

# סקטור הנפט והגז הטבעי

## דוח מיוחד - הערת ענף | אפריל 2020

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דוחות דירוג ו/או שיטות הערכה מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, שינויים רגולטוריים לרבות שינויי חקיקה), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

### אנשי קשר:

#### מוטי ציטרין

ראש צוות

[moty@midroog.co.il](mailto:moty@midroog.co.il)

#### אלעד סרוסי

ראש צוות

[elad.seroussi@midroog.co.il](mailto:elad.seroussi@midroog.co.il)

#### ישי טריגר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

[yishait@midroog.co.il](mailto:yishait@midroog.co.il)

## סקטור הנפט והגז הטבעי בצל התפרצות נגיף הקורונה וירידה חדה במחירי האנרגיה

מידרוג מעריכה כי המשבר הנובע מהתפשטות נגיף הקורונה, לצד הירידה החדה שחלה במחירי האנרגיה בעולם בשבועות האחרונים, עלולים להשפיע על סיכוני האשראי של חברות הפועלות בסקטור הנפט והגז הטבעי, בדגש על החברות הפועלות בשוק הגלובאלי ו/או הנשענות על היקף יצוא משמעותי, אשר מבנה החוב שלהן כולל עומסי פירעונות משמעותיים בטווח הקצר ורמת מינוף גבוהה. מנגד, איתנות הפיננסית של החברות הפועלות בשוק המקומי ונשענות על חוזים ארוכי טווח, אשר כוללים רכיב TOP ומחירי רצפה, ומאופיינות בהסכמי מימון הכוללים כריות נזילות ייעודיות, מנגנוני Lock-Up, בתוספת מדיניות ניהול נזילות מוגדרת אשר יוצרת איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון, ואינן נדרשות לביצוע מחזורים בטווח הקצר-בינוני, צפויה להישחק באופן מתון יחסית. כמו כן, בניגוד לחברות העוסקות בהפקה ומכירת נפט וגז טבעי בשוק הגלובאלי, חברות העוסקות בהולכה ואחסון של נפט וגז טבעי בשוק המקומי צפויות להיפגע באופן מתון בלבד וזאת, בעיקר בשל פגיעה אפשרית במצבם הפיננסי של לקוחות הקצה (Offtakers). מידרוג בוחנת את ההשלכות על דירוגי האשראי, ותמשיך לעקוב אחר ההתפתחויות ואופן ההתמודדות של החברות הפועלות בענף.

התפרצות נגיף הקורונה והתפשטותו בעולם, משפיעה לרעה על מגוון רחב של אספקטים כלכליים ויוצרת אי-ודאות רבה בשווקים. התפשטות הנגיף הובילה, בין היתר, להטלת מגבלות רבות במדינות שונות, לרבות סגירת גבולות, פגיעה בסחר הבינלאומי וצמצום חד של הפעילות הכלכלית, וזאת כתוצאה מחשש להתפשטות הנגיף, אשר הוכר כמגיפה עולמית. תהליכים אלו הביאו גם לירידות חסרות תקדים במחירי הנפט והגז הטבעי בעולם, אשר התעצמו בימים האחרונים בשל מלחמת מחירים אגרסיבית בין חלק מיצרניות הנפט הגדולות, ובאו לידי ביטוי בירידות מהותיות בשווקים הפיננסיים, שינויים בשע"ח ואף בהשפעות ריאליות. מידת ההשפעה על השווקים ועל הפעילות הכלכלית המקומית הינה ניכרת ועלולה להתעצם באופן מהותי ככול שיימשכו תהליכים אלו.

הפגיעה בפעילות הכלכלית משפיעה לרעה על סיכון האשראי של ענפי פעילות וחברות שונות, אם כי בשלב זה, עדיין מוקדם להעריך את ההשלכות המלאות של התפרצות הנגיף. בסקטור הנפט והגז הטבעי ניתן לציין מספר גורמים אשר עלולים להשפיע על סיכוני האשראי של חברות הפועלות בתחום זה, כמפורט להלן.

### חשיפה משמעותית לחברות הפועלות בשוק הגלובאלי ו/או נשענות על יצוא גז טבעי

הירידה החדה שחלה לאחרונה במחירי הנפט והגז הטבעי בעולם מחריפה את עוצמת הפגיעה בחברות הפועלות בענפי האנרגיה בכלל ובחברות הפועלות בסקטור הנפט והגז הטבעי בפרט. הירידה נובעת בעיקר ממלחמת המחירים שהוכרזה על ידי סעודיה, לאחר סירובה של רוסיה לאשר את הצעת ארגון אופ"ק (ארגון המדינות המייצאות נפט) לצמצום היצע הנפט, אולם גם לאחר ההסכם שהושג לאחרונה בין נציגי מדינות אופ"ק ויצרניות הנפט שאינן חברות בארגון, ניכר עודף היצע חסר תקדים בעולם, עד כדי שלקראת פקיעת החוזים של חודש מאי, נסחר הנפט הגולמי מסוג WTI במחיר שלילי, לראשונה בהיסטוריה. בצד הביקוש חלה ירידה משמעותית בעקבות התפשטות נגיף הקורונה ומגבלות שונות שהוטלו בחלק מהמדינות, לרבות סגירת נמלי תעופה והגבלת תנועת כלי רכב, אשר הובילו להאטה כלכלית משמעותית. בהקשר זה, יש להבחין בין חברות הפועלות בשוק הגלובאלי - בסביבה תחרותית ומאתגרת וחשופות גם לסיכונים גיאופוליטיים ולסיכוני האשראי של המדינות, אשר מתעצמים בתקופה זו (בין היתר, בהקשר של המשך יצוא רציף וסדיר וקיום חוזים ארוכי טווח בתקופה של פערי מחירים גדולים בין מחירי ה-SPOT ומחירי החוזים ארוכי הטווח), לבין חברות הפועלות בשוק המקומי ונתמכות בקיומם של הסכמים ארוכי טווח לאספקת גז טבעי, הכוללים רכיב התחייבותי לרכוש או לשלם (Take Or Pay) בעבור כמות הגז הטבעי החוזית, לצד מחירי רצפה והצמדות שונות, אשר תומכים בפרופיל הפיננסי שלהן ואף מהווים חסם תחתון להכנסותיהן. כמו כן, בשוק המקומי לא קיימות כיום תשתיות המאפשרות יבוא בהיקפים משמעותיים.

### שחיקה מהותית בפרופיל הפיננסי של החברות בענף בשל המגמה השלילית בשוקי ההון

החולשה והתנודתיות בשווקים הובילו לשחיקה משמעותית בשווי האחזקות של מאגרי הגז המקומיים, לעלייה חדה בתשואות אגרות החוב של החברות הפועלות בענף המקומי ולפגיעה ממשית בפרופיל הפיננסי של חברות אלו, לרבות בקשר עם רמת המינוף וגמישותן הפיננסית. ההתפתחויות הללו מהוות מכשול אמיתי בעבור אותן חברות, ופוגעות באופן קריטי ביכולות הגיוס ו/או מחזור החוב שלהן, בדגש על החברות המאופיינות בצרכי נזילות גבוהים בטווח הקצר-בינוני.

### מבנה החוב הפיננסי ועומס הפירעונות בטווח הקצר-בינוני מהווים גורם מהותי בניחות סיכוני האשראי של החברות בענף

חברות הפועלות בסקטור הנפט והגז הטבעי נשענות על צרכי מימון מאסיביים ומאופיינות במבנה חוב אשר טומן בחובו עומסי פירעונות גבוהים, לצד תשלום בולט משמעותי (במרבית המקרים). חלויות החוב השוטפות של החברות הפועלות בענף זה נאמדות במיליארדי ש"ש בשנים מסוימות, כאשר להערכתנו, הגמישות הפיננסית העומדת לטובתן על מנת להתמודד עם עומסי הפירעונות הגבוהים הינה נמוכה ואף עלולה להיות קריטית, אם וכאשר המגמה השלילית בשווקים תימשך לאורך זמן. עם זאת, עומסי הפירעונות עבור חלק מהחברות בענף המקומי הינם נוחים יחסית ומאפשרים התמודדות עם סביבה של תרחישי קיצון כדוגמת התרחיש הנוכחי, כאשר בחלקן, בטווח הזמן הקצר-בינוני אף לא נדרשת נגישות מהותית לשוק ההון ומחזורי חוב.

### חשיבותן של כריות נזילות ייעודיות, מנגנוני Lock-Up ומדיניות ניהול נזילות מוגדרת, אשר יוצרת איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון

בשל מבנה החוב של החברות הפועלות בסקטור הנפט והגז הטבעי, אשר טומן בחובו עומסי פירעונות גבוהים ותשלומי בולט משמעותיים, הרי שאותן חברות חשופות לסיכון נזילות ו/או סיכון מימון מחדש בכל מועד פירעון. בהתאם לכך, קיימת חשיבות עליונה לשמירה על כריות נזילות ייעודיות וקרנות ביטחון עבור הפירעונות העיתיים, אשר מעניקות נזילות עודפת בקשר עם שירות החוב הצפוי. בד בבד, קיומם של מנגנוני Lock-Up המגבילים את חלוקות העודפים לבעלי ההון, לצד קיומה של מדיניות ניהול נזילות מוגדרת, הכוללת שמירה על יתרת נזילות מינימאלית, יוצרת איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון, בדגש על מתן מענה לצרכיהן הפיננסיים של החברות הפועלות בסקטור נפט והגז הטבעי, ממתנים במידה מסוימת, את סיכון הנזילות ו/או סיכון מימון מחדש בכל מועד פירעון.

### פעילויות הולכה ואחסון של נפט וגז טבעי מתאפיינות בחשיפה מתונה

להבדיל מחברות העוסקות בפעילויות ייצור, מכירה ושיווק של נפט וגז טבעי, חברות העוסקות בהולכה ואחסון של נפט וגז טבעי מתאפיינות בחשיפה נמוכה להשפעות נגיף הקורונה, כאשר החשיפה נובעת בעיקר בשל פגיעה אפשרית במצבם הפיננסי של לקוחות הקצה (Offtakers). יתר על כן, חברות ההולכה והאחסון של נפט וגז טבעי, הינן חיוניות לתפקודו התקין של המשק ובעלות חשיבות בהיבטים כלל מערכתיים. מתוקף כך, נהנות החברות הנ"ל מהגנות רגולטוריות שונות כנגד סיכונים ביקושים יחד עם תעריפים המשקפים, במקרים רבים, כיסוי עלויות OPEX, לרבות פחת, ותשואה הולמת על כלל ההשקעות. החברות מאופיינות בוודאות תזרים מזומנים גבוהה הנתמכת בביקוש קשיח עבור המוצרים שמספקות החברות הללו ובהיותן מונפול טבעי, או לחלופין, ללא תחרות משמעותית. להערכתנו, ההגנות הרגולטוריות וודאות תזרימי המזומנים המאפיינת את החברות הללו, מעניקות להן הגנות מפני חשיפה להשפעת נגיף הקורונה. היותן של חלק מהחברות בבעלות ממשלתית מלאה, בה המדינה פועלת הן כרגולטור והן כבעלים, מחזקת את הערכתנו לחשיפה הנמוכה.

### דוחות קשורים

#### [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

תאריך הערת הענף: 26.04.2020

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>