

Ghelamco Invest Sp. z o.o.

Niniejszy raport kredytowy przedstawia sytuację finansową spółek: Ghelamco Invest Sp. z o.o. („GI”) oraz gwaranta obligacji GI - Granbero Holdings Limited („GHL”) pod kątem zdolności obsługi zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji. Z przeprowadzonej analizy płyną następujące wnioski:

- Kluczowa jest ściągalność należności od spółek kontrolowanych przez GHL, bowiem na koniec czerwca 2016 r. stanowiły one 91% aktywów GI oraz 97% wyemitowanych przez GI obligacji.
- GI generuje niższe przepływy pieniężne z tytułu otrzymanych odsetek niż wnoszą przychody finansowe. W okresie 01.2013-06.2016 skumulowana różnica wyniosła -93 mln zł. Dodatkowo, w tym okresie kwota otrzymanych odsetek była o 46 mln zł niższa od odsetek wypłaconych.
- Wszystkie tegoroczne emisje obligacji GI miały w warunkach emisji zapis o możliwości wypłaty dywidendy przez gwaranta bez zgody Zgromadzenia Obligatariuszy. Istnieje ryzyko, że gwarant wypłaci dywidendę (zakładając zachowanie zawartego w warunkach emisji kowenantu o zachowaniu 30% współczynnika wypłacalności) po wykupie wszystkich innych obligacji, które wymagają zgody ZO.
- GI mogłoby znacząco zredukować zadłużenie, gdyby gwarant sprzedał biurowiec Warsaw Spire, którego wartość księgowa wynosi 525 mln €.

PROFIL SPÓŁKI:

Emitent pozyskuje kapitał na potrzeby działalności gwaranta, który realizuje projekty nieruchomościowe (przede wszystkim komercyjne).

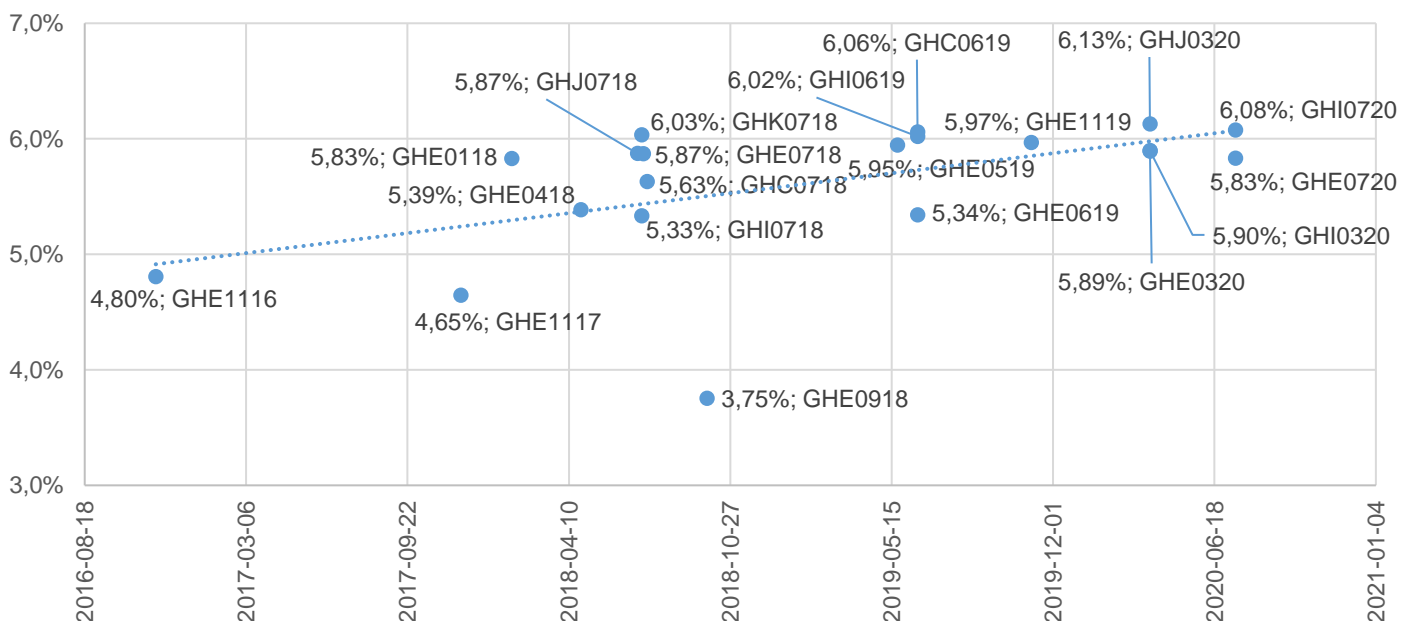
Outstanding obligacji:

Łącznie notowanych 20 serii o wartości nominalnej 844 mln zł*

2016: 1 seria, 7 mln zł
2017: 1 seria, 38 mln zł
2018: 8 serii, 373 mln zł*
2019: 5 serii, 217 mln zł
2020: 5 serii, 210 mln zł

*Dla jedynej serii w EUR (GHE0918) przyjęto kurs EURPLN = 4,3

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



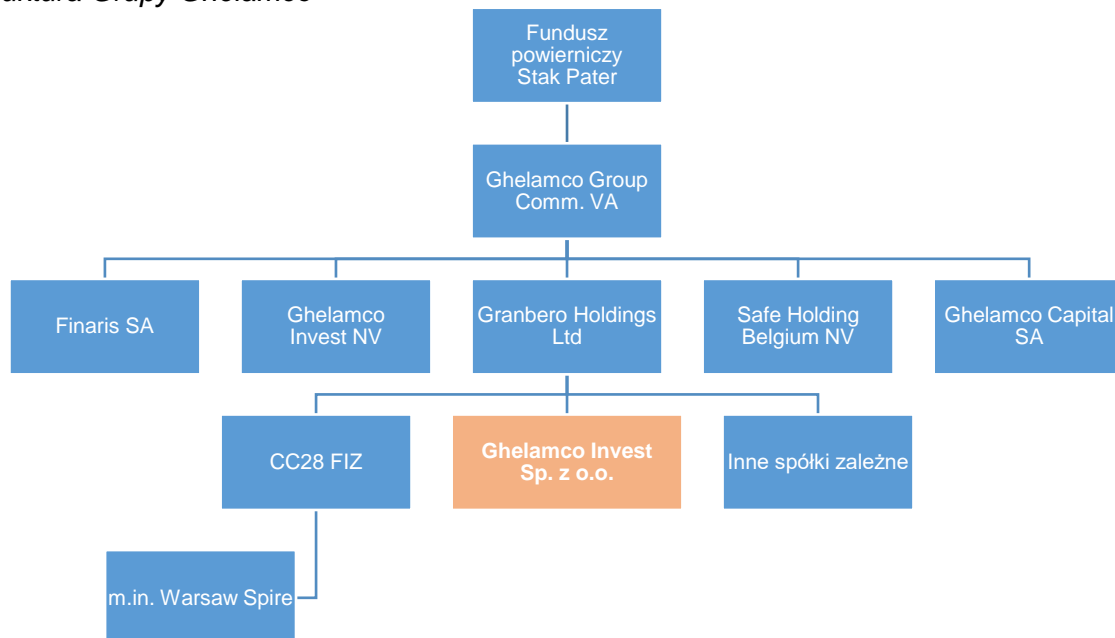
Źródło: Obliczenia własne Michael/Ström DM, **szczegóły dotyczące obliczeń rentowności znajdują się na s. 11 Raportu Kredytowego

Opis Ghelamco Invest

Grupa Ghelamco (GG) została utworzona w Belgii w 1985 r., a od 1991 r. prowadzi działalność w Polsce. Dotychczas GG wybudowała w Polsce ponad 500 tys. m² powierzchni biurowej oraz magazynowej. W latach 2002-2015 GG sprzedała w Polsce 20 projektów komercyjnych o łącznej wartości prawie 1,3 mld €. Działalność GG skupia się na zakupie gruntów, planowaniu i koordynacji budowy głównie inwestycji komercyjnych, wynajmie powierzchni, aż po jej ostateczną sprzedaż.

Ghelamco Invest Sp. z o.o. (GI) jest spółką celową cypryjskiej spółki Granbero Holdings Limited (GHL). GHL jest jedynym właścicielem i zarazem gwarantem obligacji GI. Z kolei spółka GHL jest kontrolowana przez belgijski podmiot Ghelamco Group Comm. VA (GGC), który należy do funduszu powierniczego Stak Pater (SP), będącego własnością dwóch osób prywatnych.

Wykres: Struktura Grupy Ghelamco



Źródło: Prospekt Emisyjny 2016

Celem GI jest pozyskiwanie finansowania na rynku polskim w PLN na potrzeby działalności grupy GHL w Polsce. GI nie posiada spółek zależnych, dlatego z punktu widzenia obligatariuszy GI, kluczowa jest spłata zobowiązań przez grupę GHL.

GHL nie posiada innych aktywów niż udziały w swoich podmiotach zależnych (w tym w GI) oraz certyfikaty inwestycyjne w funduszu inwestycyjnym CC28 FIZ. Zatem możliwość generowania środków pieniężnych przez GHL zależy od działalności spółek zależnych. Spółki zależne od GHL skupiają się przede wszystkim na inwestycjach w nieruchomości komercyjne w Polsce. Największym projektem grupy GHL jest budynek Warsaw Spire o powierzchni biurowej ok. 109 tys. m².

Grupa Ghelamco jest także obecna na rynkach w Belgii, Francji, Polsce, Rosji i na Ukrainie.

Aktywa Ghelamco Invest

Na koniec czerwca 2016 r. aktywa GI wyniosły 857 mln zł. Poniższa tabela przedstawia ich strukturę.

tys. zł	2013	2014	2015	1H16
Pozostałe aktywa finansowe (aktywa trwałe)	203 344	466 906	548 908	695 389
Pozostałe aktywa finansowe (aktywa obrotowe)	147 775	8 929	77 468	81 819
Bieżące aktywa podatkowe	23	23	16	349
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	66 015	140 454	110 689	79 120
Pozostałe	1	1	0	151
Aktywa razem	417 158	616 313	737 081	856 828

Źródło: Sprawozdanie finansowe GI za 1. półrocze 2016 r.

Kluczowymi aktywami GI są pozostałe aktywa finansowe o łącznej wartości 777 mln zł. Aktywa te stanowią należności od spółek zależnych od GHL. W skład pozostałych aktywów finansowych wchodzi:

- Należności z tytułu obligacji: 212 mln zł
- Należności z tytułu pożyczek: 574 mln zł
- Korekta wyceny obligacji: -4 mln zł
- Korekta wyceny pożyczek: -4 mln zł

Środki te służą finansowaniu działalności innych spółek zależnych od GHL. W tabeli poniżej przedstawione zostały kwoty należności (bez uwzględnienia korekt) od poszczególnych spółek zależnych od GHL na koniec czerwca 2016 r. Kwoty te uwzględniają zarówno obligacje, jak i pożyczki.

Nazwa spółki zależnej od GHL	tys. zł	udział
Warsaw Spire Sp. z o.o. S.K.	234 078	29,8%
Ghelamco GP 5 Sp. z o.o. Sienna Towers S.K.A.	113 697	14,5%
Ghelamco GP 8 Sp. z o.o. Dahlia S.K.A.	81 525	10,4%
Ghelamco GP 3 Sp. z o.o. Wronia S.K.A.	53 758	6,8%
Ghelamco GP 5 Sp. z o.o. SBP S.K.A.	40 537	5,2%
Ghelamco GP 9 Sp. z o.o. Sobieski Towers S.K.	36 316	4,6%
Ghelamco GP 5 Sp. z o.o. Foksal S.K.A.	31 015	3,9%
Ghelamco GP 7 Sp. z o.o. Postępu S.K.A.	29 464	3,8%
Ghelamco GP 1 Sp. z o.o. Sigma S.K.A.	28 269	3,6%
Ghelamco GP 1 Sp. z o.o. Vogla S.K.A.	24 474	3,1%
Ghelamco Nowa Formiernia Sp. z o.o.	17 501	2,2%
Ghelamco GP 1 Sp. z o.o. Konstancin S.K.A.	16 704	2,1%
Ghelamco GP 1 Sp. z o.o. Tilia S.K.A.	16 316	2,1%
Ghelamco GP 1 Sp. z o.o. Unique S.K.A.	12 998	1,7%
Ghelamco GP 1 Sp. z o.o. Port Żerański S.K.A.	8 497	1,1%
Ghelamco GP 2 Sp. z o.o. Synergy S.K.A.	7 051	0,9%
Ghelamco GP 1 Sp. z o.o. CANNA S.K.A.	6 894	0,9%
Ghelamco GP 1 Sp. z o.o. Erato S.K.A.	5 819	0,7%

Ghelamco GP 1 Sp. z o.o. Matejki S.K.A.	4 655	0,6%
Ghelamco GP 2 Sp. z o.o. Isola S.K.A.	4 435	0,6%
Ghelamco GP 1 Sp. z o.o. Pattina S.K.A.	4 353	0,6%
Ghelamco GP 3 Sp. z o.o. Grzybowska 77 S.K.A.	3 048	0,4%
Prima Bud Sp. z o.o.	2 796	0,4%
Ghelamco GP 1 Sp. z o.o. Tarima S.K.A.	1 228	0,2%
Ghelamco GP 1 Sp. z o.o. BETA S.K.A.	168	0,0%
Ghelamco GP 1 Sp. z o.o. PIB S.K.A.	74	0,0%
Ghelamco GP 1 Sp. z o.o. Market S.K.A.	30	0,0%
Razem	785 700	100,0%

Źródło: Sprawozdanie finansowe GI za 1. półrocze 2016 r.

Pasywa Ghelamco Invest

Na koniec czerwca 2016 r. zobowiązania GI wyniosły 810 mln zł, a kapitały własne stanowiły 47 mln zł. Poniższa tabela przedstawia strukturę pasywów.

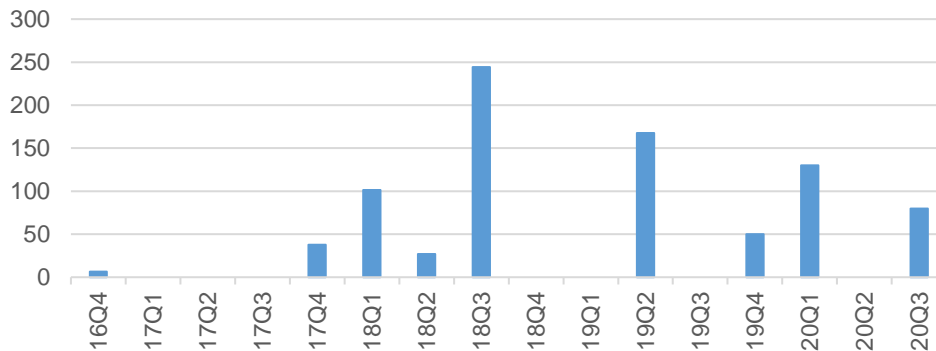
tys. zł	2013	2014	2015	1H16
Kapitały własne razem	35 676	36 868	39 943	46 875
Obligacje długoterminowe	170 613	503 872	620 112	721 776
Inne długoterminowe	871	313	1 063	2 751
Obligacje krótkoterminowe	208 478	72 277	72 805	82 058
Inne krótkoterminowe	1 520	2 983	3 158	3 368
Zobowiązania razem	381 482	579 445	697 138	809 953

Źródło: Sprawozdanie finansowe GI za 1. półrocze 2016 r.

Suma zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji wyniosła 804 mln zł, podczas gdy łączna wartość pozostałych aktywów finansowych powiększonych o środki pieniężne była wyższa o 52 mln zł. Saldo gotówki GI na 30 czerwca 2016 r. było o 3 mln zł niższe od zobowiązań z tytułu krótkoterminowych obligacji.

Pomniejszając zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji (804 mln zł) o środki pieniężne (79 mln zł), GI potrzebowałoby jeszcze 725 mln zł na spłatę zobowiązań finansowych. Warto przypomnieć, że wartość należności w bilansie GI od spółek zależnych od GHL wyniosła 777 mln zł. Hipotetycznie, na dzień bilansowy wystarczyłoby, aby GI odzyskało 93% swoich należności ($93\% \cdot 777$ mln zł), aby spłacić resztę zobowiązań finansowych. Na koniec 2014 r. stosunek ten wynosił 92%, a rok wcześniej 89%. Pogorszenie tego wskaźnika może wynikać z faktu, że GI mimo nadwyżki przychodów nad kosztami finansowymi, w okresie 01.2013-06.2016 zapłaciło netto 46 mln zł odsetek (80 mln zł wpłynęło do GI z tego tytułu, a 127 mln zł wypłynęło). Przy w/w analizie należy dodatkowo wziąć pod uwagę, że zgodnie ze standardami rachunkowości należności zapadające w okresie dłuższym niż 12 miesięcy są wykazywane po ich wartości godziwej, tj. po uwzględnieniu ich dyskonta (opisane w pkt. c i d powyżej).

Wykres: Szacunkowy harmonogram spłat obligacji GI na dzień sporządzenia Raportu Kredytowego (mln zł)



Źródło: GPW Catalyst, szacunki Michael/Ström DM

Rachunek zysków i strat Ghelamco Invest

W 1. półroczu 2016 r. GI wygenerowało 7 mln zł zysku netto. Poniższa tabela przedstawia rachunek zysków i strat GI.

tys. zł	2013	2014	2015	1H16
Koszty zarządu	-533	-593	-579	-1 347
Zysk (strata) na działalności operacyjnej	-533	-593	-579	-1 347
Przychody finansowe	38 410	46 119	51 103	37 543
Koszty finansowe	-33 322	-44 112	-46 699	-27 576
Zysk (strata) przed opodatkowaniem	4 555	1 414	3 825	8 620
Podatek dochodowy	-876	-222	-750	-1 688
Zysk (strata) netto	3 679	1 192	3 075	6 932

Źródło: Sprawozdania finansowe GI

Z racji tego, że działalność GI ogranicza się do emitowania obligacji, a następnie do finansowania spółek z grupy GHL, kluczowymi pozycjami w rachunku zysków i strat GI są przychody oraz koszty finansowe. Oprócz tych dwóch pozycji widnieją także znikome (w porównaniu z kwotami przychodów/kosztów finansowych) koszty zarządu oraz podatek dochodowy. Z tabeli można wyczytać, że GI finansuje siebie taniej (koszty finansowe) niż pożycza pieniądze spółkom z grupy GHL (przychody finansowe). GI generuje niewielki (w relacji do wartości wyemitowanych obligacji) zysk netto, który w nieznacznym stopniu przyczynia się do możliwości spłaty zadłużenia, dlatego kluczowa z punktu widzenia obligatariuszy jest ściągalność należności od spółek z grupy GHL.

Rachunek przepływów pieniężnych Ghelamco Invest

tys. zł	2013	2014	2015	1H16
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-58	869	-403	-1 620
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	12 804	-78 338	-99 470	-112 755
Płatności z tytułu nabycia aktywów finansowych	-106 110	-239 947	-225 328	-413 487
Wpływy z wykupu aktywów finansowych	97 750	150 580	110 702	267 928
Otrzymane odsetki	21 164	11 029	15 156	32 804
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	16 627	151 908	70 108	82 806
Wpływy z tytułu wydania udziałów	14 950	0	0	0
Wpływy z tytułu emisji papierów dłużnych	35 730	275 890	179 598	129 582
Wykup papierów dłużnych	0	-76 800	-59 000	-18 450
Odsetki zapłacone	-32 944	-30 819	-41 052	-21 752
Płatności z tytułu kosztów emisji papierów dłużnych	-1 109	-13 965	-9 438	-6 574
Prowizje z tytułu wcześniejszej spłaty	0	-2 398	0	0
Przepływy pieniężne razem	29 373	74 439	-29 765	-31 569

Źródło: Sprawozdania finansowe GI

Ghelamco Invest regularnie (w okresie 01.2013-06.2016) otrzymuje niższe płatności odsetkowe niż wynoszą przychody finansowe. Różnice w poszczególnych okresach prezentuje poniższa tabela.

tys. zł	2013	2014	2015	1H16
(+) Otrzymane odsetki	21 164	11 029	15 156	32 804
(-) Przychody finansowe	38 410	46 119	51 103	37 543
Różnica	-17 246	-35 090	-35 947	-4 739

Źródło: Sprawozdania finansowe GI

W okresie 01.2013-06.2016 do GI wpłynęło o 93 mln zł mniej gotówki z tytułu finansowania spółek z grupy GHL niż wynikałoby to z rachunku zysków i strat. Przychody finansowe, które w danym okresie nie zostały otrzymane przez GI zwiększają pozostałe aktywa finansowe (należności).

Granbero Holdings Limited

Jako podmiot prawa cypryjskiego GHL prowadzi w Polsce, poprzez polskie jednostki zależne, działalność w imieniu Grupy Ghelamco.

W tabeli poniżej przedstawione zostały projekty realizowane lub planowane przez GHL, które stanowią największy udział w należnościach GI.

Nazwa spółki zależnej od GHL	Nazwa projektu	Lokalizacja	PUM (m ²)
Warsaw Spire Sp. z o.o. S.K.	Warsaw Spire	Warszawa, Towarowa	109 000
Ghelamco GP 5 Sp. z o.o. Sienna Towers S.K.A.	Sienna Towers	Warszawa, Sienna	113 000
Ghelamco GP 8 Sp. z o.o. Dahlia S.K.A.	Wołoska 24	Warszawa, Wołoska	21 300
Ghelamco GP 3 Sp. z o.o. Wronia S.K.A.	Wronia 31	Warszawa, Wronia	15 400
Ghelamco GP 5 Sp. z o.o. SBP S.K.A.	Synergy Business Park	Wrocław, Horbaczewskiego	66 000
Ghelamco GP 9 Sp. z o.o. Sobieski Towers S.K.	Sobieski Towers	Warszawa, Plac Zawiszy	35 000

Źródło: Prospekt Emisyjny 2016

Dla projektów, które stanowiły największy udział w należnościach GI, w tabeli poniżej podane zostały wartości księgowe oraz oszacowane zostało zadłużenie. W trzeciej kolumnie, tj. „Finansowanie bankowe bez odsetek na koniec 2015 r.” została podana wartość finansowania bankowego bez odsetek na koniec 2015 r., ponieważ GHL nie publikuje tych danych na koniec półrocza. Od wcześniejszego zdania jest jeden wyjątek, bowiem dla projektu Warsaw Spire przyjąłem zadłużenie wynikające z raportu bieżącego 16/2016 (z 1 kwietnia br.), w którym jest informacja o kredycie na kwotę 250 mln €. Zatem wartości otrzymane w tabeli poniżej nie należy traktować jako odpowiadające stanowi faktycznemu na 30 czerwca br., tylko jako przybliżenie.

Nazwa projektu	Wartość księgowa na 30 czerwca 2016 r. (tys. €)	Finansowanie bankowe bez odsetek na koniec 2015 r. (tys. €)	Finansowanie z GI na 30 czerwca 2016 r. (tys. €)	Finansowanie dłużne razem (tys. €)	LTV
Warsaw Spire	525 270	250 000*	54 437	304 437	58%
Sienna Towers	63 134	7 707	26 441	34 148	54%
Wołoska 24	41 600	11 587	18 959	30 546	73%
Wronia 31	22 612	4 022	12 502	16 524	73%
Synergy Business Park	21 730	7 000	9 427	16 427	76%
Sobieski Towers	28 970	3 330	8 446	11 776	41%

Źródło: Sprawozdania finansowe GI oraz GHL, obliczenia własne Michael/Ström DM, *raport bieżący 16/2016

Najważniejszym projektem GG jest niewątpliwie Warsaw Spire (obecny poziom komercjalizacji wynosi ok. 80% oraz zaawansowane negocjacje z potencjalnymi najemcami dotyczą kolejnych 10% powierzchni pod wynajem), który stanowi 36% aktywów GHL. Na podstawie danych rynkowych i wyceny na 30 czerwca 2016 r. szacuję, że średnia stawka czynszu w kompleksie Warsaw Spire może wynosić ok. 22 € / m² miesięcznie, co przy pełnej komercjalizacji i wartości księgowej 525 mln € przekłada się na stopę kapitalizacji ok. 5,5%. Szacuje się, że stopy kapitalizacji dla najlepszych budynków biurowych w Warszawie wynoszą ok. 5,25%-5,75% dlatego

zakładam, że wartość księgowa odpowiada wartości rynkowej. Przy wycenie 525 mln € sprzedaż WS pozwoliłaby uwolnić ok. 275 mln € (wartość księgowa pomniejszona o finansowanie bankowe), czyli kwotę przewyższającą wartość aktywów (i oczywiście zobowiązań) GI. Niewiadomą pozostaje kwestia czy GG sprzedałoby wszystkie budynki WS w komplecie czy część z nich, ale nawet sprzedaż pojedynczego budynku pozwoliłaby uwolnić znaczącą kwotę. Prawdopodobna wydaje się zatem sytuacja, że po sprzedaży WS GI będzie chciało wykupić część obligacji własnych celem umorzenia. Ta sytuacja miała już miejsce w czerwcu i sierpniu br. kiedy GI wykupiło obligacje na kwoty, odpowiednio 18,5 mln zł i 12,8 mln zł. Na chwilę obecną mało prawdopodobna wydaje się sprzedaż któregoś z pozostałych projektów GG. Projekt Wołoska 24 (gdzie budowę zakończono w 2016 r.) jest wynajęty w nieco ponad 50%. W celu komercjalizacji biurowca Wronia 31 (projekt w budowie) prowadzone są rozmowy z potencjalnymi najemcami (projekt Wronia ma zostać ukończony na przełomie 2Q-3Q 2017). Projekt Przystanek mBank (projekt biurowy w budowie) jest w 95% wynajęty i jego zakończenie jest przewidywane w 3Q 2017, a zakończenie Sienna Towers (projekt biurowy w budowie) planowane jest na 1Q 2020. Inne projekty są na wcześniejszych etapach realizacji. Warto zwrócić uwagę, że gros projektów realizowanych przez GG znajduje się w okolicach Ronda Daszyńskiego, gdzie inni deweloperzy także dynamicznie zwiększają podaż powierzchni biurowej, co w przypadku rozbieżności ze stroną popytową może spowodować przesunięcie realizacji projektów.

Aktywa GHL na koniec czerwca 2016 r. wyniosły 1 459 mln €, z czego 829 mln € stanowiły nieruchomości inwestycyjne, a 528 mln € należności. Spośród należności, 504 mln € stanowiły należności od podmiotów powiązanych (spółki z GG, które nie są konsolidowane na poziomie GHL).

Natomiast po stronie zobowiązań GHL (786 mln €), największą pozycję stanowiły zobowiązania finansowe (741 mln €). Spośród zobowiązań finansowych, kredyty bankowe stanowiły 306 mln €, obligacje korporacyjne wyemitowane przez GI i konsolidowane przez GHL – 172 mln €, a z pozostałych 263 mln € większość (258 mln €) była przypisana do podmiotów powiązanych. Dodatkowo, 23 mln € z 36 mln € zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz innych zobowiązań stanowiły także zobowiązania (z tytułu odsetek oraz pozostałe) wobec podmiotów powiązanych.

Podsumowując, GHL finansuje spółki z GG (które nie są konsolidowane przez GHL) kwotą netto 223 mln € (504 mln € należności z tytułu udzielonych pożyczek i zaliczek powiększonych o narosłe odsetki – 281 mln € otrzymanych pożyczek i zaliczek powiększonych o narosłe odsetki), tj. o 6 mln € więcej niż na koniec 2015 r.

W tabeli poniżej przedstawiam saldo finansowania GG przez GHL, tzw. „leakage”.

mln €	2013	2014	2015	1H16
Pożyczki długoterminowe udzielone podmiotom powiązanym	246	223	250	379
Należności z tytułu odsetek od podmiotów powiązanych	46	40	49	54
Należności krótkoterminowe od podmiotów powiązanych	14	76	74	71
Zobowiązania wobec podmiotów powiązanych z tytułu pożyczek długoterminowych	-109	-117	-133	-258
Zobowiązania wobec podmiotów powiązanych z tytułu odsetek	-28	-13	-18	-19
Zobowiązania krótkoterminowe wobec podmiotów powiązanych	0	-5	-5	-4
Saldo	169	205	217	223

Źródło: Sprawozdania finansowe GHL

Porównanie z konkurencją

Poniższa tabela przedstawia porównanie zadłużenia GHL z konkurencją na koniec czerwca 2016 r.

	Granbero Holdings	BBI Development	Capital Park	Echo Investment*	GTC	HB Reavis Finance PL**
Dług netto / Kapitały własne	1,0x	0,5x	1,0x	0,7x	1,1x	0,8x

Źródło: Sprawozdania finansowe spółek, obliczenia własne Michael/Ström DM, *szacunkowa wartość po wypłacie dywidendy, ** dane gwaranta

Spośród spółek notowanych na Catalyst (lub gwarantów tych spółek), które prowadzą podobną działalność do GHL, wspomniana spółka charakteryzuje się drugim z najwyższych zadłużeniem liczonym jako relacja długu netto do kapitałów własnych. Dla GHL współczynnik ten wyniósł 1,0x, czyli tyle ile dla Capital Park. Wartość wyższą zanotowało jedynie GTC, a BBI Development, Echo Investment oraz gwarant HB Reavis Finance PL (HB Reavis Holding) charakteryzowały się niższym zadłużeniem.

Wyemitowane obligacje przez Ghelamco Invest

Seria	Ticker GPW	Nr programu emisji obligacji	Data emisji	Data wykupu	Tenor (lata)	ISIN	Outstanding (mln zł)	Marża
G	GHE1116	n.d.	2013-11-14	2016-11-14	3,0	PLGHLMC00081	6,5	4,00%
H	GHE0418	n.d.	2014-04-25	2018-04-25	4,0	PLGHLMC00115	27,1	4,50%
J	GHJ0718	n.d.	2014-07-04	2018-07-04	4,0	PLGHLMC00131	27,7	4,50%
I	GHI0718	n.d.	2014-07-09	2018-07-09	4,0	PLGHLMC00123	30,0	4,50%
K	GHK0718	n.d.	2014-07-16	2018-07-09	4,0	PLGHLMC00149	11,2	4,50%
PA	GHE0118	I	2014-01-29	2018-01-29	4,0	PLGHLMC00099	101,3	5,00%
PB	GHE0718	I	2014-04-11	2018-07-11	4,0	PLGHLMC00107	118,8	5,00%
PPA	GHE0619	II	2014-12-23	2019-06-16	4,5	PLGHLMC00180	37,5	3,50%
PPB	GHI0619	II	2015-06-23	2019-06-16	4,0	PLGHLMC00206	50,0	4,00%
PPC	GHC0619	II	2015-06-30	2019-06-16	4,0	PLGHLMC00214	30,0	4,00%
PPD	GHE1119	II	2015-11-04	2019-11-04	4,0	PLGHLMC00222	50,0	4,00%
PC	GHC0718	III	2014-07-15	2018-07-16	4,0	PLGHLMC00156	29,4	5,00%
PD	GHE1117	III	2014-08-26	2017-11-27	3,0	PLGHLMC00164	37,8	4,75%
EA (€)	GHE0918	III	2014-09-30	2018-09-28	4,0	PLGHLMC00172	27,2*	4,30%
PE	GHE0519	III	2015-05-22	2019-05-22	4,0	PLGHLMC00198	50,0	4,50%
PPE	GHE0320	IV	2016-03-08	2020-03-20	4,0	PLGHLMC00230	50,0	4,00%
PPF	GHI0320	IV	2016-04-05	2020-03-20	4,0	PLGHLMC00248	30,0	4,00%
PPG	GHJ0320	IV	2016-04-27	2020-03-20	4,0	PLGHLMC00255	50,0	4,00%
PPH	GHE0720	IV	2016-07-14	2020-07-14	4,0	PLGHLMC00263	30,0	4,00%
PPI	GHI0720	IV	2016-07-27	2020-07-14	4,0	PLGHLMC00271	50,0	4,00%

Źródło: Warunki Emisji Obligacji, GPW Catalyst, raporty bieżące GI, obliczenia własne Michael/Ström DM, *6,32 mln EUR * EURPLN = 4,3

W tabeli poniżej (oraz w legendzie pod tabelą) opisane zostały Warunki Emisji Obligacji dotyczące możliwości wypłaty dywidend przez GI oraz GHL, a także informacje dotyczące możliwości wcześniejszego wykupu obligacji przez GI.

Ticker GPW	WEO dot. dywidend	Opcja wcześniejszego wykupu na żądanie GI	Premia za wcześniejszy wykup	Możliwe daty wcześniejszego wykupu
GHE1116	*	nie	n.d.	n.d.
GHE0418	*	nie	n.d.	n.d.
GHJ0718	*	nie	n.d.	n.d.
GHI0718	*	nie	n.d.	n.d.
GHK0718	*	nie	n.d.	n.d.
GHE0118	*	nie	n.d.	n.d.
GHE0718	*	nie	n.d.	n.d.
GHE0619	**	nie	n.d.	n.d.
GHI0619	**	nie	n.d.	n.d.
GHC0619	**	nie	n.d.	n.d.
GHE1119	**	nie	n.d.	n.d.
GHC0718	*	nie	n.d.	n.d.
GHE1117	*	nie	n.d.	n.d.
GHE0918	*	nie	n.d.	n.d.
GHE0519	***	nie	n.d.	n.d.
GHE0320	****	tak	brak	2016-09-30, 2017-03-30, 2017-09-30, 2018-03-30, 2018-09-30, 2019-03-30, 2019-09-30
GHI0320	****	tak	brak	2016-09-30, 2017-03-30, 2017-09-30, 2018-03-30, 2018-09-30, 2019-03-30, 2019-09-30
GHJ0320	****	tak	brak	2016-09-30, 2017-03-30, 2017-09-30, 2018-03-30, 2018-09-30, 2019-03-30, 2019-09-30
GHE0720	****	tak	brak	2017-01-14, 2017-07-14, 2018-01-14, 2018-07-14, 2019-01-14, 2019-07-14, 2020-01-14
GHI0720	****	tak	brak	2017-01-14, 2017-07-14, 2018-01-14, 2018-07-14, 2019-01-14, 2019-07-14, 2020-01-14

Źródło: Warunki Emisji Obligacji, GPW Catalyst, raporty bieżące GI, obliczenia własne Michael/Ström DM

Legenda:

* Bez zgody ZO (Zgromadzenia Obligatariuszy), GI lub GHL (i) nie wypłaci dywidendy, (ii) nie nabędzie akcji własnych, oraz (iii) nie dokona innej wypłaty na rzecz swoich udziałowców lub ich podmiotów powiązanych, której skutkiem byłoby obniżenie kapitałów własnych.

** Bez zgody ZO, (i) GI nie wypłaci dywidendy, (ii) GHL nie wypłaci dywidendy przekraczającej 50% zysku netto wykazanego w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym GHL za ostatni rok obrotowy poprzedzający planowaną wypłatę dywidendy, z zastrzeżeniem, iż bez uzyskania zgody ZO, GHL może wypłacić w 2015 r. dywidendę o wartości do 100 mln €, także gdy przekracza 50% zysku netto wykazanego w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym GHL za ostatni rok obrotowy poprzedzający planowaną wypłatę dywidendy, (iii) GI

ani GHL nie nabędzie akcji własnych, oraz (iv) GI ani GHL nie dokona innej wypłaty na rzecz swoich udziałowców lub ich podmiotów powiązanych, której skutkiem byłoby obniżenie kapitałów własnych.

*** Bez zgody ZO, GI lub GHL (i) nie wypłaci dywidendy (z zastrzeżeniem, iż zgody ZO nie wymaga wypłacenie w 2015 r. przez GHL dywidendy o wartości do 100 mln €, która zostanie wypłacona bez fizycznego przepływu środków pieniężnych poprzez potrącenie wzajemnych zobowiązań pomiędzy GHL a jego spółką dominującą), (ii) nie nabędzie akcji własnych, oraz (iii) nie dokona innej wypłaty na rzecz swoich udziałowców lub ich podmiotów powiązanych, której skutkiem byłoby obniżenie kapitałów własnych.

**** Zgoda ZO nie będzie wymagana dopóki suma dywidend wypłacanych przez GHL (począwszy od 2015 roku) z zatrzymanych zysków lub z zysku za rok obrotowy, jakie wskaże GHL w decyzji o wypłacie dywidendy, nie przekroczy kwoty: 50% zatrzymanych zysków wykazanych w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym GHL za rok 2014, powiększonej o 50% zysków za rok obrotowy wykazanych w skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych GHL za kolejne lata obrotowe.

Z punktu widzenia obligatariuszy najbardziej chroniący ich zapis wymaga zgody ZO do jakiegokolwiek wypłaty dywidendy (*, ***). Z kolei najmniej chroniący ich zapis nie wymaga zgody ZO do wypłaty dywidendy (**, ****). Warto zwrócić uwagę, że wszystkie tegoroczne emisje GI miały w WEO zapis najmniej korzystny z punktu widzenia obligatariuszy. Gdyby GI emitowało w przyszłości obligacje wyłącznie z „niekorzystnym” zapisem, to po wykupie serii z „korzystnym” zapisem, GHL będzie mogło wypłacać dywidendy bez zgody ZO (w ograniczonym zakresie, ale jednak). Zatem hipotetycznie osoba inwestująca w obligacje GI zapadające w 2020 r. z zamiarem trzymania ich do wykupu powinna być świadoma, że w okresie inwestycji w te papiery, GHL może wypłacić dywidendę bez konieczności pytania o zgodę ZO.

Wartość zatrzymanych zysków wykazanych w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym GHL za rok 2014 wyniosła 471 mln €. Natomiast zysk za rok obrotowy GHL za 2015 r. wyniósł 78 mln € (w 2015 r. GHL rozpoznało 98 mln € zysku z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych), a za 1. półrocze br. ponad 114 mln € (126 mln € zysku z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych). Suma zysków zatrzymanych na koniec czerwca 2016 r. wyniosła zatem 664 mln €, z czego 50% (332 mln €) mogłoby zostać wypłaconych w formie dywidendy. GHL jest zobowiązane do utrzymywania współczynnika kapitałów własnych do aktywów na poziomie co najmniej 30%. Gdyby hipotetycznie GHL chciało wypłacić do GGC 332 mln € w formie dywidendy bez fizycznego przepływu środków pieniężnych poprzez potrącenie wzajemnych wierzytelności, to przyjmując bilans na koniec czerwca 2016 r. jako pozycję wyjściową, GHL mogłoby wypłacić tę kwotę przy zachowaniu współczynnika kapitałów własnych do aktywów powyżej 30% (jego wartość wyniosłaby wówczas 30%).

W tabeli poniżej przedstawione zostały rentowności do wykupu (YTM) obligacji GI. Obliczenia były przeprowadzane na dzień 20 października 2016 r. przy uwzględnieniu ceny zamknięcia z dnia 19 października 2016 r. Wartość kolejnych kuponów odsetkowych była obliczana na podstawie sumy marży i stawek WIBOR6M (1,80%) oraz EURIBOR6M (-0,313%). Obliczenia nie uwzględniają kosztów transakcyjnych oraz podatków.

Ticker GPW	Wartość nominalna (zł)	Cena zamknięcia	YTM
GHE1116	10 000	100,00	4,80%
GHE0418	1 000	101,30	5,39%
GHJ0718	1 000	100,72	5,87%
GHI0718	10 000	101,60	5,33%
GHK0718	10 000	100,49	6,03%
GHE0118	10 000	101,19	5,83%
GHE0718	10 000	101,55	5,87%
GHE0619	100	100,00	5,34%
GHI0619	100	99,60	6,02%
GHC0619	100	99,51	6,06%
GHE1119	100	99,71	5,97%
GHC0718	100 000	101,95	5,63%
GHE1117	10 000	102,00	4,65%
GHE0918	1 000*	100,50	3,75%
GHE0519	10 000	100,96	5,95%
GHE0320	100	99,90	5,89%
GHI0320	100	99,89	5,90%
GHJ0320	100	99,20	6,13%
GHE0720	100	100,09	5,83%
GHI0720	100	99,31	6,08%

Źródło: Warunki Emisji Obligacji, GPW Catalyst, raporty bieżące GI, obliczenia własne Michael/Ström DM, *dane w euro

Wykres przedstawiający rentowności obligacji w zależności od terminu wykupu został zaprezentowany na pierwszej stronie Raportu Kredytowego.

W tabeli poniżej przedstawiony został obrót giełdowy (w tys. zł) dla wszystkich obligacji GI notowanych na dzień sporządzenia Raportu Kredytowego. Najwyższym średniomiesięcznym obrotem charakteryzują się serie GHE0320 (1,7 mln zł), GHI0619 (1,5) oraz GHE0718 (1,3). Seria GHE0320 odpowiada również za najwyższą średniomiesięczną medianę obrotu (0,9). Niewiele mniejsza mediana wynosi w przypadku serii GHI0619 (0,9), która charakteryzuje się ponad roczną historią notowań. Trzecia z najwyższych median przypisana jest do serii GHI0720 (0,7), która ma najkrótszą historię notowań, tj. 2 miesiące.

	GHE1116	GHE1117	GHE0118	GHE0418	GHJ0718	GHK0718	GHI0718	GHE0718	GHC0718	GHE0918	GHE0519	GHI0619	GHE0619	GHC0619	GHE1119	GHE0320	GHI0320	GHJ0320	GHI0720	GHE0720
wrz-16	0	0	31	114	360	223	10	372	0	112	0	738	91	395	301	489	97	20	738	76
sie-16	0	0	215	28	439	225	356	113	0	13	0	855	13 058	301	345	900	154	264	569	32
lip-16	0	0	0	72	467	0	121	1 822	0	0	431	564	213	271	597	1 328	937	187	-	1
cze-16	0	0	14 188	203	4 400	21	10	2 848	1 475	0	265	2 613	41	330	331	5 485	2 599	407	-	-
maj-16	0	10	62	22	245	10	113	993	0	119	102	688	26	86	1 126	975	40	357	-	-
kwi-16	0	0	766	698	502	164	0	298	0	0	2 919	2 596	39	650	2 708	883	12	-	-	-
mar-16	0	41	235	9	80	111	62	1 826	0	0	1 238	270	51	381	698	-	-	-	-	-
lut-16	0	0	182	0	0	250	314	2 807	0	0	264	165	36	6	478	-	-	-	-	-
sty-16	0	0	184	44	32	10	51	2 961	1 305	35	101	807	123	447	232	-	-	-	-	-
gru-15	0	10	10	13	33	10	569	10 648	0	0	151	2 766	137	551	472	-	-	-	-	-
lis-15	0	0	133	203	36	21	350	2 542	209	0	161	1 275	521	1 046	1 012	-	-	-	-	-
paź-15	0	10	0	67	190	10	31	206	0	0	93	2 696	811	48	-	-	-	-	-	-
wrz-15	0	10	564	111	31	10	10	2 500	206	0	0	992	834	242	-	-	-	-	-	-
sie-15	0	0	30	0	64	70	303	31	0	0	0	807	248	40	-	-	-	-	-	-
lip-15	0	61	333	70	33	40	130	298	0	0	0	4 350	99	92	-	-	-	-	-	-
cze-15	0	0	42	1	57	0	62	126	0	29	-	-	458	-	-	-	-	-	-	-
maj-15	0	10	10	149	98	10	203	0	0	12 109	-	-	620	-	-	-	-	-	-	-
kwi-15	0	21	10	28	59	21	20	2 833	0	0	-	-	147	-	-	-	-	-	-	-
mar-15	0	41	0	10	49	10	10	1 608	0	0	-	-	267	-	-	-	-	-	-	-
lut-15	0	31	5 008	15	213	252	40	183	0	0	-	-	53	-	-	-	-	-	-	-
sty-15	0	0	623	5	196	0	182	505	0	0	-	-	48	-	-	-	-	-	-	-
gru-14	0	71	259	29	197	337	187	21	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
lis-14	0	101	52	117	29	10	0	313	102	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
paź-14	0	20	572	267	209	10	10	21	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
wrz-14	0	-	233	104	41	31	0	82	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
sie-14	0	-	517	49	-	-	-	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
lip-14	0	-	1 108	107	-	-	-	20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
cze-14	0	-	665	39	-	-	-	377	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
maj-14	0	-	72	-	-	-	-	102	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
kwi-14	0	-	144	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
mar-14	0	-	72	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
lut-14	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
sty-14	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
gru-13	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
średnia	0	18	849	92	322	74	126	1 257	127	540	382	1 479	853	326	755	1 677	640	247	653	36
mediana	0	10	182	46	80	21	62	313	0	0	102	855	137	301	478	937	125	264	653	32

Źródło: GPW Catalyst, obliczenia własne Michael/Ström DM

Na następnych 7 stronach Raportu Kredytowego przedstawione zostały daty okresów odsetkowych poszczególnych serii GI.

GHE1116

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2013-11-14	2014-05-06	2014-05-14	181
2	2014-05-14	2014-11-05	2014-11-14	184
3	2014-11-14	2015-05-06	2015-05-14	181
4	2015-05-14	2015-11-05	2015-11-14	184
5	2015-11-14	2016-05-06	2016-05-14	182
6	2016-05-14	2016-11-03	2016-11-14	184

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHE1117

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2014-08-26	2014-11-20	2014-11-27	93
2	2014-11-27	2015-05-20	2015-05-27	181
3	2015-05-27	2015-11-20	2015-11-27	184
4	2015-11-27	2016-05-19	2016-05-27	182
5	2016-05-27	2016-11-21	2016-11-27	184
6	2016-11-27	2017-05-22	2017-05-27	181
7	2017-05-27	2017-11-20	2017-11-27	184

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHE0118

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2014-01-29	2014-07-22	2014-07-29	181
2	2014-07-29	2015-01-22	2015-01-29	184
3	2015-01-29	2015-07-22	2015-07-29	181
4	2015-07-29	2016-01-22	2016-01-29	184
5	2016-01-29	2016-07-22	2016-07-29	182
6	2016-07-29	2017-01-23	2017-01-29	184
7	2017-01-29	2017-07-24	2017-07-29	181
8	2017-07-29	2018-01-22	2018-01-29	184

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHE0418

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2014-04-25	2014-10-20	2014-10-25	183
2	2014-10-25	2015-04-20	2015-04-25	182
3	2015-04-25	2015-10-19	2015-10-25	183
4	2015-10-25	2016-04-18	2016-04-25	183
5	2016-04-25	2016-10-18	2016-10-25	183
6	2016-10-25	2017-04-18	2017-04-25	182
7	2017-04-25	2017-10-18	2017-10-25	183
8	2017-10-25	2018-04-18	2018-04-25	182

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHJ0718

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2014-07-04	2014-12-24	2015-01-04	184
2	2015-01-04	2015-06-29	2015-07-04	181
3	2015-07-04	2015-12-24	2016-01-04	184
4	2016-01-04	2016-06-27	2016-07-04	182
5	2016-07-04	2016-12-28	2017-01-04	184
6	2017-01-04	2017-06-27	2017-07-04	181
7	2017-07-04	2017-12-27	2018-01-04	184
8	2018-01-04	2018-06-27	2018-07-04	181

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHK0718

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2014-07-16	2014-12-30	2015-01-09	177
2	2015-01-09	2015-07-01	2015-07-09	181
3	2015-07-09	2015-12-30	2016-01-09	184
4	2016-01-09	2016-07-01	2016-07-09	182
5	2016-07-09	2016-12-29	2017-01-09	184
6	2017-01-09	2017-06-30	2017-07-09	181
7	2017-07-09	2017-12-29	2018-01-09	184
8	2018-01-09	2018-06-29	2018-07-09	181

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHI0718

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2014-07-09	2014-12-30	2015-01-09	184
2	2015-01-09	2015-07-01	2015-07-09	181
3	2015-07-09	2015-12-30	2016-01-09	184
4	2016-01-09	2016-07-01	2016-07-09	182
5	2016-07-09	2016-12-29	2017-01-09	184
6	2017-01-09	2017-06-30	2017-07-09	181
7	2017-07-09	2017-12-29	2018-01-09	184
8	2018-01-09	2018-06-29	2018-07-09	181

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHE0718

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2014-04-11	2014-07-04	2014-07-11	91
2	2014-07-11	2015-01-02	2015-01-11	184
3	2015-01-11	2015-07-06	2015-07-11	181
4	2015-07-11	2015-12-31	2016-01-11	184
5	2016-01-11	2016-07-04	2016-07-11	182
6	2016-07-11	2017-01-03	2017-01-11	184
7	2017-01-11	2017-07-04	2017-07-11	181
8	2017-07-11	2018-01-04	2018-01-11	184
9	2018-01-11	2018-07-04	2018-07-11	181

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHC0718

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2014-07-15	2015-01-08	2015-01-15	184
2	2015-01-15	2015-07-08	2015-07-15	181
3	2015-07-15	2016-01-08	2016-01-15	184
4	2016-01-15	2016-07-08	2016-07-15	182
5	2016-07-15	2017-01-09	2017-01-15	184
6	2017-01-15	2017-07-10	2017-07-15	181
7	2017-07-15	2018-01-08	2018-01-15	184
8	2018-01-15	2018-07-09	2018-07-16	182

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHE0918

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2014-09-30	2015-03-23	2015-03-30	181
2	2015-03-30	2015-09-23	2015-09-30	184
3	2015-09-30	2016-03-22	2016-03-30	182
4	2016-03-30	2016-09-23	2016-09-30	184
5	2016-09-30	2017-03-23	2017-03-30	181
6	2017-03-30	2017-09-25	2017-09-30	184
7	2017-09-30	2018-03-23	2018-03-30	181
8	2018-03-30	2018-09-21	2018-09-28	182

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHE0519

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2015-05-22	2015-11-16	2015-11-22	184
2	2015-11-22	2016-05-16	2016-05-22	182
3	2016-05-22	2016-11-15	2016-11-22	184
4	2016-11-22	2017-05-15	2017-05-22	181
5	2017-05-22	2017-11-15	2017-11-22	184
6	2017-11-22	2018-05-15	2018-05-22	181
7	2018-05-22	2018-11-15	2018-11-22	184
8	2018-11-22	2019-05-15	2019-05-22	181

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHI0619

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2015-06-23	2015-12-09	2015-12-16	176
2	2015-12-16	2016-06-09	2016-06-16	183
3	2016-06-16	2016-12-09	2016-12-16	183
4	2016-12-16	2017-06-08	2017-06-16	182
5	2017-06-16	2017-12-11	2017-12-16	183
6	2017-12-16	2018-06-11	2018-06-16	182
7	2018-06-16	2018-12-10	2018-12-16	183
8	2018-12-16	2019-06-10	2019-06-16	182

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHE0619

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2014-12-23	2015-06-09	2015-06-16	175
2	2015-06-16	2015-12-09	2015-12-16	183
3	2015-12-16	2016-06-09	2016-06-16	183
4	2016-06-16	2016-12-09	2016-12-16	183
5	2016-12-16	2017-06-08	2017-06-16	182
6	2017-06-16	2017-12-11	2017-12-16	183
7	2017-12-16	2018-06-11	2018-06-16	182
8	2018-06-16	2018-12-10	2018-12-16	183
9	2018-12-16	2019-06-10	2019-06-16	182

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHC0619

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2015-06-30	2015-12-09	2015-12-16	169
2	2015-12-16	2016-06-09	2016-06-16	183
3	2016-06-16	2016-12-09	2016-12-16	183
4	2016-12-16	2017-06-08	2017-06-16	182
5	2017-06-16	2017-12-11	2017-12-16	183
6	2017-12-16	2018-06-11	2018-06-16	182
7	2018-06-16	2018-12-10	2018-12-16	183
8	2018-12-16	2019-06-10	2019-06-16	182

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHE1119

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2015-11-04	2016-04-26	2016-05-04	182
2	2016-05-04	2016-10-26	2016-11-04	184
3	2016-11-04	2017-04-25	2017-05-04	181
4	2017-05-04	2017-10-26	2017-11-04	184
5	2017-11-04	2018-04-25	2018-05-04	181
6	2018-05-04	2018-10-26	2018-11-04	184
7	2018-11-04	2019-04-25	2019-05-04	181
8	2019-05-04	2019-10-25	2019-11-04	184

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHE0320

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2016-03-29	2016-09-23	2016-09-30	185
2	2016-09-30	2017-03-23	2017-03-30	181
3	2017-03-30	2017-09-25	2017-09-30	184
4	2017-09-30	2018-03-23	2018-03-30	181
5	2018-03-30	2018-09-24	2018-09-30	184
6	2018-09-30	2019-03-25	2019-03-30	181
7	2019-03-30	2019-09-23	2019-09-30	184
8	2019-09-30	2020-03-23	2020-03-30	182

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHI0320

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2016-04-05	2016-09-23	2016-09-30	178
2	2016-09-30	2017-03-23	2017-03-30	181
3	2017-03-30	2017-09-25	2017-09-30	184
4	2017-09-30	2018-03-23	2018-03-30	181
5	2018-03-30	2018-09-24	2018-09-30	184
6	2018-09-30	2019-03-25	2019-03-30	181
7	2019-03-30	2019-09-23	2019-09-30	184
8	2019-09-30	2020-03-23	2020-03-30	182

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHJ0320

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2016-04-27	2016-09-23	2016-09-30	156
2	2016-09-30	2017-03-23	2017-03-30	181
3	2017-03-30	2017-09-25	2017-09-30	184
4	2017-09-30	2018-03-23	2018-03-30	181
5	2018-03-30	2018-09-24	2018-09-30	184
6	2018-09-30	2019-03-25	2019-03-30	181
7	2019-03-30	2019-09-23	2019-09-30	184
8	2019-09-30	2020-03-23	2020-03-30	182

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHI0720

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2016-07-27	2017-01-09	2017-01-14	171
2	2017-01-14	2017-07-07	2017-07-14	181
3	2017-07-14	2018-01-08	2018-01-14	184
4	2018-01-14	2018-07-09	2018-07-14	181
5	2018-07-14	2019-01-07	2019-01-14	184
6	2019-01-14	2019-07-08	2019-07-14	181
7	2019-07-14	2020-01-07	2020-01-14	184
8	2020-01-14	2020-07-07	2020-07-14	182

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

GHE0720

Nr	Pierwszy dzień	Dzień ustalenia prawa do kuponu	Ostatni dzień	Ilość dni w okresie
1	2016-07-14	2017-01-09	2017-01-14	184
2	2017-01-14	2017-07-07	2017-07-14	181
3	2017-07-14	2018-01-08	2018-01-14	184
4	2018-01-14	2018-07-09	2018-07-14	181
5	2018-07-14	2019-01-07	2019-01-14	184
6	2019-01-14	2019-07-08	2019-07-14	181
7	2019-07-14	2020-01-07	2020-01-14	184
8	2020-01-14	2020-07-07	2020-07-14	182

Źródło: Warunki Emisji Obligacji

Skonsolidowane dane finansowe Granbero Holdings Limited

Rachunek zysków i strat (tys. €)

	2013	2014	2015	1H16
Przychody	26 860	16 455	16 850	6 768
Inne przychody operacyjne	3 440	9 610	2 999	4 601
Koszt zapasów obejmujących projekty deweloperskie	-14 576	-16 676	-9 413	-3 685
Koszty świadczeń pracowniczych	-286	-277	-289	0
Zyski z aktualizacji wyceny nieruchomości inwestycyjnych	30 336	24 120	97 547	125 588
Pozostałe koszty operacyjne	-14 614	-18 704	-12 089	-8 186
Zysk operacyjny	31 160	14 528	95 605	125 086
Przychody finansowe	8 373	11 454	11 423	6 125
Koszty finansowe	-25 081	-18 799	-10 578	-32 961
Zysk przed opodatkowaniem	14 452	7 183	96 450	98 250
Podatek dochodowy	-2 760	-1 921	-18 196	15 979
Zysk netto	11 692	5 262	78 254	114 229

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe GHL, obliczenia własne Michael/Ström DM

Rachunek przepływów pieniężnych (tys. €)

	2013	2014	2015	1H16
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-52 947	-89 617	-25 111	-33 455
Zysk/(strata) przed opodatkowaniem	14 452	7 183	96 450	98 250
Zmiana wartości godziwej nieruchomości inwestycyjnych	-30 336	-24 120	-97 547	-125 588
Wynik ze zbycia nieruchomości inwestycyjnych	-1 833	-9 857	0	0
Koszty z tytułu odsetek netto	9 037	5 236	-1 825	8 995
Zmiana zapasów	11 003	14 849	-5 071	3 113
Zmiana należności	-20 813	-48 890	-11 994	-2 830
Zmiana zobowiązań	-16 346	-5 998	356	-1 459
Zmiana wartości godziwej instrumentów pochodnych	80	1 552	290	0
Inne pozycje bezgotówkowe	353	-133	107	267
Zapłacony podatek dochodowy	-1 134	-348	-1 418	-641
Zapłacone odsetki	-17 410	-29 091	-4 459	-13 562
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	117 526	135 530	-143 637	-175 245
Otrzymane odsetki	8 373	9 461	10 172	6 125
Zakup rzeczowych aktywów trwałych	-22	0	0	0
Zakup nieruchomości inwestycyjnych	-74 785	-87 260	-109 954	-56 645
Skapitalizowane odsetki w nieruchomościach inwestycyjnych	-9 017	-10 635	-16 500	-3 800
Wpływy ze zbycia nieruchomości inwestycyjnych	235 793	189 084	0	0
Wydatki netto z tytułu pozostałych aktywów finansowych długoterminowych	-43 050	34 665	-27 611	-120 925
Zmiana stanu środków pieniężnych o ograniczonej możliwości dysponowania	234	215	256	0
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-54 217	-40 516	168 146	207 103
Wpływy z pożyczek	84 726	151 605	187 184	223 076
Splata pożyczek	-138 943	-192 121	-19 038	-15 973
Przepływy pieniężne netto, razem	10 362	5 397	-602	-1 597

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe GHL, obliczenia własne Michael/Ström DM

Bilans (tys. €)

	2013	2014	2015	2Q16
Aktywa trwałe	752 014	656 680	926 869	1 217 227
Nieruchomości inwestycyjne	480 765	417 553	660 290	828 760
Rzeczowe aktywa trwałe	22	32	32	13
Należności i rozliczenia międzyokresowe czynne	268 232	234 996	263 266	383 811
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	73	2 821	2 918	3 900
Pozostałe aktywa finansowe	2 451	1 022	363	743
Środki pieniężne o ograniczonej możliwości dysponowania	471	256	0	0
Aktywa obrotowe	188 009	226 930	238 045	241 883
Zapasy obejmujące projekty deweloperskie	66 547	50 183	53 666	41 071
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	80 812	129 702	141 696	144 526
Aktywa z tytułu bieżącego podatku dochodowego	0	0	0	86
Instrumenty pochodne	1 842	290	0	0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	38 808	46 755	42 683	56 286
AKTYWA RAZEM	940 023	883 610	1 164 914	1 459 196
Kapitały własne	474 897	479 641	555 884	673 408
Zobowiązania długoterminowe	321 151	336 115	508 271	708 911
Oprocentowane kredyty i pożyczki	318 412	329 154	484 894	701 273
Rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2 739	6 961	23 377	7 638
Zobowiązania krótkoterminowe	143 975	67 854	100 759	76 877
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz inne zobowiązania	55 982	31 020	51 060	36 267
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	335	434	893	1 080
Oprocentowane kredyty i pożyczki	87 658	36 400	48 806	39 530
PASYWA RAZEM	940 023	883 610	1 164 914	1 459 196
Dług brutto	406 070	365 554	533 700	740 803
Dług netto	367 262	318 799	491 017	684 517
Dług netto / Kapitały własne	0,77	0,66	0,88	1,02

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe GHL, obliczenia własne Michael/Ström DM

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Data pierwszego udostępnienia raportu: 21.10.2016 r.

Aktualizacja raportu: raport nie będzie aktualizowany.

Podmiotem odpowiedzialnym za sporządzenie raportu jest **Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.** 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 0000347507, NIP: 525-247-22-15, REGON: 142261319 o wpłaconym kapitale zakładowym w wysokości 734 846,81 PLN, adres e-mail: kontakt@michaelstrom.pl.

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.

Przed opublikowaniem raport przekazany został do Emitenta.

Raport:

- skierowany jest tak do wybranych klientów profesjonalnych jak i do wybranych klientów indywidualnych i udostępniany jest nieodpłatnie poprzez zamieszczenie na stronie internetowej Domu Maklerskiego 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. 2013 r. Poz. 1422) 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 2016 r. poz/ 380),
 - rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 2016 poz. 1715),
 - 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 osoba blisko z nią związana, o której mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1-3 ustawy z dnia 29 lipca 2015 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2014 poz. 94), nie pełni funkcji w organach emitenta instrumentów finansowych i nie zajmuje stanowiska kierowniczego w tym podmiocie
- Dom Maklerski nie wykonywał w okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu czynności dotyczących oferowania instrumentów finansowych Emitenta w obrocie pierwotnym lub pierwszej ofercie publicznej.
- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu Dom Maklerski i podmioty z nim powiązane nie pełniły funkcji podmiotu organizującego lub współorganizującego ofertę publiczną instrumentów finansowych Emitenta.
- 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 emitenta dla Emitenta.

- W okresie 12 miesięcy poprzedzających sporządzenie raportu nie obowiązywała umowa między Domem Maklerskim lub podmiotami z nim powiązanymi a Emitentem w sprawie świadczenia usług z zakresu bankowości inwestycyjnej.
- Dom Maklerski nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta z tytułu usług świadczonych na jego rzecz.
- 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.
- Nie posiada wiedzy na temat istnienia innych istotnych powiązań, występujących między Domem Maklerskim lub podmiotem z nim powiązonym a Emitentem.
- Na dzień sporządzenia raportu Domu Maklerskiego i Emitenta nie łączą umowy o świadczenie usług na rzecz Emitenta.
- Autor raportu ani Dom Maklerski nie posiadają instrumentów finansowych wyemitowanych przez Emitenta lub spółki z nim powiązane. Jest możliwe, że akcjonariusze, członkowie organów lub pracownicy Domu Maklerskiego lub osoby z nimi powiązane posiadają takie instrumenty finansowe lub zamierzają je nabyć lub zamierzają je zbyć.

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 sp. z o.o. ”, który jest dostępny na stronie internetowej Domu Maklerskiego. www.michaelstrom.pl.

Zabronione jest wykorzystywanie lub modyfikowanie niniejszego materiału bez zgody Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o.

Michael / Ström Dom Maklerski Sp. z o.o. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał nie był zatwierdzany 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 www.michaelstrom.pl