

התפתחויות ותחזיות בתחום הנפט והגז הטבעי בישראל ובעולם

פברואר 2019

איש קשר: איתי רפל, מנהל תחום תשתיות, פרויקטים ומימון ציבורי 03-7539718

etai.rappel@sandpglobal.com

תוכן עניינים

2	כללי
2	שוק הנפט והגז העולמי
3	מגמות צפויות בשוק הנפט והגז הטבעי ב-2019
3	סיכונים עיקריים
3	מגמות בענף
4	תחזית מחירים
4	זיקוק
4	מסקנות
6	השוק הישראלי

התפתחויות ותחזיות בתחום הנפט והגז הטבעי בישראל ובעולם

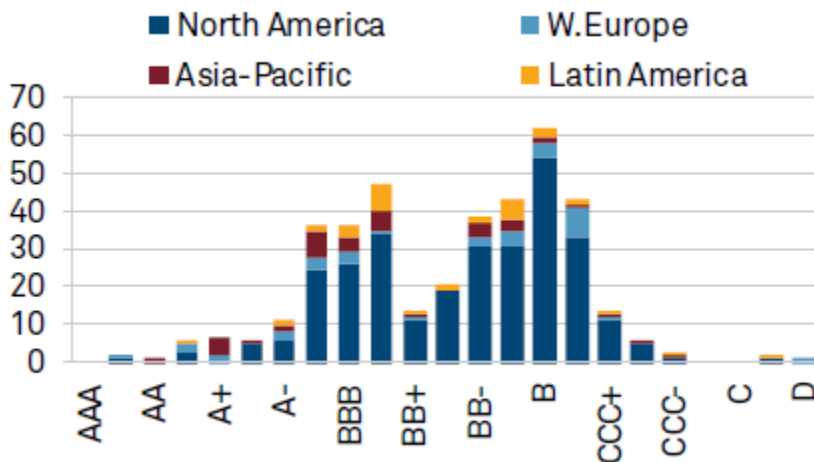
כללי

בשנים האחרונות, עם התרבות תגליות הגז הטבעי לחופי ישראל, הלך וצמח תחום הנפט והגז במדינה. בישראל קיימות מספר חברות מקומיות הפעילות בתחום, ולרובן יש נגיעה גם לפעילות בחו"ל. למשל, קבוצת דלק פעילה בישראל במאגרים תמר ולויתן באמצעות דלק קידוחים ובחול"ל באמצעות איתקה בים הצפוני. גם לנפטא חברה ישראלית לנפט פעילות הן בישראל והן בארה"ב (באמצעות ישראלמקו אינק). בשנתיים האחרונות (2017-2018) גייסו החברות הפעילות בתחום, לרבות ישראלמקו נגב, תמר פטרוליום ונאוויטס בקסקין מימון, סכום העולה על 8 מיליארד \$ באמצעות הנפקת אג"ח סחירות בשוק המקומי, ובנוסף, לפי פרסומים שונים, סכום גבוה בשוק הלא-סחיר. לאור זאת, ועל אף שמבנה השוק בישראל שונה במידה רבה מהשוק הגלובלי, יש ענין רב בסקירת ההתפתחויות הגלובליות במגזר הנפט והגז והתחזיות לשנתיים הקרובות.

שוק הנפט והגז העולמי

S&P Global Ratings מדרגת כ-390 חברות במגזר הנפט והגז הטבעי ברחבי העולם, ביניהן חברות חיפוש והפקה, חברות לציוד ולשירותים בתחום הנפט, חברות הולכה/הפצה (mid-stream) וחברות זיקוק ושיווק. מבין חברות אלה בולטות חברות הנפט הגדולות כגון Royal Dutch Shell, Exxon Mobile, British Petroleum, Chevron, Delek US, Noble Energy, Ithaca ו-Delek US. החברות פזרות בכל האזורים הגיאוגרפיים ומדורגות בכל טווח הדירוגים (ראו תרשים 1). עם זאת, אין ספק כי לצפון אמריקה יש ייצוג משמעותי גדול יותר בסקטור מאשר לשאר העולם, בין השאר משום ששוק הנפט שם מפותח ומבוזר במיוחד.

תרשים 1 – התפלגות דירוגי חברות במגזר הנפט והגז לפי אזור גיאוגרפי



נכון לסוף ספטמבר 2018, כ-17% מהדירוגים הם עם תחזית שלילית או ברשימת מעקב עם השלכות שליליות, ורק כ-8% עם תחזית חיובית או ברשימת מעקב עם השלכות חיוביות. אולם היחסים הפיננסיים של חברות הנפט והגז הטבעי ממשיכים להשתפר, בעיקר כתוצאה מעליית מחירי הדלקים (למרות הירידות האחרונות במחירי הנפט), תפוקות גדולות יותר, הולכה רבה יותר, שיפור במחירי השירותים מחוץ לצפון אמריקה ותחזית חיובית למרווחי הזיקוק. חברות החיפוש וההפקה מגבירות תפוקה תוך שימוש בתזרים המזומנים הפנימי ומבלי להזדקק לחוב. מובן שאם תיווצר האטה משמעותית בפעילות הכלכלית העולמית ייתכן כי מגמה זו תשתנה, אך עדיין מוקדם מדי לקבוע זאת.

מגמות צפויות בשוק הנפט והגז הטבעי ב-2019

סיכונים עיקריים

מחירי הדלקים הם עדיין הסיכון המשמעותי ביותר בתחום. בטווח הקצר עדיין קיימים סיכונים כגון ירידה בביקוש, סוגיות רגולטוריות המשפיעות על הנחת צנרת ומחירים אזוריים/מקומיים. החובות הגדולים בתחום, שפירעונם בשנתיים הקרובות, מהווים סיכון בטווח הבינוני, וצלילה במחירי הדלקים עלולה להוביל לעוד סבב של פשיטות רגל. זאת לאחר שב-2017 עמד שיעור חדלות הפירעון של התחום על כ-4.7%, כ-2 נקודות אחוז יותר ממגזר הקמעונאות. פעילות הרכישות של מאגרים שננטשו ושל חברות קטנות התגברה בשנה האחרונה, אבל בעיקר תוך שימוש בהון עצמי ולא בחוב.

מגמות בענף

התחזית ל-2019 לרוב המגזרים בענף יציבה וכבר משקפת תנודתיות מסוימת במחירי הדלקים. חברות רבות הפחיתו חוב באמצעות מכירת נכסים או גיוס הון עצמי. כיום ניכר לחץ של בעלי מניות בשווקים על חברות להמשיך לצמוח בתוך מגבלות התזרים שלהן, גם אם יש להן גישה טובה לשוק.

כלומר, הציפיה היא כי החברות בסקטור לא יגייסו אשראי נוסף אלא ימקדו את עודפי התזרים הן בפיתוח הפעילות והן בתגמול לבעלי המניות, וזאת על מנת להוריד את יחסי המינוף. בטווח הארוך, למעבר לאנרגיות אחרות עשויות להיות השפעות הן לחיוב והן לשלילה. למשל, המעבר למכונות חשמליות עשוי לחזק את יצרניות הגז הטבעי, מוצר ההולך ותופס מקום מוביל ביצור החשמל, בעוד שחברות המפיקות נפט בלבד עשויות להיפגע.

תחזית מחירים

אנו מעריכים כי מחירי הברנט וה-WTI לחבית יהיו 55 דולר ו-50 דולר, בהתאמה, ב-2019 וב-2020. החל מ-2021 אנו צופים מחיר אחד לחבית של 55 דולר. ההערכה שלנו למחיר הגז הטבעי הוא 3 דולר למיליון BTU בשלוש השנים הקרובות. עם זאת, קיימים הבדלים במחירים בין האזורים השונים אפילו בארה"ב. לדוגמה, המחיר לנפט במידלנד טקסס נמוך בהרבה מהמחיר בקושינג אוקלהומה בגלל פערים בהיקפי צנרת ההולכה. מצב דומה קיים לגבי מחירי הגז ב-Waha hub ו-Henry hub, כשהאחרון הוא הבסיס לתמחור גז בארה"ב.

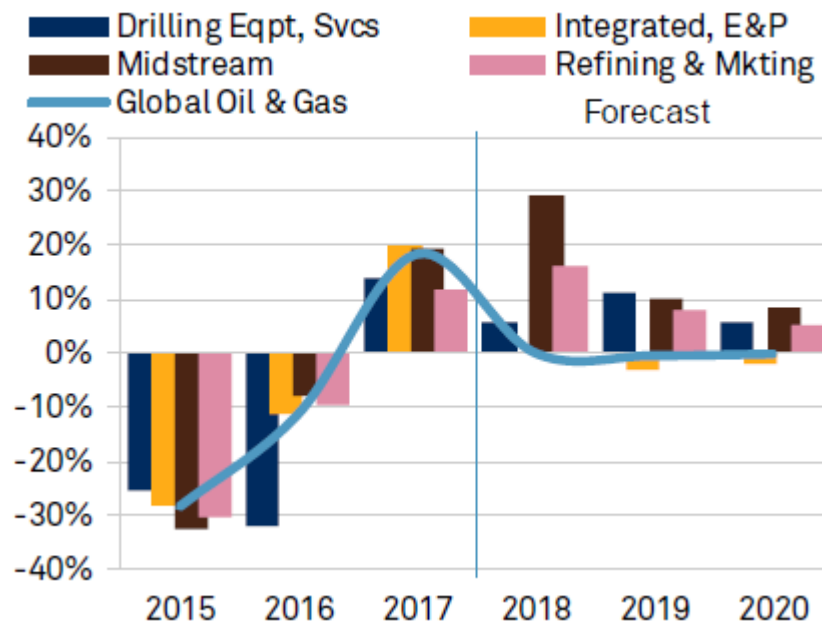
זיקוק

אנו מעריכים כי מרווחי הזיקוק הממוצעים ב-2019 יהיו דומים לאלו של 2018 או מעט טובים יותר. במרבית האזורים המגמה המשפיעה מעורבת. במחצית השנייה של 2019 ההשלכות של החלת תקן IMO 2020 על דלקי אניות, הקובע דרישה להפחתת רמת הגופרית, אמורות לתמוך במרווחים. זאת משום שעד אשר יותקנו סולקנים מתאימים באניות או יחל שימוש במנועים מותאמים צפוי ביקוש גובר לדלק נקי יותר לאניות. מנגד, במחצית הראשונה של 2019 מחירי הגלם הגבוהים עלולים לפגוע במרווח, במיוחד לאור יכולת הייצור מוגברת הצפויה בשוק.

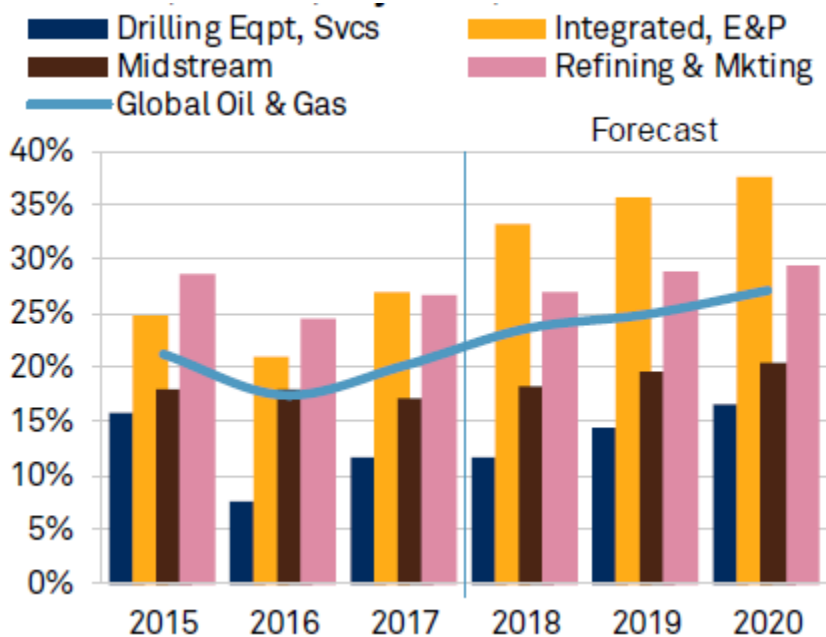
מסקנות

בהתאם לכל האמור לעיל אנו צופים בשוק העולמי את ההתפתחויות המתוארות בתרשים 2 ו-3, המציגים צמיחה בהכנסות (מטבע מקומי) וביחס ה-FFO (funds from operations) לחוב (חציוני, מתואם). בתרשים 2 ניתן לראות כי אחרי שנתיים של צמיחה שלילית דו-ספרתית בהכנסות בכל תתי המגזרים, שבאה לידי ביטוי גם בעלייה בשיעור חדלות הפירעון, החל משנת 2018 ראינו תפנית חיובית שצפויה להביא לצמיחה יציבה גם בשנתיים הקרובות.

תרשים 2 – צמיחה בהכנסות (מטבע מקומי)



תרשים 3 – יחס FFO לחוב (חציוני. מתואם)



כן ניתן לראות כי התחזית שונה לתתי מגזרים שונים. בעוד שבמגזר החיפוש וההפקה צפויה צמיחה שלילית בהכנסות ב-2019, ביתר המגזרים צפויה צמיחה חיובית.

בממוצע נרשם ב-2018 גידול בהכנסות, אם כי נמוך מב-2017, למעט תת-מגזר ההולכה (mid-stream) שצמח מאד. גם ב-2019 ו-2020 אנו צופים צמיחה נמוכה אך יציבה בהכנסות ברוב תתי

המגזרים, למעט בתחום הפקת הנפט, שם אנו צופים ירידה קלה בשיעור הצמיחה בשל ההיצע הרב יחסית והערכותינו לגבי הביקוש לנפט ומחירו. עם זאת, אנו צופים שימור, אם לא שיפור, ביחס ה-FFO לחוב המתואם בשנתיים הקרובות. למרות ההיחלשות בצמיחה בהכנסות ב-2015-2016 ולמרות הירידה בשיעור ה-FFO לחוב המתואם ב-2016, אנחנו רואים באופן כללי מגמה של שיפור ביחסים הפיננסיים. מגזר ההפקה בולט בשיפור ביחס הפיננסי למרות הירידה בהכנסות, בזכות הישענות גוברת על מקורות פנימיים לצורך ביצוע השקעות.

השוק הישראלי

מחירי הגז בארה"ב אינם משליכים במידה רבה על מחירי הגז בישראל, היות שמבנה השוק שונה מאוד. בשונה מארה"ב, בישראל מרבית החוזים הם בילטרליים (בין הלקוח למאגר) ולא קיים שוק משוכלל למסחור הגז. כמו כן, בעוד ארה"ב נהנית כיום מעודף היצע של גז, בישראל, נכון להיום, קיים עודף ביקוש עד אשר מאגרים נוספים יתחילו לפעול בנוסף למאגר תמר.

תרחיש הבסיס שלנו למחירי הגז בישראל ב-2019 עומד על כ-5.5 דולר למיליון BTU, בדומה למחיר בסוף 2018. אנו צופים עלייה קלה לכ-5.6 דולר למיליון BTU ב-2020, ולאחר מכן ירידה עם התגברות התחרות בתחום.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי היקף המכירות השנתי של מאגר תמר יעמוד בשנים הקרובות על כ-10.5 BCM, על סמך תחזיתנו עיקר המכירות של פרויקט לווייתן יופנו ליצוא. על פי התוכנית של השותפים במאגר לווייתן, המאגר יחל לפעול בסוף 2019 ומאגרי כריש ותנין מתוכננים להתחיל בפעילות במהלך 2021.

יכולת הזיקוק הגבוהה יחסית של בז"ן ושל בית הזיקוק של פז אמורה לסייע להן לשמור על מיצובן למרות המעבר לדלק מופחת עופרת לאניות, שכן הן מסוגלות לייצר דלק כזה, בניגוד לבתי זיקוק רבים אחרים באגן הים התיכון.

התוכן המופיע במסמך זה, לרבות הדירוגים, הניתוחים, המידע, ההערכות, תוצרי תוכנה ו/או אפליקציות אחרות), ; המאמרים וכל חלק ממנו (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של S&P Global Ratings בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע במסמך זה בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הניתוחים בקשר לדירוגי אשראי וניתוחים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר המופיע בתוכן מהווים אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסום המסמך, ואינן מהווים דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות