

Sektor energetyczny  
Polska  
Analiza kredytowa

**PGE Polska Grupa Energetyczna  
S.A.**

**Ratingi**

**W walucie zagranicznej**  
Długoterminowy rating podmiotu BBB+  
Rating niezabezpieczonego zadłużenia A-

**W walucie krajowej**  
Długoterminowy rating podmiotu BBB+  
Rating niezabezpieczonego zadłużenia A-

**Perspektywa ratingu**

Długoterminowy rating podmiotu w walucie zagranicznej Stabilna  
Długoterminowy rating podmiotu w walucie krajowej Stabilna

**Dane finansowe**

| PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.              |                |                |
|---|----------------|----------------|
| (mln zł)  | 31/12/<br>2008 | 31/12/<br>2007 |
| Przychody                                       | 20 597,8       | 23 090,7       |
| Operacyjny EBITDAR                              | 5 302,9        | 4 583,8        |
| Przepływy środków z dział. operacyjnej (FFO)    | 5 664,4        | 5 139,6        |
| Nakłady inwestycyjne                            | 4 124,1        | 3 635,3        |
| Wolne przepływy pieniężne                       | 661,6          | 1 332,1        |
| Zadłużenie ogółem                               | 7 511,6        | 7 074,4        |
| FFO/Odsetki brutto (x)                          | 10,7           | 9,1            |
| Zadłużenie netto skorygowane ogółem/EBITDAR (x) | 1,0            | 1,0            |

**Analitycy**

Arkadiusz Wicik, CFA  
+48 22 338 62 86  
arkadiusz.wicik@fitchratings.com

Jacek Kawalczewski, CFA  
+48 22 338 62 91  
jacek.kawalczewski@fitchratings.com

Andrew Steel  
+44 20 7682 7486  
andrew.steel@fitchratings.com

**Powiązane raporty**

- *Parent and Subsidiary Rating Linkage: Fitch's Approach to Rating Entities Within a Corporate Group Structure (June 2007)*
- *Fitch's Approach to Rating Competitive Generators (July 2007)*
- *Credit Rating Guidelines for Regulated Utility Companies (July 2007)*
- *EMEA Energy and Utilities Issuer Default Ratings and Recovery Ratings Amended (February 2006)*
- *Sovereign Ownership Impact on Corporate Ratings (June 2009)*
- *Poland (May 2009)*

**Uzasadnienie ratingu**

- Ratingi Spółki PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. (PGE S.A.) odzwierciedlają zintegrowaną pionowo pozycję PGE (Grupa PGE składająca się z PGE S.A. i spółek zależnych) na polskim rynku elektroenergetycznym, w tym dominującą pozycję w segmencie wytwarzania energii elektrycznej (42% udziału w wytwarzaniu w 2008) i wiodącą pozycję na krajowym rynku dystrybucji i sprzedaży energii elektrycznej (26% udziału w rynku). Ratingi uwzględniają również niską dźwignię finansową PGE (wskaźnik zadłużenie netto do EBITDA skorygowany przez Fitch Ratings na poziomie 1,0 na koniec 2008 roku) w porównaniu do innych europejskich firm energetycznych ocenianych przez Fitch.
- Agencja uważa, że PGE prowadzi konserwatywną politykę finansową, gdyż Grupa planuje utrzymać wskaźniki zadłużenia na relatywnie niskim poziomie - wskaźnik zadłużenia netto do EBITDA poniżej 2,5 w średnim terminie, pomimo znacznej wielkości programu inwestycyjnego o wartości 39 mld zł w latach 2009-2012, który będzie częściowo finansowany długiem.
- Ratingi są ograniczone przez krótką historię działalności Grupy, stosunkowo niski poziom integracji pomiędzy PGE S.A. i jej głównymi spółkami zależnymi i znaczną ekspozycję Grupy na koszty emisji dwutlenku węgla (CO<sub>2</sub>).
- Rating podmiotu „BBB+” jest obniżony o jeden stopień do „BBB” ze względu na strukturalne podporządkowanie zadłużenia Spółki PGE S.A. w związku z tym, że większość zadłużenia Grupy znajduje się w spółkach zależnych (około 72% długu na koniec 2008 roku). Negatywny wpływ podporządkowania długu jest zniwelowany przez podwyższenie ratingu o jeden stopień do „BBB+” w wyniku uwzględnienia domniemanego wsparcia Spółki przez Skarb Państwa, w związku z tym, że PGE jest własnością Skarbu Państwa i ma istotne znaczenie strategiczne dla krajowego sektora elektroenergetycznego jako największy podmiot.
- Rating niezabezpieczonego zadłużenia Spółki na poziomie „A-” jest o jeden stopień wyższy od ratingu podmiotu zgodnie z metodologią agencji Fitch dotyczącą uwzględniania wyższego niż średnia oczekiwanego poziomu odzyskania należności dla instrumentów dłużnych emitowanych przez zintegrowane firmy energetyczne.

**Kluczowe czynniki wpływające na rating**

- Podwyższenie kapitału własnego PGE w ramach pierwszej oferty publicznej akcji (IPO) planowanej na IV kwartał 2009, wraz z postępowaniem w integracji Grupy i zmniejszeniem strukturalnego podporządkowania zadłużenia PGE S.A. może być pozytywne dla ratingów.
- Dźwignia finansowa powyżej maksymalnego poziomu 2,5 planowanego przez PGE, na przykład w związku z dużymi akwizycjami finansowanymi długiem lub nakładami inwestycyjnymi znacznie przekraczającymi obecny plan, byłaby negatywna dla ratingów.
- Negatywny byłby również potencjalny problem z płynnością spowodowany naruszeniem warunków umów kredytowych zawartych przez spółkę PGE Elektrownia Belchatow S.A., istotną spółkę zależną, na temat którego PGE prowadzi rozmowy z bankami od września 2008. Rozmowy dotyczące zmiany

w dokumentacji i warunków finansowania są w toku.

- Obniżenie ratingu Polski poniżej „A-” doprowadziłoby to do ograniczenia ratingu niezabezpieczonego zadłużenia Spółki w walucie zagranicznej do poziomu ratingu kraju. Rating Polski w walucie zagranicznej jest na poziomie „A-” ze stabilną perspektywą.

### **Płynność i struktura zadłużenia**

Grupa PGE miała tymczasowo napiętą pozycję płynności na koniec 2008 roku, kiedy dostępne źródła płynności były w opinii Fitch niewystarczające do pokrycia zadłużenia krótkoterminowego o wartości 3 mld zł. Pozycja płynności Grupy uległa poprawie w pierwszej połowie 2009, kiedy PGE wykupiła obligacje na kwotę 1,3 mld zł zapadające w czerwcu 2009. Część zapadających obligacji została zrefinansowana poprzez nową emisję obligacji.

### **Informacje o PGE i rynku energetycznym**

PGE, będąca 100-procentową własnością Skarbu Państwa, jest dominującą firmą na polskim rynku elektroenergetycznym i jedną z największych firm energetycznych w Europie Środkowej. PGE ma zintegrowaną pionowo pozycję na polskim rynku od kopalni węgla brunatnego, poprzez elektrownie, po dystrybucję i obrót energią. Dwa największe segmenty pod względem przepływów pieniężnych to wydobywanie i wytwarzanie (71% skonsolidowanej EBITDA w 2008 roku) i dystrybucja (18%). Fitch nie spodziewa się znaczących zmian w podziale EBITDA na segmenty w najbliższych trzech latach. Wydobywanie i wytwarzanie pozostanie głównym źródłem wolnych przepływów pieniężnych (FCF). W 2008 roku ten segment wygenerował 1 mld zł wolnych przepływów zdefiniowanych jako EBITDA minus nakłady inwestycyjne, co stanowiło 72% przepływów PGE.

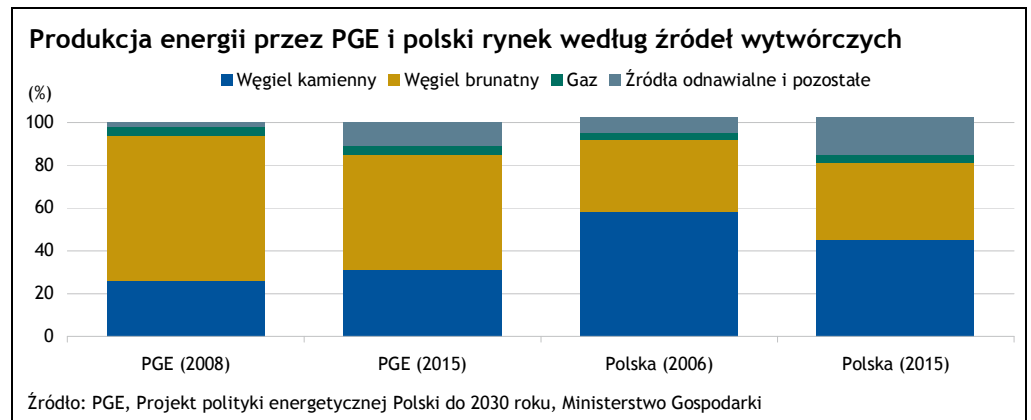
Fitch szacuje, że większość przepływów pieniężnych segmentu wydobywanie i wytwarzanie jest generowanych przez wytwarzanie energii. W 2008 roku PGE wyprodukowała 56 terawatogodzin (TWh) energii elektrycznej o 3% więcej niż w 2007 roku. Łączna osiągalna moc wytwórcza energii elektrycznej Grupy PGE wynosi 12,4 gigawata (GW), co stanowi 37% udziału w krajowych mocach osiągalnych. PGE uzyskuje marże wyższe od średniej dla sektora wytwarzania dzięki przewadze w zakresie kosztów paliw.

Głównym źródłem wytwarzania energii w PGE są elektrownie opalane węglem brunatnym (68% energii wyprodukowanej w 2008 roku), które charakteryzują się niższymi kosztami wytwarzania niż elektrownie opalane węglem kamiennym. Te ostatnie mają decydujący wpływ na ustalanie hurtowych cen energii w Polsce w związku z tym, że węgiel kamienny jest głównym paliwem w krajowym sektorze energetycznym (zobacz wykres *Produkcja energii przez PGE i polski rynek według źródeł wytwórczych*). Profil biznesowy PGE jest wzmocniony przez duży udział własnych paliw w całości zapotrzebowania na paliwa w związku z tym, że elektrownie opalane węglem brunatnym są zintegrowane z kopalniami węgla brunatnego zlokalizowanymi w pobliżu elektrowni. Obniża to ryzyko dostaw paliwa i koszty paliw, jak również zwiększa przewidywalność kosztów paliw.

Drugim istotnym segmentem jest dystrybucja energii. PGE jest właścicielem 26% krajowej sieci dystrybucyjnej, zlokalizowanej we wschodniej i centralnej Polsce. Segment dystrybucji charakteryzuje się przewidywalnymi przepływami pieniężnymi i stabilną marżą EBITDA (22% w 2007 i 2008 roku), dzięki regulowanemu charakterowi przychodów z dystrybucji.

PGE wraz z pozostałymi trzema państwowymi grupami energetycznymi – Tauron Polska Energia S.A. (Tauron), ENEA S.A. oraz Energa S.A. – kontroluje 82% krajowego rynku wytwarzania i 84% rynku dystrybucji (zobacz tabelę Największe spółki polskiego sektora energetycznego). Rząd planuje częściową prywatyzację PGE i Tauron, ale chce utrzymać większościowy pakiet akcji w PGE i kontrolę właścicielską w Tauronie. Dwie mniejsze państwowe grupy, ENEA i Energa, mają być sprywatyzowane – ENEA do końca 2009 roku a Energa do końca 2010 roku. Wśród spółek zagranicznych działających na polskim rynku energii są spółki zależne Electricite de France (EDF) („A+”/perspektywa stabilna), Electrabel, Vattenfall AB („A+”/Lista obserwacyjna ze wskazaniem negatywnym (RWN)) i CEZ, a.s. („A-”/perspektywa stabilna) działające w wytwarzaniu oraz spółki zależne RWE AG („A+”/perspektywa negatywna) i Vattenfall działające w dystrybucji i obrocie.

Polski rynek energii elektrycznej jest rynkiem relatywnie zamkniętym w związku z tym, że krajowe wytwarzanie pokrywa krajowe zapotrzebowanie na energię i nie występują duże przepływy transgraniczne. Wytwarzanie jest oparte na węglu kamiennym (58% wytwarzania w 2006 roku) i węglu brunatnym (34%), gdyż Polska posiada bardzo duże złoża tych dwóch paliw. Jednak ze względu na duży udział wytwarzania opartego na węglu (92% krajowego wytwarzania w porównaniu do średniej w Unii Europejskiej – 30% wytwarzania), polski sektor ma wysoką ekspozycję na koszty emisji CO<sub>2</sub>, zwłaszcza po 2013 roku. Rząd zamierza zmniejszyć tą ekspozycję do roku 2020-2025 poprzez dywersyfikację źródeł wytwarzania – zwiększenie udziału wytwarzania opartego na zerowych lub niskich emisjach CO<sub>2</sub> (elektrownie wiatrowe, jądrowe i w mniejszym stopniu elektrownie opalane gazem), kosztem wytwarzania opartego na węglu.



Pomimo spadku krajowego zapotrzebowania na energię o 3% w okresie styczeń-maj 2009 (z powodu spowolnienia gospodarczego), długoterminowe perspektywy

### Największe spółki polskiego sektora energetycznego

| Spółka                                      | PGE   | Tauron Polska Energia   | ENEA   | Energa   | Inne spółki   |
|---|---|---|--|--|---|
| Struktura własnościowa                      | Spółka państwowa, planowana częściowa prywatyzacja <sup>a</sup> | Spółka państwowa, planowana częściowa prywatyzacja <sup>a</sup> | Skarb Państwa posiada pakiet większościowy, spółka ma być sprywatyzowana w 2009 roku | Spółka państwowa, planowana prywatyzacja w 2010 roku | Kilka sprywatyzowanych spółek, w tym spółki zależne EDF, Electrabel, Vattenfall, RWE, CEZ i inne podmioty |
| Osiągalna moc (GW)                          | 12,4  | 5,4   | 2,8  | 0,7  | 6,8   |
| Udział własnych paliw (%)                   | 68  | 26  | 0  | 0  | 0   |
| Udział w rynku wytwarzania <sup>b</sup> (%) | 40  | 15  | 8  | 2  | 18  |
| Udział w rynku dystrybucji (%)              | 26  | 27  | 15   | 16   | 16  |
| Przychody w 2008 roku (mld zł)              | 20,6  | 12,3  | 6,2  | 8,5  | b.d.  |

<sup>a</sup> Polski rząd planuje utrzymać większościowy pakiet akcji w PGE i kontrolę właścicielską w Tauronie pomimo częściowej prywatyzacji tych firm

<sup>b</sup> Wytwarzanie energii elektrycznej brutto w 2007 roku, dane dla PGE na podstawie wytwarzania energii elektrycznej netto

Źródło: PGE, Ministerstwo Skarbu Państwa

wzrostu popytu są korzystne. Spodziewany jest wzrost zapotrzebowania o około 18% do 2020 roku. Rezerwa mocy w polskim systemie elektroenergetycznym znacznie się zmniejszy w latach 2011-2015, kiedy wyłączenie przestarzałych mocy z systemu nie będzie w pełni pokryte oddaniem do użytku nowych mocy. Niska rezerwa mocy powinna w dalszym ciągu wspierać hurtowe ceny energii.

### Historia i struktura Grupy

Spółka Polskie Sieci Elektonenergetyczne S.A. (PSE), będąca poprzednikiem prawnym PGE, została utworzona w 1990 roku, i działała jako państwowa spółka obrotu hurtowego energią i operator systemu przesyłowego.

Grupa PGE powstała w 2007 roku w ramach rządowego planu restrukturyzacji sektora energetycznego i utworzenia czterech państwowych grup energetycznych. PGE jako największa grupa została utworzona w maju 2007, kiedy Skarb Państwa podwyższył kapitał własny PSE o 14,3 mld zł poprzez wniesienie aportem następujących aktywów:

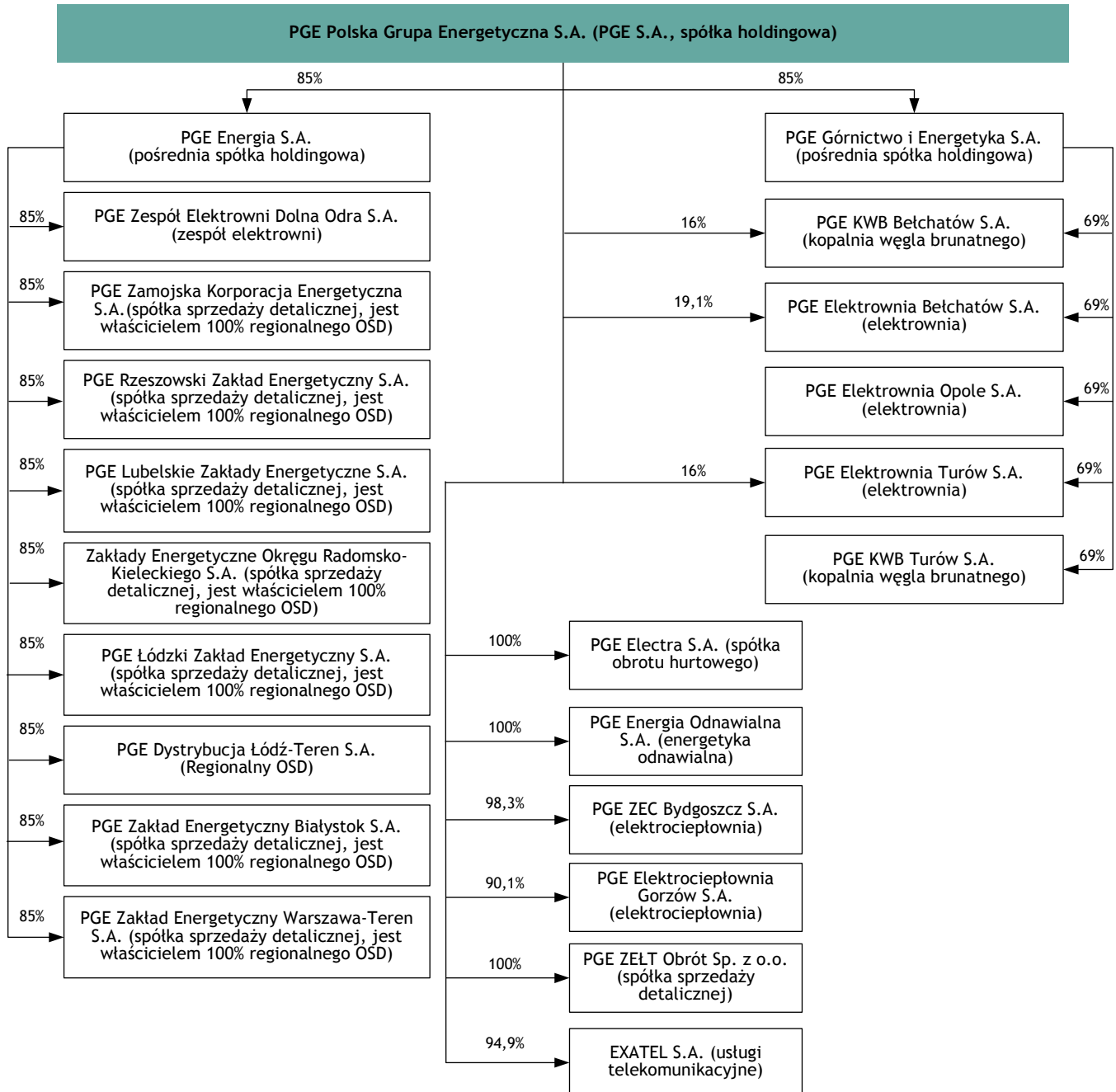
- 85% akcji spółki BOT GiE S.A. (obecna nazwa PGE GiE S.A.), właściciela większościowych pakietów akcji elektrowni Bełchatów, Turów i Opole oraz kopalni węgla brunatnego Bełchatów i Turów,
- 85% akcji spółki PGE Energia S.A., właściciela większościowych pakietów akcji elektrowni Dolna Odra i 8 regionalnych spółek dystrybucji i sprzedaży energii, które zostały później podzielone na ośmiu operatorów systemów dystrybucyjnych (OSD) i 8 spółek sprzedaży detalicznej w ramach wydzielenia organizacyjno-prawnego (unbundling).

PSE zmieniła nazwę na PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. we wrześniu 2007.

W grudniu 2008, PGE kupiła dodatkowe pakiety akcji od Skarbu Państwa w trzech istotnych spółkach zależnych – PGE Elektrownia Bełchatów (PGE EB, pakiet 19,1%), PGE Elektrownia Turów (PGE ET, 16%) i PGE KWB Bełchatów (16%) – za 1,2 mld zł. PGE planuje zakupić pakiety akcji Skarbu Państwa w dwóch kolejnych istotnych spółkach zależnych, PGE Elektrownia Opole (PGE EO) oraz PGE KWB Turów, do końca 2010 roku. Fitch uważa, że te transakcje umożliwią zwiększenie kontroli na przepływami pieniężnymi tych spółek.

PGE S.A., jako spółka holdingowa, planuje uprościć strukturę i zarządzanie Grupą, zoptymalizować przepływy pieniężne w ramach Grupy, obniżyć koszty operacyjne i scentralizować wybrane funkcje. Spółka zamierza zreorganizować strukturę Grupy w 2010 roku poprzez połączenie około 200 spółek zależnych w pięć segmentów biznesowych: wydobywanie i wytwarzanie, energetyka odnawialna, obrót hurtowy, dystrybucja i sprzedaż detaliczna. Ponadto, Spółka chce utworzyć nowy segment - energetyka jądrowa.

**Struktura Grupy zawierająca główne spółki zależne**  
(stan na dzień 25 września 2009)



Wśród właścicieli mniejszościowych pakietów akcji w głównych spółkach zależnych są pracownicy (najczęściej posiadający 15% akcji) i Skarb Państwa  
Źródło: PGE

**Domniemane wsparcie przez Skarb Państwa**

Fitch ocenia PGE zgodnie z metodyką *Powiązanie Ratingów Spółek Macierzystych i Zależnych (Parent and Subsidiary Rating Linkage)* w związku z tym, że Skarb Państwa jest właścicielem 100% akcji Spółki. Pomimo planowanej częściowej prywatyzacji, Skarb Państwa zamierza utrzymać większościowy udział w Spółce, gdyż traktuje PGE jako strategiczną grupę polskiego sektora energetycznego, zgodnie z polityką energetyczną Polski. Pomimo, że agencja Fitch z reguły nie

uwzględnia potencjalnego wsparcia państwa w przypadku państwowych firm energetycznych działających w Unii Europejskiej (zobacz raport Wpływ państwowych udziałowców na ratingi korporacyjne (*Sovereign Ownership Impact on Corporate Ratings*)), w przypadku PGE ratingi są podwyższone o jeden stopień z uwagi na domniemane wsparcie państwa w ramach podejścia „*bottom-up*”.

Podwyższenie ratingów jest związane ze strukturą Grupy. W opinii agencji Fitch domniemane wsparcie państwa równoważy negatywny wpływ strukturalnego podporządkowania zadłużenia PGE S.A., obniżający rating z „BBB+” to „BBB” w związku z tym, że większość zadłużenia Grupy znajduje się spółkach zależnych. Taka struktura zadłużenia jest wynikiem poprzedniej struktury polskiego sektora energetycznego. Spółki zależne PGE, zwłaszcza PGE EB, PGE EO oraz PGE ET mają w swoim bilansie zadłużenie zaciągnięte w okresie, kiedy działały jako samodzielne spółki państwowe.

Uwzględnienie wsparcia państwa w ratingach wynika również z utworzenia Grupy PGE przez rząd stosunkowo niedawno, bo w 2007 roku, poprzez wniesienie aportem do PSE akcji spółek wytwarzających energię i spółek dystrybucji i sprzedaży. Celem tej operacji było, zgodnie z programem rządowym, utworzenie silniejszych, zintegrowanych grup energetycznych przed planowanym znaczącym wzrostem nakładów inwestycyjnych w polskiej energetyce.

Fitch spodziewa się, że wsparcie państwa będzie miało mniejszy wpływ na ratingi PGE w ciągu najbliższych trzech do pięciu lat w związku z planowanym zmniejszeniem strukturalnego podporządkowania zadłużenia PGE S.A. Może to nastąpić poprzez zaciągnięcie nowego zadłużenia przez spółkę holdingową lub spłatę zadłużenia spółek zależnych. W tym samym czasie udział państwa w akcjonariacie Spółki prawdopodobnie się obniży do około 70% do 2011 roku w wyniku nowej emisji akcji (pakiet 15%) w ramach IPO planowanego na IV kwartał 2009, konwersji akcji pracowniczych spółek zależnych na akcje PGE S.A. i planowanej sprzedaży pakietu 10% akcji, będącego w posiadaniu Skarbu Państwa, w 2010 roku.

Fitch uważa za mało prawdopodobne, żeby zmiany w poziomie strukturalnego podporządkowania i wsparcia państwa nie występowały jednocześnie, tak by się wzajemnie równoważyły. Inaczej mówiąc przeniesienie większości zadłużenia do spółki holdingowej nie musi koniecznie oznaczać podwyższenia ratingów, gdyż nastąpi to jednocześnie ze zmniejszeniem oczekiwanego wsparcia państwa.

W opinii agencji ocena wsparcia państwa dla PGE w długim terminie będzie również uzależniona od potencjalnego lub bezpośredniego wsparcia rządu dla programu energetyki jądrowej realizowanego przez Grupę. PGE ma nie tylko strategiczne znaczenie na bezpieczeństwa energetycznego Polski jako krajowy lider, ale jest również podmiotem, który będzie odpowiedzialny za budowę elektrowni jądrowych w celu zmniejszenia uzależnienia polskiego sektora wytwarzania od energetyki opartej na węglu.

Niemal 30% zadłużenia skonsolidowanego PGE jest gwarantowane przez Skarb Państwa. Ten dług został zaciągnięty przez dwie elektrownie Grupy (PGE EO i PGE ET) w latach 90-tych w celu finansowania programu modernizacji. Zapadalność tego zadłużenia przypada na lata 2012 w PGE EO i 2015-2019 w PGE ET. Skarb Państwa nie udzielił nowych gwarancji dla Grupy od momentu utworzenia PGE w 2007 roku. PGE oczekuje, że finansowanie budowy elektrowni jądrowych, którego pozyskanie jest planowane po 2014 roku, może wymagać gwarancji Skarbu Państwa w związku z dużymi kwotami inwestycji i ryzykami budowlanymi. Fitch nie ocenia zadłużenia PGE gwarantowanego przez Skarb Państwa.

Agencja spotkała się z Wiceministrem Skarbu Państwa w celu przedyskutowania potencjalnego wsparcia państwa i częściowej prywatyzacji PGE. Wiceminister Skarbu Państwa stwierdził, że rząd udzieliłby wsparcia PGE bezpośrednio lub

**Segmenty działalności (dane w mln zł)**

|                               | Wydobycie i<br>wytwarzanie | Energetyka<br>odnawialna | Dystrybucja | Obrót<br>hurtowy | Sprzedaż<br>detaliczna | Pozostałe | Wyłączenia | Ogółem |
|-------------------------------|----------------------------|--------------------------|-------------|------------------|------------------------|-----------|------------|--------|
| <b>2008</b>                   |                            |                          |             |                  |                        |           |            |        |
| Przychody                     | 10 300                     | 525                      | 4 756       | 10 529           | 10 692                 | 2 429     | -18 633    | 20 598 |
| EBITDA <sup>a</sup>           | 4 133                      | 197                      | 1 052       | 123              | 81                     | 269       |            | 5 854  |
| Aktywa                        | 23 333                     | 1 404                    | 13 266      | 800              | 1 189                  | 1 439     |            | 41 431 |
| Nakłady inwestycyjne          | 3 084                      | 130                      | 970         | 12               | 6                      | 190       |            | 4 393  |
| EBITDA - nakłady inwestycyjne | 1 048                      | 67                       | 82          | 110              | 75                     | 79        |            | 1 462  |
| Marża EBITDA (%)              | 40,1                       | 37,6                     | 22,1        | 1,2              | 0,8                    | 11,1      |            | 28,4   |
| Udział w EBITDA Grupy (%)     | 70,6                       | 3,4                      | 18,0        | 2,1              | 1,4                    | 4,6       |            | 100,0  |
| <b>2007</b>                   |                            |                          |             |                  |                        |           |            |        |
| Przychody                     | 8 751                      | 421                      | 4 609       | 10 466           | 8 837                  | 2 602     | -12 595    | 23 091 |
| EBITDA <sup>a</sup>           | 3 188                      | 196                      | 1 021       | 257              | 34                     | 238       |            | 4 934  |
| Aktywa                        | 21 611                     | 1 358                    | 13 273      | 1 343            | 1 049                  | 1 559     |            | 40 193 |
| Nakłady inwestycyjne          | 2 287                      | 92                       | 881         | 7                | 5                      | 501       |            | 3 774  |
| EBITDA - nakłady inwestycyjne | 900                        | 105                      | 140         | 250              | 29                     | -263      |            | 1 160  |
| Marża EBITDA (%)              | 36,4                       | 46,6                     | 22,2        | 2,5              | 0,4                    | 9,1       |            | 21,4   |
| Udział w EBITDA Grupy (%)     | 64,6                       | 4,0                      | 20,7        | 5,2              | 0,7                    | 4,8       |            | 100,0  |

<sup>a</sup> EBITDA poszczególnych segmentów nie skorygowana przez Fitch.  
Źródło: PGE, obliczenia Fitch

pośrednio (poprzez państwowe banki lub firmy ubezpieczeniowe), gdyby zaistniała taka potrzeba.

**Ład korporacyjny**

Skarb Państwa jako jedyny akcjonariusz PGE jest reprezentowany w Spółce na poziomie Rady Nadzorczej. W opinii Fitch słabością Spółki są częste zmiany w Zarządzie i relatywnie krótki okres pracy obecnego Zarządu, zwłaszcza w perspektywie znaczącego programu inwestycyjnego.

**Polityka w zakresie dywidendy**

Zdaniem Fitch polityka dywidendowa PGE jest umiarkowana, pomimo znacznego wzrostu dywidendy wypłaconej w 2009 roku do 942 mln zł (170% jednostkowego zysku za 2008 rok i 36% skonsolidowanego zysku) w porównaniu do umiarkowanego poziomu 407 mln zł w 2008 i 196 mln zł w 2007 roku. Wzrost dywidendy odzwierciedla działania rządu mające na celu uzyskanie dodatkowych środków z państwowych spółek na finansowanie rosnącego deficytu budżetowego.

**Analiza segmentów działalności**

W 2008 roku EBITDA skorygowana przez Fitch wzrosła o 16% do 5,3 mld zł, a przepływy środków z działalności operacyjnej (FFO) o 8% do 5,7 mld zł. Ten wzrost został wypracowany głównie przez segment wydobywania i wytwarzania (zwłaszcza wytwarzanie energii). Miało to związek ze wzrostem średniej ceny hurtowej energii elektrycznej (o 16% w 2008 roku) i relatywnie stabilnymi cenami paliw. Cena węgla brunatnego z własnych złóż PGE (stanowiącego paliwo dla 68% energii wytworzonej przez Grupę) wzrosła jedynie o 8%, podczas gdy ceny węgla kamiennego (24% wytworzonej energii) zwiększyła się o 18% w 2008 roku.

Koszt paliw, niezależnie od tego czy jest to węgiel brunatny czy kamienny, stanowi około połowy kosztów wytwarzania energii. Fitch prognozuje, że PGE zanotuje dalszy wzrost EBITDA i FFO w 2009 roku, w wyniku wzrostu cen hurtowych przekraczającego wzrost średniej ceny paliwa w segmencie wytwarzania PGE. Ma to związek z relatywnie stabilną ceną węgla brunatnego (zobacz tabelę *PGE: Ceny węgla brunatnego, kamiennego i energii elektrycznej*).

**PGE: Ceny węgla brunatnego, kamiennego i energii elektrycznej**

|   | 2006  | 2007  | 2008  | 2009F | Zmiana w 2009 (%) |
|---|-------|-------|-------|-------|-------------------|
| Średnia cena węgla brunatnego (zł/GJ) <sup>a</sup>                              | 5,1   | 5,3   | 5,7   | 6,1   | 7                 |
| Średnia cena węgla kamiennego (zł/GJ)   | 6,7   | 7,0   | 8,2   | 11,5  | 40                |
| Średnia hurtowa cena energii elektrycznej sprzedawanej przez Grupę PGE (zł/MWh) | 126,0 | 127,6 | 148,6 | 189,9 | 28                |

<sup>a</sup> Cena płacona w ramach Grupy, łącznie z marżą  
Źródło: PGE

**Wydobycie i wytwarzanie (71% skonsolidowanej EBITDA w 2008 roku)**

W skład Grupy PGE wchodzi dwie kopalnie węgla brunatnego, Bełchatów i Turów, pokrywające całość rocznego zapotrzebowania PGE na ten rodzaj paliwa. Kopalnie mają znaczne zasoby węgla brunatnego (1,2 mld ton), co daje wskaźnik pokrycia rocznego zużycia przez zasoby na wysokim poziomie 27 lat. Dostawy węgla z kopalni do elektrowni charakteryzują się wysoką niezawodnością i efektywnością kosztową.

W skład aktywów segmentu wytwarzania PGE wchodzi dwie duże elektrownie opalane węglem brunatnym (Bełchatów, 4,4 GW - największa elektrownia na węgiel brunatny w Europie i Turów, 2,1 GW), dwie duże elektrownie opalane węglem kamiennym (Dolna Odra, 1,8 GW i Opole, 1,5 GW (jedna z najnowocześniejszych elektrowni w Polsce)), 36 mniejszych elektrowni wodnych o łącznej mocy 1,6 GW i 10 elektrociepłowni. PGE ma relatywnie nowoczesne aktywa wytwórcze. Średni wiek wynosi 23 lata, w porównaniu do 33 lat, średniej dla całego krajowego sektora produkcji energii.

Wszystkie elektrownie PGE, za wyjątkiem elektrowni Dolna Odra, charakteryzują się dobrym poziomem sprawności wytwarzania, wskaźnika dyspozycyjności i liczby nieplanowanych postojów w stosunku do porównywalnych elektrowni w Polsce. Elektrownia Dolna Odra jest jednostką wytwórczą działającą na zasadzie „must-run”. Elektrownie Bełchatów i Turów charakteryzują się jednymi z najniższych marginalnych kosztów wytwarzania w związku z ich przewagą w zakresie kosztów paliw w stosunku do elektrowni opalanych węglem kamiennym. Dwie elektrownie PGE na węgiel kamienny kupują węgiel centralnie przez PGE Electra S.A od krajowych kopalni, głównie od spółki Kompania Węglowa.

**Elektrownie PGE opalane paliwami kopalnymi (stan na koniec 2008 roku)**

| Elektrownia | Główny typ paliwa        | Sprawność łączna wytwarzania energii elektrycznej i ciepła (%) | Moc osiągalna w zakresie energii elektrycznej (MW) | Wykorzystanie mocy w 2008 roku (%) | Wielkość produkcji energii elektrycznej netto w 2008 roku (TWh) | Data uruchomienia <sup>a</sup> |
|-------------|--------------------------|--|--|------------------------------------|---|--------------------------------|
| Bełchatów   | Węgiel brunatny          | 39,7   | 4 450  | 73,8                               | 26,6  | 1982/1988                      |
| Turów       | Węgiel brunatny, biomasa | 37,9   | 2 106  | 69,0                               | 11,5  | 1970/2005                      |
| Opole       | Węgiel kamienny, biomasa | 39,8   | 1 532  | 65,1                               | 7,4   | 1993/1997/2004                 |
| Dolna Odra  | Węgiel kamienny, biomasa | 37,7   | 1 772  | 45,9                               | 5,9   | 1974/1977                      |

<sup>a</sup> Data uruchomienia pierwszego i ostatniego bloku  
Źródło: PGE

**Pozycja konkurencyjna**

PGE korzysta z uprzywilejowanej pozycji rynkowej jako jedyny duży podmiot na rynku mający znaczną nadwyżkę wolumenu wytwarzanej energii elektrycznej nad

wolumenem sprzedaży detalicznej (z uwagi na 42-procentowy udział w krajowej produkcji energii i 26-procentowy udział w dystrybucji i sprzedaży detalicznej). PGE sprzedaje nadwyżkę wytworzonej energii (około 44% rocznej produkcji) na rynku hurtowym, głównie poprzez jednoroczne kontrakty bilateralne zawierane w czwartym kwartale każdego roku. Sprzedaż głównie przez kontrakty bilateralne wynika z niskiej płynności na giełdzie energii (sprzedaż przez giełdę stanowi mniej niż 1% energii sprzedawanej na rynku hurtowym). PGE sprzedaje energię poza Grupą przede wszystkim do innych państwowych grup, które nie mają wystarczających wolumenów wytwarzania w stosunku do dystrybucji i sprzedaży (zwłaszcza Energa), spółek sprzedaży detalicznej i spółek obrotu energią. Obecna struktura rynku i niska płynność na rynku hurtowym powoduje, że PGE może mieć w niektórych okresach czasu znaczący wpływ na hurtowe ceny energii.

Fitch uważa, że polski rynek energetyczny nie ma przejrzystych mechanizmów w zakresie ustalania hurtowej ceny energii elektrycznej i ceny węgla kamiennego. Ceny węgla kamiennego tylko w pewnym stopniu są powiązane z cenami obowiązującymi na rynku europejskim. Większość kontraktów na dostawy węgla jest negocjowana co roku przez kopalnie i elektrownie. Ceny węgla kamiennego są jednym z głównym czynnikiem wpływającym na hurtowe ceny energii, gdyż elektrownie opalane węglem kamiennym są jednostkami decydującymi o cenie w związku z ich pozycją w polskim sektorze wytwarzania pod kątem kosztów marginalnych.

Ratingi odzwierciedlają wysoką rentowność PGE. Grupa posiada najwyższą marżę EBITDA spośród czterech państwowych grup. W opinii Fitch wynika to po części z wyższego udziału segmentu wytwarzania niż dystrybucji w skonsolidowanej EBITDA. Marża EBITDA PGE w segmencie wytwarzania wyniosła 40% w 2008 roku, w porównaniu do 22% w dystrybucji. Ma to częściowo związek z wyższym ryzykiem biznesowym i finansowym tego segmentu, jak również jego wysoką kapitałochłonnością.

Wyższa marża EBITDA to również rezultat przewagi kosztowej PGE. Elektrownie oparte na relatywnie tańszym węglu brunatnym wytwarzają 68% energii Grupy, podczas gdy inne grupy mają aktywa wytwórcze oparte głównie na droższym węglu kamiennym. Ta przewaga zwiększa marżę PGE, w związku z tym, że koszty wytwarzania energii z węgla brunatnego są o około 15%-30% niższe (w zależności od technologii) od kosztów wytwarzania opartego na węglu kamiennym (bez uwzględnienia kosztów emisji CO<sub>2</sub> i kosztów transportu).

Fitch spodziewa się, że ta przewaga kosztowa zmniejszy się w momencie, gdy koszty emisji CO<sub>2</sub> będą mieć większy wpływ na kształtowanie się hurtowej ceny energii w średnim i długim okresie. Elektrownie opalane węglem brunatnym mają o około 15% większy poziom emisji CO<sub>2</sub> niż elektrownie oparte na węglu kamiennym. W związku z tym, wyższe ceny przyszłych uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> zmniejszą przewagę elektrowni opalanych węglem brunatnym.

PGE ma długą pozycję w wytwarzaniu w stosunku do dystrybucji i sprzedaży, gdyż 56% wytwarzanej energii jest sprzedawane do spółek sprzedaży detalicznej PGE a pozostałe 44% do firm spoza Grupy. W związku z tym przepływy pieniężne Grupy są narażone na zmiany hurtowych cen energii. To ryzyko jest częściowo zmniejszone przez strukturalne cechy sektora energii w Polsce, w tym obniżającą się rezerwę mocy i wzrost cen hurtowych. Hurtowe ceny energii elektrycznej w Polsce są w dalszym ciągu niższe niż w Niemczech, Czechach i Słowacji.

#### ***Rekompensaty za rozwiązanie KDT***

Ryzyko niższych przepływów pieniężnych w segmencie wytwarzania w przypadku dużego spadku cen hurtowych jest częściowo zmniejszone poprzez system rekompensat pieniężnych pokrywających koszty osierocone związane z wcześniejszym rozwiązaniem kontraktów długoterminowych (KDT). Kilku wytwórców z Grupy PGE, między innymi PGE ET i PGE EO, jest uprawnionych do

uzyskania rekompensaty w łącznej kwocie nieprzekraczającej 6,3 mld zł, która zgodnie z ustawą o rozwiązaniu KDT (Ustawa z dnia 29 czerwca 2007 roku o zasadach pokrywania kosztów powstałych u wytwórców w związku z przedterminowym rozwiązaniem umów długoterminowych sprzedaży mocy i energii elektrycznej) ma być wypłacana wytwórcom w latach 2007-2016. Rekompensata jest częścią rządowego systemu rozwiązania KDT wprowadzonego w 2008 roku. Poziom rekompensaty pieniężnej w danym roku zależy od wielu czynników, w tym zmian cen energii elektrycznej i może ulec zwiększeniu w przypadku, gdy hurtowe ceny energii są niższe od cen zakładanych przez rząd w ścieżce cenowej używanej do kalkulacji rekompensat. W rezultacie ten mechanizm zapewni dodatkowe środki pieniężne na obsługę zadłużenia wytwórców w przypadku spadku cen hurtowych w gorszym roku dla segmentu wytwarzania.

Jednak Fitch zauważa, że poziom rekompensat może być niższy od prognozowanego przez PGE w związku z różnicą w interpretacji przepisów ustawy o rozwiązaniu KDT pomiędzy niektórymi elektrowniami i Urzędem Regulacji Energetyki (URE). Różnica dotyczy przepisów ustawy dotyczących kalkulacji rocznej rekompensaty, zwłaszcza w przypadku elektrowni działających w grupach kapitałowych. Wytwórcy z Grupy PGE odwołali się do sądu od wszystkich decyzji Prezesa URE dotyczących korekty rocznej rekompensaty za koszty osierocone za 2008 rok. Przychody Grupy PGE liczone według interpretacji URE dotyczącej ustawy o KDT byłyby niższe od przychodów w wysokości 1,3 mld zł zaksięgowanych przez Grupę według interpretacji PGE. Fitch prognozuje, że w przypadku, gdyby prawidłowość interpretacji URE została potwierdzona przez sąd, co oznaczałoby niższe rekompensaty i również niższą EBITDA od obecnie planowanej przez PGE, niewykorzystany limit zadłużenia zostałby zmniejszony w 2012 i 2013 roku w ramach maksymalnego poziomu dźwigni finansowej na poziomie 2,5. W jednym ze scenariuszy analizowanych przez Fitch zakładającym, że podwyższenie kapitału planowane na IV kwartał 2009 nie dochodzi do skutku, wzrost nakładów inwestycyjnych PGE musiałby być ograniczony w 2012 i 2013 roku, po to aby dźwignia finansowa pozostała poniżej 2,5, czyli limitu założonego przez Zarząd.

#### ***Ekspozycja na koszty emisji CO<sub>2</sub>***

Niedobór uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> Grupy PGE w drugim okresie Krajowego Planu Alokacji (NAP II) w latach 2008-2012 wynosi około 6,1 mln ton rocznie. Oznacza to dodatkowy koszt około 500 mln zł zakładając średnią cenę uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> na poziomie 20 euro za tonę. Zarząd PGE oczekuje, że ten dodatkowy koszt w okresie NAP II i w latach 2013-2020 będzie przeniesiony na klientów końcowych w formie wyższych cen energii elektrycznej.

Ekspozycja rynkowa na koszty emisji CO<sub>2</sub> wzrosła w 2013 roku wraz z uruchomieniem systemu aukcji uprawnień do emisji. Pozytywne jest to, że Polska wraz z kilkoma innymi krajami Europy Środkowej uzyskała derogację od zasady zakupu całości uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> do 2020 roku. Elektrownie działające w Polsce mają otrzymywać nieodpłatnie 70% uprawnień do emisji w 2013, podczas gdy pozostałe 30% uprawnień będzie kupowane na aukcjach. Do 2020 roku udział nieodpłatnych uprawnień ma stopniowo zmaleć do 0% (100% uprawnień będzie kupowane na aukcjach).

Jak wcześniej wspomniano, wyższa ekspozycja na koszty CO<sub>2</sub>, zwłaszcza po 2013 roku, zmniejszy najprawdopodobniej przewagę PGE w zakresie kosztów w stosunku do elektrowni opalanych węglem kamiennym, co obniży marże w segmencie wytwarzania.

PGE planuje zredukować niedobór uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> głównie poprzez uzyskanie jednostek poświadczonych redukcji emisji (CER, Certified Emissions Reductions), jednostek redukcji emisji (ERU, Emission Reduction Units) i realizację projektów w zakresie Mechanizmów Czystego Rozwoju (CDM, Clean Development Mechanisms) i Wspólnych Wdrożeń (JI, Joint Implementation). PGE zamierza

również przeznaczyć 2 mld zł na budowę instalacji demonstracyjnej wychwytywania i składowania dwutlenku węgla (CCS, Carbon Capture and Storage) w Bełchatowie do 2015 roku (redukcja emisji CO<sub>2</sub> o 1,7 mln ton rocznie).

### Dystrybucja (18% skonsolidowanej EBITDA w 2008 roku)

W skład Grupy PGE wchodzi osiem spółek dystrybucyjnych - OSD, będących właścicielami regionalnych systemów dystrybucyjnych zlokalizowanych w środkowej i wschodniej Polsce. Segment dystrybucji dostarcza energię elektryczną do około 5 mln klientów i ma 26-procentowy udział w krajowym rynku. Segment dystrybucji podlega regulacjom URE w ramach trzyletnich okresów regulacji.

Przychody są uzależnione od taryfy OSD w ramach propozycji przedkładanej URE i zatwierdzanej przez regulatora. Taryfy uwzględniają pełne pokrycie uzasadnionych kosztów oraz osiągnięcie zwrotu z kapitału zaangażowanego w działalność dystrybucyjną, kalkulowanego jako iloczyn wartości regulacyjnej aktywów (WRA) i średnioważonego kosztu kapitału (WACC) ustalane przez URE na każdy rok taryfowy.

Jednym z celów w zakresie poprawy efektywności w dystrybucji jest zmniejszenie rocznych strat przesyłowych, które są dwukrotnie wyższe niż w Europie Zachodniej (7% w porównaniu do 3%-4%).

Przychody segmentu dystrybucji mają stopniowo rosnać w najbliższych sześciu do dziewięciu latach. Ma to związek z zatwierdzonym przez URE planem dojścia do nowej WRA kalkulowanej na podstawie wyceny majątku metodą odtworzeniową i metodą dochodową w porównaniu do WRA opartej na historycznej wartości księgowej. Wzrost WRA z 4,9 mld zł do 13,4 mld zł w najbliższych sześciu do dziewięciu latach spowodowałby wyższy zwrot na aktywach dystrybucyjnych i wyższe taryfy (21 mln zł dodatkowych przychodów w 2009 roku), co jest pozytywnie oceniane przez Fitch.

### Obrót hurtowy i sprzedaż detaliczna (3% skonsolidowanej EBITDA w 2008 roku)

Segmenty obrotu hurtowego i sprzedaży detalicznej PGE charakteryzują się niskimi marżami (marża EBITDA około 1%). Wszyscy klienci końcowi, za wyjątkiem gospodarstw domowych, mają uwolniony mechanizm ustalania ceny energii elektrycznej. URE w dalszym ciągu zatwierdza taryfy dotyczące sprzedaży energii gospodarstwom domowym. Taryfy dla tej grupy klientów zatwierdzone na 2009 rok nie odzwierciedlają w pełni dużego wzrostu kosztów wytwarzania energii elektrycznej wytwarzanej z węgla kamiennego. W rezultacie PGE nie generuje zysku na sprzedaży detalicznej do gospodarstw domowych. Natomiast część spółek sprzedaży detalicznej działających poza Grupą PGE, zmuszonych do zakupu droższej energii elektrycznej wytworzonej z węgla kamiennego, prawdopodobnie zanotowała straty na sprzedaży do gospodarstw domowych w 2009 roku.

### Energetyka odnawialna (3% skonsolidowanej EBITDA w 2008 roku)

Segment energetyka odnawialna, w skład którego wchodzi elektrownie wodne o łącznej mocy 1,6 GW i mała farma wiatrowa o mocy 30 MW, ma niewielki udział w wytwarzaniu energii przez Grupę. Jednak znaczenie tego segmentu będzie w najbliższych latach wzrastać, gdyż PGE ma w planach znaczne nakłady inwestycyjne w odnawialne źródła energii do 2015 roku, w szczególności lądowe farmy wiatrowe.

### Strategia

Zarząd planuje znaczne nakłady inwestycyjne o wartości 39 mld zł w latach 2009-2012, zakładające modernizację majątku segmentu wytwarzania i dystrybucji oraz wzrost mocy wytwórczych (zobacz tabelę Program inwestycyjny na lata 2009-2012). Zarząd ma w planach również ambitne inwestycje w energetyce odnawialnej, zwłaszcza w lądowe farmy wiatrowe, zakładające wzrost mocy energetyki wiatrowej do 1 000 MW do 2015 roku. Ma to związek ze zwiększeniem produkcji z

### Program inwestycyjny na lata 2009-2012 (mld zł)

| Rodzaj inwestycji   | Kwota       | (%)        |
|---|-------------|------------|
| Modernizacja istniejącego majątku segmentu wydobycia i wytwarzania      | 9,4         | 24         |
| Inwestycje w nowe projekty w energetyce odnawialnej                     | 8,9         | 23         |
| Budowa nowych, konwencjonalnych elektrowni opalanych paliwami kopalnymi | 8,2         | 21         |
| Inwestycje w majątek dystrybucyjny                                      | 5,6         | 14         |
| Akwizycje i inne  | 4,8         | 12         |
| Inwestycje w nowe technologie (w tym energetyka jądrowa)                | 2,0         | 5          |
| <b>Ogółem</b>   | <b>38,9</b> | <b>100</b> |

Źródło: PGE

odnawialnych źródeł energii (OZE) zgodnie z krajowym celem wzrostu udziału OZE w finalnym zużyciu energii co najmniej do poziomu 15% w 2020 roku (z 6% w 2010 roku). Innym bodźcem do znacznych inwestycji w farmy wiatrowe jest wysoka stopa zwrotu na takich projektach w Polsce, wynosząca od 13% do 20%, dzięki przychodom związanych z zielonymi certyfikatami. Wzrost udziału energii wiatrowej w wytwarzaniu energii przez PGE prawdopodobnie zmniejszy negatywny wpływ deficytu uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> na wyniki Grupy.

### Główne projekty inwestycyjne w elektrowniach na paliwa stałe

| Lokalizacja   | Moc (MW)     | Paliwo          | Data uruchomienia                          |
|---------------|--------------|-----------------|--|
| Belchatów     | 858          | Węgiel brunatny | Początek 2011, realizacja zgodnie z planem |
| Opole         | 2x800        | Węgiel kamienny | 2014/2015                                  |
| Turów         | 460          | Węgiel brunatny | 2016                                       |
| Lublin        | 2x800        | Węgiel kamienny | 2015/2016                                  |
| <b>Ogółem</b> | <b>4 518</b> |                 |  |

Źródło: PGE

Roczne nakłady inwestycyjne (włączając akwizycje) wynoszą średnio 9,7 mld zł w latach 2009-2012, czyli znacznie więcej niż średnie nakłady 4,1 mld zł w latach 2006-2008. Według prognoz Fitch, duży wzrost nakładów inwestycyjnych prawdopodobnie spowoduje, że PGE będzie generować ujemne wolne przepływy pieniężne w latach 2010-2012 w porównaniu do dodatnich wolnych przepływów w latach 2006-2008. Będzie się to wiązać ze znacznym zwiększeniem zadłużenia do 2012 roku i pogorszeniem wskaźników kredytowych. Rating uwzględnia zobowiązanie Zarządu do nieprzekraczania dźwigni finansowej, mierzonej jako relacja długu netto do EBITDA powyżej poziomu 2,5, pomimo znacznych inwestycji. W opinii Zarządu, PGE ma elastyczne podejście do znacznej części planowanych nakładów inwestycyjnych, zwłaszcza jeżeli chodzi o akwizycje i wybrane inwestycje w energetykę odnawialną i nowe technologie. Te projekty mogą być opóźnione w czasie lub wyłączone z planu w przypadku gorszych niż planowane przepływów pieniężnych.

PGE planuje przejęcia zwłaszcza w krajowym sektorze ciepłowniczym. Fitch rozumie, że zagraniczne przejęcia w Europie Środkowo-Wschodniej (w tym Niemcy) są rozważane, ale nie są traktowane jako priorytet przez PGE.

W ramach integracji i restrukturyzacji Grupy Zarząd zamierza sprzedać aktywa nie związane z podstawową działalnością, włączając w to najbardziej wartościową inwestycję poza sektorem energetycznym – pakiet 21,85% akcji Polkomtela, wiodącego operatora komórkowego na rynku. W opinii Fitch sprzedaż pakietu Polkomtela wzmocniłaby płynność PGE przed wzrostem nakładów inwestycyjnych.

### Inwestycje w energetykę jądrową

PGE ma w planach znaczne inwestycje w energetykę jądrową w latach 2014-2023. Ma to związek z redukcją ekspozycji na koszty CO<sub>2</sub> poprzez zmniejszenie średnich emisji CO<sub>2</sub> na megawatogodzinę (MW) wytworzonej energii elektrycznej. Inwestycje w energetykę jądrową są zgodne z rządową polityką energetyczną Polski, która zakłada dywersyfikację sektora wytwarzania pod względem rodzaju paliwa poprzez zmniejszenie udziału węgla kamiennego i budowę pierwszej elektrowni jądrowej do 2020 roku. PGE zamierza wybudować dwie elektrownie jądrowe o łącznej mocy 6GW, które mają być oddane do użytku w latach 2020 i 2023. Fitch szacuje, że całkowite nakłady inwestycyjne PGE na elektrownie jądrowe mogą wynieść 18 mld euro (74 mld zł), zakładając koszt 3 mln euro za jeden MW.

Agencja uważa, że ryzyko projektu atomowego, wynikające z braku doświadczenia operacyjnego Spółki w energetyce jądrowej, będzie częściowo ograniczone poprzez udział doświadczonych podmiotów zagranicznych, którzy mogą posiadać do 49% udziałów w spółkach *joint venture* budujących dwie elektrownie. Spółka oczekuje,

że rząd udzieli pewnej formy wsparcia lub finansowania projektów atomowych. Duże inwestycje w energetykę jądrową mogą spowodować pogorszenie wskaźników kredytowych w okresie wzmożonych nakładów inwestycyjnych, prawdopodobnie w latach 2015-2020. Fitch przeanalizuje wpływ projektu jądrowego na ratingi PGE, kiedy będą znane szczegóły inwestycji, włącznie z ich finansowaniem.

## Analiza finansowa

### Strategia finansowa

PGE spodziewa się, że około 50% planu inwestycyjnego o wartości 39 mld zł zostanie sfinansowane z przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Pozostała część kwoty będzie sfinansowana przez zwiększenie zadłużenia i wzrost kapitału w wyniku IPO planowanego na IV kwartał 2009. Strategia finansowa Grupy zakłada, że wskaźnik zadłużenie netto do EBITDA nie przekroczy 2,5, pomimo planowanego wzrostu zadłużenia. Zarząd uważa ten poziom dźwigni finansowej za maksymalny dla Grupy w średnim okresie. Wskaźnik zadłużenie netto do EBITDA nieprzekraczający poziomu 2,5 jest zdefiniowany jako główny warunek finansowy (covenant) w dokumentacji obligacji PGE S.A. o wartości 0,9 mld zł, które przypadają do wykupu w listopadzie 2010.

### Struktura kapitałowa

#### Podporządkowanie zadłużenia PGE S.A.

Jak wcześniej wspomniano, rating uwzględnia strukturalne podporządkowanie wierzycieli Spółki PGE S.A. w stosunku do wierzycieli spółek zależnych. Większość zadłużenia Grupy znajduje się w spółkach zależnych, głównie w elektrowniach, zwłaszcza w PGE EB, PGE EO oraz PGE ET – zobacz tabelę *Zadłużenie Grupy w podziale na spółki na koniec 2008 roku*. W opinii agencji wierzyciele PGE S.A. mają gorszy dostęp do przepływów pieniężnych spółek zależnych (gdzie generowana jest większość przepływów) niż wierzyciele kredytujący bezpośrednio spółki zależne. W konsekwencji, rating podmiotu „BBB” jest niższy o jeden stopień od ratingu „BBB+”, oszacowanego na podstawie skonsolidowanego profilu finansowego i biznesowego Grupy PGE.

Według planów Zarządu nowe zadłużenie będzie zaciągane na poziomie PGE S.A. lub część zadłużenia spółek zależnych będzie spłacona, tak aby około 50%-60% zadłużenia Grupy znajdowało się w spółce holdingowej do 2012 roku. W opinii Fitch strukturalne podporządkowanie może nie ograniczać ratingów PGE S.A., jeżeli wierzyciele spółki holdingowej PGE S.A. uzyskają lepszy dostęp do przepływów

### Zadłużenie Grupy w podziale na spółki na koniec 2008 roku

| Spółka                                   | Rodzaj działalności | Udział Grupy PGE (%) | Zadłużenie (mln zł) | % długu Grupy | Uwagi  |
|--|---------------------|----------------------|---------------------|---------------|--|
| PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.       | Spółka holdignowa   | b.d.                 | 2 084               | 28            | Głównie zadłużenie niezabezpieczone                                  |
| PGE Elektrownia Bełchatów S.A.           | Wytwarzanie energii | 88,1                 | 2 061               | 27            | Dług zabezpieczony na aktywach, głównie blok 858 MW w trakcie budowy |
| PGE Elektrownia Opole S.A.               | Wytwarzanie energii | 69,0                 | 1 683               | 22            | Dług gwarantowany przez Skarb Państwa                                |
| PGE Elektrownia Turów S.A.               | Wytwarzanie energii | 85,0                 | 769                 | 10            | Część długu gwarantowana przez Skarb Państwa                         |
| Exatel S.A.                              | Telekomunikacja     | 94,9                 | 187                 | 2             |  |
| PGE Kopalnia Węgla Brunatnego Turów S.A. | Wydobycie           | 69,0                 | 151                 | 2             | Dług zabezpieczony   |
| PGE Zespół Elektrowni Dolna Odra S.A.    | Wytwarzanie energii | 85,0                 | 146                 | 2             | Głównie dług zabezpieczony   |
| Pozostałe spółki                         | Różne               |                      | 432                 | 6             |  |
| <b>Ogółem</b>                            |                     |                      | <b>7 512</b>        | <b>100</b>    |  |

Źródło: PGE, obliczenia Fitch

**Zadłużenie Grupy PGE na koniec 2008 roku<sup>a</sup>**

|   | Kwota<br>(mln zł) | Jako<br>% |
|---|-------------------|-----------|
| Zadłużenie ogółem                                   | 7 322             | 100       |
| - W tym zadłużenie zabezpieczone                    | 1 942             | 27        |
| - W tym zadłużenie gwarantowane przez Skarb Państwa | 2 068             | 28        |
| - W tym zadłużenie spółki holdingowej (PGE S.A.)    | 2 084             | 28        |

<sup>a</sup> Tabela zawiera zadłużenie 34 spółek z Grupy PGE. Zadłużenie skonsolidowane ogółem wszystkich spółek wynosi 7 512 mln zł.  
Źródło: PGE, obliczenia Fitch

pieniężnych. Może to nastąpić poprzez znaczny wzrost udziału zadłużenia spółki holdingowej w całości długu Grupy, gwarancje dla długu PGE S.A. udzielone przez istotne spółki zależne lub znaczny wzrost powtarzalnego strumienia dywidend z spółek zależnych.

W opinii Fitch PGE S.A. na podstawie sprawozdań jednostkowych ma znacznie wyższą dźwignię finansową (wskaźnik zadłużenie netto do EBITDA włączając dywidendy na poziomie około 3 na koniec 2008 roku) niż Grupa PGE (wskaźnik na poziomie 1). Wynika to częściowo z niskiego poziomu dywidend otrzymywanych przez PGE S.A. od spółek zależnych.

**Zadłużenie zabezpieczone**

Zadłużenie zabezpieczone stanowiło 27% długu Grupy na koniec 2008 roku, z czego większość przypadła na istotną spółkę zależną, PGE EB, która zaciągnęła kredyty na budowę nowego bloku o mocy 858 MW (planowane uruchomienie bloku na początku 2011 roku).

Fitch uważa, że w przypadku PGE S.A. zadłużenie zabezpieczone nie ogranicza istotnie pozycji wierzycieli niezabezpieczonych i oczekiwanego poziomu odzyskania należności w przypadku trudności finansowych Grupy. Aktywa stanowiące zabezpieczenie spłaty kredytów Grupy stanowiły tylko 7% aktywów ogółem, a wskaźnik zadłużenie zabezpieczone do EBITDA wyniósł 0,4 na koniec 2008 roku.

**Dostęp do rynków kapitałowych**

W opinii Fitch PGE ma stosunkowo dobry dostęp do krajowego rynku kredytów bankowych i rynku obligacji. Kredyty bankowe stanowią zdecydowaną większość zadłużenia Grupy, 78% na koniec 2008 roku, podczas gdy krajowe obligacje korporacyjne 22% długu. PGE zamierza zwiększyć finansowanie z rynku obligacji i planuje emisje euroobligacji na finansowanie programu nakładów inwestycyjnych. Agencja zauważa, że duże europejskie firmy energetyczne wielokrotnie emitowały obligacje w pierwszych trzech kwartałach 2009 i były w stanie pozyskać finansowanie z rynku obligacji nawet w wyjątkowo trudnym IV kwartale 2008.

**Zapadalność zadłużenia i płynność**

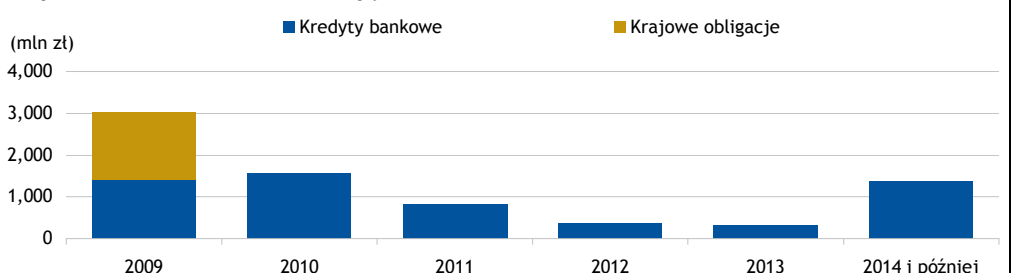
Znaczna część zadłużenia Grupy PGE przypada do spłaty w krótkim i średnim okresie. Zarząd ma w planach wydłużenie profilu zadłużenia poprzez emisje długoterminowych euroobligacji.

**Aktywa PGE stanowiące zabezpieczenie spłaty zobowiązań na koniec 2008 roku**

| (mln zł)                                   | Aktywa zabezpieczone | Aktywa ogółem | (%) |
|--|----------------------|---------------|-----|
| Aktywa                                     | 3 388                | 47 192        | 7   |
| - W tym rzeczowe aktywa trwałe             | 2 995                | 37 812        | 8   |
| - W tym należności z tytułu dostaw i usług | 368                  | 1 793         | 21  |

Źródło: PGE

**Zapadalność zadłużenia Grupy PGE na koniec 2008 roku<sup>a</sup>**



<sup>a</sup> Główne zmiany w zadłużeniu w I połowie 2009: Wykup obligacji o wartości 1,3 mld zł zapadających w czerwcu 2009 i emisja obligacji na kwotę 0,9 mld zł z datą zapadalności w listopadzie 2010  
Źródło: PGE

W opinii agencji, Grupa PGE miała tymczasowo napiętą pozycję płynności na koniec 2008 roku, kiedy dostępne źródła płynności w formie 2,1 mld zł wolnych środków pieniężnych i 409 mln zł niewykorzystanych linii kredytowych o zapadalności powyżej 12 miesięcy były niewystarczające do pokrycia 3 mld zł zadłużenia krótkoterminowego. Jednak płynność Grupy poprawiła się w I połowie 2009, kiedy PGE wykupiła obligacje o wartości 1,3 mld zł zapadające w czerwcu 2009. Część wykupionych obligacji została zrefinansowana przez nową emisję obligacji na kwotę

0,9 mld zł z datą zapadalności w listopadzie 2010.

**Potencjalne problemy z płynnością**

Fitch uważa, że Grupa PGE może mieć potencjalne problemy z płynnością, jeżeli część kredytów długoterminowych Grupy na kwotę 1,1 mld zł na koniec 2008 roku (15% zadłużenia Grupy), zaciągniętych przez PGE EB zostanie postawiona w stan wymagalności przez banki. Te kredyty są przedmiotem rozmów od września 2008, kiedy banki kredytujące poinformowały PGE o zarzucanym naruszeniu warunków umów finansowania, związanym między innymi ze sprzedażą energii elektrycznej pomiędzy spółkami w Grupie.

Fitch rozumie, że kwestia naruszeniu warunków umów finansowania nie została rozwiązana, a rozmowy pomiędzy PGE i bankami dotyczące zmiany warunków finansowania na wniosek banków są w toku. Sytuacja, w której banki zażądają natychmiastowej spłaty kwot zaciągniętych kredytów może, poprzez zapisy cross-default zawarte w innych umowach kredytowych PGE EB i w umowie emisji obligacji przez PGE S.A., spowodować wcześniejszą spłatę około 2,6 mld zł zadłużenia (35% długu Grupy). Fitch spodziewa się, że to potencjalne ryzyko płynności będzie zredukowane, jeżeli PGE zwiększy kapitał własny w ramach IPO w IV kwartale 2009 albo poprzez finansowanie uzyskane z emisji długoterminowych euroobligacji. Biorąc pod uwagę długi okres rozmów z bankami, Fitch uważa za prawdopodobne, że nowe warunki finansowania zostaną zaakceptowane przez wszystkie strony lub kredyty zostaną częściowo lub w całości spłacone z emisji nowych obligacji.

**Analiza porównawcza sektora**

W opinii Fitch duże, zintegrowane pionowo firmy energetyczne działające w Europie charakteryzują się stosunkowo stabilnym profilem biznesowym, gdyż ich przepływy pieniężne cechują się większą przewidywalnością i niższym uzależnieniem od cyklu biznesowego niż w przypadku firm działających w cyklicznym przemyśle. Ratingi spółek w tabeli *Grupa porównawcza PGE* znajdują się w przedziale od „A+” do „BBB”, odzwierciedlając różnice w skali działalności, profilu biznesowym (na przykład udział EBITDA segmentu dystrybucji, cechującego się stabilnymi przepływami pieniężnymi i EBITDA bardziej zmiennego segmentu wytwarzania energii elektrycznej w całości EBITDA spółki), polityce finansowej oraz

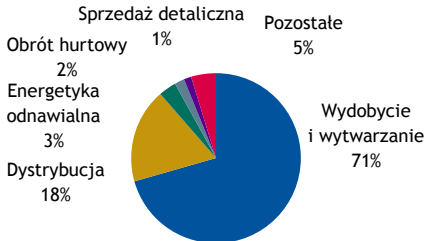
**Grupa porównawcza PGE (dane w mln euro)**

| Spółka                             | Rating podmiotu | Perspektywa ratingu | Data sprawozdania | Przychody | Operacyjny EBITDAR | Zadłużenie skorygowane ogółem | Przepływy środków z działalności operacyjnej (FFO) | Wolne przepływy pieniężne | Zadłużenie netto skorygowane ogółem/ EBITDAR (x) | FFO/ Zadłużenie skorygowane ogółem | Pokrycie odsetek przez FFO (x) | Marża EBITDAR (%) |
|------------------------------------|-----------------|---------------------|-------------------|-----------|--------------------|-------------------------------|--|---------------------------|--|------------------------------------|--------------------------------|-------------------|
| CEZ, a.s.                          | A-              | Stabilna            | 31/12/08          | 6 746     | 3 237              | 3 952                         | 2 584  | 118                       | 1,0  | 65,4                               | 16,9                           | 48,0              |
| DONG Energy A/S                    | BBB+            | Negatywna           | 31/12/08          | 8 263     | 1 725              | 3 208                         | 1 542  | -105                      | 1,7  | 48,1                               | 7,4                            | 20,9              |
| E.ON AG                            | A               | Stabilna            | 31/12/08          | 87 306    | 13 542             | 42 436                        | 7 023  | -4 059                    | 2,7  | 16,5                               | 3,2                            | 15,5              |
| Edison Spa                         | BBB+            | Stabilna            | 31/12/08          | 11 750    | 1 643              | 3 207                         | 645  | -723                      | 1,8  | 20,0                               | 3,9                            | 14,0              |
| Electricite de France (EDF)        | A+              | Stabilna            | 31/12/08          | 64 279    | 15 744             | 39 923                        | 10 083   | -11 554                   | 1,7  | 25,3                               | 7,0                            | 24,5              |
| Endesa, S.A.                       | A-              | Stabilna            | 31/12/08          | 22 836    | 6 895              | 18 504                        | 4 333  | -2 340                    | 2,0  | 23,4                               | 3,8                            | 30,2              |
| Enel SpA                           | A-              | Stabilna            | 31/12/08          | 61 184    | 14 338             | 59 622                        | 9 227  | -288                      | 3,8  | 15,5                               | 2,6                            | 23,4              |
| Fortum Corporation                 | A               | Negatywna           | 31/12/08          | 5 636     | 2 347              | 7 620                         | 2 206  | -215                      | 2,7  | 29,0                               | 7,3                            | 41,6              |
| PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. | BBB+            | Stabilna            | 31/12/08          | 4 997     | 1 287              | 1 824                         | 1 374  | 161                       | 1,0  | 75,3                               | 10,7                           | 25,7              |
| RWE AG                             | A+              | Negatywna           | 31/12/08          | 47 704    | 8 208              | 14 139                        | 7 166  | -186                      | 0,6  | 50,7                               | 8,4                            | 17,2              |
| Slovenske Elektrarne, a.s.         | BBB             | Stabilna            | 31/12/08          | 1 989     | 782                | 288                           | 502  | 399                       | 0,3  | 174,6                              | 24,3                           | 39,3              |
| Statkraft As                       | BBB+            | Stabilna            | 31/12/08          | 1 983     | 1 432              | 4 236                         | 1 334  | -52                       | 2,8  | 31,5                               | 5,2                            | 72,2              |
| Vattenfall AB                      | A+              | RWN                 | 31/12/08          | 15 138    | 4 009              | 10 335                        | 3 570  | 524                       | 2,1  | 34,5                               | 10,4                           | 26,5              |

Źródło: Fitch, na podstawie raportów spółek

**EBITDA PGE w 2008 roku**

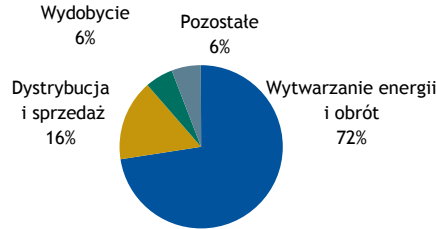
EBITDA 1,7 mld euro; Marża EBITDA 28%;  
moc osiągalna 12,4 GW



Źródło: PGE, obliczenia Fitch

**EBITDA CEZ w 2008 roku**

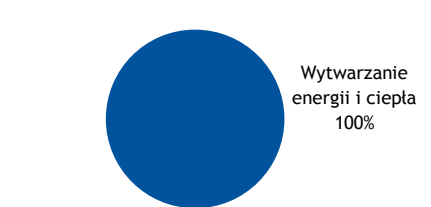
EBITDA 3,2 mld euro; Marża EBITDA 48%;  
moc osiągalna 14,3 GW



Źródło: CEZ, obliczenia Fitch

**EBITDA SE w 2008 roku**

EBITDA 0,8 mld euro; Marża EBITDA 39%;  
moc osiągalna 6 GW



Źródło: SE, obliczenia Fitch

obecnej i prognozowanej dźwigni finansowej.

PGE jest firmą o średniej wielkości pod względem EBITDA w porównaniu z dużymi, firmami energetycznymi z Europy Zachodniej. PGE prezentuje się dobrze pod kątem wskaźników dźwigni finansowej i pokrycia odsetek na tle grupy porównawczej.

W opinii Fitch marża EBITDAR PGE (26% w 2008 roku) jest wysoka. Wynika to częściowo z wyższego udziału segmentu wytwarzania w zyskach Grupy w porównaniu do innych zintegrowanych firm i przewagi PGE w zakresie kosztów związanej z wytwarzaniem energii opartej na węglu brunatnym.

**Analiza porównawcza firm energetycznych z Europy Środkowej (PGE, CEZ i SE)**

PGE, CEZ, a.s. („A-”/perspektywa stabilna) działający głównie w Czechach i Slovenske Elekrarne a.s. (SE, „BBB”/ perspektywa stabilna) działające w Słowacji, posiadają dominującą pozycję na swoich rynkach macierzystych. W opinii Fitch CEZ ma lepszy profil biznesowy niż PGE i SE (słowacka firma działa jedynie w segmencie wytwarzania energii).

Zarówno CEZ jak i SE mają przewagę kosztową związaną z mniejszymi emisjami CO<sub>2</sub>, gdyż elektrownie jądrowe wytworzyły odpowiednio 39% i 66% całości energii elektrycznej wyprodukowanej w 2008 roku. CEZ i SE mają wyższą marżę EBITDA niż PGE, co ma związek z ich przewagą kosztową wynikającą z produkcji części energii w elektrowniach jądrowych i wyższymi hurtowymi cenami energii elektrycznej w Czechach i Słowacji. PGE miała porównywalne wskaźniki kredytowe do CEZ i nieco gorsze niż SE na koniec 2008 roku. Według prognoz Fitch wszystkie trzy firmy osiągną porównywalny poziom dźwigni finansowej (około 2-2,5) do 2012 roku.

**PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA S.A.**

|  | 31/12/2008<br>mln zł<br>Oryginalne | 31/12/2007<br>mln zł<br>Przekształcone | 31/12/2006<br>mln zł<br>Oryginalne | 31/12/2005<br>mln zł<br>Oryginalne | 31/12/2004<br>mln zł<br>Oryginalne |
|--|------------------------------------|--|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|
| <b>Dane finansowe</b>                                    |                                    |  |                                    |                                    |                                    |
| <b>Bilans</b>  |                                    |  |                                    |                                    |                                    |
| Środki pieniężne   | 2 071,2                            | 2 675,0                                | 3 270,5                            | 520,7                              | 275,6                              |
| Należności z tytułu dostaw i usług                       | 1 792,6                            | 2 335,2                                | 2 403,5                            | 1 767,8                            | 1 647,7                            |
| Zapasy   | 1 128,0                            | 798,9                                  | 747,1                              | 17,1                               | 17,9                               |
| Pozostały majątek obrotowy                               | 1 495,8                            | 1 077,2                                | 1 394,9                            | 464,2                              | 497,0                              |
| Rzeczowy majątek trwały                                  | 37 811,6                           | 36 282,6                               | 35 490,9                           | 4 564,8                            | 4 601,8                            |
| Wartości niematerialne i prawne                          | 142,0                              | 138,6                                  | 150,3                              | 62,1                               | 95,5                               |
| Pozostały majątek trwały                                 | 2 751,1                            | 2 001,8                                | 11 530,7                           | 1 632,4                            | 1 292,5                            |
| <b>AKTYWA OGÓŁEM</b>                                     | <b>47 192,3</b>                    | <b>45 309,3</b>                        | <b>54 987,9</b>                    | <b>9 029,1</b>                     | <b>8 428,0</b>                     |
| <b>ZOBOWIĄZANIA</b>                                      |                                    |  |                                    |                                    |                                    |
| Zadłużenie krótkoterminowe                               | 3 039,2                            | 1 331,3                                | 1 636,2                            | 332,2                              | 159,7                              |
| Zobowiązania z tytułu dostaw i usług                     | 1 012,1                            | 1 554,0                                | 1 634,8                            | 1 615,3                            | 1 408,2                            |
| Rezerwy  | 4 013,6                            | 3 821,2                                | 6 477,3                            | 128,8                              | 79,9                               |
| Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe                   | 3 445,5                            | 2 533,8                                | 2 843,0                            | 734,6                              | 496,4                              |
| Pozostałe zobowiązania długoterminowe                    | 1 033,9                            | 905,5                                  | 802,6                              | 1,6                                | 1,1                                |
| Zadłużenie długoterminowe zabezpieczone                  | 1 943,6                            | 1 317,4                                | 1 055,9                            | 9,5                                | 431,2                              |
| Zadłużenie długoterminowe niezabezpieczone               | 2 528,8                            | 4 425,7                                | 5 821,6                            | 779,4                              | 984,6                              |
| <b>ZOBOWIĄZANIA OGÓŁEM</b>                               | <b>17 016,7</b>                    | <b>15 888,9</b>                        | <b>20 271,4</b>                    | <b>3 601,4</b>                     | <b>3 561,1</b>                     |
| <b>KAPITAŁY WŁASNE</b>                                   |                                    |  |                                    |                                    |                                    |
| Kapitał własny udziałowców mniejszościowych              | 7 365,9                            | 8 168,0                                | 7 414,6                            | 56,2                               | 59,2                               |
| Kapitał własny   | 22 809,7                           | 21 252,4                               | 27 301,9                           | 5 371,5                            | 4 807,7                            |
| <b>PASYWA OGÓŁEM</b>                                     | <b>47 192,3</b>                    | <b>45 309,3</b>                        | <b>54 987,9</b>                    | <b>9 029,1</b>                     | <b>8 428,0</b>                     |
| <b>Skorygowane zadłużenie ogółem</b>                     | <b>7 519,6</b>                     | <b>7 079,2</b>                         | <b>8 513,7</b>                     | <b>1 121,1</b>                     | <b>1 575,5</b>                     |
| <b>Dane o zadłużeniu</b>                                 |                                    |  |                                    |                                    |                                    |
| <b>RODZAJ ZADŁUŻENIA</b>                                 |                                    |  |                                    |                                    |                                    |
| Zobowiązania leasingowe                                  | 2,7                                | 22,9                                   | 49,0                               | 17,0                               | 28,4                               |
| Zabezpieczone  | 1 942,0                            | 1 313,7                                | 1 115,4                            | 122,8                              | 476,2                              |
| Niezabezpieczone   | 5 566,9                            | 5 737,8                                | 7 349,3                            | 981,3                              | 1 070,9                            |
| Zamienne   | 0,0                                | 0,0                                    | 0,0                                | 0,0                                | 0,0                                |
| Podporządkowane  | 0,0                                | 0,0                                    | 0,0                                | 0,0                                | 0,0                                |
| <b>ZADŁUŻENIE OGÓŁEM</b>                                 | <b>7 511,6</b>                     | <b>7 074,4</b>                         | <b>8 513,7</b>                     | <b>1 121,1</b>                     | <b>1 575,5</b>                     |
| Zadłużenie pozabilansowe                                 | 8,0                                | 4,8                                    | 0,0                                | 0,0                                | 0,0                                |
| <b>ZADŁUŻENIE SKORYGOWANE OGÓŁEM</b>                     | <b>7 519,6</b>                     | <b>7 079,2</b>                         | <b>8 513,7</b>                     | <b>1 121,1</b>                     | <b>1 575,5</b>                     |
| Dług bez regresu plus część kapitałowa emisji hybrydowej | 0,0                                | 0,0                                    | 0,0                                | 0,0                                | 0,0                                |
| <b>Zadłużenie skorygowane plus kapitał hybrydowy</b>     | <b>7 519,6</b>                     | <b>7 079,2</b>                         | <b>8 513,7</b>                     | <b>1 121,1</b>                     | <b>1 575,5</b>                     |
| <b>Skorygowane zobowiązania--</b>                        | <b>7 519,6</b>                     | <b>7 079,2</b>                         | <b>8 513,7</b>                     | <b>1 121,1</b>                     | <b>1 575,5</b>                     |
| <b>ŹRÓDŁO ZADŁUŻENIA</b>                                 |                                    |  |                                    |                                    |                                    |
| Banki  | 5 876,5                            | 5 310,4                                | 6 835,5                            | 954,1                              | 1 397,1                            |
| Rynek kapitałowy   | 1 632,4                            | 1 741,1                                | 1 629,2                            | 150,0                              | 150,0                              |
| Pozostałe podmioty                                       | 2,7                                | 22,9                                   | 49,0                               | 17,0                               | 28,4                               |
| <b>ZADŁUŻENIE OGÓŁEM</b>                                 | <b>7 511,6</b>                     | <b>7 074,4</b>                         | <b>8 513,7</b>                     | <b>1 121,1</b>                     | <b>1 575,5</b>                     |
| <b>ZAPADALNOŚĆ ZADŁUŻENIA</b>                            |                                    |  |                                    |                                    |                                    |
| Do 1 roku  | 3 039,2                            | 1 331,3                                | 1 636,2                            | 332,2                              | 159,7                              |
| Powyżej 1 roku do 3 lat                                  | 1 578,4                            | 2 726,2                                | 1 859,5                            | 496,8                              | 1 100,7                            |
| Powyżej 3 do 5 lat                                       | 1 507,1                            | 2 018,0                                | 3 633,4                            | 216,4                              | 154,5                              |
| Powyżej 5 lat  | 1 386,9                            | 998,9                                  | 1 384,6                            | 75,7                               | 160,6                              |
| <b>ZADŁUŻENIE OGÓŁEM</b>                                 | <b>7 511,6</b>                     | <b>7 074,4</b>                         | <b>8 513,7</b>                     | <b>1 121,1</b>                     | <b>1 575,5</b>                     |
| Wolne środki pieniężne                                   | 2 071,2                            | 2 675,0                                | 3 270,5                            | 520,7                              | 275,6                              |
| <b>ZADŁUŻENIE KRÓTKOTERMINOWE MINUS GOTÓWKA</b>          | <b>968,0</b>                       | <b>-1 343,7</b>                        | <b>-1 634,3</b>                    | <b>-188,5</b>                      | <b>-115,9</b>                      |
| <b>ZADŁUŻENIE OGÓŁEM MINUS GOTÓWKA</b>                   | <b>5 440,4</b>                     | <b>4 399,4</b>                         | <b>5 243,2</b>                     | <b>600,4</b>                       | <b>1 299,9</b>                     |
| <b>ZADŁUŻENIE SKORYGOWANE OGÓŁEM MINUS GOTÓWKA</b>       | <b>5 448,4</b>                     | <b>4 404,2</b>                         | <b>5 243,2</b>                     | <b>600,4</b>                       | <b>1 299,9</b>                     |
| <b>Skorygowane zobowiązania minus gotówka</b>            | <b>5 448,4</b>                     | <b>4 404,2</b>                         | <b>5 243,2</b>                     | <b>600,4</b>                       | <b>1 299,9</b>                     |
| Środki pieniężne na rachunkach zastrzeżonych             | 69,6                               | 51,3                                   | 39,6                               | 3,2                                | 1,1                                |

~ W tym środki pieniężne na rachunkach zastrzeżonych

-- Zadłużenie skorygowane plus kapitał hybrydowy plus kapitał akcjonariuszy uprzywilejowanych

**PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA S.A.**

**Rachunek zysków i strat**

|  | 31/12/2008<br>mln zł<br>Oryginalne | 31/12/2007<br>mln zł<br>Przekształcone | 31/12/2006<br>mln zł<br>Oryginalne | 31/12/2005<br>mln zł<br>Oryginalne | 31/12/2004<br>mln zł<br>Oryginalne |
|--|------------------------------------|--|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|
| <b>Rachunek zysków i strat</b>                                 |                                    |  |                                    |                                    |                                    |
| Przychody*   | 20 597,8                           | 23 090,7                               | 24 344,0                           | 16 999,8                           | 16 087,3                           |
| Koszty uzyskania przychodu                                     | 12 968,2                           | 16 432,3                               | 18 247,9                           | 15 013,2                           | 14 428,9                           |
| <b>ZYSK BRUTTO NA SPRZEDAŻY</b>                                | <b>7 629,6</b>                     | <b>6 658,4</b>                         | <b>6 096,1</b>                     | <b>1 986,6</b>                     | <b>1 658,4</b>                     |
| Koszty sprzedaży i ogólnego zarządu                            | 1 897,3                            | 2 006,8                                | 1 349,9                            | 403,0                              | 320,6                              |
| Pozostałe koszty operacyjne**                                  | 430,4                              | 68,4                                   | -39,8                              | 89,0                               | 14,3                               |
| Leasing długoterminowy   | 1,0                                | 0,6                                    | 0,0                                | 0,0                                | 0,0                                |
| <b>Operacyjny EBITDAR</b>                                      | <b>5 302,9</b>                     | <b>4 583,8</b>                         | <b>4 786,0</b>                     | <b>1 494,6</b>                     | <b>1 323,5</b>                     |
| Amortyzacja rzeczowego majątku trwałego i wartości firmy       | 2 584,2                            | 2 608,7                                | 2 590,5                            | 632,4                              | 646,8                              |
| Zysk na pozaoperacyjnych operacjach jednorazowych***           | 544,7                              | 159,8                                  | 127,1                              | -44,1                              | -7,8                               |
| Udział w zyskach/stratach w jednostkach stow.                  | 238,6                              | 239,2                                  | 198,0                              | -0,5                               | 0,8                                |
| Pozostałe przychody/koszty                                     | -1,0                               | -0,6                                   | 0,0                                | 0,0                                | 0,0                                |
| <b>EBIT</b>  | <b>3 501,0</b>                     | <b>2 373,5</b>                         | <b>2 520,6</b>                     | <b>817,6</b>                       | <b>669,7</b>                       |
| Odsetki uzyskane   | 219,2                              | 227,8                                  | 225,0                              | 73,7                               | 47,6                               |
| Odsetki zapłacone  | 477,3                              | 601,1                                  | 657,6                              | 97,4                               | 120,0                              |
| Pozostałe przychody/(koszty finansowe)                         | -73,4                              | -22,7                                  | 109,2                              | 217,1                              | 73,4                               |
| <b>ZYSK PRZED OPODATKOWANIEM</b>                               | <b>3 169,5</b>                     | <b>1 977,5</b>                         | <b>2 197,2</b>                     | <b>1 011,0</b>                     | <b>670,7</b>                       |
| Podatek dochodowy  | 499,3                              | -948,1                                 | 395,2                              | 204,1                              | 114,6                              |
| Zysk/strata udziałowców mniejszościowych                       | 0,0                                | 0,0                                    | 0,0                                | -2,8                               | 1,4                                |
| <b>ZYSK NETTO</b>  | <b>2 670,2</b>                     | <b>2 925,6</b>                         | <b>1 802,0</b>                     | <b>804,1</b>                       | <b>557,5</b>                       |
| Zyski/straty nadzwyczajne / Zmiany w rachunkowości             | 0,0                                | 1 845,3                                | 284,3                              | -104,3                             | -75,7                              |
| <b>ZYSK NETTO PO ZDARZENIACH NADZWYCAJNYCH (przed dywidel)</b> | <b>2 670,2</b>                     | <b>4 770,9</b>                         | <b>2 086,3</b>                     | <b>699,8</b>                       | <b>481,8</b>                       |

**Przepływy pieniężne**

|  | 31/12/2008<br>mln zł<br>Oryginalne | 31/12/2007<br>mln zł<br>Przekształcone | 31/12/2006<br>mln zł<br>Oryginalne | 31/12/2005<br>mln zł<br>Oryginalne | 31/12/2004<br>mln zł<br>Oryginalne |
|--|------------------------------------|--|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|
| <b>Przepływy pieniężne</b>                                   |                                    |  |                                    |                                    |                                    |
| <b>Operacyjny EBITDAR</b>                                    | <b>5 302,9</b>                     | <b>4 583,8</b>                         | <b>4 786,0</b>                     | <b>1 494,6</b>                     | <b>1 323,5</b>                     |
| Zapłacone odsetki netto                                      | 347,7                              | 722,9                                  | 531,5                              | 75,9                               | 120,1                              |
| Podatek dochodowy zapłacony                                  | 573,7                              | 592,0                                  | 357,6                              | 0,0                                | 0,0                                |
| Dywidendy od spółek stowarzyszonych                          | 171,2                              | 236,7                                  | 388,2                              | 60,5                               | 49,8                               |
| Inne zmiany przed FFO****                                    | 1 111,7                            | 1 634,0                                | 562,1                              | 14,6                               | -45,0                              |
| <b>PRZEPLŹYWY ŚRODKÓW Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ (FFO)</b>   | <b>5 664,4</b>                     | <b>5 139,6</b>                         | <b>4 847,2</b>                     | <b>1 493,8</b>                     | <b>1 208,2</b>                     |
| Kapitał obrotowy   | -454,3                             | 57,6                                   | -121,2                             | 42,0                               | 222,5                              |
| <b>PRZEPLŹYWY PIENIĘŻNE Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ (CFO)</b> | <b>5 210,1</b>                     | <b>5 197,2</b>                         | <b>4 726,0</b>                     | <b>1 535,8</b>                     | <b>1 430,7</b>                     |
| Przepływy pozaoperacyjne***                                  | 0,0                                | 0,0                                    | 0,0                                | 0,0                                | 0,0                                |
| Nakłady inwestycyjne   | 4 124,1                            | 3 635,3                                | 3 406,3                            | 458,8                              | 532,1                              |
| Dywidendy zapłacone  | 424,4                              | 229,8                                  | 395,7                              | 251,1                              | 70,4                               |
| <b>WOLNE PRZEPLŹYWY PIENIĘŻNE (FCF)</b>                      | <b>661,6</b>                       | <b>1 332,1</b>                         | <b>924,0</b>                       | <b>825,9</b>                       | <b>828,2</b>                       |
| Wpływy ze sprzedaży majątku trwałego                         | 82,1                               | 87,0                                   | 17,6                               | 3,4                                | 13,1                               |
| Nabycie finansowego majątku trwałego                         | 1 932,7                            | 0,0                                    | 0,0                                | 0,0                                | 0,0                                |
| Sprzedaż finansowego majątku trwałego                        | 0,0                                | 0,0                                    | 0,0                                | 0,0                                | 0,0                                |
| Pozostałe przepływy  | 314,3                              | -238,8                                 | 394,0                              | -81,3                              | 57,2                               |
| <b>PRZEPLŹYWY PIENIĘŻNE NETTO</b>                            | <b>-874,7</b>                      | <b>1 180,3</b>                         | <b>1 335,6</b>                     | <b>748,0</b>                       | <b>898,5</b>                       |
| Emisje akcji/(Umorzenie akcji)                               | 0,0                                | 0,0                                    | 0,0                                | -0,2                               | -1,3                               |
| Zmiany kursowe   | 0,0                                | 0,0                                    | 0,0                                | 0,0                                | 0,0                                |
| Inne pozycje wpływające na przepływy****                     | -166,3                             | -336,5                                 | -5 978,4                           | -48,3                              | -18,5                              |
| <b>PRZEPLŹYWY PIENIĘŻNE NETTO PRZED FINANSOWANIEM</b>        | <b>-1 041,0</b>                    | <b>843,8</b>                           | <b>-4 642,8</b>                    | <b>699,5</b>                       | <b>878,7</b>                       |
| <b>ZADŁUŻENIE NETTO NA POCZĄTEK OKRESU</b>                   | <b>4 399,4</b>                     | <b>5 243,2</b>                         | <b>600,4</b>                       | <b>1 299,9</b>                     | <b>2 178,6</b>                     |
| Wzrost/(Spadek) zadłużenia netto                             | 1 041,0                            | -843,8                                 | 4 642,8                            | -699,5                             | -878,7                             |
| <b>ZADŁUŻENIE NETTO NA KONIEC OKRESU</b>                     | <b>5 440,4</b>                     | <b>4 399,4</b>                         | <b>5 243,2</b>                     | <b>600,4</b>                       | <b>1 299,9</b>                     |

\* Przychody po odliczeniu podatków od sprzedaży, akcyzy itp.

\*\* Bez amortyzacji majątku trwałego i wartości niematerialnych i prawnych

\*\*\* Szacunki analityka

\*\*\*\* Pozycja bilansująca

**PGE POLSKA GRUPA ENERGETYCZNA S.A.**

**Analiza wskaźnikowa**

|   | 31/12/2008 | 31/12/2007     | 31/12/2006 | 31/12/2005 | 31/12/2004 |
|---|------------|----------------|------------|------------|------------|
|   | mln zł     | mln zł         | mln zł     | mln zł     | mln zł     |
|   | Oryginalne | Przekształcone | Oryginalne | Oryginalne | Oryginalne |
| <b>Zyski/Rentowność</b>                                     |            |                |            |            |            |
| Dynamika przychodów (%)                                     | -10,8      | -5,1           | 43,2       | 5,7        | 3,9        |
| Zysk brutto na sprzedaży/Przychody (%)                      | 37,0       | 28,8           | 25,0       | 11,7       | 10,3       |
| EBITDAR/Przychody (%)                                       | 25,7       | 19,9           | 19,7       | 8,8        | 8,2        |
| EBIT/Przychody (%)  | 17,0       | 10,3           | 10,4       | 4,8        | 4,2        |
| Zysk przed opodatkowaniem/Przychody (%)                     | 15,4       | 8,6            | 9,0        | 5,9        | 4,2        |
| Zysk po opodatkowaniu/Przychody (%)                         | 13,0       | 12,7           | 7,4        | 4,7        | 3,5        |
| Efektywna stopa podatkowa (%)                               | 15,8       | 0,0            | 18,0       | 20,2       | 17,1       |
| Zysk po opodatkowaniu/Średnie kapitały (%)                  | 10,6       | 6,2            | 10,9       | 19,6       | 13,8       |
| Zysk po opodatkowaniu/Średnie aktywa (%)                    | 6,8        | 7,0            | 7,7        | 10,4       | 8,0        |
| FFO/Skorygowany kapitał (%)                                 | 16,6       | 15,8           | 12,7       | 24,3       | 20,6       |
| Marża wolnych przepływów pieniężnych (FCF) (%)              | 3,2        | 5,8            | 3,8        | 4,9        | 5,1        |
| <b>Pokrycie obsługi zadłużenia</b>                          |            |                |            |            |            |
| FFO/Odsetki brutto (x)                                      | 10,7       | 9,1            | 8,4        | 16,3       | 11,1       |
| FFO/Opłaty stałe (x)  | 10,7       | 9,1            | 8,4        | 16,3       | 11,1       |
| (EBITDAR-Nakłady inwestycyjne)/Opłaty stałe(x)              | 2,2        | 1,5            | 2,1        | 10,6       | 6,6        |
| EBITDAR/Opłaty stałe netto (x)                              | 14,6       | 11,2           | 11,1       | 63,1       | 18,3       |
| FFO/Odsetki netto (x)                                       | 16,6       | 13,6           | 12,2       | 64,0       | 17,7       |
| Wolne przepływy pieniężne/Obsługa zadłużenia (x)            | 0,3        | 1,0            | 0,7        | 2,1        | 3,4        |
| Pokrycie opłat stałych netto (x)                            | 8,0        | 5,5            | 6,0        | -18,0      | 74,9       |
| <b>Dźwignia finansowa</b>                                   |            |                |            |            |            |
| Zadłużenie skorygowane ogółem/EBITDAR (x)                   | 1,4        | 1,5            | 1,8        | 0,8        | 1,2        |
| Zadłużenie netto skorygowane ogółem/EBITDAR (x)             | 1,0        | 1,0            | 1,1        | 0,4        | 1,0        |
| Zobowiązania skorygowane netto/EBITDAR (x)                  | 1,0        | 1,0            | 1,1        | 0,4        | 1,0        |
| Skorygowane zadłużenie netto/FFO (x)                        | 0,9        | 0,8            | 1,0        | 0,4        | 1,0        |
| Skorygowane zadłużenie/FFO (x)                              | 1,2        | 1,2            | 1,5        | 0,7        | 1,2        |
| Wolne przepływy pieniężne/Zobowiązania skorygowane (%)      | 8,8        | 18,8           | 10,9       | 73,7       | 52,6       |
| CFO/Zadłużenie netto ogółem (%)                             | 95,8       | 118,1          | 90,1       | 255,8      | 110,1      |
| CFO/Zobowiązania skorygowane netto (%)                      | 95,6       | 118,0          | 90,1       | 255,8      | 110,1      |
| Zadłużenie skoryg. ogółem/Kapitalizacja skoryg. ogółem (%)  | 19,9       | 19,4           | 19,7       | 17,1       | 24,5       |
| <b>Struktura finansowa</b>                                  |            |                |            |            |            |
| Zadłużenie zabezpieczone plus leasing/Zadłużenie ogółem (%) | 25,9       | 18,9           | 13,7       | 12,5       | 32,0       |
| Zadłużenie krótkoterminowe / Zadłużenie ogółem (%)          | 40,5       | 18,8           | 19,2       | 29,6       | 10,1       |
| Zadłużenie pozabilansowe / Zadłużenie skoryg. ogółem (%)    | 0,1        | 0,1            | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Zadłużenie netto / Kapitał własny trwałe (%)                | 18,1       | 15,0           | 15,2       | 11,2       | 27,2       |
| <b>Wskaźniki uwzględniające świadczenia emerytalne</b>      |            |                |            |            |            |
| Zobowiązania związane ze świadcz. emeryt.                   | 317,0      | 204,6          | 207,8      | 3,4        | 3,8        |
| Dźwignia netto uwzględniająca świadcz. emeryt.              | 1,1        | 1,0            | 1,1        | 0,4        | 1,0        |
| Pokrycie odsetek netto uwzględniające świadcz. emeryt.      | 0,0        | 0,0            | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Pokrycie odsetek netto (oraz szacowanych kosztów odset.)    | 10,8       | 8,9            | 9,3        | -29,6      | 132,0      |
| Szacowane koszty odsetkowe                                  | 17,4       | 12,3           | 10,4       | 0,2        | 0,2        |
| Pokrycie odsetek brutto uwzględniające świadcz. emeryt.     | 0,0        | 0,0            | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Pokrycie odsetek brutto (oraz szacowanych kosztów odset.)   | 10,8       | 8,9            | 9,3        | -29,6      | 132,0      |
| <b>Kapitał obrotowy</b>                                     |            |                |            |            |            |
| Średni obrót zapasami (w dniach)                            | 27,1       | 17,2           | 7,6        | 0,4        | 0,5        |
| Cykl rotacji należności (w dniach)                          | 36,6       | 37,5           | 31,3       | 36,7       | 37,4       |
| Cykl obrotu gotówki brutto (w dniach)                       | 63,7       | 54,6           | 38,9       | 37,1       | 37,8       |
| Cykl rotacji zobowiązań (w dniach)                          | 36,1       | 35,4           | 32,5       | 36,8       | 35,6       |
| Cykl obrotu gotówki netto (w dniach)                        | 27,6       | 19,2           | 6,4        | 0,3        | 2,2        |
| <b>Dodatkowe informacje</b>                                 |            |                |            |            |            |
| Amortyzacja   | 2 584,2    | 2 608,7        | 2 590,5    | 632,4      | 646,8      |
| Odpis wartości firmy  | 0,0        | 0,0            | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Nakłady inwestycyjne/Amortyzacja (x)                        | 1,6        | 1,4            | 1,3        | 0,7        | 0,8        |
| CFO/Nakłady inwestycyjne (x)                                | 1,3        | 1,4            | 1,4        | 3,3        | 2,7        |
| Skapitalizowane (aktywowane) odsetki                        | 105,0      | 34,3           | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Koszty wynajmu/leasingu aktywów obrotowych                  | 0,0        | 0,0            | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Koszty wynajmu/leasingu aktywów trwałych                    | 1,0        | 0,6            | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Zobowiązania warunkowe                                      | 0,0        | 0,0            | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Zdarzenia jednorazowe w kosztach operacyjnych               | 0,0        | 0,0            | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Koszty wynagrodzeń/Przychody (%)                            | 0,0        | 0,0            | 0,0        | 0,0        | 0,0        |
| Koszty poniesione na badania i rozwój/Przychody (%)         | 0,0        | 0,0            | 0,0        | 0,0        | 0,0        |

WSZYSTKIE RATINGI FITCH PODLEGAJĄ PEWNYM OGRANICZENIOM ORAZ WYŁĄCZENIOM ODPOWIEDZIALNOŚCI. PROSIMY O ZAPOZNANIE SIĘ Z TYMI OGRANICZENIAMI I WYŁĄCZENIAMI ODPOWIEDZIALNOŚCI NA STRONIE FITCH: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). PONADTO, NA STRONIE AGENCJI „WWW.FITCHRATINGS.COM” ZNAJDUJĄ SIĘ PUBLICZNIE DOSTĘPNE DEFINICJE RATINGÓW ORAZ ZASADY ICH STOSOWANIA. OPUBLIKOWANE TAM RATINGI, KRYTERIA ORAZ METODYKI SĄ W KAŻDEJ CHWILI DOSTĘPNE. NA STRONIE AGENCJI W SEKCJI „CODE OF CONDUCT” ZNAJDUJĄ SIĘ DOKUMENTY: CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, A TAKŻE INNE ODPOWIEDNIE DOKUMENTY DOTYCZĄCE POLITYK I PROCEDUR STOSOWANYCH PRZEZ FITCH.

Copyright © 2009 Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. i jego podmioty zależne. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telefon: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Kopiowanie lub wykorzystywanie w całości lub w części bez zgody jest zabronione. Wszelkie prawa zastrzeżone. Wszystkie informacje zamieszczone w tym raporcie opierają się na informacjach od emitentów, innych dłużników i organizatorów, lub innych źródłach, które Fitch uważa za wiarygodne. Fitch nie przeprowadza audytu ani nie weryfikuje prawdziwości i dokładności tych informacji. W związku z tym informacje zawarte w tym raporcie są prezentowane w oryginalnej postaci, bez żadnych gwarancji. Rating nadany przez Fitch jest opinią o wiarygodności kredytowej papieru wartościowego. Rating nie odzwierciedla ryzyka poniesienia strat na skutek innych ryzyk niż ryzyko kredytowe chyba, że ryzyka takie zostały dokładnie przedstawione. Fitch nie jest zaangażowany w oferowanie lub sprzedaż jakichkolwiek papierów wartościowych. Raport prezentujący rating nadany przez Fitch nie jest prospektem ani nie zastępuje informacji zebranych, sprawdzonych i przedstawianych inwestorom przez emitenta i jego agenta w związku ze sprzedażą papierów dłużnych. Ratingi mogą być zmienione, zawieszane lub wycofane w każdej chwili z różnych powodów i jest to suwerenna decyzja Fitch'a. Fitch nie oferuje żadnego doradztwa inwestycyjnego. Ratingi nie stanowią rekomendacji kupna, sprzedaży lub trzymania jakichkolwiek papierów wartościowych. Ratingi nie komentują poprawności cen rynkowych, przydatności jakiegokolwiek papieru wartościowego dla danego inwestora, charakterystyki zwolnień podatkowych lub zobowiązań podatkowych związanych z płatnościami z danym papierem wartościowym. Fitch otrzymuje wynagrodzenie od emitentów, ubezpieczycieli, gwarantów, innych instytucji oraz organizatorów za usługi ratingowe. Opłaty te zazwyczaj zamykają się w przedziale od 1.000 USD do 750.000 USD (lub równowartości tej kwoty w innych walutach) za emisję. W niektórych wypadkach Fitch ocenia wszystkie lub dużą część emisji danego emitenta, lub ubezpieczonych lub gwarantowanych przez danego ubezpieczyciela lub gwaranta, w ramach jednej opłaty rocznej. Taka opłata kształtuje się w przedziale od 10.000 USD do 1.500.000 USD (lub równowartość tej kwoty w innych walutach). Nadanie, publikacja i dystrybucja ratingu przez Fitch nie stanowi zgody Fitch'a do używania jego nazwy w roli eksperta w związku z jakąkolwiek rejestracją w ramach przepisów o publicznym obrocie papierów wartościowych w USA, ustawy „Financial Services and Markets Act” z 2000 roku w Wielkiej Brytanii lub podobnych praw i regulacji w każdym innym państwie. Z powodu relatywnej efektywności elektronicznej publikacji i dystrybucji, analizy Fitch mogą być dostępne dla prenumeratorów tych wersji do 3 dni wcześniej niż dla prenumeratorów wersji drukowanej.