



Ghelamco Invest Sp. z o.o.

Półroczne Skrócone Sprawozdanie Finansowe za okres 6 miesięcy zakończony dnia 30 czerwca 2025 roku

SPIS TREŚCI

I. SKRÓCONE SPRAWOZDANIE Z SYTUACJI FINANSOWEJ	4
II. SKRÓCONE SPRAWOZDANIE Z CAŁKOWITYCH DOCHODÓW.....	5
III. SKRÓCONE SPRAWOZDANIE Z PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH	6
IV. SKRÓCONE SPRAWOZDANIE ZE ZMIAN W KAPITALE WŁASNYM	7
V. NOTY OBJAŚNIAJĄCE DO PÓŁROCZNEGO SKRÓCONEGO SPRAWOZDANIA FINANSOWEGO SPORZĄDZONEGO NA DZIEŃ 30 CZERWCA 2025	8
1. Informacje ogólne	8
1.1. Informacje o jednostce.....	8
1.2. Waluta funkcjonalna i waluta sprawozdawcza	9
1.3. Skonsolidowane sprawozdanie finansowe.....	9
1.4. Zmiany zasad sporządzania sprawozdania finansowego	9
2. Stosowane zasady rachunkowości.....	9
2.1. Podstawa sporządzenia	9
3. Kontynuacja działalności.....	10
4. Istotne wartości oparte na szacunkach.....	20
4.1. Znaczące szacunki	20
5. Sprawozdawczość segmentowa.....	21
6. Koszty zarządu w układzie rodzajowym.....	21
7. Przychody finansowe	21
8. Koszty finansowe	22
9. Podatek dochodowy	22
9.1. Podatek dochodowy odniesiony w wynik finansowy	22
9.2. Saldo podatku odroczonego.....	23
10. Aktywa finansowe – udzielone pożyczki.....	24
11. Wyemitowane obligacje	24
11.1. Noty do obligacji prezentowanych w zobowiązaniach sprawozdania z sytuacji finansowej	25
12. Transakcje z jednostkami powiązаныmi	27
12.1. Przychody z tytułu odsetek od pożyczek od jednostek powiązanych	27
12.2. Przychody od jednostek powiązanych z tytułu opłat za świadczenia związane z utrzymaniem salda	28
12.3. Należności z tytułu pożyczek (kapitał + odsetki + opłaty za świadczenia związane z utrzymaniem salda) od jednostek powiązanych	28
12.4. Zobowiązania wobec jednostek powiązanych	29
12.5. Koszty finansowe od jednostek powiązanych (jednostka dominująca)	29
13. Instrumenty finansowe.....	30
13.1. Zarządzanie kapitałem	30

13.2.	Wskaźnik zadłużenia	30
13.3.	Kategorie instrumentów finansowych	30
13.4.	Cele zarządzania ryzykiem finansowym	31
13.5.	Ryzyko rynkowe	31
13.6.	Zarządzanie ryzykiem walutowym	31
13.7.	Zarządzanie ryzykiem stóp procentowych	31
13.8.	Zarządzanie ryzykiem kredytowym	32
13.9.	Zarządzanie ryzykiem płynności	33
13.10.	Wartość godziwa aktywów i zobowiązań finansowych jednostki	35
14.	Zmiany należności i zobowiązań finansowych oraz przepływy pieniężne z nimi związane	37
15.	Zobowiązania warunkowe i aktywa warunkowe	40
15.1.	Zobowiązania warunkowe	40
15.2.	Gwarancje otrzymane	40
16.	Konflikt zbrojny w Ukrainie	40
17.	Zdarzenia po zakończeniu okresu sprawozdawczego	41
17.1.	Wykupy i nowe Emisje obligacji po zakończeniu okresu sprawozdawczego	41
18.	Wynagrodzenie Zarządu i Rady Nadzorczej	42
19.	Zatwierdzenie sprawozdania finansowego	42

I. SKRÓCONE SPRAWOZDANIE Z SYTUACJI FINANSOWEJ

SPORZĄDZONE NA DZIEŃ 30 CZERWCA 2025 r.

		Stan na	Stan na
AKTYWA	Nota	30-06-2025	31-12-2024
		PLN'000	PLN'000
		Dane niebadane	
AKTYWA			
Aktywa trwałe			
Udzielone pożyczki	10	783 640	1 040 356
Rozliczenia międzyokresowe czynne		1 248	1 009
Bieżące należności podatkowe		14	0
Aktywa trwałe razem		784 902	1 041 365
Aktywa obrotowe			
Udzielone pożyczki	10	585 628	274 142
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty		190	64 111
Aktywa obrotowe razem		585 818	338 253
Aktywa razem		1 370 720	1 379 618
		Stan na	Stan na
PASYWA	Nota	30-06-2025	31-12-2024
		PLN'000	PLN'000
		Dane niebadane	
KAPITAŁ WŁASNY I ZOBOWIĄZANIA			
Kapitał własny			
Kapitał podstawowy		25 150	25 150
Kapitał rezerwowy		64 492	55 839
(Straty)/ Zyski zatrzymane	-	13 941	10 771
Razem kapitał własny		75 701	91 760
Zobowiązania długoterminowe			
Długoterminowe obligacje	11	719 108	898 451
Rezerwa na podatek odroczony		25 932	25 556
Zobowiązania długoterminowe razem		745 040	924 007
Zobowiązania krótkoterminowe			
Zobowiązania z tyt. dostaw i usług oraz inne zobowiązania	12.4	6 977	6 609
Bieżące zobowiązania podatkowe		-	334
Krótkoterminowe obligacje	11	542 627	356 908
Rezerwy krótkoterminowe		376	0
Zobowiązania krótkoterminowe razem		549 980	363 851
Zobowiązania razem		1 295 019	1 287 858
Pasywa razem		1 370 720	1 379 618

Warszawa, 30 września 2025 roku

Paul Gheysens
Prezes Zarządu

Michael Gheysens
Członek Zarządu

Marie-Julie Gheysens
Członek Zarządu

Christiaan Heggerick
Członek Zarządu

Jarosław Jukiel
Członek Zarządu
Osoba odpowiedzialna za
prowadzenie ksiąg rachunkowych

II. SKRÓCONE SPRAWOZDANIE Z CAŁKOWITYCH DOCHODÓW

ZA OKRES 6 MIESIĘCY ZAKOŃCZONY 30 CZERWCA 2025 r.

SPRAWOZDANIE Z CAŁKOWITYCH DOCHODÓW	Nota	Okres zakończony	Okres zakończony
		30-06-2025	30-06-2024
		PLN'000	PLN'000
		<i>dane niebadane</i>	<i>dane niebadane</i>
Koszty zarządu	6	-1 656	-1 186
Strata na działalności operacyjnej		-1 656	-1 186
Przychody z tytułu udzielonych pożyczek		61 281	88 113
Pozostałe przychody finansowe		152	4 899
Przychody finansowe razem	7	61 433	93 012
Odsetki od wyemitowanych obligacji wycenione w zamortyzowanym koszcie		-73 849	-84 138
Pozostałe koszty finansowe		-1 611	-1 193
Koszty finansowe razem	8	-75 460	-85 331
Zysk przed opodatkowaniem		-15 683	6 495
Podatek dochodowy	9	-376	-1 209
ZYSK / (STRATA) NETTO		-16 059	5 286
SUMA CAŁKOWITYCH DOCHODÓW		-16 059	5 286

Warszawa, 30 września 2025 roku

Paul Gheysens
Prezes Zarządu

Michael Gheysens
Członek Zarządu

Marie-Julie Gheysens
Członek Zarządu

Christiaan Heggerick
Członek Zarządu

Jarosław Jukiel
Członek Zarządu
Osoba odpowiedzialna za prowadzenie ksiąg
rachunkowych

III. SKRÓCONE SPRAWOZDANIE Z PRZEPŁYWÓW PIENIĘŻNYCH

ZA OKRES 6 MIESIĘCY ZAKOŃCZONY 30 CZERWCA 2025 r.

Nota	Okres zakończony	Okres zakończony
	30-06-2025	30-06-2024
	PLN'000	PLN'000
	dane niebadane	dane niebadane
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej		
(Strata)/ Zysk netto za rok obrotowy	2 332	5 286
Korekty:		
Koszt podatku dochodowego ujęty w wyniku	4 690	1 209
Koszty działalności finansowej ujęte w wyniku	75 460	85 331
Przychody z inwestycji ujęte w wyniku	-84 138	-93 012
	-1 656	-1 186
Zmiany w kapitale obrotowym:		
(Zwiększenie) / zmniejszenie salda należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych należności	0	0
Zwiększenie/ (zmniejszenie) salda zobowiązań z tytułu dostaw i usług oraz pozostałych zobowiązań	-1 659	353
(Zwiększenie) / zmniejszenie salda rozliczeń międzyokresowych czynnych	-174	-2 823
Zwiększenie / (zmniejszenie) rezerw	376	-46
Środki pieniężne wygenerowane na działalności operacyjnej	-3 114	-3 702
Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej	-3 114	-3 702
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej		
Płatności z tytułu nabycia aktywów finansowych	-23 590	-177 414
Wpływy z wykupu aktywów finansowych i spłat pożyczek	23 779	45 407
Otrzymane odsetki i opłaty za udostępnienie kapitału	6 189	3 303
Prowizje z tytułu udzielenia i wcześniejszej spłaty pożyczek	152	1 023
Środki pieniężne netto wykorzystane w działalności inwestycyjnej	6 530	-127 681
Przepływy pieniężne z działalności finansowej		
Wpływy z tytułu emisji papierów dłużnych	0	148 000
Wykup papierów dłużnych	0	-247 999
Odsetki zapłacone	-67 337	-77 222
Płatności z tytułu kosztów emisji papierów dłużnych	0	-8 154
Środki pieniężne netto wygenerowane na/wykorzystane z działalności finansowej	-67 337	-185 375
Zmniejszenie netto środków pieniężnych i ich ekwiwalentów	-63 921	-316 757
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na początek okresu sprawozdawczego	64 111	327 597
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty na koniec okresu sprawozdawczego	190	10 840

Warszawa, dnia 30 września 2025 roku

Paul Gheysens
Prezes Zarządu

Michael Gheysens
Członek Zarządu

Marie-Julie Gheysens
Członek Zarządu

Christiaan Heggerick
Członek Zarządu

Jarosław Jukiel
Członek Zarządu
Osoba odpowiedzialna za prowadzenie ksiąg
rachunkowych

IV. SKRÓCONE SPRAWOZDANIE ZE ZMIAN W KAPITALE WŁASNYM

ZA OKRES 6 MIESIĘCY ZAKOŃCZONY 30 CZERWCA 2025 r.

	Kapitał podstawowy <i>PLN'000</i>	Kapitał rezerwowy <i>PLN'000</i>	(Straty)/ Zyski zatrzymane <i>PLN'000</i>	Razem <i>PLN'000</i>
Stan na 1 stycznia 2024 roku	25 150	50 032	7 926	83 108
Zysk netto za okres 01-06.2024 r. *	0	0	5 286	5 286
Przeniesienie zysku do kapitału rezerwowego*	0	5 807	-5 807	0
Stan na 30 czerwca 2024 roku*	25 150	55 839	7 404	88 394
Stan na 31 grudnia 2024 roku	25 150	55 839	10 771	91 760
Strata netto za okres 01-06.2025*	0	0	-16 059	-16 059
Przeniesienie zysku do kapitału rezerwowego*	0	8 653	-8 653	0
Stan na 30 czerwca 2025 roku*	25 150	64 492	-13 941	75 701

*Dane niebadane

Warszawa, 30 września 2025 roku

Paul Gheysens
Prezes Zarządu

Michael Gheysens
Członek Zarządu

Marie-Julie Gheysens
Członek Zarządu

Christiaan Heggerick
Członek Zarządu

Jarosław Jukiel
Członek Zarządu
Osoba odpowiedzialna za prowadzenie ksiąg
rachunkowych

V. NOTY OBJAŚNIAJĄCE DO PÓŁROCZNEGO SKRÓCONEGO SPRAWOZDANIA FINANSOWEGO SPORZĄDZONEGO NA DZIEŃ 30 CZERWCA 2025

1. Informacje ogólne

1.1. Informacje o jednostce

Spółka Ghelamco Invest Sp. o.o. jest Emitentem obligacji notowanych na rynkach: Catalyst, ASO GPW, GPW RR. Spółka zajmuje się alokacją pozyskanych kapitałów na projekty inwestycyjne spółek projektowych (zwanymi też w sprawozdaniu jednostkami powiązanymi), kontrolowanych przez jej udziałowca, tj. spółki Granbero Holdings Limited.

Spółka Ghelamco Invest Sp. o.o. została utworzona Aktem Notarialnym z dnia 10 grudnia 2003 roku. Siedziba Spółki mieści się w Warszawie przy Placu Europejskim 1. Aktualnie Spółka jest zarejestrowana w Krajowym Rejestrze Sądowym w Sądzie Rejonowym w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy pod numerem KRS 0000185773.

Na dzień sporządzenia niniejszego półrocznego skróconego sprawozdania finansowego, skład organów zarządczych i nadzorujących jednostki jest następujący:

Zarząd:

Paul Gheysens	- Prezes Zarządu
Micheal Gheysens	- Członek Zarządu
Marie-Julie Gheysens	- Członek Zarządu
Christiaan Heggerick	- Członek Zarządu
Jarosław Jukiel	- Członek Zarządu

Rada Nadzorcza:

Frixos Savvides – Przewodniczący Rady Nadzorczej
Jarosław Myjak - Wiceprzewodniczący Rady Nadzorczej
Philippe Pannier – Członek Rady Nadzorczej
Lidia Jabłonowska - Luba - Członek Rady Nadzorczej

Według stanu na dzień 30 czerwca 2025 roku struktura udziałowców jednostki jest następująca:

Podmiot	Siedziba	Ilość udziałów	% posiadanego kapitału	% posiadanych praw głosów
Granbero Holdings Limited	Cypr	50.300	100%	100%
Razem			100%	100%

Jednostką dominującą najwyższego szczebla jest Ghelamco Group NV

Czas trwania działalności jednostki nie jest ograniczony.

Rokiem obrotowym jednostki jest rok kalendarzowy.

Podstawowa działalność jednostki obejmuje:

1. Pozyskiwanie kapitałów na rynkach finansowych poprzez emisję obligacji na rynkach: Catalyst, ASO GPW, GPW RR.
2. Alokacja kapitałów na projekty inwestycyjne spółek projektowych.
3. Pozostała finansowa działalność usługowa, gdzie indziej niesklasyfikowana, z wyłączeniem ubezpieczeń i funduszy emerytalnych.

Spółka pozyskuje środki finansowe poprzez emisję obligacji, z których to środków udziela pożyczek na rzecz jednostek powiązanych prowadzących projekty deweloperskie na terenie Polski. Działalność Emitenta jest jednorodna, nie zaistniały przesłanki do sporządzenia informacji segmentowej.

Spółka nie posiada podmiotów zależnych.

1.2. Waluta funkcjonalna i waluta sprawozdawcza

Niniejsze sprawozdanie finansowe zostało sporządzone w polskich złotych (PLN). Polski złoty jest walutą funkcjonalną i prezentacji jednostki. Dane w sprawozdaniach finansowych zostały wykazane w tysiącach złotych, chyba że w konkretnych sytuacjach zostały podane z większą dokładnością.

1.3. Skonsolidowane sprawozdanie finansowe

Skonsolidowane sprawozdanie finansowe jest przygotowywane przez udziałowca Spółki Granbero Holdings Limited oraz przez jednostkę nadrzędną w stosunku do udziałowca Spółki, spółkę Ghelamco Group NV z siedzibą Zwaanhofweg 10, 8900 Ieper, Belgia. Jest to konsolidacja sporządzana na najwyższym szczeblu grupy kapitałowej, w skład której wchodzi Spółka jako jednostka zależna. Spółka nie posiada podmiotów zależnych.

MSR 24 wymaga m.in. aby informacje dotyczące związków i transakcji pomiędzy jednostkami powiązanymi były ujawniane w skonsolidowanym i jednostkowym sprawozdaniu finansowym jednostki dominującej, wspólnika lub inwestora, sporządzonym zgodnie z MSR 27 Jednostkowe sprawozdania finansowe.

1.4. Zmiany zasad sporządzania sprawozdania finansowego

Zasady sporządzania sprawozdania finansowego stosowane w półrocznym skróconym sprawozdaniu finansowym oraz zasady rachunkowości stosowane przez Spółkę są zgodne z zasadami zastosowanymi przy sporządzeniu rocznego sprawozdania finansowego za rok obrotowy zakończony 31 grudnia 2024 r.

Emitent na bieżąco analizuje stosowane zasady (politykę) rachunkowości jak również zmiany w standardach lub ich relacje mając na celu ocenę czy zawarte w sprawozdaniu finansowym informacje o transakcjach, zdarzeniach i warunków na sytuację finansową, wynik finansowy, czy też przepływy pieniężne jednostki są przydatne i wiarygodne.

Zarząd poddaje analizie adekwatność prezentacji zdarzeń gospodarczych i prezentacji danych w sprawozdaniach finansowych.

2. Stosowane zasady rachunkowości

2.1. Podstawa sporządzenia

Niniejsze skrócone sprawozdanie finansowe zostało sporządzone zgodnie z Międzynarodowym Standardem Rachunkowości (MSR) 34 – Śródroczna Sprawozdawczość Finansowa („MSR 34”) oraz zgodnie z odpowiednimi standardami rachunkowości mającymi zastosowanie do śródrocznej sprawozdawczości finansowej przyjętymi przez Unię Europejską, opublikowanymi i obowiązującymi w czasie przygotowania śródrocznego sprawozdania finansowego przy zastosowaniu tych samych zasad dla okresu bieżącego i porównawczego.

Ustawa o rachunkowości wskazuje dwie grupy podmiotów, które mogą sporządzić sprawozdanie finansowe zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości („MSR”). Zaliczają się do nich: (i) emitenci papierów wartościowych (ii) banki. Ponadto zgodnie z Ustawą o rachunkowości spółka, której spółka dominująca sporządza skonsolidowane sprawozdanie finansowe zgodnie z MSR może sporządzać sprawozdania zgodnie z MSR.

W dniu 3 marca 2014 roku Zarząd Emitenta podjął uchwałę na mocy której od dnia 31 grudnia 2013 roku Emitent sporządza sprawozdanie finansowe zgodnie z MSSF.

Niniejsze sprawozdanie finansowe zostało sporządzone zgodnie z koncepcją kosztu historycznego, z wyłączeniem tej zasady dla instrumentów finansowych (pożyczki udzielone), które wyceniane są w wartości godziwej. Za wartość godziwą uznaje się cenę, którą można uzyskać przy sprzedaży składnika aktywów lub zapłaconą w celu przeniesienia zobowiązania w zwyczajowej transakcji w głównym (lub najkorzystniejszym) rynku w dniu wyceny i na obecnych warunkach rynkowych, niezależnie od tego, czy cena jest bezpośrednio obserwowalna czy oszacowana przy użyciu innej techniki wyceny. W wycenie do wartości godziwej składnika aktywów lub zobowiązania, jednostka bierze pod uwagę właściwości danego składnika aktywów lub zobowiązań, jeżeli uczestnicy rynku biorą te cechy pod uwagę przy wycenie aktywów lub zobowiązań na dzień wyceny. Wartość godziwą dla celów wyceny lub ujawniania informacji w sprawozdaniu finansowym jednostki ustala się na w/w podstawie.

Ponadto, dla celów sprawozdawczości finansowej, wyceny w wartości godziwej są skategoryzowane według trzech poziomów w zależności od stopnia, w jakim dane wsadowe do pomiarów wartości godziwej są obserwowalne i od znaczenia danych wsadowych do wyceny w wartości godziwej jako całości. Poziomy te kształtują się w następujący sposób:

Poziom 1: danymi wsadowymi są ceny notowane (nieskorygowane) z aktywnych rynków dla identycznych aktywów lub zobowiązań, do których jednostka ma dostęp w dniu wyceny.

Poziom 2: danymi wsadowymi są dane inne niż ceny notowane zaliczane do Poziomu 1, które są obserwowalne dla składnika aktywów lub zobowiązań, bezpośrednio lub pośrednio.

Poziom 3: danymi wsadowymi są nieobserwowalne dane do wyceny składnika aktywów lub zobowiązań.

3. Kontynuacja działalności

Sprawozdanie finansowe zostało sporządzone w oparciu o założenie kontynuacji działalności. Dokonując tej oceny, Zarząd wziął pod uwagę wszystkie dostępne informacje. Zarząd stwierdza, że istnieje istotna niepewność, która może poddać w wątpliwość zdolność Spółki do kontynuowania działalności w dającej się przewidzieć przyszłości. W szczególności jest to związane faktem, że Zarząd oceniając zdolność Jednostki do kontynuacji działalności, uwzględnił m.in. opisane w tej nocie założenia dotyczące uzyskania wpływów z tytułu udzielonych pożyczek oraz przeprowadzenia transakcji z udziałowcami Grupy Ghelamco, które mają na celu umożliwienie Spółce spłaty zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji. Realizacja i terminy tych zdarzeń zależą od warunków rynkowych oraz innych okoliczności pozostających w znacznej mierze poza kontrolą Kierownika Jednostki. Poniżej przedstawiono szczegółowe informacje i analizy planów przyjętych przez Zarząd w odniesieniu do spłaty obligacji, w tym ryzyka i prawdopodobieństwa.

Wybrane pojęcia.

W poniższej nocie pojawiają się pewne pojęcia o ściśle zdefiniowanym znaczeniu.

W ramach Grupy Granbero obejmującej Granbero Holdings Limited będącego gwarantem wyemitowanych przez Spółkę obligacji („Gwarant”, „Granbero”) oraz polskie i zagraniczne jednostkami zależne, dla których udziałowcem jest Granbero istnieją Spółki Projektowe. Spółka Projektowa to podmiot zależny Gwaranta przeznaczony do realizacji Projektu Inwestycyjnego, który (i) posiada nieruchomość gruntową, na której można realizować lub jest realizowany Projekt Inwestycyjny (zgodnie z definicją wskazaną w Warunkach Emisji Obligacji, „oznacza dowolny projekt budowlany lub infrastrukturalny o charakterze komercyjnym realizowany przez Spółkę Projektową lub Spółki Projektowe w Polsce. Dla uniknięcia wątpliwości, jeden Projekt Inwestycyjny może być realizowany przez więcej niż jedną Spółkę Projektową”); może być lub jest w trakcie realizacji, lub (ii) zamierza zawrzeć umowę nabycia nieruchomości, na której realizowany będzie

Projekt Inwestycyjny). Spółki Projektowe w rozumieniu warunków emisji obligacji są także jednostkami powiązanymi w sprawozdaniach finansowych (zgodnie z MSSF UE).

Pożyczki Ghelamco Invest stanowią pożyczki udzielone przez Ghelamco Invest poszczególnym Spółkom Projektowym na realizację Projektów Inwestycyjnych, przy czym średni czas trwania takich projektów od dnia rozpoczęcia budowy do dnia sprzedaży czy refinansowania projektu to 2-3 lata, a w przypadku większych projektów 4-5, a nawet więcej lat.

Grupa Ghelamco to termin używany do opisu wszystkich podmiotów, w tym Spółki i Grupy Granbero zgodnie z MSSF 10.

Spółka Projektowa może posiadać *Uprzywilejowane Finansowanie Projektu* lub *Inne Finansowanie*, które może składać się z linii kredytowych lub innego finansowania dłużnego zabezpieczonego m.in. na swoim majątku. Finansowanie takie może być również uprzywilejowane pod względem terminów spłaty w stosunku do innych zobowiązań finansowych Spółki Projektowej (w tym Pożyczek Ghelamco Invest). W związku z powyższym, w przypadku uzyskania Uprzywilejowanego Finansowania Projektu, terminy zapadalności Pożyczek Ghelamco Invest ulegają wydłużeniu tak, aby ich termin zapadalności nastąpił po ostatecznym terminie spłaty Uprzywilejowanego Finansowania Projektu lub Innego Finansowania.

Luka Płynnościowa różnicą pomiędzy oczekiwanymi wpływami środków pieniężnych związanymi z zobowiązaniami Ghelamco Invest z tytułu wyemitowanych przez Spółę obligacji wraz z odsetkami przypadającymi do spłaty w danym okresie, a spodziewanymi w tym okresie wpływami pieniężnymi. W celu analizy zdolności Spółki do kontynuacji działalności Zarząd analizuje Lukę Płynności w okresie 15 miesięcy od dnia zakończenia danego okresu sprawozdawczego. Wielkość Luki Płynnościowej i jej zmienność wynika z szeregu czynników, z których główne to:

- *Niedopasowanie terminów wymagalności.* Niektóre Spółki Projektowe współfinansowane przez Ghelamco Invest posiadają ukończone projekty w postaci nieruchomości inwestycyjnych. W przypadku takich Spółek Projektowych może wystąpić różnica czasowa pomiędzy terminem sprzedaży Projektów Inwestycyjnych, a terminem przekazania środków z tego tytułu do Spółki poprzez spłatę udzielonych przez Spółkę pożyczek, co z kolei może wpływać na możliwość Spółki do terminowej spłaty zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji. Wynika to z charakteru prowadzonej działalności przez Spółkę oraz postanowień umów, na podstawie których Pożyczki Ghelamco Invest lub finansowanie udzielane przez inne spółki z Grupy Ghelamco są podporządkowane spłacie Uprzywilejowanego Finansowania Projektu.
- *Spłata znacznej części Pożyczek Ghelamco Invest w terminie umożliwiającym wykorzystanie otrzymanych środków na spłatę zobowiązań z tytułu obligacji.* Luka Płynności, po uwzględnieniu należności od Spółek Projektowych z tytułu Pożyczek Ghelamco Invest w okresie 15 miesięcy od zakończenia okresu sprawozdawczego, wynika m.in. z szacunków – które mogą ulec zmianie – dotyczących terminów spłaty Pożyczek Ghelamco Invest, które mogą być podporządkowane Uprzywilejowanemu Finansowaniu Projektu lub Innemu Finansowaniu, w tym pożyczek udzielonych następującym spółkom (podział na należności krótko i długoterminowe – nota 12.3):
 - Ghelamco The Bridge Sp. z o.o. – projekt The Bridge (projekt zakończony, na 56 % powierzchni GLA budynku podpisano umowy najmu),
 - Groen Konstancin I Sp. z o.o. – projekt Groen Konstancin (faza I i II projektu zakończona, a faza III w budowie, na 100% powierzchni PUM podpisano umowy przedsprzedaży),
 - Ghelamco Eurema Sp. z o.o. – projekt Groen Konstancin (faza IV projektu nierozpoczęta),
 - Groen Lawendowa Sp. z o.o. – projekt Groen Konstancin (faza V projektu nierozpoczęta),
 - Ghelamco Bliskie Piaseczno Sp. z o.o. – projekt Bliskie Piaseczno (faza I projektu zakończona, faza II w budowie, na 96% powierzchni PUM podpisano umowy przedsprzedaży),
 - Estima Sp. z o.o. – projekt Kreo (projekt zakończony, na 33% powierzchni GLA budynku podpisano umowy najmu),
 - Ghelamco Plac Grzybowski Sp. z o.o. – projekt Plac Grzybowski (projekt nierozpoczęty),

- Ghelamco Wronia Sp. z o.o. – projekt Wola (projekt nierozpoczęty),
- Sobieski Towers Sp. z o.o. – projekt Sobieski Tower (projekt nierozpoczęty),
- Kemberton Sp. z o.o. – projekt Vibe II (projekt nierozpoczęty).
- **Refinansowanie.** W danej Spółce Projektowej może nastąpić refinansowanie umożliwiające tej spółce spłatę Pożyczek Ghelamco Invest wcześniej lub później niż ustalona pierwotnie data ich spłaty. Terminy zbycia Projektów Inwestycyjnych i realizacja związanych z nimi wpływów środków pieniężnych do Grupy Granbero Holdings mogą być wcześniejsze lub późniejsze niż terminy zapadalności Pożyczek Ghelamco Invest wynikających z postanowień umów podporządkowania podpisywanych przez Spółki Projektowe w przypadku pozyskania finansowania bankowego lub innego finansowania.

Kapitał obrotowy. Na dzień 30 czerwca 2025 roku suma zobowiązań krótkoterminowych Emitenta razem wyniosła 549.980 tys. zł (wliczając krótkoterminowe obligacje w kwocie 542.627 tys. zł) przy aktywach obrotowych w kwocie 585.818 tys. zł (wliczając środki pieniężne w kwocie 190 tys. zł oraz należności z tytułu udzielonych pożyczek w kwocie 585.628 tys. zł). Kwota krótkoterminowych należności z tytułu udzielonych pożyczek opiera się na szacunkowych terminach spłaty pożyczek przez Spółki Projektowe. Wartość krótkoterminowych pożyczek prezentowana w niniejszym półrocznym skróconym sprawozdaniu finansowym obarczona jest niepewnością szacunku odnośnie do terminu (niedopasowanie terminów wymagalności opisane powyżej) oraz kwoty wpływów z poszczególnych Projektów Inwestycyjnych, które mogą być niewystarczające do spłaty w całości pożyczki udzielonej przez Spółkę do danej Spółki Projektowej.

Na dzień 30 czerwca 2025 r. kapitał obrotowy netto Spółki był dodatni i wyniósł 35.838 tys. zł. Na dzień sporządzenia niniejszego sprawozdania, terminy wymagalności krótkoterminowych zobowiązań Emitenta (w wartości nominalnej) z tytułu wyemitowanych obligacji przedstawiają się następująco: seria PZ (PZ1, PZ2, PZ3) w wartości 240.000 tys. zł – data zapadalności 3 lutego 2026 roku oraz 8,4 milionów zł z tytułu obligacji wynikających z niespełnienia jednego z warunków umów dodatkowych z jednym z obligatariuszy. W związku z niespełnieniem warunków umów dodatkowych na dzień 30 czerwca 2025 roku wobec tego obligatariusza i brakiem zawartego na ten dzień aneksu zmieniającego warunki, obligatariusz ten miał możliwość wypowiedzenia umowy. Zgodnie z zapisami umowy w przeciągu 10 dni od otrzymania powiadomienia obligatariusz ma prawo żądać wykupu posiadanych przez niego obligacji o wartości ok. 38 mln złotych. Do dnia podpisania niniejszego sprawozdania finansowego żądanie nie miało miejsca.

Środki pieniężne Emitenta na dzień sporządzenia niniejszego sprawozdania wynoszą w przybliżeniu 11 milionów zł.

Plany zarządu

W celu zapewnienia Spółce płynności, w tym terminowej spłaty zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji, Zarząd rozważa skorzystanie z poniższych źródeł finansowania (*patrz punkt poniżej dotyczący kontroli Spółki nad planowanymi scenariuszami*), które uznaje za scenariusz bazowy dla swoich planów w horyzoncie 15 miesięcy od końca okresu sprawozdawczego (do 30 września 2026 r.).

Scenariusz bazowy zakłada:

1. Sprzedaż aktywów w postaci gotowych lub realizowanych projektów (the Bridge, Bliskie Piaseczno, Groen Konstancin)

Grupa Ghelamco aktywnie angażuje się w rozmowy dotyczące sprzedaży wybranych aktywów, koncentrując się przede wszystkim na sprzedaży *zrealizowanych projektach biurowych oraz realizowanych projektach mieszkaniowych, m.in.:*

1. Projektowa Ghelamco The Bridge Sp. z o.o., wchodząca w skład Grupy Granbero będąca dłużnikiem Spółki z tytułu pożyczek finansowanych ze środków pochodzących z emisji obligacji oraz

jej jedyny akcjonariusz, prowadzą wstępne, niewiążące rozmowy z podmiotami zainteresowanymi nabyciem flagowego projektu inwestycyjnego The Bridge w Warszawie, którego sprzedaż, według przewidywań Zarządu nastąpi w styczniu 2026 r. Projekt ten ma powierzchnię najmu ok. 53,8 tys. m², a oczekiwana przez Zarząd wartość transakcyjna odpowiada aktualnej wartości godziwej nieruchomości określonej przez niezależnych rzeczoznawców na dzień 30 czerwca 2025 r. Spółka Projektowa otrzymała pozwolenie na użytkowanie. Wartość projektu i jego znaczenie jest jednym z kluczowych elementów dla realizacji zobowiązań Spółki. Mimo, że Spółka nie sprawuje bezpośredniej kontroli nad tym procesem to wobec faktu, że składy zarządów Emitenta oraz Ghelamco The Bridge Sp. z o.o. są jednakowe, po dokonaniu wyboru potencjalnego nabywcy, Zarząd oczekuje biorąc pod uwagę umowny termin spłaty (31 grudnia 2025 r.), że Spółka projektowa częściowo spłaci zobowiązania z tytułu pożyczek do Ghelamco Invest Sp. z o.o. w kwocie nie mniejszej niż 297 mln zł. W przypadku realizacji wyżej wymienionej transakcji na warunkach cenowych oraz terminach określonych w otrzymanych niewiążących ofertach, Zarząd oczekuje że kwota wpływów ze sprzedaży Projektu The Bridge, która będzie dostępna dla Ghelamco Invest (w formie częściowej spłaty pożyczek przez Spółkę Projektową na rzecz Ghelamco Invest) będzie wystarczająca na spłatę obligacji, których termin zapadalności przypada w lutym 2026 roku. Z uwagi na fakt, że scenariusz ten znajduje się na etapie wstępnych, niezobowiązujących rozmów, oraz biorąc pod uwagę zmieniające się warunki rynkowe, Zarząd Spółki ocenia prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza jako: średnie.

2. Bliskie Piaseczno (Faza II) o powierzchni ok. 6,8 tys. m² realizowany przez spółkę projektową Ghelamco Bliskie Piaseczno Sp. z o.o. – sprzedaż poszczególnych lokali postępuje, generując stabilny napływ środków do spółki Ghelamco Bliskie Piaseczno Sp. z o.o. i umożliwia stopniową spłatę zobowiązań z tytułu udzielonych przez Spółkę pożyczek – prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza Zarząd Spółki ocenia jako wysokie oraz oczekuje z tego tytułu wpływów w okresie 15 miesięcy od końca okresu sprawozdawczego w kwocie nie mniejszej niż 2 mln złotych,

3. mieszkaniowy Groen Konstancin (Faza III) o powierzchni ok. 3,2 tys. m² realizowany przez spółkę projektową Groen Konstancin I Sp. z o.o. – sprzedaż poszczególnych lokali postępuje, generując stabilny napływ środków do spółki Groen Konstancin I Sp. z o.o. i umożliwia stopniową spłatę zobowiązań z tytułu udzielonych przez Spółkę pożyczek – prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza Zarząd Spółki ocenia jako wysokie oraz oczekuje z tego tytułu wpływów w okresie 15 miesięcy od końca okresu sprawozdawczego w kwocie nie mniejszej niż 14 mln złotych,

Procesy inwestycyjne i sprzedażowe zawsze wiążą się z ryzykiem, że zamierzone cele nie zostaną zrealizowane. W toku realizacji projektów przez Spółki Projektowe, może się zdarzyć, że niektóre Spółki Projektowe będą miały dodatnią wartość aktywów netto (nadwyżkę środków), a niektóre będą miały ich wartość ujemną. Może dojść do sytuacji w której niektóre podmioty nie będą w stanie spłacić swoich pożyczek na rzecz Ghelamco Invest. W takim przypadku, wystawiane są przez te podmioty, które mają wyższą wartość aktywów netto (dodatni kapitał własny, nadwyżka dostępnych środków) tym, które takiego wsparcia potrzebują listy wsparcia potwierdzające intencję spłaty w ich imieniu zobowiązań wobec Spółki. W rezultacie, biorąc pod uwagę powyższe listy wsparcia, Zarząd uważa, że wszystkie pożyczki udzielone Spółkom Projektowym są możliwe do odzyskania.

W ramach podsumowania powyższego – biorąc pod uwagę sprzedaż zrealizowanych projektów, Zarząd Spółki przewiduje spłatę przez Spółki Projektowe pożyczek udzielonych tym spółkom. Pożyczki, które zgodnie z planem Zarządu mają zostać spłacone w ciągu 12 miesięcy od dnia bilansowego, zostały zaprezentowane jako aktywa krótkoterminowe. Zarząd uważa, że taka spłata będzie wystarczająca (wraz z pozostałymi dostępnymi źródłami środków pieniężnych opisanych w niniejszej notcie) do obsługi spłaty

zobowiązań w ciągu najbliższych 15 miesięcy, w tym spłaty obligacji przypadających w lutym 2026 r. na kwotę 240 mln zł.

2. Transakcje realizowane wspólnie z akcjonariuszami Grupy Ghelamco

Ghelamco wraz ze swoimi bezpośrednimi i pośrednimi spółkami zależnymi analizuje i planuje realizację opcji strategicznych w odniesieniu do swoich spółek w Polsce. W I kwartale 2024 r. Ghelamco Poland Holding Sp. z o.o., (spółka należąca do Grupy Granbero) korzystając ze środków innych niż pozyskane z emisji obligacji, przeprowadziła transakcję nabycia akcji w Ghelamco Invest NV – podmiocie powiązanym spoza Grupy Granbero. W dniu 28 kwietnia 2025 r. Ghelamco Group NV (spółka o tym samym ostatecznym beneficjencie rzeczywistym co Spółka) jako kupujący oraz Ghelamco Poland Holding sp. z o.o. („GPH”) jako sprzedający zawarli umowę sprzedaży akcji w spółce Ghelamco Invest NV nabytych w I kwartale 2024 r. przez GPH. Zamknięcie i rozliczenie transakcji sprzedaży akcji zgodnie z postanowieniami ww. umowy sprzedaży jest zależne od sprzedaży (na określonych warunkach) wybranych aktywów spoza grupy Granbero, w związku transakcja ta pozostaje poza kontrolą Spółki (patrz poniżej). Po zamknięciu każdej transakcji sprzedaży akcji w Ghelamco Invest NV (jeśli taka nastąpi), kwota otrzymana z tytułu sprzedaży akcji w Ghelamco Invest NV zgodnie z „Letter of Intent” podpisanym przez GPH zostanie przekazana przez GPH do Spółki. Planowana kwota transakcji wynosi 20 mln euro i jest zaplanowana na drugą połowę 2025 r. (15 mln euro) oraz na pierwszą połowę 2026 r. (5 mln euro). Transakcja ta jest uznawana za realne i wiarygodne źródło płynności (patrz poniżej), ponieważ analogiczny mechanizm został już zastosowany we wrześniu 2024 r., kiedy to Ghelamco Poland Holding sp. z o.o. sprzedała 13 287 posiadanych przez siebie akcji w Ghelamco Invest NV na rzecz Ghelamco Group NV za kwotę 7,5 mln euro, które następnie zostały przekazane spółce projektowej w formie pożyczki międzygrupowej i wykorzystane na spłatę pożyczki udzielonej przez Spółkę. Transakcja ta jest jednak uzależniona od sprzedaży wybranych aktywów i pozostaje poza kontrolą Spółki i Grupy Granbero (tj. decyzja musi zostać podjęta również przez Grupę Ghelamco NV przy założeniu pozyskania strony zainteresowanej zakupem). Z uwagi na fakt, że realizacja tego scenariusza uzależniona jest od zmiennych warunków rynkowych, które mogą mieć wpływ na możliwość, horyzont czasowy i warunki sprzedaży wybranych aktywów poza Grupą Granbero, Zarząd Spółki ocenia prawdopodobieństwo realizacji tego scenariusza jako: średnie.

Niezależnie (patrz punkt poniżej dotyczący zdarzeń następujących po dniu bilansowym), zgodnie z warunkami obligacji serii K1 wyemitowanych w dniu 29 września 2025 r. przez jedną ze Spółek Projektowych, tj. Kemberton sp. z o.o., jeżeli podmioty spoza Grupy Granbero nie dokonają przeniesienia, bezpośrednio lub za pośrednictwem Granbero, środków finansowych na rzecz GPH i/lub jej spółek zależnych („Grupa GPH”) za pośrednictwem co najmniej jednego z poniższych:

- podwyższenie kapitału zakładowego GPH przez dotychczasowych lub nowych współników lub podmioty z nimi powiązane;
- udzielenie GPH lub innemu podmiotowi z Grupy GPH pożyczki podporządkowanej przez dotychczasowych lub nowych współników lub podmioty z nimi powiązane lub przez inne podmioty niebędące akcjonariuszami;
- zapłata wierzytelności na rzecz GPH z tytułu sprzedaży akcji w Ghelamco Invest NV za cenę ustaloną na warunkach rynkowych; lub
- spłata istniejącego zadłużenia finansowego podmiotów nienależących do Grupy Granbero wobec Grupy GPH,

w następujących kwotach i do następujących terminów:

- 15 000 000 EUR (lub równowartość tej kwoty w innej walucie) do dnia 15 grudnia 2025 r.
- 5 000 000 EUR (lub równowartość tej kwoty w innej walucie) do dnia 30 września 2026 r.
- 5 000 000 EUR (lub równowartość tej kwoty w innej walucie) do dnia 31 stycznia 2027 r.
- 5 000 000 EUR (lub równowartość tej kwoty w innej walucie) do dnia 30 września 2027 r.

- 4 500 000 EUR (lub równowartość tej kwoty w innej walucie) do dnia 31 stycznia 2028 r.

będzie to stanowiło przypadek naruszenia warunków obligacji.

Po otrzymaniu środków pieniężnych przez GPH, GPH może udzielać pożyczek Spółkom Projektowym, które z kolei spłacą część zobowiązań, które zaciągnęła wobec Spółki.

Dodatkowo w celu zapewnienia Spółce płynności, w tym terminowej spłaty zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji, Zarząd rozważa skorzystanie z alternatywnych scenariuszy pozyskania finansowania, których wpływ nie został ujęty w zaprezentowanej poniżej Luce Płynności

3. Transakcje finansowe

Grupa prowadzi szereg wstępnych rozmów zarówno z podmiotami już zaangażowanymi w finansowanie dłużne swojej działalności w Polsce, jak i z podmiotami nieudzielającymi dotychczas takiego finansowania, w celu pozyskania Uprzywilejowanego Finansowania Projektów, którego część może zostać wykorzystana m.in. na refinansowanie obligacji Ghelamco Invest lub innych form finansowania. W związku z wczesnymi fazami tego typu rozmów, prawdopodobieństwo realizacji tego typu transakcji oceniono jako: niskie.

4. Potencjalny inwestor i/lub kredyt pomostowy

Równolegle Grupa Spółki pracuje nad pozyskaniem potencjalnego inwestora kapitałowego. Z uwagi na fakt, że Spółka jest częścią spółki przejmowanej w kontekście potencjalnej transakcji, Spółka nie ma kontroli nad takimi inicjatywami lub rozmowami. Z uwagi na wstępny i niewiążący charakter rozmów, Zarząd Spółki ocenia prawdopodobieństwo realizacji scenariusza kredytu pomostowego w krótkim okresie jako niskie. Jednocześnie w perspektywie średnioterminowej Zarząd Spółki ocenia prawdopodobieństwo realizacji scenariusza pozyskania inwestora kapitałowego dla polskiej części grupy kapitałowej, do której należy Spółka, jako średnie, choć na obecnym etapie nie można precyzyjnie określić wymiaru finansowego takiej inwestycji i jej wpływu na pokrycie Luki Płynnościowej.

5. Wnioski

Ostateczna kwota i termin realizacji każdego z ww. źródeł finansowania Luki Płynnościowej będzie uzależniona od szeregu czynników, w tym warunków rynkowych oraz realizacji poszczególnych transakcji wchodzących w skład każdej grupy takich źródeł finansowania Luki Płynnościowej. Opierając się na bieżących oczekiwaniach oraz stanie prowadzonych rozmów, Zarząd uznaje te źródła za potencjalnie osiągalne i wystarczające do pokrycia zidentyfikowanej Luki Płynnościowej oraz wywiązania się z wymagalnych zobowiązań, w szczególności obligacji o wartości 240 mln zł, których termin zapadalności przypada w lutym 2026 roku. Są one jednak obarczone znacznym ryzykiem niepewności, w szczególności w zakresie ich wykonalności i terminowości realizacji. Z tego powodu Zarząd uznał, że istnieje istotna niepewność, która może poddać w wątpliwość zdolność Spółki do kontynuowania działalności w dającej się przewidzieć przyszłości.

Zarząd na bieżąco sprawuje nadzór nad procesem emisji obligacji w tym nad przestrzeganiem warunków emisji oraz identyfikacją potencjalnych zagrożeń w tym zakresie. Zgodnie z warunkami emisji Zarząd spółki w odstępach kwartalnych sporządza i przedstawia sprawozdania dotyczące zaangażowania aktywów Emitenta w poszczególne Projekty Inwestycyjne, wraz z oświadczeniem o wykonywaniu zobowiązań określonych w Warunkach Emisji.

Wpływ Zarządu Spółki na realizację opisanych powyżej scenariuszy

Zarząd Spółki nie sprawuje kontroli bezpośredniej nad Spółkami projektowymi, jednakże w analizach i planach bierze pod uwagę fakt, że cała Grupa Ghelamco, w tym Grupa Granbero, jest zarządzana przez ograniczoną liczbę wysoce zaangażowanych osób, z wysokim stopniem koordynacji w zakresie kluczowych decyzji w biznesie między różnymi poziomami zarządzania i liniami biznesowymi. Podczas gdy zbieżne składy zarządów znacznej części spółek wchodzących w skład Grupy Granbero i Grupy Ghelamco zapewniają pewien stopień dostosowania (z zastrzeżeniem ram prawnych obowiązujących zarządy każdej ze spółek), Grupa aktywnie wzmocniła koordynację i zaangażowanie się na rzecz Spółki w celu zapewnienia transferu zasobów do Spółki. Inicjatywy te odzwierciedlają świadome podejście Grupy do zapewnienia spójnego zarządzania i współpracy między wszystkimi podmiotami, zwiększając tym samym pewność, że wszystkie działania są podejmowane w interesie Spółki, w tym decyzje istotne dla Luki Płynnościowej i kontynuacji działalności.

Istotne zdarzenia następujące po dniu bilansowym z perspektywy luki płynności**A. Sprzedaż projektu Land**

W dniu 7 lipca 2025 r. Ghelamco PL 18 sp. z o.o., wchodząca w skład grupy kapitałowej, do której należy Spółka, sprzedała pozostałym akcjonariuszom swoje udziały w kapitale zakładowym spółki Abisal sp. z o.o., która jest właścicielem nieruchomości inwestycyjnej CH Land w Warszawie. Jednocześnie Abisal sp. z o.o. dokonała przedterminowej spłaty wszystkich swoich zobowiązań wobec Spółki (ok. 81,5 mln zł) z tytułu pożyczek udzielonych tej Spółce przez Spółkę.

B. Sprzedaż Vibe I

W dniu 28 sierpnia 2025 r. spółka Ghelamco Towarowa sp. z o.o., wchodząca w skład grupy kapitałowej, do której należy Emitent i będąca dłużnikiem Emitenta z tytułu pożyczek finansowanych z wpływów z emisji obligacji, sprzedała projekt Vibe 1 inwestorowi zewnętrznemu. Wartość transakcji sprzedaży wyniosła 67 mln EUR. Część środków z tej transakcji w kwocie 36,5 mln zł została przeznaczona na częściową spłatę pożyczek udzielonych tej spółce przez Spółkę.

C. Sprzedaż działki inwestycyjnej we Wrocławiu

W dniu 25 września 2025 r. podmiot Ghelamco SBP Sp. z o.o., podmiot należący do Grupy Granbero, sprzedał inwestorowi zewnętrznemu działkę we Wrocławiu. Wartość transakcji sprzedaży wyniosła 64 mln zł. Część środków z tej transakcji w kwocie 47,3 mln zł została przeznaczona na częściową spłatę pożyczek udzielonych tej spółce przez Spółkę oraz utworzyła dodatkowe środki, które zostały przeznaczone m.in. na wykup obligacji i wypłatę odsetek przez Spółkę.

D. Nowe obligacje

W dniu 29 września 2025 r. spółka Kemberton sp. z o.o., należąca do Grupy Granbero, wyemitowała obligacje na rzecz wybranych inwestorów instytucjonalnych w kwocie 120 mln zł. Wpływ z tej emisji został wykorzystany do spłaty wierzytelności wobec Spółki przez Kemberton Sp. z o.o. oraz częściowej spłaty wierzytelności przez Ghelamco Towarowa Sp. z o.o. w kwotach odpowiednio 5,6 mln zł oraz 114,4 mln zł.

Luka płynnościowa w liczbach

Tabela poniżej przedstawia szacunki i prognozy sytuacji płynnościowej Spółki w okresie 15 miesięcy od zakończenia okresu sprawozdawczego.

Poziom tej sytuacji płynnościowej dla danego okresu stanowi:

- wartość środków pieniężnych na dzień bilansowy
- szacowanych przepływów pieniężnych netto Emitenta z tytułu udzielonych pożyczek oraz transakcji z akcjonariuszami grupy Ghelamco w tym okresie pomniejszoną o
- wartość przypadających do spłaty w tym okresie zobowiązań z tytułu obligacji wyemitowanych przez Emitenta wraz z odsetkami.

Wartość przypadających do spłaty w tym okresie zobowiązań z tytułu obligacji wyemitowanych przez Emitenta do dnia sporządzenia sprawozdania finansowego obejmuje::

- wartość kwoty głównej zobowiązań Emitenta z tytułu obligacji wyemitowanych przez niego do dnia sporządzenia sprawozdania finansowego przypadającej do spłaty w tym okresie wraz z kwotami wynikającymi z przyszłych potencjalnych emisji,
- wartość odsetek z tytułu obligacji wyemitowanych przez Emitenta do dnia sporządzenia sprawozdania finansowego przypadających do spłaty w tym okresie wraz z odsetkami wynikającymi z przyszłych potencjalnych emisji.

Dodatkowo zestawiono informacyjnie wartość należności Emitenta na dzień sporządzenia sprawozdania finansowego wraz z ich podziałem na kwoty wymagalne w poszczególnych okresach.

Na dzień 30 czerwca 2025 roku oraz na dzień sporządzenia niniejszego sprawozdania finansowego, mając na uwadze powyższe, Zarząd uważa, że założenia, na których opierają się wyżej opisane plany (jako całość), zależą od warunków rynkowych, wpływu czynników mikro- i makroekonomicznych – trudnych do przewidzenia – oraz innych czynników pozostających poza kontrolą Zarządu. Powyższe wskazuje, że istnieje istotna niepewność, która może budzić poważne wątpliwości co do zdolności Spółki do kontynuowania działalności w dającej się przewidzieć przyszłości.

		okres 15 mcy zakończony 30 września 2026 r.
Środki pieniężne na dzień 30 czerwca 2025 r.		190
Całkowity wykup obligacji serii PW1 w dniu 16 lipca 2025 r.	-	30 000
Całkowity wykup obligacji serii PW2 w dniu 29 września 2025 r.	-	170 000
Pozostałe zmiany środków pieniężnych tj. Zmiana salda należności, koszty odsetek, koszty wykupu i inne koszty poniesione		210 964
Środki pieniężne na dzień sporządzenia sprawozdania finansowego (30 września 2025 r.)		11 154
Saldo / zapadalność / zobowiązania z tytułu emisji na dzień 30 czerwca 2025 r. (kwota nominalna)	-	448 418
Całkowity wykup obligacji serii PW1 w dniu 16 lipca 2025 r. [kwota nominalna]		30 000
Całkowity wykup obligacji serii PW2 w dniu 29 września 2025 r. [kwota nominalna]		170 000
Saldo / zapadalność / zobowiązania z tytułu emisji na dzień sporządzenia sprawozdania finansowego (30 września 2025 r.)	-	248 418
Nadwyżka (niedobór / luka płynnościowa) na 30 czerwca 2025 r.	-	448 228
Nadwyżka (niedobór / luka płynnościowa) na dzień sporządzenia sprawozdania finansowego (30 września 2025 r.)	-	237 264

Należności krótkoterminowe na dzień 30 czerwca 2025 r. – wartość nominalna udzielonych pożyczek bez uwzględnienia efektu wyceny do wartości godziwej w kwocie 28.957 zł. Wartość należności krótkoterminowych zgodnie z bilansem wynosi 585.628 zł		614 585
Pożyczki udzielone w okresie od 1 lipca 2025 r. do 30 września 2025 r.		9 252
Odsetki narosłe w okresie od 1 lipca 2025 r. do 30 września 2025 r.		15 699
Splata kapitałów w okresie od 1 lipca 2025 r. do 30 września 2025 r.	-	206 068
Splata odsetek w okresie od 1 lipca 2025 r. do 30 września 2025 r.	-	93 798
Należności na dzień sporządzenia sprawozdania finansowego (30 września 2025 r.). Na saldo składają się głównie należności od poniższych spółek w wartościach oczekiwanych wpływów z poszczególnych spółek projektowych z tytułu spłaty pożyczek (wartość nominalna bez uwzględnienia efektu wyceny do wartości godziwej):		339 669
1. Ghelamco The Bridge w kwocie 297 mln zł		
2. Groen Konstancin w kwocie 14 mln zł		
3. Ghelamco Bliskie Piaseczno w kwocie 2 mln zł		
Szacowane koszty odsetek od obligacji od 1 października 2025 r. do 30 września 2026 r.	-	90 011
Szacowane otrzymane spłaty naliczonych odsetek od pożyczek udzielonych spółkom projektowym od 1 października 2025 r. do 30 września 2026 r.		29 234
Transakcje realizowane wspólnie z akcjonariuszami Grupy Ghelamco (ok 20 mln EUR zgodnie z opisem wyżej)		85 000
Spodziewana na 30 września 2026 r. wartość środków pieniężnych		126 627

4. Istotne wartości oparte na szacunkach

Stosując zasady rachunkowości obowiązujące w jednostce, Zarząd jednostki zobowiązany jest do dokonywania szacunków i założeń dotyczących kwot wyceny poszczególnych składników aktywów i zobowiązań. Szacunki i związane z nimi założenia opierają się o doświadczenia historyczne i inne czynniki uznawane za istotne. Rzeczywiste wyniki mogą odbiegać od przyjętych wartości szacunkowych. Oszacowania poddaje się nieustannej weryfikacji. Wynikają one z dotychczasowych doświadczeń oraz innych czynników, w tym przewidywań co do przyszłych zdarzeń, które w danej sytuacji wydają się zasadne. Istotne wartości oparte na szacunkach oraz źródła niepewności nie uległy zmianie w stosunku do tych opisanych w rocznym sprawozdaniu finansowym w 2024.

4.1. Znaczące szacunki

Stosowanie polityki rachunkowości Spółki w odniesieniu do udzielonych pożyczek w transakcjach z podmiotami z Grupy Ghelamco polega na dokonaniu szacunku czy przyszłe korzyści ekonomiczne, będące wynikiem uzyskanych przychodów z tytułu udzielonych pożyczek, są prawdopodobne. Przy szacowaniu przychodów z tytułu udzielonych pożyczek Spółka dokonuje estymacji przyszłych zdarzeń i okoliczności, w tym określenia czy udzielone pożyczki oraz przychody przez nie generowane będą spłacone przez pożyczkobiorców.

Poniżej przedstawiono podstawowe szacunki, dokonane przez zarząd w procesie stosowania zasad rachunkowości jednostki i mające największy wpływ na wartości ujęte w sprawozdaniu finansowym. Szacunki i leżące u ich podstaw założenia podlegają bieżącej weryfikacji.

4.1.1. Udzielone pożyczki

Wartość księgowa pożyczek wynosi 1,369 mln PLN (na 31 grudnia 2024: 1,314.5 mln PLN). Szczegółowe informacje o tych aktywach zamieszczono w Nocie 10.

4.1.1.1. Ryzyka kredytowe i stopa dyskontowa

Spółki projektowe są finansowane w pierwszej kolejności przez samodzielnie zaciągane kredyty bankowe, które są m.in. zabezpieczane na majątku spółek projektowych, w tym na nieruchomościach oraz na udziałach w spółkach projektowych. W drugiej kolejności, spółki projektowe są finansowane pożyczkami udzielonymi przez jednostkę, a także pożyczkami udzielanymi im przez inne podmioty. W razie niewypłacalności spółek projektowych ich majątek zostanie w pierwszej kolejności zajęty przez wierzycieli dysponujących zabezpieczeniem rzeczowym na majątku spółek projektowych lub na ich udziałach. Narażenie jednostki na ryzyko wiarygodności kredytowej spółek projektowych jest stale monitorowane, a zagregowaną wartość zawartych transakcji rozkłada się w sposób zapewniający bezpieczną koncentrację aktywów zaangażowanych w poszczególne podmioty z Grupy Granbero. Spółki projektowe z Grupy Ghelamco, którym Spółka udzieliła pożyczek, posiadają aktywa w postaci nieruchomości inwestycyjnych. Wartość godziwa nieruchomości inwestycyjnych na dzień 30 czerwca 2025 r. została oszacowana na podstawie ekspertyz wydanych przez niezależnych rzeczoznawców Knight Frank Sp. z o.o., Jones Lang LaSalle Sp. z o.o., BNP Paribas Real Estate Poland Sp. z o.o., Savills Sp. z o.o., Newmark Polska Sp. z o.o., AXI

IMMO Group. Sp, z o.o. posiadających uznawane kwalifikacje zawodowe oraz legitymujących się doświadczeniem w wycenach nieruchomości inwestycyjnych.

Na koniec okresu sprawozdawczego Spółka przyjęła, że poziom ryzyka kredytowego dla wszystkich aktywów jest taki sam.

Przy określeniu stopy dyskontowanej dla umownych przepływów Spółka stosuje marżę kredytową wyznaczoną w sposób opisany w nocie 13.9.

4.1.1.2. Prezentacja udzielonych pożyczek

Spółka klasyfikuje udzielone pożyczki jako aktywa krótkoterminowe, jeśli oczekuje, że udzielone pożyczki zostaną spłacone w ciągu 12 miesięcy od końca okresu sprawozdawczego. Zarząd szacuje oczekiwane terminy spłaty udzielonych pożyczek na podstawie swojej wiedzy rynkowej, doświadczenia, aktualnego i oczekiwanego stanu zaawansowania projektów prowadzonych przez Spółki Projektowe, średniego czasu trwania projektu deweloperskiego oraz zaawansowania procesu negocjacji z potencjalnymi nabywcami projektów prowadzonych przez Spółki Projektowe.

5. Sprawozdawczość segmentowa

Spółka nie sporządza informacji segmentowej z uwagi na fakt, iż prowadzi jednorodną działalność w obrębie jednego segmentu usług finansowych polegającego na udzielaniu pożyczek. Spółka finansuje działalność spółek projektowych grupy Ghelamco prowadzących projekty deweloperskie na terenie Polski. Główni klienci Spółki przedstawieni są w nocie 12.1.

6. Koszty zarządu w układzie rodzajowym

Nazwa rodzaju / Stan na:	30-06-2025	30-06-2024
	PLN'000	PLN'000
Usługi obce, w tym	1 113	575
- koszty administracyjne	25	28
- tłumaczenia	14	14
- usługi audytorskie	296	116
- usługi księgowe/zarządzanie finansami	55	55
- usługi prawne	620	286
- usługi doradztwa podatkowego	31	0
- pozostałe	72	76
Podatki i opłaty	0	0
Wynagrodzenia	424	513
Ubezpieczenia społeczne i inne świadczenia	48	77
Pozostałe koszty rodzajowe	71	21
Razem	1 656	1 186

7. Przychody finansowe

Przychody finansowe/Za okres kolejnych 6-ciu miesięcy zakończony:	30-06-2025	30-06-2024
	PLN'000	PLN'000
Przychody z tyt. udzielonych pożyczek:		
- Odsetki dotyczące udzielonych pożyczek SPV	60 001	70 822

- Opłata za świadczenia związane z utrzymaniem salda	15 694	17 291
- Zmiana wartości godziwej udzielonych pożyczek	-14 414	3 876
Przychody finansowe razem:	61 281	91 989
Pozostałe przychody finansowe:		
- Prowizja za wcześniejszą spłatę udzielonych pożyczek	76	796
- Prowizja za udzielenie pożyczki	76	227
- Nadwyżka ujemnych różnic kursowych nad dodatnimi	0	0
Pozostałe przychody finansowe razem:	152	1 023
Razem	61 433	93 012

8. Koszty finansowe

Koszty finansowe/Za okres kolejnych 6-ciu miesięcy zakończony:	30-06-2025	30-06-2024
	PLN'000	PLN'000
Koszty odsetkowe:		
- Odsetki od wyemitowanych obligacji	66 459	76 198
- Koszty emisji obligacji rozliczane w czasie	4 743	5 340
- Wycena wyemitowanych obligacji w zamortyzowanym koszcie	2 647	2 600
Koszty odsetkowe razem od zobowiązań finansowych:	73 849	84 138
Pozostałe koszty finansowe:		
- Wynagrodzenie z tytułu udzielonego poręczenia Granbero	887	1 002
- Premia za przedterminowy wykup obligacji	0	0
- Pozostałe koszty finansowe	716	174
- Nadwyżka ujemnych różnic kursowych nad dodatnimi	8	17
Pozostałe koszty finansowe razem:	1 611	1 193
Razem	75 460	85 331

9. Podatek dochodowy

9.1. Podatek dochodowy odniesiony w wynik finansowy

Za okres kolejnych 6-ciu miesięcy zakończony:	30-06-2025	30-06-2024
	PLN'000	PLN'000
Podatek odroczony	-376	-1 209
Koszt podatkowy ogółem ujęty w okresie 6 m-cy z działalności kontynuowanej	-376	-1 209

Uzgodnienie efektywnej stopy podatkowej kształtuje się jak poniżej:

Za okres kolejnych 6-ciu miesięcy zakończony:	30-06-2025	30-06-2024
	PLN'000	PLN'000
Zysk / (Strata) przed opodatkowaniem	-15 683	6 495
Koszt podatku dochodowego wg stawki 19%	-2 980	1 234

Przychody (-)/ Koszty (+) niestanowiące kosztów uzyskania przychodów (różnice trwałe)	0	-25
Nieutworzone aktywo z tytułu podatku odroczonego od strat podatkowych	3 356	0
Koszt podatku dochodowego	376	1 209
	-2%	19%

9.2. Saldo podatku odroczonego

Poniżej znajduje się analiza aktywów / (rezerwy) z tytułu odroczonego podatku sprawozdaniu z sytuacji finansowej:

Stan na	30-06-2025	31-12-2024
	PLN'000	PLN'000
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	29 855	19 903
Rezerwa na podatek odroczonego	55 787	45 459
Rezerwa na podatek odroczonego per saldo	25 932	25 556

Okres zakończony	30-06-2025			31-12-2024		
	Stan na	Ujęte w	Stan na	Stan na	Ujęte w	Stan na
	początek	wynik	koniec	początek	wynik	koniec
	okresu		okresu	okresu		okresu
	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000
Różnice przejściowe dotyczące (rezerw) / aktywów z tytułu podatku odroczonego:						
Naliczone (niezapłacone) odsetki od obligacji	7 752	-165	7 587	7 529	223	7 752
Rezerwy na koszty	0	0	0	25	-25	0
Strata podatkowa podlegająca odliczeniu	1 290	1 459	2 749	1 177	113	1 290
Niezrealizowane różnice kursowe	9	-6	3	1	8	9
Należności z tytułu odsetek / pożyczek	-45 406	-10 299	-55 705	-33 831	-11 575	-45 406
Wycena instrumentów finansowych	6 452	3 242	9 694	8 561	-2 109	6 452
Nadwyżka kosztów finansowania dłużnego do odliczenia w ciągu 5 lat	4 347	5 393	9 740	1 660	2 687	4 347
Razem aktywa / (rezerwy) z tytułu podatku odroczonego	-25 556	-376	-25 932	-14 878	-10 678	-25 556

9.2.1. Terminy wygaśnięcia strat podatkowych

	Strata do rozpoznania	Rok wygaśnięcia straty						Razem
		2025	2026	2027	2028	2029	2030	
2021	5 372	2 686	2 686	0	0	0	0	5 372
2023	824	0	0	0	412	412	0	824
2024	5 966	0	0	0	0	2 983	2 983	5 966
2025	2 307	0	0	0	0	1 154	1 153	2 307
	12 162	2 686	2 686	0	412	3 395	4 136	12 162

9.2.2. Terminy wygaśnięcia kosztów finansowania dłużnego

	Strata do rozpoznania	Rok wygaśnięcia straty						Razem
		2025	2026	2027	2028	2029	2030	
2021 (KFD)	8 736	4 368	4 368	0	0	0	0	8 736
2024 (KFD)	22 877	0	0	0	0	11 439	11 438	22 877
2025 (KFD)	19 649	0	0	0	0	9 825	9 824	19 649
	31 613	4 368	4 368	0	0	11 439	21 262	31 613

10. Aktywa finansowe – udzielone pożyczki

Stan na	30-06-2025	31-12-2024
	PLN'000	PLN'000
Inwestycje - pożyczki wykazane według	wartości godziwej	wartości godziwej
Udzielone pożyczki jednostkom powiązanym	1 369 268	1 314 498
Aktywa trwale i obrotowe razem:	1 369 268	1 314 498
Udzielone pożyczki jednostkom powiązanym	585 628	274 142
Aktywa obrotowe	585 628	274 142
Udzielone pożyczki jednostkom powiązanym	783 640	1 040 356
Aktywa trwałe	783 640	1 040 356

Jednostka posiada należności z tytułu pożyczek udzielonych spółkom projektowym z Grupy Ghelamco stanowiące źródło dochodu ze zmiennego oprocentowania. Średnia nominalna stopa oprocentowania tych papierów wartościowych wynosi 14,27% rocznie (14,45% w pierwszym półroczu 2024). Daty zapadalności udzielonych pożyczek wynoszą od 4 miesięcy do 40 miesięcy od końca okresu sprawozdawczego. Aktywa te nie są przeterminowane.

Spółka rozpoznała w okresie 6 miesięcy zakończonym 30 czerwca 2025 r. stratę z tytułu wyceny udzielonych pożyczek do wartości godziwej w wysokości 14,414 tys. zł. (zysk 3,876 tys. zł w okresie 6 miesięcy zakończonym 30 czerwca 2024 r.), który został zaprezentowany w przychodach finansowych.

Szczegółowe informacje dotyczące wyceny aktywów zostały omówione w nocie 13.10 Wartość godziwa aktywów i zobowiązań finansowych jednostki.

11. Wyemitowane obligacje

Stan na	30-06-2025	31-12-2024
	PLN'000	PLN'000
Zabezpieczone poręczeniem udziałowca – wg kosztu zamortyzowanego		
Obligacje krótkoterminowe	542 627	356 908
Obligacje długoterminowe	719 108	898 451
Obligacje ogółem	1 261 734	1 255 359

11.1. Noty do obligacji prezentowanych w zobowiązaniach sprawozdania z sytuacji finansowej

11.1.1. Obligacje wyrażone w wartościach nominalnych w podziale na terminowość

obligacje	30-06-2025	31-12-2024
	PLN'000	PLN'000
Zabezpieczone poręczeniem udziałowca		
długoterminowe	809 209	1 004 908
od 1 roku do 5 lat	809 209	1 004 908
krótkoterminowe (do 1 roku)	440 000	244 457
Razem	1 249 209	1 249 365

11.1.2. Obligacje wyrażone w wartościach nominalnych w podziale na waluty (po przeliczeniu na PLN)

obligacje	30-06-2025	31-12-2024
	PLN'000	PLN'000
PLN	1 228 000	1 228 000
EUR	21 209	21 365
Razem	1 249 209	1 249 365

11.1.3. Obligacje według rodzaju stopy procentowej

	o zmiennym oprocentowaniu		o stałym oprocentowaniu		Razem	
obligacje	30-06-2025	31-12-2024	30-06-2025	31-12-2024	30-06-2025	31-12-2024
	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000
Wartość nominalna	1 249 209	1 249 365	0	0	1 249 209	1 249 365
Wartość w zamortyzowanym koszcie	1 261 734	1 255 359	0	0	1 261 734	1 255 359

11.1.4. Obligacje niewykupione na dzień 30 czerwca 2025 roku

	Wartość na dzień 30-06-2025	Data subskrypcji	Termin wykupu	Stopa bazowa	Marża
PLN					
	PLN'000				
Program emisji obligacji 2021-2024					
Seria PW 1	30 000	2021-07-16	2025-07-16	6M WIBOR	5,00%
Seria PW 2	35 000	2021-12-29	2025-09-29	6M WIBOR	5,00%
Seria PW 3	135 000	2022-01-11	2025-09-29	6M WIBOR	5,00%
Seria PZ 1	30 000	2023-02-03	2026-02-03	6M WIBOR	5,00%

Seria PZ 2	30 000	2023-02-27	2026-02-03	6M WIBOR	5,00%
Seria PZ 3	180 000	2023-03-23	2026-02-03	6M WIBOR	5,00%
Seria PZ 4	340 000	2023-09-26	2027-03-26	6M WIBOR	5,00%
Seria PZ 5	65 000	2023-10-27	2027-03-26	6M WIBOR	5,00%
Seria PPZ1	75 000	2023-11-28	2027-10-23	6M WIBOR	5,00%
Seria PPZ1B	50 000	2023-11-28	2027-10-23	6M WIBOR	5,00%
Seria PZ 6	21 209	2023-12-27	2027-12-07	6M EURIBOR	5,00%
Seria PPZ2	125 000	2024-02-07	2028-01-15	6M WIBOR	5,00%
Seria PZ 7	23 000	2024-05-08	2027-11-17	6M WIBOR	5,00%
Seria PZ 8	40 000	2024-07-17	2028-07-17	6M WIBOR	5,00%
Seria PZ 9	64 000	2024-11-08	2028-11-08	6M WIBOR	5,00%
Seria PZ 9-2	6 000	2024-12-12	2028-11-08	6M WIBOR	5,00%
Razem	1 249 209				

11.1.5. Obligacje wyemitowane w okresie od 1 stycznia 2021 roku do 30 czerwca 2025 roku i wykupione od 1 stycznia 2025 roku do 30 czerwca 2025 roku

Stan na:	wartość początkowa	stan na 01- 01-2025	sprzedaż do 30-06-2025	wykup do 30- 06-2025	wycena bilansowa	stan na 30- 06-2025
	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000
Program emisji obligacji 2021-2024						
Seria PW 1	30 000	30 000	0	0	0	30 000
Seria PW 2	35 000	35 000	0	0	0	35 000
Seria PW 3	135 000	135 000	0	0	0	135 000
Seria PZ 1	30 000	30 000	0	0	0	30 000
Seria PZ 2	30 000	30 000	0	0	0	30 000
Seria PZ 3	180 000	180 000	0	0	0	180 000
Seria PZ 4	340 000	340 000	0	0	0	340 000
Seria PZ 5	65 000	65 000	0	0	0	65 000
Seria PPZ1	75 000	75 000	0	0	0	75 000
Seria PPZ1B	50 000	50 000	0	0	0	50 000
Seria PZ 6	21 740	21 365	0	0	-156	21 209
Seria PPZ2	125 000	125 000	0	0	0	125 000
Seria PZ 7	23 000	23 000	0	0	0	23 000
Seria PZ 8	40 000	40 000	0	0	0	40 000
Seria PZ 9	64 000	64 000	0	0	0	64 000
Seria PZ 9-2	6 000	6 000	0	0	0	6 000
Razem	1 249 644	1 249 365	0	0	-156	1 249 209

Zestawienie wyemitowanych i wykupionych obligacji po zakończeniu okresu sprawozdawczego znajduje się w nocie 17.1.

12. Transakcje z jednostkami powiązanymi

Spółka udzieliła pożyczek spółkom projektowym grupy Ghelamco, które prowadzą działalność deweloperską. Lista jednostek powiązanych znajduje się w sprawozdaniu jednostki dominującej.

12.1. Przychody z tytułu odsetek od pożyczek od jednostek powiązanych

Jednostka powiązana / Za okres 6 miesięcy zakończony:	30-06-2025	30-06-2024
	PLN'000	PLN'000
Estima Sp. z o.o.	6 062	5 006
Ghelamco Bliskie Piaseczno Sp. z o.o.	859	502
Ghelamco The Bridge Sp. z o.o.	21 845	17 481
Ghelamco SBP Sp. z o.o.	3 238	3 696
Ghelamco Plac Grzybowski Sp. z o.o.	2 865	2 849
Groen Konstancin I Sp. z o.o.	758	625
Ghelamco Port Żerański Sp. z o.o.	0	1 052
Ghelamco Wronia Sp. z o.o.	7 974	13 589
Sobieski Towers sp. z o.o.	6 233	6 187
Abisal sp. z o.o.	2 927	2 956
Kemberton Sp. z o.o.	262	108
Ghelamco Craft Sp. z o.o.	0	4 043
Apollo Invest Sp. z o.o.	0	5 435
Pianissima Sp. z o.o.	0	4
Erato sp. z o.o.	0	37
Ghelamco Towarowa Sp. z o.o.	6 325	6 489
Ghelamco Eurema Sp. z o.o.	68	209
Groen Lawendowa Sp. z o.o.	557	510
Ghelamco GP 9 Sp. z o.o.	3	3
Ghelamco GP 10 Sp. z o.o.	5	6
Ghelamco PL 17 Sp. z o.o.	2	3
Qanta Sp. z o.o.	1	3
Nowa Marina Gdynia Sp. z o.o.	17	28
Razem przychody z tytułu odsetek od pożyczek	60 001	70 822

12.2. Przychody od jednostek powiązanych z tytułu opłat za świadczenia związane z utrzymaniem salda

Począwszy od dnia 01.01.2021 roku Spółka nalicza opłatę za świadczenia związane z utrzymaniem salda. Wysokość opłaty jest uzależniona od okresu finansowania i wynosi od 2,8840 % do 4,0160 %.

Jednostka powiązana / Za okres 6 miesięcy zakończony:	30-06-2025	30-06-2024
	PLN'000	PLN'000
Estima Sp. z o.o.	1 511	1 086
Ghelamco Bliskie Piaseczno Sp. z o.o.	222	114
Ghelamco The Bridge Sp. z o.o.	5 480	4 352
Ghelamco SBP Sp. z o.o.	808	807
Ghelamco Plac Grzybowski Sp. z o.o.	718	623
Groen Konstancin I Sp. z o.o.	200	144
Ghelamco Port Żerański Sp. z o.o.	0	262
Ghelamco Wronia Sp. z o.o.	1 992	2 908
Sobieski Towers sp. z o.o.	1 564	1 540
Abisal sp. z o.o.	729	733
Kemberton Sp. z o.o.	91	37
Ghelamco Craft Sp. z o.o.	0	883
Apollo Invest Sp. z o.o.	0	1 374
Pianissima Sp. z o.o.	0	1
Erato sp. z o.o.	0	8
Ghelamco Towarowa Sp. z o.o.	2 217	2 251
Ghelamco Eurema Sp. z o.o.	17	46
Nowe Soho 1 Sp. z o.o.	139	112
Ghelamco GP 9 Sp. z o.o.	1	1
Ghelamco GP 10 Sp. z o.o.	1	1
Ghelamco PL 17 Sp. z o.o.	1	1
Qanta Sp. z o.o.	0	1
Nowa Marina Gdynia Sp. z o.o.	4	6
Razem przychody z tytułu opłat za udostępnienie kapitału	15 694	17 291

12.3. Należności z tytułu pożyczek (kapitał + odsetki + opłaty za świadczenia związane z utrzymaniem salda) od jednostek powiązanych

Udzielone pożyczki są oprocentowane według zmiennej stopy procentowej.

Pożyczki udzielone jednostkom powiązanym są oprocentowane według stopy bazowej określonej w danej umowie pożyczki, powiększonej o marżę odsetkową oraz opłatę za świadczenia związane z utrzymaniem salda w wysokości uzależnionej od okresu finansowania.

Na koniec okresu sprawozdawczego oprocentowanie nominalne udzielonych pożyczek (w tym opłata za świadczenia związane z utrzymaniem salda) do jednostek powiązanych w PLN wynosi od 13,66 % do 15,61 %, a oprocentowanie nominalne pożyczek udzielonych w EUR wynosi od 10,74 % do 11,87 %.

Nazwa spółki powiązanej / Stan na	30-06-2025	31-12-2024
	PLN'000	PLN'000
Ghelamco Bliskie Piaseczno Sp. z o.o.	13 486	18 948
Ghelamco The Bridge Sp. z o.o.	525 240	497 964
Ghelamco SBP Sp. z o.o.	88 851	84 805
Ghelamco Plac Grzybowski Sp. z o.o.	67 575	63 813
Groen Konstancin I Sp. z o.o.	20 644	13 289
Ghelamco Wronia Sp. z o.o.	170 658	157 492
Sobieski Towers sp. z o.o.	129 813	126 896
Abisal sp. z o.o.	81 051	77 396
Estima Sp. z o.o.	144 855	138 434
Ghelamco Towarowa Sp. z o.o.	150 749	140 032
Ghelamco GP 10 sp. z o.o.	0	116
Ghelamco GP 9 sp. z o.o.	0	58
Ghelamco PL 17 sp. z o.o.	0	58
Kemberton sp. z o.o.	5 455	5 032
Qanta sp. z o.o.	0	58
Nowa Marina Gdynia sp. z o.o.	0	5 583
Ghelamco Eurema Sp. z o.o.	1 305	1 221
Groen Lawendowa Sp. z o.o.	11 511	10 816
RAZEM	1 411 194	1 342 011
Wycena według wartości godziwej	-41 926	-27 513
Należności z tytułu udzielonych pożyczek ujęte w bilansie, w tym	1 369 268	1 314 498
Należności z tytułu udzielonych pożyczek krótkoterminowe	585 628	274 142
Należności z tytułu udzielonych pożyczek długoterminowe	783 640	1 040 356

12.4. Zobowiązania wobec jednostek powiązanych

Nazwa jednostki powiązanej / Stan na	30-06-2025	31-12-2024
	PLN'000	PLN'000
Ghelamco Poland Sp. z o.o.	55	55
Granbero Holdings Limited	6 520	5 711
Re Advisory Services Sp.o.o.	83	0
RAZEM	6 659	5 766

12.5. Koszty finansowe od jednostek powiązanych (jednostka dominująca)

Jednostka powiązana / Za okres kolejnych 12-stu miesięcy zakończony:	30-06-2025	30-06-2025
	PLN'000	PLN'000
Granbero Holdings Limited	887	1 002
RAZEM	887	1 002

Spółka otrzymała poręczenia od Udziałowca (Granbero Holdings Limited) będące zabezpieczeniem obligacji wyemitowanych przez Spółkę. Łączna wartość sumy gwarancyjnej na dzień 30 czerwca 2025 roku wynosi

2.718.855 tys. zł. Wartość nominalna kapitałów wyemitowanych obligacji objętych poręczeniem na dzień 30 czerwca 2025 roku wynosi 1.249.209 tys. zł.

13. Instrumenty finansowe

13.1. Zarządzanie kapitałem

Jednostka zarządza kapitałem i zobowiązaniami by zagwarantować zdolność do kontynuowania działalności dzięki optymalizacji relacji zadłużenia do kapitału własnego. Ogólna strategia działania jednostki nie zmieniała się od 2013 roku.

Struktura pasywów jednostki obejmuje zadłużenie, na które składają się wyemitowane obligacje (ujawnione w nocie 11), oraz kapitał własny jednostki, w tym kapitał podstawowy, kapitały rezerwowe i zysk i straty zatrzymane.

Spółka monitoruje kapitał i zobowiązania przy pomocy wskaźnika zadłużenia. Wskaźnik ten oblicza się jako stosunek zadłużenia netto do łącznej wartości kapitału. Zadłużenie netto oblicza się jako sumę zobowiązań (obejmujących wyemitowane obligacje, zobowiązania handlowe oraz pozostałe zobowiązania wykazane w sprawozdaniu z sytuacji finansowej) pomniejszoną o środki pieniężne i ich ekwiwalenty. Łączną wartość kapitału prezentuje się jako kapitał własny wykazany w sprawozdaniu z sytuacji finansowej.

13.2. Wskaźnik zadłużenia

Wskaźnik zadłużenia na 30 czerwca 2025 i 31 grudnia 2024 kształtuje się następująco:

Stan na	30-06-2025	31-12-2024
	PLN'000	PLN'000
Zadłużenie	1 268 711	1 261 968
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	190	64 111
Zadłużenie netto	1 268 521	1 197 857
Kapitał własny	75 701	91 760
Stosunek zadłużenia netto do kapitału własnego	17	13

13.3. Kategorie instrumentów finansowych

Stan na	30-06-2025	31-12-2024
	PLN'000	PLN'000
Aktywa finansowe	1 369 458	1 378 609
Udzielone pożyczki - wyceniane w wartości godziwej	1 369 268	1 314 498
Środki pieniężne - wyceniane według zamortyzowanego kosztu	190	64 111
Zobowiązania finansowe	1 268 711	1 261 968
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz inne zobowiązania - wyceniane według zamortyzowanego kosztu	6 977	6 609
Zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji - wyceniane według zamortyzowanego kosztu	1 261 734	1 255 359

13.4. Cele zarządzania ryzykiem finansowym

Zarząd Spółki koordynuje dostęp do rynków finansowych, monitoruje i zarządza ryzykiem finansowym związanym z działalnością jednostki za pomocą wewnętrznych raportów dotyczących ryzyka, zawierających analizę zaangażowania w podziale na stopień i wielkość ryzyka. Rodzaje ryzyka obejmują ryzyko rynkowe (w tym walutowe, stopy procentowej i inne rodzaje ryzyka cenowego), ryzyko kredytowe i ryzyko płynności. Główne rodzaje ryzyka wynikającego z instrumentów finansowych Spółki obejmują ryzyko stopy procentowej, ryzyko związane z płynnością oraz ryzyko kredytowe. Zarząd weryfikuje i uzgadnia zasady zarządzania każdym z tych rodzajów ryzyka – zasady te zostały w skrócie omówione poniżej.

13.5. Ryzyko rynkowe

Działalność jednostki wiąże się z ekspozycją na ryzyko finansowe zmian kursów walut (patrz nota 13.6) i stóp procentowych (patrz nota 13.7). Jednostka zarządza ryzykiem kursowym i stóp procentowych poprzez działania z zakresu tak zwanego hedgingu naturalnego obejmujące:

- inwestowanie w aktywa finansowe generujące przychody odsetkowe w oparciu o tę samą bazową stopę zmienną, w oparciu o którą kalkulowane są odsetki stanowiące koszt finansowania pozyskiwanego przez Spółkę na rynku w celu obniżenia ryzyka wynikającego ze zmian stóp procentowych;
- inwestowanie w aktywa finansowe denominowane w tej samej walucie, w której denominowane są zobowiązania finansowe Spółki w celu obniżenia ryzyka wynikającego ze zmian kursów walut.

Narażenie jednostki na ryzyko rynkowe ani sposób jego pomiaru i zarządzania nim nie uległy zmianie w stosunku do roku poprzedniego.

13.6. Zarządzanie ryzykiem walutowym

Jednostka nie jest narażona w istotny sposób na ryzyko walutowe. Zarówno na 30 czerwca 2025 r. oraz na koniec 2024 r. wartość instrumentów finansowych denominowanych w walutach obcych jest nieistotna.

13.6.1. Wrażliwość na ryzyko walutowe

Przedstawione poniżej analizy wrażliwości oparto o stopień narażenia na ryzyko wahań kursów aktywów i zobowiązań denominowanych w EUR na koniec okresu sprawozdawczego. W przypadku zobowiązań i aktywów denominowanych w walutach obcych zakłada się na potrzeby analizy, że kwota zobowiązań i aktywów niespłaconych na koniec okresu sprawozdawczego była niezapłacona przez cały rok.

Gdyby kursy walutowe były o 10 procent wyższe/nizsze, a wszystkie inne zmienne zachowały stałą wartość, to wynik finansowy jednostki za okres od 1 stycznia do 30 czerwca 2025 r. zwiększyłby się/zmniejszył o 28 tys. zł (za okres zakończony 30 czerwca 2024 r.: o 14 tys. zł). Zmianę tę spowodowałaby zmiana wyceny środków pieniężnych w EUR, a także należności z tytułu pożyczek w EUR oraz innych należności i zobowiązań w EUR.

13.7. Zarządzanie ryzykiem stóp procentowych

Jednostka jest narażona na ryzyko stóp procentowych, ponieważ udziela pożyczek jednostkom powiązanym oprocentowanych według zmiennych stóp procentowych. Ponadto jednostka pozyskuje finansowanie z rynku oprocentowane według stóp zmiennych i stałych. Jednostka zarządza tym ryzykiem utrzymując odpowiednią strukturę obligacji wyemitowanych i udzielonych pożyczek oprocentowanych według tych samych stóp zmiennych, co obligacje nabyte od innych podmiotów

Narażenie jednostki na ryzyko stóp procentowych związane z aktywami i zobowiązaniami finansowymi omówiono szczegółowo w nocie 13.9.

13.7.1. Wrażliwość na wahania stóp procentowych

Przedstawione poniżej analizy wrażliwości oparto o stopień narażenia na ryzyko stóp procentowych instrumentów finansowych na koniec okresu sprawozdawczego. W przypadku aktywów i zobowiązań o oprocentowaniu zmiennym zakłada się na potrzeby analizy, że kwota zobowiązań i aktywów niespłaconych na koniec okresu sprawozdawczego była niezapłacona przez cały rok. W sprawozdaniach wewnętrznych sporządzanych na potrzeby kluczowych członków kierownictwa jednostki i dotyczących ryzyka stopy procentowej analizuje się wahania stóp procentowych w górę i w dół o 5 punktów procentowych, co odzwierciedla ocenę kierownictwa co do prawdopodobnej zmiany stóp procentowych.

Gdyby stopy procentowe były o 5 punktów procentowych wyższe/niższe, a wszystkie inne zmienne zachowały stałą wartość, to wynik finansowy jednostki za okres 1 stycznia do 30 czerwca 2025 r. zwiększyłby się/zmniejszyłby się o 10.015 tys. zł (za rok zakończony 31 grudnia 2024 r.: o 10.007 tys. zł). Zmianę tę spowodowałoby przede wszystkim narażenia jednostki na ryzyko zmiennego oprocentowania wyemitowanych obligacji oraz udzielonych pożyczek.

13.8. Zarządzanie ryzykiem kredytowym

Ryzyko kredytowe oznacza ryzyko, że kontrahent nie dopełni zobowiązań umownych, w wyniku czego jednostka poniesie straty finansowe. Jednostka dokonuje transakcji wyłącznie z jednostkami powiązanymi, kontrolowanymi przez jej udziałowca, Granbero Holdings Limited.

Zasadnicza część majątku jednostki składa się z wierzytelności wobec spółek projektowych i innych podmiotów z Grupy Granbero, w szczególności z tytułu pożyczek. Jednostka pozostaje tym samym narażona na wszelkie ryzyka, na które narażone są inne podmioty wchodzące w skład Grupy Granbero, w tym spółki projektowe.

Spółki projektowe (tj. jednostki powiązane w rozumieniu MSR 24) są finansowane w pierwszej kolejności przez samodzielnie zaciągane kredyty bankowe, które są m.in. zabezpieczane na majątku spółek projektowych, w tym na nieruchomościach oraz na udziałach w spółkach projektowych. W drugiej kolejności, spółki projektowe są finansowane pożyczkami i obligacjami spółek projektowych obejmowanymi przez jednostkę, a także pożyczkami udzielanymi im przez inne podmioty. W razie niewypłacalności spółek projektowych ich majątek zostanie w pierwszej kolejności zajęty przez wierzycieli dysponujących zabezpieczeniem rzeczowym na majątku spółek projektowych lub na ich udziałach, a pożyczki im udzielone od innych podmiotów z Grupy Granbero będą spłacane w ostatniej kolejności. Narażenie jednostki na ryzyko wiarygodności kredytowej spółek projektowych jest stale monitorowane, a zagregowaną wartość zawartych transakcji rozkłada się w sposób zapewniający bezpieczną koncentrację aktywów zaangażowanych w poszczególne podmioty z Grupy Granbero.

Na dzień 30 czerwca 2025 roku Spółka przeprowadziła analizę odzyskiwalności udzielonych pożyczek i zidentyfikowała potencjalną możliwość braku spłaty w całości niektórych z nich (np. w spółce Ghelamco The Bridge Sp. z o.o.). Jednocześnie biorąc pod uwagę listy wsparcia podpisane pomiędzy poszczególnymi Spółkami Projektowymi – gdzie spółki posiadające nadwyżki finansowe zobowiązały się do spłaty pożyczek w imieniu Spółek Projektowych wykazujących niedobór środków, Spółka oceniła ryzyko braku odzyskiwalności tych pożyczek jako niskie.

Maksymalne narażenie aktywów na ryzyko kredytowe odpowiada ich księgowej wartości.

13.8.1. Zabezpieczenie ryzyka kredytowego

Jednostka nie posiada zabezpieczenia ryzyka kredytowego związanego z aktywami finansowymi.

13.8.2. Ryzyko koncentracji

Poniżej zaprezentowano koncentrację aktywów finansowych w postaci udzielonych pożyczek do spółek projektowych dla projektów, dla których zaangażowanie wynosi nie mniej niż 5%

Ghelamco The Bridge Sp. z o.o.	37,2%
Ghelamco Wronia Sp. z o.o.	12,1%
Ghelamco Towarowa Sp. z o.o.	10,7%
Estima Sp. z o.o.	10,3%
Sobieski Towers Sp. z o.o.	9,2%
Ghelamco SBP Sp. z o.o.	6,3%
Abisal Sp. z o.o.	5,7%

W zakresie dysponowania aktywami finansowymi w postaci depozytów, jednostka ocenia ryzyko koncentracji jako wysokie w związku z posiadaniem depozytów pieniężnych o znacznej wartości tylko w jednej instytucji finansowej - Banku Pekao S.A. Zarząd przeprowadził okresową ocenę ryzyka koncentracji środków pieniężnych w jednej instytucji i ocenił, że poziom ryzyka się nie zmienił w stosunku do okresów wcześniejszych a ocena banku wg EuroRating dla Banku Pekao S.A. to A-, a perspektywa stabilna. Wartość środków pieniężnych w banku Pekao S.A. na dzień 30 czerwca 2025 roku wyniosła 190 tys. PLN.

Spółka otrzymała zapewnienie w formie listów wsparcia od spółek projektowych posiadających nadwyżkę płynnościową spłaty należności, celem zapewnienia wystarczającą płynność umożliwiającą obsługę zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji.

13.9. Zarządzanie ryzykiem płynności

Ostateczną odpowiedzialność za zarządzanie ryzykiem płynności ponosi Zarząd, który opracował odpowiedni system służący do zarządzania krótko-, średnio- i długoterminowymi wymogami dotyczącymi finansowania i zarządzania płynnością. Zarządzanie ryzykiem płynności w jednostce ma formę utrzymywania odpowiedniego poziomu kapitału rezerwowego, ciągłego monitoringu prognozowanych i faktycznych przepływów pieniężnych oraz dopasowywania profili zapadalności aktywów i wymagalności zobowiązań finansowych.

Zarządzając ryzykiem płynności, Zarząd na bieżąco analizuje i upewnia się czy jednostka posiada wystarczającą płynność umożliwiającą obsługę zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji. Jeśli dostępna jest nadwyżka płynności, wówczas Zarząd rozważa, czy i do których spółek projektowych alokować dostępne środki.

Spółka otrzymała zapewnienie w formie listów wsparcia od Gwaranta oraz spółek projektowych posiadających nadwyżkę płynnościową spłaty należności z tytułu pożyczek udzielonych przez Spółkę.

13.9.1. Tabele ryzyka płynności i stopy procentowej

Poniższe tabele przedstawiają umowne terminy wymagalności niepochodnych zobowiązań finansowych z uzgodnionymi terminami spłaty. Opracowano je w oparciu o niezdyskontowane przepływy pieniężne ze zobowiązań finansowych na najwcześniejszy wymagany termin spłaty. Obejmują przepływy pieniężne zarówno z odsetek, jak i z kapitału. W przypadku zmiennych stóp procentowych kwotę niezdyskontowaną obliczono na podstawie krzywych stóp procentowych na koniec okresu sprawozdawczego. Umowny termin wymagalności wyznaczono jako najwcześniejszy możliwy termin żądania spłaty przez stronę kontraktu.

Zapadalność	*	Poniżej 1 miesiąca	od 1 mies. do 3 m-cy	od 3 mies. do 1 roku	od 1 roku do 5 lat	Ponad 5 lat	Razem
	%	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000
Stan na 30 czerwca 2025 r.							
Instrumenty o zmiennej stopie procentowej	10,62%	40 434	214 124	307 332	933 171	0	1 495 061
Stan na 31 grudnia 2024 r.							
Instrumenty o zmiennej stopie procentowej	10,80%	10 685	44 089	280 170	1 233 439	0	1 568 382

*Średnia nominalna stopa procentowa

Poniższa tabela przedstawia umowne terminy zapadalności aktywów finansowych jednostki niebędących instrumentami pochodnymi. Opracowano ją w oparciu o niezdyskontowane kwoty zapadalności aktywów finansowych z uwzględnieniem należnych odsetek. Uwzględnienie informacji o aktywach finansowych niebędących instrumentami pochodnymi jest niezbędnym warunkiem zrozumienia zasad zarządzania ryzykiem płynności jednostki obliczanym na podstawie wartości netto aktywów i zobowiązań. W tabeli nie uwzględniono środków pieniężnych.

Zapadalność:	*	Poniżej 1 miesiąca	od 1 mies. do 3 m-cy	od 3 mies. do 1 roku	od 1 roku do 5 lat	Razem
	%	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000
Stan na 30 czerwca 2025 r.						
Instrumenty o zmiennej stopie procentowej	14,27%	0	0	1 298 318	210 243	1 508 561
Stan na 31 grudnia 2024 r.						
Instrumenty o zmiennej stopie procentowej	14,58%	0	0	1 307 680	209 379	1 517 059

*Średnia nominalna efektywna stopa procentowa

13.10. Wartość godziwa aktywów i zobowiązań finansowych jednostki

Na dzień 30.06.2025 roku udzielone pożyczki wyceniane są w wartości godziwej.

Opis	Stan na Wartość księgowa PLN'000	30-06-2025 Wartość godziwa PLN'000	*	Stan na: Wartość księgowa PLN'000	31-12-2024 Wartość godziwa PLN'000	*
Aktywa finansowe:						
Aktywa finansowe długo i krótkoterminowe łącznie:						
- środki pieniężne i ich ekwiwalenty	190	190		64 111	64 111	
- pożyczki	1 369 267	1 369 267	3	1 314 498	1 314 498	3
Razem	1 369 457	1 369 457		1 378 609	1 378 609	
Zobowiązania finansowe:						
Zobowiązania finansowe wyceniane po zamortyzowanym koszcie długo i krótkoterminowe łącznie:						
- obligacje	1 261 734	1 146 257	3	1 255 359	1 225 872	3
Razem	1 261 734	1 146 257	3	1 255 359	1 225 872	3

* Poziom hierarchii wartości godziwej

Wartości godziwe aktywów finansowych zawartych w powyższym Poziomie 3 zostały określone zgodnie z ogólnie przyjętymi modelami wyceny w oparciu o analizę zdyskontowanych przepływów pieniężnych, natomiast najbardziej znaczącymi danymi wsadowymi jest stopa dyskontowa odzwierciedlająca ryzyka kredytowe kontrahentów.

Opis metody wyznaczania wartości godziwej

Na potrzeby określenia wartości godziwej udzielonych przez Spółkę pożyczek (zaklasyfikowanych do Poziomu 3 wyceny hierarchii wartości godziwej) zastosowano model zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Spółka wycenia udzielone pożyczki do wartości godziwej ze względu na brak zdanego testu SPPI. Brak zdanego testu SPPI wynika z faktu, że w przypadku wszystkich udzielonych przez Spółkę pożyczek naliczane odsetki nie są wymagalne na koniec danego okresu odsetkowego, lecz w datach zapadalności poszczególnych instrumentów. Przedmiotem wyceny były pozostające do spłaty z tytułu poszczególnych instrumentów kwoty kapitałów w łącznej wysokości 1.048.918 tys. PLN (na 31 grudnia 2024 r. 1.049.231 tys. PLN), szacowane na kontraktowe daty zapadalności odsetki i opłaty za świadczenia związane z utrzymaniem salda w łącznej wysokości 362.276 tys. PLN (na 31 grudnia 2024 r. 292.780 tys. PLN), z tego odpowiednio odsetki w wysokości 293.184 tys. PLN i 69.092 tys. PLN – obie wartości zdyskontowane na koniec okresu sprawozdawczego z umownych dat wymagalności poszczególnych instrumentów.

Na poziom zastosowanego współczynnika dyskonta składają się stopa wolna od ryzyka oraz marża dyskontowa.

Stopa wolna od ryzyka jest równa stopie zerokuponowej wyliczanej na datę umownego przepływu pieniężnego metodą bootstrapping w oparciu o obowiązujące na koniec okresu sprawozdawczego stopy procentowe rynku pieniężnego oraz międzybankowe stawki IRS dla waluty umownego przepływu pieniężnego. Na dzień 30 czerwca 2025 roku, w zależności od daty umownego przepływu pieniężnego, poziom stopy wolnej od ryzyka kształtował się dla przepływów w PLN na poziomie od 4,18% p.a. do

5,08% p.a. (w roku 2024 od 4,40% p.a. do 5,55% p.a.), natomiast dla przepływów w EUR na poziomie od 2,01% p.a. do 2,05% p.a.

Z kolei marża dyskontowa na poziomie 9,96% p.a. (na 31 grudnia 2024 r. 7,25% p.a.) uwzględnia dane wejściowe obserwowalne: średnioważona marża za ryzyko kredytowe (kalkulowana w oparciu o ryzyko ponoszone przez obligatariuszy na podstawie notowań obligacji Spółki na rynku Catalyst oraz poziom zabezpieczenia wyemitowanych instrumentów dłużnych) wyniosła w 2025 roku 9,96 % p.a.

Opis procesu związanego z wyznaczaniem wartości godziwej

Spółka ma ustalony system kontroli w odniesieniu do wyceny wartości godziwej. Obejmuje on zespół ds. wyceny, który ponosi ogólną odpowiedzialność za nadzorowanie wszystkich znaczących wycen wartości godziwej, w tym wartości godziwych poziomu 3, i raportuje bezpośrednio do Dyrektora Finansowego.

Zespół ds. wyceny regularnie dokonuje przeglądu istotnych nieobserwowalnych danych wejściowych i korekt wyceny. Jeżeli do wyceny wartości godziwej wykorzystywane są informacje stron trzecich, takie jak oferty maklerskie lub usługi wyceny, zespół wyceny ocenia dowody uzyskane od stron trzecich na poparcie wniosku, że wycena ta spełnia wymogi MSSF, w tym hierarchię wartości godziwej, w której wyceny powinny być klasyfikowane.

Istotne problemy z wyceną są zgłaszane Komitetowi Audytu.

Przy wycenie wartości godziwej składnika aktywów lub zobowiązań Spółka wykorzystuje w miarę możliwości rynkowe dane obserwowalne.

Wartości godziwe są podzielone na różne poziomy w hierarchii, na podstawie danych wejściowych zastosowanych w technikach wyceny:

- Poziom 1: ceny notowane (niepodlegające korekcie) na rynkach aktywnych za identyczne aktywa lub zobowiązania.
- Poziom 2: dane wejściowe inne niż ceny notowane zawarte na poziomie 1, które są obserwowalne dla danego składnika aktywów lub zobowiązania, bezpośrednio (tj. jako ceny) lub pośrednio (tj. na podstawie cen)
- Poziom 3: dane wejściowe do składnika aktywów lub zobowiązania, które nie są oparte na obserwowalnych danych rynkowych (dane nieobserwowalne)

Jeżeli dane wejściowe użyte do wyceny wartości godziwej składnika aktywów lub zobowiązania mogą zostać sklasyfikowane na różnych poziomach hierarchii wartości godziwej, wówczas wycena wartości godziwej jest sklasyfikowana w całości na tym samym poziomie hierarchii wartości godziwej, jako dane wejściowe z najniższego poziomu, który jest znaczący dla całej wyceny.

Z uwagi na fakt, że kontrahenci Spółki należą do Grupy Ghelamco, ryzyko kredytowe kontrahentów zostało określone na poziomie zbieżnym z ryzykiem kredytowym Spółki, tj. na podstawie notowań obligacji Spółki na rynku Catalyst, a następnie skorygowane o poziom marży odpowiadający różnicy w poziomie zabezpieczeń pomiędzy wyemitowanymi obligacjami, a udzielonymi pożyczkami. Za miarę tego ryzyka przyjęto marżę opartą o ryzyko ponoszone przez obligatariuszy na podstawie notowań obligacji Spółki na rynku Catalyst oraz poziom zabezpieczenia wyemitowanych instrumentów dłużnych.

Wrażliwość wyceny do wartości godziwej

Gdyby marża kredytowa użyta do wyliczenia stopy dyskontowej była o 0,5 punktu procentowego wyższa, a wszystkie inne zmienne zachowały stałą wartość, to wartość godziwa aktywów finansowych zmniejszyłaby się o 4.042 tys. zł, a wynik finansowy jednostki za okres od 1 stycznia do 30 czerwca 2025 r. zmniejszyłby się o 3.274 tys. zł. Analogicznie, gdyby marża kredytowa użyta do wyliczenia stopy dyskontowej była o 0,5 punktu procentowego niższa, to wartość godziwa aktywów finansowych zwiększyłaby się o 4.086 tys. zł, a wynik finansowy zwiększyłby się o 3.309 tys. zł.

Pozostałe aktywa i zobowiązania, które nie są wyceniane w wartości godziwej

Na dzień 30 czerwca 2025 r. i 31 grudnia 2024 r. wartość godziwa i wartość wykazana w sprawozdaniu z sytuacji finansowej pozostałych aktywów (należności i środki pieniężne) i zobowiązań finansowych są zbliżone.

Przy wycenie wartości godziwej przyjęto następujące założenia:

- **środki pieniężne i ich ekwiwalenty:** wartość księgowa instrumentów finansowych odpowiada wartości godziwej, z uwagi na szybką zapadalność tych instrumentów,
- **należności handlowe, pozostałe należności, zobowiązania handlowe oraz rozliczenia międzyokresowe kosztów:** wartość księgowa jest zbliżona do wartości godziwej z uwagi na krótkoterminowy charakter tych instrumentów,

14. Zmiany należności i zobowiązań finansowych oraz przepływy pieniężne z nimi związane



Poniższa tabela prezentuje efekt zmian należności finansowych oraz przepływy pieniężne z nimi związane:

	przepływy pieniężne									zmiany niepieniężne					Stan na 30-06-2025				
	Stan na 01-01-2025		splata kapitałów		splata odsetek		nowo udzielone		splata opłat za udostępnienie kapitału		splata prowizji		naliczone odsetki			naliczone opłaty za udostępnienie kapitału		różnice kursowe	
	PLN'000		PLN'000		PLN'000		PLN'000		PLN'000		PLN'000		PLN'000		PLN'000		PLN'000		PLN'000
pożyczki (kapitał + odsetki + opłata za utrzymanie salda)	1 314 498	-	23 779	-	5 785		23 590	-	403	-	152		60 001		15 694	-	133		-14 414
Razem	1 314 498	-	23 779	-	5 785		23 590	-	403	-	152		60 001		15 694	-	133		-14 414

	Stan na 01-01-2024	przepływy pieniężne						zmiany niepieniężne					Stan na 31-12-2024		
		spłata kapitałów		spłata odsetek		nowo udzielone	spłata opłat za udostępnienie kapitału	spłata prowizji	naliczone odsetki	naliczone opłaty za udostępnienie kapitału	różnice kursowe	wycena wg MSSF 9			
	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000		
pożyczki (kapitał + odsetki + opłata za utrzymanie salda)	1 311 199	-	389 801	-	82 684	303 057	-	21 187	-	3 258	143 619	35 479	-343	15 160	1 314 498
Razem	1 311 199	-	389 801	-	82 684	303 057	-	21 187	-	3 258	143 619	35 479	-343	15 160	1 314 498

Poniższa tabela prezentuje efekt zmian zobowiązań finansowych oraz przepływy pieniężne z nimi związane:

	przepływy pieniężne				zmiany niepieniężne						Stan na 30-06-2025
	Stan na 01-01-2025	wykup obligacji	spłata odsetek	wypłata z emisji	dyskonto/koszty opłacone w okresie	odsetki naliczone	różnice kursowe	wycena wg MSSF 9	Koszty poniesione w poprzednim okresie opłacone w bieżącym	rozliczenie prowizji w czasie/dyskonto	
	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000
zobowiązania finansowe z tyt. obligacji (kapitał + odsetki-minus dyskonto)	1 292 101	0	-67 337	0	0	66 459	37	2 647	0	0	1 293 907
koszty emisji rozliczane w czasie + dyskonto	-36 742	0	0	0	0	0	-2	0	-172	4 743	-32 173
Razem	1 255 359	0	-67 337	0	0	66 459	35	2 647	-172	4 743	1 261 734

	przepływy pieniężne				zmiany niepieniężne						Stan na 31-12-2024
	Stan na 01-01-2024	wykup obligacji	spłata odsetek	wypłata z emisji	dyskonto/koszty opłacone w okresie	odsetki naliczone	różnice kursowe	wycena wg MSSF 9	Koszty poniesione w poprzednim okresie opłacone w bieżącym	rozliczenie prowizji w czasie/dyskonto	
	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000
zobowiązania finansowe z tyt. obligacji (kapitał + odsetki-minus dyskonto)	1 567 949	-539 341	-154 047	258 000	0	155 100	380	4 060	0	0	1 292 101
koszty emisji rozliczane w czasie + dyskonto	-32 958	0	0	-3 798	-10 783	0	-903	0	-1 045	12 745	-36 742
Razem	1 534 991	-539 341	-154 047	254 202	-10 783	155 100	-523	4 060	-1 045	12 745	1 255 359

15. Zobowiązania warunkowe i aktywa warunkowe

15.1. Zobowiązania warunkowe

Zarówno na dzień 30 czerwca 2025 r., jak i na dzień 31 grudnia 2024 r. jednostka nie posiadała zobowiązań warunkowych.

15.2. Gwarancje otrzymane

Zarówno na dzień 30 czerwca 2025 r., jak i na dzień 31 grudnia 2024 r. jednostka posiadała gwarancje z tytułu poręczenia spłaty obligacji udzielone przez Granbero Holdings Limited (Gwarant).

Typ finansowania	Nominalna kwota obligacji w tys. zł. na 30-06-2025 r.	Maksymalna kwota poręczenia w tys. zł.	Aktualna kwota poręczenia w tys. zł.
Emisja obligacji do kwoty 200 000 000 PLN pod programem X			
Seria PW1	30 000	360 000	30 000
Seria PW2	35 000		35 000
Seria PW3	135 000		135 000
Emisja obligacji do kwoty 150 000 000 EUR pod programem XI			
Seria PZ1	30 000	1 145 313	30 000
Seria PZ2	30 000		30 000
Seria PZ3	180 000		180 000
Seria PZ4	340 000		340 000
Seria PZ5	65 000		65 000
Seria PZ6	21 209		21 209
Seria PZ7	23 000		23 000
Emisja obligacji do kwoty 250 000 000 PLN pod programem XII			
Seria PPZ1	75 000	450 000	75 000
Seria PPZ1B	50 000		50 000
Seria PPZ2	125 000		125 000
Emisja obligacji do kwoty 100 000 000 EUR pod programem XIII			
Seria PZ8	40 000	763 542	40 000
Seria PZ9	64 000		64 000
Seria PZ9-2	6 000		6 000
Razem (w tys. zł.)	1 249 209	2 718 855	1 249 209

16. Konflikt zbrojny w Ukrainie

W ocenie kierownictwa Spółki konflikt zbrojny w Ukrainie nie stanowi okoliczności, która mogłaby skutkować istotnym pogorszeniem sytuacji finansowej Spółki oraz negatywnie wpłynąć na założenie kontynuowania jej działalności gospodarczej w dającej się

NOTY OBJAŚNIAJĄCE STANOWIĄ INTEGRALNĄ CZĘŚĆ PÓŁROCZNEGO SKRÓCONEGO SPRAWOZDANIA FINANSOWEGO

przewidzieć przyszłości. Kierownictwo będzie ściśle monitorować i śledzić wpływ sytuacji polityczno-gospodarczej w Ukrainie na jej działalność, w tym na przyszłą sytuację finansową oraz wyniki finansowe i będzie dokładać starań, aby ograniczyć wszelkie potencjalne negatywne skutki dla Spółki, jej personelu i działalności.

17. Zdarzenia po zakończeniu okresu sprawozdawczego

W dniu 16 lipca 2025 r. Spółka dokonała całkowitego wykupu 30.000 (słownie: trzydzieści tysięcy) sztuk obligacji serii PW1 (oznaczonych kodem ISIN: PLGHLMC00537), o wartości nominalnej 1.000 zł (słownie: tysiąc złotych) każda, o łącznej wartości nominalnej 30.000.000,00 zł (słownie: trzydzieści milionów złotych), wyemitowanych w dniu 16 lipca 2021 r. z terminem ich wykupu w dniu 16 lipca 2025 r.

W dniu 29 września 2025 r. Spółka dokonała całkowitego wykupu 170.000 (słownie: trzydzieści tysięcy) sztuk obligacji serii PW2-PW3 (oznaczonych kodem ISIN: PLGHLMC00545), o wartości nominalnej 1.000 zł (słownie: tysiąc złotych) każda, o łącznej wartości nominalnej 170.000.000,00 zł (słownie: sto siedemdziesiąt milionów złotych), wyemitowanych w dniu 29 grudnia 2021 r. (PW2) oraz 11 stycznia 2022 r. (PW3) z terminem ich wykupu w dniu 29 września 2025 r.

17.1. Wykupy i nowe Emisje obligacji po zakończeniu okresu sprawozdawczego

Tabela przedstawia obligacje wyrażone w wartościach nominalnych

Stan na:	nominalna wartość początkowa	stan na 01-01-2025	stan na 30-06-2025	wykup obligacji po 30-06-2025	emisje obligacji po 30-06-2025	stan na dzień przygotowania sprawozdania finansowego
	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000	PLN'000
Program emisji obligacji 2021-2024						
Seria PW 1	30 000	30 000	30 000	30 000	0	0
Seria PW 2	35 000	35 000	35 000	35 000	0	0
Seria PW 3	135 000	135 000	135 000	135 000	0	0
Seria PZ 1	30 000	30 000	30 000	0	0	30 000
Seria PZ 2	30 000	30 000	30 000	0	0	30 000
Seria PZ 3	180 000	180 000	180 000	0	0	180 000
Seria PZ 4	340 000	340 000	340 000	0	0	340 000
Seria PZ 5	65 000	65 000	65 000	0	0	65 000
Seria PPZ1	75 000	75 000	75 000	0	0	75 000
Seria PPZ1B	50 000	50 000	50 000	0	0	50 000
Seria PZ 6	21 644	21 365	21 209	0	0	21 209
Seria PPZ2	125 000	125 000	125 000	0	0	125 000
Seria PZ 7	23 000	23 000	23 000	0	0	23 000

Seria PZ 8	40 000	40 000	40 000	0	0	40 000
Seria PZ 9	64 000	64 000	64 000	0	0	64 000
Seria PZ 9-2	6 000	6 000	6 000	0	0	6 000
Razem	1 249 644	1 249 365	1 249 209	200 000	0	1 049 209

18. Wynagrodzenie Zarządu i Rady Nadzorczej

Wynagrodzenie ze stosunku pracy wypłacone członkom Zarządu jednostki w okresie od 1 stycznia 2025 r. do 30 czerwca 2025 r. wyniosło 124 tys. złotych. W analogicznym okresie poprzedniego roku obrotowego członkowie Zarządu jednostki pobrali wynagrodzenie w wysokości 213 tys. złotych.

Wynagrodzenie członków Rady Nadzorczej jednostki za okres od 1 stycznia 2025 r. do 30 czerwca 2025 r. wyniosło 300 tys. złotych. W analogicznym okresie poprzedniego roku obrotowego członkowie Rady Nadzorczej jednostki pobrali wynagrodzenie w tej samej wysokości.

W obu porównywanych okresach, w odniesieniu do członków Zarządu oraz Rady Nadzorczej nie wystąpiły świadczenia po okresie zatrudnienia, pozostałe świadczenia długoterminowe, świadczenia z tytułu rozwiązania stosunku pracy oraz płatności na bazie akcji.

19. Zatwierdzenie sprawozdania finansowego

Niniejsze sprawozdanie finansowe zostało zatwierdzone przez Zarząd Spółki w dniu 30 września 2025 roku.

Paul Gheysens
Prezes Zarządu

Michael Gheysens
Członek Zarządu

Marie-Julie Gheysens
Członek Zarządu

Christiaan Heggerick
Członek Zarządu

Jarosław Jukiel
Członek Zarządu
(osoba odpowiedzialna za prowadzenie
ksiąg rachunkowych)

Warszawa, 30 września 2025 r.