

**BZ WBK AIB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.**  
**pl. Wolności 16, 61-739 Poznań**  
**telefon: (+48) 61 855 73 22**  
**fax: (+48) 61 855 73 21**

Poznań, dnia 1 czerwca 2010 r.

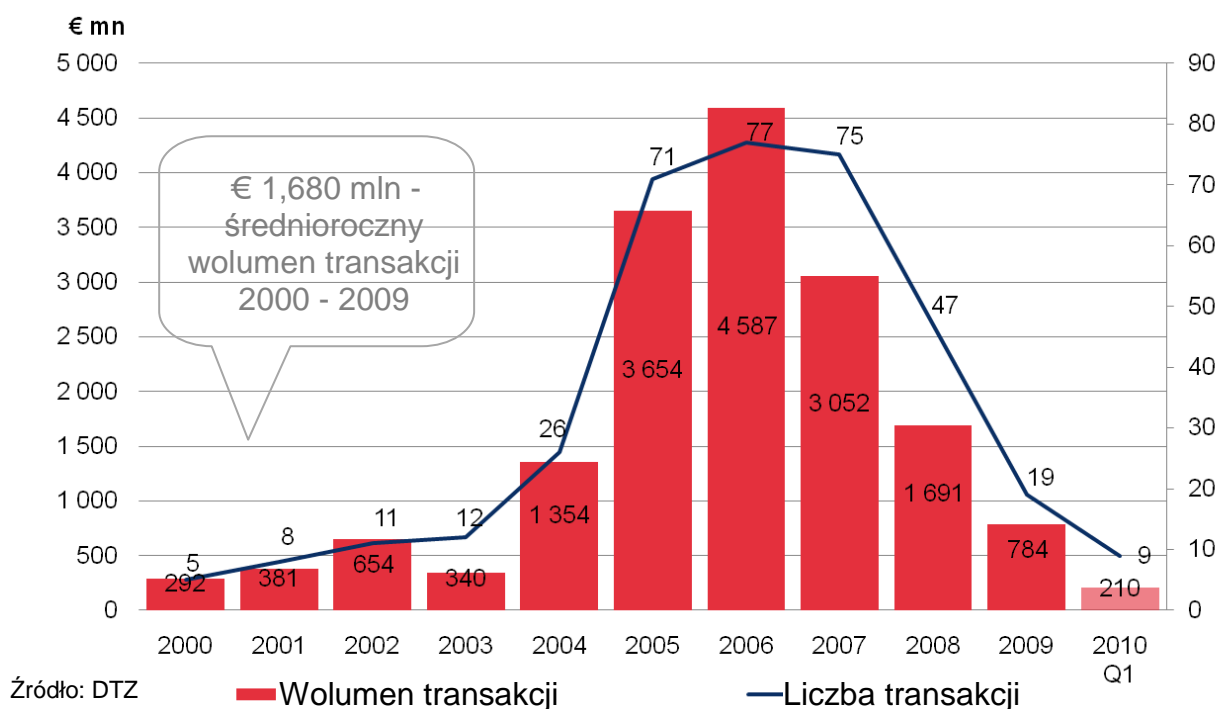
## **Historia rynku nieruchomości od 2007 roku – wybrane aspekty**

Pierwsze sygnały kryzysu na rynkach finansowych w 2007 r. wydawały się nie dotyczyć funduszy nieruchomości Arka. Jednak już na początku 2008 r., kiedy okazało się, że większość banków zaangażowanych w kredytowanie nieruchomości na rynku polskim została dotknięta kryzysem, nastąpiło nagłe spowolnienie również na rynku nieruchomości w Polsce.

Co do zasady wartość nieruchomości komercyjnej przynoszącej dochód z najmu to roczny dochód netto z czynszu podzielony przez stopę kapitalizacji. Na rozwiniętych rynkach nieruchomości stopa kapitalizacji jest szacowana przez porównanie parametrów transakcji inwestycyjnych zaistniałych na rynku, a w szczególności relacji rocznego dochodu netto do ceny transakcyjnej. Umowy najmu to zwykle umowy długoterminowe, więc dochody z czynszu nie zmieniły się, natomiast na skutek kryzysu finansowego nastąpiła presja na wzrost stóp kapitalizacji. Większość inwestorów kupujących takie budynki wspomaga się finansowaniem dłużnym – kredytem bankowym. Popyt na nieruchomości - na skutek kryzysu - zmalał ponieważ ograniczono drastycznie akcję kredytową, a nieliczni inwestorzy gotowi zapłacić za nieruchomość środkami pochodzącymi z kapitału własnego oczekiwali obniżki ceny. W latach 2007 i 2008 odnotowano spadek wolumenu transakcji inwestycyjnych w porównaniu z poprzednim okresem. W roku 2008 zawierano jeszcze transakcje, na które wcześniej podpisano umowy przedwstępne, w 2009 r. liczba transakcji była śladowa w porównaniu z latami 2006-2008.

Według ekspertów z firmy DTZ Polska w roku 2009 zawarto 19 transakcji inwestycyjnych o wolumenie ok. 784 mln Euro, co stanowi około 54% spadku w porównaniu do roku ubiegłego, kiedy już odnotowano znaczne zmniejszenie ilości transakcji.

Wykres 1. Roczny wolumen transakcji inwestycyjnych rynku nieruchomości w Polsce



Liczba transakcji była bardzo niewielka, a w wycenach portfeli inwestorów stopy kapitalizacji wzrosły o ok. 100-200 punktów bazowych. Pojawili się inwestorzy tzw. oportunistyczni, poszukujący nieruchomości sprzedawanych pod presją, licząc na niskie ceny przy dwucyfrowych stopach kapitalizacji. W rezultacie takich transakcji nie było, a niskie ceny mogły dotyczyć wyłącznie nieruchomości niższych klas. Mimo przekroczenia bankowych wskaźników kontrolnych w niektórych umowach kredytowych nie odnotowano spektakularnych przejęć nieruchomości komercyjnych przez banki. Instytucje finansowe i właściciele nieruchomości, w większości przypadków, dokonali restrukturyzacji długu, a w drugiej połowie 2009 r. dało się już zauważyć ożywienie na rynku nieruchomości.

Jednym z nielicznych graczy na rynku, którzy nie zaprzestali inwestowania był Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ, który do połowy 2009 roku był niezaprzeczanym liderem (jedyne transakcje na rynku), a w ciągu całego roku zawarł 6 transakcji. Ze względu na wielkość funduszu i konieczność powstrzymania się od transakcji o wielkości powyżej 20% aktywów netto funduszu były to (z wyjątkiem Alfa Centrum w Olsztynie, zakup części udziałów i akcji) niewielkie budynki, o łącznej wartości ok. 400 mln złotych (wartość wg wyceny funduszu na dzień 30.04.2010 r.). Fundusz ma już zbudowany portfel rynku nieruchomości składający się z gotowych, przynoszących stabilny dochód budynków jak i projektów deweloperskich (biurowy i handlowy).

W II połowie 2009 r. można było dostrzec ożywienie na rynku inwestycyjnym. Fundusze nieruchomości zarządzane przez Deka Immobilien Investment GmbH, Union Investment Real Estate GmbH (Niemcy) czy fundusz MGPA Europe Fund III (Australia) zawarły kilka transakcji inwestycyjnych. Początkowo zainteresowanie koncentrowało się na Warszawie,

przełomem były jednak transakcje MGPA i zakup centrów handlowych w Opolu – Karolinka i Dąbrowie Górniczej – Pogoria za łączną kwotę 187 mln euro, czyli 1.765 euro za m. kw.

## **Rok 2010**

Wg publikowanych raportów Knight Frank i DTZ wolumen planowanych transakcji inwestycyjnych w 2010 r. może sięgnąć nawet 2 mld euro. Pierwsze transakcje: zakup Trinity Park III przez SEB ImmoPortfolio Target Return Fund za kwotę 93 mln euro i zakup Horizon Plaza przez Union Investment Real Estate za 102 mln euro to początek transakcji planowanych na ten rok. W ofercie sprzedaży są budynki Topaz i Nefryt, wg informacji rynkowych uzgodniono już transakcje przy stopach kapitalizacji 7-7,2%. Powoduje to, że właściciele najlepszych produktów wychodzących na rynek oczekują już spadku stóp kapitalizacji.

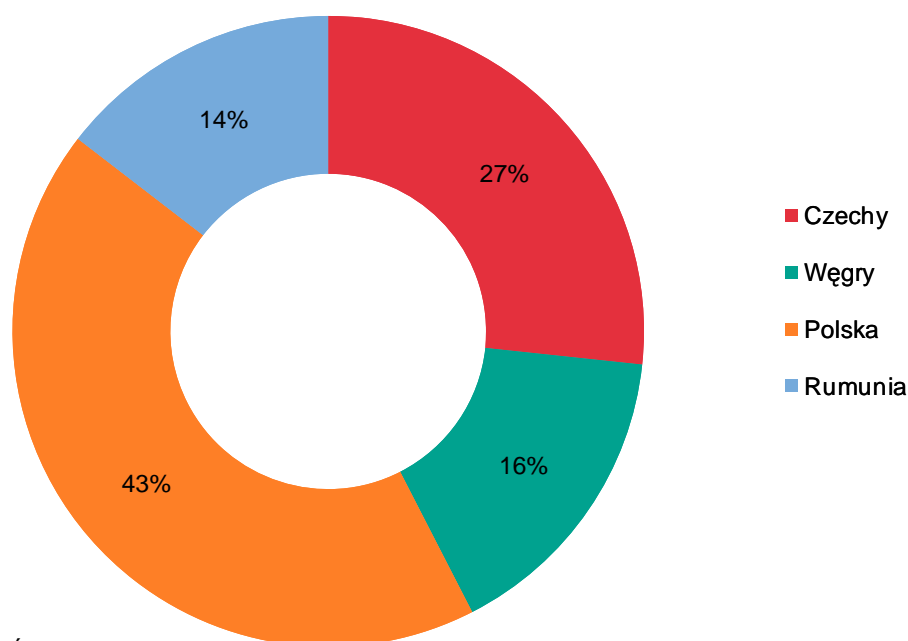
Dostępność finansowania polepszyła się znacząco jednak koszty kredytu, tj. oprocentowanie, prowizje przygotowawcze i koszty wymaganych zabezpieczeń stóp procentowych są na poziomie znacząco wyższym niż przed kryzysem finansowym, przy niższym oczekiwanym przez banki wskaźniku LTV tj. stosunku wielkości kredytu do wartości nieruchomości. Spadki stóp kapitalizacji, przy rosnącym już popycie inwestorów, wymagają jednak uprzedniej pozytywnej zmiany warunków kredytowania, zmiany w tym zakresie następują jednak bardzo wolno. Ożywienie w 2010 r., z dużym prawdopodobieństwem, będzie rosło w sposób wyważony, a nie lawinowy.

Spośród wszystkich krajów Europy Środkowo-Wschodniej właśnie rynek polski jest najbardziej atrakcyjny w dużej mierze dzięki temu, że Polska jako jedyny kraj w 2009 r. odnotowała dodatni wzrost PKB, a spadek koniunktury na rynku nieruchomości był znacznie płytszy niż w innych krajach w regionie. Obecnie Polska jest postrzegana jako rynek niższego ryzyka niż inne rynki w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, zarówno jeśli chodzi o ryzyko gospodarcze jak i polityczno-prawne. Jednym z powodów jest fakt, że w porównaniu z Węgrami, Czechami, Rumunią i Bułgarią rynek nieruchomości w Polsce jest głębszy - nie jest zlokalizowany wyłącznie w stolicy, ale także w co najmniej kilku miastach regionalnych.

O stabilności naszej gospodarki - przekładającej się w sektorze nieruchomości między innymi na rynek najmu - świadczy fakt że w 2010 r. tylko w portfelu funduszu Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ wynegocjowano kolejne długoterminowe umowy najmu na powierzchni biurowe, między innymi z takimi najemcami jak Alstom - powierzchnia 1.888 m<sup>2</sup> w Łodzi, czy Polkomtel, umowa na 1.880 m<sup>2</sup> w Gdyni.

Warto wiedzieć, że wolumen transakcji inwestycyjnych zawartych w Polsce, w porównaniu z innymi krajami, w latach 1997-2009 stanowił aż 43% transakcji zawartych w regionie, co pokazuje wysoką atrakcyjność naszego rynku dla inwestorów.

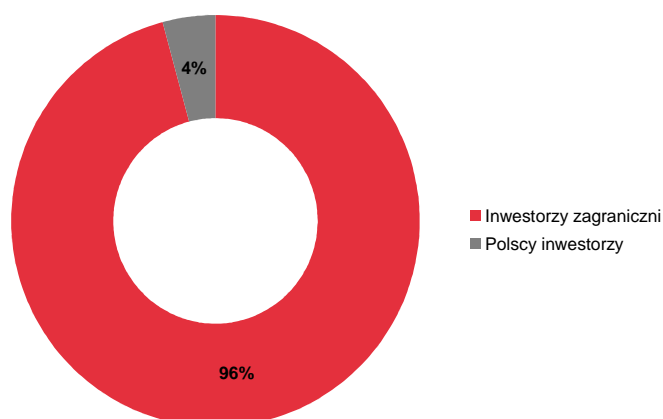
Wykres 2. Rynek inwestycyjny w regionie



Źródło: DTZ

Tylko nieznaczna część transakcji inwestycyjnych została jednak zawarta przez polskich inwestorów, co potwierdza utrzymujące się zainteresowanie inwestorów zagranicznych rynkiem polskim, a tym samym jego potencjał.

Wykres 3. Polscy i zagraniczni inwestorzy w latach 2000 - 2009

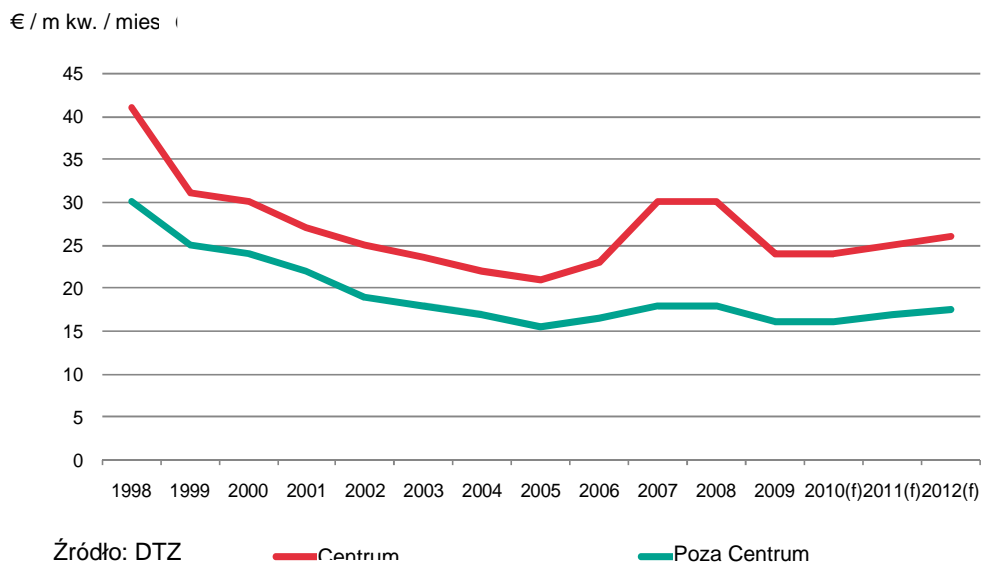


Źródło: DTZ

## Prognozy parametrów rynkowych według konsultantów monitorujących rynek

Zainteresowanie inwestorów zagranicznych Polską i planowane transakcje świadczą o tym, że rynek nieruchomości wkrótce może być znów rynkiem rosnącym. Zdaniem Zespołu Zarządzającego funduszami rynku nieruchomości Arka jeszcze do końca tego roku można będzie liczyć na jakiegokolwiek okazje, tj. zakup nieruchomości po nieco obniżonych cenach. Od roku 2011 natomiast możliwy jest znaczący wzrost cen. Potwierdzają to prognozy DTZ Polska, który uważa, że stopy kapitalizacji w 2010 r. będą stabilne, jednak czynsze już nieznacznie wzrosną do poziomu 25 euro za najlepsze powierzchnie biurowe w Warszawie, zmaleją również pustostany w budynkach biurowych. Wskaźnik ten dla Warszawy i wybranych rynków lokalnych jest różny, np.: w Warszawie wynosił w I kwartale 2010 r. 7,6% (Jones Lang LaSalle), natomiast w Łodzi sięgał w 2009 r. aż 20%.

Wykres 4. Czynsze wywoławcze za najlepsze powierzchnie biurowe



Wg Knight Frank stopy kapitalizacji ustabilizowały się na poziomie 7-7,5% dla najlepszych nieruchomości biurowych, 7-8% dla najlepszych nieruchomości handlowych i 8-9% dla nieruchomości magazynowych. Rok 2010 może przynieść nieznaczną obniżkę tych stóp.

Dlatego właśnie teraz należy inwestować na rynku nieruchomości! Za rok spodziewany jest spadek stóp kapitalizacji wraz ze wzrostem czynszu - budynki kupione dziś, z dużym prawdopodobieństwem, wkrótce będą więcej warte. Fundusz Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ ma zidentyfikowane atrakcyjne nieruchomości poza Warszawą - za rok popyt na takie produkty, z dużym prawdopodobieństwem, wzrośnie.

Biorąc pod uwagę fakt, że finansowanie jest udzielane obecnie na nie w pełni satysfakcjonujących dla kredytobiorcy warunkach, można spodziewać się, że niektóre transakcje będą finansowane z kapitału własnego, a dopiero po ich zawarciu, refinansowane, tak aby nie akceptować niekorzystnych warunków finansowania pod presją zawierania transakcji. W związku z trudnością realizacji spodziewanych zysków z

transakcji dotyczących bezpiecznych, tj. wynajętych budynków finansowanych długiem, wielu inwestorów akceptuje nieco wyższy poziom ryzyka przez angażowanie się w projekty deweloperskie. Drugi fundusz nieruchomości Arka stosuje strategię mieszaną łącząc w swoim portfelu bezpieczne produkty o stabilnym dochodzie z czynszu z projektami deweloperskimi o różnym poziomie ryzyka. Przykładowo budynek handlowy Dukat w Olsztynie, mimo podejmowanego ryzyka deweloperskiego, ma minimalne ryzyko najmu - podpisano już umowy najmu na prawie całość powierzchni z renomowanymi najemcami (m.in. C&A i Deichman).

### **Komentarz dotyczący spadku Wartości Aktywów Netto („WAN”) na certyfikat w wycenie Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ z dnia 30.04.2010 r.**

- Wycena aktywów netto funduszy rynku nieruchomości, co znajduje swoje odzwierciedlenie w wartości aktywów netto funduszy przypadających na certyfikat, oparta jest na sprawozdaniach finansowych ich spółek celowych, których głównym składnikiem ujętym w aktywach są nieruchomości,
- Wyceny nieruchomości dokonuje - zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych art. 150 - zespół co najmniej trzech osób, w skład którego wchodzi wyłącznie rzeczoznawcy majątkowi uprawnieni do szacowania nieruchomości na podstawie przepisów o gospodarce nieruchomościami określających wartość rynkową nieruchomości,
- Wartość rynkowa nieruchomości, zgodnie ze Powszechnymi Krajowymi Standardami Wyceny, Krajowym Standardem Wyceny Podstawowym 1 Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, to *„szacunkowa kwota, jaką w dniu wyceny można uzyskać za nieruchomość, zakładając że strony mają stanowczy zamiar zawarcia umowy, są od siebie niezależne, działają z rozeznaniem i postępują rozważnie, nie znajdują się w sytuacji przymusowej, oraz upłynął odpowiedni okres eksponowania nieruchomości na rynku.”*,
- Fundusze Rynku Nieruchomości Arki dokonują wyceny WAN ich spółek celowych oraz funduszy w złotych, mimo że w niektórych nieruchomościach kontrolowanych przez te fundusze (które są elementem składowym wartości aktywów netto spółek celowych) czynsze najmu wyrażone są w innych walutach. W przypadku takich nieruchomości kredyty bankowe są udzielane również w euro, część kapitału własnego ma jednak ekspozycję na ryzyko kursowe, a więc kurs euro ma wpływ na wycenę nieruchomości w złotych. Inne parametry wyceny, które mają znaczący wpływ na wartość nieruchomości komercyjnych to stopa kapitalizacji, wartość czynszu umownego założona po zakończeniu umowy, wartość czynszu rynkowego oraz faktyczne i rynkowe wielkości pustostanów, czyli nie wynajętych części budynku. Ze względu na obniżone poziomy niektórych z tych parametrów wyceny wybranych nieruchomości zostały obniżone. Mimo trendu wzrostowego od początku 2010 r. rzeczoznawcy wykorzystują standardowo parametry z ostatnich znanych im transakcji

najmu, a więc czynniki, które mogły być uzgodnione w 2009 r. przed trendem wzrostowym,

- WAN funduszy jest zależny od czynników mających wpływ na wycenę nieruchomości deweloperskich w sektorze mieszkaniowym, gdzie w ciągu ostatniego roku zmieniły się wartości rynkowych parametrów takich jak ceny i tempo sprzedaży mieszkań, a także, w przypadku wyceny w podejściu porównawczym, w ciągu ostatniego roku odnotowano spadki cen gruntów.
- W przypadku nie rozpoczętych inwestycji mieszkaniowych, gdzie grunty zostały kupione z użyciem finansowania obcego, przesunięcie inwestycji w czasie przy jednoczesnej konieczności spłaty kredytu może wpływać również niekorzystnie na wycenę aktywów funduszu.