



**SPRAWOZDANIE Z DZIAŁALNOŚCI  
SPÓŁKI**

**Kemberton Sp. z o.o.**

**za okres 12 miesięcy zakończony**

**31 grudnia 2025 roku**

Warszawa, 31 grudnia 2025 r.

<b>SPRAWOZDANIE Z DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI.....</b>	<b>1</b>
<b>1. ZARYS OGÓLNY DZIAŁALNOŚCI JEDNOSTKI .....</b>	<b>3</b>
1.2. Istotne zdarzenia mające miejsce od 1 stycznia do 31 grudnia 2025 roku	4
1.3. Konflikt zbrojny w Ukrainie	4
1.4. Istotne zdarzenia mające miejsce po dniu 31 grudnia 2025 roku do dnia publikacji niniejszego sprawozdania	5
1.5. Informacja o obligacjach wyemitowanych w okresie od 29 września 2025 roku do 31 grudnia 2025 roku, które pozostają niewykupione i stanowią zobowiązania Spółki na dzień 31 grudnia 2025 roku	5
1.6. Struktura organizacyjna spółki	6
1.7. Zatrudnienie w Spółce	6
1.8. Określenie PRZEZNACZENIA ŚRODKÓW UZYSKANYCH ze środków z emisji obligacji	6
1.9. Informacja o wynagrodzeniu biegłego rewidenta lub podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych	6
<b>2. SYTUACJA FINANSOWA SPÓŁKI ORAZ ISTOTNE ZDARZENIA DLA DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI .....</b>	<b>6</b>
2.1. Wyniki ekonomiczno -finansowe Spółki	6
2.2. Planowany rozwój oraz Przewidywana sytuacja finansowa spółki	8
2.3. Ważniejsze osiągnięcia w dziedzinie badań i rozwoju	8
<b>3. INFORMACJA O INSTRUMENTACH FINANSOWYCH, ISTOTNYCH RYZYKACH ORAZ OBCIĄŻENIACH KREDYTOWYCH SPÓŁKI .....</b>	<b>8</b>
3.1. Czynniki ryzyka związane z działalnością Spółki i Grupy Gwaranta	9
3.2. Czynniki ryzyka związane z sytuacją finansową Emitenta i Grupy Gwaranta	15
3.3. Czynniki ryzyka związane z przepisami prawa i regulacjami	18
3.4. Czynniki ryzyka związane z ofertą, wprowadzeniem Obligacji do Alternatywnego Systemu Obrotu Giełdy Papierów Wartościowych (ASO GPW) oraz Obligacjami	21

## **1. ZARYS OGÓLNY DZIAŁALNOŚCI JEDNOSTKI**

Kemberton Sp. z o.o. (Kemberton, Spółka, Emitent) została utworzona Aktem Notarialnym z dnia 3 lipca 2017 roku i zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla M.St. Warszawy, pod nr. KRS 0000690847. Spółce nadano numer statystyczny REGON 368064271.

Nazwa (firma):	Kemberton Sp. z o.o.
Siedziba:	Warszawa
Adres:	Plac Europejski 1, 00-844 Warszawa
Telefon:	(+48 22) 455-16-00
Fax:	(+48 22) 455-16-10

Podstawowy zakres działalności Spółki obejmuje usługi takie jak:

- pozostałe doradztwo w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej i zarządzania (PKD 70.22.Z),
- działalność firm centralnych (head offices) i holdingów, z wyłączeniem holdingów finansowych (PKD 70.10.Z),
- stosunki międzyludzkie (public relations) i komunikacja (PKD 70.21.Z),

### **Skład Zarządu na dzień 31 grudnia 2025 roku:**

- Jarosław Jukiel - Członek Zarządu

W dniu 31 stycznia 2025 r. rezygnację z pełnienia funkcji Członka Zarządu złożyły następujące osoby:

- Jarosław Zagórski
- Arnold Neuville
- Jarosław Fiutowski
- Damian Woźniak
- Rafał Gierczak

W dniu 25 lutego 2025 r. rezygnację z pełnienia funkcji Członka Zarządu złożyły następujące osoby:

- Joanna Krawczyk-Nasiłowska

Kemberton Sp. z o.o. jest spółką w 100% należącą do Ghelamco Poland Holding Sp. z o.o., spółki prawa polskiego z siedzibą w Warszawie.

Ghelamco Poland Holding Sp. z o.o. wraz z podmiotami zależnymi (spółkami prawa polskiego, w tym Kemberton) tworząc grupę Granbero Holdings (będącej spółką holdingową odpowiedzialną za działalność Grupy Ghelamco w Polsce) podlega bezpośrednio Ghelamco Group NV z siedzibą w Belgii, będącej spółką holdingową stojącą na czele Grupy Inwestycyjno – Deweloperskiej Ghelamco, działającej jako inwestor i deweloper na rynku nieruchomości w Belgii, Francji, Wielkiej Brytanii i Polsce.

Kemberton Sp. z o.o. została utworzona jako spółka specjalnego przeznaczenia wyłącznie w celu realizacji inwestycji VIBE II, polegającej na budowie budynku biurowo – usługowego zlokalizowanego w Warszawie przy ul. Towarowej.

## **1.2. ISTOTNE ZDARZENIA MAJĄCE MIEJSCE OD 1 STYCZNIA DO 31 GRUDNIA 2025 ROKU**

W okresie od 1 stycznia 2025 roku do 31 grudnia 2025 roku Spółka otrzymała prawomocne pozwolenie na budowę budynku biurowo-usługowego zlokalizowanego w Warszawie przy ul. Towarowej.

W dniu 29 września 2025 roku Spółka wyemitowała 120.000 (sto dwadzieścia tysięcy) sztuk Obligacji o wartości nominalnej 1.000 PLN (tysiąc złotych) każda i cenie emisyjnej równej wartości nominalnej, tj. 1.000 PLN (tysiąc złotych) za jedną Obligację. Łączna wartość wyemitowanych obligacji wyniosła 120.000.000 (sto dwadzieścia milionów) złotych. Obligacje zabezpieczone są hipoteką.

Spółka środki z wyemitowanych obligacji przeznaczyła zgodnie z Warunkami Emisji Obligacji na:

- a) Spłatę całości Zadłużenia Finansowego Emitenta wobec Ghelamco Invest – 5.647.329,42 zł,
- b) Udzielenie pożyczki Ghelamco Towarowa w celu spłaty lub refinansowania części Zadłużenia Finansowego Ghelamco Towarowa wobec Ghelamco Invest – 114.352.670,58 zł.

W dniu 30 października 2025 roku podjęto uchwałę w sprawie połączenia Spółki jako spółki przejmującej ze spółką Ghelamco Towarowa Sp. z o.o. Działalność Spółki będzie kontynuowana w ramach działalności spółki przejmującej tj. Kemberton Sp. z o.o. Kapitał własny Kemberton Sp. z o.o. po rozliczeniu połączenia będzie dodatni. Połączeni nastąpi zgodnie z art. 492 paragraf 1 pkt 1 K.S.H, tj. poprzez przeniesienie całego majątku spółki przejmowanej (Ghelamco Towarowa) w zamian za udziały, które Spółka przejmująca (Kemberton) wyda wspólnikom spółki przejmowanej.

W dniu 6 listopada 2025 roku podjęto uchwałę w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego Spółki z 55.000,00 pięćdziesiąt pięć tysięcy złotych do 55.100,00 (pięćdziesiąt pięć tysięcy sto) złotych, tj. o kwotę 100,00 (sto) złotych poprzez utworzenie 2 (dwóch) udziałów o wartości nominalnej 50,00 (pięćdziesiąt) złotych każdy, o łącznej wartości nominalnej 100,00 (sto) złotych. Wszystkie 2 (dwa) nowo utworzone udziały w podwyższonym kapitale zakładowym Spółki o wartości nominalnej 50,00 (pięćdziesiąt) złotych każdy, o łącznej wartości nominalnej 100,00 (sto) złotych przeznaczone zostaną do objęcia wspólnikowi Ghelamco Poland Holding Sp. z o.o. Wspólnik obejmie 2 (dwa) nowo utworzone udziały w podwyższonym kapitale zakładowym Spółki i pokryje je w całości wkładem pieniężnym w wysokości 21.430.000,00 (dwadzieścia jeden milionów czterysta trzydzieści tysięcy) złotych, przy czym nadwyżka ponad wartość nominalną obejmowanych udziałów (agio), tj. kwota 21.429.900,00 (dwadzieścia jeden milionów czterysta dwadzieścia dziewięć tysięcy dziewięćset) złotych zostanie przeniesiona na kapitał zakładowy Spółki.

## **1.3. 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 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.

#### ***1.4. ISTOTNE ZDARZENIA MAJĄCE MIEJSCE PO DNIU 31 GRUDNIA 2025 ROKU DO DNIA PUBLIKACJI NINIEJSZEGO SPRAWOZDANIA***

W dniu 13 lutego 2026 roku połączenia Spółki jako spółki przejmującej ze spółką Ghelamco Towarowa Sp. z o.o. zostało zarejestrowane w KRS.

Kapitał zakładowy Spółki po połączeniu prezentuje się następująco, tj. udziały w kapitale zakładowym Spółki posiadają:

1. 373 (trzysta siedemdziesiąt trzy) udziałów w kapitale zakładowym Spółki o wartości nominalnie 50,00 (pięćdziesiąt) złotych każdy udział, o łącznej wartości nominalnej 18.650,00 (osiemnaście tysięcy sześćset pięćdziesiąt) złotych posiada Deus NV, z siedzibą w Ieper, Belgia,
2. 729 (siedemset siedemnaście) udziałów w kapitale zakładowym Spółki o wartości nominalnie 50,00 (pięćdziesiąt) złotych każdy udział, o łącznej wartości nominalnej 36.450,00 (trzydzieści sześć tysięcy czterysta pięćdziesiąt) złotych posiada Ghelamco Poland Holding Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie

W dniu 20 kwietnia 2026 r. spółka Ghelamco Poland Holding Sp. z o.o. (będąca większościowym udziałowcem Emitenta) rozpoczęła negocjacje z Atlas Ward Polska o zbyciu pakietu kontrolnego w Kemberton Sp. z o.o. w celu rozpoczęcia wspólnie realizacji projektu VIBE II.

#### ***1.5. INFORMACJA O OBLIGACJACH WYEMITOWANYCH W OKRESIE OD 29 WRZEŚNIA 2025 ROKU DO 31 GRUDNIA 2025 ROKU, KTÓRE POZOSTAJĄ NIEWYKUPIONE I STANOWIĄ ZOBOWIĄZANIA SPÓŁKI NA DZIEŃ 31 GRUDNIA 2025 ROKU***

W dniu 29 września 2025 r., Spółka wyemitowała 120.000 sztuk obligacji serii K1 zabezpieczonych hipotecznie o wartości nominalnej 1.000 zł każda, z oprocentowaniem zmiennym WIBOR 6-miesięczny plus marża 4,75%, na kwotę ogółem 120.000.000,00 zł z terminem wykupu w dniu 29 września 2031 roku. Spłata kwoty emisji została objęta poręczeniem spłaty obligacji do kwoty 195.000.000,00 zł. udzielonym przez Granbero Holdings Limited oraz Ghelamco Poland Holding Sp. z o.o. Na dzień 31 grudnia 2025 roku wartość nominalna niewykupionych obligacji serii K1 wynosiła 120.000.000,00 zł.

## **1.6. STRUKTURA ORGANIZACYJNA SPÓŁKI**

Struktura organizacyjna nie uległa zmianie w 2025 roku.

Spółka nie posiada oddziałów ani spółek zależnych.

Spółka nie nabywała i nie posiada udziałów własnych.

## **1.7. ZATRUDNIENIE W SPÓŁCE**

Spółka nie zatrudniała pracowników w 2025 roku.

## **1.8. OKREŚLENIE PRZEZNACZENIA ŚRODKÓW UZYSKANYCH ZE ŚRODKÓW Z EMISJI OBLIGACJI**

Środki uzyskane z emisji obligacji przeznaczone zostały na:

- a) Splatę całości Zadłużenia Finansowego Emitenta wobec Ghelamco Invest – 5.647.329,42 zł,
- b) Udzielenie pożyczki Ghelamco Towarowa w celu spłaty lub refinansowania części Zadłużenia Finansowego Ghelamco Towarowa wobec Ghelamco Invest – 114.352.670,58 zł.

## **1.9. INFORMACJA O WYNAGRODZENIU BIEGŁEGO REWIDENTA LUB PODMIOTU UPRAWNIONEGO DO BADANIA SPRAWOZDAŃ FINANSOWYCH**

Poniższa tabela przedstawia wynagrodzenie KPMG Audyt Sp. z o.o. sp. k. za usługi dotyczące okresu od 1 stycznia 2025 r. do 31 grudnia 2025 r.:

<b>Rodzaj usługi</b>	<b>Kwota PLN</b>
Badanie rocznego sprawozdania finansowego sporządzonego wg UoR	369 512
<b>Razem</b>	<b>369 512</b>

## **2. SYTUACJA FINANSOWA SPÓŁKI ORAZ ISTOTNE ZDARZENIA DLA DZIAŁALNOŚCI SPÓŁKI**

### **2.1. WYNIKI EKONOMICZNO - FINANSOWE SPÓŁKI**

	<b>Kluczowe dane bilansowe (w tys. zł)</b>	<b>% wzrost (+) / spadek (-)</b>	<b>31.12.2025</b>	<b>31.12.2024</b>
1	<b>Aktywa ogółem</b>	<b>143%</b>	164 723 756	67 920 061
	Investycje w nieruchomości	0%	4 832 739	4 832 739

Sprawozdanie z działalności Spółki Kemberton Sp. z o.o.  
za okres 12 miesięcy zakończony dnia 31 grudnia 2025 roku

	Zapasy	40%	42 378 240	30 357 411
	Środki pieniężne	-99%	12 197	1 085 708
	Należności z tytułu pożyczek	n/d	117 146 855	-
2	<b>Kapitał własny</b>	<b>-34%</b>	<b>- 11 403 735</b>	<b>- 8 535 647</b>
3	Zobowiązania z tytułu obligacji	9640%	122 272 333	1 255 359
4	Zobowiązania z tytułu pożyczek	-73%	20 939 891	76 290 414
5	Zobowiązania handlowe i inne	19802%	32 896 517	165 294
	<b>Kluczowe dane ze sprawozdania z całkowitych dochodów (w tys. zł)</b>	<b>% wzrost (+) / spadek (-)</b>	<b>01.01.2025-31.12.2025</b>	<b>01.01.2024-31.12.2024</b>
1	Przychody ze sprzedaży	-60%	301 231	756 460
2	Koszty operacyjne	139%	-2 122 123	-888 659
3	Przychody finansowe	1115%	2 914 352	239 797
4	Koszty finansowe	293%	-4 206 352	-1 071 259
5	Zysk netto	251%	-2 868 088	-817 244

	Nazwa wskaźnika	31.12.2025	31.12.2024
1	Rentowność majątku (%) obliczona jako zysk netto/aktywa razem x100	-1,74%	-1,20%
2	Rentowność kapitału własnego (%) obliczona jako zysk netto/kapitał własnyx100	25,15%	9,57%
3	Wskaźnik bieżącej płynności obliczony jako aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe	104,61%	195,85%
4	Wskaźnik wypłacalności gotówkowej obliczony jako środki pieniężne + inne aktywa pieniężne/zobowiązania krótkoterminowe	0,03%	3,37%
5	Trwałość struktury finansowania (%) obliczona jako kapitał własny + zobowiązania i rezerwy długoterminowe/aktywa całkowite x100	75,18%	52,57%
6	Wskaźnik zadłużenia (%) obliczone jako aktywa całkowite-kapitał własny/aktywa całkowite x100	106,92%	112,57%

Spadkowi uległy wskaźniki rentowności majątku. Wzrostowi uległ wskaźnik kapitału Spółki co wynikało głównie ze wzrostu aktywów Spółki. Kapitał własny na dzień 31 grudnia 2025 uległ zmniejszeniu w stosunku do roku poprzedniego o 34%, co związane było z ujemnym wynikiem za bieżący rok.

Wskaźnik bieżącej płynności uległ zmniejszeniu w związku z wzrostem zobowiązań krótkoterminowych. Wskaźnik wypłacalności gotówkowej spadł w porównaniu z rokiem 2024.

Wskaźnik zadłużenia spadł do poziomu 106,92% w porównaniu z rokiem 2024.

## **2.2. PLANOWANY ROZWÓJ ORAZ PRZEWIDYWANA SYTUACJA FINANSOWA SPÓŁKI**

Na dzień 31 grudnia 2025 roku wartość nominalna zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji wyniosła 120.000 tys. PLN oraz spółka dysponowała środkami pieniężnymi w wysokości 12 tys. PLN.

W 2025 roku Emitent uzyskał prawomocne pozwolenie na budowę budynku biurowo – usługowego zlokalizowanego w Warszawie, przy ul. Towarowej.

## **2.3. WAŻNIEJSZE OSIĄGNIĘCIA W DZIEDZINIE BADAŃ I ROZWOJU**

Spółka nie posiada własnej komórki badań i rozwoju.

## **3. INFORMACJA O INSTRUMENTACH FINANSOWYCH, ISTOTNYCH RYZYKACH ORAZ OBCIĄŻENIACH KREDYTOWYCH SPÓŁKI**

Ghelamco Invest (Spółka, Emitent) jest spółką celową utworzoną na potrzeby realizacji inwestycji VIBE 2 polegającej na budowie budynku biurowo-usługowego zlokalizowanego w Warszawie.

Bezpośrednimi ryzykami dla Kemberton jest ryzyko walutowe i ryzyko stopy procentowej, które mogą być ograniczane poprzez naturalne zabezpieczenia oraz mają związek z marżą umożliwiającą pokrycie kosztów pozyskania tego finansowania.

Na dzień sporządzenia niniejszego sprawozdania, Spółka wyemitowała jedną serię obligacji (K1) na łączną kwotę 120.000.000,00 (sto dwadzieścia milionów) złotych. Seria obligacji oprocentowana jest o zmienną stopą WIBOR 6M powiększoną o marżę.

Sama działalność Kemberton raczej nie będzie generowała znaczących ryzyk. Niemniej ryzyka dotyczące Grupy i jej działalności mogą dotyczyć obligacji z uwagi na fakt, że zabezpieczeniem obligacji jest poręczenie udzielone przez Granbero Holdings Ltd. (Gwarant 1) i Ghelamco Poland Holding Sp. z o.o. (Gwarant 2).

Kemberton jest przekonany, że poniższe czynniki, odnoszące się do działalności Granbero Holdings Ltd. i jej podmiotów zależnych mogą być istotne z punktu widzenia inwestorów. Każdy z tych czynników może wystąpić bądź też nie i Spółka nie jest w stanie wyrazić opinii o prawdopodobieństwie wystąpienia takiego czynnika.

Poniżej opisane są także czynniki, które według Spółki mogą mieć istotne znaczenie dla oceny ryzyka rynkowego związanego z Obligacjami.

### **3.1. CZYNNIKI RYZYKA ZWIĄZANE Z DZIAŁALNOŚCIĄ SPÓŁKI I GRUPY GWARANTA**

#### ***Odroczone terminy zwrotu środków finansowych charakterystyczne dla działalności deweloperskiej związane z projektów nieruchomościowych***

Emitent oraz Grupa Gwaranta prowadzi działalność deweloperską oraz inwestycyjną. Główną cechą tej działalności jest konieczność zaangażowania znacznych środków o odroczonym terminie zwrotu. Okres prowadzenia projektu od momentu rozpoczęcia do chwili uzyskania środków z jego sprzedaży lub rozpoczęcia generowania przychodów z tytułu najmu powierzchni jest wydłużony, a w tym czasie projekty te nie generują żadnych przychodów. Długotrwałe opóźnienie w sprzedaży lub brak popytu na najem może, w szczególności przy niekorzystnej sytuacji makroekonomicznej, skutkować nieodzyskaniem części lub całości zainwestowanych środków. W związku z tym moment uzyskania przychodów może być znacznie oddalony w stosunku do poniesionych nakładów na realizację danego projektu.

Ponadto długi okres realizacji projektu powoduje, że szacunki kosztów inwestycji, a także prognozy przyszłych przychodów z projektu są obarczone większym ryzykiem błędu. Koszty takich projektów mogą ulegać zmianie wskutek wielu czynników, do których należą między innymi: (i) zmiany zakresu projektu oraz zmiany w projekcie architektonicznym, (ii) wzrost cen materiałów budowlanych, (iii) niedobór wysoko wykwalifikowanych pracowników lub wzrost kosztów ich zatrudnienia, oraz (iv) niewykonanie prac przez wykonawców w uzgodnionych terminach i w uzgodnionym standardzie. Każda zmiana wielkości, wyceny lub innych właściwości projektów, opóźnienie w technicznej realizacji projektów, przekroczenie kosztów założonych w budżecie spowodowane niekorzystnymi warunkami pogodowymi, niedobór materiałów lub sprzętu budowlanego lub inne nieprzewidziane trudności techniczne mogą spowodować wzrost kosztów lub utratę przychodów z projektów, zablokowanie środków zainwestowanych w kupno gruntu, a nawet brak możliwości zakończenia danego projektu.

Długi okres realizacji inwestycji może stanowić istotne zagrożenie dla płynności finansowej Emitenta. Każda z powyższych okoliczności może mieć negatywny wpływ na działalność lub wyniki finansowe Emitenta, Gwarantów lub Grupy Gwaranta 1 oraz na zdolność Emitenta do wykonywania zobowiązań z Obligacji lub zdolność Gwarantów do wykonywania zobowiązań z Poręczenia.

#### ***Nieosiągnięcie oczekiwanych wpływów ze sprzedaży nieruchomości lub błędna wycena nieruchomości***

Strategia Emitenta i Grupy Gwaranta zakłada między innymi generowanie przychodów ze sprzedaży zrealizowanych i przeznaczonych do sprzedaży nieruchomości. Nieruchomości są aktywami o relatywnie niskim poziomie płynności w porównaniu z innymi składnikami majątku, a ich sprzedaż to zazwyczaj złożony i długotrwały proces. Pomiędzy rozpoczęciem procesu sprzedaży a terminem, w którym taka sprzedaż zostanie dokonana mogą pogorszyć się warunki rynkowe, wystąpić nadpodaż powierzchni nieruchomości biurowych lub brak zainteresowania ze strony inwestorów nabywających nieruchomości. Ponadto, nieruchomości podlegają wycenie zarówno na etapie zakupu, jak i sprzedaży. Pomimo, iż wyceny są wykonywane z zachowaniem odpowiednich standardów, są one oparte na założeniach, prognozach i szacunkach, które mogą okazać się błędne lub ulec zmianie.

Prognozy stanowiące podstawę przeprowadzonych wyceny nieruchomości Emitenta i nieruchomości znajdujących się w portfelu Grupy Gwaranta mogą okazać się nieprawidłowe z powodu m.in. ograniczonej ilości oraz jakości publicznie dostępnych danych. Jeżeli prognozy i założenia do nich okażą się nieprawidłowe, faktyczna wartość nieruchomości w portfelu Grupy Gwaranta może różnić się od wartości rozpoznanej w sprawozdaniu finansowym. Co więcej, Grupa Gwaranta, zgodnie z zasadami rachunkowości, corocznie dokonuje niezależnej aktualizacji wyceny nieruchomości, a wszelki wzrost lub obniżenie wartości nieruchomości rozpoznawane są jako zysk lub strata z aktualizacji wyceny w skonsolidowanym rachunku wyników Grupy Gwaranta za okres, w którym występuje aktualizacja.

W konsekwencji, Emitent i Gwarant nie mogą zagwarantować, iż będą w stanie sprzedać nieruchomości przeznaczone do sprzedaży lub że uzyskają przychody ze sprzedaży w wysokości odpowiadającej wycenom dla poszczególnych nieruchomości. Nie ma również pewności, że wyceny obecnych i przyszłych nieruchomości Grupy Gwaranta będą odzwierciedlały faktyczne ceny ich sprzedaży (nawet jeżeli sprzedaż nastąpi wkrótce po dacie danej wyceny) ani że zostanie osiągnięty szacowany zysk i zrealizowany zostanie zakładany roczny przychód z wynajmu nieruchomości. W wyniku powyższego podmioty z Grupy Gwaranta mogą wykazywać znaczące zyski i straty w poszczególnych okresach w zależności od zmian sytuacji rynkowej, wartości godziwej wynikającej z wyceny danej nieruchomości, bez względu na to, czy nieruchomości takie zostaną sprzedane, czy nie. Każda z tych okoliczności może mieć negatywny wpływ na sytuację finansową Emitenta, Gwarantów lub Grupy Gwaranta oraz na zdolność Emitenta do wykonywania zobowiązań z Obligacji lub zdolność Gwarantów do wykonywania zobowiązań z Poręczenia.

#### ***Brak nowych najemców oraz niewypłacalność najemców***

Spółki z Grupy Gwaranta w przeszłości realizowały duże projekty biurowe, wieżowe o znaczącej powierzchni, bazując na konieczności pozyskania minimalnego, wymaganego przez podmioty finansujące, poziomu najmu w celu rozpoczęcia realizacji danego projektu nieruchomościowego. Brak nowych najemców ma bezpośredni wpływ na Spółki Projektowe i sytuację Grupy Gwaranta co wpływa na zdolność Emitenta do regulowania zobowiązań z tytułu Obligacji. Emitent realizuje samodzielnie projekt nieruchomościowy. Niektóre większe projekty wymagają osiągnięcia pewnego (wewnętrznie zdefiniowanego w zależności od projektu) poziomu wstępnej sprzedaży lub wstępnego wynajmu przed rozpoczęciem procesu budowlanego. Wymagany poziom jest zależny od różnych parametrów zazwyczaj wynikających z (dużej) skali projektu, zmieniającej się sytuacji rynkowej lub rodzaju przedsięwzięcia. Choć najemcami są w większości uznane podmioty międzynarodowe, a płatność należności z tytułu umów najmu jest zabezpieczana (np. poprzez depozyty (kaucje) lub gwarancje bankowe) nie można wykluczyć, że niektórzy najemcy staną się niewypłacalni lub z innych powodów zaprzestaną regulowania należności z tytułu najmu. Pomimo osiągnięcia wstępnego poziomu wynajmu nie można wykluczyć, że z uwagi na potencjalną lukę popytu ze strony nowych najemców jego poziom po zakończeniu budowy będzie niewystarczający dla osiągnięcia satysfakcjonującego poziomu, przy którym projekt może być sprzedany.

Pozyskiwanie najemców jest w silny sposób skorelowane z sytuacją gospodarczą i sytuacją na rynku nieruchomości. Zwiększony poziom pustostanów na rynku, wysoka konkurencja i zaostrzone warunki finansowania przez banki mogą wpłynąć na skłonność niektórych deweloperów do obniżania stawek czynszu w swoich projektach dla

wypełnienia postanowień umownych. Spadek czynszów najmu może negatywnie wpłynąć na możliwość sprzedaży lub wynajmu nieruchomości i przychodowość projektu realizowanego przez Emitenta.

Wartość projektu nieruchomościowego przeznaczanego do wynajmu, jak również cena ich sprzedaży zależy od poziomu wynajmu danego projektu, okresu obowiązywania umów najmu, jak również od zdolności finansowej najemców.

Jeżeli dla realizowanego projektu Emitent nie będzie w stanie pozyskać odpowiednich najemców, posiadających dobrą kondycję finansową i zamierzających zawrzeć długoterminowe umowy najmu może mieć to istotny niekorzystny wpływ na wartość rynkową nieruchomości.

Nieuzyskanie przez Emitenta wymaganego poziomu wynajmu zrealizowanej inwestycji skutkuje możliwością jej zbycia i może wpłynąć na działalność i wyniki finansowe Emitenta, Gwarantów, podmiotów Grupy Gwaranta, a co za tym idzie na ich możliwość spłaty zobowiązań na rzecz Emitenta i w efekcie na możliwość regulowania zobowiązań z tytułu Obligacji i poręczenia udzielonego przez Gwarantów.

#### ***Utrata płynności finansowej przez wykonawców i podwykonawców robót budowlanych realizujących projekty dla Emitenta***

Emitent oraz podmioty z Grupy Gwaranta zawierały i w przyszłości będą zawierać umowy z wykonawcami robót budowlanych na realizację projektów budowlanych, którzy z kolei zawierają umowy z podwykonawcami. Powodzenie realizacji budowy projektów zależy od zdolności Grupy Gwaranta do zatrudnienia generalnych wykonawców lub wykonawców, którzy realizują projekty zgodnie z przyjętymi standardami jakości i bezpieczeństwa, na komercyjnie uzasadnionych warunkach, w uzgodnionych terminach oraz w ramach zatwierdzonego budżetu. W przeszłości doszło do utraty płynności finansowej przez wykonawców i podwykonawców, realizujących powyżej 10% wartości prac budowlanych danego projektu, przy czym nie skutkowało to przekroczeniem budżetów projektów realizowanych przez podmioty Grupy Gwaranta. Ryzyko przekroczenia budżetu zatwierdzonego dla danego projektu nieruchomościowego ma szczególne znaczenie w przypadku charakterystycznych dla działalności Grupy Gwaranta dużych (wieżowych) projektów o znaczącej powierzchni najmu, które wymagają wysokich nakładów inwestycyjnych i wiążą się z wyższym ryzykiem powodzenia projektu.

W przyszłości wykonawcy lub podwykonawcy mogą utracić płynność finansową, co może wpłynąć na jakość i terminowość realizacji zleconych prac. W przypadku projektu Emitenta i projektów Grupy Gwaranta, w przypadku dużych (wieżowych) projektów każde istotne odchylenie od prognozowanego kosztu lub konieczność poniesienia dodatkowych nakładów w wyniku utraty płynności finansowej przez wykonawców i podwykonawców może negatywnie wpłynąć na zwrot z inwestycji, a co za tym idzie możliwość regulowania przez Emitenta zobowiązań z tytułu Obligacji. Utrata płynności finansowej może doprowadzić także do całkowitego zaprzestania prac przez wykonawcę lub podwykonawcę robót budowlanych i spowodować konieczność jego zastąpienia i poniesienia dodatkowych kosztów. Całkowity brak możliwości zatrudnienia generalnych wykonawców może spowodować opóźnienia realizacji projektu lub jego zaniechanie. Z powodu niedotrzymania przez wykonawców przyjętych standardów jakości i bezpieczeństwa lub nieukończenia budowy w terminie lub w ramach uzgodnionego budżetu

mogą wzrosnąć koszty realizacji przedsięwzięcia, wystąpić opóźnienia w jego realizacji, a także pojawić się roszczenia wobec Grupy Gwaranta.

Wybór podwykonawców ma bezpośredni wpływ na Emitenta i sytuację pozostałych Spółek Projektowych Grupy Gwaranta co wpływa na zdolność Emitenta do regulowania zobowiązań z tytułu Obligacji. W przypadku istotnej koncentracji prac wykonywanych przez jednego lub niewielką grupę podwykonawców nagła utrata płynności, likwidacja bądź bankructwo tych podwykonawców może doprowadzić do istotnego wzrostu kosztów budowy, który przekroczyłby poziom zakładanych przez Emitenta rezerw na potencjalne zwiększenie kosztów (koszty nieprzewidziane) stanowiące do 10% kwoty budżetowanego kosztu generalnego wykonawcy, opóźnienia wynikającego ze zmiany wykonawcy lub podwykonawcy, które to mogą wpłynąć negatywnie na rentowność projektu budowlanego realizowanego przez Emitenta, a w konsekwencji na ograniczenie lub brak spłaty zobowiązań przez Emitenta.

### ***Nieosiągnięcie celów strategicznych lub ich niewłaściwa realizacja***

Cele strategiczne Gwaranta i Grupy Gwaranta są zbieżne z celami strategicznymi Emitenta. Strategia Emitenta i Grupy Gwaranta jest skoncentrowana na zarządzaniu i budowaniu rentownych, wysokiej jakości, przyjaznych środowisku nieruchomości biurowych (komercyjnych) w atrakcyjnych lokalizacjach.

Grupa Gwaranta systematycznie rozwija swoją działalność jako jeden z kluczowych deweloperów na rynku nieruchomości komercyjnych w Polsce. Charakterystycznym elementem strategii Grupy Gwaranta jest inwestowanie w sektorze wysokiej klasy budynków biurowych i biurowo-usługowych (komercyjnych) i mieszkaniowych. Emitent i Gwarant nie mogą zapewnić, że ich cele strategiczne zostaną osiągnięte. Rynek, na którym działa Grupa Gwaranta podlega ciągłym zmianom, których kierunek i natężenie zależne są od wielu czynników.

Z drugiej strony, realizowanie strategii ekspansji w niekorzystnych warunkach rynkowych może prowadzić do błędnych decyzji inwestycyjnych. Niewłaściwa ocena sytuacji i płynące z niej nietrafne decyzje czy też brak zdolności adaptacji do dynamicznie zmieniających się warunków rynkowych, mogą mieć negatywny wpływ na działalność i wyniki finansowe Emitenta, Gwaranta lub Grupy Gwaranta, w wyniku czego cele strategiczne nie zostaną osiągnięte.

### ***Realizacja dużych projektów deweloperskich w centrach miast przez Emitenta i Spółki Projektowe Grupy Gwaranta może rodzić sprzeciw lub protesty społeczne i żądania okolicznych mieszkańców***

Projekt Emitenta, jak i duża część projektów deweloperskich podmiotów z Grupy Gwaranta jest realizowana na nieruchomościach położonych w ścisłych centrach miejskich, sąsiadujących z gęstą, w tym zabytkową zabudową mieszkaniową, wielorodzinną.

Ze względu na wielkość niektórych projektów realizowanych przez podmioty Grupy Gwaranta realizacja dużych kubaturowo czy powierzchniowo projektów deweloperskich na tych nieruchomościach może rodzić sprzeciw bądź protesty mieszkańców czy użytkowników okolicznych budynków. Protesty te mogą z kolei wpłynąć negatywnie na

bieg postępowań administracyjnych dotyczących projektów bądź też spowodować wzmożoną kontrolę realizacji projektu przez organy administracji powołane do nadzoru budowlanego i ochrony zabytków. Ponadto nie można wykluczyć, że przeciwko Emitentowi i podmiotom z Grupy Gwaranta podnoszone będą roszczenia i żądania mające swe podstawy w przepisach prawa budowlanego, prawa o gospodarowaniu nieruchomościami czy tzw. prawa sąsiedzkiego.

W przypadku uzasadnionych roszczeń i żądań Emitent i Spółki Projektowe mogą być zmuszone do ich zaspokojenia. W każdym zaś z przypadków protesty bądź podnoszone roszczenia mogą powodować opóźnienia lub inne utrudnienia w realizacji projektu deweloperskiego.

### ***Ryzyko związane z Rozporządzeniem o Stawkach Referencyjnych i sposobem obliczania Stopy Bazowej***

W dniu 1 stycznia 2018 r. weszło w życie Rozporządzenie o Stawkach Referencyjnych, które ustanawia nowe zasady dla opracowywania, udostępniania oraz stosowania wskaźników referencyjnych na terenie Unii Europejskiej. Zgodnie z Rozporządzeniem o Stawkach Referencyjnych, wskaźnikiem referencyjnym jest, między innymi, dowolny indeks stanowiący odniesienie do określenia kwoty przypadającej do zapłaty z tytułu instrumentu finansowego. Stopą bazową stanowiącą podstawę do wyznaczenia oprocentowania zmiennego Obligacji będzie wskaźnik referencyjny WIBOR (Warsaw Interbank Offer Rate), który jest ustalany przez GPW Benchmark S.A.

Rozporządzenie o Stawkach Referencyjnych nakłada na osoby zamierzające działać jako administratorzy wskaźników referencyjnych obowiązek uzyskania odpowiedniego zezwolenia lub rejestracji. W dniu 16 grudnia 2020 r., KNF jednogłośnie zezwoliła na prowadzenie przez GPW Benchmark SA działalności jako administrator wskaźników referencyjnych stóp procentowych, w tym kluczowych wskaźników referencyjnych, do których należy WIBOR (wpisany do wykazu kluczowych wskaźników referencyjnych, o którym mowa w art. 20 ust. 1 Rozporządzenia o Stawkach Referencyjnych). Oznacza to, że proces opracowywania tego rodzaju wskaźników referencyjnych przez GPW Benchmark SA będzie podlegał publicznemu nadzorowi, którego elementem jest też cykliczna ocena zdolności kluczowego wskaźnika referencyjnego do pomiaru danego rynku lub realiów gospodarczych.

Rozporządzenie o Stawkach Referencyjnych może mieć istotny wpływ na instrumenty finansowe o zmiennej stopie procentowej, dla których stopa procentowa jest ustalana poprzez odniesienie do wskaźników referencyjnych takich jak WIBOR, w szczególności, jeśli metodologia obliczania tego wskaźnika lub inne zasady dotyczące opracowywania takiego wskaźnika referencyjnego ulegną zmianie albo stawka WIBOR przestanie być publikowana. Zmiany te mogą wpłynąć na obniżenie lub wzrost poziomu wskaźnika referencyjnego, który stanowi podstawę do ustalenia Stopy Bazowej Obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Obniżenie Stopy Bazowej Obligacji, może w konsekwencji wpłynąć na obniżenie rentowności Obligacji.

### ***Niespełnienie wymogów prawnych oraz negatywne decyzje organów administracji publicznej odnośnie pozwoleń na prowadzenie i zakończenie prac budowlanych***

Realizacja projektów deweloperskich wiąże się z koniecznością spełnienia wielu wymagań określonych w przepisach prawa. W szczególności Emitent i Spółki Projektowe muszą uzyskiwać liczne pozwolenia, zezwolenia i zgody (w tym decyzje o warunkach zabudowy i pozwolenia na budowę) wydawane przez organy administracyjne. Posiadanie tych dokumentów stanowi formalnoprawny warunek rozpoczęcia, prowadzenia oraz oddania do użytkowania inwestycji budowlanej.

Jakiegokolwiek błędy, czy wewnętrzne sprzeczności w tych dokumentach lub też opinia, że realizacja inwestycji jest prowadzona w sposób niezgodny z warunkami w nich określonymi mogą potencjalnie doprowadzić do wstrzymania procesu inwestycyjnego aż do czasu usunięcia stwierdzonych wad i nieprawidłowości. Organy administracji budowlanej mogą również odmówić wydania takich pozwoleń, zezwoleń lub zgód wymaganych w związku z projektami bądź ich wydanie może ulec opóźnieniu. Ponadto wydane decyzje administracyjne (w tym pozwolenia na budowę) mogą być wydane z naruszeniem prawa lub obciążone innymi wadami.

Powyższe może doprowadzić do wzruszenia tych decyzji na późniejszym etapie realizacji projektu budowlanego. Nieuzyskanie lub opóźnienia w uzyskaniu wymaganych pozwoleń, zezwoleń i zgód, a także podważenie wydanych decyzji administracyjnych może spowodować wstrzymanie procesu inwestycyjnego. Przekłada się to bezpośrednio na pogorszenie rentowności inwestycji i wyniki finansowe Emitenta Gwaranta oraz Grupy Gwaranta.

### ***Ryzyko związane z konfliktem zbrojnym na terytorium Ukrainy***

W związku z konfliktem zbrojnym, który wybuchł w skutek ataku Federacji Rosyjskiej na Ukrainę, Zarząd Emitenta na dzień sporządzenia niniejszego dokumentu nie zidentyfikował istotnych zagrożeń odnośnie kontynuowania działalności.

W ocenie Zarządu Emitenta konflikt zbrojny w Ukrainie nie stanowi okoliczności, która mogłaby bezpośrednio skutkować istotnym pogorszeniem sytuacji finansowej Emitenta oraz negatywnie wpłynąć na założenie kontynuowania jej działalności gospodarczej w dającej się przewidzieć przyszłości. Zarząd Emitenta ściśle monitoruje i śledzi wpływ sytuacji polityczno-gospodarczej w Ukrainie na swoją działalność, w tym na przyszłą sytuację finansową oraz wyniki finansowe i będzie dokładać starań, aby ograniczyć wszelkie potencjalne negatywne skutki dla Emitenta, jego personelu i działalności także poprzez analizę pośrednich czynników wynikających z konfliktu takich jak wzrost kosztów energii i materiałów.

Ryzyko stanowią jednak trudne do przewidzenia konsekwencje gospodarcze, m.in. możliwy w większym zakresie niż oczekiwano wzrost cen surowców, w szczególności tych importowanych z Rosji, jak gaz ziemny i ropa naftowa, dostępność pracowników pochodzących z Ukrainy, zwiększenie cen czy negatywny wpływ na decyzje banków odnośnie finansowania, decyzje inwestorów nabywających projekty nieruchomościowe, jak również pogorszenie sytuacji makroekonomicznej w regionie na skutek eskalacji działań wojennych.

### **3.2. CZYNNIKI RYZYKA ZWIĄZANE Z SYTUACJĄ FINANSOWĄ EMITENTA I GRUPY GWARANTA**

#### ***Zwiększenie wartości łącznego zadłużenia Emitenta i podmiotów z Grupy Gwaranta z tytułu obligacji oraz kredytów***

Emitent może w przyszłości zaciągać kredyty, ustanawiać nowe programy emisji obligacji.

Na dzień 31 grudnia 2025 r. wartość nominalna zobowiązań Emitenta z tytułu wyemitowanych obligacji wyniosła 120.000.000,00 PLN (słownie: sto dwadzieścia milionów złotych 00/100), w tym 0,00 PLN (słownie: zero złotych) zobowiązań przeterminowanych. Emitent nie posiada zobowiązań z tytułu kredytów bankowych i udzielonych gwarancji.

#### ***Realizacja zobowiązań z tytułu Poręczenia przez Gwarantów zależna od przychodów uzyskiwanych przez Spółki na rzecz Gwaranta zobowiązań z tytułu pożyczek wewnątrzgrupowych***

Gwaranci są podmiotem holdingowym posiadającym (pośrednio lub bezpośrednio) akcje i udziały w Spółkach Projektowych. Poza udzielonymi pożyczkami, Gwaranci nie posiada innych aktywów niż akcje lub udziały w swoich Podmiotach Zależnych, w tym w Emitencie i innych Spółkach Projektowych, a ich możliwości generowania środków pieniężnych jest pochodną realizacji zysków i nadwyżek pieniężnych przez Spółki Projektowe lub sprzedaży swoich aktywów (patrz „Opis działalności Grupy Ghelamco – Działalność Grupy Gwaranta”). Pomimo posiadania aktywów przez Spółki Projektowe z uwagi na uwarunkowania rynkowe, ewentualne kryzysy na rynkach, jak również brak zainteresowania przez inwestorów nabyciem projektów Grupy, Gwaranci mogą nie być w stanie zebrać środków na wywiązanie się ze zobowiązań z tytułu Poręczenia. Gwaranci w ramach zarządzania płynnością, udzielił pożyczek do spółek w Grupie Ghelamco. Zatem zdolność Gwarantów do wykonywania swoich zobowiązań, w tym zobowiązań z tytułu Poręczenia Obligacji, zależy od uzyskiwania przychodów od spółek z Grupy Gwaranta, w tym Spółek Projektowych lub zwrotu należności z tytułu udzielonych Grupie Ghelamco pożyczek.

Dodatkowo zmniejszenie wartości aktywów Spółek Projektowych lub niewypłacalność Spółek Projektowych może mieć negatywny wpływ na możliwość wykonywania przez Gwarantów zobowiązań z tytułu Poręczenia.

#### ***Pogorszenie sytuacji makroekonomicznej***

Działalność Grupy Gwaranta uzależniona jest od koniunktury na rynku nieruchomości (w tym od popytu inwestycyjnego, planów rozwoju przedsiębiorstw oraz popytu na nieruchomości), która z kolei jest silnie powiązana z sytuacją na rynku finansowym, w tym z tendencjami na rynku stóp procentowych. Działalność w branży deweloperskiej, poziom przychodów z takiej działalności i realizacja zysków są w dużym stopniu powiązane z ogólną koniunkturą gospodarczą, zarówno krajową, jak i międzynarodową. W przypadku wystąpienia spowolnienia czy pogorszenia sytuacji makroekonomicznej: i) najemcy poszukują oszczędności, zmniejszenia kosztów stałych i inwestycji co bezpośrednio wpływa na chęć zmniejszenia powierzchni najmu, a co za tym idzie kosztów biura, ograniczenia lub nawet wstrzymania wydatków inwestycyjnych także w związku z ich umowami najmu, ii) nabywcy mieszkań i lokali ograniczają aktywność inwestycyjną.

Znaczna część zadłużenia Emitenta, Gwarantów i Spółek Projektowych jest oprocentowana według zmiennej stopy procentowej, opartej o poziom wskaźnika WIBOR. Istotny wzrost inflacji i stóp procentowych spowoduje, że znacznie zwiększy się nominalna wysokość odsetek płaconych od zadłużenia Emitenta, Gwaranta i Spółek Projektowych.

Rynek nieruchomości cechuje się również wysoką cyklicznością. W rezultacie, liczba projektów ukończonych przez Grupę Gwaranta była i może być różna w poszczególnych latach, w zależności od, między innymi, ogólnych czynników makroekonomicznych, zmian demograficznych dotyczących określonych obszarów miejskich, dostępności nieruchomości w atrakcyjnych lokalizacjach, długości i skomplikowania procesów administracyjnych, obecności na rynku potencjalnych nabywców i najemców projektów, dostępności finansowania oraz cen rynkowych istniejących i nowych projektów.

Negatywna sytuacja na rynkach finansowych może skutkować wprowadzeniem przez banki zaostrzonych procedur kredytowych, zwiększeniem wymaganego poziomu zabezpieczeń lub zaostrzeniem postanowień umownych, co może spowodować trudności w pozyskiwaniu finansowania przez Emitenta, Gwarantów lub inne podmioty z Grupy Gwaranta oraz trudności w pozyskiwaniu finansowania przez nabywców projektów inwestycyjnych Grupy Gwaranta.

Spowolnienie na rynku nieruchomości, wzrost inflacji i stóp procentowych, negatywna sytuacja na rynkach finansowych może istotnie wpłynąć na wielkość i termin realizacji przychodów Emitenta i Spółek Projektowych oraz na poziom kosztów realizacji projektów i kosztów finansowych co w efekcie może mieć istotny negatywny wpływ na działalność oraz wyniki finansowe Emitenta, Gwarantów lub Spółek Projektowych, a w konsekwencji na zdolność Emitenta do wykonywania zobowiązań z Obligacji lub zdolność Gwarantów do wykonywania zobowiązań z Poręczenia.

***Ryzyko związane z opóźnieniem realizacji projektów nieruchomościowych Emitenta i Grupy Gwaranta w tym w szczególności w zakresie odpowiedniej infrastruktury budowlanej***

Realizacja projektów budowlanych wymaga zapewnienia infrastruktury, takiej jak drogi wewnętrzne, drogi miejskie czy przyłącza mediów. Możliwość ich budowy zależy od decyzji właściwych organów administracyjnych lub ustanowienia służebności na działkach w posiadaniu osób trzecich. W dużych skupiskach inwestycji, ścisłych centrach miast czy budownictwie biurowym, charakteryzującym projekty nieruchomościowe Grupy Gwaranta, istnieje ryzyko, iż ze względu na opóźnienia w przygotowaniu dostępu do infrastruktury nastąpi opóźnienie w rozpoczęciu budowy i terminu oddania danego projektu budowlanego do użytkowania, co może mieć wpływ na zamrożenie zainwestowanego kapitału.

Ponadto, właściwe organy administracji mogą zażądać wykonania odpowiedniej infrastruktury w ramach prac związanych z projektem budowlanym, bądź też wykonania infrastruktury, która nie jest niezbędna z punktu widzenia projektu budowlanego, ale jej wykonanie może być oczekiwane jako wkład inwestora w rozwój społeczności lokalnej. Ponadto, w przypadku braku zgody stron trzecich na ustanowienie służebności może zaistnieć konieczność wystąpienia na drogę sądową. Opisane przypadki mogą mieć znaczący negatywny wpływ na czas realizacji, koszty projektu, a w konsekwencji na działalność i sytuację finansową Emitenta, Gwarantów lub Grupy Gwaranta.

Na skutek opóźnień w realizacji projektów Grupa Gwaranta może nie uzyskiwać w terminie oczekiwanych przychodów z tych projektów, a także może być narażona na zapłatę kar umownych lub innych roszczeń ze strony nabywców lub najemców projektów.

#### ***Brak możliwości odzyskania należności grupowych***

Grupa Gwaranta na dzień 31 grudnia 2025 r. posiadała należności netto w kwocie EUR 531 mln od podmiotów powiązanych nie konsolidowanych z Granbero Holdings Limited (Gwarantem). Saldo należności netto wynika z salda netto pożyczek, należności handlowych i narosłych odsetek. W przypadku braku spłaty tych należności od podmiotów powiązanych skorygowana suma bilansowa wyniosłaby 678,8 mln EUR, skorygowane kapitały własne stanowiły kwotę 86,2 mln EUR, a wskaźnik wypłacalności spadłby do 12,7%.

Mając na uwadze, że terminy realizacji projektów nie są skorelowane z datami zapadalności obligacji w szczególnych przypadkach istniejące zobowiązania z tytułu wyemitowanych przez Emitenta obligacji mogłyby zostać spłacone poprzez realizację należności grupowych.

Brak spłaty tych należności przy jednoczesnym braku możliwości sprzedaży projektów, pozyskaniu finansowania dłużnego w postaci kredytów bankowych, pożyczek wewnątrzgrupowych lub nowych emisji obligacji oraz trudności w pozyskaniu dodatkowego finansowania mogą mieć negatywny wpływ na działalność i sytuację finansową Emitenta i zdolność Emitenta do wykonywania zobowiązań z Obligacji.

#### ***Ryzyko wynikające z inflacji, wzrostu cen materiałów i wzrostu stóp procentowych***

Znaczna część zadłużenia Emitenta, Gwaranta i Spółek Projektowych jest oprocentowana według zmiennej stopy procentowej, opartej o poziom wskaźnika WIBOR. Istotny wzrost inflacji i stóp procentowych powoduje znaczne zwiększenie nominalnej wysokości odsetek płaconych od zadłużenia Emitenta, Gwaranta i Spółek Projektowych.

Wzrost stóp procentowych negatywnie wpływa na zdolność kredytową nabywców lokali mieszkaniowych, jak również na poziom kosztów finansowych.

Wzrost kosztów budowy wynikający ze wzrostu m.in. kosztów energii może istotnie wpłynąć na zyskowność projektów.

Wzrost kosztów, wzrost inflacji oraz stóp procentowych może istotnie wpłynąć na wielkość i termin realizacji przychodów Spółek Projektowych oraz na poziom kosztów realizacji projektów i kosztów finansowych, co w efekcie może mieć istotny negatywny wpływ na działalność oraz wyniki finansowe Emitenta, Gwarantów lub Spółek Projektowych, a w konsekwencji na zdolność Emitenta do wykonywania zobowiązań z Obligacji lub zdolność Gwarantów do wykonywania zobowiązań z Poręczenia.

#### ***Ryzyko związane ze wzrostem cen energii***

Splot wydarzeń ostatnich lat, tj. pandemii COVID-19, wojny na Ukrainie oraz postępującego kryzysu klimatycznego doprowadził do zachwiania stabilności cen energii na rynku. W okresie od września 2021 r. do września 2022 r., cena nośników energii wzrosła o 44,2% (źródło: GUS, Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych we

wrześniu 2022 r.). Rok 2023 był również niestabilny szczególnie w pierwszym półroczu. Ceny od połowy 2023 roku ulegały powolnej stabilizacji również w 2024. Co istotne ustabilizowanie cen nie wyklucza możliwości występowania problemów związanych z ograniczeniem dostępności energii elektrycznej spowodowanym sankcjami, wstrzymaniem dostaw energii ze względu na niestabilną sytuację relacji Unii Europejskiej z Rosją oraz Chinami. Ograniczenia dostępu do surowców połączone z ewentualną długotrwałą i mroźną zimą mogą przyczynić się do ograniczenia dostępności do energii a co za tym idzie istotnego wzrostu cen mediów.

Gwałtowny wzrost cen energii elektrycznej może również przyczynić się do zwiększenia kosztów związanych z realizacją projektów budowlanych, w tym projektów realizowanych lub planowanych przez Emitenta i Grupę Gwaranta, co może mieć negatywny wpływ na działalność i sytuację finansową Grupy Gwaranta.

W ramach próby ograniczenia wpływu warunków zewnętrznych na cenę energii dostarczanej do obiektów Grupy Gwaranta a także mając na celu ideę dekarbonizacji obiektów oraz działalności Grupy, Grupa Gwaranta podjęła działania w celu budowy farm fotowoltaicznych produkujących energię elektryczną dla dedykowanych projektów nieruchomościowych realizowanych przez Grupę Gwaranta. Jednocześnie farm fotowoltaicznych zbudowanych przez Grupę Gwaranta produkuje energię elektryczną dla obiektów z Grupy. Ani Emitent, ani Grupa Gwaranta nie działają na rynku energetycznym, jednak niestabilność sytuacji energetycznej wpływa na sytuację makroekonomiczną w Polsce i zachowania konsumentów, a w efekcie na rynek nieruchomości, czyli obszar działalności Emitenta. Co jest warte podkreślenia działania te są spójne z polityką ESG organizacji i równolegle istotnie wpływają na obniżanie emisyjności organizacji oraz obiektów obsługiwanych z farm fotowoltaicznych należących do grupy istotnie poprawiając ślad węglowy produktów.

### **3.3. CZYNNIKI RYZYKA ZWIĄZANE Z PRZEPISAMI PRAWA I REGULACJAMI**

#### ***Niekorzystne zmiany w otoczeniu prawnym Emitenta, Gwaranta i Grupy Gwaranta***

Przepisy prawne w zakresie planowania i zagospodarowania przestrzennego, przepisów prawa budowlanego, podatkowe obrotu nieruchomościami i odpowiedzialności sprzedawcy oraz ograniczenia sposobu korzystania z gruntów jak i dotyczące raportowania specyficznych elementów działalności gospodarczej bywają często zmieniane, przy czym zmiany mogą pogorszyć warunki prowadzenia działalności deweloperskiej, na przykład nakładając dodatkowe obowiązki, których realizacja może wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Zmiany przepisów podatkowych mogą polegać na podwyższaniu stawek podatkowych, a także na wprowadzaniu nowych specyficznych instrumentów prawnych lub interpretacji dotyczących Emitenta, między innymi w zakresie możliwości uznania kosztów odsetek jako koszty podatkowe czy wpływających na rozszerzenie zakresu opodatkowania wprowadzającego nowe formy obciążeń podatkowych.

Wejście w życie nowej, istotnej dla obrotu gospodarczego regulacji (np. zmiana poziomu minimalnego wynagrodzenia czy usunięcie limitu do naliczania składek ZUS, zmiana obowiązujących standardów technicznych obowiązujących dla budynków czy też nałożenie dodatkowych obowiązków w trakcie procesu inwestycyjnego)

mogą spowodować bezpośrednie istotne zmiany dla prowadzonej działalności gospodarczej i znaczący wzrost kosztów realizacji inwestycji czy też zmianę kształtu umów z nabywcami lub najemcami lokali.

W przypadku nowych przepisów budzących wątpliwości interpretacyjne, ich wprowadzenie może stworzyć sytuację niepewności co do obowiązującego stanu prawnego i spowodować czasowe wstrzymanie wielu inwestycji w obawie przed niekorzystnymi skutkami wprowadzonych regulacji (straty finansowe bądź nawet konsekwencje karne działań podjętych na podstawie przepisów, które następnie sądy bądź organy administracji publicznej zinterpretowały w sposób niekorzystny dla przedsiębiorcy).

### ***Niejasne przepisy podatkowe***

Z dniem 1 stycznia 2019 r. weszły w życie przepisy Ordynacji podatkowej dotyczące raportowania tzw. schematów podatkowych (*Mandatory Disclosure Rules*). Nowe przepisy implementują w Polsce dyrektywę UE w sposób znacznie rozszerzony w stosunku do ich proponowanego zakresu. Ze względu na szeroki charakter przepisów dotyczących schematów podatkowych, obowiązek raportowania może dotyczyć każdej transakcji lub nawet uzgodnienia biznesowego, które zawiera w sobie jakiegokolwiek elementy podatkowe. Emitent może nieprawidłowo zidentyfikować obszary działalności, które są najbardziej narażone na możliwość występowania schematów podatkowych lub niewłaściwie wdrożyć procedury wewnętrzne w tym zakresie. Brak zgłoszenia lub inna niezgodność z regulacjami w zakresie raportowania schematów podatkowych może wiązać się z indywidualną odpowiedzialnością karno-skarbową, w tym grzywną w wysokości nawet do 720 stawek dziennych (tj. ponad 20 milionów złotych), zakazem prowadzenia działalności gospodarczej oraz w przypadku braku procedury wewnętrznej – karą pieniężną do 10 milionów złotych.

Ponadto, należy zauważyć, że z dniem 15 lipca 2016 r. do Ordynacji Podatkowej zostały wprowadzone zmiany w celu uwzględnienia postanowień ogólnej klauzuli przeciwko unikaniu opodatkowania („GAAR”), która ma zastosowanie do korzyści podatkowych uzyskanych po dniu wejścia klauzuli w życie.

Zgodnie z GAAR, czynność nie skutkuje osiągnięciem korzyści podatkowej, jeżeli osiągnięcie tej korzyści, sprzecznej w danych okolicznościach z przedmiotem lub celem ustawy podatkowej lub jej przepisu, było głównym lub jednym z głównych celów jej dokonania, a sposób działania był sztuczny (unikanie opodatkowania). W takiej sytuacji skutki podatkowe czynności określa się na podstawie takiego stanu rzeczy, jaki mógłby zaistnieć, gdyby dokonano czynności odpowiedniej.

Za odpowiednią uznaje się czynność, której podmiot mógłby w danych okolicznościach dokonać, jeżeli działałby rozsądnie i kierował się zgodnymi z prawem celami innymi niż osiągnięcie korzyści podatkowej sprzecznej z przedmiotem lub celem ustawy podatkowej lub jej przepisu, a sposób działania nie byłby sztuczny. Czynność odpowiednia może polegać także na zaniechaniu działania.

Sposób działania nie jest sztuczny, jeżeli na podstawie istniejących okoliczności należy przyjąć, że podmiot działający rozsądnie i kierujący się zgodnymi z prawem celami zastosowałby ten sposób działania w dominującej mierze z uzasadnionych przyczyn ekonomicznych. Do przyczyn, o których mowa w zdaniu pierwszym, nie zalicza się celu osiągnięcia korzyści podatkowej sprzecznej z przedmiotem lub celem ustawy podatkowej lub jej przepisu.

Przy ocenie, czy osiągnięcie korzyści podatkowej było głównym lub jednym z głównych celów dokonania czynności, bierze się pod uwagę cele ekonomiczne czynności wskazane przez stronę.

Korzyścią podatkową jest:

- i) niepowstanie zobowiązania podatkowego, odsunięcie w czasie powstania zobowiązania podatkowego lub obniżenie jego wysokości,
- ii) powstanie lub zawyżenie straty podatkowej,
- iii) powstanie nadpłaty lub prawa do zwrotu podatku albo zawyżenie kwoty nadpłaty lub zwrotu podatku,
- iv) brak obowiązku pobrania podatku przez płatnika, jeżeli wynika on z okoliczności wskazanych w pkt

Brak przepisów wykonawczych dla nowo wprowadzonych zmian czy niespójna praktyka polskich organów skarbowych oraz orzecznictwa w zakresie przepisów prawa podatkowego jest powszechnym problemem. W konsekwencji istnieje ryzyko, że polskie organy skarbowe mogą wydać nieoczekiwane decyzje w postępowaniach podatkowych, w tym z zastosowaniem GAAR w stosunku do Emitenta, Gwarantów i Grupy Gwaranta.

#### ***Kwestionowanie podstawy zwrotu VAT przez organy podatkowe***

Emitentowi i Spółkom Projektowym przysługuje prawo do zwrotu znaczących kwot podatku VAT z tytułu nabyć aktywów. Nie można wykluczyć, że organy podatkowe spróbują zakwestionować zasadność zwrotów VAT i rozpoczną postępowania podatkowe lub kontrole podatkowe zmierzające do opóźnienia terminu zwrotu podatku, a nawet zaniechania jego zwrotu na rzecz Emitenta i Spółek Projektowych. Opóźnienie lub brak zwrotu podatku VAT może mieć wpływ na płynność, sytuację finansową Emitenta i Spółek Projektowych, a w konsekwencji na działalność i wyniki finansowe Emitenta, Gwarantów lub Grupy Gwaranta.

#### ***Ryzyko związane z Rozporządzeniem o Stawkach Referencyjnych i sposobem obliczania Stopy Bazowej Obligacji***

W dniu 1 stycznia 2018 r. weszło w życie Rozporządzenie o Stawkach Referencyjnych, które ustanawia nowe zasady dla opracowywania, udostępniania oraz stosowania wskaźników referencyjnych na terenie Unii Europejskiej. Zgodnie z Rozporządzeniem o Stawkach Referencyjnych, wskaźnikiem referencyjnym jest, między innymi, dowolny indeks stanowiący odniesienie do określenia kwoty przypadającej do zapłaty z tytułu instrumentu finansowego. Stopą bazową stanowiącą podstawę do wyznaczenia oprocentowania zmiennego Obligacji będzie wskaźnik referencyjny WIBOR (Warsaw Interbank Offer Rate), który jest ustalany przez GPW Benchmark S.A. (z zastrzeżeniem, że w przypadkach wskazanych w Warunkach Emisji, podstawą ustalenia zmiennego oprocentowania Obligacji będzie wskaźnik alternatywny skorygowany o korektę (jeśli będzie miała zastosowanie)).

Rozporządzenie o Stawkach Referencyjnych nakłada na osoby zamierzające działać jako administratorzy wskaźników referencyjnych obowiązek uzyskania odpowiedniego zezwolenia lub rejestracji. W dniu 16 grudnia 2020 r., KNF jednogłośnie zezwoliła na prowadzenie przez GPW Benchmark SA działalności jako administrator wskaźników referencyjnych stóp procentowych, w tym kluczowych wskaźników referencyjnych, do których należy WIBOR (wpisany do wykazu kluczowych wskaźników referencyjnych, o którym mowa w art. 20 ust. 1 Rozporządzenia o Stawkach Referencyjnych). Oznacza to, że proces opracowywania tego rodzaju wskaźników referencyjnych przez GPW Benchmark SA będzie podlegał publicznemu nadzorowi, którego elementem jest też cykliczna ocena zdolności kluczowego wskaźnika referencyjnego do pomiaru danego rynku lub realiów gospodarczych.

Rozporządzenie o Stawkach Referencyjnych może mieć istotny wpływ na instrumenty finansowe o zmiennej stopie procentowej, dla których stopa procentowa jest ustalana poprzez odniesienie do wskaźników referencyjnych takich jak WIBOR, w szczególności, jeśli metodologia obliczania tego wskaźnika lub inne zasady dotyczące opracowywania takiego wskaźnika referencyjnego ulegną zmianie albo stawka WIBOR przestanie być publikowana. Zmiany te mogą wpłynąć na obniżenie lub wzrost poziomu wskaźnika referencyjnego, który stanowi podstawę do ustalenia Stopy Bazowej Obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Obniżenie Stopy Bazowej Obligacji może w konsekwencji wpłynąć na obniżenie rentowności Obligacji.

W trzecim kwartale 2022 r. Komitet Sterujący Narodowej Grupy Roboczej ds. wskaźników wybrał indeks WIRON jako rekomendowany indeks zastępujący dotychczasowy wskaźnik referencyjny WIBOR. Zgodnie z zaakceptowaną przez Komitet mapą drogową intencją jest dokonanie zmiany do końca 2027 r., a instytucje finansowe mają dokonać konwersji istniejących umów i instrumentów stosujących WIBOR poprzez zastosowanie w klauzulach odsetkowych zamiennika i spreadu korygującego.

### **3.4. CZYNNIKI RYZYKA ZWIĄZANE Z OFERTĄ, WPROWADZENIEM OBLIGACJI DO ALTERNATYWNEGO SYSTEMU OBROTU GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH (ASO GPW) ORAZ OBLIGACJAMI**

#### ***Obligatariusz może nie odzyskać całości lub części środków zainwestowanych w Obligacje***

Świadczenia z Obligacji polegają na wykupie Obligacji poprzez zapłatę Wartości Nominalnej Obligacji oraz na zapłacie Odsetek. Świadczenia te nie będą wykonane, albo ich wykonanie może ulec opóźnieniu, jeżeli na skutek pogorszenia sytuacji finansowej Emitent nie będzie dysponować odpowiednimi środkami pieniężnymi w terminie wymagalności. Odsetki mogą także nie zostać wypłacone na skutek zajęcia środków pieniężnych Emitenta w egzekucji prowadzonej przeciwko Emitentowi lub problemów technicznych. Dodatkowo Warunki Emisji Obligacji zawierają szereg klauzul, których naruszenie daje prawo Obligatariuszowi (po spełnieniu określonych działań i wypełnieniu odpowiedniej procedury) do żądania wcześniejszego wykupu Obligacji przez Emitenta. W szczególności istnieje ryzyko, że w przypadku zażądania wcześniejszego wykupu Obligacji, Emitent nie będzie posiadał wystarczających środków na realizację takiego żądania wcześniejszego wykupu Obligacji. Jeżeli Emitent nie dokona wykupu Obligacji, Obligatariusz może nie odzyskać całości lub części środków zainwestowanych w Obligacje.

Ponadto Emitent może stać się niewypłacalny, jeżeli utraci zdolność do wykonywania swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych, w tym wykonywania w terminie zobowiązań z Obligacji, albo gdy jego zobowiązania pieniężne, w tym zobowiązania z Obligacji, będą przekraczać wartość jego majątku. W takich przypadkach może zostać ogłoszona upadłość Emitenta. W przypadku ogłoszenia upadłości Emitenta jego wierzyciele będą zaspokajani w kolejności wskazanej w przepisach Prawa Upadłościowego. Zgodnie z tymi przepisami Obligatariusze zaspokajani będą po zaspokojeniu m.in. kosztów postępowania upadłościowego, należności pracowników powstałych przed ogłoszeniem upadłości, składek na ubezpieczenie społeczne za trzy ostatnie lata przed ogłoszeniem upadłości. Pomimo niewypłacalności Emitenta, wniosek o ogłoszenie upadłości może zostać oddalony lub postępowanie upadłościowe może zostać umorzone z braku majątku Emitenta na zaspokojenie kosztów

postępowania. W razie niewypłacalności lub zagrożenia niewypłacalnością Emitenta jego zobowiązania, w tym zobowiązania z Obligacji, mogą również podlegać restrukturyzacji na mocy przepisów Prawa Restrukturyzacyjnego. Restrukturyzacja może polegać na odroczeniu terminu spłaty zobowiązań z Obligacji, rozłożeniu spłaty na raty, zmniejszeniu wysokości zobowiązań lub ich konwersji na udziały w Emitencie. W ramach restrukturyzacji może również dojść do zmiany, zamiany lub uchylecia Poręczenia jako prawa zabezpieczającego wierzytelności z Obligacji. Ponadto, w razie wszczęcia postępowania upadłościowego lub postępowania restrukturyzacyjnego może nie być możliwe prowadzenie egzekucji wobec Emitenta w celu zaspokojenia wierzytelności z Obligacji.

W przypadku upadłości, restrukturyzacji lub niewypłacalności Emitenta posiadacze Obligacji mogą nie odzyskać istotnej części zainwestowanych środków lub nie odzyskać ich wcale, a prowadzenie egzekucji wobec Emitenta może być utrudnione albo niemożliwe lub może nie doprowadzić do pełnego zaspokojenia wierzytelności posiadaczy Obligacji.

#### ***Trudności w dochodzeniu roszczeń wobec Gwaranta 1***

Gwarant 1 jest spółką prawa cypryjskiego, w związku z czym niewykluczona jest konieczność zastosowania prawa cypryjskiego oraz jurysdykcji sądów na Cyprze. W związku z powyższym, ewentualne dochodzenie od Gwaranta 1 roszczeń z tytułu Poręczenia, prowadzenie postępowania sądowego przeciwko Gwarantowi 1 lub prowadzenie przeciwko Gwarantowi 1 egzekucji może być utrudnione i wiązać się z dodatkowymi kosztami.

#### ***Zbycie Obligacji w dowolnym terminie i po satysfakcjonującej cenie może okazać się utrudnione lub niemożliwe***

Obrót obligacjami notowanymi w ASO GPW wiąże się z ryzykiem zmienności kursu. Kurs zależy od wyceny Obligacji, która może się wahać w wyniku zmian w sytuacji finansowej Emitenta lub Grupy Gwaranta, kształtowania się rynkowych stóp procentowych i innych warunków na rynku kapitałowym. Ponadto, kurs kształtuje się pod wpływem relacji podaży i popytu, która jest wypadkową wielu czynników i skutkiem trudno przewidywalnych reakcji Inwestorów. W przypadku znacznego wahan kursów, Obligatariusze mogą być narażeni na ryzyko niezrealizowania zaplanowanego zysku. Notowania Obligacji Emitenta mogą znacznie odbiegać od Ceny Emisyjnej Obligacji. Może to wynikać z polepszenia lub pogorszenia wyników działalności Emitenta, z polepszenia lub pogorszenia wyników działalności Grupy Gwaranta, operującego w sektorze nieruchomości budynków biurowych i biurowo-usługowych (komercyjnych), płynności na rynku obligacji, ogólnej koniunktury w ASO GPW, sytuacji na giełdach światowych oraz zmian czynników ekonomicznych i politycznych. Ponadto może się okazać, że płynność Obligacji będzie bardzo niska, co utrudni sprzedaż Obligacji po oczekiwanej przez Obligatariusza cenie. Nie można więc zapewnić, iż osoba, która nabędzie Obligacje będzie mogła je zbyć w dowolnym terminie i po satysfakcjonującej cenie.

#### ***Możliwość obniżenia rentowności Obligacji***

Oprocentowanie Obligacji poszczególnych serii w zależności od decyzji Emitenta będzie stałe lub zmienne oparte o odpowiednie stawki rynku pieniężnego WIBOR. Przy zmiennym oprocentowaniu Obligacji, w okresie od Dnia Emisji danej serii Obligacji do Dnia Ostatecznego Wykupu (zgodnie z definicją zawartą w Warunkach Emisji) mogą

nastąpić znaczące zmiany stopy bazowej Obligacji. Obniżenie Stopy Bazowej Obligacji, w szczególności związane z pogarszającymi się warunkami gospodarczymi, w szczególności dotyczącymi sektora nieruchomości budynków biurowych i biurowo-usługowych (komercyjnych), wpływającymi na działalność operacyjną Emitenta lub Grupy Gwaranta, może wpłynąć na obniżenie rentowności Obligacji.

#### ***Platności z tytułu Obligacji mogą podlegać opodatkowaniu***

Zgodnie z ogólnymi zasadami, odsetki wypłacane przez polskie podmioty osobom i jednostkom niebędącym polskimi rezydentami podatkowymi w rozumieniu polskich przepisów podatkowych podlegają zryczałtowanemu podatkowi dochodowemu w Polsce, z uwzględnieniem treści umów o unikaniu podwójnego opodatkowania zawartych przez Polskę z państwem rezydencji podatkowej Obligatariusza lub przepisów krajowych przewidujących w niektórych sytuacjach zwolnienie lub brak opodatkowania tym podatkiem. Jednocześnie jednak zryczałtowanemu podatkowi dochodowemu podlegają również odsetki wypłacane osobom fizycznym będącym polskimi rezydentami podatkowymi. Mając na uwadze, że warunki emisji Obligacji nie zawierają klauzuli „ubruttwienia” dotyczącej zryczałtowanego podatku dochodowego od płatności dokonywanych na rzecz wskazanych powyżej osób, istnieje ryzyko, że płatności takie dokonywane na rzecz Obligatariuszy będą podlegały opodatkowaniu.

#### ***Ryzyko skrócenia okresu inwestycji poprzez wcześniejszy wykup Obligacji na wniosek Emitenta***

Emitent, w Warunkach Ostatecznych Danej Serii, może przewidzieć możliwość wcześniejszego wykupu Obligacji danej serii na wniosek Emitenta. W takim wypadku Obligacje będą podlegać wykupowi przed Ostatecznym Terminem Wykupu wskazanym w Warunkach Ostatecznych Danej Serii, a Inwestor nie będzie mógł uzyskać przychodów z Odsetek w założonym przez siebie horyzoncie inwestycyjnym. Dodatkowo, opcja wcześniejszego wykupu Obligacji może obniżyć ich wartość rynkową. W okresie, w którym Emitentowi będzie przysługiwało prawo wcześniejszego wykupu Obligacji, wartość rynkowa Obligacji co do zasady nie powinna wzrosnąć znacząco ponad wartość, po której Emitent może dokonać ich wcześniejszego wykupu. Taka sytuacja może nastąpić również w okresie poprzedzającym okres, w którym Emitentowi będzie przysługiwało prawo wcześniejszego wykupu Obligacji. W takim okresie Inwestor może nie mieć możliwości zainwestowania środków uzyskanych z wcześniejszego wykupu Obligacji w sposób, który zapewniłby mu stopę zwrotu w takiej wysokości jak stopa zwrotu od Obligacji będących przedmiotem wcześniejszego wykupu. Można się spodziewać, że Emitent skorzysta z prawa do wcześniejszego wykupu Obligacji w sytuacji, gdy jego potencjalne koszty finansowania będą niższe niż oprocentowanie Obligacji. W takim okresie inwestorzy mogą nie mieć możliwości zainwestowania środków uzyskanych z wcześniejszego wykupu Obligacji w sposób, który zapewniłby im stopę zwrotu w takiej wysokości jak stopa zwrotu od Obligacji będących przedmiotem wcześniejszego wykupu.

### ***Zmiana Warunków Emisji Obligacji pomimo sprzeciwu lub nieobecności Obligatariusza na Zgromadzeniu Obligatariuszy***

Zgodnie z Warunkami Emisji Obligacji uprawnienia Obligatariuszy zależą od uchwał Zgromadzenia Obligatariuszy. Zwołanie Zgromadzenia Obligatariuszy wymaga podjęcia określonych czynności przez Obligatariuszy i Emitenta. Decyzje Zgromadzenia Obligatariuszy podejmowane są odpowiednią większością głosów posiadaczy Obligacji, w związku z czym Obligatariusze posiadający mniejszościowy pakiet Obligacji głosujący przeciw lub nieuczestniczący w Zgromadzeniu Obligatariuszy muszą się liczyć z faktem, iż Zgromadzenie Obligatariuszy podejmie decyzję niezgodnie z ich wolą. Zmiana postanowień kwalifikowanych Warunków Emisji Obligacji (tj. wysokości lub sposobu ustalania wysokości świadczeń wynikających z Obligacji, w tym warunków wypłaty oprocentowania, terminu, miejsca lub sposobu spełniania świadczeń wynikających z Obligacji, w tym dni, według których ustala się uprawnionych do tych świadczeń, zasad przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na świadczenie pieniężne, wysokości, formy lub warunków zabezpieczenia wierzytelności wynikających z Obligacji oraz zasad zwoływania, funkcjonowania lub podejmowania uchwał przez Zgromadzenie Obligatariuszy lub obniżenie wartości nominalnej Obligacji) wymaga zgody wszystkich Obligatariuszy obecnych na Zgromadzeniu Obligatariuszy. Inne uchwały zapadają bezwzględną większością głosów. Ponadto zgodnie z Ustawą o Obligacjach Zgromadzenie Obligatariuszy jest ważne, w przypadku gdy w Zgromadzeniu Obligatariuszy biorą udział Obligatariusze posiadający co najmniej 50% Skorygowanej Łącznej Wartości Nominalnej Obligacji. Zgromadzenie Obligatariuszy nie będzie więc mogło podejmować uchwał, jeżeli wezmą w nim udział Obligatariusze posiadający mniej niż 50% Skorygowanej Łącznej Wartości Nominalnej Obligacji. Powoduje to, że rola Zgromadzenia Obligatariuszy, jako ciała decyzyjnego, może być ograniczona. Uchwała Zgromadzenia Obligatariuszy może być zaskarżona w przypadkach i na warunkach przewidzianych w art. 70 i art. 71 Ustawy o Obligacjach, przez co stan prawny przez nią ustalony może ulec zmianie. Obligatariusz może wykonywać prawo głosu osobiście lub przez pełnomocnika, przy czym udzielanie i odwoływanie pełnomocnictwa wymaga formy pisemnej – brak jej zachowania będzie skutkowało nieważnością tak udzielonego pełnomocnictwa i czynności wykonanych na jego podstawie.

### ***Brak ratingu może wpływać na wycenę Obligacji na rynku wtórnym***

Emitent może ubiegać się o uzyskanie ratingu dla Obligacji. W przypadku uzyskania takiego ratingu zostanie on wskazany w Warunkach Emisji. Nie ma pewności, że Emitent uzyska rating dla Obligacji lub, jeżeli taki rating zostanie uzyskany, że nie zostanie on cofnięty lub zmieniony. Niewystąpienie o uzyskanie ratingu, brak możliwości uzyskania ratingu, jego cofnięcie lub zmiana może mieć wpływ na cenę Obligacji na rynku wtórnym.

### ***Ryzyko związane z Administratorem Zabezpieczeń***

Emitent ustanowił Administratora Zabezpieczeń. Administrator Zabezpieczeń wykonuje we własnym imieniu, ale na rachunek Obligatariuszy, prawa i obowiązki wynikające z Poręczenia. W przypadku niewłaściwego wykonywania obowiązków przez Administratora Zabezpieczeń, na potrzeby prowadzenia egzekucji celem

odzyskania należności z Obligacji, może to skutkować mniejszym stopniem zaspokojenia Obligatariuszy lub całkowitym brakiem ich zaspokojenia.

Wskazane powyżej Czynniki Ryzyka zostały uznane przez Emitenta za istotne dla podjęcia świadomej decyzji inwestycyjnej dotyczącej Obligacji, biorąc pod uwagę prawdopodobieństwo ich wystąpienia oraz możliwy negatywny wpływ na Obligacje. Emitent podkreśla, że brak możliwości zapłaty odsetek lub spłaty kwoty głównej Obligacji może wystąpić również z innych powodów, a Czynniki Ryzyka nie stanowią wyczerpującej listy ryzyk związanych z Emitentem. Pomimo, że Emitent podjął działania mające na celu zniwelowanie opisanych powyżej czynników ryzyka, nie ma pewności, że środki te będą wystarczające i skuteczne. Dodatkowe ryzyka i niepewności mogą wystąpić również lub stać się bardziej istotne po dacie zatwierdzenia niniejszego dokumentu, co może mieć istotny negatywny wpływ na działalność operacyjną Emitenta w przyszłości.

### ***Ryzyko zawieszenia obrotu Obligacjami w ASO GPW***

Z zastrzeżeniem innych przepisów Regulaminu ASO GPW, GPW jako organizator alternatywnego systemu obrotu, ma prawo, zgodnie z §11 Regulaminu ASO GPW, zawiesić obrót instrumentami dłużnymi w następujących przypadkach:

1. na wniosek emitenta;
2. jeżeli uzna, że wymaga tego bezpieczeństwo obrotu lub interes jego uczestników;
3. jeżeli emitent narusza przepisy obowiązujące w alternatywnym systemie obrotu.

Zgodnie z § 11 ust. 1a Regulaminu ASO GPW zawieszając obrót instrumentami finansowymi, ASO GPW może określić termin, do którego zawieszenie obrotu obowiązuje. Termin ten może ulec przedłużeniu, odpowiednio, na wniosek Emitenta lub jeżeli w ocenie ASO GPW zachodzą uzasadnione obawy, że w dniu upływu tego terminu będą zachodziły przesłanki, o których mowa w § 11 ust. 1 pkt 2) lub 3) Regulaminu ASO GPW.

W przypadkach określonych przepisami prawa, GPW jako organizator alternatywnego systemu obrotu, zawiesza obrót instrumentami dłużnymi na okres wynikający z tych przepisów lub określony w decyzji właściwego organu.

Dodatkowo, zgodnie z §12 ust. 3. Regulaminu ASO GPW, GPW przed podjęciem decyzji o wykluczeniu instrumentów finansowych z obrotu, oraz do czasu takiego wykluczenia, może zawiesić obrót tymi instrumentami finansowymi.

Zgodnie z art. 78 ust 2 Ustawy o Obrocie, w przypadku gdy wymaga tego bezpieczeństwo obrotu w alternatywnym systemie obrotu lub jest zagrożony interes inwestorów, firma inwestycyjna prowadząca alternatywny system obrotu, na żądanie Komisji, wstrzymuje wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu w tym alternatywnym systemie obrotu lub wstrzymuje rozpoczęcie obrotu wskazanymi instrumentami finansowymi na okres nie dłuższy niż 10 dni.

Ponadto, zgodnie z art. 78 ust 3. Ustawy o Obrocie, w przypadku gdy obrót określonymi instrumentami finansowymi jest dokonywany w okolicznościach wskazujących na możliwość zagrożenia prawidłowego funkcjonowania

alternatywnego systemu obrotu lub bezpieczeństwa obrotu dokonywanego w tym alternatywnym systemie obrotu, lub naruszenia interesów inwestorów, KNF może zażądać od firmy inwestycyjnej organizującej alternatywny system obrotu zawieszenia obrotu tymi instrumentami finansowymi. Dodatkowo, w żądaniu, wspomnianym w poprzednim zdaniu, KNF może wskazać termin, do którego zawieszenie obrotu obowiązuje. Termin ten może ulec przedłużeniu, jeżeli zachodzą uzasadnione obawy, że w dniu jego upływu będą zachodziły przesłanki, o których mowa powyżej. KNF uchyla decyzję zawierającą żądanie, o którym mowa powyżej, w przypadku gdy po jej wydaniu stwierdza, że nie zachodzą przesłanki zagrożenia prawidłowego funkcjonowania alternatywnego systemu obrotu lub bezpieczeństwa obrotu dokonywanego w tym alternatywnym systemie obrotu, lub naruszenia interesów inwestorów.

Na podstawie art. 78 ust. 4a Ustawy o Obrocie, firma inwestycyjna prowadząca alternatywny system obrotu może podjąć decyzję o zawieszeniu obrotu instrumentami finansowymi, w przypadku gdy instrumenty finansowe przestaną spełniać warunki obowiązujące na tym rynku, pod warunkiem że nie spowoduje to znaczącego naruszenia interesów inwestorów lub zagrożenia prawidłowego funkcjonowania rynku. W takim wypadku firma inwestycyjna prowadząca alternatywny system obrotu informuje KNF o podjęciu decyzji o zawieszeniu obrotu instrumentami finansowymi i podaje tę informację do publicznej wiadomości.

Ponadto zgodnie z art. 78 ust 4d Ustawy o Obrocie w przypadku zawieszenia lub wykluczenia z obrotu w ASO na podstawie ust. 4a KNF występuje do podmiotów prowadzących ASO z żądaniem zawieszenia lub wykluczenia z obrotu tego instrumentu finansowego, w przypadku gdy takie zawieszenie lub wykluczenie z obrotu związane jest z podejrzeniem wykorzystania informacji poufnej, bezprawnego ujawnienia informacji poufnej, manipulacji na rynku lub podejrzeniem naruszenia obowiązku publikacji informacji poufnej o emitencie lub instrumencie finansowym zgodnie z przepisami art. 7 i art. 17 Rozporządzenia 596/2014, chyba że takie zawieszenie lub wykluczenie z obrotu mogłoby spowodować poważną szkodę dla interesów inwestorów lub prawidłowego funkcjonowania rynku.

#### ***Ryzyko wykluczenia Obligacji z obrotu w ASO GPW***

Z zastrzeżeniem innych przepisów Regulaminu ASO GPW, zgodnie z § 12 ust. 2 Regulaminu ASO GPW, GPW wyklucza lub odpowiednio wycofuje instrumenty dłużne z obrotu w alternatywnym systemie obrotu:

1. w przypadkach określonych przepisami prawa
2. jeżeli zbywalność tych instrumentów stała się ograniczona;
3. w przypadku zniesienia dematerializacji tych instrumentów;
4. po uprawomocnieniu się postanowienia o ogłoszeniu upadłości emitenta dłużnych instrumentów finansowych lub postanowienia o oddaleniu przez sąd wniosku o ogłoszenie upadłości emitenta dłużnych instrumentów finansowych ze względu na to, że jego majątek nie wystarcza lub wystarcza jedynie na zaspokojenie kosztów postępowania lub postanowienia o umorzeniu przez sąd postępowania upadłościowego emitenta dłużnych instrumentów finansowych ze względu na to, że jego majątek nie wystarcza lub wystarcza jedynie na zaspokojenie kosztów postępowania.

Dodatkowo zgodnie z § 12 ust. 4 Regulaminu ASO GPW, GPW wyklucza z obrotu instrumenty finansowe niezwłocznie po uzyskaniu informacji o wykluczeniu z obrotu danych instrumentów na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu prowadzonym przez BondSpot S.A., jeżeli takie wykluczenie jest związane z podejrzeniem wykorzystywania informacji poufnej, bezprawnego ujawnienia informacji poufnej, manipulacji na rynku lub z podejrzeniem naruszenia obowiązku publikacji informacji poufnej o emitencie lub instrumencie finansowym z naruszeniem art. 7 i art. 17 Rozporządzenia 596/2014, chyba że takie wykluczenie z obrotu mogłoby spowodować poważną szkodę dla interesów inwestorów lub prawidłowego funkcjonowania rynku.

Z zastrzeżeniem innych przepisów Regulaminu ASO GPW, zgodnie z § 12 ust. 1 Regulaminu ASO GPW, GPW może wykluczyć instrumenty dłużne z obrotu w alternatywnym systemie obrotu w następujących przypadkach:

1. na wniosek emitenta, z zastrzeżeniem możliwości uzależnienia decyzji w tym zakresie od spełnienia przez emitenta dodatkowych warunków;
2. jeżeli uzna, że wymaga tego bezpieczeństwo obrotu lub interes jego uczestników;
3. jeżeli emitent uporczywie narusza przepisy obowiązujące w alternatywnym systemie obrotu;
4. wskutek otwarcia likwidacji emitenta;
5. wskutek podjęcia decyzji o połączeniu emitenta z innym podmiotem, jego podziale lub przekształceniu, przy czym wykluczenie instrumentów finansowych z obrotu może nastąpić odpowiednio nie wcześniej niż z dniem połączenia, dniem podziału (wydzielenia) albo z dniem przekształcenia.

Przed podjęciem decyzji o wykluczeniu instrumentów dłużnych z obrotu, GPW może zawiesić obrót tymi instrumentami dłużnymi.

Zgodnie z Artykułem 78 ust 4. Ustawy o Obrocie, na żądanie KNF, GPW jako organizator alternatywnego systemu obrotu, wyklucza z obrotu wskazane przez KNF instrumenty finansowe, w przypadku gdy obrót nimi zagraża w sposób istotny prawidłowemu funkcjonowaniu alternatywnego systemu obrotu lub bezpieczeństwu obrotu dokonywanego w tym alternatywnym systemie obrotu, lub powoduje naruszenie interesów inwestorów.

#### ***Ryzyko nałożenia kar administracyjnych przez KNF***

Emitent narażony jest na ryzyko nałożenia kary administracyjnej przez KNF za niewykonywanie lub niewłaściwe wykonywanie obowiązków wynikających z przepisów prawa, między innymi obowiązków wynikających z Ustawy o Ofercie i Ustawy o Obrocie.

Zgodnie z art. 175 ust. 1 oraz ust. 3 Ustawy o Obrocie, na każdego, kto nie wykonał lub nienależycie wykonał obowiązek, o którym mowa w art. 19 ust. 1 - 7 rozporządzenia 596/2014, KNF może w drodze decyzji, nałożyć karę pieniężną: (i) w przypadku osób fizycznych - do wysokości 2.072.800,00 PLN, (ii) w przypadku innych podmiotów - do wysokości 4.145.600,00 PLN, a w przypadku, gdy jest możliwe ustalenie kwoty korzyści osiągniętej lub straty unikniętej przez podmiot w wyniku naruszeń, o których mowa powyżej, zamiast powyższej kary, KNF może nałożyć karę pieniężną do wysokości trzykrotnej kwoty osiągniętej korzyści lub unikniętej straty.

Zgodnie z art. 176a Ustawy o Obrocie, w przypadku, gdy emitent nie wykonuje lub nienależycie wykonuje obowiązki wynikające z art. 5 Ustawy o Obrocie, KNF może nałożyć na Emitenta karę pieniężną do wysokości 1.000.000 PLN.

Zgodnie z art. 176 ust. 1 Ustawy o Obrocie w przypadku, gdy emitent nie wykonuje albo wykonuje nienależycie obowiązki, o których mowa w art. 18 ust. 1-6 rozporządzenia 596/2014, KNF może, w drodze decyzji, nałożyć karę pieniężną do wysokości 4.145.600 zł lub do kwoty stanowiącej równowartość 2% całkowitego rocznego przychodu wykazanego w ostatnim zbadanym sprawozdaniu finansowym za rok obrotowy, jeżeli przekracza ona 4.145.600 zł. Ponadto, zgodnie z art. 176 ust. 2 Ustawy o Obrocie, w przypadku naruszenia obowiązków, o których mowa w art. 18 ust. 1-6 rozporządzenia 596/2014, KNF może nałożyć na osobę, która w tym okresie pełniła funkcję członka zarządu emitenta karę pieniężną do wysokości 2.072.800 zł. Zgodnie z art. 176 ust. 3 Ustawy o Obrocie, art. 96 ust. 6 pkt 2 oraz ust. 7-8a Ustawy o Ofercie stosuje się odpowiednio.

Zgodnie z art. 96 ust. 1i. oraz 1k. Ustawy o Ofercie, jeżeli emitent nie wykonuje lub nienależycie wykonuje obowiązki, o których mowa w art. 17 ust. 1 i 4-8 rozporządzenia 596/2014, KNF może wydać decyzję o wykluczeniu papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym, a w przypadku, gdy papiery wartościowe emitenta są wprowadzone do obrotu w alternatywnym systemie obrotu - decyzję o wykluczeniu tych papierów wartościowych z obrotu w tym systemie, albo nałożyć karę pieniężną do wysokości 10.364.000 zł lub kwoty stanowiącej równowartość 2% całkowitego rocznego przychodu wykazanego w ostatnim zbadanym sprawozdaniu finansowym za rok obrotowy, jeżeli przekracza ona 10.364.000 zł, albo zastosować obie sankcje łącznie. W przypadku, gdy jest możliwe ustalenie kwoty korzyści osiągniętej lub straty unikniętej przez emitenta w wyniku naruszenia obowiązków, o których mowa powyżej, zamiast ww. kary KNF może nałożyć karę pieniężną do wysokości trzykrotnej kwoty osiągniętej korzyści lub unikniętej straty.

#### ***Ryzyko nałożenia kar pieniężnych na Emitenta przez GPW***

Zgodnie z § 17c ust. 1 Regulaminu ASO, w przypadku gdy emitent nie przestrzega zasad lub przepisów obowiązujących w ASO GPW lub nie wykonuje albo wykonuje nienależycie obowiązki, o których mowa w rozdziale V Regulaminu ASO, w szczególności o których mowa w § 15a, § 15b lub w § 17-17b Regulaminu ASO, GPW może, w zależności od stopnia i zakresu powstałego naruszenia lub uchybienia, upomnieć emitenta zgodnie z § 17c ust. 1 pkt 1 Regulaminu ASO lub zgodnie z § 17 c ust. 1 pkt 2 Regulaminu ASO nałożyć na Emitenta karę pieniężną w wysokości do 50.000 zł.

Zgodnie z § 17c ust. 3 Regulaminu ASO w przypadku gdy emitent nie wykonuje nałożonej na niego kary lub pomimo jej nałożenia nadal nie przestrzega zasad lub przepisów obowiązujących na rynku ASO bądź nie wykonuje lub nienależycie wykonuje obowiązki określone w rozdziale V Regulaminu ASO, lub też nie wykonuje obowiązków nałożonych na niego na podstawie § 17c ust. 2 Regulaminu ASO, GPW może nałożyć na emitenta karę pieniężną, przy czym kara ta łącznie z karą pieniężną nałożoną na podstawie § 17c ust. 1 pkt 2 Regulaminu ASO nie może przekraczać 50.000 zł.

***Ryzyko związane z nieprzestrzeganiem Rozporządzenia MAR***

Zgodnie z rozporządzeniem 596/2014, w przypadku, gdy Emitent dopuści się manipulacji, wykorzystania lub bezprawnego ujawniania informacji poufnych organy państwowe mogą nałożyć na niego administracyjne sankcje pieniężne, których maksymalna wysokość powinna stanowić co najmniej równowartość 15 milionów EUR lub 15% całkowitych rocznych obrotów podmiotu dominującego Emitenta najwyższego szczebla. Ponadto, rozporządzenie 596/2014 przewiduje, że naruszenie przez Emitenta obowiązków związanych z prowadzeniem list osób posiadających dostęp do informacji poufnych lub transakcjami osób pełniących obowiązki zarządcze powinno wiązać się z możliwością nałożenia na niego kary pieniężnej w wysokości co najmniej równowartości 1 miliona EUR.

Podpisy Członków Zarządu:

---

Jarosław Jukiel  
*Członek Zarządu*

*Warszawa, dnia 19 maja 2026 roku*