

Analýza společnosti Stachonie Investment s.r.o.

Stachonie Investment je česká společnost, která vznikla v prosinci 2022 za účelem vydání dluhopisů na financování developerského projektu Stachonie, který představuje výstavbu 220 bytů v Polsku v obci Zakopane (27 tisíc obyvatel), která slouží jako významná turistická oblast. Projekt realizuje polská projektová společnost Pewitt.

Na financování projektu vydává Stachonie Investment desetiletý dluhopisový program na 475 milionů korun vydaných a nesplacených dluhopisů. Dluhopisy budou denominovány v korunách českých (CZK), v eurech (EUR), případně též v polských zlotých (PLN).

Co se týká ošetření rizik, dluhopisy nejsou jakkoliv zajištěné. Program nabízí 7 kovenantů, z nichž nejdůležitější je omezení zadluženosti a účelové využití výtěžku. Firma může výtěžek použít jen na financování developerského projektu „Stachonie“ (popsaného níže), nebo na úhradu závazků za firmou REST HOLDING (také níže). Omezení zadluženosti se vztahuje na projektovou společnost Pewitt (která projekt napřímo vlastní a realizuje), jejíž úvěrové financování nesmí překročit 70 % výše aktuální predikce celkových nákladů (loan-to-cost nebo LTC). Tedy 70 % nákladů může firma financovat cizím kapitálem.

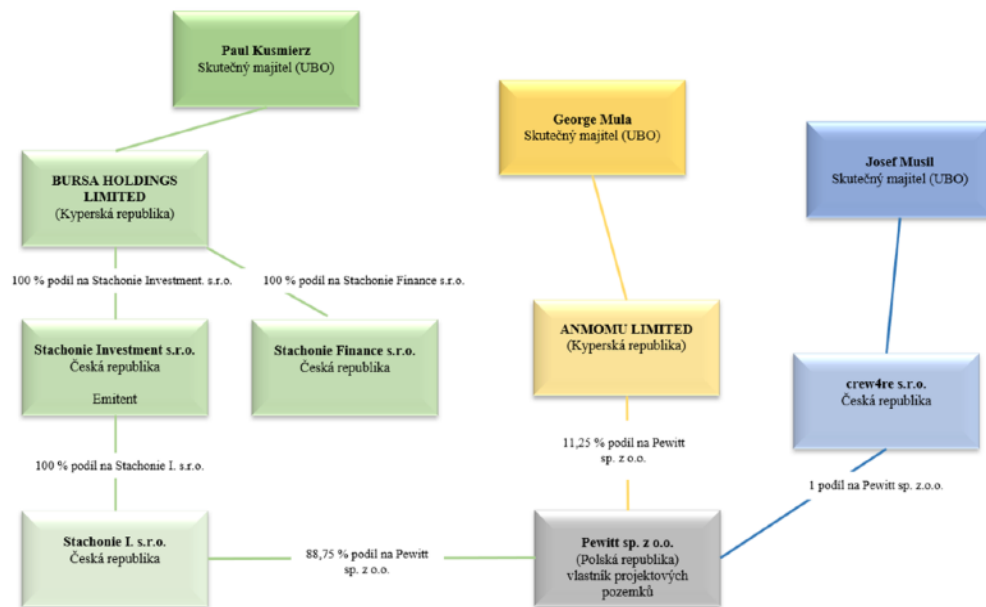
Do úvěrového financování se ve smyslu tohoto závazku nezapočítává výtěžek z dluhopisů tohoto programu, který bude firmě Pewitt poskytnut emitentem formou zápůjčky. Vzhledem k tomu, že odhadované celkové náklady činí podle tohoto prospektu celkem 32,5 milionů EUR, a firma si jde pro dluhopisy za 185 milionů korun (cca 7,7 milionů EUR), což je přibližně 24 % celkových nákladů, může být maximální povolená hodnota LTC v praxi až 94 %, v případě že se upíše celá výše emise. Podle prospektu se tento kovenant vztahuje na „úvěrové financování“. V prospektu v části « Definice » není tento pojem definován, nemusí tak být 100% jednoznačné, jaké všechny formy dluhu tento pojem zahrnuje: zdali pouze bankovní úvěry, nebo i další formy financování (vzhledem k upřesnění, že zápůjčka emitenta z výtěžku dluhopisů se nezapočítává).

Firma plánuje vydávat bezkuponové dluhopisy (což je u developmentu správně, firma nemusí vydávat další dluhopisy, aby měla na průběžné platby) se splatností 3 roky (tedy v průběhu roku 2026). Vzhledem k tomu že předprodej začne již letos a kolaudace by se měla stihnout do konce roku 2025 by tam měla být dostatečná časová rezerva.

Emitent dluhopisů firma Stachonie Investment vznikla v prosinci loňského roku a nemá žádný majetek s výjimkou základního kapitálu ve výši 10 tisíc korun. Vznikla pouze za účelem vydání dluhopisů. Samotný projekt realizuje polská SPV společnost Pewitt, která vznikla v říjnu 2005 a která je vlastníkem projektových pozemků.

Největší podíl (88,75 %) v této firmě drží společnost Stachonie I., která je jedinou dcerou emitenta. Emitent tak nepřímou vlastní 88,75% podíl ve společnosti Pewitt. Riziko pro věřitele dluhopisů může představovat skutečnost, že podíl ve společnosti Stachonie I. je emitentem ze 100 % zastaven ve prospěch firmy REST HOLDING, která na základě smlouvy o termínovaném úvěru z ledna 2023 poskytla firmě Stachonie I. úvěr ve výši 3,9 milionu EUR. Úvěr byl poskytnut za účelem nabytí podílu na společnosti Pewitt. Část výtěžku dluhopisů může být použita právě na splacení tohoto dluhu.

Organizační struktura zúčastněných firem:



Projekt „Stachonie“

Projekt rezidenčního developmentu (oficiálně „All seasons residence“) zahrnující výstavbu 220 bytů (a 220 parkovacích míst) v polské obci Zakopane s 27 tisíci obyvateli. Nedaleko města se nachází nejvyšší polská hora Rysy (2501 m.n.m.), která ročně (hlavně v zimě) přiláká až 6 milionů turistů. I kvůli tomu se obci Zakopane přezdívá „zimní hlavní město Polska“. Oblast je spolu se Sopoty u Baltského moře jedním ze dvou polských rezidenčních trhů, které fungují nezávisle na zemi a poskytují vyšší ceny než



Varšava. Podle statistik za posledních 25 let je trh v Zakopane odolný vůči hospodářským poklesům. Za rok 2022 vzrostly tamní ceny nemovitostí o 50 %.

Technicky se jedná o developerský projekt pod taktovkou polského developera MMG, přestože projekt nevlastní přímo tato společnost. MMG je polským developerem s šestnáctiletou historií. V minulosti spolupracoval s velkými investory mimo jiné jako Blackstone, Europa Capital, Marcol Group; z českých investorů pak dále spolupracuje se skupinou DRFG. Za svou historii stály za realitními investicemi v hodnotě přes 1,4 mld. USD. MMG projekt řídí prostřednictvím Contract Management Agreement smlouvy, která zajišťuje služby spjaté s rezidenčním developmentem.

Vlastnickou strukturu MMG se mi rozkrýt nepodařilo, protože ji neobsahují ani webové stránky, a společnost není registrována ani v polském obchodním rejstříku. Webové stránky neobsahují finanční výkazy a v polském obchodním rejstříku (Krajowy Rejestr Sądowy) spravovaném tamním Ministerstvem spravedlnosti nejsou na základě poskytnutého čísla KRS (0000262111) dohledatelné ani finanční výsledky, ani samotná firma. Do polského obchodního rejstříku se musí zaregistrovat většina polských společností a organizací, a zaregistrovat se mohou pouze společnosti s fyzickou přítomností v Polsku. Tato společnost údajně sídlí ve Varšavě, takže registrována není z nějakého jiného důvodu.

The screenshot shows the 'Financial document viewer' interface of the Polish National Court Register. It includes a search bar with the KRS number '0000262111' entered and a 'search' button. A message indicates that no documents were found for this KRS number. The page header identifies the 'Ministerstwo Sprawiedliwości' (Ministry of Justice).

Projektové pozemky mají rozlohu cca 11 314 m² a nachází se asi pět kilometrů od centra města. V současné době se na nich nachází průmyslové budovy, které budou za účelem projektu demolovány. Pozemky vlastní společnost Pewitt. V říjnu 2021 ocenila společnost Savills hodnotu celého pozemku na 2 245 polských zlotých /m² (=EUR 491 /m²) a hodnotu plánované využitelné plochy (planned useable area) na 3 285 PLN /m² (EUR 719 /m²). Pokud by došlo k získání veškerých povolení, valuace se zvýšila na PLN 3 429 /m² (=EUR 750 /m²) u celé

rozlohy pozemku a PLN 5 018 /m² (=EUR 1,098 /m²) u plánované využitelné plochy. Použitý kurz (EUR 1: PLN 4,5715) byl platný k 18. říjnu 2021. Hodnota valuace by dnes byla výše, jedná se o skoro dva roky staré ocenění.

V rámci projektu bude realizováno 220 bytů o celkové podlahové ploše cca 8 700 m², s tím že jednotlivé jednotky budou zájemcům prodány ve stavu těsně po zhotovení hrubé stavby, tedy v režimu jakéhosi „kolaudačního minima“ (tzv. „shell and core“) s možností úpravy finálního řešení dle požadavků koncových zákazníků. V současné době probíhá proces získávání veřejnoprávních povolení, stavět by se mělo začít v prvním kvartálu příštího roku. Pro projekt byl již získán ekvivalent územního rozhodnutí (jak jej chápe právní řád České republiky), jakož i kladná stanoviska správců sítí. Získání stavebního povolení se očekává ve zbytku tohoto roku.

Jako klíčoví manažeři v rámci projektu vystupují koncoví majitelé jednotlivých firem vlastnících společnost Pewitt. Paul Chester Kusmierz, Josef Musil a George Mula, kteří mají na realitním trhu dlouhé roky zkušeností.

Ekonomické parametry projektu:

V rámci celé obce Zakopane bývá ročně dokončeno kolem 100 bytů. Z údajů Polského statistického úřadu vyplývá, že v roce 2021 bylo dokončeno celkově 143 bytů o celkové výměře 14 337 m², v roce 2022 pak celkově 126 bytů o celkové výměře 16 739 m². MMG chce nyní postavit 220 bytů. Společnost chce mířit na koncové zákazníky a apartmány jim prodat.

V současnosti tamní ceny prakticky neklesají pod 24 000 PLN/m², což odpovídá cca 130 tis. Kč/m². Cenové rozpětí cca od 106 tis. Kč /m² u těch nejlevnějších až po 450 tis Kč/m² (chráněné rezervace). Polská vláda navíc dotuje první bydlení půjčkou až cca půl milionů polských zlotých s úrokem 2 % na 10 let (s platností od července 2023).

V modelu je cena za m² nastavená na 22 tisíc PLN, což je spíše pesimistická varianta. U bytů v centru města se prodejní cena jednoho m² nových bytů pohybovala mezi 35-40 tisíci PLN, se vzrůstající vzdáleností od centra se postupně snižuje. Obecně se ale i v případě bytů, které se nacházely řádově jednotky kilometrů od centra, prodejní ceny bytů pohybovaly na úrovni cca 20–25 tisíc PLN / m². Hodnota nemovitostí v čase obecně roste, průměrná cena dnes může být za tři roky někde jinde.

Vzhledem k plánované celkové podlahové ploše bytů, předpokládané prodejní ceně cca 22 000 PLN / m² a předpokládané prodejní ceně jednoho parkovacího stání cca 50 000 PLN předpokládá firma tržby z prodeje bytů a parkovacích stání ve výši cca 202,5 milionů PLN, tedy cca 45 milionů EUR.

Pokud bychom projektovanou cenu ještě o 2 tisíce PLN snížili na 20 tisíc PLN za m², celkové tržby by (ceteris paribus) spadly na 41 milionů EUR. Prodejní cena bytů by musela spadnout na 15 546 PLN / m² (=tedy asi za 70 % kalkulované ceny), aby byl projekt na nule (opět ceteris paribus). Nebo by celkové náklady (odhadované na 32,5 milionů EUR) musely vzrůst o 38 %, aby byl projekt na nule. Je tam tedy dostatečná rezerva. Projektované stavební náklady na m² jsou také nastaveny o třetinu výše, než je polský průměr.

K datu prospektu chybí platná veřejnoprávní povolení – v Polsku je povolovací proces oproti tomu českému rychlejší a jednodušší, přesto ale vždy existuje riziko, že projekt povolení nezíská, nebo získá se zpožděním. Pro projekt Stachonie je již nicméně vydáno územní rozhodnutí a stavební povolení se očekává ve zbytku 2023. Pokud je podle polského práva žádost o stavební povolení v souladu s územním plánem, projekt může místní úřad pozdržet pouze ze závažných důvodů maximálně 6 měsíců.

Plánový rozpočet projektu je kalkulován k roku 2023, kdy jsou v České republice i Polsku úrokové sazby na vrcholu + inflace nejen ve stavebnictví na stále vysoké úrovni. Kalkulovaný zisk projektu i přesto vychází s dostatečnou marží. Do budoucna budou sazby v ekonomice spíše klesat. Pokud k tomu dojde a doplněk emise povolí předběžné splacení, může emitent sazby napřesrok levněji refinancovat.