

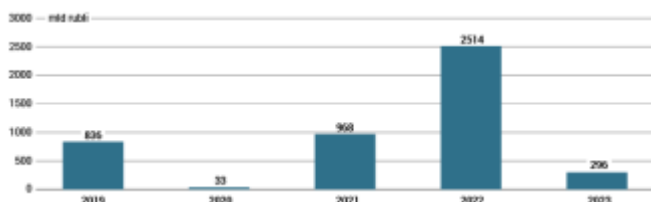
Gazprom: znaczny spadek dochodów, wzrost zadłużenia

Filip Rudnik

Pod koniec sierpnia Gazprom opublikował sprawozdanie finansowe dotyczące I półrocza br. Według komunikatu dochód netto koncernu wyniósł 296,2 mld rubli (3,1 mld dolarów), co stanowi wyjątkowo niską wartość na tle ostatniej dekady (z wyłączeniem 2020 r., gdy trwała pandemia COVID-19). W ujęciu rocznym spadek jest drastyczny głównie ze względu na rekordowe wpływy, jakie osiągnięto w roku 2022. Wówczas Gazprom zanotował w I półroczu dochód netto w wysokości 2,5 bln rubli, co wynikało z niezwykle wysokich cen surowca. Niemniej również w porównaniu ze średnim poziomem wpływów w I półroczach lat 2018–2022, wynoszącym ponad 996 mld rubli, tegoroczny dochód uległ znacznej, bo ok. 70-procentowej redukcji.

W sprawozdaniu umieszczono także dane dotyczące zadłużenia koncernu, które wyniosło ponad 6 bln rubli. Dla porównania w analogicznym okresie ub.r. było to 5 bln rubli. Według komunikatu Gazpromu jest to „komfortowy” poziom długu. Firma posiada bowiem wystarczającą płynność finansową, aby na bieżąco spłacać swoje zobowiązania krótkoterminowe.

Wykres 1. Dochód netto Gazpromu w I półroczu w latach 2019–2023



Źródło: Gazprom.

Komentarz

- Odniesienie przez Gazprom tak niskiego poziomu dochodów nie stanowi zaskoczenia. Spadek dochodu netto wynika przede wszystkim z utraty znacznej części rynku europejskiego na skutek politycznej decyzji o redukcji eksportu gazu do krajów UE. W I półroczu br. do odbiorców unijnych przesłano ok. 12,6 mld m³ gazu, co oznacza redukcję przesyłu o ok. 75% względem analogicznego okresu ub.r. Według szacunków uwzględniających obecny poziom dostaw realizowanych w kierunku zachodnim „utracony” w bieżącym roku wolumen może wynieść ok. 120 mld m³ względem wielkości przesyłanych w roku 2021. Na sytuację finansową Gazpromu negatywny wpływ mają też zwiększenie obciążeń fiskalnych (m.in. obowiązujący w latach 2023–2025 dodatkowy

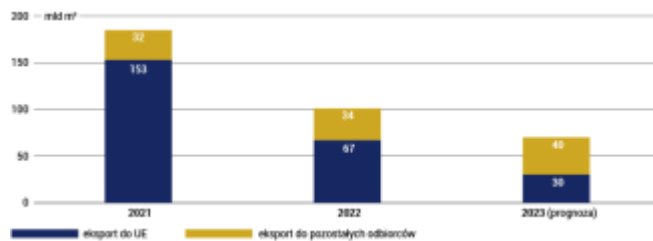
podatek od wydobycia w wysokości 600 mld rubli rocznie), wdrażanie kosztownego programu inwestycji infrastrukturalnych (m.in. gazyfikacja regionów Federacji Rosyjskiej), a także relatywnie niskie w tym roku ceny surowca na globalnym rynku. Dodatkowo wprowadzenie przez rosyjskie władze rozliczeń rublowych w przypadku sprzedaży gazu do tzw. państw nieprzyjaznych ogranicza dostęp Gazpromu do zagranicznych walut, co pogarsza jego sytuację finansową. W omawianym okresie wskaźnik wolnych przepływów pieniężnych (*free cash flow*) był ujemny, co oznacza malejący inwestycyjny potencjał spółki.

- W odróżnieniu od sytuacji z 2020 r., kiedy to rosyjski rząd w związku z pandemią zaangażował się we wspieranie Gazpromu, w obecnej sytuacji nie należy się spodziewać państwowej pomocy dla koncernu – świadczy o tym konsekwentna polityka bilansowania budżetu kosztem sektora naftowo-gazowego. Trudności firmy są jednak częściowo łagodzone przez dewaluację rubla. Co więcej, działalność spółki córki koncernu – Gazprom Niefti, zajmującej się wydobyciem i sprzedażą ropy naftowej – także pomaga poprawić wskaźniki finansowe dzięki pozyskiwaniu przez nią obcej waluty przy rosnącej cenie surowca.
- Spadek dochodów eksportowych Gazpromu ma być kompensowany również kosztem konsumenta wewnętrznego. W lipcu br. Federalna Służba Antymonopolowa (FSA) podjęła decyzję o podniesieniu hurtowych taryf gazowych dla wszystkich kategorii odbiorców surowca w Rosji. Opłaty mają zostać podwyższone dwukrotnie – o 8% w lipcu 2024 r. oraz o kolejne 8% rok później. Podobna podwyżka – w wysokości 8,5% – miała miejsce w grudniu ub.r. Według FSA środki pochodzące ze zmiany taryf mają zostać przeznaczone na programy inwestycyjne, tj. gazyfikację kraju oraz renowację istniejącej infrastruktury przesyłowej. Gazprom wciąż domaga się także uwolnienia hurtowych cen surowca dla odbiorców przemysłowych, co mogłoby stanowić kolejne źródło finansowania programu unowocześnienia sieci gazociągowej. Niewykluczone, że w przypadku utrzymywania się niesatysfakcjonujących wyników finansowych przez kolejne lata koszty inwestycji koncernu – zarówno tych realizowanych w Rosji, jak i dotyczących połączeń eksportowych – zostaną w jeszcze większym stopniu przerzucone na odbiorców wewnątrz krajowych.
- Ewentualne odbudowanie pozycji Gazpromu na rynku europejskim stanowi w najbliższych latach perspektywę mało realną ze względu na przeszkody infrastrukturalne i polityczne. Są nimi uszkodzenia obu nitek Nord Streamu 1 oraz jednej Nord Streamu 2, a także niejasna przyszłość przesyłu przez Ukrainę po wygaśnięciu w grudniu 2024 r. umowy tranzytowej zawartej w 2019 r. między Gazpromem a ukraińskim Naftohazem. Widoczny jest bowiem brak woli Kijowa do zawarcia kolejnego długoterminowego porozumienia w tej sprawie. Wreszcie – obecnie rosyjskie sankcje uniemożliwiają wznowienie przesyłu przez gazociąg Jamał–Europa. W przypadku ich zniesienia wątpliwe będzie natomiast zainteresowanie odbiorców importem gazu z Rosji tą trasą. W tej sytuacji od 2025 r. pewnym lądowym szlakiem eksportowym do UE pozostanie europejska nitka TurkStreamu o przepustowości 15,75 mld m³ gazu rocznie. Przedstawiciele koncernu oraz rosyjskich władz wydają się być świadomi tych wyzwań, o czym świadczy forsowana przez nich koncepcja przekierowania dostaw na wschód.

- Gazprom oraz władze Rosji deklarują zamiar odbudowy pozycji koncernu za pomocą zwiększenia jego udziału na rynkach tureckim i azjatyckim. W 2022 r. Turcja stała się głównym pozaeuropejskim rynkiem zbytu dla rosyjskiego gazu (przesłano wówczas 21,6 mld m³ surowca). Ankara promuje przy tym ideę stworzenia w kraju „hubu gazowego” (zob. [Turecki sen o hubie. Polityka gazowa Ankary w czasie wojny](#)), zaś dostawcą surowca w tej koncepcji miałyby być też Rosja, co sugeruje możliwość zwiększenia importu. O przekierowywaniu dostaw na wschód świadczy również rosnący eksport do Chin. Przesył błękitnego paliwa za pośrednictwem gazociągu Siła Syberii-1 stopniowo wzrasta, co ma zaowocować przesłaniem 22 mld m³ gazu w br. (to o prawie 7 mld m³ więcej niż w roku ubiegłym). Dodatkowo w październiku br. Gazprom rozpocznie także eksport gazu do Uzbekistanu (2,8 mld m³ rocznie) i nie wyklucza przy tym podniesienia tego wolumenu w przyszłości. Rosjanie sygnalizują też chęć zawarcia podobnego kontraktu z Kazachstanem.
- Eksport poza UE umożliwi jednak w najbliższych latach jedynie częściowe zamortyzowanie spadku dochodów koncernu i uniknięcie jeszcze głębszej redukcji eksportu. Odbudowanie w pełni przedwojennej pozycji Gazpromu poprzez zwiększenie sprzedaży do Turcji i Azji stoi pod znakiem zapytania ze względu na widoczne już dziś istotne ograniczenia. W związku z dobrze rozbudowaną infrastrukturą importową i kontraktami zawartymi z wieloma światowymi dostawcami stały wzrost dostaw rosyjskich na rynek turecki wydaje się nieoczywisty. W ubiegłym roku dostawy z Rosji do Turcji były o 18% niższe niż w 2021 r., natomiast w okresie od stycznia do sierpnia br. – według słów Władimira Putina – wyniosły ponad 10 mld m³, co stanowi spadek względem analogicznego okresu ub.r. o blisko 40%. Z drugiej strony, biorąc pod uwagę tę redukcję oraz wzrost eksportu do ChRL, odbiorca chiński ma szanse jeszcze w tym roku stać się głównym rynkiem zbytu dla Gazpromu. Istniejące połączenie poprzez gazociąg Siła Syberii-1 pozwoli jednak na przesłanie do 38 mld m³ rocznie od 2025 r., kiedy to osiągnie on pełną przepustowość. Zwiększenie eksportu do wielkości pozwalającej na zastąpienie utraconego rynku europejskiego gazochłonnym kierunkiem chińskim jest natomiast niemożliwe nawet w wypadku – wciąż nieprzesądzanego – powodzenia projektów budowy nowych połączeń zgodnie z zamierzeniami Rosjan. Osobną kwestię stanowi także faktyczne zapotrzebowanie ChRL na import rosyjskiego gazu w ilościach sygnalizowanych przez Rosję, tj. 98 mld m³ rocznie od 2030 r. (zob. [Gazociąg Siła Syberii-2 wciąż w stadium projektowym](#)). Niepewne pozostaje też zapotrzebowanie na duże wolumeny rosyjskiego gazu wśród odbiorców w Azji Centralnej. Co więcej, osłabiona pozycja negocjacyjna Gazpromu może pozwolić również importerom na wynegocjowanie atrakcyjnych formuł cenowych, co dodatkowo uszczupli dochody koncernu.
- Budowa nowych połączeń umożliwiających eksport surowca do Azji i Turcji wymaga pokaźnych środków finansowych, które w sytuacji malejących dochodów koncernu mogą być trudne do wygospodarowania. Dotyczy to nie tylko kierunku chińskiego, lecz także pozostałych rynków, które są przez Rosjan przedstawiane jako ważne w kontekście przekierowania surowca z zachodu na wschód. W wypadku faktycznego wdrażania tej koncepcji realizacja niezbędnych projektów infrastrukturalnych prawdopodobnie zwiększyłaby zadłużenie całego koncernu. W razie braku poprawy wskaźników finansowych mogłoby się okazać, że Gazprom będzie zmuszony do rezygnacji z któregoś z planowanych szlaków, a ograniczenia infrastrukturalne uniemożliwią przesył surowca

w wielkości pozwalającej koncernowi na znaczącą poprawę swojej pozycji finansowej. Deklarowany przez jego przedstawicieli zamiar głębszego wejścia na rynek LNG – który mógłby stanowić źródło dodatkowego dochodu – nie zostanie zaś urzeczywistniony w średnim horyzoncie czasowym ze względu na m.in. przeszkody infrastrukturalne i technologiczne.

Wykres 2. Eksport Gazpromu do tzw. dalekiej zagranicy (Europa bez państw bałtyckich oraz Turcja i Chiny) w latach 2021–2023



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Gazpromu i think tanku Bruegel.