



# FUNDACJA EDUKACJI I BADAŃ NAD REITs

**Inwestycja w mieszkanie na wynajem**

***versus***

***real estate investment trusts (REIT-y):***

**mocne i słabe strony, główne ryzyka i  
projekcja zyskowności**

*Fundacja Edukacji i Badań nad REITs*



Akademia  
Inteligentnego  
Oszczędzania

Warszawa, sierpień 2018

## 1. Wstęp

Niskie stopy procentowe skutkujące małą atrakcyjnością lokat bankowych i wzrastający poziom zamożności społeczeństwa, to dwa najważniejsze katalizatory boomu na zakup mieszkań na wynajem. Powszechnie uważa się, że nieruchomości mieszkaniowe są dobrym zabezpieczeniem przed inflacją, a materialny ich wymiar wzmacnia opinię bezpiecznego inwestowania w nieruchomości, jakim cieszą się tego typu inwestycje alternatywne. Polacy od kilku lat powszechnie wycofują środki finansowe z lokat i inwestują w tę klasę nieruchomości. Od kilku lat w największych miastach w Polsce mieszkania wykupywane są na pniu, a deweloperzy realizują największe od kilku lat marże.

Niestety, ostatni rok przyniósł zmniejszenie atrakcyjności tej formy inwestycji w nieruchomości. Duży przyrost wolnych lokali jaka wpłynęła w ostatnich latach na rynek i jednoczesny wzrost cen ich spowodował obniżenie zysków. Jak podaje Business Insider <https://businessinsider.com.pl/finanse/inwestowanie/czy-wynajem-mieszkania-to-dobra-inwestycja/40ts2tk> rentowność wynajmu mieszkań ogółem spadła i wynosi w największych miastach ok. 4%. Czy to początek końca mieszkaniowej hossy – pyta Puls Biznesu? <https://www.pb.pl/poczatek-konca-hossy-mieszkaniowej-936418>.

## 2. Mocne i słabe strony inwestycji

Według powszechnych opinii, zakup mieszkania na wynajem to bardzo atrakcyjna i bezpieczna forma lokowania nadwyżek finansowych. Dobra lokalizacja np. w centrach dużych miast, w okolicy ośrodków akademickich, dobrze skomunikowane, o średniej wielkości (dwu i trzypokojowe o powierzchni ok. 50-70 m<sup>2</sup>) może przynieść stały dochód z wynajmu i całkowite stopę zwrotu kilkakrotnie przewyższającą oprocentowanie lokat bankowych (obecnie ok. 1,0-1,5% dla lokaty rocznej).

Planując zakup mieszkania na wynajem warto też zastanowić się nad specyfiką tej inwestycji i jej głównymi atrybutami, gdyż wiele czynników umyka potencjalnym inwestorom. Poniżej przedstawiono mocne i słabe strony inwestowania w mieszkanie na wynajem *versus* inwestowanie w REIT-y (tabela 1).

**Tab.1 Opis mocnych i słabych stron**

	<b>główne atrybuty inwestycji</b>	<b>mieszkanie na wynajem</b>	<b>REIT-y</b>
1	minimalna wysokość inwestycji początkowej	<b>wysoka</b> ; kilkaset tysięcy złotych lub kilkadziesiąt tysięcy, jeśli kupowane z wykorzystaniem kredytu	<b>niska</b> (kilkadziesiąt euro/usd dla samodzielnego inwestowania); dla funduszy specjalistycznych inwestycja początkowa min.50 tys. zł.
2	całkowita stopa zysku (zwrotu, średniorocznie)	<b>średnia</b> ; 3-5% rocznie brutto (w zależności od lokalizacji i wyposażenia)	<b>wyższa</b> ; potwierdzona historycznie: ok. 9% (w EU) w okresie ostatnich 20 lat, do ok. 12% w USA (w okresie ostatnich 40 lat)
3	potencjał na stopę zwrotu powyżej średniej	<b>niewielki</b> (w zależności od cen na rynku nieruchomości)	<b>duży</b> (w zależności od REIT-a); wiele REIT-ów generuje stopę zysku >12% średniorocznie
4	potwierdzone wyniki w dostarczaniu stopy zwrotu	<b>duże</b> (jako klasa aktywów)	<b>bardzo duże</b> (20 lat w EU i > 40 lat w USA)
5	wyjście z inwestycji	<b>utrudnione</b> - mieszkania jako klasa aktywów są zazwyczaj mało płynne; przy potrzebie szybkiej sprzedaży konieczność obniżenia ceny o 10-20%	<b>nieograniczona i szybka</b> ; płynność na instrumentach udziałowych amerykańskich REIT-ów jest na poziomie ok.7 mld USD dziennie
6	jakość zysków	<b>niska do wysokiej</b> (uzależnione od lokalizacji i przychodów)	<b>wysoka</b> : potwierdzona, wieloletnia historia wypłat, obligatoryjny charakter wypłat; wysoka jakość nieruchomości, wysokiej jakości najemcy
7	zwolnienie podatkowe przychodów	ryczałt 8,5% od przychodów	<b>tak</b> ; REIT-y są zwolnione z CIT pod warunkiem wypłaty osiągniętych zysków
8	wysokość zysków (dywidendy)	<b>zmienna</b> , uzależniona od przychodów czynszowych	wysoka powtarzalność wypłat i wysoki ich poziom; stopa dywidendy ok.3,5% dla EU-REITs, ok. 5% w US-REITs
9	potencjał na wzrost wartości inwestycji	<b>tak</b> , ale dla najlepszych lokalizacji	<b>tak</b> , stopa zwrotu >12% średniorocznie dla najlepszych REIT-ów
10	interwały wypłaty zysków	miesięczne	miesięcznie, kwartalnie, rocznie

*Inwestycja w mieszkanie na wynajem vs. REIT-y: porównanie mocnych i słabych stron, opis głównych klas ryzyka i projekcja zyskowności. Fundacja Edukacji i Badań nad REITs, sierpień 2018.*

11	forma własności	inwestycja bezpośrednia w nieruchomości	inwestycja w specjalne papiery wartościowe, oparte na własności setek i tysięcy nieruchomości komercyjnych wielkiej wartości (sekurytyzacja nieruchomości)
12	charakter inwestycji	materialny (nieruchomość <i>sensu stricte</i> )	niematerialny (specjalne papiery wartościowe)
13	potrzeba wiedzy nt. zarządzania nieruchomością	tak (preferowane)	nie
14	perspektywa inwestycyjna	długa (kilka lat)	długa (kilka lat)
15	ochrona przed inflacją	dobra (dla najlepszych obiektów)	bardzo dobra (ogółem jako dla kategorii aktywów)
16	możliwość dziedziczenia	tak	tak
17	podatek od zysków	pobierany przy sprzedaży nieruchomości w okresie 5 lat od jej zakupu (19% od zysków)	tak, podatek od zysków kapitałowych i dywidendy (19% od zysków)
18	sposób wyceny	uznaniowy	zobiektywizowany ( <i>via</i> giełdy papierów wartościowych)
19	zmienność wycen	niska	wysoka (tak, jak innych papierów wartościowych na giełdach)
20	sezonowość przychodów	niska do wysokiej (uzależnione od lokalizacji i najemcy)	brak sezonowości
21	potrzeba zaangażowania czasowego inwestora	brak (w przypadku korzystania z usług firm zarządzających) do aktywne zaangażowanie	minimalna
22	ryzyko związane z brakiem przychodów z wynajmu	duże do bardzo duże (jeśli tylko jedna nieruchomość)	brak (REIT-y są właścicielami setek, a nawet tysięcy, różnych nieruchomości)
23	potencjał do efektywnej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego	średni	bardzo duży; REIT-y powszechnie postrzegane są za klasę aktywów, która efektywnie dywersyfikuje portfel mieszany

Legenda

**ocena negatywna**

**ocena neutralna (średnia)**

**ocena pozytywna**

Źródło: Fundacja Edukacji i Badań nad REITs

### 3. Podstawowe ryzyka

Czy mieszkanie na wynajem to inwestycja idealna? Raczej nie, bowiem nie ma inwestycji idealnych. Jeśli tak, to na co trzeba zwrócić uwagę?

Poniżej przedstawiamy opis najważniejszych ryzyk dla obu typów inwestycji: mieszkań na wynajem *versus* REIT-y (tab.2).

**Tab. 2. Inwestowanie w mieszkanie na wynajem vs. REIT-y - głównych opis klas ryzyka**

lp.	Główne ryzyka	mieszkanie na wynajem	REIT-y
1	ryzyko złej lokalizacji	<b>niskie - do bardzo wysokiego</b> zła lokalizacja może prowadzić do braku najemców i utraty części dochodu z wynajmu	<b>bardzo niskie</b> kapitałowe REIT-y mają w swoich portfelach setki, a nawet tysiące różnych nieruchomości komercyjnych.
2	ryzyko zakupu powyżej ceny rynkowej	<b>średnie</b> zakup mieszkania w okresie hossy i oferowana stawka za metr kwadratowy są często bardzo wysokie; wysokie ceny powodują niską całkowitą stopę zwrot z inwestycji i wydłużają horyzont inwestycyjny	<b>średnie</b> ceny instrumentów udziałowych emitowanych przez REIT-y zaczynają się od kilkunastu USD/EUR; instrumenty wyceniane są na giełdach papierów wartościowych i podlegają zmienności; moment zakupu instrumentu może być nieoptymalny
3	ryzyko koncentracji	<b>bardzo wysokie</b> zła lokalizacja pojedynczego mieszkania oraz brak innych obiektów w portfelu inwestora, naraża go na ryzyko utraty zysku w przypadku złej lokalizacji, niewypłacalnego najemcy czy dekonstrukcji na rynku wynajmu	<b>bardzo niskie</b> REIT-y mają w swoich portfelach setki, a nawet tysiące różnych nieruchomości komercyjnych. Inwestor w REIT otrzymuje zyski ze wszystkich nieruchomości w portfelu, proporcjonalnie do swego udziału

4	ryzyko stopy zwrotu	<p><b>niskie do wysokiego</b> zła lokalizacja skutkować może brakiem odpowiedniego obłożenia; nierzetelny wynajmujący może spowodować dodatkowe koszty; zła sytuacja na rynku nieruchomości może powodować okresy braku przychodów, etc. Dla najlepszych lokalizacji <b>ryzyko niskie</b></p>	<p><b>niskie do średniego</b> kursy instrumentów udziałowych poddane są zmienności, tak jak inne papiery wartościowe; jednocześnie REIT-y są uważane za defensywne (wskaźnik <i>beta US-REITs = 0,6</i>). Wyjście z inwestycji w okresie bessy może spowodować niższą stopę zwrotu; <b>ryzyko niższe</b> dla kilkuletniego horyzontu inwestycyjnego; zagraniczne REIT-y historycznie potwierdziły zdolność do generowania wysokich, stabilnych zysków (ok. 9% dla EU REITs i ok. 12% średniorocznie dla US-REITs)</p>
5	ryzyko przymusowej windykacji najemcy	<p><b>niskie do wysokie</b> wynajem nieodpowiedniemu najemcy może spowodować brak płatności czynszowych i ew. windykację za pomocą systemu sądowego, co oznacza niższą efektywność inwestycji</p>	<p><b>brak</b> w portfelach kapitałowych REIT-ów jest wiele setek czy tysięcy różnych obiektów, w różnych lokalizacjach; bankructwo najemcy nie wpływa istotnie na przychody czynszowe ogółem. Dodatkowo, np. w USA czynsze z nieruchomości są pod ochroną i ich regulowanie ma pierwszeństwo przed innymi zobowiązaniami (np. z tytułu zaciągniętych kredytów)</p>
6	ryzyko kredytu bankowego	<p><b>wysokie</b> w przypadku złej lokalizacji czy braku przychodów kredyt może nie być obsługiwany, co oznacza potrzebę dopłacania przez inwestora do inwestycji; dla inwestycji gotówkowej <b>brak ryzyka</b></p>	<p><b>średnie</b>; kapitałowe REIT-y korzystając z zadłużania zewnętrznego, ale w niektórych systemach REIT-owych jego poziom jest limitowany ustawowo (np. Francja, Niemcy, Wielka Brytania) co oznacza <b>niższe ryzyko</b>; w przypadku REIT-ów hipotecznych, ze względu na stosowaną wysoką dźwignię finansową - <b>ryzyko wysokie</b></p>
7	ryzyko uszkodzenia mieszkania/wyposażenia	<p><b>niskie do wysokie</b> najemcy mogą spowodować nieprzewidziane remonty lub utratę wyposażenia, a ich koszt może przekroczyć wysokość kaucji; ryzyko można zmniejszyć poprzez wykupienie polisy</p>	<p><b>bardzo niskie</b> (ze względu na dużą liczbę obiektów w portfelu, dewastacja jednego obiektu w minimalnym stopniu wpływa na przychody ogółem). Ryzyko sił wyższych (np. powodzią) niwelowane przez wykupienie polis ubezpieczeniowych</p>

8	ryzyko braku przychodów czynszowych	<b>średnie:</b> zmiana najemcy wiąże się zazwyczaj z okresem beczynszowym, który może trwać kilka miesięcy; dodatkowo pojawić się mogą koszty prowizji przy korzystaniu z usług pośredników	<b>bardzo niskie:</b> ze względu na dużą i bardzo dużą liczbę obiektów w portfelu brak przychodów z jednego obiektu w minimalnym stopniu wpływa na przychody ogółem czy wartość wypłacanych dywidend
9	ryzyko zwiększonych stóp procentowych	<b>niskie do wysokiego</b> w okresach zwiększających się stóp procentowych, oznaczających wyższe koszty kredytu i niższą rentowność wynajmu tych mieszkań, które finansowane są kredytem	<b>niskie do wysokiego</b> w okresach zwiększającej się inflacji, kapitałowe REIT-y zazwyczaj notują podwyższone zyski (indeksacja umów; wyższy popyt na powierzchnie komercyjne); <b>ryzyko wyższe</b> w przypadku REIT-ów hipotecznych ( <i>mortgage REITs</i> )
10	ryzyko niskiej płynności	<b>niskie do wysokiego</b> w okresach dekonunktury sprzedaż mieszkania jest utrudniona i może wiązać się ze znacznym dyskontem (10-20%)	<b>bardzo małe</b> średni obrót instrumentami udziałowymi emitowanymi REIT-ów np. w USA sięga 7 mld USD dziennie
11	ryzyko dźwigni finansowej	<b>brak</b> (w przypadku zakupu za gotówkę) lub <b>wysokie</b> w przypadku złej lokalizacji (braku przychodów z czynszów) kredyt może nie być obsługiwany, co może oznaczać dopłacanie przez inwestora do inwestycji	<b>niskie do wysokiego:</b> w zależności od REIT-a; REIT-y, tak jak inne podmioty gospodarcze korzystają z dźwigni finansowej w celu finansowania swoich inwestycji. Zbyt wysoka dźwignia oznacza wyższe koszty odsetkowe i mieć negatywny wpływ na wysokość wypłacanej dywidendy; dla hipotecznych REIT-ów udzielających pożyczek hipotecznych stosujących nadmierną dźwignię wyższe ryzyko
12	ryzyko walutowe	w przypadku inwestowania w mieszkania w PL (w walucie krajowej) <b>brak ryzyka</b> . W przypadku korzystania z finansowania bankowego w walucie obcej - <b>ryzyko duże</b>	ze względu na inwestowanie w walucie zagranicznej - <b>wysokie</b> - w przypadku inwestowania samodzielnego; <b>niższe</b> w przypadku inwestowania <i>via</i> fundusz specjalistyczny

brak lub minimalne ryzyko	niskie ryzyko	ryzyko niejednoznaczne (średnie)
wysokie ryzyko	bardzo wysokie ryzyko	

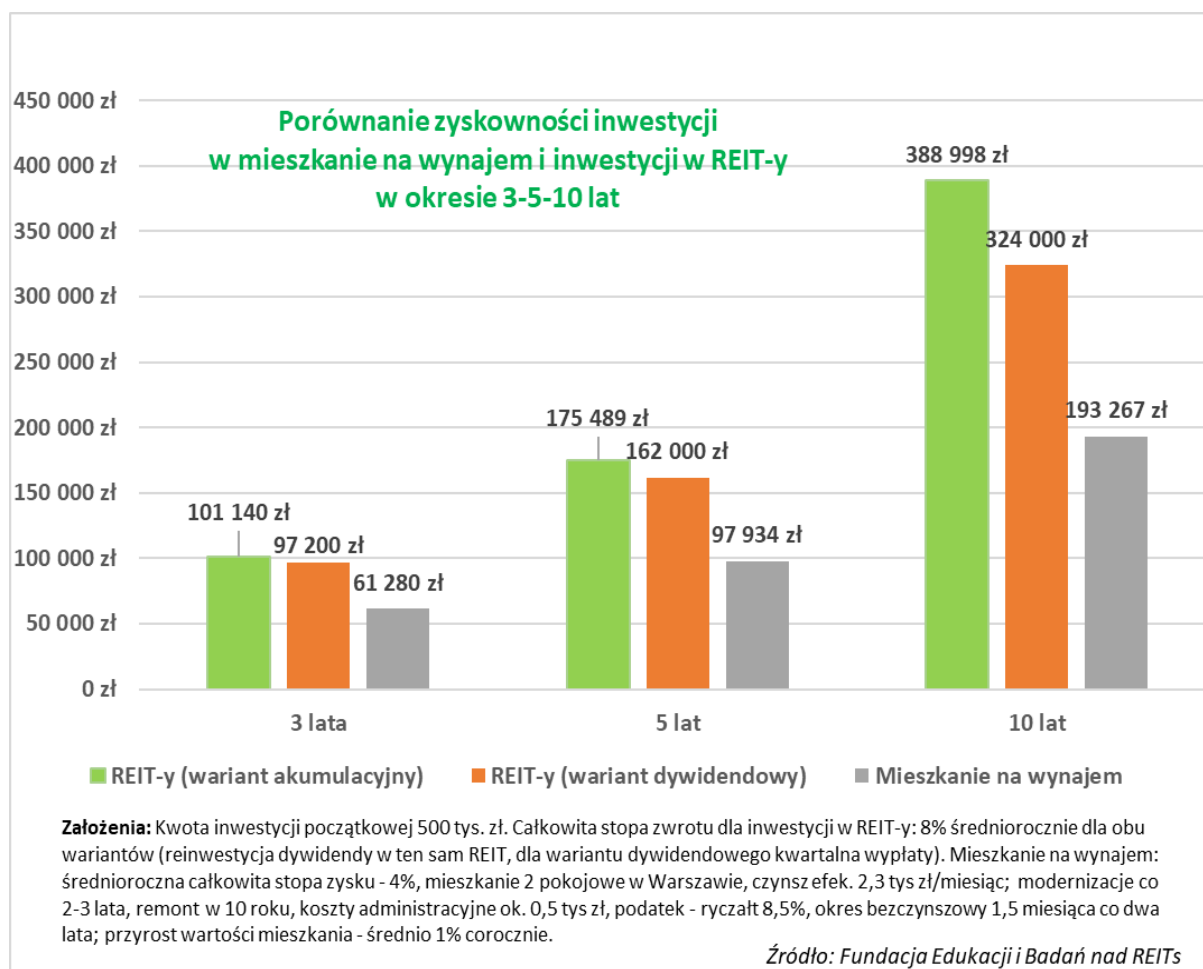
Źródło: Fundacja Edukacji i Badań nad REITs

#### 4. Ile możemy zarobić na inwestycji polegającej na zakupie mieszkania na wynajem?

Jeśli znamy już atrybuty obu typów inwestycji oraz ich podstawowe ryzyka, które musimy podjąć, aby uzyskać zysk, to przyjrzyjmy się potencjalnej nagrodzie.

Poniżej symulacja zyskowności obu typów inwestycji dla trzech okresów: 3, 5 i 10 lat z tym, że dla mieszkania przyjęto zakup mieszkania w Warszawie, 2 pok. o powierzchni ok. 54 m, którego łączna wartość (z podstawowym wyposażeniem) to ok. 500 tys. zł, bez wykorzystania kredytu bankowego. Efektywny czynsz za takie mieszkanie to ok. 2 300 zł/miesięcznie.

Dla REIT-ów przedstawiono inwestowania w tę klasę aktywów w dwóch wariantach: reinwestowanie otrzymywanych dywidend<sup>1</sup> (REIT-y - wariant akumulacyjny) oraz wariant klasyczny – z dywidendami wypłacanymi (wykres poniżej).



<sup>1</sup> Dywidenda – część osiągniętego zysku w danym roku obrotowym, a wypłacanego przez przedsiębiorstwo przypadająca na akcjonariusza/udziałowca proporcjonalnie do jego udziału. REIT-y obligatoryjnie muszą wypłacać prawie cały swój zysk, aby utrzymać uprzywilejowany status podatkowy (zwolnienie z podatku CIT).



Według przedstawionej symulacji, inwestowanie w REIT-y powinno przewyższyć zyskownością inwestowanie w mieszkanie na wynajem - w każdym z przedstawionych okresów. Najwyższa różnica powinna pojawić się w perspektywie 10-letniej; zysk netto (po podatku Belki) z inwestowania w REIT-y w wariantcie akumulacyjnym, powinien osiągnąć poziom ok. 389 tys. złotych dla wariantu z wypłacanymi dywidendami; zysk z REIT-ów z wypłacanymi dywidendami powinien kształtować się na poziomie ok. 324 tys. zł (tj. ok. 65 tys. zł mniej).

Na mieszkaniu na wynajem (przy założeniu głównym, że nie zostało ono w tym okresie sprzedane) zysk netto powinien wynieść ok. 193 tys. zł., czyli **mniej o 196 tys.** (wariant REIT akumulacyjny) i **ok. 131 tys. mniej** w wariantcie wypłacania dywidend.

Oczywiście, trzeba wziąć pod uwagę, że przedstawiona symulacja jest uproszczeniem. Realne zyski mogą się różnić od wartości podanych na wykresie w zależności od lokalizacji mieszkania, typów najemców, realnej stopy wzrostu PKB w danym roku i wielu innych wskaźników makroekonomicznych takich jak stopy inflacji, nierównowagi na rynku mieszkaniowym, stanie gospodarki, *etc.*,

Warto też podkreślić, że wybrane, publiczne REIT-y europejskie mają potwierdzoną historycznie średnią stopą zwrotu na poziomie ok. 8% średniorocznie<sup>2</sup> (za kilkanaście ostatnich lat), zaś publiczne REIT-y amerykańskie – osiągają stopę zwrotu na poziomie ok. 12% średniorocznie za okres od 1972 roku do 2017)<sup>3</sup>.

***Opracowanie: Fundacja Edukacji i Badań nad REITs***

*Zastrzeżenie prawne: Przy inwestowaniu w mieszkania na wynajem czy w instrumenty udziałowe emitowane przez REIT-y należy pamiętać o wszystkich ryzykach związanym z obiema formami inwestowania. Prezentowany materiał jest tylko opisem autorskiego spojrzenia na rynek mieszkań na wynajem w Polsce i real estate investment trust (REITs) jako klasę aktywów. Nie powinien być on w szczególności rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna, analiza finansowa, usługa doradztwa inwestycyjnego, doradztwa podatkowego ani jako inna podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych dotyczących inwestycji w określone instrumenty finansowe. Skorzystanie z niniejszego materiału jako podstawy bądź przesłanki do podjęcia decyzji inwestycyjnej następuje wyłącznie na ryzyko osoby, która taką decyzję podejmuje. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem najlepszej wiedzy i opinii autorów na dzień publikacji i mogą ulegać zmianie bez zapowiedzi. W takim przypadku Fundacja Edukacji i Badań nad REITs nie ma obowiązku aktualizacji tego materiału. Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu przepisów kodeksu cywilnego, oferty publicznej w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych („Ustawa o ofercie”), jak również nie stanowi jakiegokolwiek formy promowania nabycia lub objęcia papierów wartościowych lub zachęcania do ich nabycia lub objęcia w rozumieniu art. 53 Ustawy o Ofercie.*

<sup>2</sup> Dane Europejskiego Zrzeszenia EPRA, [www.epra.com](http://www.epra.com)

<sup>3</sup> Dane Amerykańskiego Stowarzyszenia REIT-ów, NAREIT, [www.reit.com](http://www.reit.com)