

RAPORT OSW

OSW



ANI KREZUS, ANI BANKRUT

KONDYCJA FINANSOWA GAZPROMU

Szymon Kardaś

RAPORT OSW

WARSZAWA
PAŹDZIERNIK 2018

ANI KREZUS, ANI BANKRUT

KONDYCJA FINANSOWA GAZPROMU

Szymon Kardaś



OSW |

CENTRE FOR EASTERN STUDIES

OŚRODEK STUDIÓW WSCHODNICH im. **Marka Karpia**

© Copyright by Ośrodek Studiów Wschodnich
im. Marka Karpia / Centre for Eastern Studies

REDAKCJA MERYTORYCZNA

Adam Eberhardt, Marek Menkiszak

REDAKCJA

Halina Kowalczyk

WSPÓŁPRACA

Małgorzata Zarębska, Anna Łabuszewska

OPRACOWANIE GRAFICZNE

PARA-BUCH

ZDJĘCIE NA OKŁADCE

evgenii mitroshin / shutterstock.com

SKŁAD

GroupMedia

WYDAWCA

Ośrodek Studiów Wschodnich im. Marka Karpia

Centre for Eastern Studies

ul. Koszykowa 6a, Warszawa

Tel.: + 48 /22/ 525 80 00

Fax: + 48 /22/ 525 80 40

osw.waw.pl

ISBN 978-83-65827-30-2

Spis treści

TEZY /5

WSTĘP /7

- I. GRUPOWE STATYSTYKI: SPECYFIKA DANYCH FINANSOWYCH GAZPROMU /8
 - II. KORZYSTNY BILANS GAZPROMU /9
 - III. POGARSZAJĄCY SIĘ RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT /11
 - IV. NEGATYWNA TENDENCJA W PRZEPŁYWACH FINANSOWYCH /13
 - V. ROSNĄCE ZADŁUŻENIE /14
 - VI. KAPITALIZACJA I DYWIDENDY /17
 - VII. REKORDOWY PROGRAM INWESTYCYJNY, KOSZTOWNE PROJEKTY INFRASTRUKTURALNE /19
 - VIII. PERSPEKTYWY /21
-
- Aneks 1.** Bilans Grupy Gazprom w okresie 2011–2017 /22
 - Aneks 2.** Rachunek zysków i strat w okresie 2011–2017 /23
 - Aneks 3.** Przepływy pieniężne Grupy Gazprom w okresie 2011–2017 /24
 - Aneks 4.** Zadłużenie Grupy Gazprom – waluta, forma zadłużenia i pochodzenie kapitału /25
 - Aneks 5.** Pozyskiwanie finansowania dłużnego na rynkach zewnętrznych przez Gazprom w latach 2014–2018 /26

TEZY

- Analizę kondycji finansowej Gazpromu utrudnia sposób sporządzania sprawozdań. Kierownictwo koncernu, informując o jego kondycji, podaje zbiorcze dane dla Grupy Gazprom; znaczący wpływ na wysokie wyniki sprzedaży Grupy miały kontrolowane przez Gazprom spółki Gazprom-neft' i holding elektroenergetyczny Gazprom Energoholding (w 2017 roku przypadło na nie 37% obrotów Grupy oraz ok. 42% zysków brutto ze sprzedaży).
- Analiza podstawowych wskaźników dotyczących koncernu prowadzi do wniosku, że obecna kondycja finansowa Gazpromu jest względnie stabilna. Bilans firmy jest zasadniczo pozytywny – aktywa trwałe są w pełni pokrywane przez kapitał własny i zobowiązania długoterminowe. Gazprom odnotowuje regularny wzrost obrotów, a saldo przepływów działalności operacyjnej jest dodatnie.
- Dynamika zmian niektórych ważnych parametrów jest jednak niekorzystna dla rosyjskiego koncernu. Tempo wzrostu zobowiązań długoterminowych jest większe od tempa wzrostu kapitału własnego. Wraz ze wzrostem obrotów rosną koszty własne sprzedaży. Jednoznacznie negatywna tendencja widoczna jest w przepływach finansowych. Pogarszają się wskaźniki płynności i rentowności. Saldo przepływów przeznaczonych na działalność finansową w latach 2012–2016 miało wartość ujemną – wzrost w 2017 roku był wynikiem zaciągnięcia znaczących pożyczek i kredytów (po raz pierwszy ich udział w budżecie inwestycyjnym przekroczył 30%).
- Pogarszanie się wskaźników finansowych jest konsekwencją zmian na rynkach zewnętrznych, a zarazem skutkiem instrumentalnego wykorzystywania Gazpromu do realizacji celów polityki zagranicznej państwa. O ile nie zajdą szczególne okoliczności – nowy światowy kryzys finansowy, znaczące zaostrzenie sankcji przeciwko Gazpromowi nie tylko ze strony USA (mało prawdopodobne), ale i UE (praktycznie nierealne) – sytuacja finansowa koncernu będzie w najbliższych latach stabilna.
- Utrzymanie się niekorzystnej dynamiki zmian najważniejszych wskaźników finansowych firmy będzie tylko w ograniczonym stopniu wpływać na realizację strategicznych projektów inwestycyjnych, szczególnie projektów budowy nowych gazociągów eksportowych. Ponieważ kontrolowany przez państwo koncern realizuje w ramach swojej aktywności przede

wszystkim polityczne i ekonomiczne interesy państwa, może liczyć na finansowe i administracyjne wsparcie ze strony rosyjskich władz, na które nie miałyby szans prywatne firmy funkcjonujące w warunkach w pełni wolnorynkowych.

WSTĘP

W 2018 roku Gazprom – największy, kontrolowany przez państwo, rosyjski koncern gazowy – przyjął rekordowy w historii program inwestycyjny. W 2017 roku spółka odnotowała także największe w historii wpływy ze sprzedaży gazu i innych dóbr i usług. Jednocześnie w latach 2007–2017 ponad sześciokrotnie zmniejszyła się kapitalizacja koncernu, a całkowite zadłużenie osiągnęło w 2017 roku rekordowy poziom 55,2 mld USD. W związku z powyższym warto przyjrzeć się kondycji finansowej największego rosyjskiego koncernu gazowego, który zachowuje status znaczącego dostawcy gazu na rynek europejski (34% udziału w rynku UE w 2017 roku).

Celem raportu jest przedstawienie kondycji finansowej spółki przez pryzmat następujących parametrów: bilans, czyli analiza struktury majątkowo-kapitałowej (zmiany w aktywach i pasywach), rachunek wyników (rachunek zysków i strat) oraz przepływy finansowe. W dalszej części zostanie przedstawiona kwestia rosnącego zadłużenia oraz malejącej kapitalizacji firmy. Wreszcie istotnym elementem jest ocena konsekwencji sytuacji finansowej Gazpromu dla realizacji jego projektów infrastrukturalnych oraz próba prognozy.

I. GRUPOWE STATYSTYKI: SPECYFIKA DANYCH FINANSOWYCH GAZPROMU

Przedstawiona w niniejszym opracowaniu ocena kondycji finansowej największego rosyjskiego koncernu gazowego ma charakter szacunkowy, co związane jest z trudnościami pojawiającymi się przy analizie oficjalnych danych. Rosyjski koncern regularnie publikuje kwartalne i roczne sprawozdania finansowe sporządzane według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (IFRS), sprawozdania finansowe sporządzane według Rosyjskich Standardów Sprawozdawczości Finansowej (RSBU), a także roczne raporty z działalności koncernu. Publikowane w nich dane dotyczą tzw. Grupy Gazprom, czyli zbioru podmiotów, obejmującego zarówno spółkę Gazprom, jak i wszystkie spółki córki i podmioty kontrolowane przez rosyjski koncern. Wśród nich szczególne znaczenie mają spółka Gazpromnieft' działająca przede wszystkim w sektorze naftowym (produkcja, przetwórstwo, zbyt ropy surowej i produktów naftowych) oraz holding elektroenergetyczny Gazprom Energoholding, w skład którego wchodzi cztery spółki córki, zajmujące się przede wszystkim produkcją, przesyłem i handlem energią elektryczną i ciepłą.

Jakkolwiek głównym obszarem działalności Grupy Gazprom pozostaje sektor gazowy, to jednak w ostatnich latach znacząco wzrosło znaczenie innych sektorów, czego ilustracją są dane dotyczące udziału Gazpromniefti i Gazprom Energoholdingu w jej obrotach i zyskach. Jeszcze w 2011 roku ich udział w obrotach Grupy stanowił 31%, a w 2017 roku przekroczył 37%; z kolei udział w zyskach netto Grupy wzrósł z niecałych 14% w 2011 roku do ponad 41% w 2017 roku. Ilustracją tej tendencji są także dane dotyczące udziału poszczególnych rodzajów dóbr i usług dostarczanych przez Grupę Gazprom odbiorcom rosyjskim w jej przychodach ogółem. W ciągu ostatnich lat obniżył się udział wpływów ze sprzedaży gazu w przychodach Grupy Gazprom ogółem - z 61% w 2011 roku do 51% w 2017 roku. Wzrósł natomiast udział produktów naftowych w odniesieniu do wpływów ze sprzedaży ogółem (z 21% do 26% w 2017 roku; w 2014 roku osiągnął poziom 29%) oraz ropy i kondensatu (z 5% w 2011 roku do 8% w 2017 roku).

W związku z powyższym w dalszej części opracowania analiza sytuacji finansowej Gazpromu będzie prowadzona na podstawie danych dotyczących Grupy Gazprom z wyłączeniem danych dotyczących Gazpromniefti oraz holdingu Gazprom Energoholding, co pozwoli przedstawić przybliżone wnioski co do kondycji finansowej największego rosyjskiego koncernu gazowego.

II. KORZYSTNY BILANS GAZPROMU

Bilans Gazpromu, czyli zmiany struktury majątkowo-kapitałowej, jest z perspektywy ostatnich siedmiu lat relatywnie pozytywny. Spełniona jest tzw. **srebrna reguła bilansowa**, oznaczająca, że aktywa trwałe znajdują pokrycie w kapitale stałym (kapitał własny plus zobowiązania długoterminowe)¹. Wskaźnik ten jednak w ostatnich latach systematycznie maleje – w 2015 roku wynosił on 1,2, a w 2017 roku już tylko 1,1. Ponadto udział aktywów trwałych w aktywach ogółem oscylował w okresie 2011–2017 wokół 80% (jedynie w latach 2013–2015 kształtował się na poziomie 75–79%). Należy zaznaczyć, że proporcje te nie zmieniały się znacząco w ciągu ostatnich osiemnastu lat (w 2000 roku udział aktywów trwałych wynosił 79,9%, w 2004 roku 77,3%, a w 2008 roku 78%), co jest czynnikiem wpływającym pozytywnie na sytuację finansową koncernu.

Gazprom nie zachowuje natomiast tzw. **złotej zasady bilansowej**, która oznacza, że aktywa trwałe znajdują pokrycie w kapitale własnym. Co więcej, wskaźnik ten systematycznie maleje w ostatnich latach: w 2013 roku wynosił 0,97, a w 2017 roku już 0,88. Jednocześnie dynamika wzrostu zobowiązań długoterminowych jest wyższa niż przyrostu kapitału własnego².

Wskaźnik bieżącej płynności finansowej Gazpromu (stosunek aktywów obrotowych do zobowiązań krótkoterminowych) utrzymuje się na dobrym dla koncernu poziomie, choć w ostatnich latach widoczna jest niekorzystna tendencja w tym zakresie. W 2010 roku wskaźnik ten wynosił ok. 3,1, w 2013 roku 3,86, a w 2017 roku już tylko 1,92. Co ciekawe, wskaźnik płynności bieżącej przedstawia się dużo gorzej, gdy wskaźniki obliczane są dla całej Grupy Gazprom³.

Niepokojący dla Gazpromu trend występuje także w odniesieniu do wskaźników rentowności. Rentowność kapitału własnego (wskazująca na to, ile zysku

¹ Wszystkie dane analizowane w tekście pochodzą z rocznych raportów publikowanych przez Gazprom przy okazji odbywających się w czerwcu walnych zgromadzeń akcjonariuszy koncernu, ze sprawozdań finansowych sporządzanych według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (IFRS) oraz zbiorczych zestawień danych publikowanych na oficjalnej stronie internetowej Gazpromu.

² Kształt wskaźników dotyczących bilansu nie ulega znaczącym zmianom, gdy do ich obliczeń uwzględnia się aktywa i pasywa Gazpromniefti oraz holdingu Gazprom Energoholding.

³ W 2010 roku wskaźnik bieżącej płynności finansowej dla Grupy Gazprom wynosił 1,85; w 2013 wzrósł do 2,06, a w 2017 roku obniżył się do poziomu 1,34. Niekorzystną dla koncernu dynamikę przedstawia także wskaźnik płynności szybkiej. W 2010 roku wynosił on 2,35; w 2013 miał wartość 1,65; natomiast w 2017 roku już tylko 1,04.

wypracowywane jest z kapitału własnego przedsiębiorstwa) obniżyła się z poziomu 16,7% w 2011 roku do 0,4% w 2014 roku; w 2017 roku wyniosła ok. 4,4%. Wskaźnik ten jest nieco wyższy, gdy podstawą obliczeń są dane dla całej Grupy Gazprom – odpowiednio 20% w 2011 roku oraz 7% w 2017 roku. Niekorzystna tendencja widoczna jest także przy rentowności sprzedaży – spadek z 36% w 2011 roku do 0,9% w 2014 roku i 10,9% w 2017 roku oraz rentowności aktywów – spadek z 12,9% w 2011 roku do 0,3% w 2014 roku; w 2017 roku 3,1%. Wskaźnik rentowności aktywów jest odrobinę wyższy, gdy będzie on obliczany dla całej Grupy Gazprom, odpowiednio 14% w 2011 roku do 4% w 2017 roku.

Obniżenie wskaźnika rentowności sprzedaży było głównie konsekwencją obniżek cen na rynkach ropy i gazu, wzrostu obciążeń fiskalnych oraz zwiększenia liczby operacji handlowych o niskiej marży w wyniku konsolidacji działalności handlowej w Europie. Wzrost udziału zobowiązań długoterminowych w pasywach spółki i podwyższenie w ostatnich latach ich wartości świadczy z kolei o tym, że Grupa Gazprom zachowuje możliwości pozyskiwania dla swojej działalności finansowania zewnętrznego. Jest to m.in. konsekwencją tego, że mimo wprowadzenia przez państwa zachodnie sankcji przeciwko Rosji największy koncern gazowy został nimi dotknięty w ograniczonym stopniu⁴. Pełne zestawienie bilansu spółki – zob. Aneks 1.

⁴ Koncern jako podmiot nie został objęty przez UE indywidualnymi sankcjami finansowymi czy technologicznymi, co jest o tyle istotne, że Europa pozostaje dla rosyjskiego koncernu kluczowym rynkiem. Umieszczenie Gazpromu na liście sankcyjnej USA ma mniejsze implikacje ze względu na ograniczone powiązania rosyjskiego koncernu z podmiotami amerykańskimi. Na wszystkie listy sankcyjne wpisane zostały natomiast Gazpromnieft' (kontrolowana w 100% przez Gazprom spółka działająca głównie w sektorze naftowym) oraz Gazprombank (bank należący do Gazpromu). Restrykcjami objęte zostało także należące do Gazpromu złoże Južno-Kirinskoje na Sachalinie.

III. POGARSZAJĄCY SIĘ RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT

Gorzej przedstawia się sytuacja koncernu w odniesieniu do rachunku zysków i strat. Co prawda, koncern wykazuje w sprawozdaniach dla Grupy Gazprom wzrost obrotów w okresie 2011–2017 z ok. 3,5 bln do ponad 6,5 bln rubli, czyli o ok. 82%, jednak znaczący udział w tym wzroście mają Gazpromnieft' i Gazprom Energoholding; po odliczeniu danych dotyczących wspomnianych podmiotów okazuje się, że obroty Gazpromu i pozostałych spółek kontrolowanych wzrosły z 3,2 bln do 4,1 bln rubli, czyli o ok. 28%. Poza tym wraz ze wzrostem wpływów ze sprzedaży rosła także jej koszty własne, które w przypadku całej Grupy osiągnęły rekordowy poziom przekraczający 5,7 bln rubli w 2017 roku, przy czym udział Gazpromu w kosztach własnych całej Grupy ogółem wzrósł z niecałych 59% w 2011 roku do 65,7% i 64% odpowiednio w 2016 i 2017 roku. Wzrost kosztów operacyjnych wynika przede wszystkim ze zwiększonych nakładów na zakup ropy i gazu, potrzebnych do realizacji zobowiązań kontraktowych koncernu (dwukrotny wzrost w okresie 2010–2017, z 605 mld rubli w 2010 roku do 1,25 bln rubli w 2017 roku)⁵. Ważną składową wzrostu kosztów operacyjnych jest również znacząca podwyżka podatku od wydobycia (NDPI). O ile w 2010 roku jego stawka wynosiła 147 rubli za 1000 m³ wydobytego gazu, co stanowiło niecałe 28% kosztów produkcji surowca w przeliczeniu na 1000 m³, o tyle w 2017 roku stawka podstawowa wyniosła 1110 rubli za 1000 m³ gazu, co stanowiło prawie 57% kosztów produkcji⁶. Powyższe czynniki sprawiły, że zysk brutto koncernu systematycznie się zmniejszał – z 1,4 bln rubli w 2011 roku do niewiele ponad 0,45 bln rubli w 2016 roku (w 2017 roku nastąpił nieznaczny wzrost do poziomu 0,5 bln rubli). Ponadto o ile w 2011 roku udział Gazpromu w zysku całej Grupy Gazprom kształtował się na poziomie 86%, o tyle w 2017 roku wyniósł 58%, co potwierdza wzrost znaczenia Gazpromniefti i holdingu Gazprom Energoholding w wypracowywaniu zysków Grupy.

Istotny wpływ na ostateczny kształt rachunku zysków i strat Gazpromu mają zmiany cen na rynkach surowców energetycznych oraz zmiany kursów walut. Dobrze ilustrują to dane dotyczące sprzedaży gazu. Mimo zwiększających się w okresie 2014–2017 wolumenów sprzedaży surowca w krajach tzw. dalszej zagranicy (głównie europejscy odbiorcy gazu z wyłączeniem państw

⁵ Grupa Gazprom dokonuje zakupu gazu, ropy i produktów naftowych na potrzeby realizacji części swoich zobowiązań kontraktowych zaciąganych na rynku rosyjskim oraz rynkach zewnętrznym.

⁶ Gazprom domagał się, co prawda, zamrożenia stawki podatkowej w okresie 2014–2016 na poziomie 602 rubli za 1000 m³, ale postulaty te nie zostały uwzględnione.

bałtyckich), spadek cen skutkował obniżeniem wpływów obliczanych w USD z 45,4 mld w 2014 roku do 32 mld w 2016 roku (w 2017 roku nastąpił ponowny ich wzrost, co jest konsekwencją rosnących cen ropy, a co za tym idzie – powiązanych z nimi cen gazu). Jednocześnie dzięki dewaluacji rubla wartość wpływów wyrażona w rosyjskiej walucie wzrosła z 2,98 bln rubli w 2014 roku do 3,34 bln rubli w 2017 roku⁷.

Spadek wartości rubla w stosunku do dolara wpłynął na wzrost zysku netto rosyjskiego koncernu w okresie 2014–2016. W 2014 roku korzyści wynikające z różnic kursowych kształtowały się na poziomie 570 mld rubli, a w 2015 roku 282 mld rubli. Czysty zysk Gazpromu w odniesieniu do akcjonariuszy wzrósł z ok. 40,6 mld rubli w 2014 roku do 664,4 i 724,6 mld rubli odpowiednio w 2015 i 2016 roku, z czego prawie połowa w porównaniu z danymi za rok 2016 wynikała ze wzrostu kursu rubla, a tym samym zmniejszenia poziomu zadłużenia walutowego przeliczanego na walutę rosyjską (bez zastosowania tego mechanizmu czysty zysk w 2016 roku spadłby w stosunku do 2015 roku o 37%). Z kolei w 2017 roku nastąpił znów spadek do poziomu 414,1 mld rubli. Pełne zestawienie danych dotyczących rachunku zysków i strat zawiera Aneks 2.

⁷ W przypadku sprzedaży gazu do państw b. ZSRR (łącznie z państwami bałtyckimi) spadek wpływów był konsekwencją przede wszystkim znaczącego spadku wielkości eksportu, a w drugiej kolejności spadku cen. Jeśli chodzi o rynek rosyjski, to rosnąca wielkość wpływów ze sprzedaży – mimo zmniejszających się dostaw – jest konsekwencją wzrostu cen: w 2014 roku cena wynosiła ok. 3,5 tys. rubli za 1000 m³ gazu, a w 2017 roku 3,8 tys. rubli za 1000 m³.

IV. NEGATYWNA TENDENCJA W PRZEPŁYWACH FINANSOWYCH

Jednoznacznie negatywna tendencja widoczna jest natomiast w przypadku przepływów pieniężnych Gazpromu. Co prawda, saldo przepływów działalności operacyjnej jest dodatnie, ale jego wartość systematycznie malała w okresie 2015–2017. Gazprom zwiększał poziom nakładów inwestycyjnych, ale w 2017 roku ich wartość po raz pierwszy od wielu lat okazała się niższa od salda przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej. Ma to związek z rekordowymi planami inwestycyjnymi koncernu w latach 2018–2020 (Nord Stream 2, TurkStream, Siła Syberii, zakład przetwórstwa gazu w Chabarowsku).

Najgorzej przedstawia się obecnie saldo przepływów z działalności finansowej. Ujemne wskaźniki w latach 2012–2016 wskazują na to, że koncern koncentrował się głównie na spłacie zobowiązań. Z kolei dodatni wynik odnotowany w sprawozdaniu za 2017 rok jest konsekwencją zaciągnięcia znaczących pożyczek i kredytów. Szczegółowe zestawienie zawiera Aneks 3 i 5.

Spadek kursu rubla w stosunku do dolara nie miał negatywnych implikacji dla programu inwestycyjnego Gazpromu; rosyjski koncern ponad 70% wydatków pokrywa w rublach, poza tym przez osiem miesięcy 2018 roku kurs dolara amerykańskiego utrzymywał się poniżej poziomu założonego w budżecie koncernu na 2018 rok⁸.

⁸ В. Петлевой, Г. Старинская, «Газпром» планирует рекордные инвестиции, „Ведомости”, 5.09.2018, <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2018/09/05/780018-gazprom-planiruet>

V. ROSNĄCE ZADŁUŻENIE

W latach 2011–2017 wzrosło znacząco zadłużenie całkowite Grupy Gazprom, jednak jego poziom nie stanowi na razie czynnika ryzyka dla jej kondycji finansowej. W 2011 roku dług całkowity Grupy Gazprom wyniósł 1536,8 mld rubli, a na koniec 2017 roku 3266,5 mld rubli, z czego czysty dług wzrósł z 1028,2 mld rubli do 2397,5 mld rubli. Tendencję tę potwierdzają też dane za I półrocze 2018 roku – dług całkowity wzrósł do 3367,3 bln rubli, a czysty dług do 2433,3 mld rubli. Największa część zadłużenia Grupy przypada na Gazprom i mniejsze spółki kontrolowane przez koncern (ok. 75,6%); niecałe 21% przypada na Gazpromnieft', a pozostała część na Gazprom Energoholding.

Uwzględniając najnowsze sprawozdanie finansowe IFRS za pierwsze półrocze 2018 roku, zadłużenie Grupy Gazprom, obejmujące obligacje, długoterminowe kredyty i pożyczki, wynosi ok. 48,4 mld USD⁹. Blisko 32,5% z tego stanowią kredyty i obligacje w USD, ok. 36,3% zadłużenie w euro, ok. 17,5% w rublach, a pozostała część w innych walutach – frankach szwajcarskich i funtach szterlingach. W związku z planami inwestycyjnymi Gazprom planuje w 2018 roku wkład własny (finansowanie długoterminowe) na poziomie 427 mld rubli (co stanowić będzie 28,5% programu inwestycyjnego). We wrześniu zdecydowano, że w związku ze zwiększeniem programu inwestycyjnego wzrośnie również wartość finansowania zewnętrznego – do ok. 518 mld rubli¹⁰.

Co prawda, w ostatnich latach Gazprom nie miał problemów z pozyskiwaniem środków finansowych za granicą czy w Rosji, ale czynniki polityczne oraz spory prawne, w które jest zaangażowany, już utrudniają mu działania w tej sferze. Z jednej strony sankcje przeciw Rosji i rosyjskim podmiotom, wprowadzone przez USA i UE, nie wpłynęły zauważalnie na sytuację finansową Gazpromu. Dane za okres od marca 2014 do czerwca 2018 roku wskazują na to, że rosyjski koncern zasadniczo nie miał problemów z pozyskiwaniem kredytów i pożyczek na swoją działalność u podmiotów zagranicznych. Gazprom emitował obligacje w obcych walutach; zaciągał też kredyty w zagranicznych bankach (szczegóły – zob. Aneks 5).

Czynnik sankcyjny oraz spory prawne, w które zaangażowany jest Gazprom, uniemożliwiły mu jednak realizację kluczowych projektów infrastruktury

⁹ Gdyby nie spadek kursu rubla odnotowany w sierpniu 2018 roku, wartość zadłużenia w dolarach wyniosłaby 56,7 mld USD.

¹⁰ В. Петлевой, Г. Старинская, *op. cit.*

ralnych według modelu finansowania projektowego. Nie udało się przyjąć takiego mechanizmu ani w odniesieniu do Nord Stream 2¹¹, ani w odniesieniu do TurkStream czy projektu budowy zakładu przetwórstwa gazu niedaleko Chabarowska. Wcześniej natomiast tego typu mechanizm umożliwił realizację takich projektów, jak: Nord Stream 1 (suma zewnętrznych środków na poziomie 6,4 mld euro), Sachalin 2 (suma zewnętrznych środków na poziomie 6,7 mld USD) czy zagospodarowanie złoża Južno-Ruskoje (1,1 mld euro). Alternatywne rozwiązania mogą być kosztowne dla rosyjskiego koncernu, czego ilustracją jest pozyskiwanie środków finansowych na realizację projektu Nord Stream 2. Zachodni partnerzy udzielili kontrolowanej przez Gazprom spółce Nord Stream 2 AG pożyczek; w ciągu kilku miesięcy ich wartość wyrażona w rublach wzrosła ze 115 mld do 171 mld, co miało związek nie tylko z ich oprocentowaniem, ale także wzrostem kursu euro w sierpniu 2018 roku (z niecałych 70 rubli do 79 rubli). Dodatkowym czynnikiem utrudniającym pozyskiwanie finansowania na rynku europejskich mogą być postępowania egzekucyjne wszczęte przez ukraiński koncern Naftohaz jako konsekwencja orzeczeń arbitrażowych wydanych przez Trybunał Arbitrażowy w Sztokholmie¹². Choć nie jest do końca jasne, czy i jakie aktywa Gazpromu zostały na wniosek strony ukraińskiej zamrożone¹³, to z oświadczeń przedstawicieli rosyjskiego koncernu wynika, że działania Naftohazu były bezpośrednią przyczyną odwołania planowanej na lato 2018 roku emisji gazpromowskich euroobligacji w funtach brytyjskich.

Dodatkowym wyzwaniem dla Gazpromu w najbliższych latach będzie konieczność spłaty wcześniej zaciągniętych kredytów. Największe spłaty wymaganych zobowiązań przypadają na lata 2018–2023: 12 mld USD w 2018 roku, 6,9 mld USD w 2019 roku oraz 4,3 mld USD w 2020 roku. W ciągu ostatnich pięciu lat wzrósł wskaźnik zadłużenia netto do EBITDA¹⁴ z poziomu 0,51

¹¹ W przypadku Nord Stream 2 główną przeszkodą okazało się postępowanie antymonopolowe wszczęte przez polski Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, które uniemożliwiło utworzenie konsorcjum złożonego z Gazpromu i firm zachodnioeuropejskich w celu realizacji inwestycji, w tym stworzenia mechanizmu finansowania.

¹² Naftohaz domaga się od Gazpromu uiszczenia 2,6 mld USD długu wynikającego z naruszenia przez rosyjski koncern postanowień kontraktu tranzytowego zawartego między obiema stronami w styczniu 2009 roku.

¹³ Według doniesień medialnych na podstawie postępowań egzekucyjnych wszczętych przez Naftohaz przed sądami w Wielkiej Brytanii, Szwajcarii i Holandii doszło do przynajmniej czasowego zamrożenia następujących aktywów Gazpromu: akcji Gazpromu w spółkach Nord Stream AG i Nord Stream 2 AG, Blue Stream Pipeline B.V. (operator morskiej części gazociągu TurkStream) oraz akcji rosyjskiego koncernu w kilku spółkach brytyjskich.

¹⁴ Wskaźnik EBITDA (zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed odliczeniem kosztów finansowych, podatku dochodowego oraz kosztów amortyzacji) określa zdolność firmy do spłaty za-

w 2012 roku do 1,7 w 2017 roku, jednak nadal jest on dwukrotnie niższy od poziomu oznaczającego nadmierne zadłużenie (znaką nadmiernego zadłużenia jest wartość 3–3,5). Jeśli chodzi o zapadalność długu, większość zobowiązań ma termin przypadający w okresie najbliższych pięciu lat; jedynie 25% stanowią zobowiązania, których konieczność regulowania przypada na okres powyżej pięciu lat.

dłużenia zyskami operacyjnym; innymi słowy, pozwala oszacować, ile lat musiałoby upłynąć, aby spółka mogła spłacić całość zadłużenia z zysków operacyjnych.

VI. KAPITALIZACJA I DYWIDENDY

Rynkowa kapitalizacja koncernu Gazprom liczona w USD zmniejszyła się sześciokrotnie w okresie 2007–2017. Według danych na koniec 2007 roku osiągnęła rekordowy w historii koncernu poziom 330 mld USD; w grudniu 2010 roku kształtowała się na poziomie ok. 150 mld USD, a w grudniu 2017 roku wyniosła 53,5 mld USD. We wrześniu 2018 roku kapitalizacja spółki była po raz pierwszy w historii niższa od kapitalizacji Novateku – największego prywatnego producenta gazu w Rosji¹⁵.

Na stabilnym poziomie kształtuje się wartość dywidendy wypłacanej za 1 akcję (7,2–8,04 rubla za akcję w okresie 2013–2017).

Gazprom, co prawda, wypłaca regularnie **dywidendy** swoim akcjonariuszom, ale poziom wypłat jest dużo niższy, niż wynikałoby z dyrektywy rządu. Zgodnie z dyrektywą wypłaty powinny wynosić 50% czystego zysku obliczanego według standardów IFRS¹⁶ (tego domagało się w ostatnich latach Ministerstwo Finansów). Tymczasem Gazprom skutecznie uzyskiwał wyłączenie od tej zasady i w ostatnich latach poziom wypłat kształtował się w przedziale 20-30% (w 2016 roku wypłaty wyniosły 190,33 mld rubli, co stanowiło 20% czystego zysku według IFRS; za 2017 rok wypłaty wyniosły również 190 mld rubli, co stanowi 26,7% czystego zysku). Jednocześnie Gazprom pozostaje jednym z największych płatników podatków do budżetu państwa, a suma należności wyniosła w 2016 roku ok. 1,3 bln rubli. Podwyższanie przez rząd stawki podatku NDPI było formą kompensowania niższych wpływów do budżetu z tytułu dywidendy; taki mechanizm jest też korzystny dla Gazpromu, gdyż pozwala koncernowi unikać wypłacania większych dywidend akcjonariuszom mniejszościowym¹⁷.

¹⁵ Ю. Барсуков, *НОВАТЭК обогнал «Газпром» по капитализации*, „Коммерсантъ”, 6.09.2018, <https://www.kommersant.ru/doc/3733194>

¹⁶ Czysty zysk obliczany na podstawie sprawozdań sporządzanych według standardów RSBU (Rosyjskie Standardy Sprawozdawczości Finansowej) jest mniejszy niż obliczany według standardów MSFF.

¹⁷ Ю. Барсуков, *Дивиденды последней надежды*, „Коммерсантъ”, 3.09.2018, <https://www.kommersant.ru/doc/3731081>

Tabela 1. Wartość dywidendy za 1 akcję Gazpromu (w rublach)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Wartość dywidendy za 1 akcję (w rublach)	3,85	8,97	5,99	7,2	7,2	7,89	8,04	8,04
Udział środków przeznaczanych na dywidendy w czystym zysku Gazpromu (w %)	9,41	16,25	11,58	14,96	107,2	23,73	20	26,65

Źródło: „Kommersant” na podstawie danych publikowanych przez Gazprom

VII. REKORDOWY PROGRAM INWESTYCYJNY, KOSZTOWNE PROJEKTY INFRASTRUKTURALNE

Gazprom systematycznie zwiększał w ostatnich latach program inwestycyjny, który w 2018 roku osiągnie rekordowy poziom 1,5 bln rubli. Jednocześnie charakterystyczną cechą polityki koncernu jest podwyższanie jego wartości w stosunku do pierwotnych założeń programowych przyjmowanych na dany rok kalendarzowy. Przykładowo w 2011 roku ostateczna wartość programu inwestycyjnego wzrosła o 56,4% w stosunku do pierwotnych założeń, w 2013 roku o 45,5%, a w latach 2017 i 2018 odpowiednio o 23,9% i 17%. Szczegółowe dane – zob. Tabela 2.

Tabela 2. Programy inwestycyjne Gazpromu w latach 2009–2018: założenia i ostateczny kształt (w mld rubli)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Założenia	603	802	816	776	705	806	804	842	911	1279
Ostateczna wartość	762	905	1277	974	1026	1026	1043	853	1129	1496
Wzrost (w %)	26,4	12,8	56,4	25,5	45,5	27,3	29,7	1,3	23,9	17

Źródło: „Wiedomosti” na podstawie danych publikowanych przez Gazprom

Głównym obciążeniem dla Gazpromu w ramach programów inwestycyjnych są nakłady ponoszone na projekty infrastrukturalne, w szczególności na budowę nowych gazociągów eksportowych (w ramach zwiększonego programu inwestycyjnego wydatki na projekty infrastrukturalne zwiększono aż o 23%). W rocznym sprawozdaniu z działalności firmy Gazprom wskazuje na cztery inwestycje infrastrukturalne, które będą traktowane w nadchodzących latach jako priorytetowe: 1) Nord Stream 2; 2) rozbudowa sieci gazociągowej w północno-zachodniej części Rosji, w szczególności gazociągów Uchta-Torżok, Griazowiec-Sławianskaja oraz Bowanienkowo-Uchta; 3) Siła Syberii (gazociąg przeznaczony do eksportu rosyjskiego gazu ze złóż wschodniosyberyjskich do Chin); 4) gazociąg TurkStream, mający służyć do eksportu rosyjskiego gazu na rynek turecki (I nitka) oraz do odbiorców z południa Europy (II nitka). Inwestycje w rozbudowę infrastruktury były też główną pozycją wydatków inwestycyjnych koncernu w latach 2010–2017. Stanowiły one ok. 38% ogółu środków przeznaczanych na cele inwestycyjne; dla porównania 18% stanowiły inwestycje

w sektorze wydobycia gazu, a 17% w sektor wydobycia ropy naftowej i kondensatu gazowego.

Większość realizowanych obecnie inwestycji strukturalnych nie jest konieczna z punktu widzenia aktualnych potrzeb rosyjskiego koncernu; odgrywa jednak istotną rolę w polityce zagranicznej Rosji oraz jest źródłem dochodów firm występujących w charakterze wykonawców i podwykonawców inwestycji. Po pierwsze, budowa nowych gazociągów do Europy (Nord Stream 2, TurkStream) nie jest konieczna, jeśli uwzględnić możliwości obecnie wykorzystywanej infrastruktury, w szczególności ukraińskiego szlaku tranzytowego (w 2017 roku trasą tą przesłano 94 mld m³ rosyjskiego gazu, a przepustowość infrastruktury szacowana jest na 130–150 mld m³). Po drugie, gazociąg Siła Syberii – chociaż wpisuje się w strategię dywersyfikacji kierunków eksportu Gazpromu – jest przedsięwzięciem niezwykle kosztownym (łączy koszt to ok. 55 mld USD), co przy niskiej zakontraktowanej cenie gazu rodzi wątpliwości co do opłacalności przedsięwzięcia¹⁸. Po trzecie, wątpliwości co do rentowności realizowanych inwestycji wyrażają nawet eksperci rosyjscy. Ilustracją tego jest ujawniony przez Aleksieja Nawalnego w czerwcu 2018 roku raport analityków Sberbanku, z którego wynika, że łączny koszt realizacji gazpromowskich inwestycji wyniesie w ciągu najbliższych pięciu lat 110 mld USD, z czego jedynie 40% wydatków ma uzasadnienie ekonomiczne.

¹⁸ Wątpliwości co do opłacalności inwestycji podnoszono już w trakcie podpisywania tzw. kontraktu szanghajskiego między Gazpromem i chińską spółką CNPC w maju 2014 roku. Zob. szerzej: S. Kardaś, *Gazowe „partnerstwo” wschodnie: kontrakt Gazpromu i CNPC na dostawy gazu do Chin*, „Komentarze OSW”, 16.06.2014, <https://www.osw.waw.pl/pl/publikacje/komentarze-osw/2014-06-16/gazowe-partnerstwo-wschodnie-kontrakt-gazpromu-i-cnpc-na>

VIII. PERSPEKTYWY

Mimo systematycznego pogarszania się wielu wskaźników w najbliższych latach nie należy się spodziewać wystąpienia poważniejszych zagrożeń dla kondycji finansowej Gazpromu. Po pierwsze, rosyjski koncern przyjmuje dość konserwatywne założenia finansowe. W budżecie na 2018 rok założono średnią cenę ropy na poziomie 43,8 USD za baryłkę (obecnie cena przekracza 80 USD) oraz kurs USD na poziomie 64,2 rubla (średni roczny kurs najprawdopodobniej nie przekroczy założonej wartości). Poza tym w perspektywie najbliższych lat Gazpromowi najprawdopodobniej uda się utrzymać eksport gazu na dotychczasowym poziomie kształtującym się w przedziale 180–200 mld m³ gazu rocznie, co przy korzystnej koniunkturze cenowej zapewnia utrzymanie stabilnych wpływów ze sprzedaży. Po drugie, przedstawiciele Gazpromu zapowiedzieli, że po inwestycjach przypadających na lata 2018–2020 w okresie późniejszym – do 2035 roku – roczny budżet inwestycyjny nie będzie przekraczał 1 bln rubli rocznie¹⁹. Po trzecie, rosyjski koncern będzie mógł z pewnością liczyć na administracyjne oraz finansowe wsparcie władz w podstawowych obszarach swojej działalności, a szczególnie przy realizacji kluczowych dla państwa projektów infrastrukturalnych.

SZYMON KARDAŚ

¹⁹ Объем инвестпрограммы "Газпрома" до 2035 г в среднем составит не более 1 трлн руб в год, 6.02.2018, <https://1prime.ru/energy/20180206/828423151.html>

Aneks 1. Bilans Grupy Gazprom w okresie 2011–2017 (w mld rubli)

			2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Aktywa (w mld rubli)	obrotowe	Grupa Gazprom	2240,29	2420,80	2862,67	3461,16	3993,72	3234,35	3469,27	
		Gazprom	1810,34	1915,41	2301,04	2828,82	3315,30	2651,55	2852,12	
	trwałe	Grupa Gazprom	8660,40	9536,03	10573,57	11716,31	13058,32	13684,59	14769,50	
		Gazprom	7210,92	7973,82	8722,15	9366,48	10352,97	10792,90	11519,71	
Pasywa (w mld rubli)	zobowiązania krótkoterminowe	Grupa Gazprom	1309,25	1492,07	1391,46	1855,95	2124,7	1921,81	2589,52	
		Gazprom	629,48	759	596,42	1037,08	1207,86	1042,69	1480,43	
	zobowiązania długoterminowe	Grupa Gazprom	1830,45	1984,82	2410,42	3201,5	4012,72	3555,29	3633,77	
		Gazprom	1494,80	1645,63	1944,53	2370,35	2959,59	2552,48	2688,12	
	kapitał własny	Grupa Gazprom	7760,99	8479,94	9634,36	10120,02	10914,62	11441,84	12015,48	
		Gazprom	6944,18	7525,14	8527,64	8787,64	9500,52	9848,77	10202,59	
	Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych	przez kapitał własny	Grupa Gazprom	0,89	0,89	0,91	0,86	0,84	0,84	0,81
			Gazprom	0,96	0,94	0,98	0,94	0,92	0,91	0,88
przez kapitał stały		Grupa Gazprom	1,11	1,1	1,14	1,14	1,14	1,1	1,06	
		Gazprom	1,17	1,15	1,20	1,19	1,20	1,15	1,12	
Wskaźnik płynności bieżącej	Grupa Gazprom	1,71	1,62	2,06	1,86	1,88	1,68	1,34		
	Gazprom	2,87	2,52	3,86	2,73	2,74	2,54	1,92		

Opracowanie własne na podstawie danych publikowanych w rocznych sprawozdaniach Gazpromu oraz sprawozdaniach finansowych według standardów IFRS za lata 2011–2017

Aneks 2. Rachunek zysków i strat w okresie 2011–2017 (w mld rubli)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Przychody ze sprzedaży*	Grupa Gazprom	4637,09	4766,495	5249,965	5589,811	6073,318	6111,051	6546,143
	Gazprom	3190,325	3116,799	3546,701	3734,203	4143,822	4025,993	4119,184
Koszty własne sprzedaży	Grupa Gazprom	2942,18	3421,847	3600,908	3943,669	4635,502	5244,983	5714,090
	Gazprom	1754,469	2006,172	2130,673	2298,6	2943,65	3447,501	3658,135
Zysk brutto ze sprzedaży	Grupa Gazprom	1656,84	1350,68	1587,21	1310,42	1228,3	725,58	870,62
	Gazprom	1424,842	1144,161	1344,344	1095,599	1004,104	446,037	503,336
Zysk przed opodatkowaniem	Grupa Gazprom	1679,94	1557,74	1486,08	306,82	925,24	1285,14	1018,01
	Gazprom	1453,131	1347,662	1244,083	165,772	764,701	993,912	641,537
Zysk netto przypadający na akcjonariuszy	Grupa Gazprom	1307,02	1224,47	1139,26	159,00	787,06	951,64	714,30
	Gazprom	1136,201	1061,576	946,969	40,595	664,418	724,631	414,162
Zysk netto ogółem	Grupa Gazprom	1342,44	1252,41	1165,70	157,19	805,20	997,10	766,88
	Gazprom	1162,614	1081,15	964,179	34,174	676,99	760,588	450,511

Opracowanie własne na podstawie danych publikowanych w rocznych sprawozdaniach Gazpromu oraz sprawozdaniach finansowych według standardów IFRS za lata 2011–2017

* Po odliczeniu ceł i akcyzy

Aneks 3. Przepływy pieniężne Grupy Gazprom w okresie 2011–2017
(w mld rubli)

Rok	Środki pieniężne netto						Środki pieniężne na koniec roku	
	z działalności operacyjnej		wykorzystane w działalności inwestycyjnej		wykorzystane w działalności finansowej			
	Grupa Gazprom	Gazprom	Grupa Gazprom	Gazprom	Grupa Gazprom	Gazprom	Grupa Gazprom	Gazprom
2011	+1637,45	1415,119	-1605,24	-1389,398	31,81	47,28	501,34	437,419
2012	+1472,78	1178,252	-1287,22	-1018,314	-253,87	-1080,227	425,72	328,452
2013	+1741,80	1411,81	-1466,51	-1143,575	-33,26	-27,266	689,13	586,707
2014	+1915,77	1581,308	-1441,30	-1025,99	-262,59	-294,173	1038,19	952,732
2015	+2030,93	1684,556	-1664,16	-1275,217	-138,30	-223,103	1359,09	1223,155
2016	+1571,32	1162,721	-1445,96	-1055,557	-460,48	-372,077	896,73	840,892
2017	+1187,02	662,608	-1368,13	-1006,765	+149,94	240,101	869,01	741,52

Opracowanie własne na podstawie danych publikowanych w rocznych sprawozdaniach Gazpromu oraz sprawozdaniach finansowych według standardów IFRS za lata 2011–2017

Aneks 4. Zadłużenie Grupy Gazprom – waluta, forma zadłużenia i pochodzenie kapitału

Waluta	Wartość w mld rubli	Forma zadłużenia	Udział w zadłużeniu ogółem (w %)	Pochodzenie kapitału
USD	871,106	obligacje	26,5	-
	106,722	kredyt	3,2	banki zagraniczne
	87,873	kredyt	2,7	banki rosyjskie
Euro	492,76	obligacje	15	-
	442,508	kredyt	13,4	banki zagraniczne
	171,244	pożyczka	5,2	firmy zagraniczne
	67,383	kredyt	2,7	banki rosyjskie
Rubel	204,051	obligacje	6,2	-
	48,667	kredyt	1,5	banki rosyjskie
Frank szwajcarski	179,203	obligacje	5,4	-
Funt	115,738	obligacje	3,5	-
Pozostałe zadłużenie	504,695	różne formy	15,3	b.d.

Opracowanie własne na podstawie danych opublikowanych przez Gazprom

Aneks 5. Pozyskiwanie finansowania dłużnego na rynkach zewnętrznych przez Gazprom w latach 2014–2018

Rodzaj finansowania	Data	Wielkość	Stawka procentowa	Termin spłaty
Umowa kredytowa z konsorcjum banków; Kommerzbank AG wystąpił w roli banku agenta	wrzesień 2014	0,5 mld euro	EURIBOR +0,9%	2016
Emisja obligacji	listopad 2014	0,7 mld USD	4,3%	2015
Kredyt udzielony przez Unicredit Bank Austria AG	grudzień 2014	0,39 mld euro	EURIBOR +2,75%	2015
Umowa kredytowa z włoskim bankiem Intesa Sanpaolo S.p.A.	styczeń 2015	0,35 mld euro	EURIBOR +2,75%	2016
Kredyt udzielony przez J.P. Morgan Europe Ltd. przy udziale banków azjatyckich	kwiecień 2015	0,5 mld USD	LIBOR +3,25%	2018
Kredyt udzielony przez konsorcjum banków chińskich; bank agent – China Construction Bank Corporation (oddział w Pekinie)	sierpień 2015	1,5 mld USD	LIBOR +3,5%	2020
Euroobligacje	październik 2015	1 mld euro	4,625%	2018
Otwarcie linii kredytowej przez Bank of China	marzec 2016	2 mld euro	EURIBOR +3,5%	2021
Euroobligacje	marzec 2016	0,5 mld franków szwajcarskich	3,375%	2018
Euroobligacje	listopad 2016	1 mld euro	3,125%	2023
Euroobligacje	listopad 2016	0,5 mld franków szwajcarskich	2,75%	2021
Kredyt udzielony przez Mizuho, SMBC i J.P. Morgan	grudzień 2016	0,8 mld euro	EURIBOR +2,6%	2020
Kredyt udzielony przez konsorcjum banków; bank agent – J.P. Morgan Europe Ltd.	luty 2017	0,8 mld euro	EURIBOR +2,6%	2020
Kredyt udzielony przez Credit Agricole	marzec 2017	0,7 mld euro	EURIBOR +2,5%	2022
Obligacje	kwiecień 2017	0,85 mld funtów szterlingów	4,25%	2024
Obligacje	lipiec 2017	0,5 mld franków szwajcarskich	2,25%	2022

Rodzaj finansowania	Data	Wielkość	Stawka procentowa	Termin spłaty
Pożyczki od koncernów zaangażowanych w projekt Nord Stream 2	lipiec 2017	łącznie 1,62 mld euro	-	2035
Euroobligacje	listopad 2017	0,75 mld euro	2,25%	2024
Kredyt udzielony przez bank Unicredit S.p.A.	listopad 2017	0,7 mld euro	EURIBOR +1,95%	2022
Kredyt udzielony przez konsorcjum banków; bank agent – J.P. Morgan Europe Ltd.	listopad 2017	1 mld euro	EURIBOR +1,85%	2022
Kredyt udzielony przez Unicredit S.p.A.	styczeń 2018	0,3 mld euro	EURIBOR +1,95%	2026
Pożyczki od koncernów zaangażowanych w projekt Nord Stream 2	marzec 2018	łącznie 0,404 mld euro	-	2019
Kredyt udzielony przez Credit Agricole	maj 2018	0,6 mld euro	EURIBOR +1,6%	2023
Kredyt udzielony przez Sberbank	maj 2018	0,485 mld euro	EURIBOR +1,77%	2023

Opracowanie własne na podstawie danych publikowanych przez Gazprom