

Ghelamco Invest – analiza, 2 czerwca 2015 r.

*Remigiusz Iwan dla Obligacje.pl*

Autor prowadzi bloga: [www.rynekobligacji.blogspot.com](http://www.rynekobligacji.blogspot.com)

## **Podsumowanie**

Ghelamco to deweloper, działający w segmencie nieruchomości biurowych, mieszkalnych, handlowych, centrów logistycznych i magazynowych oraz projektów wypoczynkowych. Grupa działa w Polsce, Belgii, Rosji i na Ukrainie. Kapitały własne całej międzynarodowej grupy wynoszą 576 mln EUR, w tym jej polskiej części 480 mln EUR.

Polska część grupy (Granbero Holding) od wielu lat działa bardzo skutecznie – osiąga dobre wyniki finansowe, jednocześnie zachowując „zdrowy” bilans: stabilne poziomy zadłużenia i dobrą płynność. Obligacje Ghelamco Invest są częstym wyborem zarządzających funduszami inwestycyjnymi.

Model biznesowy grupy zakłada sprzedaż projektu po jego wybudowaniu i skomercjalizowaniu. Warunki emisji większości wyemitowanych przez Ghelamco obligacji zabraniają jej wypłaty dywidendy do holdingu matki, stąd znaczna część środków uwalnianych ze sprzedaży projektów przekazywana jest w formie pożyczek „belgijskiej” części grupy. Ghelamco Belgia w ciągu ostatnich pięciu lat istotnie wzmogło działalność na rodzimym rynku (obecnie realizuje ponad 40 projektów), w tym zostało wybrane jako preferowany wykonawca stadionu na Euro 2020 w Brukseli.

Wśród czynników ryzyka inwestycji w obligacje Ghelamco należy wskazać następujące:

- I Emitentem obligacji notowanych na Catalyst jest Ghelamco Invest Sp. z o.o., spółka celowa powołana do zaciągania długu i przekazywania go w formie pożyczek spółkom projektowym. Bezpieczeństwo obligacji opiera się na poręczeniu spółki-matki polskiego holdingu, czyli Granbero Holding, która ma siedzibę na Cyprze. Przy ewentualnych problemach ze spłatą obligacji dochodzenie należności od gwaranta może być w związku z powyższym utrudnione,

- I Ghelamco „polskie” charakteryzuje się dobrą sytuacją finansową, natomiast spółka w Belgii intensywnie się rozwija i potrzebuje kapitału obrotowego. Ten zapewniany jest częściowo przez „polskie” Ghelamco w formie pożyczek. Ghelamco wystąpiło do właścicieli obligacji o zgodę na wypłatę dywidendy w kwocie 100 mln EUR. Wypłata miałaby charakter niegotówkowy i nastąpiłaby poprzez potrącenie wzajemnych wierzytelności. O ile takie rozliczenie miałoby pozytywny wpływ na przejrzystość rozliczeń w ramach grupy, to w „polskim” Ghelamco nastąpiłby spadek kapitałów własnych, a za tym wzrost wskaźników zadłużenia. Na dziś zgromadzenia obligatariuszy nie wyraziły zgody na takie rozwiązanie, a Ghelamco zwołało kolejne zgromadzenia w sprawie zgody na wypłatę dywidendy w wysokości 50 mln EUR.

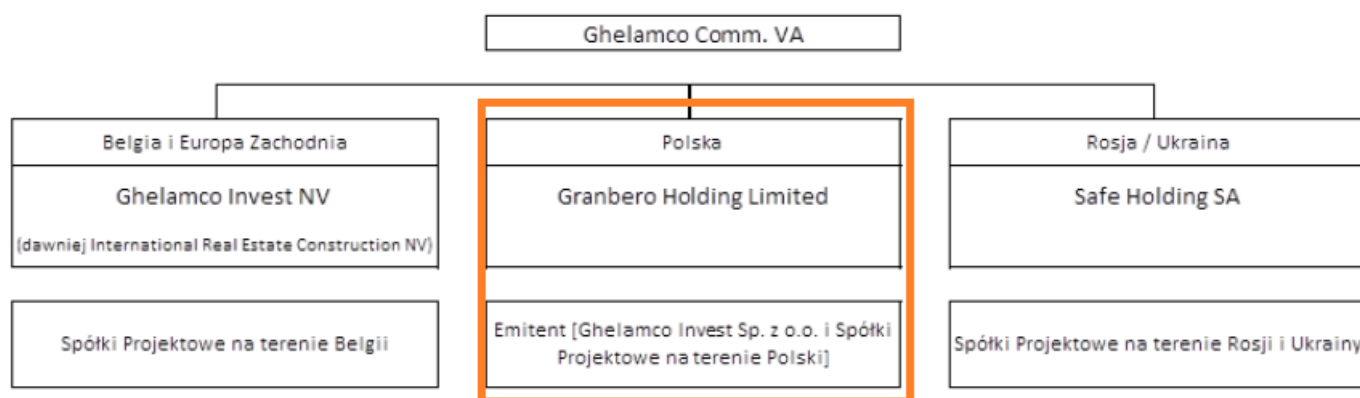
## Wstęp

Szczegółowy opis Ghelamco, jej modelu biznesowego i historii dostępny jest w analizie przygotowanej dla portalu obligacje.pl w grudniu 2014 roku przy okazji poprzedniej publicznej emisji obligacji. W związku z powyższym tym razem opis grupy ma skrócony charakter, dodane zostały natomiast elementy opisujące cały holding Ghelamco, czyli biznesy w Belgii, Rosji i na Ukrainie.

Ghelamco to deweloper branży nieruchomości, działający w segmencie nieruchomości biurowych, mieszkalnych (o podwyższonym standardzie), handlowych, centrów logistycznych i magazynowych oraz projektów wypoczynkowych. Grupa działa w Polsce (już od ponad 24 lat), Belgii, Rosji i na Ukrainie.

W uproszczeniu, struktura całej grupy Ghelamco wygląda następująco, przy czym emitentem obligacji jest spółka Ghelamco Invest Sp. z o.o., a za zobowiązania z tytułu obligacji odpowiada jej polska część holdingu – Granbero Holding – która jest poręczycielem zobowiązań z tytułu obligacji i zarazem konsoliduje wyniki finansowe Ghelamco w Polsce.

### STRUKTURA GRUPY GHELAMCO



Źródło: Informacja dla obligatariuszy.

W dalszej części analizy określenia Ghelamco i „polskie” Ghelamco, dotyczyć będą polskiej części biznesu grupy, której wyniki konsolidowane są przez Granbero Holding.

### ***Działalność Ghelamco w Polsce***

Model biznesowy Ghelamco w Polsce nie uwzględnia utrzymania wytworzonych aktywów w portfelu – obiekty wybudowane i skomercjalizowane są sprzedawane. Oferta Ghelamco jest zróżnicowana: oprócz biurowców klasy „A”, obejmuje również projekty mieszkaniowe, a także sektor handlowy (niewielkie centra handlowe w dobrych lokalizacjach). Grupa na polskim rynku oddała już do użytku prawie 500 000 m<sup>2</sup> nowoczesnej powierzchni biurowej i magazynowej oraz sprzedała 20 projektów (w latach 2002-2014) o wartości ponad pięciu miliardów złotych.

Po sprzedaży w sierpniu 2014 roku za 189 mln EUR trzech gotowych i skomercjalizowanych obiektów (Katowice Business Point, Marynarska 12/T-Mobile Office Park i Łopuszańska Business Park), grupa koncentruje się na budowie największego kompleksu biurowego powstającego obecnie w Europie, a zarazem największej do tej pory inwestycji w Warszawie – Warsaw Spire.

Projekt Warsaw Spire to łącznie około 108 000 m<sup>2</sup> powierzchni podlegającej wynajmowi w trzech budynkach. Budynek wieżowy A obejmuje ok. 68 000 m<sup>2</sup> powierzchni biurowej (49 pięter), natomiast budynki boczne B i C obejmują po około 20 000 m<sup>2</sup> powierzchni biurowej (15 pięter). Budynek B jest jedynym obecnie ukończonym aktywem grupy, generującym przychody z wynajmu, a główni najemcy to Frontex (Europejska Agencja Zarządzania Współpracą Operacyjną na Granicach Zewnętrznych Państw Członkowskich Unii Europejskiej) oraz BNP Paribas Securities Services, zajmujący odpowiednio 14,6 tys. i 4 tys. m<sup>2</sup> powierzchni biurowej. Na dzień analizy wynajęto już prawie 60 proc. powierzchni w całym kompleksie, na 12 miesięcy przed planowaną datą oddania go do użytkowania.

Pozostałe projekty Ghelamco są we wcześniejszych fazach inwestycyjnych (A i B to etapy projektowe, kategoria C to projekt w budowie, kategoria D to projekt ukończony):

**Wartość projektów w księgach Ghelamco (Granbero) w mln EUR**

Projekt	Kategoria	2013-12-31	2014-12-31
Postępu Business Park	A	10 516	10 043
Mszczonów Logistics	A	2 910	2 832
Grzybowska 77	A	10 570	9 700
Wronia / Logistyka	A	16 555	16 650
Wilanów Retail	A	7 883	6 927
Powiśle	A	0	6 120
Spinnaker Tower	B	15 728	17 259
Sienna Towers	B	45 607	52 897
Sobieski Tower	B	14 360	17 748
Synergy Business Park	B	19 339	20 002
Spire and Chopin Tower	C/D	160 555	244 183
Wołowska 24	C		13 192
Katowice Business Point	D	36 599	
Marynarska 12/ T-Mobile	D	105 308	
Łopuszańska Bus. Park	D	34 835	
Razem:		480 765	417 553

Źródło: raport roczny Ghelamco za 2014 rok.

***Działalność Ghelamco w Belgii***

Ostatnie pięć lat to intensyfikacja działań grupy na rynku belgijskim. Portfel inwestycyjny liczy już ponad 40 projektów, między innymi:

- Blue Towers w Gent – 28,6 tys. m<sup>2</sup> powierzchni biurowej,
- Waterview – 460 mieszkań dla studentów oraz powierzchnia handlowa,
- Ghelamco Arena – stadion piłkarski wraz z powierzchnią biurową (55 000 m<sup>2</sup>); w lutym 2014 roku stadion otrzymał tytuł „stadionu roku” (plebiscyt portalu stadiumDB.com),
- Najnowsze „dziecko”, to budowa Stadionu Narodowego w Brukseli na EURO 2020. Nowy stadion narodowy będzie obejmował ponad 60 000 miejsc siedzących, ponad 6000 miejsc VIP oraz ponad 14 000 miejsc parkingowych. Przewiduje się, że projekt zostanie zrealizowany do 2018 roku,
- Więcej informacji można znaleźć tutaj: <http://ghelamco.com/site/be/en/index.html>.

### *Rosja i Ukraina*

W tych krajach grupa posiada po jednym projekcie:

- Ukraina:** Kopylov Logistics Park (region Kijowa) wynajęty w 90 proc., głównie przez Oriflame; wartość projektu to około 14 mln EUR,



Źródło: ghelamco.com.

- Rosja:** Dmitrov Logistics Park na północy regionu Moskwy; wybudowane są dwa z czterech budynków; trzeci budynek jest w budowie (łączna powierzchnia czterech budynków ma wynieść 227 tys. m<sup>2</sup>), z czego w budynku A wynajęte jest 92 proc. powierzchni, a w oddanym w 2014 roku budynku B 77 proc. Wartość projektu w księgach to 153,5 mln EUR.



Źródło: ghelamco.com.

## Wyniki finansowe Ghelamco „Polska” (czyli Granbero Holding)

Przed właściwą analizą informacja o wybranych czynnikach ryzyka związanych z inwestycją w obligacje Ghelamco.

### *Czynniki ryzyka*

W analizie całej grupy Ghelamco warto zwrócić uwagę na dwa aspekty:

- I Emitentem obligacji notowanych na Catalyst jest Ghelamco Invest Sp. z o.o., której głównym zadaniem jest właśnie zaciąganie długu i pożyczanie go pozostałym spółkom celowym grupy, realizującym poszczególne inwestycje. W przypadku ewentualnych problemów samo Ghelamco Invest nie prezentuje istotnej wartości (kapitały spółki na 31 grudnia 2014 wyniosły 37 mln zł).  
Natomiast cały polski biznes skupiony jest wokół Granbero Holding, spółki z siedzibą na Cyprze, która konsoliduje wyniki polskiej części grupy Ghelamco i poręcza (gwarantuje) zobowiązania Ghelamco Invest z tytułu obligacji. Tak więc do analizy grupy korzystam z wyników Granbero (bo ona ręczy za zobowiązania Ghelamco Invest i konsoliduje wyniki „polskiej” grupy Ghelamco), jednakże należy mieć na uwadze, że technicznie emitentem obligacji korporacyjnych jest Ghelamco Invest.
- I Sytuacja finansowa „polskiej” części biznesu Ghelamco, czyli grupy Granbero, jest tak dobra, że „polska” grupa w kwocie ponad 100 mln EUR netto finansuje pozostałe części grupy Ghelamco (czyli Belgię). Nasuwa się pytanie, czemu pozostała część grupy sama nie finansuje realizowanych projektów i czy przypadkiem nie występuje sytuacja, że jej (grupy „zagranicznej”) sytuacja finansowa jest gorsza, co w przyszłości odbije się na polskim biznesie i obligacjach notowanych na Catalyst. Częściowej odpowiedzi postaram się udzielić w dalszej części analizy.

Przypominam, że model biznesowy Ghelamco polega na wybudowaniu obiektu, skomercjalizowaniu go (wypełnienia najemcami) i sprzedaży. Grupa nie „pielęgnuje” przychodów ze sprzedaży w klasycznym rozumieniu (np. przychody z wynajmu powierzchni biurowej w dłuższym okresie), a wyniki generuje na przeszacowaniach wartości nieruchomości (wraz z kolejnymi etapami inwestycji), które to przeszacowania **znajdują odzwierciedlenie** w faktycznych cenach sprzedaży obiektów.



Tak więc trudno analizować osiągnięte przychody ze sprzedaży grupy, skoro Ghelamco nie trzyma obiektów w celu realizacji tych przychodów. Główne źródło „klasycznych” przychodów dla grupy stanowi sprzedaż loftów w projekcie Qbik, ale ta działalność nie ma dla Ghelamco istotnego znaczenia.

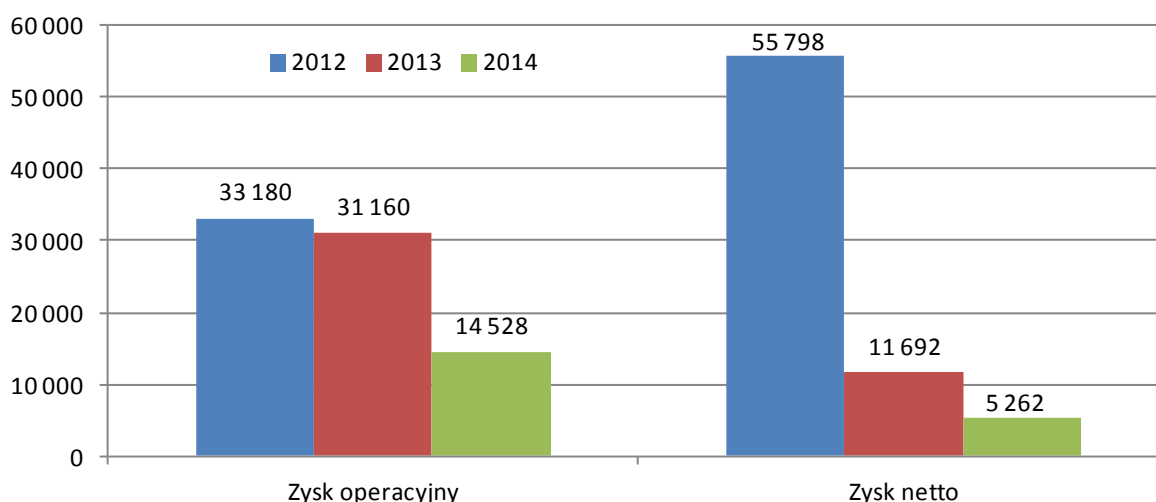
W drugiej połowie 2014 roku grupa sprzedała do Starwood Capital Group trzy gotowe obiekty:

- Katowice Business Point (17,000 m<sup>2</sup> powierzchni biurowej w Katowicach),
- Marynarska 12/T-Mobile Office Park (41,000 m<sup>2</sup> powierzchni biurowej w Warszawie),
- Łopuszańska Business Park (16,500 m<sup>2</sup> powierzchni biurowej w Warszawie).

Cena sprzedaży wyniosła 189 mln EUR i przyniosła grupie około 80 mln EUR czystej gotówki (po spłacie kredytów na te obiekty).

Efektom tego jest dobra pozycja gotówkowa i w zakresie zadłużenia, ale grupa pozostała praktycznie bez gotowych obiektów (flagowy Warsaw Spire był w trakcie budowy, na koniec 2014 roku był ukończony jeden z bocznych budynków), co między innymi sprawia, że wyniki Granbero w 2014 roku wyglądają przeciętnie (wysoki zysk netto w 2012 roku to w dużej części efekt „podatkowy”):

**Zyski „polskiej” grupy Ghelamco (Granbero Holding), w tys. EUR**



Źródło: raporty finansowe grupy.

Przeciętnie, to znaczy ponad 20 mln zł zysku netto.



O płynności i zdolności do obsługi obligacji przez emitenta bardziej decyduje bilans, a ten wygląda całkiem przyzwoicie. Sprzedaż projektów i spłata kredytów zaciągniętych na finansowanie tych obiektów, spowodowała spadek sumy bilansowej, co przy niewielkim wzroście kapitałów (479,6 mln EUR na 31 grudnia 2014) oznacza spadek poziomu zadłużenia. „Przy okazji” również płynność grupy znacznie się poprawiła:

Wskaźnik	2012	2013	VI 2014	2014
Płynność I stopnia (aktywa bież / zobow. bież.)	1,23	1,31	1,74	3,34
Wskaźnik zadłużenia (kapitały / suma bilansowa)	0,54	0,49	0,53	0,46

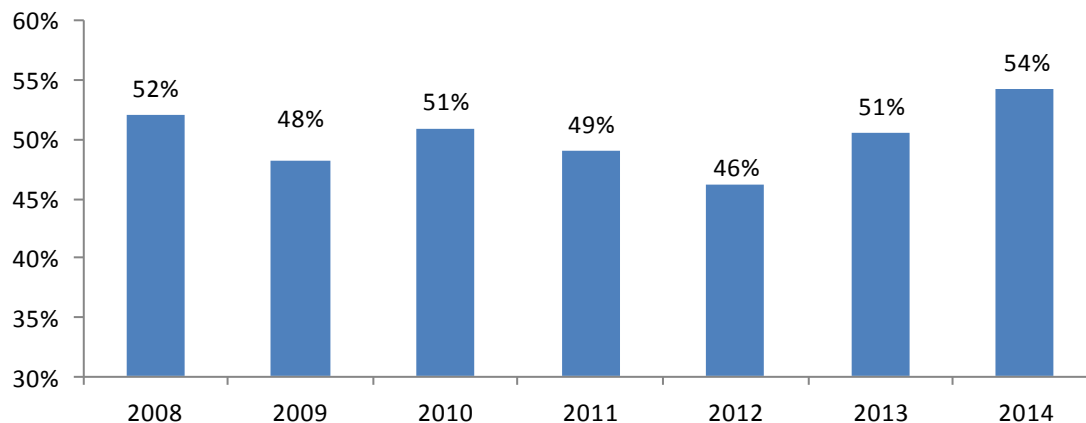
Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów finansowych spółki.

Kapitały własne stanowią ponad połowę sumy bilansowej, płynność bieżąca jest na bardzo dobrych poziomach (46 mln EUR gotówki na kontach przy 67 mln EUR zobowiązań krótkoterminowych), wszystko to powoduje poczucie komfortu u posiadaczy obligacji Ghelamco.

W kwietniu bieżącego roku grupa spłaciła obligacje o wartości 59 mln zł, w maju z kolei pozyskała 50 mln zł z emisji do inwestorów finansowych, a obecnie prowadzi publiczną emisję obligacji na kolejne 50 mln zł.

I jeszcze, na podstawie danych dostarczonych przez spółkę, spojrzenie na współczynnik wypłacalności (udział kapitałów w sumie bilansowej) w dłuższym okresie. Stabilność i zero przesadnego ryzyka. Kapitały własne przez cały czas stanowią około 50% sumy bilansowej. Grupa nie ryzykuje, nie idzie na całość, tylko trzyma się ustalonej proporcji. Z pewnością takie zarządzanie zadłużeniem może się podobać obligatariuszom.

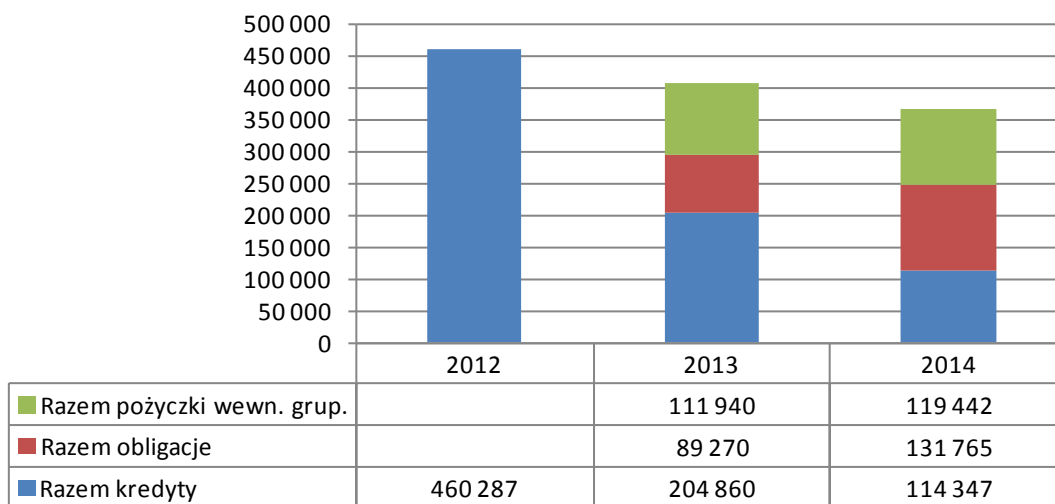
#### Współczynnik wypłacalności Ghelamco



Źródło: raporty finansowe grupy.

Jak już wspomniałem, sprzedaż projektów oznaczała spłatę części kredytów, a co za tym idzie spadek zadłużenia finansowego grupy (dane za 2012 rok bez rozbicia na rodzaje).

#### Zadłużenie finansowe „polskiego” Ghelamco w mln EUR



Źródło: raporty finansowe grupy.

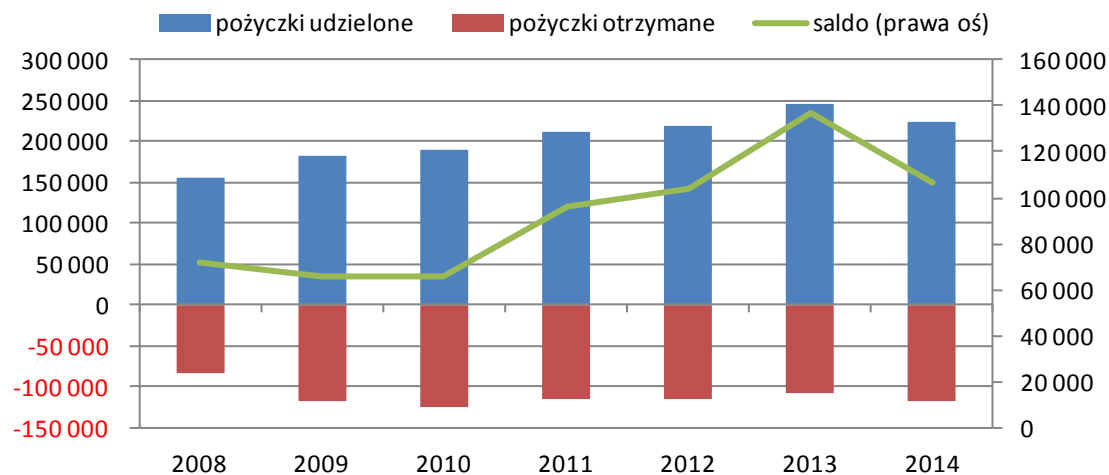
Na koniec 2014 roku z łącznej kwoty 365 mln EUR, zdecydowaną większość, bo 329 mln EUR, stanowiło zadłużenie długoterminowe.

Analizując zadłużenie, warto zwrócić uwagę na zaciągnięte przez „polskie” Ghelamco pożyczki od pozostałej części grupy w kwocie 119 mln EUR. Jest też druga strona medalu, „polskie” Ghelamco jednocześnie udzieliło pożyczek do grupy na ponad 220 mln EUR (patrz poniższy wykres). Zatem netto „polska” grupa finansuje „zagranicę” na ponad 100 mln EUR. Jest to pewien czynnik ryzyka.

W warunkach dotychczasowych emisji obligacji (kierowanych do inwestorów finansowych) Ghelamco Invest ma zakaz wypłaty dywidendy do grupy „matki” i to jest trochę kłopotliwe dla całej grupy. Polskie Ghelamco ma większą zdolność kredytową niż matka, ale nie może przekazywać wypracowanych zysków do grupy poprzez dywidendy, dlatego zapewne musi uciekać się do udzielania pożyczek z wypracowanych zysków (z uwolnionych środków po sprzedaży projektu).

Pożyczki udzielone i otrzymane oraz ich saldo prezentuje poniższy wykres.

**Ghelamco „polskie” – pożyczki udzielone do pozostałej części grupy vs otrzymane  
(w mln EUR)**



Źródło: raporty finansowe grupy oraz wyjaśnienia spółki.

Jak widać, obecne saldo netto pożyczek wynosi nieco ponad 100 mln EUR i jest wartością zbliżoną do tej na koniec 2012 roku.

W ostatnim czasie Ghelamco wystąpiło do inwestorów finansowych z prośbą o zgodę na wypłatę dywidendy w łącznej wysokości 100 mln EUR poprzez potrącenie wierzytelności z tytułu pożyczek (brak fizycznego przepływu środków). Wypłata dywidendy spowodowałaby większą równowagę w całej grupie, ale oczywiście miałaby negatywny wpływ (choć nie drastyczny) na wskaźniki zadłużenia „polskiego” Ghelamco. Z ostatnich komunikatów spółki wynika, że propozycja nie spotkała się z akceptacją, obecnie Ghelamco wnioskuje o zgodę na wypłatę 50 mln EUR w formie dywidendy.

***Działalność i wyniki grupy Ghelamco poza Polską***

Chociaż w 2014 roku odpowiadające za spłatę obligacji „polskie” Ghelamco zanotowało 5 mln EUR zysku netto, to grupa Ghelamco jako całość (Polska, Belgia, Rosja, Ukraina) zanotowała w 2014 roku stratę 9 mln EUR (przy 15,4 mln EUR zysku w 2013 roku).

Wynik za 2014 rok był przede wszystkim obciążony trudną sytuacją w Rosji i na Ukrainie, która spowodowała presję na czynsze, co z kolei wpłynęło na spadek wartości projektów w księgach Ghelamco. Grupa zaraportowała stratę operacyjną dotyczącą tych rynków w łącznej kwocie 10 mln EUR.

**Poniżej raport roczny CAŁEJ grupy Ghelamco – rachunek wyników z podziałem na poszczególne regiony (w tys. EUR)**

INCOME STATEMENT	2014				2013			
	Europe	Russia/ Ukraine	unallocated	Total	Europe	Russia/ Ukraine	unallocated	Total
Revenue	54 552	15 027		69 579	36 993	13 069		50 062
Other operating income	13 904	47		13 951	5 005	307		5 312
Cost of Property Development Inventories	-36 028	-123		-36 151	-20 806	-180		-20 986
Employee benefit expense	-1 156	-34		-1 190	-1 121	-40		-1 161
Depreciation amortisation and impairment charges	-587	-1		-588	-619	-2		-621
Gains from revaluation of Investment Property	31 657	-20 322		11 335	51 348	789		52 137
Other operating expense	-31 784	-4 718		-36 502	-24 139	-5 324		-29 463
Share of results of associates	-790			-790				-
<b>Operating profit - result</b>	<b>29 768</b>	<b>-10 124</b>		<b>19 644</b>	<b>46 661</b>	<b>8 619</b>		<b>55 280</b>
Finance income			4 298	4 298			3 563	3 563
Finance cost			-31 536	-31 536			-34 228	-34 228
<b>Profit before income tax</b>				<b>-7 594</b>				<b>24 615</b>
Income tax expense	-5 702	4 234		-1 468	-8 262	-944		-9 206
<b>Profit for the year</b>				<b>-9 062</b>				<b>15 409</b>

Źródło: sprawozdanie finansowe całej grupy Ghelamco.

Strata, jak widać, wynika przede wszystkim z przeszacowania wartości projektów w Rosji i na Ukrainie (-20 mln EUR), co jest prawdopodobnie efektem presji na wysokość czynszów wynikającej z osłabienia się walut w tych krajach.

W zakresie analizy bilansu warto zwrócić uwagę, że łączne kapitały całej grupy Ghelamco to 571 mln EUR, podczas gdy „polskiej” części grupy to 479 mln, czyli na Belgię, Ukrainę i Rosję przypada niecałe 100 mln EUR kapitałów. Z kolei zadłużenie finansowe grupy to 621 mln EUR, z tego na Polskę przypada 246 mln EUR. Czyli Granbero posiada duże kapitały w stosunku do długu, a pozostała część grupy odwrotnie.

Grupa posiada m.in. zadłużenie w ramach projektu w Rosji w kwocie 57 mln USD (spłacane z czynszów), a Belgijskie Ghelamco wyemitowało obligacje, których wartość na 31 grudnia 2014 wynosiła około 110 mln EUR. Widać więc, że będąca w bardzo dobrej kondycji „polska” część grupy, musi wspomagać pozostałe biznesy. Jak wspomniałem, zakaz wypłaty dywidendy z Polski trochę komplikuje swobodny przepływ gotówki w ramach grupy, stąd zapewne pomoc ta odbywa się poprzez pożyczki wewnątrzgrupowe.

Dodać należy jednak, że pomimo dysproporcji pomiędzy poszczególnymi biznesami, sytuacja całego Ghelamco mieści się w ogólnie przyjętej normie. Grupa swoje zadłużenie monitoruje poprzez współczynnik wypłacalności w następujący sposób:

**Współczynnik wypłacalności CAŁEJ grupy, czyli udział kapitałów własnych w sumie bilansowej (w tys. EUR)**

	2014	2013
Kapitały własne	571 183	576 303
Suma bilansowa	1 267 826	1 269 175
Współczynnik wypłacalności	45,1%	45,4%

Źródło: sprawozdanie finansowe całej grupy Ghelamco.

Czyli monitoring odbywa się poprzez udział kapitałów własnych w aktywach całej grupy, a ten utrzymuje się na poziomie 45 proc., co jest wynikiem satysfakcjonującym i pokazuje raczej ostrożne podejście grupy do prowadzenia biznesu. Dodam jeszcze, że gotówka w całej grupie na 31 grudnia 2014 wynosiła całkiem nieźle 99 mln EUR.

Podsumowując niepolską część Ghelamco, od kilku lat grupa intensywnie rozwija działalność w Belgii, stąd zwiększone zapotrzebowanie na finansowanie, które jest w stanie zapewnić posiadający dobrą płynność Granbero Holding. Przy czym **finansowanie z Polski nie ma charakteru zapełniania czarnej dziury, a związane jest ze wzrostem działalności biznesu w Belgii.**

W Rosji i na Ukrainie grupa posiada po jednym przedsiębiorstwie, które generują satysfakcjonujące przychody (nie są póki co sprzedawane, jak większość inwestycji Ghelamco). Jednakże kryzys w tych rejonach spowodował presję na wysokość czynszów, co przełożyło się na księgowy spadek wartości obiektów i stratę netto na poziomie całej grupy. Sytuacja w zakresie płynności i zadłużenia całej grupy, choć jest gorsza od samego polskiego biznesu, jest nadal na rozsądnych poziomach.

---

Niniejszy dokument nie stanowi ani oferty ani zaproszenia do subskrypcji lub zakupu dowolnych instrumentów finansowych i nie powinien być traktowany jako oferta sprzedaży lub zakupu papierów wartościowych. Ten dokument został przygotowany i zaprezentowany wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub dalej dystrybuowany jakimkolwiek osobom trzecim.

Autor niniejszej Analizy nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem. Treść Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej Autora i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. nr 206, poz. 1715). Obligacje.pl oraz Autor Analizy nie ponoszą jakiegokolwiek odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podejmowane na jej podstawie.

Prawa autorskie i własności intelektualnej – zastrzeżone. Wykorzystanie w publikacjach w całości lub fragmentach bez zgody Obligacje.pl Sp. z o.o. – zabronione.

Portal Obligacje.pl został zarejestrowany jako dziennik w Rejestrze Dzienników i Czasopism prowadzonym przez Sąd Okręgowy w Warszawie, Wydział VII Cywilny Rejestrowy pod numerem PR 19271.

#### **Konflikt interesów**

Obligacje.pl wskazują na możliwość uznania, że Obligacje.pl oraz autor powyższej analizy pozostają w sytuacji konfliktu interesów, z uwagi na możliwość uzyskania przez Obligacje.pl od Emitenta wynagrodzenia z tytułu świadczenia przez Obligacje.pl usług marketingowych na rzecz Emitenta. Istnienie i wysokość wynagrodzenia nie jest zależna od powodzenia emisji obligacji Emitenta.