

## Ghelamco Invest Sp. z o.o.

Niniejszy Raport kredytowy przedstawia sytuację finansową Ghelamco Invest Sp. z o.o. (GI) oraz grupy kapitałowej gwaranta obligacji GI, tj. Granbero Holdings Limited (GHL) po wynikach za pierwsze półrocze 2019 r.

- Model biznesowy GHL zakłada, że nieruchomości komercyjne są początkowo przeznaczone na wynajem, a po osiągnięciu poziomu komercjalizacji zapewniającego maksymalizację zysków ze zbycia takiego projektu, na sprzedaż. Nieruchomości mieszkaniowe GHL są od razu przeznaczone na sprzedaż.
- W 1H19 Grupa dokonała sprzedaży dwóch projektów: .big Kraków za 32,9 mln EUR i Wronia 31 za 74 mln EUR.
- Zwracamy uwagę, że sprzedaż wieży Warsaw Spire w czerwcu br. przez Ghelamco European Property Funds i Madison International Realty (udział po 50%) na rzecz Immofinanz nie ma bezpośredniego wpływu na sytuację płynnościową ani Ghelamco Invest ani Granbero, ponieważ spółka Ghelamco European Property Fund, mimo iż należy do grupy Ghelamco, to nie należy do grupy Granbero.
- Na koniec 2Q19 poziom długu netto GHL wynosił 381 mln EUR, a wskaźnik długu netto do kapitałów własnych 0,50x.
- Po dacie bilansowej Spółka dokonała emisji serii obligacji PM (30 mln zł) i PN (24,8 mln zł), dokonała przedterminowego wykupu części obligacji serii PPE, PPF i PPG na łącznie 60 mln zł (po 20 mln zł z każdej serii), a także dokonała wykupu pozostałych obligacji serii PPD (48,9 mln zł). Oznacza to, że na dzień publikacji raportu zadłużenie obligacyjne wyniosło 876,9 mln zł. Ponadto 2 sierpnia 2019 r. Spółka poinformowała o otrzymaniu kredytu budowlanego do kwoty 135,8 mln EUR na projekt Warsaw Unit.
- Według stanu na 30.06.2019 r. LTV liczone jako zadłużenie zewnętrzne w postaci kredytów i obligacji obniżonych o saldo środków pieniężnych w stosunku do wartości księgowej projektów (nieruchomości inwestycyjne + zapasy) wyniosło 51%.

### PROFIL SPÓŁKI:

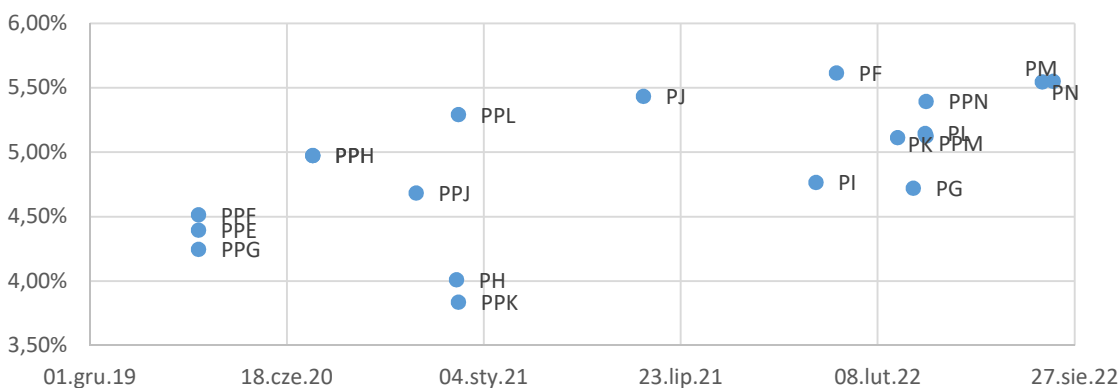
Emitent pozyskuje kapitał na potrzeby działalności Grupy Ghelamco, która realizuje projekty nieruchomościowe (przede wszystkim biurowe, ale również i mieszkaniowe).

### Outstanding obligacji:

Łącznie notowane 19 serii o wartości nominalnej 877 mln zł

2020: 9 serii, 280 mln zł  
2021: 3 serie, 144 mln zł  
2022: 7 serii, 453 mln zł

### Rentowność do wykupu (YTM) obligacji korporacyjnych Ghelamco Invest



Źródło: Obliczenia DM Michael/Ström

## Istotne wydarzenia

### Sprzedaje projektów:

#### .big Kraków

W styczniu 2019 r. projekt .big (10,2 tys. m<sup>2</sup> GLA) w Krakowie został sprzedany firmie Crédit Suisse za 32,9 mln EUR, a *yield* wyniósł 5,59%. W momencie sprzedaży dokonano spłaty finansowania bankowego związanego z tym projektem (16,6 mln EUR).

#### Wronia 31

W kwietniu 2019 r. Emitent sprzedał projekt Wronia 31 w Warszawie (16,0 tys. m<sup>2</sup> GLA) na rzecz LaSalle Investment Management za 74 mln EUR. Na koniec 2018 r. wycena księgowa Wroniej 31 roku wynosiła 64,4 mln EUR, a przypisane do projektu kredyty bankowe 41 mln EUR.

#### Warsaw Spire

W czerwcu br. Ghelamco European Property Funds i Madison International Realty (udział po 50%) dokonały sprzedaży wieży Warsaw Spire na rzecz Immofinanz. Podkreślamy, że transakcja ta nie ma bezpośredniego wpływu na sytuację płynnościową ani Ghelamco Invest ani Granbero, ponieważ Spółka Ghelamco European Property Fund, mimo iż należy do belgijskiej grupy Ghelamco, to nie należy do grupy Granbero konsolidującej działalność w Polsce.

### Emisje/wykupy obligacji

W 2019 r. Ghelamco Invest wyemitowało sześć serii obligacji o łącznej wartości nominalnej 304,8 mln zł. Ponadto Spółka wykupiła zapadające obligacje serii PE, PPA, PPB, PPC i PPD na łączną kwotę 151,8 mln zł, a także dokonała częściowego przedterminowego wykupu obligacji serii PPE, PPF i PPG na łącznie 60 mln zł (po 20 mln zł z każdej serii).

W październiku 2019 r. zarząd Ghelamco Invest zdecydował o ustanowieniu VIII programu emisji obligacji o łącznej wartości nominalnej do 350 mln zł

## Wybrane projekty Emitenta<sup>1</sup>

### The Warsaw Hub

GI oczekuje finalizacji budowy The Warsaw Hub (ok.113 tys. m<sup>2</sup>) w 1Q20. Na dzień sporządzenia raportu powierzchnia na jaką podpisane zostały umowy najmu wynosiła ok. 67,8 tys. m<sup>2</sup> (a z uwzględnieniem podpisanych opcji rozszerzenia wynosi około 72,4 tys. m<sup>2</sup>). W maju Spółka poinformowała o podpisaniu 7-letniej umowy najmu z Getin Noble Bankiem na 18,5 tys. m<sup>2</sup> GLA (16% całej dostępnej powierzchni), który ma się wprowadzić w II połowie 2020 r.

### Warsaw Unit

Zakończono prace nad budową części podziemnej i rozpoczęto prace naziemne budynku Unit, projektu biurowego o powierzchni ok. 59 tys. m<sup>2</sup> przy rondzie Daszyńskiego w Warszawie. Planowane zakończenie budowy w 1Q21. Na dzień przygotowania raportu powierzchnia na jaką zostały podpisane umowy najmu wynosi ok. 17,5 tys. m<sup>2</sup> (z uwzględnieniem opcji rozszerzenia ok. 20,6 tys. m<sup>2</sup>).

Zgodnie z komunikatem Spółki z 2 sierpnia 2019 r. podpisano umowę na finansowanie budowy projektu do kwoty 135,9 mln EUR (plus 25 mln zł na finansowanie podatku VAT od kosztów budowy) z konsorcjum w skład którego weszły TUIR Warta SA, PKO BP, Santander Bank SA i Bank PEKAO SA.

### Wołoska 24

Według stanu na koniec 30.06.2019 r. oddany do użytkowania projekt Wołoska 24 na warszawskim Mokotowie (ok. 23,3 tys. m<sup>2</sup>) jest wynajęty w ok. 90%.

<sup>1</sup> Patrz. również Tabela 4 na stronie 7

### Nowe Centrum Łodzi

Projekt będzie kompleksem typu mixed-use tworzącym jedną z dzielnic Nowego Centrum Miasta Łodzi. Działka, na której realizowany jest projekt znajduje się obok dworca kolejowego Łódź Fabryczna. Łączna powierzchnia całkowita, uwzględniając powierzchnię biurową, hotel, powierzchnię handlową oraz powierzchnię mieszkaniową wyniesie ok. 78,4 tys. m<sup>2</sup>. W 2018 r. uzyskano pozwolenia na budowę, a pierwsze prace budowlane mają zacząć się w 2020 r. Rozpoczęto proces komercjalizacji.

### Pozostałe projekty

Poza projektami, których budowa została ukończona lub trwa Spółka posiada kilka projektów biurowych i mieszkaniowych na różnym etapie planowania i przygotowania. W tabeli poniżej zostały przedstawione wybrane projekty w fazie przygotowania lub planowania.

Tabela 1: Projekty w przygotowaniu i planowane

Projekt	Miasto	Docelowe GLA (m <sup>2</sup> )	Wartość księgowa na 30.06.2019 (tys. EUR)
Katowicki Office Park	Katowice	25 000	3 407
Kreo	Kraków	24 100	6 739
Bellona Tower (Grzybowska 73)	Warszawa	49 000	30 135
Warszawa Gdańska	Warszawa	83 000	
Sobieski Tower	Warszawa	45 000	21 832
Chopin Tower (Wola Projekt)	Warszawa	40 000	37 375
Plac Grzybowski	Warszawa	35 000	7 950
Port Żerański	Warszawa	bd	3 862
Warszawa Gdańska	Warszawa	99 900	1 372

\*Źródło: Dane Spółki

## Ghelamco Invest Sp. z o.o.

Ghelamco Invest (Emitent obligacji) nie prowadzi działalności operacyjnej, a jedynie jest wehikułem pozyskującym finansowanie i udzielającym pożyczek poszczególnym spółkom projektowym w ramach grupy Granbero Holdings Limited.

Na koniec 2Q19 aktywa GI wynosiły 990,9 mln zł (+135,9 mln zł względem YE18.), z czego 812,9 mln zł (+38,7 mln zł względem YE18) stanowiły udzielone pożyczki i objęte obligacje, które stanowią należności od spółek zależnych od GHIL realizujących projekty inwestycyjne. Projektem stanowiącym największy udział w należnościach GI był The Warsaw Hub (268,2 mln zł; +13,9 mln zł względem YE18).

Spółka udziela pożyczek spółkom projektowym, od których naliczane są odsetki widoczne jako przychody finansowe, ale są one na ogół spłacane dopiero przy sprzedaży projektu lub wcześniej w przypadku jego refinansowania.

Największe zmiany salda pożyczek dotyczyły projektów:

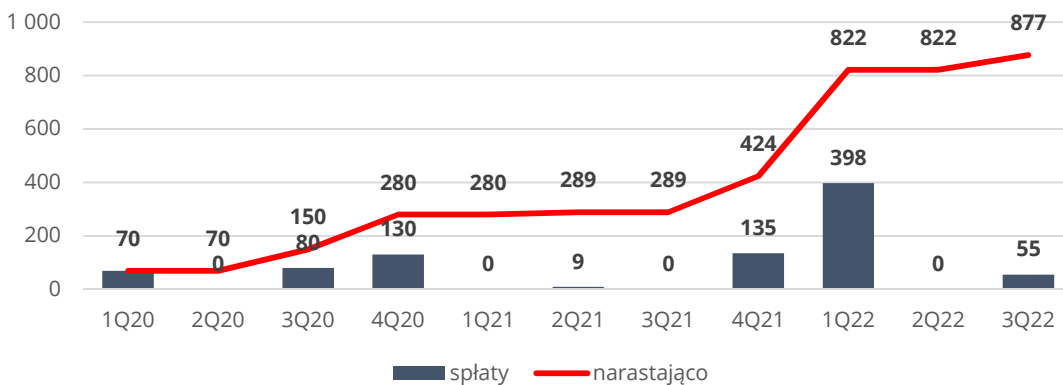
- 35,6 mln zł projekt Wronia (w związku ze sprzedażą projektu)
- 21,0 mln zł projekt .Big Kraków (w związku ze sprzedażą projektu)
- +18,3 mln zł projekt KREO
- +17,2 mln zł projekt Chopin+Stixx (Wola Projekt)
- +13,9 mln zł projekt Warsaw Hub

Saldo gotówki Ghelamco wzrosło z 78,1 mln zł na koniec 4Q18 do 177,5 mln zł na koniec 2Q19 (+99,4 mln zł; +127%). Wzrost salda wynika głównie z emisji obligacji na łączną kwotę 250 mln zł przy spłatach obligacji wysokości 133,9 mln zł. Do Spółki wpłynęły również środki ze spłaty pożyczek ze sprzedanych projektów: Wronia i .Big (łącznie 56,6 mln zł), ale całościowo saldo pożyczek do spółek projektowych wzrosło o 38,7 mln zł (co oznacza odpływ gotówki z GI).

W 1H19 Spółka wyemitowała cztery serie obligacji o łącznej wartości nominalnej 250 mln zł. Ponadto Spółka wykupiła zapadające obligacje serii PE, PPA, PPB i PPC na łączną kwotę 131,8 mln zł i jeszcze dodatkowo przedterminowo skupiła 2,1 mln zł serii PPD zapadającej w listopadzie 2019 r. (emisja o wartości 50 mln zł).

Po dacie bilansowej Spółka dokonała emisji serii obligacji PM (30 mln zł) i PN (24,8 mln zł), dokonała przedterminowego wykupu części obligacji serii PPE, PPF i PPG na łącznie 60 mln zł (po 20 mln zł z każdej serii), a także dokonała wykupu pozostałych obligacji serii PPD (48,9 mln zł). Oznacza to, że na dzień publikacji raportu zadłużenie obligacyjne wyniosło 876,9 mln zł.

Wykres 1: Harmonogram spłat obligacji GI (mln zł) na dzień publikacji raportu\*



\*Harmonogram obejmuje wydarzenia po dacie bilansowej: emisję obligacji PM i PN (łącznie 54,8 mln zł), częściowe przedterminowe wykupy obligacji serii PPE, PPF i PPG (łącznie 60 mln zł), oraz spłatę obligacji serii PPD w listopadzie 2019 r. (47,9 mln zł).

Źródło: Dane Spółki

Dług netto na koniec 2Q19 wyniósł 750 mln zł (+112,1 mln zł w porównaniu do 4Q18), a udział zobowiązań w sumie bilansowej spadł o 10 pkt. proc. do 76%. Dług netto na koniec 2Q19 stanowił 92% należności finansowych GI. Teoretycznie oznacza to tyle, że na dzień bilansowy GI musiałyby odzyskać 92% swoich należności (które służą finansowaniu projektów), aby było w stanie spłacić całość zobowiązań finansowych.

Pomimo istotnego nawarstwienia spłat obligacji na początku 2022 r. nie identyfikujemy podwyższonego ryzyka płynności, ponieważ na początku 2020 r. zakończy się budowa flagowego projektu Warsaw Hub o powierzchni 113 tys. m<sup>2</sup>. Można zakładać, że do momentu spłat obligacji w 1Q22, Spółce uda się sprzedać projekt (albo przynajmniej jego część). Stosując metodę porównawczą, aby ustalić jaką cenę ze sprzedaży mogłaby uzyskać Spółka, możemy prześledzić transakcję sprzedaży wieży Warsaw Spire z czerwca 2019 r. (71,6 tys. m<sup>2</sup> GLA) przez Ghelamco Group i Madison International na rzecz Immofinanz za 386 mln EUR (yield 5,1%). Stosując taką samą cenę za m<sup>2</sup> GLA (oba wieżowce praktycznie ze sobą sąsiadują znajdując się przy Rondzie Daszyńskiego) Warsaw Hub mógłby zostać sprzedany nawet za ok. 600 mln EUR (ponad 2,5 mld zł).

Tabela 2: Otrzymane odsetki vs. przychody finansowe GI

tys. zł	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
(+) Otrzymane odsetki	11 029	15 156	43 567	42 616	32 039	57 939
(-) Przychody finansowe z tyt. odsetek od pożyczek i obligacji	46 119	51 103	68 278	84 640	85 370	57 006
<b>Różnica</b>	<b>-35 090</b>	<b>-35 947</b>	<b>-24 711</b>	<b>-42 024</b>	<b>-53 331</b>	<b>+933</b>

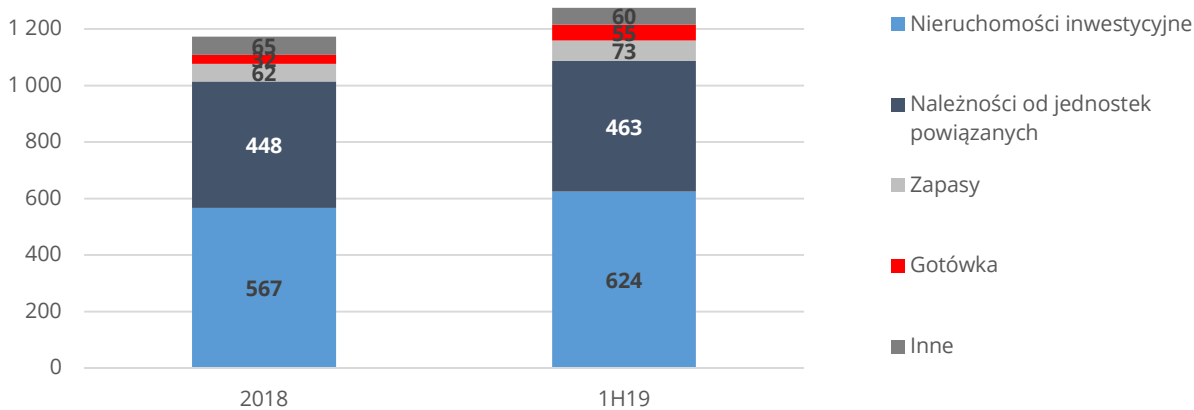
Źródło: Dane spółki

Dodatkowo w przychodach finansowych Spółka rozpoznaje efekt wyceny aktywów finansowych do wartości godziwej, który wyniósł 18,9 mln zł w 1H19.

## Grupa Kapitałowa Granbero Holdings Limited (GHL)

Suma bilansowa GHL wzrosła w 1H19 o 101,3 mln EUR do 1274,9 mln EUR. Wzrost aktywów wynikał przede wszystkim z przeszacowania wartości aktywów inwestycyjnych o 57,7 mln EUR.

Wykres 2: Struktura aktywów GHL wg stanu (mln EUR)



Obok portfela nieruchomości inwestycyjnych (opisanego poniżej), najważniejszym aktywem GHL są pożyczki udzielone podmiotom powiązanim, które służą do finansowania spółek z Grupy Ghelamco (które mają tego samego beneficjenta końcowego co GHL, ale nie są z GHL powiązane kapitałowo). Na koniec 2Q19 należności związane z finansowaniem tych spółek wyniosły 463 mln EUR (wzrost o 15 mln EUR w porównaniu z YE18). Z racji tego, że GHL również pożyczka środki ze spółek z Grupy Ghelamco (8 mln EUR na koniec 2Q19), istotne jest saldo należności netto, które na koniec 2Q19 wyniosło 455 mln EUR (wzrost o 18 mln EUR względem 4Q18).

W tabeli poniżej przedstawiamy saldo finansowania Grupy Ghelamco przez GHL, tzw. „leakage”.

Tabela 3: Saldo należności netto GHL (mln EUR)

mln EUR	2015	2016	2017	2018	1H19
Pożyczki długoterminowe udzielone podmiotom powiązanim	250	388	456	307	322
Należności z tytułu odsetek od podmiotów powiązanych	49	55	70	28	34
Należności krótkoterminowe od podmiotów powiązanych	74	117	113	112	108
Zobowiązania wobec podmiotów powiązanych z tytułu pożyczek długoterminowych	-133	-260	-163	-11	-8
Zobowiązania wobec podmiotów powiązanych z tytułu odsetek	-18	-21	-8	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe wobec podmiotów powiązanych	-5	-4	-4	0	0
<b>Saldo</b>	<b>217</b>	<b>275</b>	<b>464</b>	<b>437</b>	<b>455</b>

Źródło: Dane spółki

Wzrost salda „leakage” ma wpływ na dług netto GHL, bowiem oznacza to, że GHL pożyczka gotówkę do spółek poza GHL (gotówka „wychodzi” z GHL, a więc podwyższa dług netto) i w zamian na bilansie pojawia się należność (bez wpływu na dług netto).

Z kolei wartość portfela nieruchomości inwestycyjnych wzrosła z poziomu 566,6 mln EUR na koniec 2018 r. do 624,4 mln EUR na koniec czerwca 2019 r. (+57,7 mln EUR). Największa zmiana dotyczy projektu Warsaw Hub, którego wartość przeszacowano o 71,9 mln EUR z 199,3 mln EUR do 271,2 mln EUR. Z kolei projektami, które nie figurują już na bilansie są: Wronia, której wartość księgowa na koniec 2018 r. wynosiła 64,4 mln EUR, a także .Big Kraków, który na koniec 2018 r. był klasyfikowany jako aktywne przeznaczone do sprzedaży (wartość księgowa 29,2 mln EUR).

Poziom zapasów nieznacznie wzrósł w porównaniu do YE18 z ok. 62 mln EUR do 72,5 mln EUR. Na zapasy obejmujące projekty deweloperskie składają się głównie działki utrzymywane w celu budowy obiektów mieszkalnych oraz budynki mieszkalne — zarówno ukończone, jak i znajdujące się w trakcie budowy. Zmiana wynika głównie z postępu w budowie projektu Foksal (+5,2 mln

EUR do poziomu 31,6 mln EUR), a także z zastosowania nowego IFRS 16 (+3 mln EUR), który nakazuje kapitalizację opłat za użytkowanie wieczyste.

Na koniec 2Q19 wartość księgowa ukończonych projektów utrzymywanych w celach inwestycyjnych ( Wołoska 24, Stixx, Plac Vogla, Grzybowska 73/Bellona) w bilansie GHL wynosiła 146,9 mln EUR, podczas gdy zobowiązania spółek realizujących te projekty wobec GI były równe 54,2 mln EUR, a kredyty bankowe 38,5 mln EUR.

Póki co, nie zakładamy aby doszło do sprzedaży projektów Grzybowska 73 (Bellona), Stixx i Plac Vogla, ponieważ planowane są tam dalsze inwestycje.

Splata pożyczek pomiędzy spółkami projektowymi, a Ghelamco Invest nie ma wpływu na stan gotówki na poziomie skonsolidowanego sprawozdania finansowego grupy Granbero, ale ma wpływ na poziom gotówki i długu netto Ghelamco Invest (gotówka zastępuje należności z tyt. pożyczek).

Ze sprzedaży projektu Wołoska 24, GHL mogłoby uzyskać ok. 56 mln EUR (zgodnie z wyceną na koniec 2Q19), a po spłacie 30,6 mln EUR kredytu bankowego mogłoby uwolnić ok. 25 mln EUR gotówki z przeznaczeniem na spłatę pożyczki od GI w kwocie 10,7 mln EUR.

Wartość środków na rachunkach wzrosła w 1H19 r. o 22,6 mln EUR z 32,3 mln EUR do 55,0 mln EUR.

W tabeli poniżej przedstawiamy podstawowe parametry wybranych projektów realizowanych przez spółki zależne GHL, które stanowiły istotny udział w należnościach GI wg stanu na 30.06.2019 r.

Tabela 4: Dane wybranych projektów inwestycyjnych

Typ	Projekt	GLA/PUM	Pożyczki (mln EUR)*	Udział w pożyczkach GI	Wycena (mln EUR)	Udział we wszystkich projektach	Kategoria***	Komercjalizacja/przedprzeład	Wykorzystane kredyty bankowe (mln EUR)*
Biuroowy	Wołoska 24	23 258	10,7	6%	56,4	8,4%	D	90%	30,6
Komercyjne	Wilanów Retail (Plac Vogla)	5 200	8,7	5%	16,5	2,5%	D/A	96%	2,3
Komercyjne	Chopin + Stixx (Wola Projekt)**	1 800/40 000	20,2	11%	43,6	6,5%	B/D	100%	0,0
Biuroowy	The Hub	113 000	62,4	33%	271,2	40,5%	C	60%	113,7
Biuroowy	UNIT	57 225	3,7	2%	77,6	11,6%	C	31%	0,0
Apartamenty	Foksal 13/15	6 424	14,7	8%	35,7	5,3%	zapasy	42%	10,0
Apartamenty	Powiśle (Flisac)	5 700	6,1	3%	7,9	1,2%	zapasy	56%	0,0
Mix-use	Nowe Centrum Łodzi	80 800	9,8	5%	26,2	3,9%	C	0%	8,1
Apartamenty	Konstancin Gardenville	26 000	0,0	0%	8,4	1,2%	zapasy	0,0	1,0
Biuroowy/komercyjny	Projekt Warszawa Gdańska	165 000	0,0	0%	1,4	0,2%	zapasy	0%	0,0
Biuroowy	Sobieski Tower	35 000	13,4	7%	33,6	5,0%	B	0%	0,0
Biuroowy	Synergy Business Park	67 181	6,8	4%	25,8	3,9%	B	0%	0,0
Biuroowy	Postępu Business Park	29 159	4,2	2%	8,0	1,2%	B	0%	0,0
Biuroowy/komercyjny	Plac Grzybowski	35 000	3,7	2%	8,0	1,2%	zapasy	0%	3,5
Biuroowy	Bellona Tower	40 000	14,7	8%	30,3	4,5%	D/A	0%	5,6
Apartamenty	Port Żerański	bd	1,3	1%	3,9	0,6%	zapasy	0,0	0,0
Biuroowy	Kreo	23 743	4,8	3%	8,1	1,2%	C	0%	0,0
Biuroowy	Katowice Office Park	25 000	1,7	1%	4,1	0,6%	A	0%	0,0
Magazyn	Mszczonów Logistics	bd	0,0	0%	2,8	0,4%	A	0%	0,0
			<b>186,6</b>	<b>100%</b>	<b>669,5</b>	<b>100%</b>			<b>174,9</b>

\*Dane wg stanu na 30.06.2019 r., kurs=4,30 EUR/PLN

\*\* Budowa restauracji Stixx została ukończona, budowa wieży Chopin jest w planach (projekt roboczo zwany Wola Projekt)

\*\*\* Kategoria:

A. Grunt bez wstępnej akceptacji, utrzymywany ze względu na możliwość wzrostu wartości lub o nieokreślonym przeznaczeniu (wartość godziwa według metody porównawczej);

B. Grunt z wstępną akceptacją, przeznaczony pod działalność deweloperską i inwestycyjną (wartość godziwa według możliwości budowy nadającego się do wynajęcia m<sup>2</sup>);

C. Grunt z pozwoleniem na budowę + trwająca budowa (wartość godziwa według metody rezydualnej);

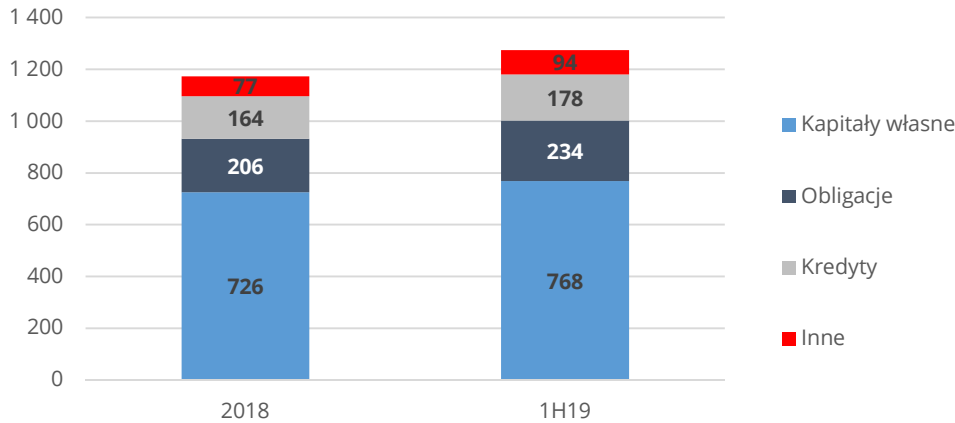
D. Gotowe projekty utrzymywane dla celów inwestycyjnych.

Brak podanej kategorii oznacza, że Emitent nie udostępnił jeszcze stosownej informacji, ale są to projekty w fazie planowania.

Źródło: Dane spółki

W 1H19 zobowiązania Granbero wzrosły o 58,9 mln EUR względem YE18 (z 447,7 mln EUR do 506,6 mln EUR), co związane jest ze zwiększeniem zadłużenia finansowego, zarówno obligacyjnego (o 28 mln EUR), jak i bankowego (13,9 mln EUR). Dodatkowo wzrosły zobowiązania leasingowe (0,1 mln EUR do 23,2 mln EUR), co w całości związane jest z implementacją MSSF 16. Taka sama kwota została rozpoznana po stronie aktywów i zobowiązań.

Wykres 3: Struktura pasywów GHŁ (mln EUR)



Po dacie bilansowej, 2 sierpnia br., Spółka poinformowała o podpisaniu umowy na finansowanie budowy projektu Warsaw Unit do kwoty 135,9 mln EUR (plus 25 mln zł na finansowanie podatku VAT od kosztów budowy) z konsorcjum, w skład którego weszły TUIR Warta SA, PKO BP, Santander Bank SA i Bank PEKAO SA.

Niezależnie od opisywanego wcześniej poziomu należności od jednostek powiązanych, należy zwrócić uwagę, że LTV liczone jako zadłużenie zewnętrzne w postaci kredytów i obligacji obniżonych o saldo środków pieniężnych w stosunku do wartości księgowej projektów (nieruchomości inwestycyjne + zapasy) wynosi 51% czyli teoretycznie w przypadku sprzedaży wszystkich projektów na obecnym etapie realizacji, GHŁ byłoby w stanie spłacić wszelkie zobowiązania w stosunku do banków i obligatariuszy GI (na koniec 2Q19 teoretyczna nadwyżka wynosi 339 mln EUR).

Poza działalnością inwestycyjną i wynikiem z aktualizacji wyceny inwestycji, który wyniósł 39,9 mln EUR w 1H19, GHŁ wykazał 4 mln EUR przychodów operacyjnych oraz 6 mln EUR pozostałych przychodów operacyjnych. Na przychody operacyjne składały się głównie przychody z najmu powierzchni biurowej w kwocie 4 mln EUR oraz niematerialna kwota z tyt. sprzedaży mieszkań.

Ze względu na model biznesowy potencjał do generowania gotówki w grupie Granbero znajduje się w sprzedaży projektów, dlatego dla faktycznych przepływów gotówkowych ważniejsza jest wycena projektów inwestycyjnych (czyli cena po jakiej mogą zostać sprzedane); a nie w przychodach z najmu powierzchni biurowej.



## Notowane obligacje Ghelamco Invest Sp. z o.o.

Na dzień sporządzenia Raportu kredytowego GI miało wyemitowane 19 serii obligacji o łącznej wartości nominalnej 876,9 mln zł, które były zabezpieczone poręczeniem GHL. Wszystkie z nich są notowane na GPW Catalyst. W tabeli poniżej znajdują się podstawowe informacje dotyczące każdej z notowanych serii. Obliczenia rentowności były przeprowadzane na dzień 14 listopada 2019 r. przy uwzględnieniu ceny zamknięcia z dnia 13 listopada 2019 r. Obliczenia nie uwzględniają kosztów transakcyjnych oraz podatków.

Tabela 7: Notowane obligacje GI

Seria	Outstanding (mln zł)	Nominał	Wykup	Stopa bazowa	Marża	Cena zamknięcia	Rentowność do wykupu (YTM) brutto	Prawo GI do przedterminowego wykupu
GHE0320 / PPE	30,0	100	20.03.2020	WIBOR 6M	4,00%	100,45	4,40%	tak
GHI0320 / PPF	10,0	100	20.03.2020	WIBOR 6M	4,00%	100,41	4,52%	tak
GHJ0320 / PPG	30,0	100	20.03.2020	WIBOR 6M	4,00%	100,50	4,25%	tak
GHE0720 / PPH	30,0	100	14.07.2020	WIBOR 6M	4,00%	100,51	4,98%	tak
GHI0720 / PPI	50,0	100	14.07.2020	WIBOR 6M	4,00%	100,51	4,98%	tak
GHE1020 / PPJ	20,0	100	27.10.2020	WIBOR 6M	4,00%	101,00	4,69%	tak
GHE1220 / PPK	25,0	100	09.12.2020	WIBOR 6M	4,00%	102,00	3,84%	tak
GHI1220 / PPL	35,0	100	09.12.2020	WIBOR 6M	4,00%	100,50	5,29%	tak
GHI1221 / PI	20,0	1 000	07.12.2021	WIBOR 6M	3,60%	101,20	4,77%	tak
GHE1221 / PF	115,2	1 000	28.12.2021	WIBOR 6M	4,30%	100,92	5,62%	tak
GHE0322 / PG	147,9	1 000	16.03.2022	WIBOR 6M	4,30%	102,97	4,72%	tak
GHC1220 / PH	50,0	1 000	07.12.2020	WIBOR 6M	3,50%	101,30	4,01%	tak
GHE0621 / PJ	9,1	1 000	15.06.2021	WIBOR 6M	3,65%	100,00	5,44%	tak
GHE0622 / PK	140,0	1 000	28.02.2022	WIBOR 6M	4,50%	102,49	5,12%	tak
GHJ0322 / PL	50,0	1 000	28.03.2022	WIBOR 6M	4,50%	102,50	5,15%	tak
GHI0322 / PPM	35,0	1 000	29.03.2022	WIBOR 6M	4,25%	102,00	5,13%	tak
GHC0322 / PPN	25,0	1 000	29.03.2022	WIBOR 6M	4,25%	101,40	5,40%	tak
GHE0722 / PM	30,0	1 000	25.07.2022	WIBOR 6M	4,25%	101,20	5,55%	tak
GHE0822 / PN	24,8	1 000	05.08.2022	WIBOR 6M	4,25%	101,20	5,55%	tak

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia DM Michael/Ström

## Skonsolidowane dane finansowe Granbero Holdings Limited

### Rachunek zysków i strat (tys. EUR)

	2016	2017	2018	1H18	1H19
Przychody	20 703	21 701	12 102	4 081	7 915
Inne przychody operacyjne	6 505	13 980	13 075	5 985	4 791
Koszt zapasów obejmujących projekty deweloperskie	-7 060	-5 191	-514	-988	-1 545
Koszty świadczeń pracowniczych	-306	-307	-320	-219	-139
Amortyzacja i odpisy z tytułu utraty wartości	-30	-26	-20	-10	-10
Zyski z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych	131 050	30 427	38 413	39 949	31 221
Pozostałe koszty operacyjne	-22 237	-23 407	-20 587	-6 402	-9 204
<b>Zysk operacyjny</b>	<b>128 625</b>	<b>37 177</b>	<b>42 149</b>	<b>42 396</b>	<b>33 029</b>
Przychody finansowe	13 114	25 015	16 588	7 908	8 541
Koszty finansowe	-51 020	-30 178	-18 990	-7 840	-14 222
<b>Zysk przed opodatkowaniem</b>	<b>90 719</b>	<b>32 014</b>	<b>39 747</b>	<b>42 464</b>	<b>27 348</b>
Podatek dochodowy	1 597	-7 689	-13 592	-2 551	-7 391
<b>Zysk netto</b>	<b>92 316</b>	<b>24 325</b>	<b>26 155</b>	<b>39 913</b>	<b>19 957</b>

### Bilans (tys. EUR)

	2016	2017	2018	1H19
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>1 308 695</b>	<b>903 933</b>	<b>886 433</b>	968 486
Nieruchomości inwestycyjne	907 171	436 339	566 636	624 376
Rzeczowe aktywa trwałe	240	392	329	316
Należności i rozliczenia międzyokresowe czynne	397 784	461 407	316 658	341 071
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	3 391	5 602	2 671	2 545
Pozostałe aktywa finansowe	109	193	139	178
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>296 174</b>	<b>362 493</b>	<b>287 180</b>	<b>306 406</b>
Zapasy obejmujące projekty deweloperskie	41 071	70 390	62 058	72 512
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	144 526	203 727	163 614	178 706
Aktywa z tytułu bieżącego podatku dochodowego	86	148	26	238
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	56 286	88 228	32 313	54 950
Aktywa przeznaczone do sprzedaży			29 169	
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>1 604 869</b>	<b>1 266 426</b>	<b>1 173 613</b>	<b>1 274 892</b>
<b>Kapitały własne</b>	<b>687 534</b>	<b>696 673</b>	<b>725 897</b>	<b>768 260</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>820 795</b>	<b>449 230</b>	<b>322 547</b>	<b>359 653</b>
Oprocentowane kredyty i pożyczki	797 680	431 155	289 609	331 083
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego	21 199	15 826	25 909	26 151
Pozostałe	1 916	2 249	7 029	2 419
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>96 539</b>	<b>120 522</b>	<b>125 169</b>	<b>146 979</b>
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz inne zobowiązania	39 073	40 272	42 291	40 519
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	1 430	1 382	1 466	1 560
Oprocentowane kredyty i pożyczki	56 036	78 868	81 412	104 900
<b>Zobowiązania razem</b>	<b>917 334</b>	<b>569 752</b>	<b>447 716</b>	<b>506 632</b>
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>1 604 868</b>	<b>1 266 425</b>	<b>1 173 613</b>	<b>1 274 892</b>
Dług brutto	853 716	510 023	371 021	435 983
<b>Dług netto</b>	<b>816 152</b>	<b>421 795</b>	<b>338 708</b>	<b>381 033</b>
<b>Dług netto / Kapitały własne</b>	<b>1,19</b>	<b>0,61</b>	<b>0,47</b>	<b>0,50</b>

Źródło: Dane spółki

## ZASTRZEŻENIE PRAWNE

**Data pierwszego udostępnienia raportu: 14.11.2019**

**Aktualizacja raportu:** raport nie będzie aktualizowany.

**Podmiotem odpowiedzialnym** za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski S.A.** z siedzibą w Warszawie (dalej: „**Dom Maklerski**”), adres: Al. Jerozolimskie 134, 02-305 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy, pod numerem KRS 0000712428, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o kapitale zakładowym w wysokości 925.691,49 PLN w całości opłacony, adres e-mail: [kontakt@michaelstrom.pl](mailto:kontakt@michaelstrom.pl).

Dom Maklerski posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności maklerskiej (decyzja z dn. 4 czerwca 2013 r.)

**Raport nie stanowi sugestii jakiegokolwiek zachowania inwestycyjnego** i nie może stanowić podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej. Raport sporządzony został tylko i wyłącznie na podstawie publicznie dostępnych danych i nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie koniecznych do oceny jego sytuacji finansowej ani do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

W ocenie Domu Maklerskiego raport sporządzony został z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w raporcie.

### Raport:

- skierowany jest zarówno do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów detalicznych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.michaelstrom.pl](http://www.michaelstrom.pl) oraz poprzez przesłanie na adresy e-mail wybranych klientów;
- stanowi informację handlową w rozumieniu ustawy z dnia 18 lipca 2002 r. o świadczeniu usług drogą elektroniczną (t. j. Dz. U. z 2019 r. poz. 123 ze zm.) oraz publikację handlową dla celów dyrektywy MiFID II i jest rozpowszechniany m.in. w celu promocji oraz reklamy usług Domu Maklerskiego;
- jest przeznaczony do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej;
- nie stanowi:
  - oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. kodeks cywilny (t. j. Dz.U. z 2019 r. poz.1145 ze zm.),
  - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów
  - porady inwestycyjnej,
  - usługi doradztwa inwestycyjnego.

### Dom Maklerski Informuje, że:

- Dom Maklerski ani podmioty z nim powiązane nie posiadają akcji Emitenta w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego.
- Emitent nie posiada udziału stanowiącego co najmniej 5% kapitału zakładowego Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.
- Osoba przygotowująca raport nie jest zaangażowana kapitałowo w instrumenty finansowe Emitenta. Osoba przygotowująca raport i osoby, z którymi łączy ją więzy pokrewieństwa wskazane w art. 2 pkt 3a Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy z dnia 25 kwietnia 2016 r. (Dz. Urz. UE. L 2017 nr 87, str. 1), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowisk kierowniczych w tym podmiocie.

- Dom Maklerski wykonał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczące oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym.
- Dom Maklerski nie wykonuje czynności dotyczących nabywania i zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego i umów o subemisję inwestycyjne i usługowe.
- Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełnią funkcji animatora rynku ani animatora dla Emitenta.
- Dom Maklerski w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu pełnił funkcję podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- Dom Maklerski otrzymuje obecnie wynagrodzenie od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- Na dzień sporządzenia raportu Dom Maklerski i Emitenta łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do Emitenta posiada Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane. Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między Domem Maklerskim i podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem.
- Dom Maklerski nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązany a Emitentem.
- Autor raportu ani Dom Maklerski nie posiadają instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub spółki z nim powiązane. Jest możliwe, że akcjonariusze, członkowie organów, pracownicy Domu Maklerskiego lub osoby z nimi powiązane posiadają takie instrumenty finansowe lub zamierzają je nabyć.

**Dom Maklerski dąży do unikania konfliktów interesów ze swoimi Klientami oraz pomiędzy nimi, w szczególności poprzez regulacje wewnętrzne w tym „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Michael/Ström Dom Maklerski S.A. ”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego.**

[https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Regulamin\\_zarzadzania\\_konfliktami\\_interesow\\_wersja\\_zatwierdzona\\_22maja2019.docx.pdf](https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Regulamin_zarzadzania_konfliktami_interesow_wersja_zatwierdzona_22maja2019.docx.pdf)

**Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski S.A.**

**Michael / Ström Dom Maklerski S. A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego lub w jakikolwiek sposób konsultowany z Komisją Nadzoru Finansowego.**

**Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z szeregiem ryzyk. Opis instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty finansowe dostępny jest na stronie internetowej Domu Maklerskiego**  
[https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Opis\\_istoty\\_instrumentow\\_financewych.pdf](https://michaelstrom.pl/files/Regulacje/Opis_istoty_instrumentow_financewych.pdf)