

# OBLIGACJE NISKICH RENTOWNOŚCI

Cykl raportów o rynku długu korporacyjnego

Sektor energetyczny i paliwowy charakteryzuje się wysokim udziałem obligacji w strukturze finansowania. Duża część z nich jest notowana na Catalyst, gdzie stanowią ponad 15% wartości wszystkich emisji obligacji korporacyjnych. Emitenci z tych dwóch sektorów należą również do nielicznych, którzy sięgali po finansowanie zewnętrzne w postaci euroobligacji. Chociaż potrzeby finansowe przeanalizowanych podmiotów są, na chwilę obecną, w pełni zabezpieczone, nad sektorami ciąży ryzyka polityczne, które mogą spowodować dodatkowe nakłady inwestycyjne. Spodziewamy się, że w przypadku realizacji części pozaplanowych inwestycji, spółki będą szukać finansowania poprzez emisję euroobligacji, gdzie mogą się spotkać z szerszym gronem zainteresowanych inwestorów i bardziej korzystnymi warunkami finansowania.

## Kluczowe wnioski:

- **Struktura krajowego popytu na obligacje największych emitentów z sektora energetycznego i paliwowego ulegnie zmianie.** Banki będą mniej chętnie przyjmować nowe emisje, OFE nie będą w takim stopniu, jak to robiły historycznie, angażować się w emisje największych spółek. Spodziewamy się większej aktywności ze strony polskich funduszy obligacji korporacyjnych, które będą wspierane stałymi napływami środków pieniężnych.
- **Kolejne próby pozyskiwania finansowania mogą odbyć się przez emisję euroobligacji.** Spodziewamy się, że możliwe do uzyskania warunki finansowe są na tyle atrakcyjne, że w przypadku dodatkowych potrzeb finansowych spółki z sektora energetycznego i paliwowego będą właśnie tam patrzeć w pierwszej kolejności. Dodatkowym czynnikiem wspomagającym, który pośrednio przełoży się na popyt, może być włączenie obligacji korporacyjnych ze strefy euro pod skup aktywów prowadzony przez EBC.
- **Przyszłe potrzeby finansowe spółek będą w dużej mierze uzależnione od kierunku prowadzonej polityki gospodarczej kraju.** Udział w restrukturyzacji górnictwa czy plany budowy nowych konwencjonalnych mocy wytwórczych to nie jedyne wyzwania stojące przed podmiotami z tego sektora. Warto wyczekiwać aktualizacji strategii grup, które są zapowiadane na połowę 2016 roku.
- W przypadku wychodzenia w przyszłości na rynek z nowymi emisjami obligacji spodziewamy się następujących trendów: **wydłużenie terminów zapadalności, większa ilość emisji papierów ze stałymi kuponami, skłonność do sięgania po euroobligacje, możliwe emisje obligacji skierowane do inwestorów detalicznych.**



## Zespół analityczny Nwai

**Adrianna Kocięda**

Analitik

Deweloperzy komercyjni, TMT

adrianna.kocieda@nwai.pl

tel: 22 201 97 66

**Piotr Miliński**

Analitik, DI

Sektor finansowy

piotr.milinski@nwai.pl

tel: 22 201 97 63

**Marek Żmudzin**

Analitik, MPW

Paliwa, Energetyka

marek.zmudzin@nwai.pl

tel: 22 201 97 67

## Daty publikacji raportów z cyklu „Obligacje niskich rentowności”

### 07.04.2016

- Struktura popytu i podaży na rynku obligacji korporacyjnych
- Sektor bankowy (PKO BP, BZ WBK, mBank, Alior)

### 13.04.2016

- Sektor deweloperów komercyjnych (GTC, Echo, Ghelamco, HB Reavis)

### 20.04.2016

- Sektor paliwowy (PGNiG, Orlen)
- Sektor energetyczny (PGE, Tauron, Energa)

### 28.04.2016

- Sektor TMT (Multimedia, Cyfrowy Polsat)

## Podsumowanie

W niniejszym raporcie poddajemy analizie sektor energetyczny i paliwowy. Na przykładzie pięciu największych przedstawicieli tych sektorów: Energa, PGE, Tauron, PGNiG i PKN Orlen przyglądamy się bliżej strukturze finansowania sektorów, próbujemy oszacować ich przyszłe potrzeby finansowe oraz przewidzieć, w jaki sposób spółki te będą pozyskiwać finansowanie w kolejnych latach. Porównujemy grupy kapitałowe działające na polskim rynku do spółek europejskich pod kątem kosztów finansowania, zapadalności zadłużenia korporacyjnego oraz sposobów pozyskiwania finansowania. W ten sposób próbujemy zidentyfikować trendy, które mogą się pojawić na polskim rynku w nadchodzących latach.

### Paliwa, Gaz i Energia na Catalyst

Na koniec marca 2016 r. wartość obligacji segmentu paliwa, gaz i energia notowanych na Catalyst wynosiła 9,28 mld PLN, co stanowiło 15,1% wartości wszystkich notowanych emisji obligacji korporacyjnych. Do emitentów z tego sektora należą PKN Orlen, PGNiG, Grupa Duon oraz cztery największe grupy energetyczne w Polsce - Enea, Energa, PGE i Tauron.

***Łączna wartość obligacji z segmentu paliwa, gaz, energia notowanych na Catalyst na koniec marca wynosiła 9,28 mld PLN.***

	Emitent	Seria	Wartość emisji [mln PLN]	Kurs	zmiana m/m	YTM	Z-spread	Discount Margin	Zero Discount Margin
Paliwa, Gaz Energia	ENEA	ENA0220	1000	100,00	0,0%	-	-	2,6%	0,9%
	ENERGA	ENG1019	1000	102,00		-	-	2,6%	0,9%
	GRUPA DUON	DUO0618	30	100,00	0,0%	-	-	4,0%	2,3%
	PGE	PGE0618	1000	100,00	0,0%	-	-	2,5%	0,7%
	PGNiG	PGN0617	2500	100,76	0,0%	-	-	2,4%	0,6%
	PKN ORLEN	PK11117	100	100,57	-0,1%	-	-	2,7%	0,9%
	PKN ORLEN	PKN0219	1000	101,80	0,6%	-	-	2,7%	1,0%
	PKN ORLEN	PKN0418	200	101,14	0,8%	-	-	2,5%	0,8%
	PKN ORLEN	PKN0420	100	108,48	1,2%	2,7%	0,8%	-	-
	PKN ORLEN	PKN0517	200	100,98	0,0%	-	-	2,4%	0,6%
	PKN ORLEN	PKN0617	200	100,80	0,5%	-	-	2,6%	0,8%
	PKN ORLEN	PKN1117	200	101,18	0,4%	-	-	2,4%	0,6%
	TAURON	TPE1119	1750	100,10	0,1%	-	-	2,6%	0,9%

Źródło: GPW Catalyst, Szacunki Nwai DM

### Podatek bankowy niestraszny dla największych

Wprowadzenie podatku bankowego według wielu obserwatorów rynku miało doprowadzić do istotnego wzrostu rentowności największych emitentów długu korporacyjnego. Tymczasem od momentu wejścia w życie podatku, nie widać znaczących zmian w rentownościach tych obligacji. Zgodnie z naszymi obserwacjami, banki krajowe - znaczący odbiorca dużych emisji obligacji emitentów o najwyższej wiarygodności kredytowej, wskutek włączenia pod podatek bankowy bonów pieniężnych NBP, kupują obecnie krótkoterminowe

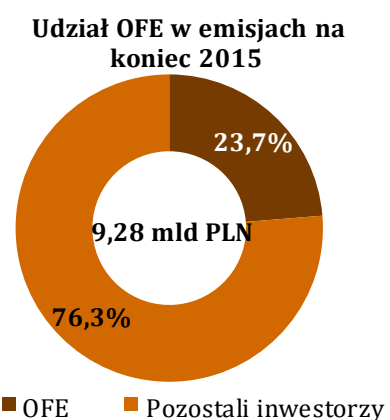
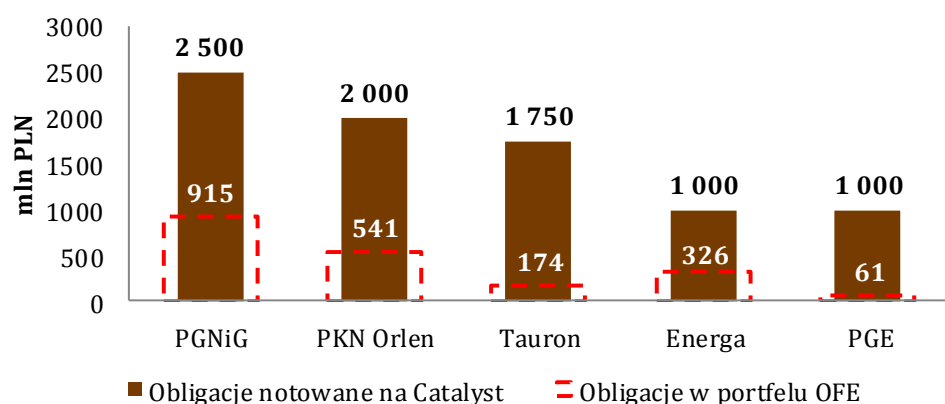
***Podatek bankowy ostatecznie nie uderzył w największych emitentów***

obligacje skarbowe ze zmiennym kuponem i obligacje BGK. Proces ten uwalnia środki z ich sprzedaży w innych instytucjach (np. TFI, sektor ubezpieczeniowy), które przenoszą się na krótkoterminowy dług najlepszych emitentów korporacyjnych (np. PGN0617), ponieważ relacja zysku do ryzyka stała się dla nich atrakcyjna.

### OFE sprzedają...

Na koniec 2015 roku udział OFE w emisjach analizowanych spółek znajdujących się na Catalyst wyniósł 23,7%. Największy udział OFE mają papiery PGNiG, Energi i Orlenu, odpowiednio 36,6%, 32,6% i 27,1%. Jeśli weźmiemy pod uwagę tylko serię skierowaną do inwestorów instytucjonalnych Orlenu o wartości 1 mld PLN, udział OFE wzrasta do 52,9%.

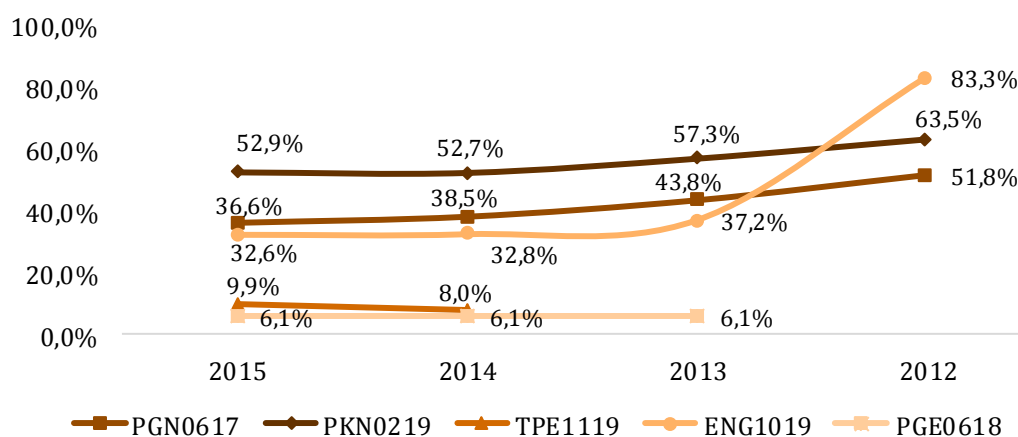
### Wartość obligacji analizowanych podmiotów w portfelu OFE na koniec 2015



Źródło: GPW Catalyst, KNF, Szacunki Nwai DM

Interesująco przedstawia się zestawienie udziału OFE w największych emisjach analizowanych podmiotów na przestrzeni ostatnich 4 lat.

### Udział OFE w wybranych emisjach obligacji na koniec roku



Źródło: KNF, Szacunki Nwai DM

OFE od 2012 roku zmniejszają swój udział w emisjach obligacji w analizowanych sektorach. Największa zmiana dotyczy Energi, papiery serii ENG1019 w dniu emisji były objęte przez OFE w 80%. Na koniec 2012 r. ich udział wzrósł do 83,3%, by już w 2013 r. spaść do 37,2%. Na koniec 2015 r. OFE mają 32,6% tych obligacji w swoich portfelach. Spadek udziału notuje PKN Orlen z serią PKN0219. Podczas emisji fundusze emerytalne nabyły 61,8%, teraz ich udział wynosi 52,9%. Fundusze również konsekwentnie pozbywały się papierów PGNiG zmniejszając swoje zaangażowanie z 51,8% w 2012 r. do 36,6% w 2015 roku. Wyprzedaż obligacji nieco zwolniła tempo w ubiegłym roku, a w przypadku Tauronu nawet odsetek wzrósł. Spodziewamy się braku wyraźnych ruchów ze strony OFE w nadchodzącym czasie. Fundusze emerytalne ostatnio bardziej preferują kupno listów zastawnych i obligacji BGK, które mają służyć jako substytut skarbowych papierów wartościowych.

### **Popyt ze strony funduszy nie tak pewny**

Dotychczas dużym odbiorcą długu dużych spółek były fundusze inwestycyjne obligacji korporacyjnych. TFI, wspierane przez strumień napływów środków, chętnie kupowały dług największych podmiotów o wysokiej wiarygodności kredytowej. W ostatnich miesiącach była widoczna coraz mniejsza dynamika napływów środków do funduszy długu korporacyjnego. W lutym 2016 r. saldo wpłat i wypłat było ujemne. W przeciągu ostatnich 3 lat tylko w jednym miesiącu (październik 2014 r.) saldo było na minusie. Obserwowany odwrót może być związany z niesatysfakcjonującymi stopami zwrotu uzyskiwanymi przez te fundusze w 2015 roku.

Niska płynność rynku Catalyst sprawia, że zarządzający szukają innych aktywów, ponieważ klienci mogą wycofać środki w każdym momencie. Papiery sektora energetycznego i paliwowego charakteryzują się bardzo niską płynnością, a nawet jej brakiem. Jedynie obligacje detaliczne Orlenu mają zwiększoną płynność, oczywiście jak na realia Catalyst. Jeśli odpływ środków z funduszy obligacji korporacyjnych będzie miał charakter wyłącznie jednorazowy (jak poprzednio), to spodziewamy się kontynuacji zakupów ze strony funduszy inwestycyjnych, choć ich skala może nie być aż tak wielka jak w przeszłości.

### **Czas na zagranicę**

Okazją do pozyskania atrakcyjnych warunków finansowania może być uplasowanie obligacji za granicą. W związku z poszerzeniem programu QE w strefie euro o pozabankowy dług korporacyjny o ratingu inwestycyjnym, spodziewamy się znaczącego spadku marż tych obligacji. Tą sytuację mogą wykorzystać największe polskie spółki, w szczególności z sektora energetycznego i paliwowego. Gdy ceny obligacji europejskich będą na wysokich poziomach, inwestorzy zaczną szukać alternatywnych okazji, w tym na rynkach spoza strefy euro. Podstawowym warunkiem jest posiadanie ratingu inwestycyjnego i wyjście z emisją o wystarczająco dużej wielkości (min. 100-150 mln EUR). Wszystkie z omawianych podmiotów przeprowadziły już emisje euroobligacji w latach 2012-2014. Obecność na europejskim rynku zwiększa wiarygodność podmiotu i może pozwolić na uzyskanie lepszych warunków finansowania w przyszłości.

*OFE konsekwentnie zmniejszają swój udział w obligacjach sektora energetycznego i paliwowego*

*Pierwszy raz od 15 miesięcy saldo wpłat i wypłat funduszy polskich papierów korporacyjnych było ujemne...*

*...mimo tego spodziewamy się dalszej aktywności ze strony TFI*

*Skup aktywów prowadzony przez EBC może pośrednio przyjąć podaż polskiego długu korporacyjnego*

Przeprowadzone emisje zakończyły się sukcesem, a w przypadku euroobligacji PGE o wartości 500 mln EUR popyt na nie przekroczył 4,3 mld EUR.

### **Więcej ofert dla detalu?**

Większość emisji obligacji z sektora energetycznego i paliwowego była skierowana wyłącznie do inwestorów instytucjonalnych. Tylko PKN Orlen miał program emisji o wartości 1 mld PLN przeznaczony dla inwestorów indywidualnych. W ramach niego uplasowano 6 serii obligacji, które cieszyły się zainteresowaniem ze strony inwestorów detalicznych. Średnia stopa redukcji wyniosła 36,5%, a dla serii F (PKN0420), o stałym oprocentowaniu wynoszącym 5% i wydłużonym terminie zapadalności, redukcja wyniosła 78,1%. Jednak nie wszystkie obligacje trafiły do inwestorów detalicznych, część wylądowała w portfelach instytucjonalnych inwestorów, co trochę podważa sukces tej emisji.

*Oferta obligacji detalicznych Orleu o wartości 1 mld PLN odniosła spory sukces na przestrzeni lat 2013-2014*

W przypadku oferty skierowanej dla inwestorów indywidualnych spółka musi się liczyć z wyższymi kosztami przeprowadzenia emisji oraz dłuższym procesem przygotowania oferty (dla największych emitentów ten proces jest i tak krótki). Łączny koszt emisji detalicznych obligacji Orleu wyniósł 8,3 mln PLN, co stanowi 0,83% wartości pozyskanych środków. W przypadku Orleu zaproponowany kupon też można uznać za wyższy. Spółka w czerwcu 2012 r. uplasowała 7-letnie obligacje dla inwestorów instytucjonalnych z kuponem WIBOR 6M + 1,6%. Pierwsza seria obligacji detalicznych (maj 2013 r.) miała oprocentowanie w wysokości WIBOR 6M + 1,5%, ale ich okres emisji był 4-letni. W przypadku obligacji korporacyjnych ma to duże znaczenie, im dłuższy jest czas do wykupu, tym większe jest ryzyko i oprocentowanie też jest wyższe. Ponadto, pomiędzy tymi emisjami, agencje Fitch i Moody's zmieniły perspektywę ratingu ze stabilnej na pozytywną, co mogło mieć wpływ na oferowany kupon. Późniejsza zmiana ratingu Spółki na inwestycyjny przez obie agencje (i podwyższenie ratingu dla programu obligacji przez Fitch) spowodowała obniżenie oferowanych marż do 1,4% w przypadku serii C oraz 1,3% dla serii D i E.

Pomimo powodzenia emisji obligacji w ramach tego programu, żadna z innych dużych spółek z sektora energetyki i paliw nie zdecydowała się do tej pory na podobne rozwiązanie. Wyjście na rynek detaliczny przez największych emitentów jest możliwe w najbliższej perspektywie czasowej, choć w pierwszej kolejności spodziewamy się korzystania z innych możliwych rozwiązań w pozyskaniu finansowania.

## Euroobligacje

Wyjście po euroobligacje może być jednym ze sposobów finansowania nakładów inwestycyjnych spółek z sektora energetycznego i paliwowego. Przeanalizowaliśmy aktualne serie wyemitowane przez polskie spółki oraz dokonaliśmy porównania z zagranicznymi emitentami.

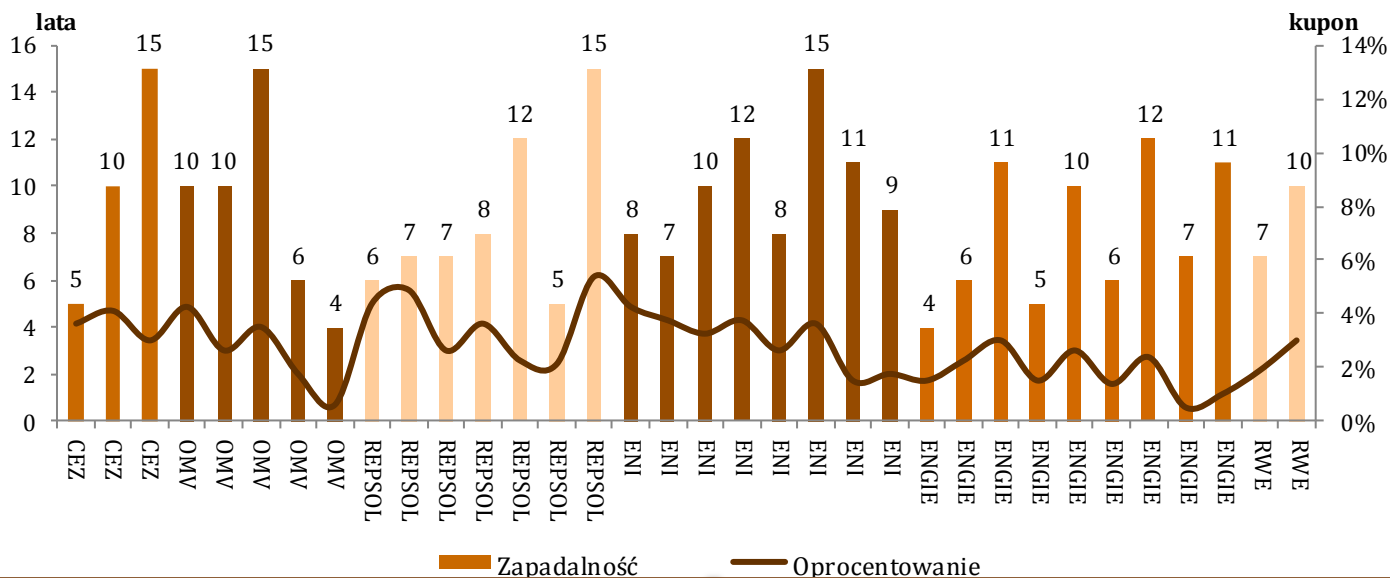
### Wyemitowane euroobligacje

Emitent	ISIN	Wartość emisji	Zapadalność	Okres	Oprocentowanie	Komentarz
PGNiG	XS0746259323	500 mln EUR	2017-02-10	5 lat	4,00%	Baa3 (Moody's)
Energa	XS0906117980	500 mln EUR	2020-03-19	7 lat	3,250%	BBB (Fitch); Baa1 (Moody's)
PKN Orlen	XS1082660744	500 mln EUR	2021-06-30	7 lat	2,500%	BBB- (Fitch); Baa3 (Moody's)
PGE	XS1075312626	500 mln EUR	2019-06-09	5 lat	1,625%	BBB+(Fitch); Baa1 (Moody's)
PGE	XS1091799061	138 mln EUR	2029-08-01	15 lat	3,000%	BBB+ (Fitch)
Tauron	Euroobligacje	168 mln EUR	2029-12-03	15 lat	stałe	emisja obligacji inmiennych (NSV)

Źródło: PKN Orlen, Tauron, PGNiG, Energa, PGE, Szacunki NWA I DM

Powyższe emisje odbyły się w latach 2012-2014. Cztery z nich mają wartość nominalną 500 mln EUR i zapadalność 5-7 letnią. Dwie kolejne serie charakteryzują się 15-letnim tenorem i wartością 138-168 mln EUR. Wszystkie są stałokuponowe, przy czym oprocentowanie obligacji Tauronu nie zostało podane do publicznej wiadomości.

### Zapadalność i oprocentowanie wybranych obligacji zagranicznych spółek



Źródło: CEZ, OMV, Repsol, ENI, ENGIE, RWE, Szacunki NWA I DM

Powyższy wykres przedstawia euroobligacje wybranych zagranicznych spółek z sektora energetycznego i paliwowego wyemitowane w latach 2011-2015. Mediana ich zapadalności wynosi 8,5 roku. Spółki z tych sektorów dostosowują okres zapadalności do horyzontu projektów inwestycyjnych. We wcześniejszych latach można było spotkać się nawet z emisjami na okres 25-50 lat. Wartość kuponu zagranicznych emitentów z reguły była niższa niż w przypadku porównywalnych



ofert polskich spółek. Wszystkie przedstawione powyżej emisje były stałokuponowe.

### Rating kredytowy

Każda spółka, która jest emitentem euroobligacji posiada rating kredytowy nadany przez co najmniej jedną z trzech wiodących agencji: Standard & Poor's, Moody's Investors Service oraz Fitch Ratings. Najważniejsze kryteria stosowane w metodologii agencji ratingowych w przypadku sektora energetycznego i paliwowego to:

- Otoczenie regulacyjne
- Profil biznesowy i skala prowadzenia biznesu
- Dywersyfikacja produkcji
- Wskaźniki finansowe (m.in. dźwignia finansowa, dług netto/EBITDA, wskaźnik pokrycia odsetek)

Spółka	S&P	Moody's	Fitch
PGE		Baa1 (stabilna)	BBB+ (stabilna)
CEZ	A- (stabilna)	Baa1 (stabilna)	
Tauron			BBB (negatywna)
ENGIE	A (stabilna)	A1 (negatywna)	
RWE	BBB (negatywna)	Baa2 (negatywna)	
Energia		Baa1 (stabilna)	BBB (stabilna)
PKN Orlen		Baa3 (stabilna)	BBB- (stabilna)
OMV		Baa1 (stabilna)	A- (negatywna)
PGNiG		Baa3 (stabilna)	
MOL	BB (pozytywna)		BBB- (stabilna)
ENI	BBB+ (stabilna)	Baa1 (stabilna)	
Repsol	BBB- (negatywna)	Baa2 (negatywna)	BBB (negatywna)

Źródło: S&P, Moody's, Fitch

### Wpływ ratingu kredytowego na koszt finansowania euroobligacjami

Do kalkulacji wpływu ratingu na koszt finansowania wykorzystaliśmy z-spread, ponieważ większość wyemitowanych euroobligacji posiada stały kupon. Ze względu na fakt, iż wartość z-spread w dużej mierze zależy od czasu pozostałego do wykupu papieru, porównaliśmy obligacje o podobnym terminie wykupu, które są emitowane przez zagraniczne podmioty o różnym ratingu. Większość z analizowanych spółek ma rating nadany przez Moody's, stąd oceny ratingowe wykorzystywane przy kalkulacji będą pochodzić z tej agencji.

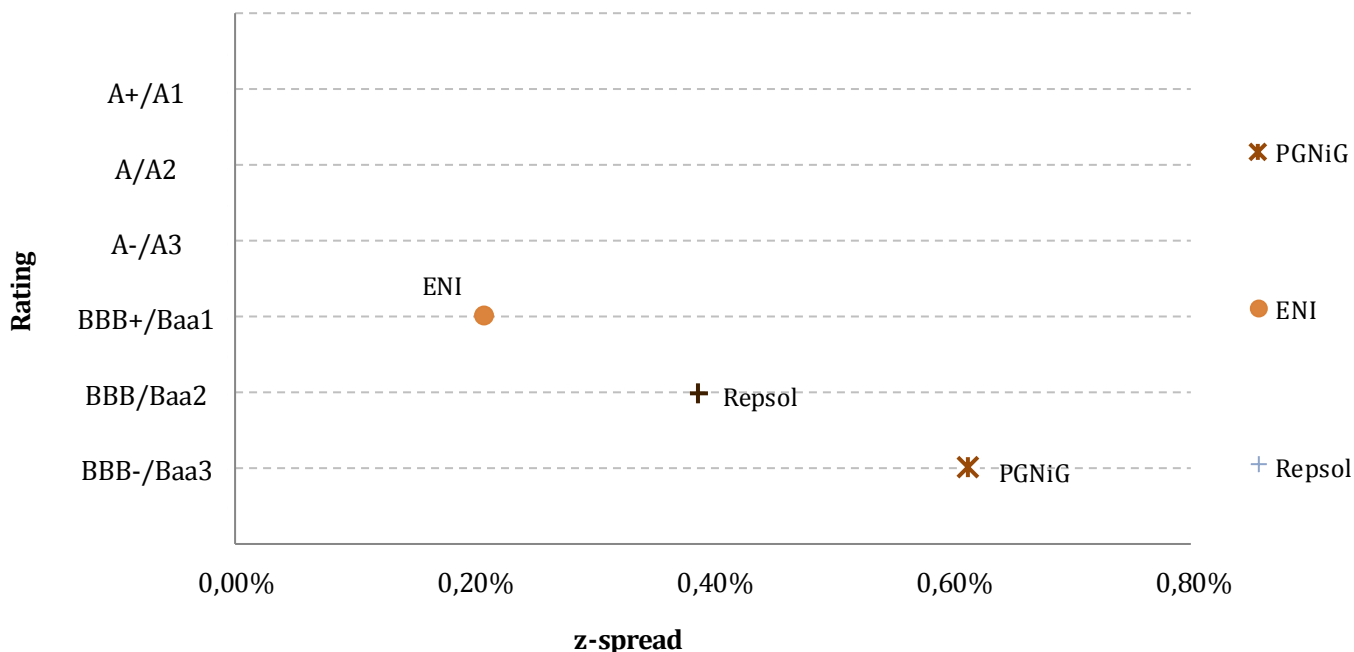
W przypadku sektora paliwowego przeanalizowaliśmy z-spread papierów PGNiG, ENI i Repsola. Są to obligacje zapadające w 2017 r. Wszystkie analizowane papiery mają emisje przeprowadzone w EUR.

*Różnica z-spread w przypadku papierów sektora paliwowego zapadających w 2017 r. wynosi ok. 20 bps na kategorię ratingu*

Emitent	ISIN	Zapadalność	Kupon	Wartość emisji	Waluta	z-spread (13/04/16)
PGNiG	XS0746259323	2017-02-10	4,00%	500	EUR	0,61%
ENI	XS0331141332	2017-11-14	4,75%	1250	EUR	0,21%
Repsol	XS0287409212	2017-02-16	4,75%	885,8	EUR	0,39%

Źródło: Sprawozdania finansowe spółek, Bloomberg, Szacunki Nwai DM

### Rating kredytowy vs z-spread obligacji sektora paliwowego zapadających w 2017 roku



Źródło: Sprawozdania finansowe spółek, Bloomberg, Szacunki Nwai DM

W przypadku obligacji wyemitowanych przez ENI (Baa1, stabilna) z-spread wyniósł 0,21%. Papiery wyemitowane przez Repsol (Baa2, negatywna) i PGNiG (Baa3, stabilna) mają z-spread odpowiednio na poziomie 0,39% i 0,61%, **co implikuje różnicę pomiędzy jedną kategorią ratingu a z-spread średnio o ok. 20 bps.**

Porównaliśmy również papiery spółek z sektora energetycznego zapadające w 2020 roku. W przypadku papierów wyemitowanych przez ENGIE (A1, negatywna) z-spread wyniósł 0,12%. Obligacje wyemitowane przez CEZ (Baa1, stabilna) i RWE (Baa2, negatywna) mają z-spread na poziomie 0,57% i 0,72%. Do grupy dodaliśmy także Energe (Baa1, stabilna), która ma z-spread na poziomie 1,26%. **Różnica pomiędzy CEZ (Baa1) a RWE (Baa2) wynosi 15 bps. Liniowo układa się także zależność pomiędzy ENGIE (A1) a CEZem, różnica w z-spread wynosi 0,45%, a dzielące ich 3 stopnie ratingu wskazują na średnio 15 bps różnicy na kategorię ratingu.** Energa, pomimo lepszego ratingu od RWE, dosyć znacząco odstaje od grupy pod względem wartości z-spread.

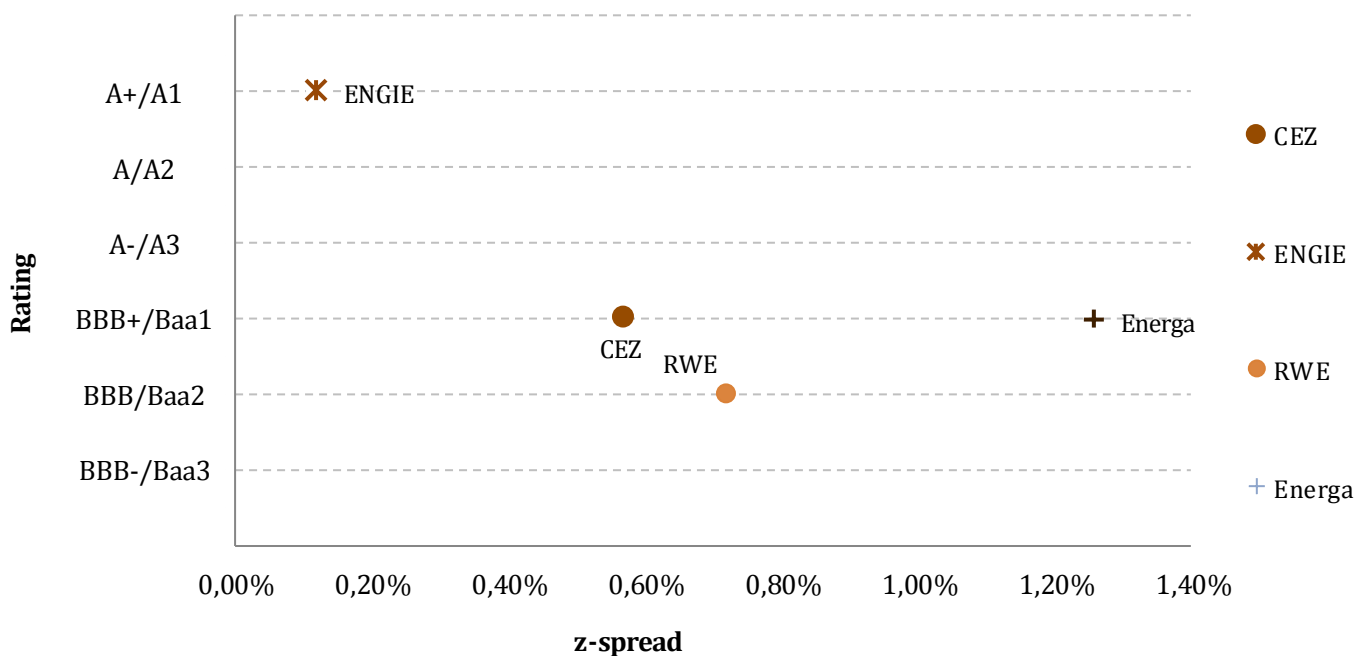
*Różnica z-spread w przypadku papierów sektora energetycznego zapadających w 2020 r. wynosi ok. 15 bps na kategorię ratingu*



Emitent	ISIN	Zapadalność	Kupon	Wartość emisji	Waluta	z-spread (13/04/16)
CEZ	XS0521158500	2020-06-29	4,63%	750	EUR	0,57%
ENGIE	FR0011147305	2020-01-21	3,13%	424	EUR	0,12%
RWE	XS0878010718	2020-01-30	1,88%	750	EUR	0,72%
Energa	XS0906117980	2020-03-19	3,25%	500	EUR	1,26%

Źródło: Sprawozdania finansowe spółek, Bloomberg, Szacunki NWA I DM

Rating kredytowy vs z-spread obligacji sektora energetycznego zapadających w 2020 roku



Źródło: Sprawozdania finansowe spółek, Bloomberg, Szacunki NWA I DM

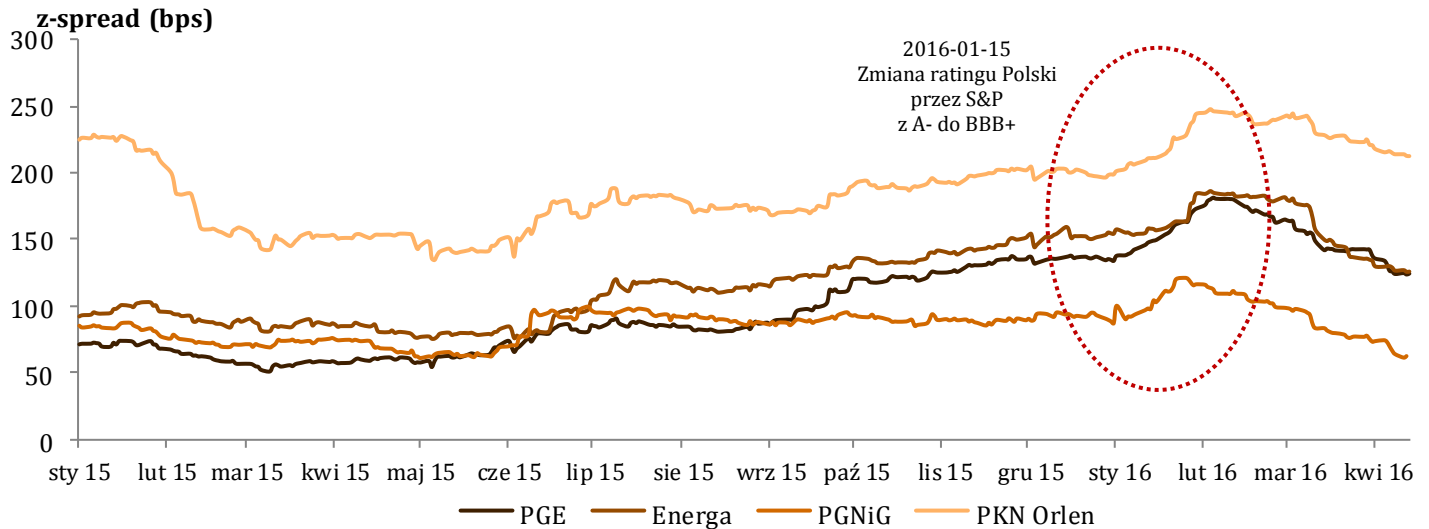
### Wpływ ratingu kredytowego kraju na koszt finansowania euroobligacjami

Agencja Standard & Poor's 15 stycznia 2016 roku obniżyła ocenę wiarygodności kredytowej Polski z poziomu A- do BBB+ z perspektywą negatywną. Była to pierwsza obniżka ratingu w historii Polski. Niższy rating kraju może oznaczać wyższy koszt emisji dłużnych papierów korporacyjnych, ponieważ jest on odnoszony do kosztu długu państwa, a ten się zwiększył. Dodatkowo, spadek ratingu poniżej „A” może ograniczyć potencjalne grono inwestorów, ponieważ część zagranicznych podmiotów ma wpisane w statutach limity zaangażowania przy danym ratingu. Wzrost kosztów finansowania odczują najmocniej spółki, których branża jest zależna od państwowych regulacji. Dlatego sektory energetyczny i paliwowy mogą odczuć najmocniej negatywne skutki obniżenia ratingu Polski. Jednak wpływ na przyszły koszt finansowania mogą dopiero poznać przy rolowaniu obecnego zadłużenia lub przy wychodzeniu z nowymi emisjami.

*Obniżenie ratingu dla Polski może spowodować mniejszy popyt na euroobligacje polskich emitentów i wyższy koszt finansowania*

Zmiana ratingu miała chwilowy wpływ na z-spread euroobligacji analizowanych emitentów. Lokalne maksimum ustanowiły w przeciągu kilkunastu dni, by później zacząć spadać. Obecnie, poza euroobligacjami Orlenu, z-spread znajduje się poniżej wartości z dnia ogłoszenia zmiany ratingu przez S&P.

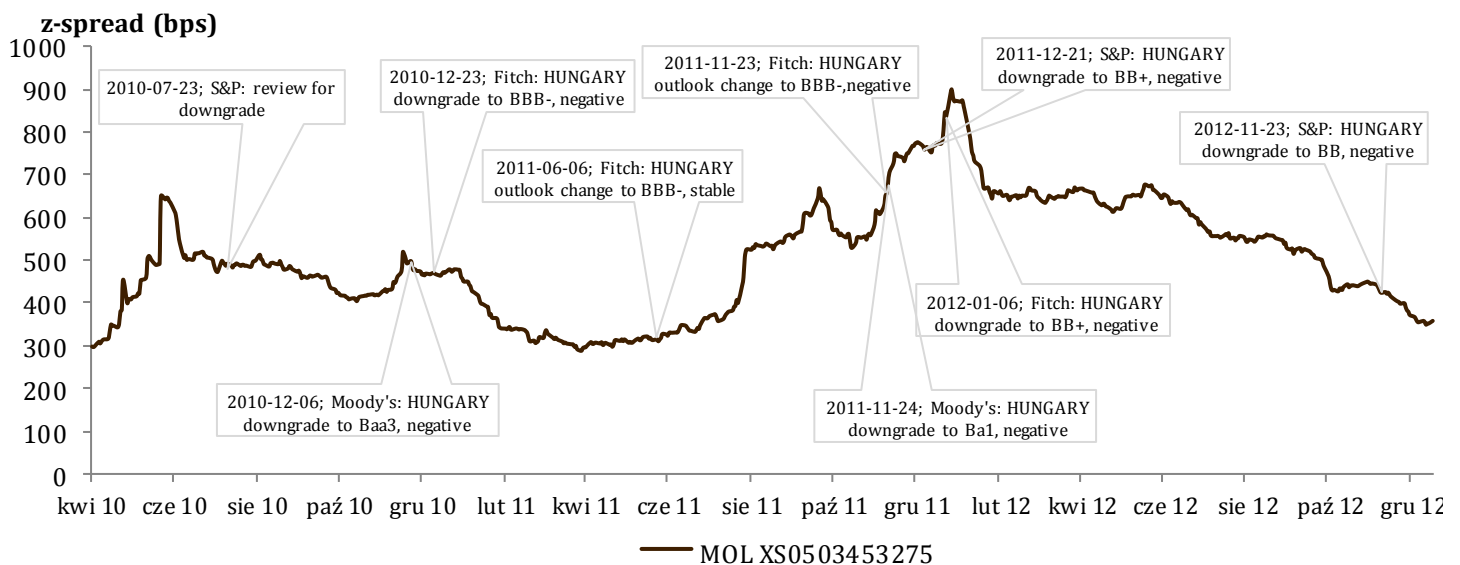
### Wpływ zmiany ratingu Polski na z-spread euroobligacji korporacyjnych



Źródło: Bloomberg, Szacunki Nwai DM

Historycznie z analogiczną sytuacją mieliśmy do czynienia w przypadku pogorszenia sytuacji gospodarczej na Węgrzech w 2011 roku. Tam, po obniżeniu ratingu krajowego do poziomu śmieciowego przez wszystkie trzy agencje, rentowności obligacji korporacyjnych powędrowały na rekordowe poziomy. Niskie ceny długu przyciągnęły inwestorów i po kilkunastu miesiącach rentowności wróciły do poprzednich wartości.

### Wpływ zmiany ratingu Węgier na z-spread euroobligacji MOŁa



Źródło: Bloomberg, S&P, Moody's, Fitch, opracowanie Nwai DM

## INDYWIDUALNE PERSPEKTYWY PODMIOTÓW

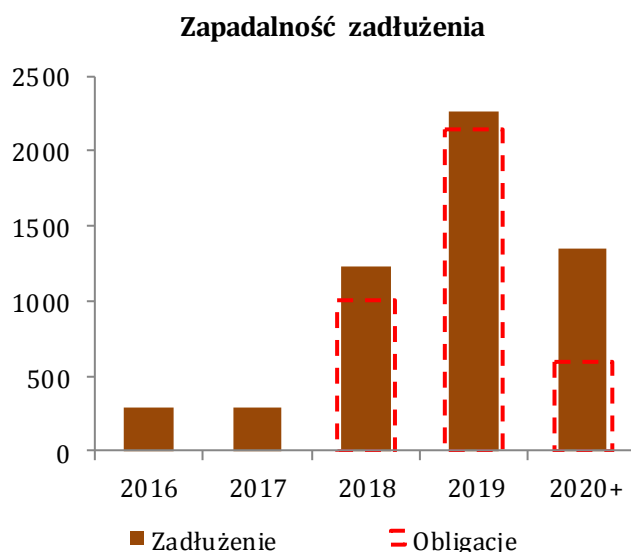
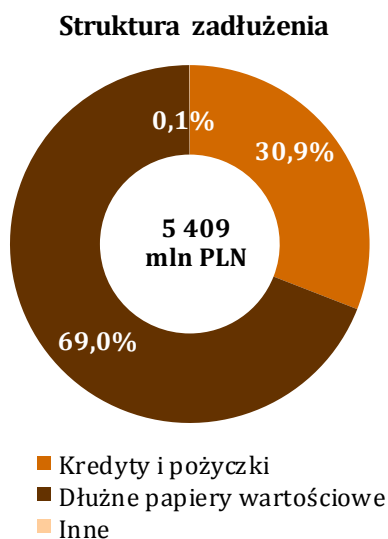
### GK PGE S.A.

PGE S.A znajduje się w najlepszej pozycji pod względem sytuacji kredytowej ze wszystkich polskich grup energetycznych. Jednak, po raz pierwszy od 5 lat, Spółka zaraportowała dług netto na koniec 2015 roku, który wyniósł 2,64 mld PLN. Główną przyczyną tej zmiany były: wysoki CAPEX (9,45 mld PLN, +49% r/r) dzięki m.in. wydatkom na budowę bloków energetycznych w Elektrowni Opole oraz pierwsza w historii Spółki zaraportowana strata netto, która wyniosła -3,4 mld PLN za sprawą odpisów aktualizujących wartość rzeczowych aktywów trwałych. Spółka jednak podzieli się zyskiem z akcjonariuszami za sprawą zmienionej polityki dywidendy, która od teraz uwzględnia wartość odpisów i koryguje wynik netto do 4,29 mld PLN, co będzie podstawą do wypłaty dywidendy.

Dane [mld PLN]	2015	2014
Przychody	28,54	28,14
EBITDA	8,23	8,13
marża EBITDA	28,8%	28,9%
Zysk netto	-3,04	3,66
CFO	6,78	6,33
CAPEX	9,45	6,35
DN/EBITDA	0,32x	-0,13x
DN/KW	0,07x	-0,02x

Źródło: PGE

### Zadłużenie finansowe na 31.12.2015 (mln PLN)



Źródło: PGE, Szacunki Nwai DM

Wartość zobowiązań finansowych PGE na koniec 2015 roku wynosi 5,41 mld PLN. Kredyty i pożyczki stanowią 30,9% struktury zadłużenia, a wyemitowane obligacje odpowiadają za 69% długu odsetkowego. Większość zobowiązań finansowych jest oprocentowana według stopy stałej (ok. 74%). Koncentracja zapadalności zadłużenia przypada na lata 2018-2019, kiedy nastąpi wykup obligacji o wartości 1 mld PLN, a w 2019 roku także euroobligacji (500 mln EUR).

### Wyemitowane obligacje

Seria / ISIN	Wartość emisji	Zapadalność	Okres	Oprocentowanie	Komentarz
PGE0618	1 000 mln PLN	2018-06-27	5 lat	WIBOR 6M + 0,70%	Catalyst
XS1075312626	500 mln EUR	2019-06-09	5 lat	1,625%	BBB+(Fitch); Baa1 (Moody's)
XS1091799061	138 mln EUR	2029-08-01	15 lat	3,00%	BBB+ (Fitch)

Źródło: PGE, Szacunki Nwai DM

Łączna wartość pozostałych do wykupu przez Spółkę obligacji to 3,73 mld PLN. Składa się na to jedna seria w ramach programu obligacji krajowych, 5-letnie papiery PGE0618 o wartości 1 mld PLN, które są notowane na Catalyst oraz dwie serie euroobligacji w ramach programu EMTN: 5-letnia emisja o wartości 500 mln EUR oraz 15-letnia emisja na kwotę 138 mln EUR. Średni ważony koszt finansowania obligacjami wynosi 2,06%.

## Rating kredytowy

PGE posiada oceny ratingowe nadane przez dwie agencje: Baa1 z perspektywą stabilną od Moody's Investors Service oraz BBB+ z perspektywą stabilną od Fitch Ratings. Obie agencje rozpoczęły wydawanie ratingu 2 września 2009 roku.

Wyszczególnienie	Moody's	Fitch
Rating długoterminowy	Baa1	BBB+
Perspektywa ratingu	stabilna	stabilna
Data nadania ratingu	2009-09-02	2009-09-02
Data ostatniego potwierdzenia ratingu	2016-02-12	2015-05-21
Data ostatniej zmiany ratingu	2014-05-26	-
Rating długoterminowy Polski	A2	A-

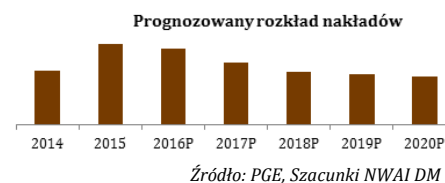
Źródło: PGE, Szacunki NWA I DM

W maju 2014 roku Moody's obniżył długoterminowy rating PGE z poziomu A3 (perspektywa stabilna) do poziomu Baa1 z perspektywą stabilną. Niższa ocena miała związek z wysokimi potrzebami inwestycyjnymi Spółki w obliczu niskich cen hurtowych energii oraz niepewności rozwoju rynku energetycznego w Polsce. Fitch w swojej historii ratingowej nie zmieniał oceny PGE.

## Przyszłe nakłady inwestycyjne i potencjalne źródła ich finansowania

Zgodnie z przyjętą strategią na lata 2014-2020, PGE realizuje intensywny program inwestycyjny o wartości 50 mld PLN, z czego na nowe konwencjonalne moce wytwórcze ma być przeznaczony 15,2 mld PLN. W 2014 roku CAPEX wyniósł 6,35 mld PLN, w poprzednim wzrósł do 9,45 mld PLN. Na rok 2016 Spółka zakłada nieznaczny spadek nakładów w stosunku do 2015 r. Głównymi wydatkami będą projekty w Turowie i Opolu (okres najwyższych nakładów). Planowane nakłady na projekt elektrowni jądrowej mogą przesunąć się na późniejsze lata, biorąc pod uwagę ostatnie wypowiedzi ministra energii oraz zapowiadany na koniec roku projekt polityki energetycznej państwa do 2050 roku.

Dodatkowym obciążeniem będzie prawdopodobny udział PGE w Polskiej Grupie Górniczej. Kwota zadeklarowanej inwestycji dla PGE wynosi 500 mln PLN, co stanowi 6% EBITDA za 2015 r. Nie jest to znacząca wielkość biorąc pod uwagę cały planowany CAPEX. Niewiadomą pozostaje możliwe późniejsze zaangażowanie w ratowanie górnictwa. PGE ma najniższe wskaźniki zadłużenia na tle innych grup energetycznych, więc teoretycznie może mieć największy udział w restrukturyzacji sektora węglowego.



W związku z zaraportowaną stratą netto za 2015 r. zarząd PGE podjął decyzję o zmianie polityki dywidendy. Nadal zakłada ona wypłatę 40-50% skonsolidowanego zysku netto, ale uwzględnia wartość dokonanych odpisów. Zakładamy, że ze względu na przyszłe potrzeby finansowe, Spółka wypłaci 40% skorygowanego zysku netto akcjonariuszom, co implikuje 0,92 PLN na akcję. Taka polityka powinna być również podtrzymana w kolejnych latach.

W 2015 roku PGE podpisała umowy dotyczące kredytów i pożyczek finansowych, których łączny limit wyniósł 9,99 mld PLN. Wśród nich znajduje się umowa na kredyt konsorcjalny o wartości 5,5 mld PLN, dwie kolejne umowy kredytowe z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym na kwotę 1,99 mld PLN i umowa kredytu inwestycyjnego z Bankiem Gospodarstwa Krajowego o wartości 500 mln PLN. Do dyspozycji pozostaje również 2,35 mld PLN limitów kredytowych w rachunku bieżącym i kredyty preferencyjne w ramach Narodowych i Wojewódzkich Funduszy Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej. Obecnie PGE prowadzi także rozmowy z Europejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju w sprawie udzielenia kredytu w wysokości 500 mln PLN na modernizację i rozbudowę sieci przesyłowych.

Możliwym źródłem finansowania jest wykorzystanie programów emisji obligacji. W ramach programu obligacji krajowych o maksymalnej wartości 5 mld PLN Spółka do tej pory wyemitowała 1 mld PLN długu. Bardziej prawdopodobna wydaje się jednak emisja euroobligacji w ramach programu EMTN. Dotychczas wyemitowano 638 z 2 000 mln EUR. We wrześniu 2015 r. Fitch nadał rating BBB+ dla planowanej emisji euroobligacji. Spodziewamy się wyjścia po ten rodzaj długu w przypadku poprawy warunków rynkowych i dodatkowych potrzeb finansowych. Jednak prawdopodobnie ciężko będzie powtórzyć sukces oferty z 2014 roku, kiedy PGE uplasowała euroobligacje za 500 mln EUR przy popycie na ponad 4,3 mld EUR. Wówczas rentowność obligacji wyniosła 98 pb. powyżej mid-SWAP (kupon 1,625%).

Docelowa struktura finansowania zewnętrznego zakłada równy udział obligacji i kredytów bankowych. Obecnie dłużne papiery wartościowe stanowią 69% w strukturze długu. Aktualnie PGE ma zabezpieczone finansowanie na kolejne 2 lata i prawdopodobnie nie będzie wychodzić w najbliższym czasie po dodatkowe finansowanie zewnętrzne.

***PGE ma zabezpieczone  
finansowanie zewnętrzne na  
najbliższe 2 lata***

## GK Energa S.A.

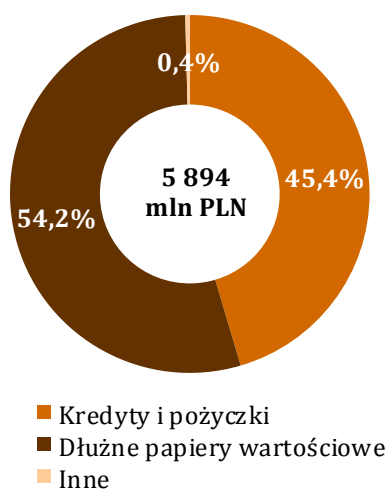
Na przestrzeni ostatnich lat Energa chętnie korzystała z finansowania zewnętrznego i powiększała poziom zadłużenia. Przy rosnącym wyniku EBITDA pozwalało to utrzymywać wskaźniki zadłużenia na bezpiecznych poziomach. W ubiegłym roku trudne otoczenie sprawiło spadek EBITDA o 5%, a zobowiązania finansowe dalej rosły. Obecnie całkowite zadłużenie odsetkowe Grupy wynosi 5,89 mld PLN. Wskaźnik dług netto / EBITDA na koniec 2015 r. osiągnął wartość 1,92x. Spółka realizuje ambitny program inwestycyjny, na który w 2015 roku zostały poniesione nakłady w wysokości 1,58 mld PLN. Do tego chce się włączyć Skarb Państwa, pragnący za pomocą Energi, ratować polskie górnictwo. Inwestycja w PGG, a w dłuższej perspektywie budowa bloku C w Elektrowni Ostrołęka może znacząco zadłużyć Grupę. Jeśli dojdzie do realizacji tych pomysłów, Spółka będzie zmuszona obciążyć planowane nakłady inwestycyjne, zmniejszyć lub zaprzestać płać dywidendy i szukać finansowania do tychże inwestycji.

Dane [mld PLN]	2015	2014
Przychody	10,80	10,59
EBITDA	2,20	2,31
marża EBITDA	20,3%	21,8%
Zysk netto	0,84	1,01
CFO	1,60	1,95
CAPEX	1,58	1,48
DN/EBITDA	1,92x	1,65x
DN/KW	0,48x	0,45x

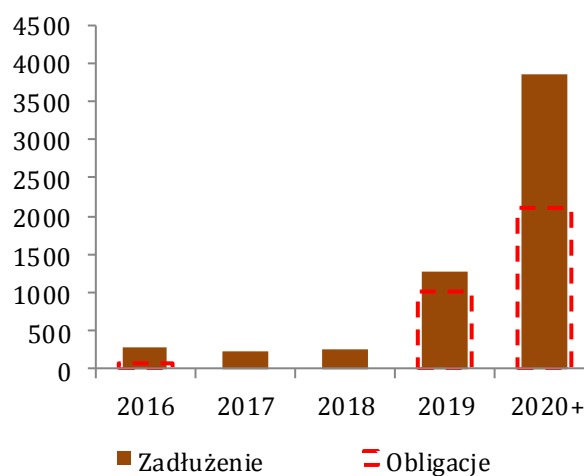
Źródło: Energa

### Zadłużenie finansowe na 31.12.2015 (mln PLN)

Struktura zadłużenia



Zapadalność zadłużenia



Źródło: Energa, Szacunki Nwai DM

Dług odsetkowy Energi na koniec 2015 roku wynosi 5,89 mld PLN. Udział kredytów i pożyczek w strukturze zadłużenia znajduje na poziomie 45,4%, dłużne papiery wartościowe odpowiadają za 54,2% zobowiązań finansowych. Średni koszt długu Grupy Energa wynosi 3,83%. Ponad 69% zadłużenia odsetkowego jest oprocentowana według stopy stałej. Koncentracja zapadalności zadłużenia przypada na lata 2019-2020. W październiku 2019 r. zapadają obligacje o wartości 1 mld PLN, a w 1Q 2020 r. wyemitowane euroobligacje (500 mln EUR).

### Wyemitowane obligacje

Seria / ISIN	Wartość emisji	Zapadalność	Okres	Oprocentowanie	Komentarz
ENG1019	1 000 mln PLN	2019-10-19	7 lat	WIBOR 3M + 1,50%	Catalyst; BBB (Fitch)
XS0906117980	500 mln EUR	2020-03-19	7 lat	3,25%	BBB (Fitch); Baa1 (Moody's)

Źródło: Energa, Szacunki Nwai DM



Energa posiada obecnie dwie serie obligacji w obrocie. Krajowa emisja ENG1019 o wartości 1 mld PLN jest notowana na Catalyst, jest oprocentowana wg stawki WIBOR 3M + 1,50%. Druga emisja to 7-letnie euroobligacje, uplasowane w ramach programu EMTN, są notowane na giełdzie w Luksemburgu. Ich kupon jest stały i wynosi 3,25%. Rentowność euroobligacji podczas emisji wyniosła 3,298% (200 pb. powyżej mid-SWAP). Wyemitowane przez Spółkę papiery dłużne mają wartość 3,19 mld PLN. Średni ważony koszt finansowania obligacjami wynosi 3,22%.

*OFE objęły 80% emisji obligacji serii ENG1019, obecnie ich udział stanowi 32,6%*

## Rating kredytowy

Energa ma przyznane oceny ratingowe przez dwie agencje: Baa1 z perspektywą stabilną od Moody's Investors Service oraz BBB z perspektywą stabilną od Fitch Ratings.

Wyszczególnienie	Moody's	Fitch
Rating długoterminowy	Baa1	BBB
Perspektywa ratingu	stabilna	stabilna
Data nadania ratingu	2011-12-23	2012-01-19
Data ostatniego potwierdzenia ratingu	2016-02-13	2015-11-27
Data ostatniej zmiany ratingu	-	2012-10-12
Rating długoterminowy Polski	A2	A-

Źródło: Energa, Szacunki Nwai DM

W grudniu 2011 roku Moody's przyznał Spółce rating inwestycyjny na poziomie Baa1 z perspektywą negatywną, co odzwierciedlało niepewność związaną ze strukturą właścicielską Grupy. Po przeprowadzonym IPO nastąpiła zmiana outlooku na stabilny. Agencja Fitch rozpoczęła wydawanie ratingu od oceny BBB- z perspektywą stabilną od stycznia 2012 roku. Podniesienie ratingu na BBB nastąpiło w październiku tego samego roku, w wyniku rewizji oceny wiarygodności kredytowej Grupy.

## Przyszłe nakłady inwestycyjne i potencjalne źródła ich finansowania

Strategia Grupy na lata 2013-2020, zaktualizowana o Wieloletni Program Inwestycji Strategicznych w 2014 roku, zakłada łączne nakłady inwestycyjne w wysokości ok. 18,2 mld PLN. Inwestycje podstawowe głównie w segment dystrybucji i wytwarzania mają wynieść 11,8 mld PLN, a dodatkowe inwestycje rozwojowe 6,4 mld PLN w latach 2015-2022 (m.in. OZE, akwizycje, projekty badawczo-rozwojowe). Dotychczas poniesiony CAPEX wyniósł 1,48 mld PLN w 2014 r. i 1,58 mld PLN w 2015 roku. W obecnym roku Energa planuje przeznaczyć wyższą kwotę nakładów niż w poprzednim. Najważniejszymi inwestycjami będą projekty związane z rozbudową i modernizacją sieci dystrybucyjnej oraz wdrażaniem systemu inteligentnego opomiarowania.

Energa jest również zaangażowana w inwestycję w Polską Grupę Górniczą. Zgodnie z wypowiedzią prezesa, udział Energi wyniesie do 600 mln PLN. Jest to równowartość 27% wyniku EBITDA za 2015 r. Energa „dorzuca” więc najwięcej do ratowania PGG. Nasuwa się wręcz pytanie, dlaczego Spółka, której 42% produkcji

energii elektrycznej pochodzi z OZE i jej roczne zapotrzebowanie na węgiel wynosi tylko 1,2 mln ton, ma największy udział w inwestycji w PGG? Może się to wiązać z kontynuacją projektu budowy nowego bloku w Ostrołęce, który został zawieszony w 2012 roku. Nowy rząd uznał projekt Ostrołęka za kluczowy i wpisuje się on w rządową strategię budowania bezpieczeństwa energetycznego państwa w oparciu o węgiel z polskich kopalń. Wartość całego przedsięwzięcia może oscylować w granicach 6 mld PLN. Taki ciężar finansowy nie byłby możliwy do udźwignięcia przez Energe bilansowo, stąd wysoce prawdopodobna jest realizacja projektu razem z partnerem branżowym lub finansowym w formule 50:50 lub podobnej.

Grupa jest także zainteresowana nabyciem aktywów kogeneracyjnych od EDF w Polsce. Dodatkowo z inwestycją wiązały by się spore nakłady odtworzeniowe. Na chwilę obecną aktywa te nie były jeszcze wystawione do sprzedaży przez koncern EDF. Akwizycja mogłyby poniekąd wpisywać się w przyjętą strategię rozwoju grupy (pula środków na dodatkowe inwestycje rozwojowe o wartości 6,4 mld PLN, w tym akwizycje).

Do tej pory Energa dzieliła się z akcjonariuszami wysoką dywidendą, Wskaźnik wypłaty dywidendy osiągnął wartość 56-59% w latach 2013-2014. Wstępne zapowiedzi prezesa mówią o wypłacie ponad 500 mln PLN z zysku netto za 2015 r., co by oznaczało wskaźnik na poziomie powyżej 59%. W przypadku realizacji części z rozważanych opcji inwestycyjnych, Spółka będzie zmuszona ograniczyć CAPEX w jednym z segmentów i zredukować swoją politykę dywidendową.

Wartość pozostających do dyspozycji Grupy limitów kredytowych na 31 grudnia 2015 roku wynosi 4 763 mln PLN, obecny poziom ich wykorzystania to 57,4%. Oznacza to, że Spółka ma dostęp do ok. 2 mld PLN środków z instytucji finansowych. Wśród głównych umów kredytowych są: kredyty na finansowanie programu inwestycyjnego od EBOR - łącznie dostępne ponad 700 mln PLN z limitu ponad 2,3 mld PLN; kredyt inwestycyjny od EBI z limitem 1 000 mln PLN (pozostało 200 mln PLN); umowy kredytowe z bankami PKO i Pekao, nie wykorzystane limity o wartości odpowiednio 300 i 500 mln PLN.

Energa ma ustanowiony program emisji obligacji krajowych w kwocie 4 mld PLN. W ramach programu Spółka wyemitowała w październiku 2012 roku 7-letnie papiery o wartości 1 mld PLN. Program emisji euroobligacji średnioterminowych EMTN został ustanowiony na maksymalną kwotę 1 mld EUR. W dniu 19 marca 2013 roku Spółka wyemitowała jedną serię euroobligacji w kwocie 500 mln EUR i terminie wykupu 19 marca 2020 roku.

***Dodatkowe inwestycje będą wymuszały pozyskanie finansowania zewnętrznego przez Energe***

Spółka ma zabezpieczone finansowanie bankowe i możliwe do wykorzystania programy obligacji, by sfinansować bieżące potrzeby. Wiele będzie zależeć od dodatkowych nakładów inwestycyjnych. Determinantą w tym zakresie może być zapowiadana na II kwartał obecnego roku aktualizacja strategii Grupy do 2020 roku.

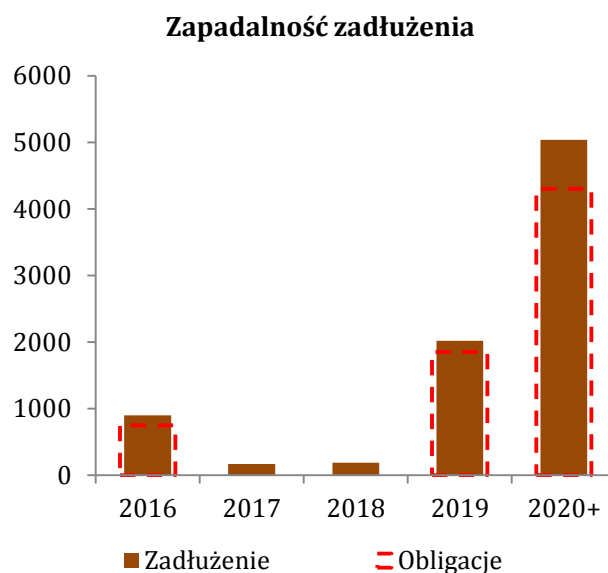
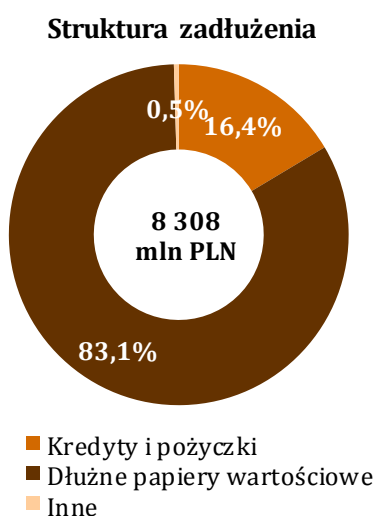
## GK Tauron Polska Energia S.A.

Najmocniej zadłużona krajowa grupa energetyczna udanie refinansowała część zapadającego zadłużenia w bieżącym roku. Chociaż wskaźniki zadłużenia znajdują się na wysokich poziomach (DN/EBITDA na koniec 2015 r. wyniósł 2,2x) to podpisany program o wartości 6,3 mld PLN powinien zapewnić chwilę oddechu władzom Spółki i dać czas na pochylenie się nad aktualizacją strategii Grupy. Po wstrzymaniu lub opóźnieniu pewnych projektów (np. Elektrownia w Łagiszy, kopalnie Janina i Sobieski) poziom CAPEX-u może zostać zredukowany i nie dojdzie do złamania kowenantów. Dodatkowo, Spółka ze względu na zadłużenie i przejętą kopalnię Brzeszcze, może nie angażować się dalej w ratowanie polskiego górnictwa. Byłoby to zbawienne, gdyż nakłady inwestycyjne na nowy blok w Elektrowni Jaworzno wejdą w najwyższą fazę. Zapowiedziana na II kwartał obecnego roku aktualizacja strategii Grupy może też przynieść zmiany w polityce dywidendy.

Dane [mld PLN]	2015	2014
Przychody	18,38	18,58
EBITDA	3,52	3,69
marża EBITDA	19,2%	19,9%
Zysk netto	-1,80	1,19
CFO	3,39	2,62
CAPEX	4,18	3,09
DN/EBITDA	2,20x	1,80x
DN/KW	0,48x	0,37x

Źródło: Tauron

### Zadłużenie finansowe na 29.02.2016\* (mln PLN)



Źródło: Tauron, Szacunki Nwai DM

\*29.02.2016 r. Tauron dokonał częściowego refinansowania zadłużenia. Na koniec 2015 roku wynosiło 8,08 mld PLN, struktura nie uległa zmianie.

Zadłużenie finansowe Grupy na dzień 29 lutego 2016 roku wynosi 8,31 mld PLN. Dłużne papiery wartościowe odpowiadają za 83,1% struktury długu, co jest największą wartością wśród analizowanych spółek. Ponad 75% zobowiązań finansowych jest oprocentowane według stopy zmiennej. Po udanym refinansowaniu części obligacji w dniu 29.02.2016r., średnioważona zapadalność długu wynosi 63 miesiące. W IV kwartale bieżącego roku przypada wykup pozostałych 750 mln PLN refinansowanych papierów. Koncentracja zapadalności przypada na lata 2019-2020, kiedy nastąpi wykup dwóch serii obligacji o wartości odpowiednio 1,75 i 2,25 mld PLN.

## Wyemitowane obligacje

Seria / ISIN	Wartość emisji	Zapadalność	Okres	Oprocentowanie	Komentarz
TAU1216	750 mln PLN	2016-12-12	5 lat	WIBOR 6M + marża	pozostało 750 z 3 000 mln PLN
TPE1119	1 750 mln PLN	2019-11-04	5 lat	WIBOR 6M + 0,90%	3,0x DN/EBITDA; BBB (Fitch)
Program BGK	łącznie 1 420 mln PLN	od 2019-12-20 do 2028-12-20	5-13 lat	WIBOR 6M + marża	10 serii po 100 mln i 6 serii po 70 mln PLN, o różnych tenorach
seria D	2 250 mln PLN	2020-12-29	5 lat	WIBOR 6M + marża	3,5x DN/EBITDA
Euroobligacje	168 mln EUR	2029-12-03	15 lat	stałe	emisja obligacji inmiennych (NSV)

Źródło: Tauron, Szacunki Nwai DM

Suma aktualnie wyemitowanych obligacji to 6,91 mld PLN. Programy bankowe odpowiadają za 3 mld PLN długu. Są to pozostałe do wykupu w 2016 roku papiery serii B (TAU1216) o wartości 750 mln PLN oraz 2 250 mln PLN nowych obligacji serii D, wyemitowanych 29 lutego 2016 r. Papiery są oparte na stopie WIBOR 6M i powiększone o stałą marżę, zostały objęte przez instytucje finansowe. W ramach programu rynkowego wyemitowano obligacje o wartości 1,75 mld PLN skierowane do inwestorów instytucjonalnych. Seria TPE1119, oprocentowana 0,90% powyżej WIBOR 6M, jest notowana na Catalyst. Emisja otrzymała rating BBB od agencji Fitch Ratings. Dodatkowo, Spółka w ramach umowy z BGK wyemitowała łącznie 1 420 mln PLN papierów wartościowych. Składa się na to 10 transz o wartości 100 mln PLN i 6 transz o wartości 70 mln PLN, z terminami wykupu od 2019 do 2028 roku. Grupa wyemitowała także obligacje imienne (NSV) na rynku niemieckim o wartości 168 mln EUR, które były skierowane do niemieckich inwestorów.

## Rating kredytowy

Tauron posiada ocenę wiarygodności kredytowej na poziomie BBB z perspektywą negatywną przez agencję Fitch Ratings.

Wyszczególnienie	Fitch
Rating długoterminowy	BBB
Perspektywa ratingu	negatywna
Data nadania ratingu	2010-04-08
Data ostatniego potwierdzenia ratingu	2015-10-27
Data ostatniej zmiany ratingu	-
Rating długoterminowy Polski	A-

Źródło: Tauron, Szacunki Nwai DM

27 października 2015 r. Fitch zmienił perspektywę ze stabilnej na negatywną. Swoją decyzję uzasadnia przewidywanym spadkiem średniego ważonego kosztu kapitału (WACC) w segmencie dystrybucji energii elektrycznej od 2016 roku oraz przejściem części aktywów generującej straty kopalni węgla kamiennego Brzeszcze. Powrót perspektywy na poprzedni poziom jest możliwy w przypadku ograniczenia planów inwestycyjnych oraz redukcji zadłużenia (wysoki wskaźnik DN/EBITDA).

## **Przyszłe nakłady inwestycyjne i potencjalne źródła ich finansowania**

Strategia Korporacyjna Grupy Tauron zakłada łączne nakłady inwestycyjne w latach 2014-2023 w kwocie ok. 37 mld PLN, w tym ok. 29 mld PLN przypada na lata 2014-2020. Głównym celem jest uruchomienie nowych mocy wytwórczych na poziomie 2 200 MW. Kluczowe inwestycje obejmują: budowę bloku energetycznego o mocy 910 MW w Elektrowni Jaworzno III, budowa bloku gazowo-parowego klasy 413 MWe w Elektrowni Łagisza oraz inwestycje w rozwój sieci dystrybucyjnej umożliwiające przyłączenie nowych źródeł oraz modernizację i odtworzenie istniejącego majątku.

W 2015 r. nakłady inwestycyjne Grupy wyniosły 4,18 mld PLN, co stanowi wzrost o 35% w stosunku do 2014 roku. Największą część nakładów pochłonęła budowa nowego bloku w Elektrowni Jaworzno III oraz modernizacja i odtworzenie majątku sieciowego. Szczyt wydatków inwestycyjnych przypada na lata 2016-2018, stąd w tych latach należy spodziewać się wyższego niż poprzednio poziomu CAPEXu. Sam projekt bloku w Jaworznie ma wartość 6,2 mld PLN, a obecny poziom zaawansowania prac wynosi jedynie 14%.

Podpisana umowa przejęcia kopalni Brzeszcze, choć jest postrzegana jako inwestycja spisana na straty, ogranicza ryzyko dalszego angażowania się w ratowanie polskich kopalń. Kwota niezbędnych do poniesienia nakładów oscyluje w granicach 200-250 mln PLN, z czego większość przypadnie na obecny rok. Aby jednak uniknąć przekroczenia kowenantów (3,0x DN/EBITDA), Spółka będzie zmuszona obniżyć CAPEX rezygnując z pewnych projektów. Do końca II kwartału Grupa ma przedstawić zaktualizowaną strategię korporacyjną, gdzie mają zostać poddane analizie projekty, szczególnie te o niskim stopniu zaawansowania prac np. Łagisza. Rezygnacja lub zawieszenie tego przedsięwzięcia oznacza mniejsze nakłady o 600-750 mln PLN (projekt miał powstać razem z PIR w formule 50:50).

W zaktualizowanej strategii ma zmienić się polityka dywidendowa Grupy, która zakłada obecnie wypłatę 40-50% skonsolidowanego zysku. Za ubiegły rok, gdzie po odpisach aktualizacyjnych wynik netto wyniósł -1,8 mld PLN, zarząd rekomenduje wypłatę 175 mln PLN z kapitału zapasowego. Ze względu na wysoki poziom zadłużenia spodziewamy się zdecydowanego zmniejszenia strumienia płatności dla akcjonariuszy w przyszłości.

Na dzień 29.02.2016 r. kwota dostępnego finansowania Grupy wynosi 4,6 mld PLN. Spółka zawarła aneks do umowy z BGK i program emisji obligacji został zwiększony do 1,7 mld PLN. Do wykorzystania pozostało jeszcze 280 mln PLN. Tauron ma podpisany program emisji obligacji z instytucjami finansowymi o wartości 6,27 mld PLN. Spółka wyemitowała z tego tytułu obligacje o wartości 2,25 mld PLN, które posłużyły na wykup części zapadających w 2016 r. obligacji. Po rolowaniu obligacji średni termin zapadalności zadłużenia przesunął się i obecnie Spółka prawdopodobnie nie będzie wychodzić po nowy dług. Dopiero w 2019 roku zapadają papiery w większej wartości (1,75 mld PLN) i tam możemy spodziewać się kolejnego refinansowania.

*Udane refinansowanie  
zadłużenia wydłużyło średni  
termin zapadalności, a nowo  
podpisane umowy  
gwarantują środki na dalsze  
inwestycje*

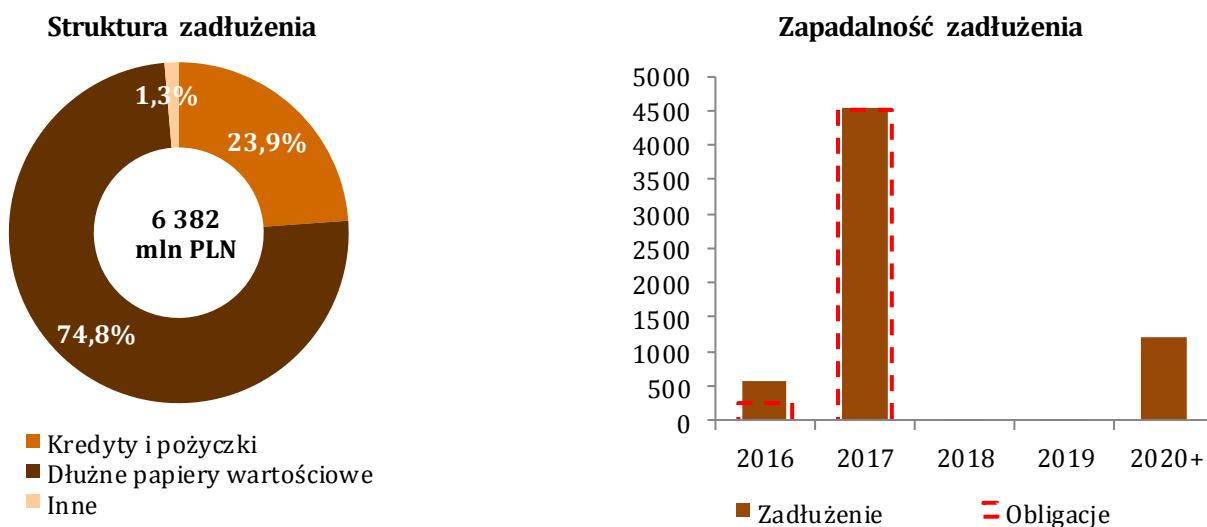
## GK PGNiG S.A.

Sytuacja kredytowa w PGNiG na koniec 2015 roku przedstawia się bardzo dobrze. Zadłużenie finansowe netto wynosi 143 mln PLN, przez co wskaźniki zadłużenia są na poziomie zbliżonym do zera. Spółka posiada wysoką ilość gotówki (6,2 mld PLN), co pozwala na wysoką elastyczność w zarządzaniu Grupą. Zdrowy bilans dostrzegł również największy akcjonariusz i zamierza to wykorzystać do swoich celów strategicznych (niekoniecznie spójnych z celami Spółki). Zaangażowanie w plan naprawczy dla polskiego górnictwa póki co nie jest wielkie (odnosząc do możliwości Spółki), ale może spowodować pogorszenie sytuacji kredytowej. Zwłaszcza, jeśli weźmie się pod uwagę czynniki zagrażające za rogiem niekorzystne otoczenie makro i trwający proces liberalizacji polskiego rynku gazu. PGNiG ma również w planie budowę bloku gazowo-parowego w EC Żerań, który pochłonie ok. 1,7 mld PLN, oraz przygląda się rynkowi w celu poszukiwania okazji do zakupu aktywów ciepłowniczych.

Dane [mld PLN]	2015	2014
Przychody	36,46	34,30
EBITDA	6,08	6,35
marża EBITDA	16,7%	18,5%
Zysk netto	2,14	2,82
CFO	7,26	6,98
CAPEX	3,32	3,93
DN/EBITDA	0,02x	0,45x
DN/KW	0,00x	0,10x

Źródło: PGNiG

### Zadłużenie finansowe na 31.12.2015 (mln PLN)



Źródło: PGNiG, Szacunki Nwai DM

Suma zobowiązań finansowych na dzień 31 grudnia 2015 roku wynosi 6,38 mld PLN, z czego wartość dłużnych papierów wartościowych stanowi 74,8%, zaś 23,9% to zaciągnięte kredyty. Prawie 2/3 zobowiązań finansowych jest oprocentowana według stopy zmiennej. Koncentracja zapadalności zadłużenia przypada na rok 2017, wtedy to zapadają dwie serie obligacji: denominowane w EUR obligacje o wartości 500 mln EUR (luty '17) i krajowe papiery o wartości 2,5 mld PLN (czerwiec '17).

### Wyemitowane obligacje

Seria / ISIN	Wartość emisji	Zapadalność	Okres	Oprocentowanie	Komentarz
XS0746259323	500 mln EUR	2017-02-10	5 lat	4,00%	Baa3 (Moody's)
PGN0617	2 500 mln PLN	2017-06-19	5 lat	WIBOR 6M + 1,25%	Catalyst

Źródło: PGNiG, Szacunki Nwai DM



Spółka ma aktualnie 2 serie wyemitowanych obligacji. Pierwsza to 5-letnie euroobligacje o wartości 500 mln EUR. Mają one stały kupon w wysokości 4% rocznie. Druga to krajowe papiery PGN0617 o wartości 2,5 mld PLN, oparte na stopie WIBOR 6M powiększone o marżę w wysokości 1,25%. Są one notowane na Catalist. Średni ważony koszt finansowania obligacjami wynosi 3,45%.

## Rating kredytowy

Grupa posiada rating inwestycyjny na poziomie Baa3 z perspektywą stabilną od agencji Moody's Investors Service.

Wyszczególnienie	Moody's
Rating długoterminowy	Baa3
Perspektywa ratingu	stabilna
Data nadania ratingu	2001-01-08
Data ostatniego potwierdzenia ratingu	2014-09-30
Data ostatniej zmiany ratingu	2014-05-26
Rating długoterminowy Polski	A2

Źródło: PGNiG, Szacunki NWAi DM

We wrześniu 2014 roku Moody's obniżył długoterminowy rating PGNiG z poziomu Baa2 (perspektywa negatywna) do poziomu Baa3 z perspektywą stabilną. Niższa ocena miała związek ze zmiennością zysku netto koncernu i uzależnieniu od importu gazu z Rosji. Wcześniej, w listopadzie 2012 r., Moody's obciął rating z poziomu Baa1 (perspektywa negatywna) do Baa2 (perspektywa negatywna).

Spółka, do dnia 29.01.2016 r. posiadała również rating nadany przez Standard & Poor's. W chwili wycofania umowy z S&P, PGNiG miało rating na poziomie BBB- z perspektywą stabilną nadany 28.11.2012 r.

## Przyszłe nakłady inwestycyjne i potencjalne źródła ich finansowania

PGNiG jako pierwsza z dużych państwowych spółek przedstawiła zapowiadaną aktualizację przyjętej Strategii na lata 2014-2022. Zmian nie było dużo i dotyczyły głównie otoczenia makroekonomicznego (wahania cen surowców na rynkach światowych). Program inwestycyjny zakłada wydatki rzędu 40-50 mld PLN w okresie objętym strategią. Wskaźnik długu netto do EBITDA ma utrzymywać się poniżej poziomu 2,0x, przy utrzymaniu dotychczasowej polityki dywidendowej.

W 2015 roku nakłady inwestycyjne wyniosły 3,32 mld PLN, co stanowi spadek o 15% względem 2014 r. PGNiG spodziewa się stabilnych nakładów w 2016 roku, mają być one zbliżone do tych w poprzednich latach, z wyłączeniem potencjalnych akwizycji w segmencie ciepłownictwa i energii elektrycznej. Głównymi inwestycjami Grupy będą: poszukiwania i wydobywania gazu ziemnego i ropy oraz dalsza rozbudowa infrastruktury dystrybucyjnej. W segmencie wytwarzania uzyskano pozwolenie na budowę bloku gazowo-parowego w EC Żerań (450 MWe), którego budowa może kosztować ok. 1,7 mld PLN. Planowany termin oddania bloku do eksploatacji to 2018 rok. Dodatkowo PGNiG wspólnie z Tauronem będą

kontynuować budowę bloku gazowo-parowego w Stalowej Woli, co będzie podstawą dodatkowych nakładów inwestycyjnych.

Jedną z kluczowych inicjatyw strategicznych jest rozwój nowych obszarów działalności – dystrybucji ciepła poprzez przecięcia aktywów ciepłowniczych. PGNiG Termika, w ramach zaangażowania w planie naprawczym dla JSW, złożyła ofertę nabycia ciepłowni od JSW. Choć wartość transakcji nie jest znana, rynek szacuje ją na kilkaset mln PLN. Spółka również jest zainteresowana aktywami ciepłowniczymi, które niebawem zostaną wystawione na sprzedaż przez koncern EDF.

PGNiG Termika zaangażowała się również w Polską Grupę Górniczą. Kwota zadeklarowanej inwestycji wynosi 400 mln PLN, co stanowi 6,6% EBITDA Grupy za 2015 r. Biorąc pod uwagę bardzo niski poziom zadłużenia, nie stanowi to wielkiego zagrożenia, jedynie rodzi obawy o dalsze możliwe zaangażowanie w ratowanie polskiego górnictwa.

Spółka podczas aktualizacji strategii nie zmieniła polityki dywidendy, która zakłada przeznaczanie do 50% skonsolidowanego zysku netto dla akcjonariuszy. Spółka, na koniec 2015 roku, wygląda bardzo dobrze bilansowo (w przeciwieństwie do np. grup energetycznych), więc pozwala na wypłatę stosunkowo dużej dywidendy. Spodziewamy się, że przez duży udział Skarbu Państwa w akcjonariacie (70,8%), wartość wypłacanej dywidendy będzie na maksymalnym dopuszczalnym poziomie, ze względu na wysokie potrzeby wydatkowe rządu, które muszą znaleźć swoje finansowanie.

Spółka ma zagwarantowany dostęp do długoterminowych źródeł finansowania. Dostępne programy mają wartość 14,7 mld PLN (w tym 9,7 mld gwarantowane). Wśród potencjalnych źródeł finansowania są: programy obligacji na łączną kwotę 8,5 mld PLN (wykorzystanie 110 mln PLN); program obligacji krajowych o wartości 4,5 mld PLN (wyemitowane 2,5 mld PLN); program emisji obligacji z BGK o wartości 1 mld PLN; program emisji euroobligacji o wartości 1,2 mld EUR (wyemitowane 500 mln EUR); przyznane linie kredytowe w wysokości 2,35 mld PLN (wykorzystane prawie 1,5 mld PLN).

W bieżącym roku nie spodziewamy się zaciągania nowego zadłużenia przez Grupę. W 2017 roku przypada spłata dwóch wyemitowanych serii obligacji o łącznej wartości ponad 4,5 mld PLN. Spółka ma obecnie wystarczające środki by to spłacić. Przyszłe zaciąganie długu będzie zależeć więc od potencjalnych akwizycji i finalnej skali udziału w restrukturyzacji górnictwa.

*Przyszłe potrzeby finansowe PGNiG będą zależeć od potencjalnych akwizycji i skali udziału w restrukturyzacji górnictwa*

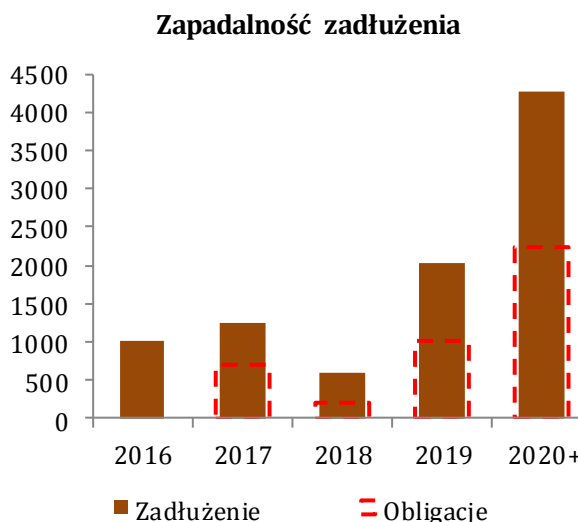
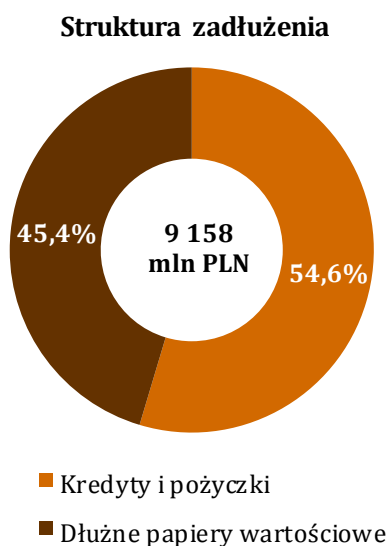
## GK PKN ORLEN S.A.

Bardzo korzystne otoczenie makro sprzyjało w osiągnięciu wysokich zysków i przepływów z działalności operacyjnej. Dokładając do tego udane pozyskiwanie finansowania zewnętrznego w latach 2013-2014, Orlen ma zabezpieczone środki na realizację swojego programu inwestycyjnego, który zakłada łączne wydatki w latach 2014-2017 w wysokości 16,3 mld PLN. Na 2016 rok zakładany poziom nakładów to 5,4 mld PLN. Kluczowymi inwestycjami będą zakłady Polietylen3 i Steam Cracker w Czechach (oba po 0,6 mld PLN) i budowa elektrociepłowni CCGT w Płocku (1 mld PLN). Obecny poziom zadłużenia pozostaje poniżej wyznaczonych poziomów w strategii: dźwignia finansowa wynosi 28%, a wskaźnik dług netto / EBITDA 0,94x. Spółka zapowiedziała przedstawienie zaktualizowanej strategii na lata 2016-2020 na druga połowę roku. Główne zmiany mają dotyczyć dostosowania się do obecnej sytuacji makro. Pytanie tylko, czy nie zobaczymy tam również innych, mniej spójnych z podstawową działalnością Grupy, pomysłów...

Dane [mld PLN]	2015	2014
Przychody	88,34	106,83
EBITDA	7,23	2,64
marża EBITDA	8,2%	2,5%
Zysk netto	3,23	-5,83
CFO	5,35	3,19
CAPEX	3,18	3,79
DN/EBITDA	0,94x	2,55x
DN/KW	0,28x	0,33x

Źródło: PKN Orlen

### Zadłużenie finansowe na 31.12.2015 (mln PLN)



Źródło: PKN Orlen, Szacunki NWA I DM

Suma zadłużenia odsetkowego Orlenu na koniec 2015 roku wynosi 9,16 mld PLN. Kredyty i pożyczki stanowią 54,6% w strukturze zadłużenia. Wyemitowane obligacje odpowiadają za 45,4% długu odsetkowego. Spółka opiera swoje finansowanie w większości o zmienne stopy procentowe (79%). Średni termin zapadalności źródeł finansowania to IV kwartał 2019 r. Największa transza spłaty zadłużenia przypada na rok 2019, kiedy nastąpi wykup obligacji o wartości 1 mld PLN oraz spłata części kredytów konsorcjalnych. W 2021 roku nastąpi także wykup euroobligacji (500 mln EUR).

## Wyemitowane obligacje

Seria / ISIN	Wartość emisji	Zapadalność	Okres	Oprocentowanie	Komentarz
PKN0517	200 mln PLN	2017-05-28	4 lata	WIBOR 6M + 1,50%	
PKN0617	200 mln PLN	2017-06-03	4 lata	WIBOR 6M + 1,50%	
PKN1117	200 mln PLN	2017-11-06	4 lata	WIBOR 6M + 1,40%	6 serii obligacji detalicznych Catalyst; A- (pol) (Fitch)
PK11117	100 mln PLN	2017-11-14	4 lata	WIBOR 6M + 1,30%	
PKN0418	200 mln PLN	2018-04-02	4 lata	WIBOR 6M + 1,30%	
PKN0420	100 mln PLN	2020-04-09	6 lat	5,00%	
PKN0219	1 000 mln PLN	2019-02-27	7 lat	WIBOR 6M + 1,60%	obligacje korporacyjne; Catalyst
XS1082660744	500 mln EUR	2021-06-30	7 lat	2,50%	BBB- (Fitch); Baa3 (Moody's)

Źródło: PKN Orlen, Szacunki Nwai DM

Wartość pozostałych do wykupu przez Spółkę obligacji to 4,16 mld PLN. Składa się na to seria obligacji skierowana dla inwestorów instytucjonalnych o nominale 1 mld PLN oraz 6 serii papierów dłużnych przeznaczonych dla inwestorów detalicznych o łącznej wartości 1 mld PLN. Wszystkie serie są notowane na Catalyst. Orlen ma również uplanowaną serię euroobligacji, są to 7-letnie papiery o kuponie 2,50% i wartości nominalnej 500 mln EUR. Średni ważony koszt finansowania obligacjami wynosi 2,91%.

## Rating kredytowy

PKN Orlen posiada oceny ratingowe nadane przez dwie agencje: Baa3 z perspektywą stabilną od Moody's Investor Service oraz BBB- z perspektywą stabilną od Fitch Ratings.

Wyszczególnienie	Moody's	Fitch
Rating długoterminowy	Baa3	BBB-
Perspektywa ratingu	stabilna	stabilna
Data nadania ratingu	2007-06-27	2002-01-28
Data ostatniego potwierdzenia ratingu	2015-12-21	2016-03-14
Data ostatniej zmiany ratingu	2013-11-06	2013-09-30
Rating długoterminowy Polski	A2	A-

Źródło: PKN Orlen, Szacunki Nwai DM

Ostatnia zmiana ratingu od Fitch nastąpiła we wrześniu 2013 roku, agencja podniosła ocenę z BB+ do BBB- z perspektywą stabilną. Rok wcześniej nastąpiła zmiana perspektywy na pozytywną. W listopadzie 2013 roku Moody's podwyższył długoterminowy rating Orlenu z poziomu Ba1 do poziomu Baa3 z perspektywą stabilną. Analogicznie jak u Fitcha, kilkanaście miesięcy wcześniej nastąpiła zmiana perspektywy koncernu na pozytywną. Przyczyną obu zmian było polepszenie sytuacji finansowej spółki, tj. redukcja długu oraz poprawa dźwigni finansowej.

## Przyszłe nakłady inwestycyjne i potencjalne źródła ich finansowania

Strategia PKN Orlen na lata 2014-2017 ma w założeniach wydatki na rozwój Koncernu w kwocie 10,8 mld PLN oraz 5,5 mld PLN na inwestycje odtworzeniowe i obowiązkowe. W 2015 roku CAPEX wyniósł 3,18 mld PLN, po spadku o 16% w

porównaniu do ubiegłego roku (3,79 mld PLN). Do największych zadań inwestycyjnych w 2015 roku należały: budowa elektrowni CCGT we Włocławku i Płocku oraz modernizacja instalacji DRW IV. Kwota nakładów nie zawiera wydatków w wysokości 1,6 mld PLN na nabycie nakładów wydobywczych Kicking Horse Energy i FX Energy oraz nabycia udziałów w Ceska Rafinerska. Na rok 2016 Spółka zakłada łączny CAPEX w kwocie 5,4 mld PLN (3,3 mld PLN na rozwój), z czego: 3,9 mld PLN ma być zrealizowane w segmencie Downstream (budowa instalacji polietylenu w Czechach – 0,6 mld PLN, odbudowa instalacji Steam Cracker w Czechach – 0,6 mld PLN, budowa Elektrowni CCGT w Płocku – 1 mld PLN); segment Upstream - 0,8 mld PLN. Kwota ta jednak może być pomniejszona, ze względu na mniejszą liczbę odwiertów przy niskich cenach ropy naftowej.

Spółka ma zamiar przedstawić w drugiej połowie roku aktualizację strategii na lata 2016-2020. Główne zmiany mają dotyczyć założeń makroekonomicznych i wydłużenia horyzontu strategii. Nowa strategia może zawierać również kilka „niespodzianek”, np. wzorem innych największych polskich spółek Orlen będzie w sposób bezpośredni lub pośredni zaangażowany w restrukturyzację górnictwa. Historycznie Spółka realizowała strategiczne cele rządu lub angażowała się inne rodzaje działalności. Dodatkowo, zmiana na stanowisku prezesa, na osobę kojarzoną głównie z polityczną działalnością, wzmacnia niepewność co do kierunku strategii. Pozostaje jedynie czekać na jej oficjalne przedstawienie.

Po bardzo udanym ubiegłym roku finansowym Orlen może wypłacić większą dywidendę. Rekomendacja zarządu to 855 mln PLN (2 PLN na jedną akcję vs 1,65 PLN 2014 r.), co implikuje wskaźnik dywidendy na poziomie 26,5%. Polityka dywidendowa nie wiąże dywidendy z zyskiem netto, który jest podatny na otoczenie makroekonomiczne i może zawierać elementy o charakterze niegotówkowym.

Na dzień 31.12.2015 r. Spółka posiadała niewykorzystane linie kredytowe w wysokości 8,44 mld PLN. Główną pozycją jest kredyt konsorcjalny do 2 mld EUR (wykorzystane 500 mln EUR) z okresem kredytowania do kwietnia 2020 roku. Do wykorzystania pozostaje także program niepublicznych obligacji (2 mld PLN), w ramach którego została wyemitowana jedna seria obligacji korporacyjnych (1 mld PLN). Orlen ma również dostępny program euroobligacji, gdzie może wyemitować jeszcze kolejne 500 mln EUR. Choć potrzeby finansowe Koncernu są w pełni zabezpieczone, Spółka może wyjść po ten rodzaj finansowania w tym lub przyszłym roku, ze względu na dobrą sytuację finansową, co powoduje możliwe korzystne warunki finansowania. Wcześniejsza seria euroobligacji, wyemitowana w czerwcu 2014, miała stały kupon 2,50%, rentowność wyniosła 160 pb. powyżej mid-SWAP.

***Pomimo zabezpieczonego finansowania, PKN Orlen może wyjść na rynek euroobligacji, ze względu na możliwe do uzyskania korzystne warunki finansowania***

## Nota prawna

### Powiązania, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzonej analizy

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Zgodnie z wiedzą Analityków, przedstawiciele NWAJ Dom Maklerski S.A. (dalej: NWAJ) nie zasiadają w zarządzie, radzie nadzorczej spółkach będących przedmiotem niniejszego raportu. Inwestorzy powinni zakładać, że NWAJ ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółkom, której dotyczy niniejszy raport.

NWAJ Dom Maklerski S.A. nie pełni funkcji animatora rynku dla instrumentów finansowych opisywanych w niniejszym raporcie. W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAJ nie świadczył na rzecz Spółek usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, w szczególności w zakresie oferowania instrumentów finansowych i nie otrzymywał z tego tytułu wynagrodzenia. W ciągu ostatnich 12 miesięcy NWAJ nie był członkiem konsorcjum oferującego instrumenty finansowe emitowane przez Spółki. NWAJ nie nabywał i nie zbywał instrumentów finansowych emitowanych przez Spółkę na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. NWAJ nie posiada akcji Spółek, w łącznej wielkości stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego. Analityk sporządzający niniejszy dokument nie posiada instrumentów finansowych emitowanych przez Spółki. Pomiedzy analitykiem i jego osobami bliskimi a spółkami, których raport dotyczy, nie występują jakiegokolwiek powiązania. NWAJ jego akcjonariusze i pracownicy, w zakresie nieujawnionym w niniejszym raporcie i dopuszczalnym przez prawo, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych wyemitowanych przez emitenta.

### Pozostałe klauzule

Niniejszy raport został sporządzony przez NWAJ wyłącznie w celu informacyjnym i nie jest próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych, a zaprezentowane w nim opinie i oceny są niezależne. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody NWAJ jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAJ a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAJ w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego. Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Szczegółowe warunki sporządzania Rekomendacji określa Regulamin sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności sprawozdania finansowe i raporty bieżące spółki), jednak NWAJ nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raporty były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia. Analitycy sporządzając niniejszy raport działali z należytą starannością. Analiza Spółki i instrumentów finansowych zawarta w niniejszym raporcie jest oparta o osobiste opinie Analityków.

Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez NWAJ bez uzgodnienia ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Informacji dotyczących wyceny/prognoz wyników finansowych zawartych w niniejszym dokumencie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzanych przez Spółkę. Opinie zawarte w niniejszym dokumencie są wyłącznie opiniami NWAJ. NWAJ nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. NWAJ zastrzega sobie prawo do zmiany poglądów wyrażonych w niniejszym raporcie, a także do aktualizacji tych informacji w dowolnym czasie i bez powiadomienia.

Niniejszy raport został w zamierzeniu przygotowany i przeznaczony do udostępnienia klientom profesjonalnym w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (tj. Dz. U z 2014 r, poz. 94, z późn. zm.), może być także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa. NWAJ nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę merytoryczną oraz ocenę ryzyk związanych w inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.



## DEFINICJE I METODOLOGIA

### Obligacje stałokuponowe

Z-spread

$$P = \frac{C}{f} \sum_{j=1}^n \frac{1}{\left(1 + \frac{(r_{T(j)} + \phi)}{f}\right)^{f \times T(j)}} + \frac{100}{\left(1 + \frac{(r_{T(n)} + \phi)}{f}\right)^{f \times T(n)}}$$

Oznaczenia: C to wartość kuponu, P- cena brudna obligacji,  $\phi$  - Z-spread, zaś stopa WIBOR związana jest z czynnikiem dyskontowym ZT relacją:

$$r_T = \left[ (Z_T)^{\frac{-1}{f \times T}} - 1 \right] \times f$$

YTM liczony jest zgodnie z formułą XIRR, według wzoru:

$$P = \sum_{j=1}^n \frac{C_j}{(1 + YTM)^{\frac{T(j)}{365}}} + \frac{100}{(1 + YTM)^{\frac{T(n)}{365}}}$$

### Obligacje zmiennokuponowe

Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)} + \sum_{j=2}^n Z_\delta(T_j) \Delta_j(L + q) + 100Z_\delta(T_n)$$

gdzie

$$Z_\delta(T_j) = \frac{Z_\delta(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W + \delta)}; Z_\delta(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \delta)}$$

$\delta$  - Discount Margin, P -cena brudna obligacji, q - marża, WFIX - znany Wibor dla obecnego okresu odsetkowego, WStub - Stopa Wibor pomiędzy dniem wyceny a kolejnym kuponem, W - obecny poziom Wiboru w zależności od częstotliwości wypłat kuponu (np. 3m, 6m),  $\Delta_1, \dots, \Delta_n$  - wartości kuponów uwzględniające długość okresu odsetkowego (w ujęciu ACT365) oraz  $T_1, \dots, T_n$  daty wypłaty kuponów. Kalkulacja Discount Margin zakłada, że wszystkie przyszłe wypłaty kuponów będą odbywać się według obecnej stopy procentowej. Discount Margin nie uwzględnia kształtu terminowej krzywej stóp procentowych.

Zero Discount Margin

$$P = \frac{W_{FIX} + q}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)} + \sum_{j=2}^n Z_\gamma(T_j) \Delta_j(L(T_{j-1}, T_j) + q) + 100Z_\gamma(T_n)$$

gdzie

$$Z_\gamma(T_j) = \frac{Z_\gamma(T_{j-1})}{1 + \Delta_j(W(T_{j-1}, T_j) + \gamma)}; Z_\gamma(T_1) = \frac{1}{1 + \Delta_1(W_{Stub} + \gamma)}$$

$W(T_{j-1}, T_j)$  - oznacza terminową stopę Wibor pomiędzy dwoma terminami  $T_{j-1}$  a  $T_j$ ,  $\gamma$  - Zero Discount Margin. Zero Discount Margin uwzględnia kształt krzywej stóp procentowych zarówno w czynniku dyskontowym jak i ustalaniu przyszłych przepływów pieniężnych (kuponów).