

סקטור הנפט והגז הטבעי

דוח מיוחד - הערת ענף | אוקטובר 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 שינוי 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

אלעד סרוסי

ראש צוות

elad.seroussi@midroog.co.il

ישי טריגר, סמנכ"ל

מנהל פעילות הדירוג בפועל

ראש תחום מימון מובנה, פרויקטים ותשתיות

yishait@midroog.co.il

סקטור הנפט והגז הטבעי בצל ההתפרצות המחודשת של נגיף הקורונה, הירידה

בצריכת החשמל והתעצמות התחרות בענף

מידרוג מעריכה כי התמשכות משבר נגיף הקורונה, על רקע ההתפרצות המחודשת בארץ ובעולם, לצד תחרות הולכת וגוברת בין המאגרים, עלולה להמשיך ולהשפיע על כושר החזר האשראי של חברות הפועלות בסקטור הנפט והגז הטבעי, בדגש על חברות הפועלות בשוק הגלובאלי, נשענות על היקף יצוא משמעותי ו/או מאופיינות ברמת מינוף גבוהה. מנגד, איתנות הפיננסית של חברות הפועלות בשוק המקומי ונשענות על חוזים ארוכי טווח, הכוללים רכיב TOP ומחיר רצפה, לצד מדיניות ניהול נזילות מוגדרת, אשר מובילה לאיזון בין בעלי החוב לבעלי ההון, צפויה להישחק באופן מתון יותר. כמו כן, בניגוד לחברות העוסקות בהפקה ומכירה של 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 ממשיכה לבחון את ההשלכות על דירוגי האשראי ולעקוב אחר ההתפתחויות ואופן ההתמודדות של החברות הפועלות בענף.

בשבועות האחרונים אנו עדים להתפרצות מחודשת של נגיף הקורונה בארץ ובעולם, זאת לאחר תקופה של ירידה בהיקף התחלואה במדינות רבות. התפשטות הנגיף הובילה, בין היתר, להטלת מגבלות במדינות שונות, לרבות סגירת גבולות, פגיעה בסחר הבינלאומי וצמצום חד של הפעילות הכלכלית, תנודתיות גבוהה בשווקים הפיננסיים, שינויים בשע"ח ואף התבטאה בהשפעות ריאליות. השפעות אלו ממותנות, במידה מסוימת, באמצעות צעדים הננקטים על ידי ממשלות ובנקים מרכזיים בארץ ובעולם. בד בבד, הירידות במחירי הנפט והגז הטבעי בעולם התייצבו בחודשים האחרונים, אולם ברמות מחירים נמוכות ביחס לעבר. הפגיעה בפעילות הכלכלית משפיעה לרעה על כושר החזר האשראי של ענפי פעילות וחברות שונות, ביניהם סקטור הנפט והגז הטבעי, כמפורט להלן.

חשיפת החברות לפעילות בשוק הגלובאלי, ו/או חברות הנשענות על יצוא גז טבעי בהיקפים משמעותיים ממשיכה להוות אתגר בשל התארכות המגבלות, אשר הובילו לירידה בביקושים ולתנודתיות במחירים

התנודתיות הגבוהה במחירי הנפט והגז הטבעי בעולם, בעיקר במהלך החציון הראשון של 2020, החריפה את עוצמת הפגיעה בחברות הפועלות בענפי האנרגיה בכלל ובחברות הפועלות בסקטור הנפט והגז הטבעי בפרט. עם זאת, נראה כי חלה התמתנות ואף התייצבות מסוימת, ברמות המחירים בתקופה האחרונה. בצד הביקוש, חלה ירידה משמעותית בעקבות התפשטות נגיף הקורונה ובשל מגבלות שונות שהוטלו בחלק מהמדינות, לרבות סגירת נמלי תעופה, הגבלת הכניסה למדינות שונות, חיוב בתקופת בידוד והגבלות תנועה, אשר הובילו להאטה כלכלית משמעותית. בהקשר זה, יש להבחין בין חברות הפועלות בשוק הגלובאלי - בסביבה תחרותית ומאתגרת וחשופות לסיכונים שוק, לסיכונים גיאופוליטיים ולסיכונים האשראי של המדינות, אשר מתעצמים בתקופה זו (בין היתר, בהקשר של המשך יצוא רציף וסדיר וקיום חוזים ארוכי טווח בתקופה של פערים 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 הכמויות החוזיות, 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.

על פי נתוני בנק ישראל, החל מחודש מרץ ועד לחודש יוני 2020, ניתן לראות ירידה בצריכת החשמל הנעה בין 5%-10%, כאשר בחודשים יולי-ספטמבר נרשמה התאוששות מסוימת בצריכת החשמל, אשר נבלמה בחודש אוקטובר, בין היתר, כתוצאה מן הסגר השני שהוטל במשק¹. להערכתנו, יציאה איטית והדרגתית מן הסגר השני, צפויה למתן את המשך ההתאוששות בביקושים לחשמל ובהתאם לכך, בביקושים למוצרי אנרגיה, אשר בנוסף יושפעו מהיקף התחלואה והמגבלות השונות אשר צפויות להינקט בחודשים הקרובים.

¹ [בנק ישראל, אינדיקטורים נבחרים למצב הפעילות הכלכלית במשק בזמן משבר הקורונה.](#)

הפרופיל הפיננסי של החברות בענף התייצב במידה מסוימת, אולם לא חזר לרמתו טרם המשבר

החולשה והתנודתיות בשווקים הובילו לשחיקה משמעותית בשווי האחזקות של מאגרי הגז המקומיים, לעלייה חדה ולתנודתיות בתשואות אגרות החוב של החברות הפועלות בענף המקומי וכן, לפגיעה ממשית בפרופיל הפיננסי של חברות אלו, לרבות בקשר עם רמת המינוף וגמישותן הפיננסית. מדד ת"א-נפט וגז לדוגמא, ירד בשיעור הגבוה מ-50% מתחילת שנת 2020 ועד למועד הדוח, כאשר מניות החברות הכלולות במדד ירדו בתקופה זו בשיעורים הנעים בין 30%-90%. התפתחויות אלו מהוות מכשול אמיתי בעבור אותן חברות, ופוגעות באופן קריטי ביכולת הגיוס ו/או מחזור החוב שלהן, בדגש על חברות המאופיינות בצרכי נזילות גבוהים בטווח הקצר-בינוני. יש לציין, כי תשואות אגרות החוב התמתנו במידה מסוימת, אולם טרם חזרו לרמתן טרם המשבר.

חשיבות עליונה למבנה החוב הפיננסי ועומס הפירעונות בטווח הקצר-בינוני

חברות הפועלות בסקטור הנפט והגז הטבעי נשענות על צרכי מימון מאסיביים ומאופיינות במבנה חוב הטומן בחובו עומסי פירעונות גבוהים, לצד תשלום בולט משמעותי (במרבית המקרים). עם זאת, עומסי הפירעונות עבור חלק מהחברות בענף המקומי הינם נוחים יחסית ומאפשרים התמודדות עם סביבה של תרחישי קיצון כדוגמת התרחיש הנוכחי, אשר אינם מצריכים נגישות מהותית לשוק ההון ו/או מחזורי חוב. התארכות משבר הקורונה אל תוך שנת 2021 עלולה להוביל ליצירת לחצים נוספים על יכולת שירות החוב העיתית, ואף לצרכי מימון בהיקפים מסוימים בשנים הקרובות.

התארכות משבר הקורונה מדגישה את 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, הן חשופות לסיכון נזילות ו/או סיכון מימון מחדש. 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 מנגנונים המגבילים את חלוקות העודפים לבעלי ההון, לצד קיומה של מדיניות ניהול נזילות מוגדרת, היוצרת איזון בין בעלי החוב לבעלי ההון, בדגש על מתן מענה לצרכיהן הפיננסיים של החברות הפועלות בסקטור הנפט והגז הטבעי, ממתנים במידה מסוימת, את סיכון הנזילות ו/או סיכון המימון מחדש בכל מועד פירעון. נושא זה מקבל ביטוי משמעותי בתקופת משבר נגיף הקורונה, כאשר החברות נשענות בתקופה זו, בין היתר, על יתרות הנזילות שלהן וכן על כריות הנזילות הייעודיות על מנת לעמוד בפירעונות העיתיים.

תחרות הולכת וגוברת בין המאגרים, אשר תעצם עם הפעלתו המסחרית של מאגר כריש

סקטור הגז הטבעי אשר אופיין בעבר כשוק מונופוליסטי, עובר כיום תמורות מבניות מהותיות, עם תחרות הולכת וגוברת לאור הפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן, אשר בשלב הראשון, מאפשרת הפקת גז מרבית של כ-12 BCM בשנה², ולהתעצם אף יותר עם הפעלתו המסחרית של המאגרים כריש ותנין. מאגר לווייתן צפוי להתמקד בייצוא גז טבעי לירדן ולמצרים, לצד מכירה בשוק המקומי, בעוד שמאגר כריש צפוי להתמקד באספקת גז טבעי לשוק המקומי. בהקשר זה, נציין כי חלק מהלקוחות החתומים של מאגר לווייתן ומרבית הלקוחות החתומים של מאגר כריש צרכו ו/או צורכים כיום גז טבעי ממאגר תמר, כך שהפעלתו המסחרית של מאגר לווייתן והפעלתו הצפויה של מאגר כריש (עד לסוף שנת 2021) פוגעות באופן מהותי במעמדו העסקי של מאגר תמר. משבר נגיף הקורונה מתרחש בעיצומו של השינוי המבני בענף, אשר מגביר את השלכות הכרוכות בשינוי זה על שותפויות הגז הטבעי.

פעילויות הולכה ואחסון של נפט וגז טבעי ממשיכות להתאפיין בחשיפה מתונה יחסית

בהתאם לתפישתנו, 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). כלומר, אנו מעריכים כי ככול ותהיה פגיעה בחברות אלו, אזי היא תחול במעגל השני, בשונה מחברות הפועלות בייצור, מכירה ושיווק נפט וגז טבעי. יתר על כן, חברות

² בשלב השני (אשר טרם התקבלה החלטה להוציאו לפועל), באמצעות הרחבת הפיתוח ניתן יהיה להפיק כמות מרבית של כ-21 BCM, על בסיס שנתי.

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 המעוגנות בהסכמים אל מול המדינה. הגנות אלו הובילו ליצירת ודאות תזרים מזומנים גבוהה בתקופת המשבר, אשר נתמכת בביקוש קשיח עבור המוצרים שמספקות החברות הללו, בהיותן מונופול טבעי, או לחלופין, ללא תחרות משמעותית. להערכתנו, ההגנות הרגולטוריות המוענקות לחברות אלו ממתנות, באופן משמעותי, את החשיפה להשפעה ישירה של נגיף הקורונה. בד בבד, היותן של חלק מהחברות בבעלות ממשלתית, בה המדינה פועלת הן כרגולטור והן כבעלים, מחזקת את הערכתנו לחשיפה זו.

דוחות קשורים

[סקטור הנפט והגז הטבעי - דוח מיוחד - הערת ענף, אפריל 2020](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הערת הענף: 25.10.2020

© 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 ביעוץ 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>