitosti a koupilo jiné, celkové tržby při současném růstu velikosti portfolia na m<sup>2</sup>/měsíc klesly. CTP své portfolio rozšiřovalo do oblastí s nižším nájemným, takže došlo k naředění původní úrovně nájemného na m<sup>2</sup>/měsíc.

Další možností zvýšení příjmu ze stávající nemovitosti je *investice* do rekonstrukce v zájmu zvýšení atraktivity prostoru pro nájemce nebo rozšířením budovy o nové prostory. Tuto strategii ve střední Evropě praktikuje zejména společnost CTP a v omezené míře i Prologis, Segro se této strategii spíše vyhýbá. Další příležitostí je posun nemovitosti do kategorie s vyššími příjmy, například proměna průmyslové nemovitosti v komerční zóně do formátu maloobchodní prodejny typu „retail warehouse“ nebo kancelářské plochy do maloobchodní plochy. CTP a Segro rozvíjí tzv. koncept SBU („small business units“), který je na pomezí průmyslové a „retail warehouse“ jednotky, zároveň CTP i Segro na rozdíl od Prologisu ve svých lokalitách častěji umísťuje i investice typu R&D („research&development“), které umožňují z důvodu vyšší přidané hodnoty těchto projektů přinést pronajímateli vyšší nájemné z každého pronajatého metru čtverečního.

Strategie *růstu příjmů pomocí akvizic* má dvě formy: akvizice nemovitostí či celých portfolií a swapy nemovitostí za podíly fondu. Akvizice nových nemovitostí s kladnou čistou současnou hodnotou funguje zejména v období, kdy kapitálový trh oceňuje nemovitostní fond nižší kapitalizační mírou než samotné nemovitosti. Geltner et al (2014) upozorňuje, že trh upřednostňuje firmy s růstovým potenciálem, které oceňuje vyšším P/E a které mají prostor pro více akvizic, nicméně nemovitostní trh není obecně vnímán jako růstový trh ale jako „dojná kráva“ s očekávaným vyšším výnosem, což zvyšuje náklady kapitálu nemovitostních fondů.



Jiným úhlem pohledu na stejné téma je prostřednictvím čisté hodnoty aktiv *NAV*: pokud jsou podíly nemovitostního fondu na trhu směřovány za vyšší hodnotu, než je *NAV*, potom je z důvodu vzniklé hodnotové mezery pravděpodobnější, že fond nalezne na trhu příležitosti pro akvizice nemovitostí.

Z Tabulky č. 3 je zřejmé, že největší akviziční potenciál měla s porovnávaných nemovitostních fondů v letech 2015 a 2014 dle ukazatelů *P/NAV* a *P/E* společnost Prologis. Prologis tento potenciál velmi vhodně využil akvizicí společnosti KTR v polovině roku 2015, čímž posílil svůj podíl trhu s průmyslovými nemovitostmi v USA, a dle zatím prezentovaných údajů tak učinila velmi úspěšně. Segro rovněž provedlo některé strategické akvizice v Evropě, nicméně tato strategie se zatím úplně nevyplácí a data tomu odpovídají. CTP pro svůj růst v letech 2014 a 2015 využila souhrnu několika faktorů: přecenění portfolia nemovitostí na vyšší hodnotu (čisté navýšení v roce 2014 o 212,57mil EUR a v roce 2015 131,28mil EUR) a možnost přefinancování portfolia v prostředí levných peněz.

Swap nemovitostí za podíly nemovitostního fondu není častou událostí. Tato příležitost nastává, pokud vlastník nemovitostí měl zájem přeměnit své nemovitosti do formy nemovitostního fondu a ve stejnou dobu nemovitostní fond hledá příležitost pro akvizici. Tuto formu si lze představit u menších fondů, které nemají rezervy pro akvizice, nebo u nemovitostních fondů, jejichž strategie nedovoluje investice prostřednictvím akvizic kvůli závazkům ke vlastníkům svých podílů. Na trhu existuje i instrument swap pohledávek z nájemného, který však neslouží fondu k růstu výkonnosti jako spíš pro posílení tržního podílu případně pro zajištění rizika.

*Development nových nemovitostí* jako růstová strategie představuje vyšší riziko než akvizice stávajících pronajatých nemovitostí nebo rekonstrukce stávajících prostorů, může však generovat vyšší výnos obzvláště, pokud je developer schopen vystupovat v roli generálního dodavatele a nabídnout i podpůrné služby designu a projektového managementu. Výstavba nemovitostí na klíč pro prvotřídní nájemce s dlouhou nájemní smlouvou je sice z pohledu zajištění příjmu z nemovitosti méně riziková než výstavba spekulativní, nicméně developerovi zůstává riziko prodlení či nárůstu nákladů. Nemovitostní společnosti často drží zásobu pozemků pro další development, tento kapitál je do jisté míry umrtven, nicméně často představuje konkurenční výhodu či příležitost obzvláště, pokud developer investuje prostředky do přípravy těchto území. Segro ve své výroční zprávě informuje, že akvizice skupiny Vailog přineslo kromě navýšení *NOI* i možnost developmentu na nově získaných pozemcích pro

společnosti jako jsou OVS nebo Naturasi. Obdobně postupoval Prologis i CTP při svých akvizicích v obou uplynulých letech. Přehled pozemků ve vlastnictví sledovaných společností ukazuje Tabulka č. 8.

**Tabulka č. 8: Pozemky ve vlastnictví společností Prologis, Segro a CTP v letech 2014 a 2015**

	Pozemky (ha) 2015	Pozemky (ha) 2014
<b>Prologis</b>	3297	3969
<b>Segro</b>	472	769
<b>CTP</b>	437	308

Zdroj: výroční zprávy společností Prologis, Segro za rok 2015; CTP neposkytlo přesný údaj za rok 2014, proto uveden údaj z roku 2013

Pokud bych přijal hypotézu o průměrné 45% zastavitelnosti všech průmyslových pozemků, vyplývalo by z Tabulky č. 8, že by CTP mohlo postavit vzhledem ke svojí zásobě pozemků ke konci roku 2015 celkem cca 1 966 500m<sup>2</sup> hal a zvětšit jen developmentem své portfolio o 60%. Prologis by mohl developmentem na pozemcích vlastněných ke konci roku 2015 narůst o cca 24% a Segro o cca 35%. Všechny sledované subjekty tedy mají dostatečný prostor pro organický růst developmentem.

Některé nemovitostní společnosti si osvojily strategii *růstu příjmů poskytováním více služeb*, jako jsou služby správy nemovitostí (tzv. property a facility management), služby spojené s povolováním a instalací, designem, s nadstandardními úpravami či projektovým managementem. Některé fondy nabízí i služby třetích stran jako jsou služby finanční, telekomunikační, marketingové apod. Typickým představitelem poskytovatele služeb jako prostředku pro růst příjmů je CTP.

Výkonnost lze zvýšit i prací s výdaji a s úsporami nákladů. Větší nemovitostní fondy by měly být schopny vytvářet *úspory z rozsahu*. Stále probíhající konsolidace trhu s nemovitostmi bude dle Geltner et al (2014) probíhat do doby, než se úspory z rozsahu vyčerpají. Nemovitostní fondy mohou vytvářet příležitosti pro akvizice aktiv na základě kladného NPV pomocí úspory z rozsahu nejen na režijních nákladech ale i na nákladech kapitálu (větší fondy jsou obecně považovány za stabilnější a mohou dosáhnout na lepší financování).

Tím se dostáváme k oblasti *finančního inženýrství*, které nemovitostní společnosti často používají pro zlepšení příjmů z provozu *FFO*. Akvizice nemovitosti například může být financována krátkodobým úvěrem s nižším úrokem, což krátkodobě zvýší *FFO*, teprve následně je krátkodobý úvěr nahrazen dlouhodobým úvěrem nebo vlastním kapitálem.

Všechny 3 sledované nemovitostní společnosti hrají důležitou roli na svých trzích a mají z důvodu velikosti svých portfolií nezanedbatelný vliv na trh s průmyslovými nemovitostmi. Dobré jméno, pověst expertů a *goodwill* má rovněž vliv na růst příjmů z portfolia, kdy určité skupiny nájemců vyhledávají prostory a služby preferovaných majitelů nemovitostí, kteří mohou nabídnout například flexibilitu při přemístění nájemce v rámci portfolia nebo při nárůstu v jedné lokalitě při současném poklesu v lokalitě jiné. Prologis je svým zaměřením a přístupem vyhledáván zejména logistickými společnostmi a provozy, CTP má díky svému know how klientelu zejména mezi výrobci.

## Závěry

Prologis je největším vlastníkem průmyslových nemovitostí na světě, takový McDonald na trhu s průmyslovými nemovitostmi, který celou svoji strukturu přizpůsobil korporátnímu prostředí a burzovní regulaci. Produkt Prologisu je jasně čitelný, jedná se o standardní prostor vhodný zejména pro logistické operace, jelikož Prologis má zájem pronajímat prostory ve svém standardu. Pobídky nájemcům jsou tudíž zejména ve formě nájemních prázdnin. Tržní síla Prologisu umožňuje trh ovlivňovat a nacházet nové příležitosti pro akvizice a růst a investorům se tento naplňovaný potenciál zamlouvá. Prologis tyto trendy vnímá a svůj koncept přizpůsobuje zvýšenému zájmu nájemců o stále specifitější budovy s komplexnějším balíčkem služeb. Zlepšení ukazatelů výkonnosti Prologisu lze zejména využitím současné tržní situace, která umožňuje snížení nepronajatosti při současném zvyšování jednotkového nájemného. Chytrý development v lokalitách se silnou poptávkou a akvizice na klíčových trzích jsou dalšími vhodnými prostředky růstu výkonnosti Prologisu. Naopak integrace služeb nejsou zřejmě pro Prologis vhodnou cestou, jelikož tato integrace by mohla vzhledem k velikosti Prologisu způsobit neadekvátní růst nákladů.

Segro je představitelem ryze konzervativního dlouhodobého přístupu k rozvoji nemovitostního portfolia. Segro používá své dobré jméno solidního partnera a zaměřuje se na klíčové lokality na prémiových trzích. Neroste překotně, spíš se snaží pracovat na finanční stránce věci než na samotném růstu, v konkurenčním prostředí se ovšem nebojí poskytnout

nájemcům pobídky. Segro může v důsledku Brexitu utrpět šrámy, ale zachová si svoje expertní renomé, může ovšem dojít ke spojení s někým dravějším s vidinou zlepšení výnosů a nastartování nové, agresivnější strategie. Růst výkonnosti pomocí růstu jednotkového nájemného či dalším poklesem nepronajatosti je možný stejně jako využití značné zásoby pozemků pro novou výstavbu. Segru lze rovněž doporučit konsolidaci portfolia pomocí prodeje nepotřebných a méně výkonných nemovitostí a soustředění se na trhy v klíčových lokalitách, které podpoří spíše konzervativní přístup.

CTP je dravým nemovitostním žralokem, který si našel svoji pozici 180° od strategie Prologisu: podnikatelský přístup s maximalizací příjmu z interně poskytovaných nadstandardních služeb. Privátní struktura spojená s projektovým financováním na základě vyššího poměru cizích zdrojů umožňuje CTP rychle reagovat na trendy a požadavky trhu a v jistém slova smyslu trendy a požadavky předbíhat. Většina pobídek nájemcům má formu příspěvku na dovybavení jednotky, což je lákavé zejména pro výrobní společnosti. CTP se s ohledem na vidinu dalšího růstu nyní soustřeďuje na standardizaci interních procesů. CTP se daří snižovat nepronajatost a postupný růst nájemného v nově koupených lokalitách podporuje růst výkonnosti. Další růst je možný novými přístupy k zajištění financování projektů případně vstup na další trhy pomocí akvizic a developmentu.

## Literatura

- [1] BALL, Michael. LIZIERI, Colin. a MACGREGOR, Bryan D. *The Economics of Commercial Property Markets*. Routledge, 1998 (přetištěno 2007). ISBN13: 978-0-415-14993-8
- [2] BRUEGGEMAN, William B. a FISHER, Jeffrey D. *Real Estate Finance and Investments, 14. edice*. McGraw-Hill, 2011. ISBN 978-007-128918-4
- [3] GELTNER, David M.; MILLER, Norman G.; CLAYTON, Jim. a EICHHOLTZ, Piet. *Commercial Real Estate Analysis and Investments, 3. edice*. OnCourse Learning, 2014. ISBN13: 978-1-133-58442-1
- [4] GENTRY, William M.; JONES, Charles M. a MAYER, Christopher J. *Do Stock Prices Really Reflect Fundamental Values? The Case of REITs*. National Bureau of Economic Research, 2004. pracovní studie číslo 10850

## Zdroje dat a článků

- [1] *Annual report 2015, 2014 and 2013* [online]. CTP, ©2016. Dostupné z: <https://www.ctp.eu/corporateDownload>
- [2] *Annual report 2015 and quarterly analysis Q4/2015, Q1/2016* [online]. Prologis Inc., ©2016. Dostupné z: <http://ir.prologis.com/annual-reports>
- [3] *Annual report 2015 and quarterly analysis Q4/2015, Q4/2014* [online]. SEGRO, ©2016. [cit. 8.7.2016] Dostupné z: <http://www.segro.com/investors/reports-and-presentations/financial-reports/>
- [4] *Vývoj tržní ceny PLD* [online]. Nasdaq, ©2016. Dostupné z: <http://www.nasdaq.com/symbol/pld>
- [5] *EPRA BPR Guidance, Dec2014* [online]. EPRA, ©2016. Dostupné z: <http://www.epra.com/regulation-and-reporting/bpr/>
- [6] *Vývoj tržní ceny SGRO SEGRO PLC ORD 10P* [online]. London Stock Exchange plc., ©2016. Dostupné z: <http://www.londonstockexchange.com/exchange/prices-and-markets/stocks/summary/company-summary/GB00B5ZN1N88GBGBXSTMM.ht>

## Kontakt

Ing Jaroslav Kaizr, MSc. MRICS  
VŠE v Praze  
Táboritská 10  
130 00 Praha 3  
Česká republika  
xkaj02@vse.cz