

CP Energia

sektor / branża: Sektor gazowy

Ticker: CPE

ISIN: PLCPENR00035

Kupuj
4,0 zł

Profil spółki

Podstawowym obszarem działalności CP Energia jest obrót i dystrybucja gazu ziemnego, w tym skroplonego LNG oraz zarządzanie sieciami gazowymi.

Dane podstawowe

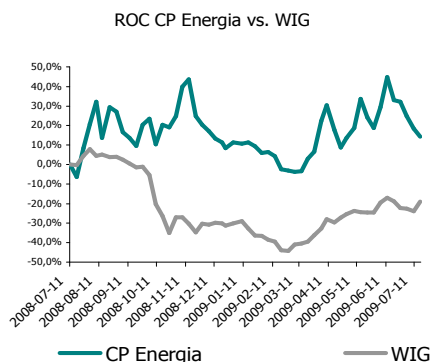
Kurs (20/07/09)	3,45
Wycena DCF (zł)	4,9
Wycena porównawcza (zł)	3,1
Cena docelowa (zł)	4,0
Liczba akcji (tys.)	24 406
Kapitalizacja (mln zł)	84,2
EV (mln zł)	182

Notowania

CPE

max cena 52 tygodnie (zł)	4,33
min cena 52 tygodnie (zł)	2,79
Średni wolumen obrotów (1m-c/tys.)	16 420

Struktura akcjonariatu	% akcji	% głosów
Capital Partners	27,9	27,9
PL Energia	19,7	19,7
Generali OFE	15,5	15,5
Pozostali	37,0	37,0



Analityk:

Tomasz Dumala

tel. (0-22) 329 43 40

e-mail: tomasz.dumala@bgz.pl

Grupa CP Energia

Grupa CP Energia składa się obecnie z jednej spółki holdingowej i dziesięciu spółek w 100% zależnych, w tym dziewięciu spółek polskich i jednej spółki rosyjskiej (ZAO Kriogaz). Spółki zależne (poza Kriotonem i Kriogazem) są spółkami celowymi, których głównym przedmiotem działalności jest budowa i eksploatacja sieci gazowych wysokiego i średniego ciśnienia. Podstawowym przedmiotem działalności Kriotonu jest wytwarzanie LNG. Spółka jest na etapie rozruchów technologicznych, w tym roku powinna wyprodukować 13 mln m³ gazu, a docelowo 46-50 mln m³ gazu.

Działalność

Podstawowym obszarem działalności Grupy CP Energia jest obrót i dystrybucja gazu ziemnego, w tym skroplonego gazu ziemnego LNG oraz zarządzanie sieciami gazowymi. Spółki Grupy koncentrują się głównie na budowie sieci gazowych doprowadzających gaz ziemny do odbiorców indywidualnych, obiektów użyteczności publicznej, obiektów gminnych oraz przemysłowych na obszarze działania sieci. W okresie przejściowym do czasu podłączenia do sieci ogólnokrajowej może on być zasilany gazem skroplonym z instalacji regazyfikacji LNG.

Wyniki finansowe

W I kw. 2009 r. Grupa osiągnęła przychody ze sprzedaży na poziomie 14,9 mln zł, czyli o 72% więcej w porównaniu z 2008r. Marża brutto na sprzedaży wzrosła do 28%, co pozwoliło na wygenerowanie dodatniego zysku operacyjnego na poziomie 0,7 mln zł i zysku netto 0,6 mln zł. W I kw. 2008r. na tych poziomach Grupa zrealizowała ok. 1,1 mln zł straty. Do zwiększenia wyniku przyczyniła się również transakcja sprzedaży spółki PSM Alfa za 2,8 mln zł (wynik na transakcji wyniósł 0,25 mln zł).

Perspektywy

Głównym rynkiem, na którym Grupa CP Energia prowadzi działalność, to rynek gazu ziemnego w Polsce. Mimo corocznej tendencji wzrostowej sprzedaży gazu, wskaźniki jego zużycia w Polsce są nadal dość niskie. Rozwój rynku gazu w Polsce będzie stymulowany dostosowaniem bilansu energetycznego kraju do standardów narzucanych przez Unię Europejską. Istniejące i budowane sieci gazociągów i stacje regazyfikacji umożliwią Grupie działanie na obszarze kraju o powierzchni ok. 7,8 tys km². Oszacowana liczba potencjalnych odbiorców wynosi ponad 42 tys., a potencjalny wolumen sprzedaży wynikający z zapotrzebowania tych klientów szacowany jest na ok. 390 mln m³ gazu ziemnego rocznie. Cele sprzedażowe CP Energia zakładają zwiększenie wolumenu sprzedaży do 2015 r. do 211 mln m³. W odniesieniu do już zidentyfikowanych potencjalnych odbiorców oznacza to wskaźnik pozyskania klientów na poziomie 54%.

Wycena

Wykorzystując metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyceniliśmy wartość kapitałów własnych CP Energia na 119 mln zł, co przekłada się na wycenę jednej akcji na poziomie 4,9 zł.

Wycena jednej akcji CP Energia metodą porównawczą w oparciu o prognozowane na lata 2009-2011 wskaźniki: EV/S, EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E w relacji do notowanych na GPW spółek: PGNiG, PBG i PEP daje wartość 3,1.

Ostateczną wycenę akcji CP Energia (cenę docelową) oszacowaliśmy obliczając średnią arytmetyczną z ceny uzyskanej metodą DCF oraz z wyceny porównawczej. Uzyskany wynik to 4 zł i na tyle szacujemy wartość 1 akcji CP Energia. Daje to 17% potencjał wzrostu w stosunku do bieżących notowań giełdowych, i dlatego zdecydowaliśmy się wydać rekomendację KUPUJ dla CP Energii.

mln zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P
Przychody ze sprzedaży	26,7	42,2	63,0	156,1	176,7	202,7
zmiana r/r (%)	197,7%	57,9%	49,3%	147,7%	13,2%	14,7%
EBITDA	-1,1	3,3	5,9	23,3	28,5	34,3
EBIT	-3,0	1,1	2,9	14,1	19,4	24,5
marża EBIT (%)	-11,0%	2,7%	4,6%	9,1%	11,0%	12,1%
Zysk netto	-4,2	-0,9	0,7	6,1	10,1	14,3
marża netto (%)	-15,6%	-2,1%	1,1%	3,9%	5,7%	7,1%
EPS (zł)	-0,17	-0,04	0,03	0,25	0,41	0,59
DPS (zł)	-	-	-	-	-	0,21
P / E	-20,2	-92,9	124,1	13,9	8,3	5,9
EV / EBITDA	-160,0	54,9	30,7	7,8	6,4	5,3

P - prognozy BM BGZ

Wycena

Wyceny spółki sporządzono za pomocą:

- metody opartej na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (DCF);
- metody porównawczej.

Wycena metodą DCF opiera swoją wartość na generowanych przez spółkę, prognozowanych wolnych przepływach pieniężnych. Metoda porównawcza z kolei przedstawia spółkę na tle porównywalnych spółek i tworzy benchmark, który staje się wyznacznikiem pozycji spółki w stosunku do porównywanej grupy podobnych podmiotów.

Wycena DCF

Wykorzystując metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych wyceniliśmy wartość kapitałów własnych CP Energia na 119 mln zł, co przekłada się na wycenę jednej akcji na poziomie 4,9 zł. Do sporządzenia wyceny przyjęliśmy szereg założeń, z których najważniejsze to:

- Prognoza przychodów uwzględnia cele sprzedażowe Spółki, które odnoszą się do już istniejących sieci, sieci budowanych z emisji akcji serii I oraz zakładu produkującego LNG. Dodatkowo zakładamy wzrost sprzedaży wynikający z nowych inwestycji zaczynających się w 2011r.
- Zgodnie z prospektem inwestycje zakładamy na łącznym poziomie 44,6 mln zł w ciągu najbliższych dwóch latach (z uwagi na ryzyko nie otrzymania dotacji unijnej okres inwestycji wydłużyliśmy do 2011r.). Poczynając od 2011 r. zakładamy, że Grupa wydawać będzie dodatkowo 12 mln zł rocznie na nowe gazociągi, co przekładać się będzie na 10 mln m³ sprzedaży gazu po 5 latach (założyliśmy liniowy proces dochodzenia do tego poziomu). Inwestycje odtworzeniowe przyjęliśmy na poziomie 1 mln zł rocznie.
- Przyjęliśmy obecnie obowiązujące ceny gazu do prognozowania wartościowego przychodów ze sprzedaży.
- Marże przyjęliśmy według dolnych poziomów stawek obecnie obowiązujących taryf w spółkach Grupy. Docelową pierwszą marżę na wytworzeniu dla sieci gazowych przyjęliśmy na poziomie 22%, a dla produkcji i dystrybucji LNG, na poziomie skonsolidowanym, nieznacznie wyżej.
- Przyjęliśmy wzrost kosztów stałych na poziomie 4% rocznie (koszty centrali).
- Koszty amortyzacji są zgodne z planem Spółki i uwzględniają oddanie do eksploatacji w bieżącym roku zakładu produkującego LNG (w Kriotonie). Dla nowych inwestycji przyjęliśmy 5% stawkę amortyzacji.
- Nie zakładamy znacznych nakładów na kapitał obrotowy z uwagi na zbliżone terminy płatności za gaz odbiorców jak i dostawców. Przyjęliśmy, że kapitał obrotowy będzie się zwiększał o 5% wzrostu sprzedaży w danym roku.
- Przyjęliśmy, stały poziom kredytów w okresie prognozy (na koniec I kw. kredyty wynosiły 98 mln zł). Koszt kapitału obcego przyjęliśmy na poziomie 7%.
- Efektywną stopę podatkową przyjęliśmy na poziomie 19% (0% w 2009r. z uwagi na tarczę podatkową).
- Wzrost wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy przyjęliśmy na poziomie 0%.
- Jako stopę wolną od ryzyka przyjęliśmy rentowność dziesięcioletnich obligacji skarbowych: 6,2%, natomiast premię za ryzyko rynkowe przyjęliśmy na poziomie 5,5%.
- Współczynnik beta dla biznesu Spółki przyjęliśmy na poziomie 1,1, a więc wyższym niż ryzyko rynkowe, co wynika z wczesnego etapu rozwoju Spółki. Na potrzeby oszacowania kosztu kapitału własnego beta została skorygowana o zadłużenie Spółki.
- Zakładamy, że poczynając od 2012r. 50% zysku będzie przeznaczane na dywidendę.
- W wycenie nie zakładamy uzyskania przez Spółkę dofinansowania z funduszy europejskich, w kwocie 22 mln zł, o którego wypłatę Spółka toczy obecnie spór.
- Wycenę sporządziliśmy na dzień 1.07.2009 r.

Tabela Wycena metodą DCF.

mln zł	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P
EBIT	2,9	14,1	19,4	24,5	35,6	49,1	61,8	64,3	66,8	69,3	71,8
Podatek	0,0	2,7	3,7	4,7	6,8	9,3	11,7	12,2	12,7	13,2	13,6
NOPLAT	2,9	11,5	15,7	19,9	28,8	39,8	50,0	52,1	54,1	56,2	58,2
Amortyzacja	3,0	9,1	9,1	9,7	10,3	10,9	11,5	12,1	12,7	13,3	13,9
Inwestycje	23,0	18,0	16,5	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0	13,9
Zmiana kapitału obrotowego	3,1	14,0	3,1	3,9	7,9	9,6	9,0	2,4	2,4	2,4	2,4
FCFF	-20,2	-11,4	5,3	12,7	18,3	28,1	39,6	48,9	51,5	54,2	55,8
Stopa wolna od ryzyka	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Premia rynkowa	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Betau	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Betal	2,3	1,7	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4
CAPM	18,7%	15,4%	14,9%	14,6%	14,4%	14,3%	14,2%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%
Oprocentowanie długu	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Efektywna stopa podatkowa	0,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu	7,0%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Udział długu	54,6%	34,2%	29,3%	26,5%	24,4%	22,7%	21,5%	20,9%	20,6%	20,5%	20,5%
WACC	11,6%	12,1%	12,2%	12,2%	12,3%	12,3%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
FCFF	-20,2	-11,4	5,3	12,7	18,3	28,1	39,6	48,9	51,5	54,2	55,8
Zdyskontowane FCFF	-19,1	-9,6	4,0	8,5	10,9	14,9	18,7	20,6	19,3	18,1	16,6
Suma zdyskontowanych FCFF	102,8										
Stopa wzrostu FCFF >2019 r.	0,0%										
Wartość rezydualna	450,7										
Zdyskontowana wartość rezydualna	133,7										
Gotówka	2,5										
Wpływy z emisji	12,0										
Sprzedaż majątku trwałego	12,6										
Zobow. odsetkowe i inwest.	145,0										
Dług netto	142,5										
Wartość kapitałów własnych	118,6										
Liczba akcji w mln	24,4										
Wartość 1 akcji	4,9										

Źródło: BM BGZ

Analizę wrażliwości wyceny sporządziliśmy względem stopy wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy i średniego ważonego kosztu kapitału. Analiza wskazuje na znaczną wrażliwość względem założonych parametrów. Zwiększenie stopy wzrostu FCFE do 2% skutkuje podniesieniem wyceny do 6 zł. W przypadku zmiany WACCa wpływ na wycenę jest nawet większy, ale zmiana tego parametru powinna być poparta zmianą fundamentalną (np. zmianą poziomu zadłużenia w Spółce).

Tabela Analiza wrażliwości względem WACCu i stopy wzrostu po okresie prognozy.

		Wzrost wolnych przepływów pieniężnych po okresie prognozy			
		0,0%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	-1,0%	6,2	6,9	7,2	7,6
	-0,5%	5,5	6,1	6,4	6,7
	0,0%	4,9	5,4	5,6	5,9
	0,5%	4,3	4,7	5,0	5,2
	1,0%	3,7	4,1	4,3	4,6

Źródło: BM BGZ

Wycena porównawcza

Wycenę porównawczą CP Energia sporządziliśmy w oparciu o prognozowane na lata 2009-2011 wskaźniki: EV/S, EV/EBITDA, EV/EBIT i P/E w relacji do notowanych na GPW spółek: PGNiG, PBG i PEP. Pominęliśmy dane historyczne w wycenie z uwagi na wczesny etap rozwoju Spółki (m.in. dopiero od 2009 konsolidowana będzie produkcja LNG w spółce Krioton).

PGNiG jest największą spółką działającą na rynku gazu ziemnego w Polsce. Działalność podstawowa spółki obejmuje poszukiwania i eksploatację złóż gazu ziemnego i ropy naftowej oraz import, magazynowanie, obrót i dystrybucję paliw gazowych i płynnych. W skład grupy wchodzi firmy zajmujące się poszukiwaniem i wydobyciem, przesyłem oraz dystrybucją gazu.

PBG świadczy specjalistyczne usługi w obszarach: gazu ziemnego (w tym także LNG, LPG, CNG), ropy naftowej i wody. Prowadzi działalność w zakresie projektowania, wykonawstwa, remontów, eksploatacji i serwisu w obszarze: wydobycia, przesyłu, magazynowania i dystrybucji.

Polish Energy Partners SA (PEP) świadczy usługi w opracowywaniu, przygotowywaniu do realizacji nowych projektów i pozyskaniu dla nich finansowania, oraz budowie i eksploatacji obiektów energetycznych. PEP oferuje swoje usługi w dwóch głównych segmentach rynku energetycznego: outsourcingu wytwarzania energii w skojarzeniu dla odbiorców przemysłowych oraz wytwarzaniu i dostawach energii odnawialnej z biomasy i wiatru.

Tabela Wycena porównawcza.

	EV/S			EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
PBG	1,3	1,2	1,1	10,1	9,4	9,6	11,6	10,9	11,0	15,0	13,7	13,4
PGNiG	1,1	1,1	1,0	7,3	4,7	4,4	15,1	7,5	7,1	19,6	10,1	9,4
PEP	6,7	5,6	5,2	14,6	11,9	10,9	18,0	14,1	12,9	14,0	11,5	9,7
Mediana	1,3	1,2	1,1	10,1	9,4	9,6	15,1	10,9	11,0	15,0	11,5	9,7
Implikowana cena (mediana)	0,4	3,3	3,9	0,0	5,0	7,2	0,0	2,3	4,8	0,4	2,8	4,0
CP Energia	2,9	1,2	1,0	30,5	7,8	6,3	62,5	12,8	9,3	122,3	13,7	8,2

Wycena 1 akcji (mediana) 3,1

Źródło: BM BGZ

Wycena jednej akcji CP Energia metodą porównawczą daje wartość 3,1 zł, a więc poniżej kursu rynkowego. Na taki stan istotny wpływ mają wyniki bieżącego roku, które implikować będą słabsze, w porównaniu z pozostałymi spółkami wskaźniki wyceny (skutek m.in. rozpoczęcia produkcji LNG dopiero w drugim półroczu 2009r.). W kolejnych latach spodziewamy się wzrostu wyników CP Energia co powinno znacząco poprawić wskaźniki rynkowe Spółki (gdyby pominąć 2009r. wycena jednej akcji wyniosłaby ponad 3,9 zł).

Podsumowanie wyceny

Ostateczną wycenę akcji CP Energia (cenę docelową) oszacowaliśmy obliczając średnią arytmetyczną z ceny uzyskanej metodą DCF oraz z wyceny porównawczej. Uzyskany wynik to 4 zł i na tyle szacujemy wartość 1 akcji CP Energia.

Tabela Podsumowanie wyceny.

	Wycena	Waga
Metoda DCF	4,9	50%
Metoda porównawcza	3,1	50%
Wycena 1 akcji CP Energia	4,0	

Źródło: BM BGŻ

Wyniki finansowe

Tabela Wybrane skonsolidowane dane finansowe CP Energia.

mln zł	2007	2008	zmiana r/r	I kw. 2008	I kw. 2009	zmiana r/r
Przychody	26,7	42,2	57,9%	8,7	14,9	71,9%
Zysk brutto na sprzedaży	7,7	7,7	-0,4%	1,5	4,2	176,5%
<i>Marża brutto na sprzedaży</i>	<i>29,0%</i>	<i>18,3%</i>	<i>-10,7%</i>	<i>17,7%</i>	<i>28,4%</i>	<i>10,7%</i>
Koszty sprzedaży i zarządu	12,0	8,0	-33,2%	2,7	3,2	18,7%
Saldo poz. dział. operac.	1,3	1,4	11,7%	0,0	-0,3	-
Zysk operacyjny	-3,0	1,1	-	-1,1	0,7	-
<i>Marża operacyjna</i>	<i>-11,0%</i>	<i>2,7%</i>	<i>13,8%</i>	<i>-13,1%</i>	<i>4,8%</i>	<i>17,9%</i>
EBITDA	-1,1	3,3	-	-0,6	1,3	-
<i>Marża EBITDA</i>	<i>-4,3%</i>	<i>7,9%</i>	<i>12,2%</i>	<i>-7,3%</i>	<i>8,7%</i>	<i>16,0%</i>
Saldo finansowe	-1,3	-1,5	11,7%	-0,2	-0,1	-31,2%
Zysk brutto	-4,3	-0,3	-92,6%	-1,3	0,6	-
Podatek dochodowy	-0,1	0,6	-	-0,2	0,0	-
Zysk netto	-4,2	-0,9	-78,3%	-1,1	0,6	-
<i>Marża netto</i>	<i>-15,6%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>17,8%</i>	<i>-12,5%</i>	<i>3,9%</i>	<i>16,4%</i>

Źródło: Spółka

Skonsolidowane przychody ze sprzedaży CP Energia wyniosły w 2008 roku 42,3 mln zł, co stanowiło wzrost o 58% w stosunku do roku 2007. Zysk brutto na sprzedaży spadł nieznacznie, co przełożyło się na spadek marży brutto z 29% na 18%. Przyczyną takiego spadku rentowności był szybszy wzrost cen gazu u dostawców niż cen zbytu gazu przez spółki Grupy ze względu na oczekiwanie na zatwierdzenie zmienionych taryf.

Rok 2008 był pierwszym rokiem w historii Grupy, w którym wynik operacyjny osiągnął wartość dodatnią. Na koniec 2008 roku EBITDA osiągnęła poziom 3,3 mln zł. W poprzednich latach wynik ten był ujemny. Zysk netto był ujemny i wyniósł - 0,9 mln zł, ale kształtował się znacznie lepiej niż w 2007r., kiedy strata przekroczyła 4 mln zł. Główny wpływ na to miały ponoszone koszty finansowe, odzwierciedlające strukturę finansowania Grupy. W dużym stopniu opiera się ona na finansowaniu zewnętrznym, gdzie dominują kredyty

długoterminowe. Zrealizowane straty dają Grupie możliwość wykorzystania tarczy podatkowej w kwocie 1,2 mln zł, z czego 0,8 mln zł w CP Energia.

W I kw. 2009 r. Grupa osiągnęła przychody ze sprzedaży na poziomie 14,9 mln zł, czyli o 72% więcej w porównaniu z 2008r. Marża brutto na sprzedaży wzrosła do 28%, co pozwoliło na wygenerowanie dodatniego zysku operacyjnego na poziomie 0,7 mln zł i zysku netto 0,6 mln zł. W I kw. 2008r. na tych poziomach Grupa zrealizowała ok. 1,1 mln zł straty. Do zwiększenia wyniku przyczyniła się również transakcja sprzedaży spółki PSM Alfa za 2,8 mln zł (wynik na transakcji wyniósł 0,25 mln zł).

Tabela Wybrane skonsolidowane dane bilansowe CP Energia.

mln zł	2007	2008	zmiana r/r	I kw. 2009	zmiana q/q
Suma Bilansowa	127,2	204,0	76,8	199,8	-4,2
Aktywa trwałe	92,6	181,3	88,7	173,3	-8,0
Aktywa obrotowe	34,7	22,7	-12,0	26,4	3,7
Zapasy	0,4	0,4	0,0	1,0	0,5
Należności	12,7	19,7	6,9	22,5	2,9
Gotówka	21,4	1,0	-20,4	2,6	1,6
Kapitał własny	54,3	53,9	-0,4	54,8	0,9
Zobowiązania krótkoterminowe	32,4	58,6	26,1	61,0	2,5
Kredyty krótkoterminowe	6,8	16,3	9,6	15,4	-0,9
Zobowiązania długoterminowe	40,5	91,5	51,0	83,9	-7,5
Kredyty długoterminowe	36,6	90,4	53,7	82,7	-7,6
Zobowiązania ogółem	72,9	150,0	77,1	145,0	-5,1

Zródło: Spółka

W strukturze aktywów Grupy dominuje rzeczowy majątek trwały (88%% ich wartości), na który składają się głównie długoterminowe inwestycje w infrastrukturę gazową. W 2008r. suma bilansowa wzrosła o 76 mln zł do 204 mln zł. Na taki stan wpłynęły poniesione nakłady inwestycyjne w spółkach Grupy oraz nakłady na przejęcia w kwocie ponad 90 mln zł. W 2008r. przejęte zostały trzy spółki:

- Krioton – cena przejęcia wyniosła 2,5 mln zł, aktywa na dzień przejęcia wynosiły 48 mln zł,
- Energia Mazury – cena przejęcia wyniosła 50 tys. zł, aktywa na dzień przejęcia wynosiły ok. 96 tys. zł,
- Energia Słupca – cena przejęcia wyniosła 50 tys. zł, aktywa na dzień przejęcia wynosiły ok. 37 tys. zł.

Ponadto na wzrost aktywów wpływ miały poniesione wydatki inwestycyjne w spółkach zależnych na łączną kwotę 68 mln zł, z czego najwięcej wyniosły w spółce Krioton - ponad 26 mln zł. Dotyczyły one głównie nakładów na gazociągi sieciowe, stacje regazyfikacji oraz inwestycji w zakładzie skraplania gazu ziemnego LNG. Taki dynamiczny rozwój wpłynął na wzrost zadłużenia, które na koniec 2008r. przekroczyło 150 mln zł (wzrost o 77 mln zł). W większości wzrost ten został pokryty zobowiązaniami długoterminowymi (51 mln zł). Program inwestycyjny finansowany był w dużym stopniu z kredytów bankowych. Stanowiły one prawie 99% zobowiązań długoterminowych wynoszących łącznie 91 mln zł. Tym niemniej kapitały własne plus zobowiązania długoterminowe były mniejsze niż rzeczowe aktywa trwałe o 36 mln zł na koniec 2008r. W 2007r. relacja ta była odwrotna, rzeczowe aktywa trwałe były mniejsze od długoterminowych pasywów o 2 mln zł. W I kw. 2009r. suma bilansowa spadła o 4 mln zł na co główny wpływ miał spadek rzeczowych aktywów trwałych o 8 mln zł i wzrost aktywów obrotowych. Spadek aktywów trwałych wynikał ze sprzedaży spółki PSM Alfa za 2,8 mln zł. Transakcja ta obniżyła poziom zadłużenia, ale głównie długoterminowego. Nie poprawiło to więc relacji aktywów trwałych do pasywów długoterminowych (kapitał własny+zobowiązania długoterminowe).

Przeprowadzona w II kwartale emisja 4 mln akcji serii I (12 mln zł), oraz sprzedaż sieci gazociągów zlokalizowanych w rejonie Ostrowa Wielkopolskiego (12,6 mln zł) wpłyną na poprawę struktury finansowania bilansu. Jeśli dodatkowo Spółce uda się odzyskać 22 mln zł dofinansowania z funduszy europejskich z tytułu inwestycji realizowanych przez Krioton to pasywa długoterminowe ponownie będą większe niż rzeczowy majątek trwały.

Pozyskanie finansowania ze środków unijnych

CP Energia poprzez spółkę zależną Krioton realizuje inwestycję instalacji skraplania gazu ziemnego LNG. Instalacja działa w oparciu o nowatorską technologię skraplania gazu ziemnego przy pomocy skroplonego azotu, dzięki której przedsięwzięcie miało uzyskać dofinansowanie w wysokości ponad 22 mln zł (49% wartości projektu) w ramach Sektorowego Programu Operacyjnego Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw. Realizowana inwestycja o wydajności ok. 100 t LNG / dobę będzie pozwalała na sprzedaż ok. 46 mln m³ gazu ziemnego rocznie. Zakończenie inwestycji i uruchomienie produkcji jest przewidziane w 2009r. Spółka Krioton podpisała właściwą umowę z Polską Agencją Rozwoju Przedsiębiorczości o dofinansowanie projektu z funduszy europejskich.

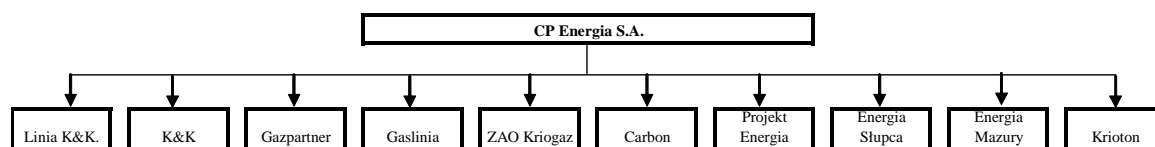
Według informacji posiadanych przez CP Energię wszystkie warunki do zakończenia procesu wypłaty dotacji zostały spełnione, czego potwierdzeniem były m.in. pozytywne wyniki przeprowadzonych kontroli. Zgodnie z informacją uzyskaną w dniu 1 lipca 2009r. od PARPu przedmiotowa dotacja nie została w przewidywanym terminie przekazana do spółki Krioton we wnioskowanej wysokości. Spółka otrzymała jedynie kwotę 54,4 tys. zł. W uzasadnieniu decyzji PARP poinformował, że powodem było naruszenie jednego z zapisów umowy (dotyczącego wybrania do prac budowlanych najbardziej korzystnej ekonomicznie ofertę, oraz zachowania zasady przejrzystości i uczciwej konkurencji). Według opinii renomowanej kancelarii prawnej (M. Wierzbowski) analiza materiałów sprawy nie wskazuje, aby doszło do naruszenia umowy przez Krioton w związku z wyborem wykonawcy projektu. W związku z tym CP Energia zamierza skierować sprawę na drogę sądową (po uprzednim wezwaniu PARP do dobrowolnego spełnienia świadczenia, czyli przekazania dotacji zgodnie z umową).

Niezależnie od wypłacenia dotacji unijnej projekt ma zapewnione finansowanie pochodzące w głównej mierze z długoterminowego kredytu inwestycyjnego i jednocześnie pomimo przekazania mniejszej kwoty dotacji pozostaje rentowny. Spółka analizuje jedynie zmianę struktury finansowania tej inwestycji (rozważane jest wpuszczenie inwestora zewnętrznego do Kriotonu, który mógłby objąć do 50% kapitału spółki).

Grupa CP Energia

Grupa CP Energia składa się obecnie z jednej spółki holdingowej i dziesięciu spółek w 100% zależnych, w tym dziewięciu spółek polskich (sp. z o.o.) i jednej spółki rosyjskiej (ZAO Kriogaz).

Rysunek Struktura Grupy CP Energia.



Źródło: Spółka

Do lutego w skład Grupy wchodziła spółka Punkt Skraplania Metanu Alfa sp. z o.o., zajmująca się produkcją LNG. Spółka ta została sprzedana za 2,8 mln zł - wynik na transakcji wyniósł 0,25 mln zł. Spółki zależne (poza Kriotonem i Kriogazem) są spółkami celowymi, których głównym przedmiotem działalności jest budowa i eksploatacja sieci gazowych wysokiego i średniego ciśnienia. Podstawowym przedmiotem działalności Kriotonu jest wytwarzanie LNG. Spółka jest na etapie rozruchów technologicznych, w tym roku powinna wyprodukować 13 mln m³ gazu, a docelowo 46-50 mln m³ gazu. Kriogaz (z siedzibą w Sankt Petersburgu w Rosji) zajmuje się

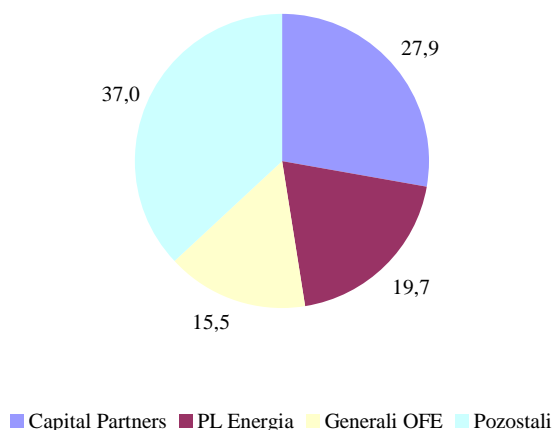
m.in. produkcją i zbytem LNG, projektowaniem i montażem urządzeń do skraplania i eksploatacji LNG, a także gazyfikacją obiektów przemysłowych i obszarów zaludnionych z wykorzystaniem technologii LNG, oraz obsługą obiektów gazowniczych i energetycznych.

W ostatnich latach nastąpił znaczący rozwój Grupy. W 2005r. zakupiona została spółka Linia K&K za 0,5 mln zł. W 2006r. zakupiono spółkę Gazpartner za 0,55 mln zł., spółkę K&K za 4,5 mln zł oraz spółkę Gaslinia za 0,5 mln zł. W 2007r. nabyto ZAO Kriogaz (9,5 mln rubli), spółkę Projekt Energia (1,5 mln zł), spółkę Carbon (7,6 mln zł) i spółkę PSM Alfa (2,55 mln zł). W 2008r. CP Energia nabyła trzy spółki: Energia Mazury, Energia Słupca (po 50 tys. zł) i Krioton (2,5 mln zł).

W październiku 2007r. Spółka zadebiutowała na GPW emitując 3 mln akcji i pozyskując z rynku 27 mln zł - cena emisyjna wyniosła 9 zł.

W II kwartale 2009r. Spółka przeprowadziła emisję z prawem poboru dla dotychczasowych akcjonariuszy 4 mln akcji serii I. Cena po jakiej obejmowane były akcje wyniosła 3 zł, a wartość przeprowadzonej subskrypcji 12 mln zł, natomiast stopa redukcji zapisów dodatkowych przekroczyła 71%. Po emisji 4 mln akcji serii I oraz zamianie, w związku z realizacją programu motywacyjnego, 335 070 warrantów serii A na taką samą liczbę akcji, kapitał akcyjny dzieli się na 24 405 795 akcji zwykłych.

Rysunek Struktura akcjonariatu CP Energia.



Akcjonariat	Liczba akcji	% akcji	% głosów
Capital Partners	6 800	27,9	27,9
PL Energia	4 800	19,7	19,7
Generali OFE	3 777	15,5	15,5
Pozostali	9 029	37,0	37,0
Razem	24 406	100,0	100,0

Źródło: Spółka

Działalność spółki

Podstawowym obszarem działalności Grupy CP Energia jest obrót i dystrybucja gazu ziemnego, w tym skroplonego gazu ziemnego LNG oraz zarządzanie sieciami gazowymi. CP Energia poprzez spółkę zależną ZAO Kriogaz realizuje sprzedaż skroplonego gazu ziemnego LNG na terenie Federacji Rosyjskiej. Spółki Grupy koncentrują się głównie na budowie sieci gazowych doprowadzających gaz ziemny do odbiorców indywidualnych, obiektów użyteczności publicznej, obiektów gminnych oraz przemysłowych na obszarze działania sieci. W okresie przejściowym do czasu podłączenia do sieci ogólnokrajowej może on być zasilany gazem skroplonym z instalacji regazyfikacji LNG.

Gaz skroplony LNG w strategii CP Energia odgrywa bardzo istotną rolę. Obowiązujące przepisy i procedury wydłużają czas przyłączenia wybudowanych gazociągów do krajowej sieci gazociągów przesyłowych. LNG jest wykorzystywany jako rozwiązanie pomostowe do czasu wypełnienia wszystkich procedur formalnych oraz budowlanych przyłączenia do sieci gazociągów Gaz-System S.A. Rozwiązanie takie pozwala na szybką reakcję na potrzeby rynku, dzięki możliwości wcześniejszego rozpoczęcia dostaw gazu do klientów, skrócenia procesu inwestycji i jego okresu zwrotu.

LNG jest również alternatywnym rozwiązaniem dla odległych lokalizacji, gdzie w dającej się przewidzieć przyszłości nie będzie możliwe podłączenie znajdujących się na ich obszarze obiektów do tego systemu ze względów technicznych lub ekonomicznych. Gaz skroplony, pomimo iż jest droższy od gazu sieciowego pozostaje nadal konkurencyjny w stosunku do innych nośników energetycznych, takich jak gaz płynny (LPG) oraz oleje opałowe. Gaz skroplony LNG wykorzystywany jest również do pokrywania zapotrzebowań szczytowych u odbiorców sieciowych, których charakterystyka odbioru powoduje przekroczenia „mocy zamówionej” określonej w kontraktach z operatorem sieci.

Grupa działa i rozwija działalność na terenach, które ocenia jako najbardziej perspektywiczne tzn. na rynkach województw: mazowieckiego, wielkopolskiego, dolnośląskiego, opolskiego i górnośląskiego.

Rysunek Gazociągi i instalacje CP Energia funkcjonujące oraz w trakcie rozbudowy.



Źródło: Spółka

Obecnie na etapie rozruchu technologicznego znajduje się zakład skraplania gazu w spółce Krioton, który docelowo będzie produkował 46-50 mln m³ gazu ziemnego.

CP Energia w swoim rozwoju koncentruje się na średniej wielkości klientach przemysłowych, o odbiorze gazu ziemnego od 1,5 do 2,5 mln m³/rok, zapewniających stabilny poziom odbioru i małą sezonowość.

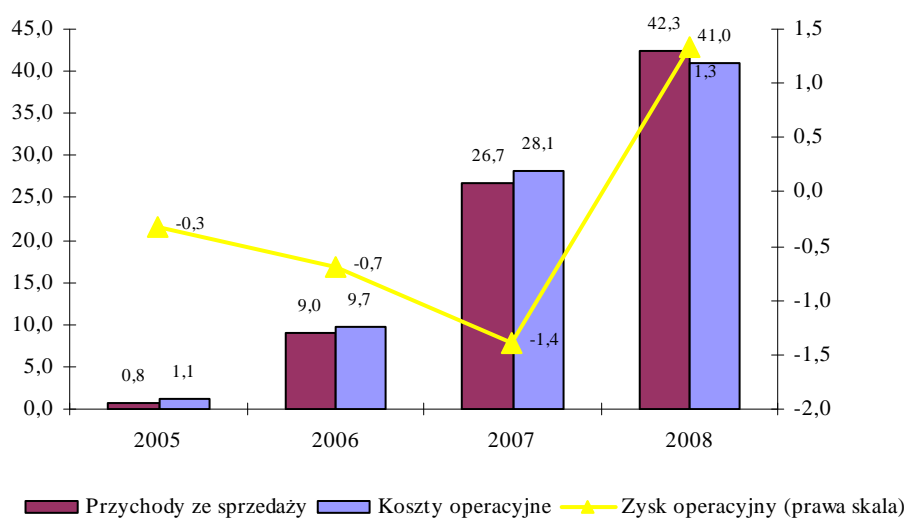
Celem strategicznym Spółki jest osiągnięcie co najmniej trzeciej pod względem wielkości pozycji, w zakresie dystrybucji i przesyłu gazu ziemnego w Polsce oraz osiągnięcie sprzedaży ponad 100 mln m³ gazu ziemnego rocznie w ciągu najbliższych 2 lat.

Spółka, dzięki posiadanej flocie cystern samochodowych realizuje dostawy głównie samodzielnie. Jako uzupełnienie korzysta również z usług specjalistycznych firm transportu LNG, takich jak Kriologistics, PGS. Spółki Grupy posiadają 300 km własnych sieci gazowych wysokiego i średniego ciśnienia (wzrost o 95 km w 2008r.), a dalsze ok. 300 km jest na etapie budowy bądź projektowania i uzgodnień. Projektowany rozwój sieci ma zapewnić zwiększenie sprzedaży gazu ziemnego do przedsiębiorstw na terenie całej Polski. Zadania i projekty gazowe związane z realizacją dostaw gazu ziemnego do gmin i przedsiębiorstw CP Energia S.A. realizuje poprzez spółki zależne.

Sprzedaż i koszty

CP Energia mimo krótkiej historii (Spółka została założona w 2005r.) może pochwalić się szybkim tempem rozwoju i poprawiającą się rentownością. Dzięki dynamicznie rosnącej sprzedaży w zeszłym roku Grupa po raz pierwszy zanotowała dodatni zysk na działalności operacyjnej. Tak szybki wzrost wynikał zarówno z przejęć innych spółek jak i inwestycji w sieć gazociągów i stacji regazyfikacji. W ciągu 2008r. długość działających sieci gazowych wzrosła z 205 km do 300 km (w 2006r. było ich mniej niż 100 km). Z kolei liczba klientów zwiększała się równie szybko. W 2007 i 2008 roku zostało podpisanych ponad 700 umów rocznie. Obecnie w grupie jest podpisanych ponad 1600 umów przyłączeniowych.

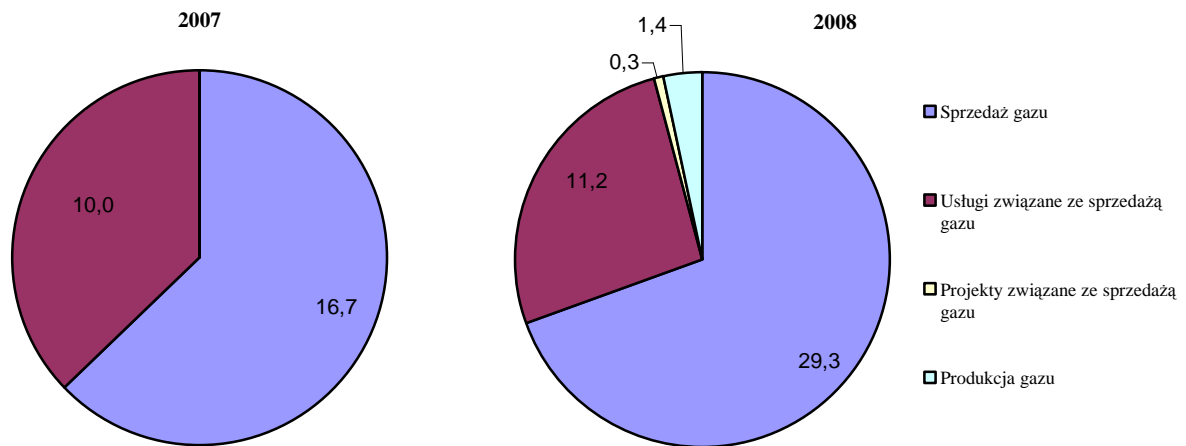
Rysunek Przychody i koszty operacyjne CP Energia (mln zł).



Źródło: Spółka

W strukturze segmentowej przychodów dominującą pozycję stanowią przychody ze sprzedaży gazu – jako podstawowy przedmiot działalności Grupy oraz usługi związane ze sprzedażą gazu, które realizowane były głównie w Rosji poprzez zależny Kriogaz. W 2008r. pojawiły się również w strukturze przychodów projekty związane ze sprzedażą gazu oraz przychody z produkcji gazu (efekt przejęcia spółki Krioton).

Rysunek Struktura segmentowa przychodów CP Energia (mln zł).



Źródło: Spółka

W Grupie CP Energia główne koszty operacyjne, to koszty związane z zakupem i dystrybucją gazu. Koszty te mają zmienny charakter i rosną wraz z rozwojem Grupy i zwiększaniem sprzedaży. Względnie stały charakter w strukturze kosztów mają koszty amortyzacji, wynagrodzeń i zużycia materiałów i energii. Ich wartość nominalnie rośnie, ale spada w strukturze kosztów. Nominalny spadek kosztów usług obcych między 2008 a 2007 wynika głównie z zakończenia rozliczania warrantów na akcje z programu motywacyjnego, które to zostały w 2007r. zawarte w usługach obcych w wysokości 1,56 mln zł. Pomijając tę kwotę, koszty usług obcych w stosunku do 2007 roku nieznacznie wzrosły.

Tabela Koszty rodzajowe CP Energia (mln zł).

	2007	struktura	2008	struktura
Amortyzacja	1,8	6%	2,2	5%
Koszty pracownicze	4,9	16%	6,1	14%
Zużycie materiałów i energii	1,5	5%	1,5	4%
Usługi obce	7,9	26%	6,9	16%
Podatki i opłaty	0,4	1%	0,3	1%
Ubezpieczenia majątk. i osobow.	0,1	0%	0,1	0%
Pozostałe koszty	0,6	2%	0,5	1%
Wartość sprzedanych towar. i materiał.	13,7	44%	24,9	59%

Źródło: Spółka

Inwestycje

Grupa CP Energia dokonała znacznych nakładów inwestycyjnych w rzeczowe aktywa trwałe służące do realizacji projektów gazyfikacji - wyposażenia określonego obszaru w infrastrukturę przesyłową i dystrybucyjną gazu sieciowego.

Inwestycje zrealizowane

Zestawienie poniesionych nakładów inwestycyjnych zostało przedstawione w tabeli.

Tabela Inwestycje Grupy CP Energia w latach 2005-2008r.

mln zł	2005	2006	2007	2008
Inwestycje CP Energia	1,1	9,0	27,4	3,8
Inwestycje pozostałych spółek Grupy	8,5	30,3	40,7	64,7
Razem inwestycje Grupy	9,7	39,3	68,0	68,5

Zródło: Spółka

Najważniejszymi inwestycjami w majątek rzeczowy Grupy były m.in.:

- projekty gazyfikacji zrealizowane w 2006 r. i 2008 r. przez spółkę Gazpartner w województwach podlaskim i wielkopolskim, za łączną kwotę 4,9 mln zł,
- projekty gazyfikacji zrealizowane w 2007 r. i 2009 r. przez spółkę Linia K&K w województwach dolnośląskim i wielkopolskim za łączną kwotę 13,5 mln zł,
- projekty gazyfikacji zrealizowane w 2006 r. przez spółkę K&K w województwach: łódzkim, lubuskim i opolskim za łączną kwotę 18,6 mln zł,
- projekt gazyfikacji zrealizowany w 2007 r. przez spółkę Projekt Energia w województwie mazowieckim za łączną kwotę 2,8 mln zł,
- projekt gazyfikacji realizowany obecnie przez spółkę Gaslinia w województwie mazowieckim za łączną kwotę 10 mln zł,
- projekt gazyfikacji realizowany aktualnie w województwie mazowieckim przez spółkę Carbon za łączną kwotę 20 mln zł,
- projekt budowy instalacji regazyfikacji skroplonego gazu ziemnego LNG przez spółkę Energia Słupca, za 12,1 mln zł (realizacja projektu ma zostać zakończona do końca 2009r.),
- projekt instalacji skraplania gazu ziemnego o wydajności 18 ton na dobę zrealizowany przez PSM Alfa, za łączną kwotę 10,9 mln zł zakończony w roku 2008 r.,
- projekt instalacji skraplania gazu ziemnego o wydajności 100 ton na dobę (46-50 mln m3/rok) realizowany przez Krioton. Nakłady mają wynieść ok. 58,8 mln zł. Obecnie w zakładzie spółki ma miejsce proces rozruchu technologicznego.

Instalacja skraplania gazu ziemnego LNG

Inwestycja realizowana jest przez celową spółkę Krioton. Instalacja działa w oparciu o nowatorską technologię skraplania gazu ziemnego przy pomocy skroplonego azotu, dzięki której przedsięwzięcie może uzyskać dofinansowanie (obecnie trwa w tym zakresie spór pomiędzy Spółką, a PARPem) w wysokości ponad 22 mln zł (49% wartości projektu), w ramach Sektorowego Programu Operacyjnego Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw. Instalacja osiągnie dzienną produkcję skroplonego gazu ziemnego LNG w wielkości 100 ton na dobę. Fabryka zlokalizowana jest w miejscowości Chrzan, w powiecie jarocińskim. Szacowana wielkość nakładów inwestycyjnych na ten cel wynosi 58,8 mln złotych. Będzie to największa w Polsce, i jedna z

większych w Europie, instalacja skraplania gazu ziemnego. Fabryka zlokalizowana jest w bezpośrednim sąsiedztwie złóż gazu ziemnego, z których będzie zaopatrywana. Uruchomienie i oddanie do użytkowania instalacji skraplania gazu ziemnego o takim potencjale produkcyjnym umożliwi realizację strategii Grupy. Budowa własnych zakładów produkcji LNG pozwoli na większą niż dotychczas dywersyfikację źródeł zaopatrzenia. Planowane inwestycje w zwiększenie mocy produkcyjnych Grupy CP Energia pozwolą ponadto na zwiększenie przychodów ze sprzedaży LNG (który do tej pory był nabywany od PGNiG).

Inwestycje realizowane i planowane

Planowane łączne nakłady inwestycyjne na rozbudowę infrastruktury dystrybucyjnej wyniosą w roku 2009 ok. 23,8 mln zł. Planowana jest budowa gazociągu w województwie mazowieckim, dolnośląskim, wielkopolskim, podlaskim i łódzkim. Zakres inwestycji składa się przede wszystkim z budowy nowych sieci dystrybucyjnych, a część dotyczy rozbudowy już istniejących sieci gazowych. Grupa planuje pozyskanie finansowania zewnętrznego w wysokości 60-80% wartości szacowanych nakładów

Planowana do wybudowania w 2009 roku łączna długość gazociągów wysokiego i średniego ciśnienia wynosi ok. 43,5 km.

Tabela Inwestycje realizowane i planowane spółek Grupy CP Energia.

Spółka	Nakłady realizowane i planowane (w mln zł)
Gaslinia	8,2
Linia K&K	0,2
K&K	2,6
Carbon	4,0
Energia Mazury	2,1
Energia Słupca	14,9
Gazpartner	12,5
Razem	44,6

Źródło: Spółka

Spółka **Gaslinia** prowadzi inwestycję gazyfikacji dwóch gmin z woj. mazowieckiego. Obejmuje ona wykonanie sieci dystrybucyjnej na terenie gminy i miasta oraz podłączanie odbiorców indywidualnych. Ponadto spółka ta realizuje gazyfikację kilku gmin z woj. mazowieckiego i woj. podlaskiego. Inwestycja obejmuje wykonanie przyłączenia do istniejącej sieci gazowej należącej do spółki poprzez wykonanie stacji redukcyjnej I stopnia i wykonanie gazociągu o długości 35 km od miejsca przyłączenia do jednej z miejscowości. Planowanych jest przyłączenie 20 obiektów gminnych. W planach Spółki jest również podłączenie odbiorców przemysłowych, których roczny pobór wyniesie 4,5 mln m³. Docelowo do systemu gazowego na terenie gminy podłączeni będą odbiorcy indywidualni (ponad 550 osób), którzy zapewnią docelową sprzedaż gazu ziemnego na poziomie 1,2 mln m³ rocznie.

Spółka **Gazpartner** planuje wykonanie na terenie województwa zachodniopomorskiego przyłączenia do sieci gazowej przesyłowej Gaz System S.A., a następnie wykonanie gazociągu wysokiego ciśnienia o długości 23 km, wykonanie stacji redukcyjnej I stopnia oraz budowę 37 km sieci średniego ciśnienia. Wynikiem tej inwestycji będzie gazyfikacja trzech gmin tego województwa. Spółka planuje sprzedaż gazu na poziomie 10 mln m³, w tym 2 mln m³ dla klientów indywidualnych, a 8 mln m³ dla dużego odbiorcy przemysłowego.

Spółka **Linia K&K** prowadzi inwestycje w województwie wielkopolskim, w zakresie rozbudowy istniejącej sieci dystrybucyjnej średniego ciśnienia i podłączenie odbiorców indywidualnych.

Spółka **K&K** realizuje projekt w woj. dolnośląskim. Projekt ten obejmuje budowę stacji pomiarowej I stopnia, jako punktu włączenia do sieci gazociągów oraz budowę sieci gazowej dosyłowej średniego ciśnienia o długości 12 km do jednej z dużych miejscowości w woj. dolnośląskim, w której istnieje już sieć dystrybucyjna.

Spółka **Carbon** prowadzi inwestycje w trzech gminach województwa mazowieckiego. Obejmują one budowę sieci gazowej dystrybucyjnej o długości około 20 km, wraz z przyłączami gazu dla klientów indywidualnych i przemysłowych. Planowane jest przyłączenie w fazie wstępnej ponad 2 tys. odbiorców indywidualnych i kilku odbiorców przemysłowych, którzy zapewnią dodatkową sprzedaż gazu ziemnego na poziomie 2,5 mln m³ rocznie.

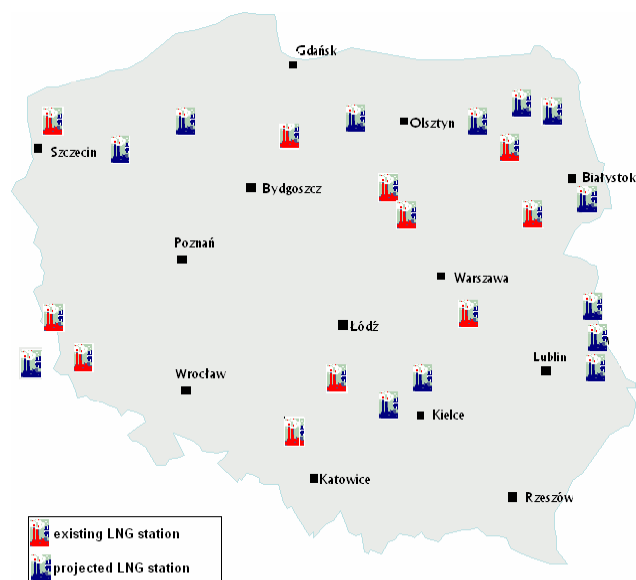
Spółka **Energia Mazury** prowadzi proces gazyfikacji gmin z w woj. warmińsko - mazurskiego. Projekt obejmuje budowę sieci gazowej rozdzielczej średniego ciśnienia wraz z przyłączami gazu dla klientów indywidualnych i przemysłowych w oparciu o instalacje regazyfikacji skroplonego gazu ziemnego LNG. Planowany odbiór gazu ziemnego w tych projektach kształtuje się docelowo rocznie następująco: 4 mln m³ i 0,5 mln m³.

Spółka **Energia Słupca** realizuje projekt budowy instalacji regazyfikacji skroplonego gazu ziemnego, w którym łączna wartość inwestycji na koniec 2008 roku wynosiła 24,4 mln zł - realizacja projektu ma zostać zakończona w III kwartale 2009 roku. Inwestycja ta ma na celu realizację 20 stacji regazyfikacji skroplonego gazu ziemnego wraz z towarzyszącą infrastrukturą magazynową za łączną kwotę 36,1 mln zł.

Stacje regazyfikacji LNG są niezbędnym elementem sieci gazowych działających w oparciu o LNG i podstawą strategii Grupy na niezgazyfikowanych obszarach. Realizacja programu inwestycyjnego w stacje regazyfikacji wraz z niezbędnymi objętościami magazynowymi pozwoli na zapewnienie odbioru gazu z zakładu produkcji LNG Krioton. Wielkość tego programu jest ściśle związana z planem sprzedaży LNG oraz przyrostem mocy produkcyjnych w tym zakresie.

Grupa planuje również zakup spółki dysponującej specjalistycznymi środkami do transportu gazu LNG – 10 cysternami kriogenicznymi i ciągnikami. Przejęcie gestii transportowej pozwoliłoby na przedłużenie łańcucha wartości firmy i pełne kontrolowanie marży na produkcie LNG, oraz pełniejsze kontrolowanie kosztów usług obcych. Jednak realizacja tego zadania będzie uwarunkowana pozyskaniem odpowiedniego finansowania.

Rysunek Lokalizacja istniejących i planowanych stacji regazyfikacji LNG.



Źródło: Spółka

Cele sprzedażowe

CP Energia tworzy plany rozwoju sieci gazowej w oparciu o przewidywaną konsumpcję gazu przez wytypowanych potencjalnych klientów przemysłowych. Model biznesowy zakłada działania handlowe ukierunkowane w pierwszej fazie na klientów o potencjale zużycia gazu zapewniającym odpowiedni zwrot z inwestycji. Spółka w swoim rozwoju koncentruje się na średniej wielkości klientach przemysłowych, o odbiorze gazu ziemnego od 1,5 do 2,5 mln m³/rok, zapewniających stabilny poziom odbioru i małą sezonowość.

Pozyskanie takich odbiorców poprzez podpisanie wstępnej umowy handlowej pozwala na przeprowadzenie pełnego procesu przygotowania inwestycji. Na niektórych obszarach kraju, zależnie od stopnia zgazyfikowania, przed rozpoczęciem budowy infrastruktury gazowej jej efektywność ekonomiczna jest zapewniona podpisanymi umowami na odbiór gazu z partnerami korporacyjnymi. W następnych etapach realizowane są przyłącza do mniejszych odbiorców komunalnych i indywidualnych. W przypadku gdy jest wybudowana sieć, odbiorcy zidentyfikowani są już w trakcie prac koncepcyjnych (koncepcja gazyfikacji obszaru), a ich zapotrzebowanie jest określone na podstawie przeprowadzonego audytu energetycznego, z którego wynikają rzeczywiste potrzeby odbiorcy. Zestawienie odbiorców wraz z ich potrzebami energetycznymi podzielonymi na poszczególne kwartały roku jest jednym z elementów koncepcji.

W celu pozyskiwania nowych odbiorców Spółka tworzy bazy danych przedsiębiorców, m.in. z podziałem na województwa oraz rodzaje wykorzystywanego paliwa w energetyce zakładu. Ponadto Grupa wykorzystuje szczegółowe mapy gazociągów w Polsce z podziałem na przesyłowe i dystrybucyjne. Dostępne są również raporty Wojewódzkich Inspektoratów Ochrony Środowiska i Starostw Powiatowych, w których zidentyfikowane są podmioty emitujące najwięcej zanieczyszczeń w danym rejonie. Dodatkowo CP Energia podpisała porozumienie z Viessmanem oraz projektantami przemysłowymi, które zakłada aktywną współpracę w zakresie proponowania nowych rozwiązań dla odbiorców, którzy chcą wykorzystywać gaz ziemny. W oparciu o pozyskane dane dokonywana jest ocena projektu, pod kątem budowy stacji regazyfikacji LNG bądź budowy tradycyjnej sieci gazowej. Pozyskiwanie odbiorców indywidualnych odbywa się w trakcie budowy sieci dystrybucyjnej oraz po jej wybudowaniu. Potencjał odbiorców indywidualnych nie jest wykorzystywany do sporządzenia biznesplanu z uwagi na sezonowość, tzn. odbiór gazu ziemnego ma miejsce głównie podczas sezonu grzewczego.

Istniejące i budowane sieci gazociągów i stacje regazyfikacji umożliwią Grupie działanie na obszarze kraju o powierzchni ok. 7,8 tys km². Oszacowana liczba potencjalnych odbiorców wynosi ponad 42 tys., w tym instytucjonalnych ok. 1 tys., a potencjalny wolumen sprzedaży wynikający z zapotrzebowania tych klientów szacowany jest na ok. 390 mln m³ gazu ziemnego rocznie. W strukturze potencjalnych odbiorców z podziałem na moc urządzeń grzewczych węgiel i miał stanowi ok. 7%, ciężkie i lekkie oleje opałowe 57%, propan-butan 20%, pozostałe 16% (drewno, ekogroszek itp.). Taka wielkość i struktura popytu wskazuje na duże możliwości wzrostu sprzedaży – gaz jest konkurencyjny w stosunku do olejów opałowych oraz propan-butanu.

Tabela Cele sprzedażowe Grupy CP Energia w latach 2009-2015.

mln m ³	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Istniejące sieci	23	30	38	45	64	82	101
Sieci sfinansowane z emisji serii I	-	10	14	22	32	49	60
Produkcja LNG (Krioton)	13	50	50	50	50	50	50
Sprzedaż razem	36	90	102	117	146	181	211

Źródło: Spółka

Cele sprzedażowe CP Energia zakładają zwiększenie sprzedaży do 2015 r. do 211 mln m³, z czego 50 mln m³ ma pochodzić z produkcji LNG w Kriotonie. W odniesieniu do już zidentyfikowanych potencjalnych odbiorców oznacza to wskaźnik pozyskania klientów na poziomie 54%, a w odniesieniu do potencjalnych odbiorców

wykorzystujących w urządzeniach grzewczych oleje opałowe oraz propan-butan na poziomie 70%. Oczywiście należy się spodziewać wzrostu potencjalnego wolumenu sprzedaży wraz ze wzrostem aktywności gospodarczej i liczby przedsiębiorstw przemysłowych.

Otoczenie konkurencyjne

Rynek gazu ziemnego w Polsce jest bardzo mało zróżnicowany biorąc pod uwagę konkurencyjne podmioty działające w danej branży. Dominującą pozycję ma PGNiG, który posiada 98% udziałów na rynku krajowym w zakresie dystrybucji gazu ziemnego. Na polskim rynku działają również inne przedsiębiorstwa energetyczne, które posiadają niewielki udział w rynku. Wśród nich do najaktywniej działających (poza Grupą CP Energia) należą:

- Grupa Kapitałowa G.EN. GAZ ENERGIA S.A.;
- EWE Energia sp. z o.o. (d. Media Odra Warta sp. z o.o.)
- KRI S.A.;

G.EN. GAZ ENERGIA jest spółką prowadzącą działalność gospodarczą w zakresie obrotu gazem ziemnym, posiadającą koncesje na obrót paliwami gazowymi, koncesje na dystrybucję paliw gazowych oraz koncesje na skraplanie gazu ziemnego i regazyfikację skroplonego gazu ziemnego. W 2008 r. spółka dostarczyła 18 tysiącom klientów 90 mln m³ gazu ziemnego. Spółka eksploatuje 2 350 km sieci gazowych w tym 180 km gazociągów wysokiego ciśnienia i 2 170 km gazociągów średniego ciśnienia. System dystrybucyjny G.EN GAZ ENERGIA S.A. obejmuje 53 gminy w 4 województwach (dolnośląskie, pomorskie, wielkopolskie i zachodniopomorskie).

EWE Energia posiada koncesję na obrót paliwami gazowymi, koncesję na dystrybucję paliw gazowych oraz koncesję na obrót gazem ziemnym z zagranicą. W 2008 r. spółka sprzedała odbiorcom końcowym ponad 45 mln m³ gazu ziemnego. System dystrybucyjny spółki obejmuje 32 gminy w województwie lubuskim i dolnośląskim. Gaz ziemny dostarczany jest przez EWE energia do ponad 50 tys. klientów. Łączna długość obsługiwanych przez spółkę sieci gazowych wynosi ok. 1 200 km.

KRI S.A. – spółka posiada koncesje na obrót, dystrybucję i import paliwa gazowego oraz koncesję na skraplanie i regazyfikację gazu ziemnego. System dystrybucyjny spółki obejmuje 11 miast. Spółka w 2008 r. sprzedała ok. 17,9 mln m³ gazu ziemnego.

Podmioty te stanowią lokalne monopole wewnątrz obsługiwanych przez siebie własnych sieci, łącząc działalność dystrybucyjną i obrotu. Prawo energetyczne nakłada obowiązek prawnego rozdzielenia działalności dystrybucyjnej od działalności handlowej oraz wydzielenia operatorów systemu dystrybucyjnego. Spółki obrotu gazem w PGNiG zostały utworzone w wyniku prac nad rozdzieleniem dystrybucji gazu od działalności handlowej. Tego typu przekształceniami nie były objęte mniejsze przedsiębiorstwa energetyczne, gdyż obowiązek rozdzielenia działalności dystrybucyjnej od działalności handlowej nie dotyczy przedsiębiorstw o liczbie odbiorców przyłączonych do sieci nieprzekraczającej 100 tys. i przedsiębiorstw, których wielkość sprzedaży paliw gazowych w ciągu roku nie przekracza 100 mln m³.

Ceny gazu ziemnego są regulowane przez Urząd Regulacji Energetyki, co dla mniejszych operatorów oznacza możliwość planowania kosztów oraz stabilność marży i przychodów. Stosownie do projektu „Polityki energetycznej Polski do 2030r.” opracowanego w ministerstwie gospodarki, państwo, w zakresie dywersyfikacji rynku powinno prowadzić właściwą politykę taryfową zachęcającą do inwestowania w infrastrukturę przesyłu i dystrybucji gazu. Zgodnie z rozporządzeniem taryfowym przedsiębiorstwa energetyczne wykonujące działalność w zakresie przesyłania lub dystrybucji paliw gazowych, magazynowania paliw gazowych, skraplania lub regazyfikacji skroplonego gazu ziemnego lub obrotu paliwami gazowymi, mogą kalkulować w swej taryfie uzasadniony zwrot z kapitału zaangażowanego w wykonywaną działalność gospodarczą. Zapewnia to

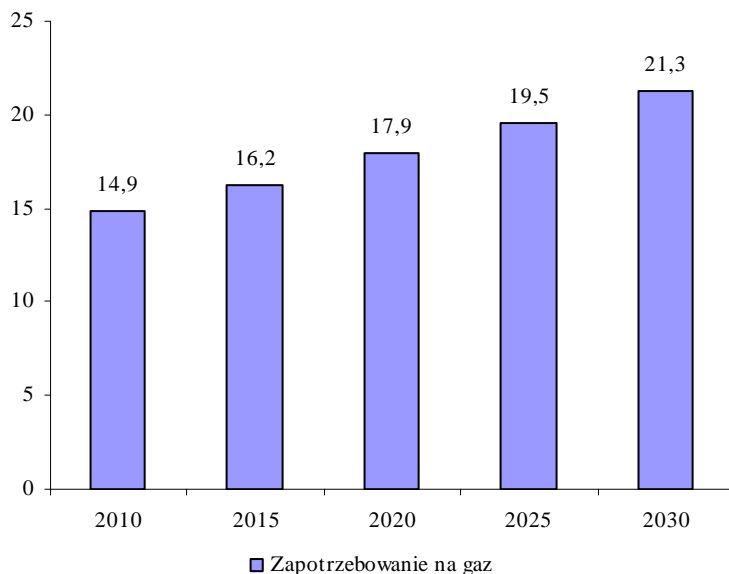
utrzymanie marży na satysfakcjonującym poziomie. W przypadku Grupy CP Energia poziom zwrotu z kapitału w obecnie obowiązujących taryfach spółek zależnych jest na poziomie ok. 4 %. Taryfy obecnie składane do URE w celu zatwierdzenia uwzględniają zwrot z kapitału na poziomie ok. 6,5 %, co w momencie zatwierdzenia taryf spowoduje podwyższenie średniej ceny sprzedaży gazu od 1% do ok. 7% w zależności od spółki, grupy taryfowej i rodzaju paliwa. Możliwość stosowania w kalkulacji taryf wyższego kosztu kapitału wynika z poniesionych nakładów inwestycyjnych i ma charakter bezterminowy.

Rynek gazu ziemnego

Głównym rynkiem, na którym Grupa CP Energia prowadzi działalność, to rynek gazu ziemnego w Polsce. Charakteryzuje się on wyjątkową chłonnością zużycia, a co za tym idzie dużymi perspektywami rozwoju. Mimo corocznej tendencji wzrostowej sprzedaży gazu ziemnego, wskaźniki jego zużycia w Polsce są nadal dość niskie. Udział gazu ziemnego w pierwotnych źródłach energii w Polsce wynosi zaledwie 11%, podczas gdy w Unii Europejskiej udział ten kształtuje się na poziomie ponad dwa razy większym. Ponadto zużycie gazu na jednego mieszkańca w Polsce jest zdecydowanie niższe niż w pozostałych krajach europejskich. Jest to konsekwencją faktu, że w Polsce jedynie 50% potencjalnych odbiorców posiada dostęp do infrastruktury gazowej. Polski rynek gazu charakteryzuje się także znacznie mniejszym użyciem tego paliwa do wytwarzania energii elektrycznej (trzykrotnie mniejszy udział w bilansie). W perspektywie 2030 r. przewiduje się w Polsce, podobnie jak w innych krajach Unii Europejskiej, wzrost zastosowania gazu do wytwarzania energii elektrycznej. Jest to spowodowane wymaganiami w zakresie redukcji CO₂ oraz rozwojem energetyki wiatrowej, który obliuguje do budowy szybko uruchamianych elektrowni gazowych lub biopaliwowych łagodzących falowanie dostaw energii produkowanej z wiatru. Ponadto, gaz ziemny jest idealnym paliwem do skojarzonej produkcji energii i ciepła – kogeneracji, co wynika z parametrów gazu ziemnego, tj. stałej jakości i wysokiej wartości opałowej. Poprzez zastosowanie kogeneracji koszt zakupu gazu ziemnego przez odbiorców przemysłowych może spaść nawet o 40-50%.

Rozwój rynku gazu w Polsce będzie stymulowany dostosowaniem bilansu energetycznego kraju do standardów narzucanych przez Unię Europejską. Według jej dyrektyw udział jednego rodzaju źródła energii (węgiel, olej opałowy, inne) w bilansie energii pierwotnej nie może przekraczać 30%. W Polsce w bilansie energii pierwotnej ciągle dominuje węgiel (ponad 55%). Można się, zatem spodziewać, że realizacja zaleceń dyrektyw unijnych doprowadzi do ograniczenia zużycia węgla na rzecz innych paliw, w tym gazu ziemnego. Gaz ze względu na swoje właściwości ekologiczne, tj. ze względu na stały skład chemiczny (możliwość równomiernego spalania), łatwość regulacji dopływu, spalanie bez dymu, sadzy i popiołu oraz wysoką atrakcyjność energetyczną jest rozwiązaniem preferowanym na przyszłość. Zjawisku temu sprzyja wprowadzanie ustawowych ograniczeń stosowania nośników energii starego typu np. mazutu i olei ciężkich (wymogi UE).

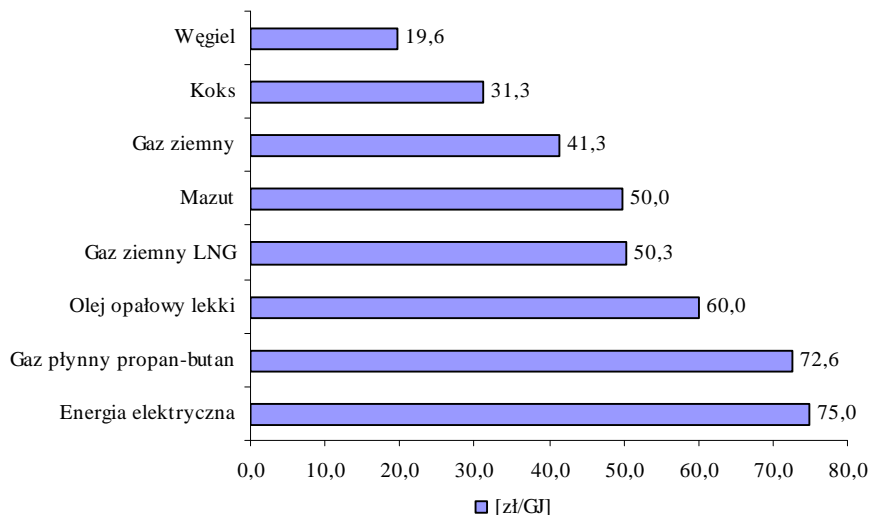
Wykres Prognozowane zapotrzebowanie na gaz ziemny w Polsce do 2030 r. (w mld m³).



Źródło: Ministerstwo Gospodarki, załącznik do projektu „Polityki energetycznej Polski do 2030 r.” z dnia 5 marca 2009 r.

Gaz ziemny jest jednym z najtańszych źródeł energii i najtańszym paliwem ekologicznym, co świadczy o jego atrakcyjności w porównaniu z innymi nośnikami energii.

Wykres Porównanie cen podstawowych nośników energii, cena netto 1 GJ energii cieplnej



Źródło: BM BGZ

Zestawienie wskazuje, na konkurencyjność gazu w stosunku do oleju opałowego, gazu płynnego oraz mazutu. Jednocześnie, mimo że gaz ziemny jest znacznie droższy od węgla to w pełnym bilansie należy także uwzględnić plany opłaty za emisję CO₂, większej sprawności energetycznej, różnic w nakładach i kosztach eksploatacji oraz większej elastyczności generowania prądu przez elektrownie gazowe, które mogą spełniać funkcję elektrowni szczytowych. Oznacza to wzrost konsumpcji gazu przy jednoczesnym zwiększeniu jego

udziału w produkcji energii elektrycznej, której wytwarzanie staje się głównym czynnikiem wzrostu popytu na gaz ziemny.

Tabele i prognozy

Rachunek wyników

mln zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Przychody ze sprzedaży	26,7	42,2	63,0	156,1	176,7	202,7	255,3
Koszt własny sprzedaży	19,0	34,5	50,1	126,4	140,3	159,5	197,8
Zysk brutto ze sprzedaży	7,7	7,7	12,9	29,7	36,3	43,2	57,5
Koszty sprzedaży i zarządu	12,0	8,0	10,0	15,5	16,9	18,7	22,0
Zysk operacyjny	-3,0	1,1	2,9	14,1	19,4	24,5	35,6
Zysk brutto	-4,3	-0,3	0,7	7,5	12,5	17,7	28,9
Zysk netto	-4,2	-0,9	0,7	6,1	10,1	14,3	23,4

Bilans

mln zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Aktywa	127,2	204,0	217,7	228,4	239,6	250,1	269,0
Majątek trwały	92,6	181,3	188,6	197,5	204,9	208,1	210,8
Majątek obrotowy	34,7	22,7	29,1	30,9	34,7	42,0	58,2
Zapasy	0,3	0,4	1,4	6,1	7,1	8,4	11,1
Należności	12,7	19,7	20,7	25,4	26,4	27,7	30,3
Gotówka	21,4	2,5	6,7	-0,7	1,0	5,7	16,6
Pasywa	127,2	204,0	217,7	228,4	239,6	250,1	269,0
Kapitał własny	54,3	53,9	66,6	72,7	82,8	92,1	108,3
Kredyty	65,0	106,7	98,2	98,2	98,2	98,2	98,2
Zobowiązania ogółem	72,9	150,0	151,1	161,8	156,8	158,1	160,7

Cash Flow

mln zł	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Wynik netto	-4,2	-0,9	0,7	6,1	10,1	14,3	23,4
Amortyzacja	1,8	2,2	3,0	9,1	9,1	9,7	10,3
Cash earnings	-2,4	1,3	3,7	15,2	19,3	24,1	33,7
Zmiana kapitału obrotowego	20,8	0,8	3,1	14,0	3,1	3,9	7,9
CF z działalności operacyjnej	0,8	22,9	2,7	10,5	18,2	22,8	31,1
CF z działalności inwestycyjnej	-48,6	-76,7	-10,4	-18,0	-16,5	-13,0	-13,0
CF z działalności finansowej	68,2	33,4	12,0	0,0	0,0	-5,1	-7,2

Wskaźniki

	2007	2008	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
Zmiana sprzedaży	197,7%	57,9%	49,3%	147,7%	13,2%	14,7%	26,0%
Zmiana EBIT	100,1%	-	152,0%	388,4%	37,1%	26,6%	44,9%
Zmiana zysku netto	181,6%	-78,3%	-	792,1%	67,3%	41,7%	63,1%
Marża brutto na sprzedaży	29,0%	18,3%	20,4%	19,0%	20,6%	21,3%	22,5%
Marża operacyjna	-11,0%	2,7%	4,6%	9,1%	11,0%	12,1%	13,9%
Marża netto	-15,6%	-2,1%	1,1%	3,9%	5,7%	7,1%	9,2%
ROE	-7,7%	-1,7%	1,0%	8,3%	12,2%	15,6%	21,6%
Dług / Kapitał własny	134,1%	278,1%	226,8%	222,6%	189,3%	171,7%	148,4%

Źródło: Spółka, prognozy BM BGZ

Biuro Maklerskie BGŻ S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ S.A. sprawuje KNF. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BGŻ S.A. Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BGŻ S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BGŻ S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM BGŻ S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BGŻ S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. Raport przygotowany przez BM BGŻ S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go, o ile nie nastąpi wcześniejsza jego zmiana. Raport w całości lub w części może być udostępniony do wiadomości publicznej przez BM BGŻ po upływie dwóch tygodni od dnia jego sporządzenia. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BGŻ S.A. jest zabronione.

BM BGŻ przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

- **Kupuj** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;
- **Neutralnie** - oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; +10%);
- **Sprzedaj** – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę.

Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odniesienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BGŻ S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

BIURO MAKLERSKIE BGŻ S.A.

ul. Żurawia 6/12, 00-503 Warszawa
tel. (22) 32 94 300, fax (22) 32 94 303
e-mail: biuro.maklerskie@bmbgz.pl
www.bgz.pl

Obsługa instytucjonalnych	klientów	tel.	e-mail
Wydział Operacji Brokerskich	(22) 32 94 328	(22) 32 94 327	makler@bmbgz.pl

Obsługa indywidualnych **klientów** Oddziały Banku BGŻ oraz internetowy serwis transakcyjny **bmBGZ.net**