



**Dlaczego GTC SA stanie się REIT-em
pomimo, że jeszcze o tym nie wie
i na dodatek tego nie chce.**

Motto:

„Czy wiesz, co jest jedyną rzeczą w życiu, która mnie autentycznie cieszy? To dywidendy, które wpływają na mój rachunek bankowy” (John D. Rockefeller senior)

Grzegorz Mizerski

Kwiecień 201

Główne ustalenia i tezy

1. GTC wypłaci po raz pierwszy w historii dywidendę (w wysokości 0,27 PLN). Kurs GTC od kilku tygodni rośnie, akcjonariusze GTC zarobili w ostatnim roku **ok. 30%**. Całkowita stopa zwrotu z ostatnich 5 lat wynosi **ok. 50%**.
2. Sytuacja finansowa GTC SA jest dobra, ale pojawiły się negatywne sygnały: zwiększyła się wartość długu krótkoterminowego, pogorszyła się struktura długu oraz wskaźniki płynności (I oraz III), dodatkowo wydłużył się termin regulowania zobowiązań, który wynosi ok. 413 dni. Dodatkowo - 53% zysku netto za 2016 rok to zysk „papierowy” - z rewaluacji nieruchomości. Prezes zarządu oraz prawie wszyscy członkowie RN nie posiadają akcji GTC SA.
3. Spółka wykazuje zbyt duże zadłużenie w porównaniu z konkurencją europejską; LTV jest na **poziomie ok. 43%** w porównaniu ze średnią ok. 35% w spółkach deweloperskich w EU; dodatkowo spółka deklaruje zwiększenie zadłużenia do ok. 50%. Poziom projektów w fazie deweloperskiej jest b. duży i wynosi ok. 22%, co oznacza podwyższone ryzyko idiosynkratyczne.
4. Akcje są przewartościowane: wskaźnik Q Tobina przy kursie 9,0 PLN **wynosi powyżej 1 (1,04)**.
5. GTC wdraża model hybrydowy dewelopersko – dywidendowy, który niesie ze sobą podwyższone ryzyko biznesowe i jest mniej zyskowy dla akcjonariuszy. W okresie 2007-2017 całkowita stopa zwrotu z akcji GTC wynosi **minus 80%**; w tym samym czasie akcjonariusze spółek dywidendowych tworzących indeks WIG Dywidend Yield zarobili ok. **250%**.
6. Model *stricte* dywidendowy polega na strukturze REIT; REITs są bardzo popularne wśród inwestorów bowiem oznaczają niższe ryzyko, stabilne wypłaty dywidend i stały wzrost kursów.
7. Decyzja GTC o nie korzystaniu ze struktur REIT *de facto* oznacza obniżenie dywidendy za 2018 (i kolejne lata); wartość wypłat dla głównego akcjonariusza (fundusz Lone Star) będzie zapewne **niższa o ok. 14 mln**, dla OFE PZU – **ok. 2,4 mln PLN**, a dla OFE BZWBK – **ok. 1,65 mln PLN**.
8. Wprowadzenie do Polski struktur REIT, oznacza wielką strukturalną zmianę na rynku nieruchomości komercyjnych. Do największych zagrożeń dla spółek deweloperskich o modelu hybrydowym (takich jak np. GTC) należy zaliczyć: zaostrzenie konkurowania o kapitał (equity i dłużny), zaostrzenie konkurencji przy zakupach nieruchomości komercyjnych wysokiej jakości, pojawienie się nowych graczy w sektorze i nowej podaży atrakcyjnych nieruchomości oraz podniesienie transparentności sektora i wymagań z obszaru *corporate governance*.
9. Dotrzymanie obietnic GTC związanych z polityką dywidendową (dwucyfrowe zwiększenie dywidend) oraz utrzymanie pozycji konkurencyjnej będzie bardzo utrudnione bez wprowadzenia struktury GTC-REIT.

Wstęp

GTC SA – lider na rynku nieruchomości komercyjnych ogłosił w marcu, że opracował politykę dywidendy, i w związku z nią, po raz pierwszy w swojej wieloletniej historii zamierza w kwietniu dokonać pierwszych wypłat z zysku. Wysokość dywidendy ustalono na 0,27 PLN na akcję¹, co przy kursie akcji na poziomie 9,06 PLN (kurs z dnia 21 kwietnia) oznacza, że stopa dywidendy wynosi 2,98%. CFO spółki - Erez Boniel - ogłosił, że GTC nie zamierza zostać REIT – em². Te dwie informacje przyciągnęły moją uwagę. Pierwszy komunikat mnie zaniepokoił, drugi – zbulwersował, a obie zaintrygowały, bo wydają się sprzeczne ze sobą. Przecież w sierpniu zeszłego roku, przedstawiciele spółki sygnalizowali, że myślą co prawda o wypłacie dywidendy, ale - według ich ówczesnych zapowiedzi – jak podaje Stooq.pl - najwcześniej mogłoby do tego dojść w 2019 roku³. Także w ubiegłym roku, GTC wraz z JLL aktywnie zaangażował się w projekt wprowadzenia do Polski PL-REITs, a dziś zmienia nastawienie i nie chce już być REIT-em. Dodatkowo, w marcu (28 marca) 2017 roku, Dom Maklerski PKOBP wydał rekomendację „kupuj” (poprzednia rekomendacja „trzymaj”), z ceną docelową akcji GTC na poziomie 9,24 PLN. Jako, że zajmuję się problematyką spółek dywidendowych w rynku nieruchomości komercyjnych, w tym głównie *real estate investment trusts* (REITs), to powyższe fakty sprowokowały mnie do przyjrzenia się Spółce i podjęcia próby odpowiedzi na pytanie „o co chodzi z tym GTC”?

1. GTC SA: *status quo*.

Generalnie jest super: zysk netto wyniósł w 2016 roku 160 mln euro (44 mln euro w 2015 r.) W 2016 roku inwestycje w "nieruchomości i pokrewne" wyniosły 233 mln euro wobec 87 mln euro w roku 2015. W 2016 roku GTC pozyskała 62 mln euro finansowania na poziomie grupy (z czego 28 mln euro wypłacone w 2017 roku), a także 240 mln euro w 16 kredytach projektowych. Łączne koszty finansowe spadły drugi rok z rzędu. W 2016 roku wyniosły 29,5 mln euro w porównaniu do 33,2 mln euro w 2015 roku, pomimo wzrostu całkowitego zadłużenia z 739 mln euro na dzień 31 grudnia 2015 roku do 893 mln euro na dzień 31 grudnia 2016 roku. "Mamy wystarczającą ilość środków. Na ten moment nie mamy planu podwyższania kapitału" - powiedział dyr. Boniel PAP. GTC podało, że realizuje obecnie pięć projektów o łącznej powierzchni komercyjnej 139.000 m kw., z czego 83.000 m kw. zostanie ukończone w 2017 r. Wartość zakupów nieruchomości w 2016 roku generujących przychody

¹ <https://stooq.pl/n/?f=1168429&search=+gtc+>

² <https://www.pb.pl/gtc-nie-pali-sie-do-bycia-reit-em-857189>

³ <https://stooq.pl/n/?f=1168322&search=+gtc+>

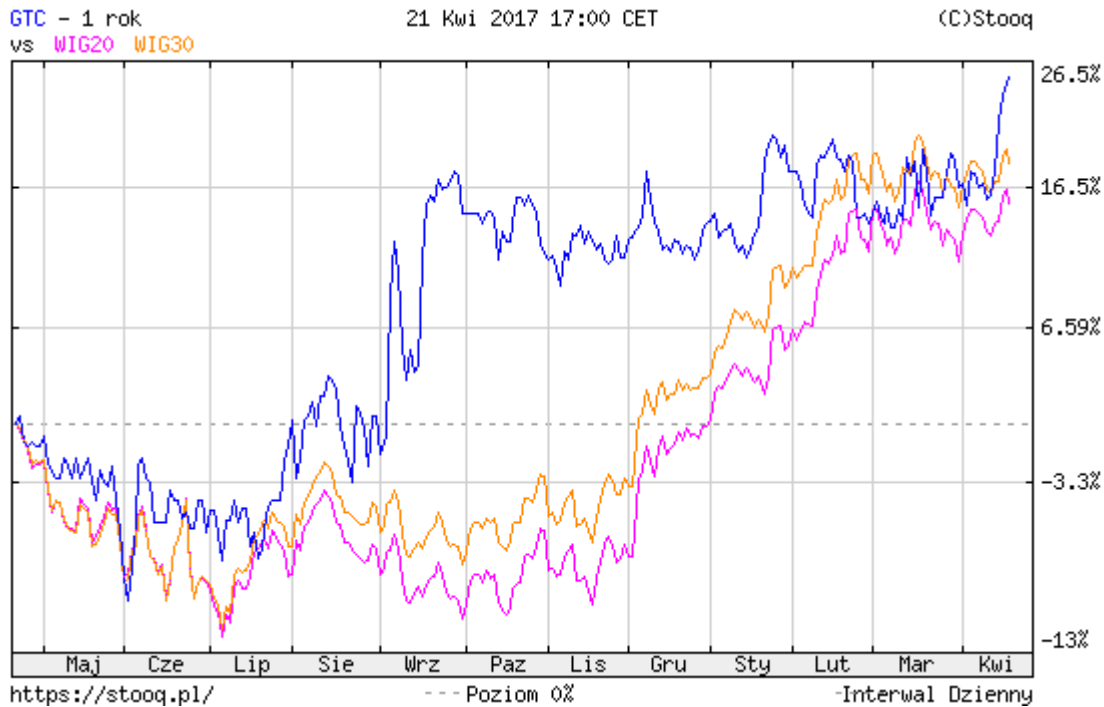
wyniosła 140 mln euro, które przyniosły „nowy” NOI o wartości ok. 9,4 mln euro, dodatkowo wartości zakupionych gruntów pod zabudowę wyniosła 22 mln euro. Wartość inwestycji w nieruchomości w budowie wyniosła 93 mln euro. Całkowita wartość portfela nieruchomości GTC wzrosła w 2016 roku o 23 proc. do 1.624 mln euro (1, 324 mld euro na koniec grudnia 2015 r.). Z kolei wartość portfela nieruchomości generujących przychody wzrosła o 20 proc. do 1, 261 mld euro (1, 052 mld euro na koniec grudnia 2015 r.). Wskaźnik wynajęcia ogółem (ze wszystkich rynków na których działa GTC) ukształtował się na poziomie 94 proc.)⁴. Zobowiązania finansowe GTC wynosiły 881 mln euro na dzień 31 grudnia 2016 r. wobec 718 mln euro na dzień 31 grudnia 2015 r. Średnia zapadalność długu wyniosła 4,1 roku, a średni koszt obsługi długu spadł do 3,2% w skali roku. Wskaźnik zadłużenia netto do wartości nieruchomości (LTV) ukształtował się na poziomie 43% na dzień 31 grudnia 2016 r. w porównaniu do 39% na dzień 31 grudnia 2015 r., ze względu na zwiększenie kredytów związanych z nabytymi nieruchomościami, nieruchomościami w budowie i refinansowaniem⁵.

2. Przypatrzmy się kursowi GTC.

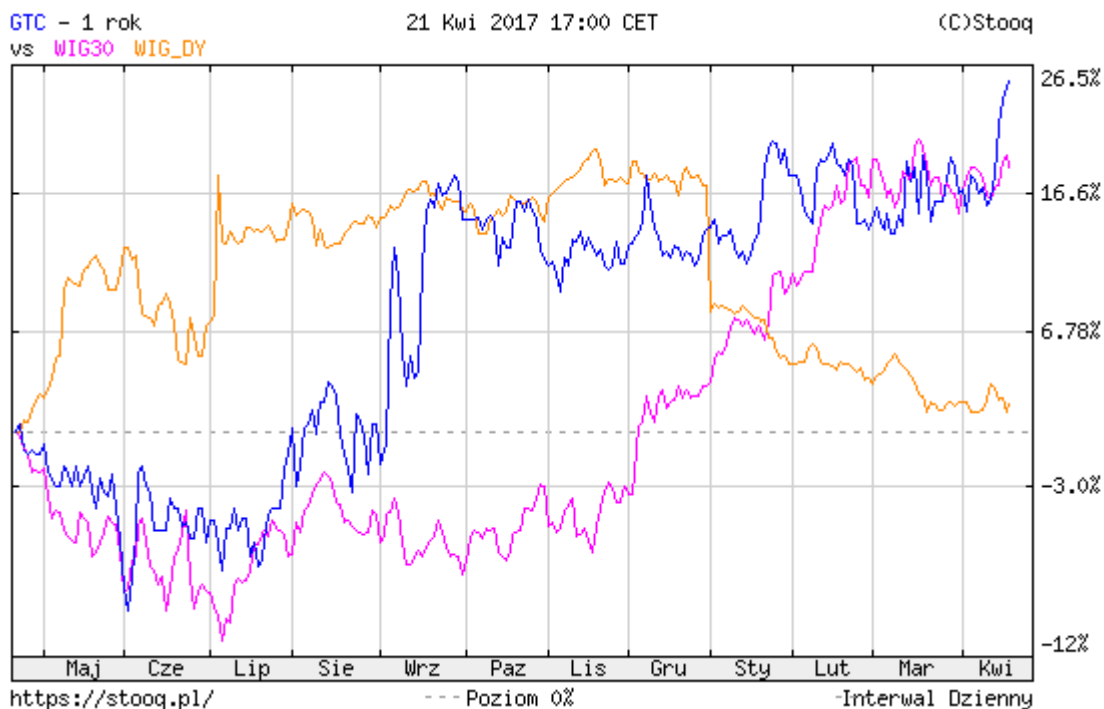
Jak podaje Stooq.pl – całkowita stopa zwrotu dla GTC w okresie jednego roku wyniosła 26,54% (stan na 21 kwietnia 2017) i nieznacznie przewyższyła stopę zwrotu WIG30, do którego zalicza się GTC) (wykres poniżej).

⁴ <https://stooq.pl/n/?f=1168538&search=+gtc+>

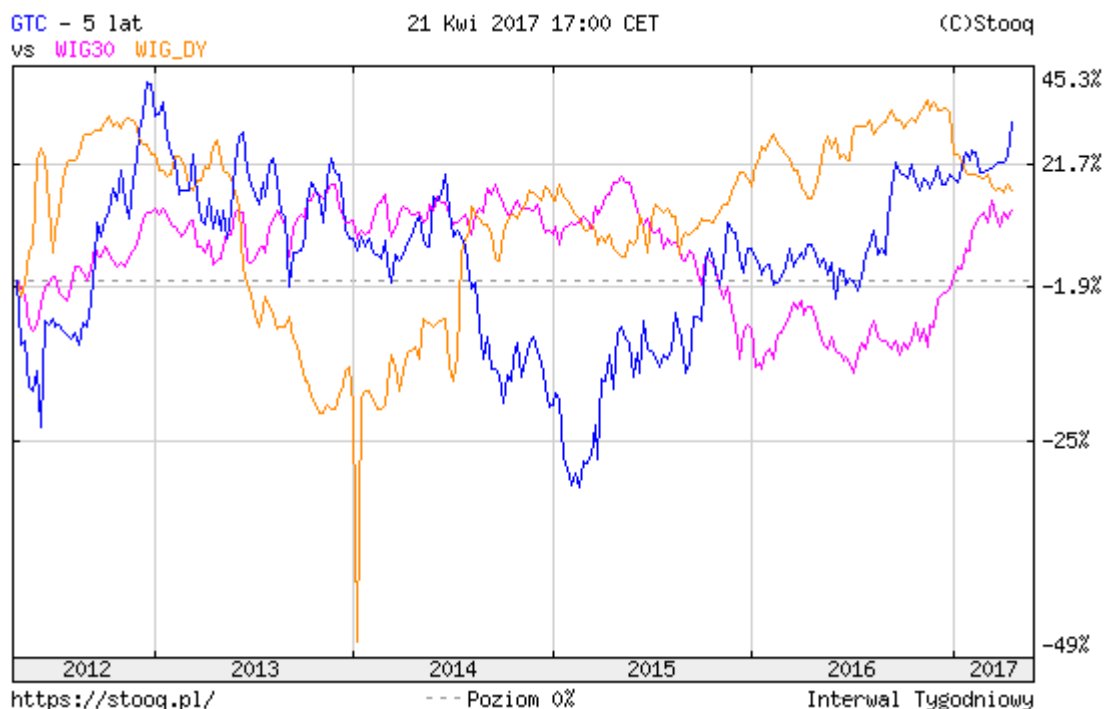
⁵ <https://stooq.pl/n/?f=1168569&search=+gtc+>



W związku z tym, że spółka zadeklarowała systematyczne wypłaty dywidend (ich wzrost mam być dwucyfrowy - sic), to warto porównać ją do indeksu spółek dywidendowych (WIG - DY). Okazuje się, że w okresie 1 roku stopa zwrotu GTC przewyższyła zdecydowanie WIG dywidendowy (wykres poniżej).



Stopa zwrotu dla okresu 5 lat wynosi ok. 48,6% % dla GTC, ok. 28,65% dla WIG_DY oraz ok. 18,3% dla WIG30. Warto podkreślić, że w ostatnich kilku dniach, po rekomendacji PKOBP miał miejsce rajd na akcjach: kurs wzrósł z ok. 8,30 PLN do poziomu 9,07 PLN (21 kwietnia 2017) (wykres poniżej). Tak czy inaczej akcjonariusze GTC w okresie 2012-2017 zarobili, doliczając dywidendę za 2016, średnio rocznie ok. 10% brutto – co, biorąc pod uwagę tylko ten okres wydaje się przyzwoitym wynikiem.



3. Uwagi do *status quo* czyli łyżka dziegiu w beczce miodu.

Jako sceptyk i zwolennik szukania dziury w całym i odkrywania tego co niewidoczne, nie mogę sobie odmówić kilku słów komentarza do tak wylukrowanego obrazu szacownej Spółki.

3.1. Zysk netto – w większości z rewaluacji.

Co prawda Spółka pokazuje zysk netto w okresie 12 miesięcy, zakończonym 31 grudnia 2016 r. który wyniósł 699 mln PLN (wzrost z 184 mln PLN w okresie 12 miesięcy zakończony 31 grudnia 2015 r). Jednakże 53% tego zysku (tj. 371,3 mln PLN) powstało na skutek rozpoznania zysku z aktualizacji wartości aktywów i utraty wartości projektów

mieszkaniowych w połączeniu z rozpoznanem zysku z tytułu podatku dochodowego w następstwie połączenia GTC SA z jej holenderskimi spółkami.⁶

3.2. Zadłużenie i jego struktura

Zadłużenie ogółem wynosi 1,049 mld euro (wzrost z 938 mln euro w 2015 roku). Jednocześnie zadłużenie netto GTC wyniosło ok. 3,111 mld PLN przy wartości nieruchomości inwestycyjnych i zapasów o wartości 7,183 mld PLN, oraz przy kapitalizacji giełdowej (*equity cap*) na poziomie ok. 3,87 mld PLN (stan na 18 kwietnia 2017). Zadłużenie ogółem wzrosło więc do 43,3% LTV (z 39,4% LTV na koniec 2015 roku). Wartość wskaźnik pokrycia długu ICR (*interest coverage ratio*) wynosi 5,06 i jest na relatywnie bezpiecznym poziomie. Spółka informuje, że na koniec roku posiadała środki pieniężne i ich ekwiwalenty (według definicji zawartej w MSSF) w kwocie 663 mln PLN (150 mln EUR). Dodatkowo „grupa monitoruje stan kapitałów stosując wskaźnik dźwigni, który jest liczony jako stosunek zadłużenia brutto pomniejszonego o środki pieniężne oraz depozyty do wartości inwestycji w nieruchomości. Zgodnie z polityką Grupy wskaźnik dźwigni powinien być utrzymywany na poziomie 50% (s. 56 dodatkowej noty do sprawozdania konsolidacyjnego za 2016). Czy w związku z tym akcjonariusze mają powody do niepokoju?

Nie może być żadnych wątpliwości, że mniejsza dźwignia finansowa ma stabilizujący wpływ na wyniki firm deweloperskich, a prawdopodobnie również na stabilność finansową na rynku nieruchomości w ogóle. Wiele badań potwierdza tezę, że jednym z głównych skutków działania dźwigni finansowej jest możliwość osiągnięcia lepszych wyników w okresie dobrej koniunktury, ale gorszych wyników niż w sytuacji bez długu o okresach dekonunktury. Istota tego ryzyka polega także na niepewności dotyczącej otrzymania dywidendy. Ale zadłużenie ma także inny wymiar – związany ze zmiennością notowań giełdowych akcji. Znane są m.in. badania dotyczące zadłużenia (Allen i inni 2000), w których potwierdzono hipotezę, że im mniejsza dźwignia kredytowa, tym notowania akcji spółek działających w sektorze nieruchomości (w tym REITs) są mniej wrażliwe na zmiany na rynku. Spółki działające w sektorze nieruchomości (w tym także REITs) nie będące funduszami dywidendowymi) z niskim poziomem dźwigni finansowej są wyceniane z premią w stosunku do tych z niższym LTV, bowiem działając na relatywnie mało efektywnym rynku nieruchomości są w stanie lepiej wykorzystać nadarżające się możliwości inwestycyjne. Wyniki empiryczne przedstawione w badaniach np. Kawaguchiego i innych (2004)

⁶ Skonsolidowany raport roczny GTC SA za 2016 rok.

potwierdziły tezę, że podczas niektórych faz cyklu na rynku nieruchomości podmioty działające na rynku (w tym REITs) o niskiej dźwigni finansowej są w lepszej pozycji do przejść i wzrostu niż te wysoko zadłużone. Powód jest taki sam jak powyżej: pozyskanie kapitału w niskiej cenie, zarówno w formie emisji obligacji (zabezpieczonych czy niezabezpieczonych) mają tylko te firmy o zdrowym bilansie, silne kapitałowe (skapitalizowane) i dobrze zarządzane. Większy poziom ryzyka oznacza także większe prawdopodobieństwo wystąpienia ryzyka bankructwa, nasilenia problemów agencyjnych oraz wystąpienia pozytywnej korelacji pomiędzy zadłużeniem a ryzykiem idiosynkratycznym – związanych z rynkiem nieruchomości. Jak twierdzi Chaudry i inni (2004) poziom zadłużenia istotnie wpływa na efektywność funduszy dywidendowych typu REITs (Chaudry i inni 2004). Bardziej zadłużone REITs wyceniane są z większym dyskontem do NAV niż podmioty z niższym poziomem długu (Anderson i inni, 2001); wyniki potwierdzili później Bond i Schilling (2004) oraz Brounen i Ter Laak (2005). Zmienność zysków spowodowane zmianami w finansowaniu oznaczają duże amplitudy notowań giełdowych. Wyższa zmienność notowań cen akcji zmniejsza stabilność, zwiększa ryzyko, a tym samym potencjał efektywnej dywersyfikacji portfela dla inwestorów. Tym samym zwiększa się erozja wizerunkowa sektora, a zmniejsza się zaufanie do tych podmiotów. W konsekwencji może prowadzić to do zmniejszenia napływu środków finansowych i zahamowania rozwoju. Z kolei Barclay i inni (2013) w badaniach nad strukturą zadłużenia i rolą długu niezabezpieczonego w strategiach dla podmiotów działających na rynku nieruchomości komercyjnych w USA, potwierdzili hipotezę o negatywnym wpływie zwiększonego zadłużenia na wartość rynkową tych firm, mierzonych wartością aktywów ogółem. Okazało się, że wartość rynkowa (kapitalizacja) jest ujemnie skorelowana z zadłużeniem wyrażanym poziomem dźwigni: wzrost o 15% wskaźnika zadłużenia prowadzi do redukcji wartości aktywów aż o 50%. Po uwzględnieniu efektów inwestycyjnych i innych istotnych czynników okazało się, że wzrost zadłużenia o 10% (mierzony parametrem dźwigni finansowej) prowadzi do liniowego zmniejszenia wartości firmy o 10% (Barclay i inni 2013, s. 78).

O tym, że zadłużenie GTC - jest według mnie zbyt wysokie - świadczy poziom wskaźnika *debt – to market cap* – który kształtuje się już na poziomie ok. 54%⁷. Oznacza to, że spółka wchodzi w obszar cienia - „przelewarowania” - jakże niebezpieczny dla inwestycji w rynku nieruchomości. Dla porównania poziom LTV wśród publicznych europejskich spółek z sektora inwestycji w nieruchomości (w tym REITs), jest poniżej 40% z tym, że dla

⁷ przy cenie 8,50 PLN za akcję.

segmencie biur i lokali handlowych, w których działa GTC, LTV jest jeszcze niższe: odpowiednio 35,48% (spadek z 46% w 2010 roku) oraz 35,29% (spadek 43% w 2010 roku)⁸. Natomiast średni poziom wskaźnika *debt – to market capitalisation* np. dla amerykańskich REITs, które przecież nie mogą akumulować zysku i rozwój finansują przede wszystkim z długu - wynosił ok. 36% w 2016 roku. Wyrównywanie się wskaźników zadłużenia w sektorze nieruchomości na światowych rynkach ma racjonalne wytłumaczenie: z jednej strony poziom zadłużenia powyżej średniej to ”żółta” kartka dla spółki, a z drugiej wysoka dźwignia oznacza wyższe ryzyko, a tym wyższy koszt pozyskiwanego pieniądza. Wszyscy jeszcze pamiętają kryzys 2007-2009, którzy niektórzy nazywają „wielkim”, a który tak bardzo naruszył portfele inwestorów. Niestety, GTC, wbrew trendowi w europejskich spółkach benchmarkowych, zapowiada zwiększenie zadłużenia do poziomu ok. 50% LTV.

Oprócz zwiększenia zadłużenia ogółem, negatywne zmiany zaszły także w strukturze zadłużenia. Zwiększone bowiem zostało zadłużenie krótkoterminowe (w terminie wymagalności 12 miesięcy) do poziomu 779 mln euro (wzrost z 426 mln Euro w 2015 roku). Pozytywną natomiast informacją, jest to, że Spółce udało się zwiększyć wartość zadłużenia w terminie wymagalności powyżej 5 lat (z 371 mln euro w 2015 do 779 mln Euro na koniec 2016) (tabela 1).

Tabela 1. Struktura zadłużenia GTC SA - lata 2015-2016

	31 grudnia 2016		31 grudnia 2015	
	wartość zadłużenia (w mln Euro)	udział zadłużenia w zadłużeniu ogółem (w %)	wartość zadłużenia (w mln Euro)	udział zadłużenia w zadłużeniu ogółem (w %)
pierwszy rok	779	17,90%	426	12,54%
drugi rok	575	13,25%	703	20,70%
trzeci rok	659	15,20%	507	14,93%
czwarty rok	814	18,70%	750	22,08%
piąty rok	734	17,05%	639	18,82%
dalsze okresy	779	17,90%	371	10,92%
razem	4340	100,00%	3396	100,00%

Źródło: opracowanie własne na podstawie Raportu rocznego GTC SA za 2016 rok.

⁸ EPRA, *Loan Value report*. December 2016.

3.3. Relatywnie wysoki koszt kapitału obcego

Negatywnym sygnałem jest także relatywnie wysoki koszt kapitału obcego, który wynosi średnio ok. 3,20 (dla waluty euro). Jest on o ok. 60% wyższy od średniej rynkowej w Europie. Jak bowiem podaje EPRA, średni koszt kuponu dla spółek deweloperskich w Europie (w tym EU-REITs) wynosił 2% p.a. (EPRA, *Loan Value report*. December 2016). Jednocześnie, aż ok. 70% długu GTC jest już zabezpieczone lub częściowo zabezpieczone (na aktywach nieruchomościowych spółki). Oznacza to - z jednej strony - bardzo ograniczone możliwości Spółki zmniejszenie kosztów finansowych oraz co jest groźniejsze - duże ryzyko strat w przypadku zwiększenia stóp procentowych w EU, na co zwraca uwagę także np. PKO BP SA w swej marcowej rekomendacji. Sama spółka także ostrzega, że zmiana o 50 pp stopy Euribor doprowadziłaby do zmiany zysku/(straty) przed opodatkowaniem o 12,6 mln PLN (2,85 mln EUR – nota 36). O negatywnych sygnałach związanych z dużym zadłużeniem świadczy też relatywnie wysoki kupon ostatniej emisji obligacji z listopada 2016 roku, który także przewyższa europejski benchmark rynkowy (3,75% p.a. versus 2% p.a.).

3.4. Pozostałe sygnały negatywne

Kolejnym elementem ryzyka jest wartość zobowiązań przyszłych oraz poręczeń i gwarancji. Spółka, w raporcie rocznym za 2016 rok podaje, że *na dzień 31 grudnia 2016 r. grupa ma zobowiązania związane z przyszłymi pracami budowlanymi w wysokości ok. 557 mln PLN (126 mln EUR rok wcześniej). Grupa zakłada, że zobowiązania te będą finansowane z przyszłych płatności wynikających z istniejących umów sprzedaży oraz umów sprzedaży, które zostaną zawarte w przyszłości. Jednocześnie Spółka udzieliła gwarancji na rzecz osób trzecich w celu zabezpieczenia przekroczenia kosztów budów oraz pożyczek spółek zależnych. Na dzień 31 grudnia 2016 r. i 31 grudnia 2015 r. udzielone gwarancje wyniosły odpowiednio 279 mln PLN zł (63 mln EUR) i 315 mln PLN (74 mln EUR). Dodatkowo, w związku ze sprzedażą swoich aktywów, Spółka udzieliła typowych gwarancji, które mają ograniczony czas trwania oraz wartość. Ryzyko wiążące się z powyższymi poręczeniami jest - według Spółki - bardzo niskie.*

Niestety, wraz ze zwiększeniem zadłużenia i zmianą jej struktury pogorszyły się wskaźniki płynności: wskaźnik płynności I spadł do 1,07 (spadek z 1,62 w 2015), a wskaźnik płynności III spadł do poziomu 0,76 (spadek z 1,21 w 2015 roku).

Kolejnym negatywnym zjawiskiem jest wydłużający się okres spłaty zobowiązań, który obecnie wynosi 413 dni (wobec 287 dni na koniec 2015). To jest o tyle dziwne, że Spółka raportuje, że posiada ok. 150 mln euro gotówki lub jej ekwiwalentów. Dlaczego więc wydłużyła do ponad roku spłatę swoich zobowiązań?

Niestety, nie wiadomo czy przychody w obiektach rosną czy spadają – czy spółka rozwija się czy raczej kurczy, bowiem GTC nie publikuje wartości wskaźnika *same-store NOI*. To jest dziwna praktyka, bowiem każda szanująca inwestorów spółka publiczna z rynku nieruchomości podaje do wiadomości tak sensytywne informacje. Innym, ważnym wskaźnikiem niepublikowanym przez Spółkę jest *cost ratio* (wskaźnik efektywności operacyjnej z uwzględnieniem pustostanów), który np. w przypadku obecnego w Polsce Klepierre wynosi 18,70 %⁹.

No i mały „smaczek” na koniec – prezes zarządu GTC nie posiada żadnych akcji spółki (sic), podobnie jak Rada Nadzorcza, której tylko jeden z członków jest właścicielem symbolicznego pakietu (ok. 10 tys. akcji). Czyżby ani zarząd ani Rada Nadzorcza nie wierzyła w strategię biznesową Spółki? A może jest to uboczny efekt programu akcji fantomowych i ceny ich rozliczenia (na poziomie 7,09 PLN)?¹⁰.

4. FFO w GTC – ni to pies ni to wydra

W komunikacji z rynkiem, w tym w oficjalnie prezentowanych dokumentach Spółka używa pojęcia *funds from operations (FFO)*. Na moje pytanie o definicję FFO, zostałem odesłany do prezentacji inwestorskiej. Niestety po przestudiowaniu zarówno prezentacji jak i sprawozdania finansowego za 2016 roku, nie udało mi zidentyfikować elementów tworzących FFO. Dlaczego „czepiam się” definicji FFO? Otóż, *wszystkie rzeczy relatywne, jeżeli tylko zostaną właściwie zdefiniowane, będą się wzajemnie określać, gdy natomiast stosunek ten będzie ustalony przypadkowo i niedokładnie, rzeczy te nie będą się wzajemnie określać* (Arystoteles 2013, s.27). FFO jest pojęciem zaczerpniętym z rynku REITs. Wskaźnik ten został wprowadzony w 1991 roku przez amerykańską organizację branżową National Association of Real Estate Investment Trust (NAREIT) i powszechnie zaakceptowany przez branżę i analityków na świecie (Mazurczak 2011, s. 110). Kluczowym elementem w modelu biznesowym REITs jest efektywność operacyjna, która może być zdefiniowana, jako

⁹ <http://www.klepierre.com/en/finance/klepierre-shares/epra-performance-indicators-2/>. Dostęp 18 kwietnia 2017.

¹⁰ Skonsolidowny raport roczny GTC SA za 2016, s. 71.

zdolność do generowania **powtarzalnych** przychodów z czynszów z nieruchomości. REITs nie płacą korporacyjnego podatku dochodowego i *de facto* nie notują zysku netto. Dlatego też, stosowanie tradycyjnych metod oceny efektywności spółek opartych na zysku netto np. wskaźnika EPS (*Earnings Per Share*) lub wskaźnika ceny do zysku P/E (*Price To Earnings Ratio*) w przypadku tych podmiotów nie opisuje precyzyjnie ich ekonomiki. Dlatego, poziom efektywności REITs jest zazwyczaj mierzony przez inne miary w tym m.in. tzw. wskaźnik efektywności przychodów z działalności operacyjnej (*funds from operations, FFO*). Oryginalny, „amerykański” FFO, to suma przychodów ogółem z tytułu wynajmu powierzchni i przychodów z usług związanych z wynajmem tych powierzchni (*total revenue*) pomniejszonych o koszty ogółem związane z utrzymaniem tych powierzchni (*total expenses*), powiększonych o amortyzację (*depreciation and amortisation*), pomniejszone o koszty nakładów o charakterze stałym na utrzymanie powierzchni czynszowych (*recurring capital expenditures*), pomniejszone o zysk (saldo) ze sprzedaży aktywów podlegających amortyzacji (ang. *gains on sales of depreciable properties*).¹¹ FFO to także przychody netto (*net income* wg GAAP), powiększone o amortyzację (*amortisation and depreciation*), pomniejszone o zysk ze sprzedaży amortyzowanych nieruchomości i udziałów (*gains on the previously depreciated operating properties sold*), z uwzględnieniem salda podatku dochodowego z tych transakcji (*net of income taxes*), powiększone o odpisy z tytułu trwałej utraty wartości (*impairing write-offs on previously depreciated operating properties*) i z uwzględnieniem salda otrzymanego FFO ze spółek, w których podmiot nie ma kontrolującej większości (Krewson-Kelly, Thomas 2016, s. 138). FFO podaje się także w odniesieniu do liczby akcji wyemitowanych (jako *FFO per share ratio*). Jak widać, FFO jest w tym przypadku precyzyjnie określone. Dzięki temu bardzo łatwo porównywać podobne spółki z tego samego rynku właśnie na bazie wystandaryzowanej definicji FFO. Jednocześnie, biorąc pod uwagę, że występują różne modele operacyjne spółek działających na rynku nieruchomości, to FFO może nie być precyzyjną miarą generowania środków pieniężnych ani zdolności do wypłaty dywidendy. Praktyka doprowadziła do krytyki przez użytkowników, którzy podkreślali, że FFO nie stanowi precyzyjnego miernika oceny polityki dywidendowej. Niektórzy krytycy poszli dalej i zasugerowali różne zmiany w definicji FFO, pragnąc dostosować ją tak, aby lepiej byłoby zmierzyć wydatki pieniężne (*capex*) lub zdolność do wypłaty dywidendy. Wyniki tych obliczeń są ogólnie znane. W branży występują inne niż FFO miary przychodowe w odniesieniu do wypłaty dywidendy: środki finansowe dostępne do

¹¹ Źródło <http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/financial-statement-analysis/funds-operations-ffo-813>, dostęp 07 kwietnia 2016.

dystrybucji (*Funds Available for Distribution, FAD*), środki pieniężne dostępne do dystrybucji (*Cash Available for Distribution, CAD*) lub skorygowane FFO (*Adjusted FFO, AFFO*). Potwierdza to także EPRA, która chcąc uniknąć kłopotów definicyjnych z FFO, uznając zarzuty krytyków i uwarunkowania związane zarówno z różnymi standardami rachunkowości (*MSSR versus GAAP*) wprowadziła własną porównywalną do FFO kategorię „*EPRA Earnings*”. Jednocześnie EPRA zaznacza, że *EPRA Earnings* jest pojęciem **zbliżonym do FFO NAREIT**, ale **nie tożsamym** (*EPRA Best Practices Recommendations Additional Guidance January 2014, s. 6 i dalsze*).

Stosowanie przez GTC „własnej FFO” bez podania precyzyjnej definicji tego pojęcia wprowadza chaos pojęciowy i utrudnia inwestorom porównywanie efektywności operacyjnej. Nie wiadomo, czy GTC do „swego FFO” zalicza przychody incydentalne np. ze sprzedaży aktywów, przychody ze sprzedaży udziałów, przychody ze sprzedaży mieszkań, amortyzacje czy inne przychody. Apeluję więc do GTC (i do wszystkich uczestników polskiego rynku nieruchomości): opiszcie precyzyjnie „własne” definicje FFO albo zastąpcie je wskaźnikiem ogólnie zaakceptowanym i powszechnie używanym: *CAD, FAD, AFFO*, lub *EPRA earnings*. Dobrym rozwiązaniem może być właśnie wprowadzenie *EPRA earnings*, tym bardziej, że w przypadku GTC, Spółka posługuje się już ona jedną z definicji opracowanej przez EPRA i podaje wartość aktywów zgodnie z jej zaleceniami (*EPRA NAV*). Przy okazji: może warto rozważyć wprowadzenie do prezentacji inwestorskich oraz do raportu rocznego słowniczka używanych pojęć branżowych? Ułatwi to inwestorom percepcję podawanych danych i pomoże edukować rynek. Takie słowniki, to standard w USA czy w Europie.

5. Wycena akcji GTC – tanio czy drogo?

Jedną z najbardziej popularnych miar efektywności przedsiębiorstw jest wskaźnik Q-Tobina. Metoda ta, została opracowana przez ekonomistów Jamesa Tobina i William Brainarda w 1968 roku (ten pierwszy jest także laureatem nagrody Nobla z ekonomii). Wskaźnik ten ma ułatwiać przewidywanie zachowań inwestycyjnych. Metoda wykorzystuje wysokość kosztu odtworzenia aktywów firmy jako sposób na przewidywanie decyzji inwestycyjnych w przedsiębiorstwie¹². Szczególnie widać to w uproszczonym wzorze na wskaźnik Q – Tobina, tzw. „aproxymowanym Q”, w którym wartość kapitalizacji giełdowej

¹² Tobin, J. (1969). *A General Equilibrium Approach To Monetary Theory*. Journal of Money, Credit and Banking. 1 (1): 15–29 oraz Jarugowa, A., & Fijałkowska, J. (2002). *Rachunkowość i zarządzanie kapitałem intelektualnym: koncepcje i praktyka*. Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr. s. 129-130) oraz Dobija, D. (2003). *Pomiar i sprawozdawczość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*. Akademia Leona Kozminkiego.s.220-221.

akcji wyemitowanych przez przedsiębiorstwo jest główną jego miarą¹³. Wskaźnik Q-Tobina to stosunek ceny kapitału na giełdzie papierów wartościowych do ekonomicznego kosztu odtworzenia tej porcji kapitału. Firmy inwestują, gdy $Q > 1$, ponieważ prawo do kapitału rzeczowego, którego stworzenie kosztuje 1, są w stanie sprzedać na giełdzie za cenę wyższą niż 1. Jeżeli $Q = 1$ wówczas mówimy o właściwej wycenie firmy przez rynek. Cena jej akcji odpowiada wartości odtworzeniowej. Wskaźnik $Q < 1$ świadczy o niedowartościowaniu akcji firmy, natomiast $Q > 1$ oznacza jej przewartościowanie. Dodatkowo, warto zauważyć, że im wartości Q bardziej przwyższają poziom 1, to tym większe jest prawdopodobieństwo zmiany trendu notowań akcji. Wskaźnik Q-Tobina jest powszechnie stosowany w analizie wartości spółek, ze względu na jego poprawne oddawanie rzeczywistości gospodarczej. Miara ta używana jest także w sektorze REITs, posługują się nim m.in. Hartzell i inni (2008; badania nad wartością IPO); (Bauer i inni 2010, w badaniach nad współzależnością efektywności, kapitalizacji giełdowej i zakresu stosowanych regulacji ładu korporacyjnego) oraz Riddiough i Steiner (2015; badania nad korelacją struktury bilansów, wyników finansowych REITs, modelu biznesowego a ich zadłużeniem).

Jaki jest ten poziom wskaźnika Q dla GTC? Otóż okazuje się, że po ostatniej zwyżce (wzrost z 8,35 w marcu PLN do 9,07 PLN w dniu 21 kwietnia 2017 roku) akcje GTC stały się przewartościowane (wskaźnik Q Tobina wynosi już 1,04). Co ciekawe, w dniu wydawania rekomendacji przez Dom Maklerski PKOBP akcje nie były wcale niedowartościowane: przy poziomie 8,35 PLN za akcję, przy którym wydano rekomendację, wskaźnik Q Tobina wynosił bowiem 1,00 (stan równowagi) (tabela 2).

¹³ Wzór na „aprosymowane Q” jest następujący: $Aprox. Q = (MVE+PS+DEBT)/TA$ gdzie MVE to iloczyn liczby wyemitowanych akcji zwykłych i ceny tej akcji; PS to wartość wykupu (likwidacji) wyemitowanych akcji uprzywilejowanych; DEBT to suma zobowiązań krótkoterminowych i wartości księgowej zobowiązań długoterminowych (z zapadalnością pow. 12 miesięcy) z uwzględnieniem salda aktywów krótkoterminowych i gotówki; TA – wartość księgowa aktywów ogółem. Przyjmuje się, że wskaźnik aproksymowanego Q to ok. 96% „standardowego” Q obliczonego wzorem podstawowym (Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). *A simple approximation of Tobin's q*. Financial management, s. 70-74.

Tabela 2. Cena akcji GTC SA vs. Q Tobina

cena akcji (w PLN)	9,50	9,07	8,70	8,35	8,00
liczba akcji	460 mln	460 mln	460 mln	460 mln	460 mln
Tobin Q	1,07	1,04	1,02	1,00	0,98

Źródło: opracowanie G.Mizerski; wskaźnik Q Tobina na podstawie Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). *A simple approximation of Tobin's q*. Financial management, s. 70-74.

6. Model deweloperski GTC: szanse i zagrożenia

GTC aktywnie angażuje się w projekty o charakterze deweloperskim – prawie 22% wartości jej aktywów brutto (GAV) (czyli ok. 352 mln euro) jest albo w fazie deweloperskiej, albo w fazie planowania (bank ziemi). Aktywa nie pracujące, to pięć projektów na etapie budowy i sześć projektów na etapie planowania¹⁴. Tymczasem tacy potentaci jak Unibail Rodamco (francuski REIT- SIIC) koncentrują się w Polsce nie na realizacji własnych projektów deweloperskich, ale głównie na przejmowaniu aktywów o najwyższej jakości, dobrze skomercjalizowanych i w pełni wynajętych, ze stabilnym, dodatnim *cash – flow*, z więc z niskim ryzykiem idiosynkratycznym - bez ryzyk związanych z fazą deweloperską (Galeria Mokotów, Galeria Złote Tarasy, Galeria Arkadia, Galeria Wileńska). Podobny model dywidendowy realizuje także drugi francuski REIT – aktywny gracz na polskim rynku nieruchomości komercyjnych - Klepierre, który jest właścicielem kilku galerii handlowych (m.in. Sadyba Best Mall w Warszawie).

Dlaczego tak się dzieje? Otóż realizacja inwestycji na rynku nieruchomości mają charakter cykliczny. Cykle związane są z zaawansowaniem projektu inwestycyjnego. Do najważniejszych cykli należy zaliczyć:

- fazę planowania
- faza budowy i realizacji
- faza eksploatacji
- faza likwidacji (Foryś 2014, s.45-57)

¹⁴ Skonsolidowany raport roczny GTC SA za 2016 rok, s. 3

Faza deweloperska oznacza dla inwestora zarządzanie wieloma dodatkowymi ryzykami idiosynkratycznymi. Do głównych takich ryzyk należy zaliczyć:

- ryzyko przekształcenia gruntu i pozyskania zgody na budowę
- ryzyko protestów mieszkańców czy organizacji ekologicznych zgłaszanych na etapie uzyskania pozwolenia na budowę
- ryzyko wad prawnych związanych z zakupionym gruntem
- ryzyko powstania obiektów konkurencyjnych
- ryzyko nieuzyskania pozwolenia w planowanym terminie a tym samym ryzyko utraty płynności, jeśli nieruchomości gruntowa kupiona była z wykorzystaniem środków zewnętrznych
- ryzyko braku pełnego finansowania na pokrycie kosztów budowy.

Bryx i Matkowski (2001) wymieniają ryzyka związane z trzema typami decyzji:

- rozpoczęcia projektu inwestycyjnego
- przejścia do fazy budowlano-montażowej
- momencie wyjścia z inwestycji (Bryx i Matkowski 2001, s. 85)

Szczególnie istotnym ryzykiem cząstkowym jest zagrożenie utraty finansowania projektu inwestycyjnego. Nieruchomości wymagają dużych zasobów finansowych i zazwyczaj realizowane są z wykorzystaniem środków inwestora (finansowanie kapitałowe typu *equity*) oraz finansowania zewnętrznego bankowego (lub finansowania obligacyjnego, zazwyczaj jako uzupełnienie finansowania dłużnego). Kluczowym elementem jest więc zapewnienie i pozyskanie finansowania dłużnego na całość nakładów inwestycyjnych (*capex*) – w postaci kredytu na budowę. Poziom zaangażowania banku zależy m. in od poziomu komercjalizacji obiektu przed rozpoczęciem budowy (tzw. wskaźnik przedwynajmu ang. *pre – lease*) w przypadku obiektów biurowych czy handlowych, lub wskaźnik przedsprzedaży (ang. *pre-sale* w przypadku obiektów mieszkaniowych), wielkości budżetu inwestycji i oceny atrakcyjności projektu dokonywanym przez bank, zabezpieczeń kredytu, oceny prawdopodobieństwa źródła spłaty kredytu, umowy z generalnym wykonawcą. Poziom wskaźników przed wynajmów jest jednym z kluczowych elementów oceny ryzyka projektu, a tym samym określenia przez bank udziału własnego przy kosztach finansowych. Dopiero akceptacja warunków kredytowania (ang. *termsheet*) a następnie podpisanie umowy kredytowej rozpoczyna fazę drugą – fazę realizacji inwestycji. Uzależniona jest ona zazwyczaj od wypłaty pierwszej transzy środków z kredytu inwestycyjnego, a to z kolei

uzależnione jest od spełnienia warunków wypłaty określonych przez bank. Jednym z głównych parametrów wypłaty kredytu jest przeniesienie zabezpieczeń kredytu na bank (zazwyczaj wpis na hipotecę finansowanej nieruchomości) spełnienie określonego poziomu wynajmu obiektu (poziom komercjalizacji obiektu) czy sprzedaży lokali mieszkalnych. W odniesieniu do ryzyka przekształcenia gruntu inwestor musi uwzględniać uwarunkowania i ograniczenia związane z miejscowym planem zagospodarowania przestrzennego, a podmiot angażujący swoje środki w fazę planowania (a wcześniej w zakup gruntu) bierze na siebie oba te zagrożenia. Do typowych rodzajów ryzyka właściwego dla fazy deweloperskiej należy także zaliczyć:

- ryzyko decyzji urzędniczych
- ryzyko opóźnienia inwestycji
- ryzyko wyboru generalnego wykonawcy
- ryzyko błędów w projektowaniu
- ryzyko błędów w konstrukcji
- ryzyko błędów w wykonawstwie
- ryzyko przekroczenia budżetu budowy
- ryzyko przekroczenia harmonogramu budowy
- ryzyko usterek i braku (opóźnienia) odbioru technicznego
- ryzyko opóźnienia w oddaniu nieruchomości do użytkowania.
- ryzyko niedostatecznej komercjalizacji obiektu

Ryzyka powyższe, mogą co prawda być minimalizowane poprzez np. system przetargów (zmniejszenie ryzyka wyboru generalnego wykonawcy), ubezpieczeń, rękojmi i gwarancji (zmniejszenie ryzyka wykonawstwa, budżetu, harmonogramu, odbioru technicznego), tym niemniej ryzyka te istnieją i mają wpływ na efekt procesu inwestycyjnego. Istotnym ryzykiem sumującym ryzyka cząstkowe jest ryzyko utraty (obniżenia) płynności finansowej. Dodatkowym zagrożeniem jest też ryzyko cyklu koniunkturalnego – proces przygotowania inwestycji i jej budowy jest zazwyczaj wieloletni. Oznacza to, że planowanie rozpocznie się w atrakcyjnych warunkach popytowych, a po kilku latach oddanie obiektu do użytkowania może odbyć się w warunkach nadwyżek podażowych. Całkowite wyeliminowanie ryzyka jest niemożliwe¹⁵. Także efekty skali związane z dużą aktywnością w fazie deweloperskiej jaki

¹⁵ Ryzyka związane z okresem przed rozpoczęciem budowy związane są z tzw. paradoksem decyzji inwestycyjnej. Otóż im bliżej początku procesu inwestycyjnego, tym większy jest zbiór możliwych rozwiązań, a mniejsza się zbiór dostępnych informacji. W miarę zaawansowania procesu inwestycyjnego obszar możliwych

mogą uzyskać deweloperzy są zmitologizowane. Okazuje się, że po osiągnięciu określonego poziomu kapitalizacji efekty wynikające z ekonomii skali zmniejszają się, rosną koszty, które obniżają zysk i rentowność (Chan i inni 2003); (Hardin i Hill 2008); (Yong i inni 2009). Okazuje się także, że posiadanie wewnętrznego zespołu, który odnosi sukcesy powoduje, że podmioty takie angażują się w ryzykowną fazę rozwoju (development) i dlatego też postrzegane są jako zbyt ryzykowne (Yong i Singh 2015, s.86).

Faza deweloperska daje możliwość wygenerowania relatywnie największej wartości dodanej dla inwestora w procesie inwestycyjnym. Jednakże inwestorzy- poszukujący niskiej zmienności, niższych zysków, ale jednocześnie stałych i stabilnych przychodów dywidendowych np. fundusze emerytalne, powinni podchodzić nieufnie do zaangażowania się spółek deweloperskich, które mają dużą ekspozycją i zaangażowanie się w projekty deweloperskie (Chiang i inni 2007, s. 23). Rekomendacje Chianga i innych (2007) dotycząca unikania nadmiernego ryzyka znajdują także zrozumienie także bezpośrednio u ustawodawców systemów REITs¹⁶. Postulat unikania ryzyka związanych z fazą deweloperską jest także powszechny wśród inwestorów w Azji. W dyskusji przywoływane są doświadczenia Australii, w której na początku XX w. kiedy to nastąpił proces internalizacji zarządzania. Spowodowało to wzrost kosztów operacyjnych, nierekompensowany większą efektywnością w zarządzaniu, a australijskie REITs zaczęły akceptować większe ryzyko, a tym samym zaczęły angażować się w większym stopniu w fazie developmentu. Taka strategia okazała się zawodna w czasie kryzysu światowego 2007-2009, kiedy to australijskie REITs osiągały zdecydowanie gorsze wyniki niż tradycyjnie zarządzane REITs z innych rynków lokalnych np. Singapuru (APREA 2014, s. 18). Doświadczenia australijskie i czas kryzysu 2007-2009 wpłynęły na opinie inwestorów. Według badań APREA przeprowadzonych w 2014 roku wśród 195 inwestorów instytucjonalnych, zdecydowana większość (78,9%) postuluje istotne ograniczenie zaangażowania się azjatyckich REITs w fazę planowania i budowy nieruchomości. Blisko dwie trzecie inwestorów (63,1%) uważa, że maksymalny, akceptowany poziom zaangażowania REITs w fazę deweloperską nie powinien

rozwiązań zmniejsza się, natomiast powiększa się zbiór informacji (Bryx i Matkowski 2001, s. 83). We wcześniejszej fazie zakres informacji jest największy podobnie jak zakres możliwych decyzji menedżerskich. Zakres obu kategorii informacyjnych zmniejsza się wraz z postępem inwestycyjnym. Błędy dotyczące wyboru lokalizacji, nieprecyzyjnego oszacowania popytu na usługi na poziomie planowania i przygotowania inwestycji „odkładają się” w dalszych procesach inwestycji. W konsekwencji np. w przypadku inwestycji polegającej na uruchomieniu centrum handlowego, zła lokalizacja, niedostosowanie typu dostępnej powierzchni do potrzeb potencjalnych najemców oznacza niską komercjalizację powierzchni, tym samym oznacza niższe przychody i wskaźniki efektywnościowe: dochód operacyjny netto NOI, FFO oraz NAV.

¹⁶ W większości systemów REITs istnieją ograniczenia co do zaangażowania się REITs w fazę deweloperską.

przekroczyć 20% aktywów pod zarządzaniem ogółem, w tym ponad jedna trzecia inwestorów (36,8%) uważa, że działania deweloperskie powinny nie przekraczać 20% aktywów ogółem, a ponad jedna czwarta badanych (26,3%) jest bardziej radykalna – według ich opinii maksymalny poziom aktywów w fazie deweloperskiej był poniżej 10%. Ponad 1/20 respondentów (5,3%) domaga się całkowitego zakazu angażowania się w projekty deweloperskie. Zaledwie co szósty (15,8%) jest za nielimitowaniem takich działań (APREA 2014. s. 7).

Zaangażowanie się w fazę deweloperską przynosi szczególnie negatywne konsekwencje w okresie dekoniunktury. Notowania akcji publicznych z rynku nieruchomości które były znacząco zaangażowane w fazę deweloperską zostały szczególnie mocno dotknięte przez kryzys, ponieważ możliwości zakończenia projektów w okresie dekoniunktury giełdowej, wraz z dostarczeniem planowanej wartości tych projektów drastycznie się ograniczyły (Sun i inni 2015, s. 33). O tym, że jest to działalność, która wiąże się ze stratami finansowymi przekonuje nas sama Spółka: w 2016 roku poinformowała o stracie finansowej na projekcie pola golfowego w Chorwacji (strata na poziomie ok. 1 mln euro), trwałej utracie wartości w Czechach (strata ok. 3 mln euro). Obniżenia wartości należy spodziewać się także w przypadku Galerii Północnej (konkurencja ze strony Galerii Młociny przejętej przez EPP i Griffina). *Last but not least* - zagrożony jest harmonogram realizacji flagowego projektu deweloperskiego GTC – budowa Galeria Wilanów opóźnia się, co obniża ROI tego projektu.

Model deweloperski stosowany przez GTC SA przyniósł ostatnio jeszcze większe straty: przykładowo wartość niektórych nieruchomości inwestycyjnych (przynoszących straty na poziomie operacyjnym – np. Galeria Arad oraz Avenue Mall Osijek) i niektórych działek budowlanych (głównie na Węgrzech) została dostosowana do cen transakcyjnych na dzień 31 grudnia 2014 r. co spowodowało rozpoznanie 160,3 mln EUR straty z aktualizacji wartości aktywów/utruty wartości aktywów z wyceny nieruchomości inwestycyjnych oraz 34,1 mln EUR straty z tytułu utraty wartości projektów mieszkaniowych w okresie 12 miesięcy zakończonym 31 grudnia 2014 r. Spadek wartości wymienionych powyżej nieruchomości negatywnie wpłynął na zobowiązanie Grupy do utrzymania założonego współczynnika wartości kredytu do wartości nieruchomości w ramach umów kredytowych zawartych przez Grupę i doprowadził do naruszenia zobowiązań wynikających z umów kredytowych¹⁷. Ryzyk związanych z realizowaną strategią jest o wiele więcej, o czym Spółka lojalnie uprzedza

¹⁷ Skonsolidowany Raport roczny GTC SA za 2016 rok, s. 14.

akcjonariuszy¹⁸. Faza deweloperska to wyższe zyski, ale i wyższe ryzyko – to banał, ale jakże prawdziwy. Istnienie wielu ryzyk oznacza możliwość wygenerowania znacznych zysków pod warunkiem, że inwestor umiejętnie będzie potrafił nimi zarządzać. Niewątpliwie GTC ma dobry zespół profesjonalistów, którzy są w stanie zarządzać wszystkimi ryzykami związanymi z fazą deweloperską, ale tym niemniej nikt nie może zaprzeczyć, że ryzyka te istnieją i mają kluczowy wpływ na strategię biznesową i wynik finansowy. FFO generowane w projektach skomercjalizowanych ma zapewnić finansowanie *capexu* dla „nogi” deweloperskiej: wszystko będzie dobrze, o ile ryzyka uda się zmitigować, niestety strategia GTC posypie się szybko, jeśli z jakichś przyczyn realizowane projekty deweloperskie zaczną generować straty. Szczególnie bolesne może okazać się to w sytuacji dużego zadłużenia własnego i pojawienia się szoków zewnętrznych (zmiana cyklu koniunkturalnego czy kolejny światowy kryzys finansowy spowodowany np. nadmierną kreacją pieniądza fiducyjnego)¹⁹. Jednakże, zgodnie z marcowymi zapowiedziami, GTC SA ma być spółką dywidendową, co oznacza, że będzie dostarczać stabilne, dodatnie *cash - flow* i przewidywalne wypłaty dywidend. Niestety, zbyt duży poziom zaangażowania się w projekty deweloperskie zwiększa istotnie ryzyko systematyczne, co oznacza, że te dwa cele wydają się być rozbieżne. Jeśli tak, to utrzymanie polityki systematycznych wypłat dywidendowych, a szczególnie dwucyfrowy jej wzrost może być zagrożony, o czym zresztą Spółka lojalnie przestrzega akcjonariuszy. Jak czytamy bowiem w raporcie rocznym za 2016 rok *„polityka dywidendy - jest ściśle związana z ogólną strategią biznesową Grupy. Jednakże z chwilą osiągnięcia zamierzonego poziomu środków niezbędnych dla działalności Grupy Spółka może rozważyć* (podkreślenie autora) *wypłatę dywidendy. Ponadto kwota jaka może zostać przeznaczona przez Spółkę do podziału zgodnie z przepisami prawa polskiego uzależniona jest od zysku netto oraz szeregu innych wartości odzwierciedlonych w jednostkowych sprawozdaniach finansowych Spółki. Wartości te mogą być odmienne od wartości przedstawionych w skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych Spółki sporządzanych zgodnie z MSSF. Dalej – jak czytamy w raporcie rocznym - ponieważ Spółka jest spółką holdingową, jej zdolność do wypłaty dywidendy zależy od zdolności podmiotów zależnych do wypłaty dywidendy i przekazywania środków Spółce. W związku z powyższym nie można zapewnić, że Spółka ogłosi lub wypłaci dywidendę swoim akcjonariuszom w przyszłości. Wypłata oraz kwota jakiegokolwiek przyszłej*

¹⁸ Skonsolidowany Raport roczny skonsolidowany GTC SA za 2016 rok, s. 13-32

¹⁹ Zainteresowanych rolą kreacji pieniądza fiducyjnego czyli pieniądza z „powietrza” (*ex nihilo*) w tworzeniu kryzysów finansowych (gospodarczych) odsyłam do J. Huerta de Soto „Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne (2014), Wyd. Instytut Ludwika von Misesa, Warszawa.

dywidendy **będzie zależała od oceny przez Zarząd** takich czynników jak rozwój długoterminowy i wyniki finansowe osiągnięte w przyszłości, konieczność zapewnienia wystarczającej płynności, potrzeba inwestycji w istniejący Portfel Nieruchomości Grupy, istnienie alternatywnych możliwości inwestycyjnych oraz ogólnej sytuacji finansowej Spółki. Powyższe czynniki mogą mieć znaczący, negatywny wpływ na działalność Grupy, jej sytuację finansową, wyniki działalności²⁰. W tych przytoczonych fragmentach widać jak w soczewce fundamentalną różnicę pomiędzy modelem dywidendowym REITs a „klasyczną spółką” – wypłata dywidendy w pierwszym przypadku jest obligatoryjna i nie podlega „negocjowaniu”, a w drugim - jest uzależniona od „widzimisię” zarządu, „okoliczności rynkowych” czy decyzji wiodących akcjonariuszy.

7. Model dywidendowy czyli siła REIT

Czym jest model dywidendowy typu REITs? Otóż główną działalnością (ang. *core business*) funduszy dywidendowych typu REITs jest zarządzanie wybudowanymi i skomercjalizowanymi już nieruchomościami, podnoszenie ich wartości i zwiększanie poziomu przychodów czynszowych. Podmioty te mają obligatoryjny obowiązek wypłaty większości swego zysku (średnio ok. 90%) w formie dywidendy, która to zwolniona jest z podatku CIT. Podmioty te *de facto* nie mogą akumulować zysku. Taki mechanizm wymusza na REITs stałą ekspansję rynkową, emisje akcji, które prowadzą do powiększenia bazy podatkowej (FFO) i zwiększenia wypłat, a w konsekwencji do systematycznego zwiększenia wartości akcji REIT²¹. Fundusze dywidendowe typu REITs aktywne są przede wszystkim w obszarze zarządzania nieruchomościami i podnoszenia ich wartości. W odróżnieniu od innych uczestników rynku (fundusze specjalistyczne typu *opportunity*, fundusze *private equity*, fundusze hedgingowe) podmioty te inwestują w nieruchomości, aby czerpać korzyści z wynajmu (pasywny charakter przychodów). Generowanie wartości dla akcjonariuszy, polega na optymalizacji przychodów czynszowych z nieruchomości w portfelu. Podmioty te wyspecjalizowały się w zarządzaniu nieruchomościami (tzw. *asset management*) i pozyskały unikatowe *know-how*, w tym np. re-komercjalizacji, rozumianej jako taki dobór najemców w obiekcie, który pozwala na zwiększenie przychodów z metra wynajmowanej powierzchni.

²⁰ Skonsolidowany Raport Roczny GTC SA za 2016, s. 30.

²¹ Gentry i inni (2001) udowodnili, że zwiększenie przychodów i bazy podatkowej przez USA-REIT o 1 dolara skutkuje zwiększeniem jego wartości (*company value*) o od 9 do 27 centów. Gentry, B., Kemsley, D., & Mayer, C (2001), *Dividend Taxes and share prices: evidence from real estate investment trusts*. Working Paper 8486 <http://www.nber.org/papers/w8486>, s. 1- 39, s. 4.

Duże bilansowo REITs, korzystając z relacji biznesowych z najemcami, są w stanie zwiększyć realizować efekty skali niedostępne zazwyczaj dla właścicieli pojedynczych obiektów. Objawia się to z zarówno po stronie przychodowej np. wprowadzaniem do obiektów handlowych atrakcyjnych – tzw. wiodących najemców (ang. *anchor tenant*), których obecność zazwyczaj przyciąga zarówno innych najemców jak i klientów końcowych. Działania te przeprowadzane są często po modernizacji zakupionego obiektu. Efekty skali realizowane są także po stronie kosztowej w postaci np. niższych kosztów finansowania, bowiem REITs posiadające np. rating uznanej agencji ratingowej pozyskują na rynkach finansowych zazwyczaj środki finansowe po koszcie istotnie niższym niż pojedynczy właściciel nieruchomości, otrzymują kredyty bankowe z niższym udziałem własnym, niższe koszty ubezpieczeń, ochrony, usług zewnętrznych. Jednocześnie REITs przeprowadzają optymalizację nieruchomości w portfelu i dokonują modelowania jej struktury. Zmiany w otoczeniu rynkowym czy nadmierna koncentracja głównych najemców może być katalizatorem zmniejszenia liczby obiektów i wystawienie ich na sprzedaż. Uwolnione w ten sposób środki przeznaczone są albo na wypłaty dla akcjonariuszy lub na zakup innych aktywów, co do których przewidywana stopa zysku jest wyższa niż obiektów przeznaczonych do sprzedaży. Optymalizacja nieruchomości w portfelu prowadzi także do zmniejszania średniego ważonego kosztu kapitału (ang. *weighted average cost of capital*, WACC), oraz umożliwia dokonywanie nowych akwizycji wysokiej jakości aktywów (często najwyższej jakości tzw. *prime yield*), w których ryzyko przychodów jest b/ niskie, a prawdopodobieństwo osiągnięcia wyższych stóp zwrotu jest wysokie²² (tab.3).

Początek procesu tworzenia wartości to pozyskanie środków finansowych na akwizycje w formie emisji akcji (IPO lub SPO). Decyzja o przeprowadzeniu emisji papierów wartościowych poprzedzona jest przez selekcję i wybór celów akwizycyjnych (*due diligence* aktywów (spółek celowych), określenie i analizy potencjalnych stóp zwrotu z planowanych inwestycji oraz prognozą kosztu finansowania zewnętrznego. Następnie podpisywane są wstępne, często warunkowe porozumienia zakupu wybranych nieruchomości. W kolejnym kroku ustalana jest cena emisyjna akcji lub wartości kuponu (i inne warunki w przypadku emisji obligacji). W procesie emisji pierwotnej (IPO) lub wtórnej (SPO) odbywa się cykl spotkań z inwestorami, na których prezentowane są cele emisji i spodziewany wynik finansowy. Po zdobyciu środków dokonywane są transakcje nabycia aktywów. Następnie

²² Klasycznym przykładem takiej strategii przejmowania obiektów z kategorii *prime yield* jest Unibail Rodamco, który kupił cztery najlepsze galerie handlowe w Polsce i teraz, to francuscy a nie polscy emeryci cieszą się z polskiego wzrostu gospodarczego i mają zapewnioną stopę dywidendy w wysokości 4-5% rocznie.

zakupione nieruchomości wprowadzane są w system zarządzania operacyjne i administracja przejęta nieruchomością opracowane są plany zwiększenia przychodów czynszowych, rozbudowy lub modernizacji w celu zwiększenie efektywnej stawki czynszu lub zwiększenia stopnia komercjalizacji. Czynsze z tych nieruchomości zwiększają wolumen przychodów ogółem i wartość wypłat dywidendowych. Według Gentry'ego i innych (2001) w USA każdy dolar zwiększający podstawę opodatkowania (bazę podatkową) dla US-REITs podwyższa ceny (notowania) akcji tych REITs o około 20 centów, pod warunkiem, że wycena nieruchomości jakie posiada REIT w portfelu dokonywana jest według metody wartości godziwej (*fair value*). Wzrost bazy podatkowej o 1 USD może spowodować w niektórych przypadkach wzrost ceny akcji nawet o 40 centów (Gentry, Kemsley i Mayer, 2000, s. 27-29). Pozytywną korelację pomiędzy zwiększeniem bazy podatkowej a wyceną firmy (wartość aktywów netto, NAV) potwierdzili ci sami autorzy w badaniach z 2003 roku²³. REITs dokonują kolejnej analizy rynku, selekcjonują potencjalne aktywa do zakupu. Cykl pozyskiwania środków finansowych powtarza się (rys. 1). Jak widać dywidendowy model przychodów eliminuje dużą część ryzyk systematycznych związanych z fazą deweloperską. REITs co prawda angażują się w modernizacje czy rozbudowę własnych obiektów, ale ta działalność jest zazwyczaj uboczna i ograniczona ustawowo.

Rys. 1. Proces tworzenia wartości przez REITs



²³ Gentry, W. M., Kemsley, D., & Mayer, C. J. (2003). *Dividend taxes and share prices: evidence from real estate investment trusts*. The Journal of Finance, 58(1), 261-282.

Zaprezentowany proces budowania wartości dla akcjonariuszy jest uproszczony. Procesy opisane powyżej mają bardziej złożony charakter (np. emisja akcji może być przeprowadzona równoległe, emisja akcji może być związana z finansowaniem bankowym, ponowny proces akwizycji nieruchomości może być odległy w czasie, *etc.*).

Tabela 3. Najważniejsze źródła wartości generowane przez REITs.

źródła wartości		prognozowany efekt
po stronie przychodowej		
1	przyciągnięcie najemców wiodących (<i>anchor tenants</i>)	zwiększenie atrakcyjności obiektu, pojawienie się nowych najemców i klientów końcowych; zwiększenie możliwości pozyskiwania środków finansowych i lepsze warunki refinansowania obiektów; zwiększenie <i>prime yield</i> *, NOI, FFO i NAV.
2	modernizacja obiektu (nowa powierzchnia, odnowienie dotychczasowej, nowe instalacje wentylacji, klimatyzacji i ogrzewania, etc.)	zwiększenie atrakcyjności obiektu, nowi najemcy, nowi klienci końcowi; zwiększenie stawki najmu; wydłużenie średniego terminu najmu; zwiększenie FFO, NOI i NAV.
3	rozbudowa obiektu	zwiększenie atrakcyjności obiektu, nowi najemcy, nowi klienci końcowi; zwiększenie stawki najmu; wydłużenie średniego ter. najmu; zwiększenie FFO, NOI, NAV.
4	repozycjonowanie obiektu	zwiększenie atrakcyjności obiektu, nowi najemcy, nowi klienci końcowi; zwiększenie stawki najmu; wydłużenie średniego terminu najmu; zwiększenie NOI i NAV
5	działania marketingowe, program lojalnościowy	nowi najemcy, zwiększenie przychodów z 1 m2 powierzchni wynajętej, zwiększenie wartości tzw. średniego koszyka, zwiększenie GRI** i NAV
6	negocjacje handlowe	wynegowanie lepszych warunków z obecnymi najemcami w przypadku wprowadzenia najemców wiodących oznacza zwiększenie przychodów z obiektu; zwiększenie NOI i NAV
7	zwiększenie stopnia komercjalizacji w kierunku pełnego wynajmu (tzw. <i>reversionary potential</i>)	zwiększenie NOI, CAD****, FFO i NAV
8	zamiana najemców	zwiększenie NOI i NAV
9	wydłużenie okresu najmów (średniego okresu najmu WARP)***	zmniejszenie zmienności notowań giełdowych akcji, zwiększenie odchylenia standardowego, podniesienie atrakcyjności akcji; zwiększenie NAV.
po stronie kosztowej		
1	niższy koszt finansowania zewnętrznego (niższa marża lub niższy kupon) niezbędnego do sfinansowania zakupu obiektu	zwiększenie wolnych zaobów gotówki (<i>free cash flow</i>); zwiększenie CAD, NOI i NAV; zmniejszenie WACC i zmniejszenie zmienności notowań akcji w przypadku gdy REIT jest notowany na giełdzie papierów wartościowych
2	refinansowanie obiektu i uwolnienie środków finansowych wcześniej zamrożonych w nieruchomości	zwiększenie wolnych zasobów gotówki i CAD i FFO; polepszenie wskaźników finansowych (NOI i NAV)
3	zmniejszenie kosztów ubezpieczeń (jeśli ubezpieczeń nie płać najemcy)	zmniejszenie kosztów stałych; zwiększenie stawki czynszu efektywnego
4	zmniejszenie kosztów napraw i remontów	zmniejszenie kosztów zmiennych, zwiększenie CAD, FFO i NOI.
5	instalacja energooszczędnych ("zielonych") technologii	zmniejszenie kosztów dla najemców; zwiększenie stawki efektywnego czynszu, podniesienie GRI, NOI i NAV

* *prime yield* (ang.) - stopa zysku dla najlepszych obiektów, z pełną komercjalizacją, w najlepszych lokalizacjach.

** GRI (ang. *gross rental income*); przychody brutto z wynajmów

***Średni czas wynajmu może być mierzony WARP (średnioważony okres najmu, ang. *Weighted Average Remaining Term*).

**** CAD/FAD (ang. *cash/funds available for distribution*), gotówka dostępna do wypłaty dywidendy.

Źródło: opracowanie G.Mizerski, Fundacja Edukacji i Badań nad REITs

REITs nie mogą zatrzymywać zysku, dlatego zmuszone są zasilać się finansowaniem zewnętrznym. Oznacza to, że rozwój jest możliwy prawie wyłącznie poprzez finansowanie zewnętrzne. Środki pozyskiwane są zarówno od inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. Finansowanie to może przybierać następujące formy:

- finansowanie dłużne bankowe (kredyt inwestycyjny, kredyt obrotowy, kredyty na budowę);
- finansowanie dłużne obligacyjne – REITs emitują obligacje, które oferowane są inwestorom w zamian za oprocentowanie (kupon);
- finansowanie kapitałowe (emisja akcji uprzywilejowanych i nieuprzywilejowanych) w ramach tzw. oferty zakupu akcji pierwotnej (ang. *Initial Public Offering, IPO*) oraz wtórnej oferty zakupu akcji (ang. *Secondary Public Offerings, SPO*) (Chan i inni 2003, s.38).
- emisja papierów wartościowych w formie skryptów dłużnych (typu *commercial papers*), krótkoterminowych papierów wartościowych na okaziciela (najczęściej z okresem wykupu do 1 roku) które są alternatywą do kredytu bankowego.²⁴

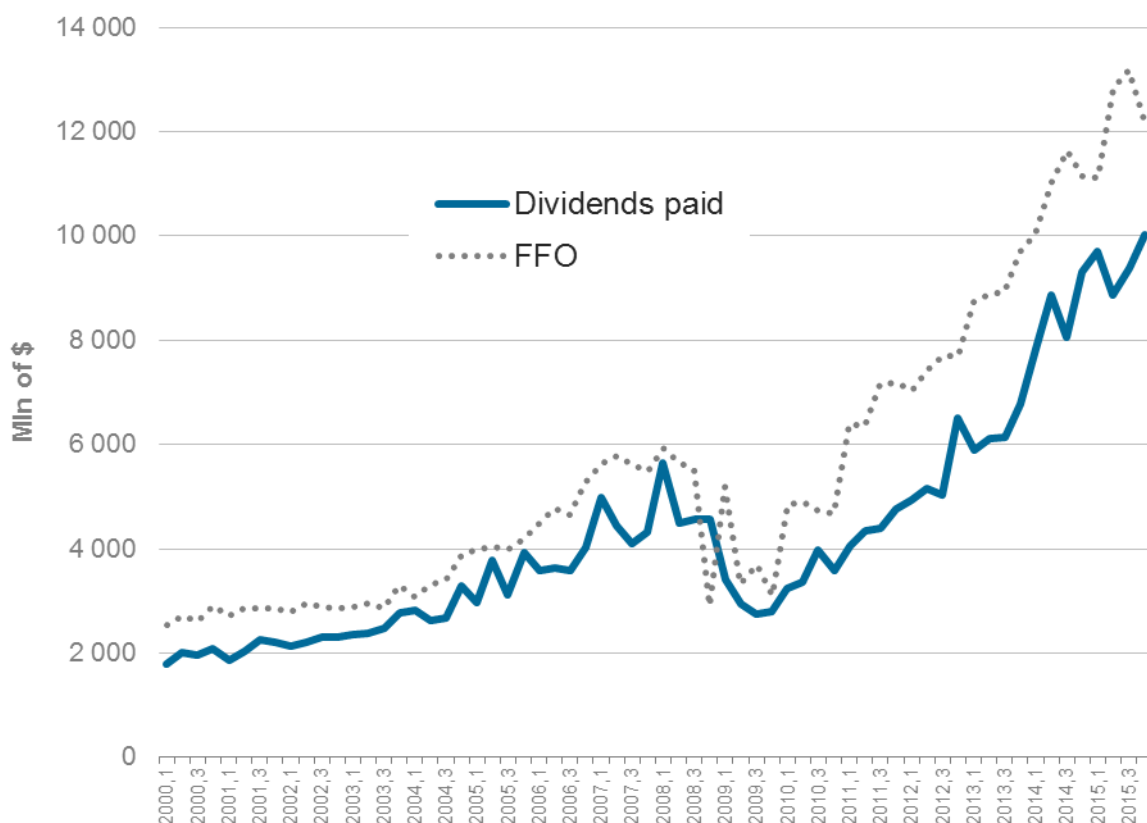
Pozyskane środki finansowe inwestowane są w starannie wyselekcjonowane nieruchomości, z wysokim lub pełnym obłożeniem, które generują stabilne przychody czynszowe. W zamian za pozyskane środki, inwestorzy otrzymują wypłaty zysku proporcjonalnie do posiadanego kapitału udziałowego (proporcjonalnie do liczby posiadanych akcji). Inwestorzy dostarczają podmiotom tym swoje środki w zamian za emitowane papiery wartościowe, a tak naprawdę za obietnicę wypłaty zysków z takich inwestycji. Obietnica REITs dodatkowo poparta jest odpowiednimi regulacjami, co do wysokości wypłat oraz sposobu ich opodatkowania.

Dywidendowy model przychodów realizowany przez REITs ze względu na relatywnie niskie ryzyko i prostotę spodobał się inwestorom na całym świecie. O sile modelu dywidendowego świadczy nie tylko pozycja rynkowa takich podmiotów jak Unibail-Rodamco czy Klepierre²⁵, ale przede wszystkim rozwój REITs w USA, w tym m.in. wzrost FFO i dywidendy. Powszechnie cytowane są przypadki z okresu początków nowożytnej ery US-REITs (lata 1991-1996), kiedy to np. wartość kapitału własnego (*equity value*) jednego z US-REITs - Security Capital Pacific Trust wzrastała średniorocznie o 54% (z 132 mln USD

²⁴ Kudła J. (2009), *Instrumenty finansowe i ich zastosowania*. Warszawa: Wydawnictwo Key Text, s. 53-73.

²⁵ Głównym akcjonariuszem we francuskim Klepierre jest Simon Property Group – największy REIT na świecie z kapitalizacją giełdową na poziomie ok. 60 mld USD.

do 1,7 mld USD). Jeszcze większy wzrost zanotował w tym samym okresie Starwood Hotels and Resorts REIT - wartość kapitalizacji zwiększała się średniorocznie o 155% rocznie (z 5 mln USD do 1,5 mld USD) (Ambrose i Linneman 2001, s. 159). Z kolei w latach 2000-2015 poziom FFO całego sektora publicznych US-REITs wzrósł z poziomu ok. 2,3 mld USD w 2000 roku do ok. 12,3 mld USD w 2015 roku (wykres poniżej). Wzrost kapitałów własnych następował głównie poprzez emisję nowych akcji. Wartość wypłaconej dywidendy także wzrosła proporcjonalnie (poziom *pay - out ratio* dla tych spółek wynosi obecnie ok. 70% - 75% FFO). W samym 2016 roku publiczne spółki typu US-REITs wypłaciły swoim akcjonariuszom ponad 50 mld USD. Nie przypadkowo więc, aż 70 mln Amerykanów jest pośrednio lub bezpośrednio akcjonariuszami tych podmiotów²⁶.

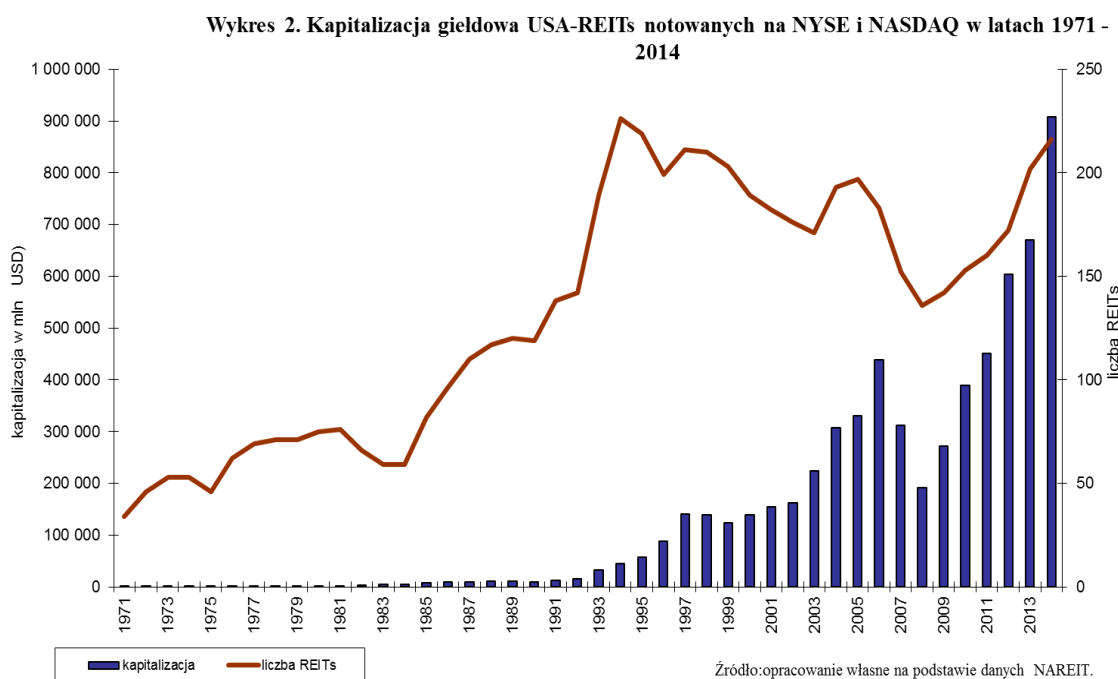


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NAREIT.

²⁶ Więcej nt. amerykańskiego rynku REITs w mojej książce „Real estate investment trusts – efektywne inwestowanie na rynku nieruchomości”, CeDeWu (2016).

No dobrze; dywidenda dywidendą, a jaki w tym czasie był wzrost kursów akcji tych spółek? Czy wybrany dywidendowy model przychodów był zyskowy w kontekście wzrostu kursu? Jaki był wzrost kapitalizacji giełdowej?

Proszę popatrzeć na wykres kapitalizacji giełdowej US-REITs w okresie 1972-2015 (wykres 2)



To tyle jeśli chodzi o spółki dywidendowe na rynkach zagranicznych. A jak na tle polskich spółek dywidendowych wygląda GTC SA? Otóż okazuje się, że w okresie ostatnich 10 lat Spółka przegrywa konkurencję sromotnie: minus 81,75% (GTC) *versus* plus 269,35% dla WIG_DY. (wykres poniżej, stan na 18 kwietnia 2017). Na tak złe wyniki miało oczywiście także wpływ załamanie rynku nieruchomości w latach 2007-2009 w związku z wielkim kryzysem finansowym.

Wykres powyższy potwierdza siłę modelu dywidendowego, bo przecież, jak mawiał klasyk, nic tak nie cieszy inwestorów jak dywidendy wpływające na rachunek bankowy. Zastanawia także, dlaczego, mimo tak bolesnej lekcji kryzysu 2007-2009, strategia biznesowa GTC zaczyna zmieniać się dopiero w 2017 roku. No, ale skoro główny akcjonariusz LoneStar jest funduszem typu *private equity*, a nie dywidendowym, to nie dziwny się, że i tolerancja na ryzyko w GTC SA jest większa, podobnie jak „apetyt” na uruchamianie własnych projektów.



8. Wprowadzenie PL-REITs do Polski: wyzwania dla GTC

Ministerstwo Finansów zapowiada, że ustawa o PL-REITs (nazywane spółkami rynku wynajmu nieruchomości, S.R.W.N) będzie umożliwiać działalność tych podmiotów już z dniem 01 stycznia 2018 roku. Tajemnicą poliszynela jest, że podmioty typu PL-REIT zamierzają uruchomić m.in. Grupa Capital Park SA (wydzielenie części aktywów), Grupa Griffin Premium RE (przekształcenie spółki w PL-REIT), BGK, PHN SA, KGHM TFI SA oraz Murapol SA. Co to oznacza dla podmiotów działających na polskim rynku nieruchomości komercyjnych? Tylko wyzwania i zagrożenia. Do najważniejszych należy zaliczyć:

a. zaostrenie konkurencji o kapitał z rynków finansowych (*equity* i dłużnego).

PL-REITs zaoferują przyszłym akcjonariuszom legalne zwolnienie podatkowe od wypłacanych dywidend, czyli *de facto* jej podniesienie o 19%. Zaoferują pewność tych wypłat i niskie ryzyko inwestycyjne związane z modelem dywidendowym jakże ulubionym przez inwestorów²⁷. W tym samym czasie należy spodziewać się kilku równoczesnych emisji

²⁷ System PL-REITs jest na razie w fazie tworzenia. Jeśli zostanie źle skonstruowany, to sektor będzie *de facto* martwy, jak to ma miejsce np. w przypadku Niemiec.

akcji (zarówno IPO jako i SPO), a takie sytuacje będą się powtarzać ze względów systemowych. REITs będą musiały wypłacać ok. 90% swego zysku (przed opodatkowaniem) i nie będą mogły akumulować zysku. Nastąpi gwałtowne nasilenie konkurencji o kapitał typu *equity* ze względów systemowych. Jednocześnie – według prognoz samych potencjalnych PL-REITs - deklarowana stopa dywidendy przekraczać będzie 5%. Spółki z tego samego rynku nieruchomości poszukujące kapitału, a oferujące niższą dywidendę będą w zdecydowanie gorszej sytuacji. Proszę podać jeden dobry argument za tym, aby inwestor, mając do wyboru dwie podobne spółki, z podobnej jakości aktywami, z profesjonalnie zarządzane, oferujące różną dywidendę, jedna – nie REIT oferująca dywidendę ok. 3,00-3,50% jaką zamierza oferować GTC *versus* ponad 5% czy nawet 6,5% (jak deklaruje Griffin Premium RE) wybrał tę pierwszą, czyli dwa razy niższą i na dodatek obciążoną podwójnym podatkiem. Nie przyjmuję argumentu, że „*lepiej jest niższa stopa dywidendy, ale duża wartość NAV*”, bowiemsam NAV nie generuje przychodów i „nie płaci”, a co więcej NAV jest też ryzykiem, szczególnie w przypadku utraty najemców, o czym boleśnie przekonali się ostatnio właściciele certyfikatów inwestycyjnych funduszu BPH TFI. Z kolei w przypadku emisji obligacji, REITs będą mogły oferować nieco wyższy kupon, znów ze względu na korzyści podatkowe i atrakcyjny model biznesowy. Mimo, że potencjalni akcjonariusze będą przedmiotem stałej edukacji i zapewne szybko rozpoznają wszystkie korzyści związane z posiadaniem akcji PL-REITs, a tym samym w dłuższej perspektywie powinien nastąpić przyciągnięcie posiadaczy depozytów bankowych i rozszerzenie rynku dawców kapitału, to w pierwszych latach należy spodziewać się raczej znacznego zaostrzenia konkurencji o kapitał. Oznacza to duże kłopoty dla podmiotów działających na rynku nieruchomości komercyjnych, a nie korzystających ze statusu REIT.

b. konkurencja o zakup skomercjalizowanych nieruchomości komercyjnych wysokiej jakości zaostrzy się znacząco

PL-REITs po zasileniu kapitałowym przystąpią do ekspansji. Tak było na każdym rynku REITs, na którym dobrze sprofilowano system prawno-instytucjonalny. Podmioty te, same będąc zwolnione z podatku będą mogły zaoferować wyższe ceny za atrakcyjne nieruchomości, które generują stały, przewidywalny dodatni *cash - flow*. Oznacza to, że w konkurencji o atrakcyjne nieruchomości komercyjne, PL-REITs wreszcie będą miały równe szanse z zagranicznymi REITs, które do tej pory konkurowały między sobą. PL-REITs będą pod presją efektywnego wydawania pozyskanych środków, kolejnych emisji i

ponownych zakupów, bowiem tylko systematyczne zwiększanie FFO jest sposobem zwiększenia kapitalizacji giełdowej, przyciągania dużych inwestorów instytucjonalnych i zapewnienia im odpowiedniej płynności. Ceny atrakcyjnych nieruchomości komercyjnych w Polsce powinny wzrosnąć, podobnie jak ich dostępność, a to oznacza kolejne zagrożenie dla spółek takich jak GTC.

c. pojawienie się nowych graczy w sektorze i nowej podaży atrakcyjnych nieruchomości na rynku

Wiele podmiotów czeka na ostateczny kształt polskiej ustawy o PL- REITs. Wejście na ten rynek już zapowiadają tacy potentaci jak KGHM TFI, Grupa Capital Park, Murapol, Grupa Griffin czy BGK , być może Polski Fundusz Rozwoju. Być może o uruchomieniu własnych podmiotów na polskim prawie zdecydują zagraniczne REIT obecne w Polsce; Segro, Hines, ProLogis, Iron Mountain, Unibail- Rodamco, Klepierre. Jeśli np. regulacje dotyczące akcjonariatu będą porównywalne z modelem francuskim (60% akcji dla pojedynczego inwestora), to może okazać się, że będziemy mieć do czynienia z klasycznymi *spin-offs* czyli PL-REITs utworzonymi przez np. Poczta Polska, PKN Orlen, Lotos czy instytucje finansowe z PKO BP SA na czele. Niemożliwe? Czas pokaże, ale jeśli tak, to nowi gracze zaoferują atrakcyjne nieruchomości z minimalnym ryzykiem utraty najemców co dodatkowo zaostrzy konkurencję o kapitał i w konsekwencji zwiększy oczekiwania rynku co do wysokości dywidendy.

d. podwyższenie standardów korporacyjnych

Pojawienie się PL-REITs oznaczać będzie pojawienie się nowej kategorii instrumentów finansowych (*bond-like*). Pojawią się inwestorzy, którzy dostaną instrument zapewniający im większą lub niższą, ale stale wypłacaną dywidendę, z relatywnie niższym ryzykiem. Wypłaty nie będą oparte na „widzimisie” zarządów lecz na obowiązku ustawowym. W związku z tym, podmioty nie będą mogły akumulować zysku, a ich ekspansja uzależniona będzie od rynków kapitałowych i poszukiwaniu finansowania typu *equity*. To z kolei oznacza wyższą transparentność, wyższy poziom *corporate governance*, podwyższenie jakości raportowania. W efekcie zmniejszona zostanie asymetria informacji pomiędzy tymi podmiotami a dawcami kapitału – rynek - zgodnie z teorią EFH Fama - stanie się bardziej efektywny. Takie podniesienie standardów korporacyjnych - jak pokazują doświadczenia zagraniczne - zawsze skutkuje przyciągnięciem inwestorów i zwiększeniem kapitalizacji giełdowej tych

podmiotów. Nastąpi wielka zmiana jakościowa do której prędzej czy później zmuszone będą przystosować się inni uczestnicy tego samego rynku.

9. „Nie będziemy REIT-em” – czyli akcjonariusze GTC stracą.

Dziwną niechęć GTC do konwersji w REIT oznacza, że wypłaty ze Spółki będą w przyszłym roku wciąż obłożone podwójnym opodatkowaniem, pomimo możliwości jej legalnego zmniejszenia. Oznacza to, że decyzja Spółki o nie skorzystaniu z dobrodziejstw struktur PL-REIT mocno uderzy w portfel akcjonariuszy. Policzmy: przy założeniu, że wartość dywidendy w wypłaconej w 2018 roku będzie wyższa o np. o 10% (0,33 PLN zamiast 0,27 PLN), to z 0,36 PLN na akcję przeznaczonych do wypłaty, do portfela akcjonariusza trafi zaledwie 0,24 PLN zamiast 0,29 PLN gdyby GTC był REITem (tabela 4).

Tabela 4: REIT vs. klasyczna spółka: perspektywa inwestora GTC SA w 2018 r.

	GTC SA	REIT GTC SA
1 kurs akcji	9,00	9,00
2 wartość zysku przeznaczona na dywidendę (na akcję, brutto, w PLN)	0,36	0,36
3 podatek CIT (od dywidendy)	19%	0%
4 dywidenda wypłacana (na akcję, w PLN, po CIT)	0,29	0,36
5 stopa dywidendy	3,27%	4,03%
6 wartość dywidendy po podatku Belki (na akcję, w PLN)	0,24	0,29
7 efektywna stopa dywidendy	2,65%	3,27%

Założenia: dywidenda za 2017 rok wyższa o 10% od dywidendy za 2016 (0,27 PLN czyli 0,33 PLN przed CIT).

Źródło: opracowanie własne

Niby tylko kilka groszy różnicy, ale np. w przypadku np. Lone Star (główny akcjonariusz) – wartość dywidendy ogółem byłaby niższa o ok. 14 mln PLN, dla OFE PZU – o ok. 2,42 mln PLN (posiada ok. 10,57% akcji), a dla OFE BZ WBK (posiada ok. – 7,25% akcji) o ok. 1,65 mln PLN. Jeśli dodatkowo, Spółka dotrzyma jednak obietnic i będzie zwiększać dywidendę

corocznie o wskaźnik dwucyfrowy – to utrata zysku będzie co roku istotnie większa. Pojawia się więc pytanie dlaczego LoneStar i inni akcjonariusze zgodzili się na tak istotne obniżenie swoich wypłat?

10. Jakie opcje strategiczne dla GTC?

GTC ogłosiło program wypłat dywidend. Zapowiadane są wzrosty wartości wypłat nawet dwucyfrowe. Ciekaw jestem, co stoi za tą zmianą: może presja akcjonariuszy? Tak czy inaczej, okazuje się, że ta zmiana strategii GTC bardzo się spodobała, o czy świadczy kwietniowy rajd na akcjach. Niestety, zapowiadane przez GTC zwiększanie zadłużenia - wskaźnik LTV zgodnie ze strategią może zostać zwiększony nawet do 50%, wbrew tendencjom wśród zagranicznej konkurencji istotnie odstający *in minus* od średniej europejskiej wydaje się być wielce ryzykowną strategią, która dodatkowo będzie odstraszać kapitał zagraniczny.

Powstaje więc pytanie, czy Spółka dotrzyma składanych obietnic? Bez zmiany modelu wątpię, bowiem rzeczywisty model dywidendowy dla spółek w rynku nieruchomości komercyjnych musi być opartyo strukturę REIT.

Globalizacja przepływów finansowych (i inwestycji) powoduje, że te legalne struktury obniżenia opodatkowania typu REIT tworzą nowy standard inwestycyjny: poważni inwestorzy instytucjonalni, a na takich każdej spółce zależy, nie będą przecież wybierać rozwiązań, które z góry oznaczają obniżenie ich stopy inwestycji. REITs oferują inwestorom więcej. Jest on także najbardziej efektywny, skoro systemy REIT funkcjonują w 40 państwach, w tym w tak rozwiniętych jak Wielka Brytania, Francja, Niemcy, Hiszpania, Holandia, Australia, Kanada, Japonia. W USA, gdzie narodził się koncept REIT, rynek rozwija się systematycznie od ponad 56 lat. Na świecie funkcjonuje także ponad 800 publicznych REITs (w tym ok. 110 w Europie), które świetnie sobie radzą z ograniczeniami prawnymi-organizacyjnymi nakładanymi nad te podmioty. Zmiana modelu na *stricte* dywidendowy i konwersja w REIT pozwoli także Spółce zarówno na nawiązanie dialogu z wymagającymi inwestorami zagranicznymi, ale dodatkowo umożliwi zastosowanie innej – bezpiecznej strategii finansowania rozwoju, czyli pozyskiwanie kapitału z emisji akcji. Zgodnie bowiem z powszechnie akceptowaną teorią hierarchiczną (ang. *pecking order theory*) emisja akcji powinna mieć miejsce wtedy, gdy ich wycena jest wysoka, akcje są przewartościowane, czyli tak jak jest obecnie w przypadku GTC. Strategię pozyskiwania finansowania poprzez emisję nowych akcji stosuje m.in. wielki konkurent GTC na rynku

polskim - Echo Polska Properties (EPP). Jak bowiem podano w połowie kwietnia 2017 roku, EPP pozyskała z giełdy w Johannesburgu ok. 150 mln euro, poprzez uplasowanie 118 918 918 nowych akcji po cenie 18,50 randów za akcję.²⁸

Moment na emisję nowych akcji GTC, jeszcze w tym roku będzie, jak się wydaje idealny: nie powstaną jeszcze PL-REITs, więc na rynku nie będzie podaży nowych aktywów nieruchomości komercyjnych. EPP ma już kapitał, podobnie jak Griffin Premium RE, więc i te podmioty nie powinny być konkurencją dla GTC. Podobnie jak Grupa Capital Park SA, który, jak się wydaje nie planuje w 2017 roku nowych emisji akcji. Gdyby zatem GTC zdecydowało się rozważyć zmianę strategii, to opcji jest kilka. Poniżej przedstawiono pięć wariantów w ramach strategii modelu dywidendowego GTC. Wśród zarysowanych wariantów najbardziej atrakcyjny dla Spółki wydaje się wariant IV i V, w których cena emisyjna nowych akcji wynosić będzie ok. 9 PLN. W przypadku emisji 85 mln nowych akcji (do poziomu ok. 525 mln) Spółka otrzymałaby ok. 583 mln PLN (wariant IV) (tabela 5).

²⁸ <https://stooq.pl/n/?f=1171693&search=+echo+>

Tabela. 5. GTC SA - model dywidendowy REIT - warianty strategiczne

	wariant I	wariant II	wariant III	wariant IV	wariant V
liczba akcji razem (w mln szt)	525	550	550	525	550
cena emisyjna akcji (w PLN)	8,75	8,50	8,00	9,00	9,00
wartość dywidendy * (w PLN)	0,35	0,35	0,35	0,35	0,35
stopa dywidendy	4,00%	4,12%	4,38%	3,89%	3,89%
koszt kapitału własnego	5,02%	5,16%	5,42%	4,93%	4,93%
WACC	3,01%	2,98%	3,08%	2,89%	2,89%
Q Tobina	1,02	1,01	0,98	1,04	1,04
zasilenie spółki nowym kapitałem**	567 mln	726 mln	718 mln	583 mln	808 mln

* bez efektu zwolnienia dywidendy PL-REIT GTC z CIT. Po uwzględnieniu efektu REIT, dywidenda byłaby wyższa o 19% (podatek CIT); ** wartość zasilenia podano bez kosztów emisji

Źródło: opracowanie G.Mizerski, Fundacja Edukacji i Badań nad REITs

Dzięki emisji nowych akcji Spółka zapewni sobie z jednej strony kapitał na finansowanie działalności deweloperskiej (docelowo istotnie zmniejszonej), ale i zabezpieczy kapitał na zakup nowych atrakcyjnych aktywów do portfela, które zapewni zwiększenie FFO. W ten sposób zahamowaniu ulegnie trend zwiększania dźwigni (LTV), przejęcie atrakcyjnych nieruchomości komercyjnych zapewni stabilne, dodatnie *cash-flow* i wypłaty wyższej dywidendy. Docenią to inwestorzy, co przełoży się w dłuższej perspektywie zarówno na wycenę akcji jak i płynność obrotu. Powinien także nastąpić przede wszystkim jeszcze szybszy, ale i stabilny wzrost notowań w dłuższym terminie. Gdyby jednak GTC nie przekształciło się w PL - REIT i jednocześnie zarząd chciałby utrzymać zadeklarowaną politykę dwucyfrowego zwiększania dywidendy, ze względu chociażby na chęć zmniejszenia różnic z dywidendami PL-REITs, to automatycznie zwiększy się średnioważony koszt kapitału (WACC). Podniesienie stopy dywidendy do 4% - 4,5%, czyli konkurencyjnego

poziomu zapowiadanego przez PL-REITs, oznaczać będzie istotny wzrost WACC (do poziomu ok. 3,2% - 3,5% z 2,88% obecnie). Utrudni to spółce przejmowanie najlepszych obiektów i osłabi jej pozycję konkurencyjną (tabela 6).

Tabela 6. GTC SA: wpływ wysokości dywidendy na WACC.

Liczba akcji (w mln szt.)	460	460	460	460
Cena akcji (w PLN)	9,00	9,00	9,00	9,00
wartość dywidendy (w PLN na akcję)	0,27	0,35	0,45	0,50
stopa dywidendy	3,00%	3,89%	5,00%	5,56%
koszt kapitału własnego	4,03%	4,93%	6,05%	6,61%
WACC	2,88%	3,19%	3,58%	3,78%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportu rocznego GTC SA za 2016 rok
Średni ważony koszt kapitału (WACC) obliczony metodą dywidendową Gordona

Być może opcją strategiczną dla GTC byłby podział Spółki na dwa podmioty: jeden z modelem deweloperskim, a drugi typu REIT: REIT- GTC byłby odbiorcą projektów od deweloperskiego GTC (oczywiście na warunkach rynkowych, dla uniknięcia zarzutu transferu wartości). Taki podział byłby też jasny i czytelny dla inwestorów: ci, z wyższym apetytem na zysk, ale i wyższą tolerancją ryzyka rynkowego wybieraliby GTC deweloperski, a Ci, którzy unikają ryzyka i preferują strategię stabilnych „10% rocznie, co roku” wybraliby GTC - REIT. Jednak podział spółki to duże wyzwanie organizacyjne – prościej byłoby chyba wydzielenie wybranych aktywów i konwersję ich w GTC-REIT. Opcją strategiczną może być także sprzedaż części dywidendowej (nabywcy to m.in. polskie REITy, którzy ustawią się po te aktywa w kolejce). Pozyskane ze sprzedaży środki zostaną mogłyby być zainwestowane w nowe projekty deweloperskie (taki klasyczny model deweloperski stosuje np. Ghelamco). Możliwe będzie także wydzielenie aktywów dywidendowych i konwersja w PL-REIT, ale pytanie kto zechciałby być akcjonariuszem spółki, w których są tylko projekty w fazie

deweloperskiej? Tak czy inaczej kluczem do podniesienia atrakcyjności wydaje się być zmniejszenie projektów w fazie deweloperskiej na rzecz modelu *stricte* dywidendowego. Budowanie wartości w oparciu o dwa sprzeczne ze sobą modele biznesowe, dodatkowo bez korzystania ze struktury REIT, w perspektywie systemowych zmian na polskim rynku nieruchomości komercyjnych wydaje się trudne do utrzymania.

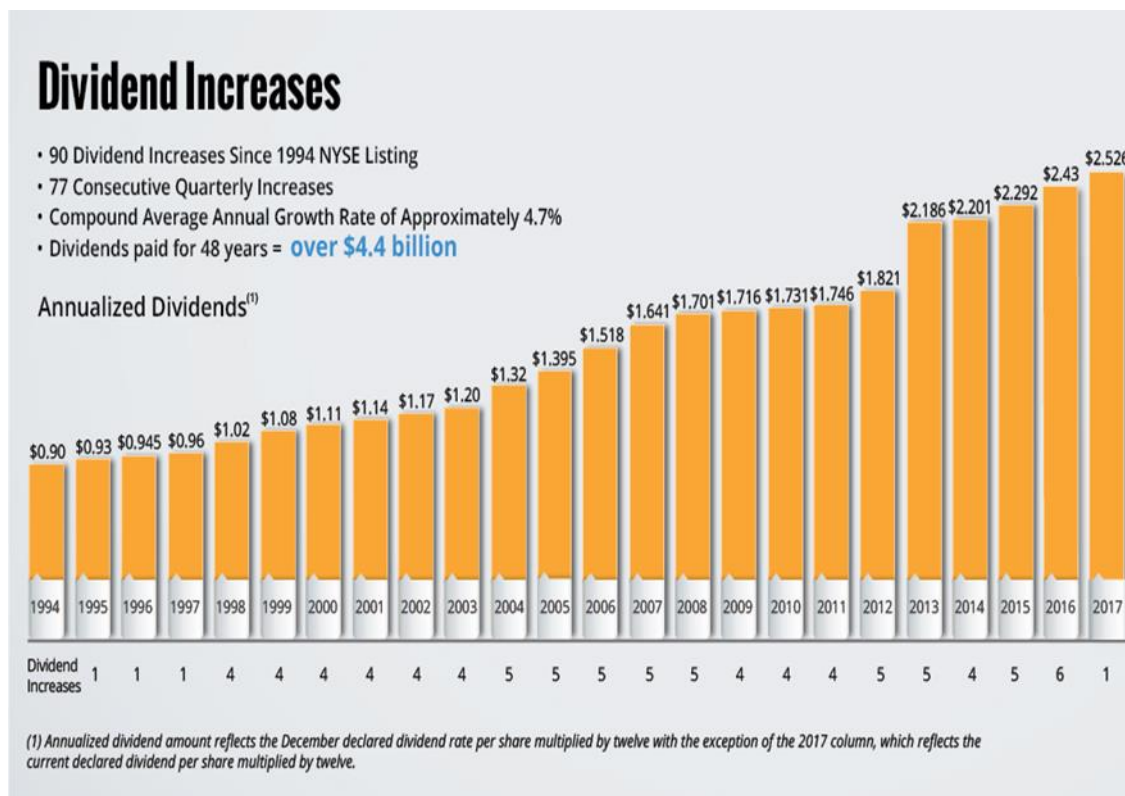
Podsumowanie

Model hybrydowy – dewelopersko - dywidendowy stosowany przez GTC SA jest mniej atrakcyjny dla inwestorów niż model *stricte* dywidendowy. Tezę tę potwierdza np. różnica w wartościach całkowitej stopy zwrotu WIG - Spółek dywidendowych w ostatnich 10 latach w porównaniu ze stopą zwrotu GTC: w latach 2007-2017 inwestor GTC poniósł stratę na poziomie ok. minus 80%, a akcjonariusz spółek dywidendowych tworzących indeks WIG_DY Yield zyskał ok. 250%. I o ile notowania GTC w okresie 2012-2017 wzrosły o ok. 48%, to jednak nie sądzę, aby rozwój, oparty na intensywnych działaniach w fazie deweloperskiej i zasilania jej przychodami z czynszów – czyli transferowanie wartości z modelu dywidendowego do deweloperskiego z jakim mamy do czynienia obecnie, będzie trwały i mało ryzykowny. Nadchodzi trwała zmiana strukturalna na polskim rynku nieruchomości. Pojawienie się PL-REITs, podmiotów prowadzonych przez w pełni profesjonalne zarządy, posiadające w portfelu atrakcyjne nieruchomości i wypłacające wysoką dywidendę oznacza gwałtowne zaostrzenie konkurencji dla firm typu GTC SA - nie będących REIT-ami. Dodatkowo, w sytuacji zwiększonego popytu na nieruchomości komercyjne, ich stopy kapitalizacji spadną, a potencjalnie nowi kupujący (PL-REITs) będą uprzywilejowani podatkowo i będą mogli zapłacić sprzedającym więcej. Oznacza to, że spółki typu GTC będą stały przed podwójnym zagrożeniem: ich koszt kapitału nieuchronnie wzrośnie, bowiem akcjonariusze będą domagać się wyższych dywidend, a to prowadzi do wzrostu WACC. Podmioty te, będą musiały konkurować dywidendą, co oznacza zwiększenie kosztu pieniądza. Jednocześnie nastąpi naturalna kompresja *cap rate* wynikająca ze zwiększonego popytu na nieruchomości komercyjne. Zmniejszająca się różnica pomiędzy obniżającą się stopą kapitalizacji a zwiększonym WACC, oznacza niższą zdolność do generowania wartości, bo to przecież marża pomiędzy kosztem pieniądza a WACC jest jednym z ważnych jej źródeł. Jednocześnie utrudnione będzie pozyskiwanie kapitału z emisji akcji. W konsekwencji dla podmiotów z wyższym WACC pozostanie przejmowanie obiektów z wyższą stopą kapitalizacji, co oznacza zwiększenie ryzyka. Pomieszanie modeli i

różnego typu ryzyka jakie ma miejsce w GTC musi zostać zauważone przez inwestorów – szczególnie po ogólnopolskiej kampanii edukacyjnej jaką zamierza przeprowadzać nowopowstający sektor PL-REITs. Może więc pogorszyć się jakość ich portfela, obniżyć jakość bilansów, utrudniona zostanie ekspansja. Taka sytuacja prędzej czy później zostanie dostrzeżona przez Mr. Market. Spółka, aby dotrzymać obietnic dotyczących wzrostu dywidendy, ale i utrzymać pozycję konkurencyjną musi stać się REIT-em: wymusi to na nich nowa rzeczywistość A.D. 2018, która oznacza wielkie zmiany strukturalne dla wszystkich uczestników polskiego rynku nieruchomości komercyjnych.

Analitik Domu Maklerskiego PKOBP wydający ostatnią marcową rekomendację dla GTC oczekuje, że „w ciągu najbliższych 2-3 lat najistotniejszym czynnikiem wzrostu powierzchni najmu nie będą już akwizycje, jak w 2016 r., ale własne projekty Spółki (cytat z rekomendacji). Moje spojrzenie jest inne – oczekiwałbym, że Spółka zmieni swoje nastawienie do struktury typu REIT i odejdzie od modelu deweloperskiego (ryzykownego) na rzecz w pełni dywidendowego. Taki strategiczny *pivot* oznaczać będzie przede wszystkim dynamiczną akwizycję dobrze „yieldujących” projektów, które minimalizują ryzyko biznesowe, przyczyniać się będą do zwiększenia FFO i stabilnych wypłat dywidendowych. Dopiero taka strategiczna zmiana może zapewnić stałe, przewidywalne wypłaty i stabilny wzrost kursu, tym bardziej, że WACC GTC jest wciąż na bardzo niskim poziomie. Konwersja w REIT czy utworzenie spółki - córki PL-REIT (*spin-off*) wymaga m.in. większej kontroli finansowej, rodzic będzie napięcia po stronie *cash-flow* i jest dużym wyzwaniem dla kadry kierowniczej, szczególnie dla CFO, ale zapewnia coś, co akcjonariusze lubią najbardziej: stałe i stabilne wypłaty i najczęściej zwiększającą się dywidendę. GTC jeśli tylko będzie chciało, poradzi sobie z tym wyzwaniem.

Życzę Spółce, aby wytrwała w decyzji bycia spółką dywidendową i aby systematycznie zwiększała poziom wypłat. Życzę wszystkim akcjonariuszom, aby GTC została PL-REIT. GTC powinna stać się polskim dywidendowym „wzorem z Sevres” sektora nieruchomości, bo ma ku temu wszystkie atrybuty. Wzorem dla Spółki może być amerykański REIT - Realty Income Corp. – ikona spółek dywidendowych w USA. Realty Income to podmiot, który od 1994 roku – nieprzerwanie przez 23 lata (sic) - podwyższa dywidendę (wykres poniżej).



Na zakończenie przedstawiam zestawienie całkowitej stopy zwrotu (*total return* czyli dywidenda plus wzrost kursu) wybranych spółek dywidendowych US-REITs z lat 2012-2017 (tabela 6). Życzę akcjonariuszom GTC podobnej stopy zwrotu w nadchodzących latach.

Tabela. 6. Stopa zwrotu z wybranych US-REITs w latach 2012 (lipiec) - 2017 (styczeń)

	nazwa REIT	całkowita stopa zwrotu (<i>total return</i>)
1	CoreSite Realty Corporation	292%
2	Gramercy Property Trust	214%
3	The GEO Group inc.	196%
4	Extra Space Storage inc.	173%
5	Agree Realty Corporation	171%
6	Equinix Inc.	148%
7	CubeSmart	145%
8	Equity Lifestyle Properties Inc.	141%
9	EPR Properties	138%
10	Ryman Hospitality Corporation	137%

Źródło: G.Mizerski, Fundacja Edukacji i Badań nad REITs na podstawie NAREIT i SNL

I jeszcze *post scriptum*: John D. Rockefeller, wspomniany w motto, uznany został za najbogatszego człowieka w historii. Jego majątek w szczytowym okresie szacowany jest na ok. 331 mld USD i przewyższał ponad trzykrotnie wartość majątku Billa Gatesa (101 mld USD) i ponad sześciokrotnie majątek legendarnego inwestora Warrena Buffetta (64 mld USD)²⁹.

Zastrzeżenia: nie jestem akcjonariuszem GTC SA, nie zamierzam nabyć akcji GTC SA w najbliższych tygodniach. Powyższy tekst nie został zamówiony, ani tym bardziej opłacany przez konkurencję.

Literatura:

1. Allen, M., Madura, J., Springer, T., (2000). *REIT Characteristics and the Sensitivity of REIT Returns*. Journal of Real Estate Finance and Economics, 21(2), 141.
2. Ambrose, B.W., Linneman, P., (2001). *Organizational Structure and REIT Operating Characteristics*, The Journal of Real Estate Research 21(3):141-162.
3. Anderson, R., Conner, P., Liang, Y. (2001). *Dimensions of REIT Pricing: Size, Growth, and Leverage*. Prudential Real Estate Investors.
4. APREA 2014, *Asia Pacific REITs: a comparative regulatory & tax study*, June 2014.
5. Arystoteles (2013), *Kategorie. Analizy pierwsze. Analizy wtórne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
6. Brounen, D., Laak, M. (2005). *Understanding the discount: Evidence from European property shares*. Journal of Real Estate Portfolio Management, 11(3), 241-251.
7. Barclay, M. J., Heitzman, S. M., Smith, C. W. (2013). *Debt and taxes: evidence from the real estate industry*. Journal of Corporate Finance, 20, 74-93.
8. Bryx M, i Matkowski, M (2001), *Inwestycje w nieruchomości*, Poltext, s. 5-221.
9. Chan, S. H., Erickson, J., Wang, K. (2003). *Real estate investment trusts: Structure, performance, and investment opportunities*. Oxford University Press.
10. Chaudhry, M., Maheshwari, S., Webb, J., (2004). *REITs and Idiosyncratic Risk*. Journal of Real Estate Research, 26(2), 207-222.
11. Chiang, T. C., Lean, H. H., Wong, W. K. (2007). *Do REITs Outperform Stocks and Fixed-Income Assets? New Evidence from Mean-Variance and Stochastic Dominance Approaches*. (June 1, 2007). Drexel College of Business Research Paper, (2008-03).
12. Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). *A simple approximation of Tobin's q*. Financial management, s. 70-74.
13. Dobija, D. (2003). *Pomiar i sprawozdawczość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*. Akademia Leona Kozłowskiego.s.220-221.
14. EPRA, *Loan Value Report*. December 2016.
15. Forys, I. (2014). *Zarządzanie przestrzenią w gospodarowaniu nieruchomościami*. Wydawnictwo Poltext.
16. Gentry, B., Kemsley, D., Mayer, C. (2000). *Are Dividend Taxes Capitalized into Share Prices: Evidence from Real Estate Investment Trusts*. Journal of Finance. 1-46, <https://scholar.google.ch/scholar?hl=pl&q=1.%09%28Gentry%2C+Kemsley+i+Mayer+%282000&btnG=&lr=>

²⁹ Źródło <http://www.nasdaq.com/article/the-rockefeller-stock-i-want-to-own-forever-cm94521>

17. Gentry, B., Kemsley, D., & Mayer, C (2001), *Dividend Taxes and share prices: evidence from real estate investment trusts*. Working Paper 8486 <http://www.nber.org/papers/w8486>, s. 1-39, s. 4. dostęp 17 maja 2016.
18. Getry, W. M., Kemsley, D., Mayer, C. J. (2003). *Dividend taxes and share prices: evidence from real estate investment trusts*. The Journal of Finance, 58(1), 261-282
19. Graff, R., Harrington, A., & Young, M. (2009). *The shape of Australian real estate return distributions and comparisons to the United States*. Journal of Real Estate Research.
20. Hardin III, W., & Hill, M. D. (2008). *REIT dividend determinants: excess dividends and capital markets*. Real Estate Economics, 36(2), 349-369.
21. Hartzell, J. C., Kallberg, J. G., Liu, C. H. (2008). *The role of corporate governance in initial public offerings: evidence from real estate investment trusts*. Journal of Law and Economics, 51(3), 539-562.
22. Jarugowa, A., & Fijałkowska, J. (2002). *Rachunkowość i zarządzanie kapitałem intelektualnym: koncepcje i praktyka*. Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr. s. 129-130).
23. Kawaguchi, Y., Sa-Aadu, J., Shilling, J. D. (2004). *Return Premium to REIT Leverage*. Mimeo, Waseda University. 4-48.
24. Krewson-Kelly S., Thomas B.R., (2016), *The Intelligent REIT Investor, How to build wealth with Real Estate Investment Trusts*, Wiley& Sons, Inc., Hoboken New Jersey.
25. Kudła J. (2009), *Instrumenty finansowe i ich zastosowania*. Warszawa: Wydawnictwo Key Text, s. 53-73.
26. Mazurczak A (2011). *Znaczenie funduszy nieruchomości typu Real Estate Investment Trust (REITs) w rozwoju rynku nieruchomości w Polsce*. Praca doktorska. Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2011.
27. Mizerski, G (2016) „*Real estate investment trusts – efektywne inwestowanie na rynku nieruchomości*”, CeDeWu Warszawa.
28. Riddiough A, T., & Steiner, E. *One size does not fit all: REIT capital structure and firm value*, EPRA, 2015.
29. Tobin, J. (1969). *A General Equilibrium Approach To Monetary Theory*. Journal of Money, Credit and Banking. 1 (1): 15–29
30. Yong, J., Singh, A. (2015). *Interest rate risk of Australian REITs: A panel analysis*. Pacific Rim Property Research Journal, 21(1), 77-88.

O Autorze:

Praktyk i teoretyk; autor pierwszej w Polsce monografii dotyczącej REITs, b. pracownik naukowy SGH i wieloletni menedżer instytucji finansowych (banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne). Obecnie zajmuje się organizowaniem finansowania dla projektów inwestycyjnych, w tym z rynku nieruchomości komercyjnych (ok. 1 mld PLN pozyskanego finansowania) oraz jest w trakcie obrony rozprawy doktorskiej dotyczącej real estate investment trusts (SGH). Współzałożyciel i Prezes Fundacji Edukacji i Badań nad REITs.