

# כיצד תשפיע הודעת הרשות להגבלים עסקיים על סיכוני ההשקעה בגז טבעי בישראל

---

27 בינואר, 2015

אנליסט אשראי ראשי:

איתי רפל, תל אביב, 972-3-7539718 [etai.rappel@standardandpoors.com](mailto:etai.rappel@standardandpoors.com)

אנליסט אשראי משני:

Robin Burnett, לונדון, 44-207-176-7019 [robin.burnett@standardandpoors.com](mailto:robin.burnett@standardandpoors.com)

**תוכן עניינים**

---

שאלות ותשובות

מחקר קשור

מסמך זה הוא תרגום של המאמר What Israel's Surprise Antitrust Announcement Means For Natural Gas Investment Risk שהתפרסם ב-27 בינואר, 2015, באתר Ratings Direct של Standard & Poor's. בכל מקרה של אי-התאמה בין תרגום זה לבין הגרסה המקורית באנגלית, הגרסה האנגלית היא שתקפה.

# כיצד תשפיע הודעת הרשות להגבלים עסקיים על סיכוני ההשקעה בגז טבעי בישראל

ב-23 בדצמבר, 2014, הודיעה הרשות להגבלים עסקיים כי היא שוקלת הוצאת צו הקובע כי דלק קידוחים שותפות מוגבלת, אבנר חיפשי נפט וגז שותפות מוגבלת ו-Noble Energy Mediterranean Ltd, השותפות במאגרי הגז תמר ולווייתן מול חופי ישראל, מהוות קרטל בתחום אספקת הגז הטבעי בישראל. ההודעה, המהווה היפוך של הסכמתה הקודמת של הרשות לאפשר לחברות אלו להפעיל את מאגר הגז לווייתן, הפתיעה את ממשלת ישראל ואת השוק, ומכה גלים במגזר הגז הטבעי המתפתח בישראל, לדעת כלכלני Standard & Poor's Ratings Services.

הגידול שנרשם לאחרונה בפעילות הגז הטבעי לחופי ישראל חיצק את עצמאותו של שוק האנרגיה בישראל, הוריד את מחירי האנרגיה המקומיים ואף עשוי לאפשר לישראל להפוך ליצואנית גז טבעי למדינות שכנות כגון מצרים וירדן. בשנים האחרונות התגלו כמה מאגרי גז טבעי מול חופי ישראל, ביניהם מאגר לווייתן המוכן לפיתוח עם משאבי גז ניתנים להפקה בהיקף של כ-22 טריליון רגל מעוקב, ומאגר תמר, שכבר פועל, עם משאבי גז ניתנים להפקה בהיקף של כ-11 טריליון רגל מעוקב (מקור: הדוחות הכספיים של דלק אנרגיה לשנת 2013).

אנו סבורים שהודעת הרשות להגבלים עסקיים והצו שהיא עשויה לפרסם עלולים לפגוע ביכולתן של השותפות לפתח את מאגרי הגז או להגביל את כוח המיקוח והתמחור שלהן מול לקוחות. להבנתנו, הרשות תקיים שימועים עם השותפות לפני הוצאת הצו. בנוסף, אנו סבורים שהקשיים הנוספים שנוצרו כעת בפיתוח שדות גז טבעי מול חופי ישראל עלולים ליצור סיכונים אשראי למדינת ישראל ולכלכלה המקומית.

במסמך זה נתייחס לשאלות נפוצות של משקיעים בנושא מגזר הגז הטבעי בישראל והסיכונים הקיימים כיום במימון פרויקטים בתחום זה.

## שאלות ותשובות

### כיצד עשויה הודעת הרשות להגבלים עסקיים להשפיע על המשך פיתוח מאגרי גז טבעי מול חופי ישראל?

הודעת הרשות להגבלים עסקיים הגדילה את האי-ודאות לגבי מעמדו המשפטי העתידי והמשך פיתוחו של מאגר לווייתן, מאגר הגז הגדול ביותר מול חופי ישראל. נובל אנרג'י העריכה את עלות הפיתוח של מאגר לווייתן במיליארדי דולרים, ובתנאים החדשים שנוצרו, אנו סבורים כי אין זה סביר שבעלי המאגר והמלווים יהיו מוכנים להשקיע בו סכומים כה גדולים.

נובל אנרג'י, שהפעילה את מאגר ים תטיס ומפעילה כיום את מאגר תמר, מספקת כעת את הידע והניסיון הרבים הדרושים לפיתוח מאגרי נפט וגז ימיים באמצעות חברת בת בבעלות מלאה. אם תפסיק נובל אנרג'י את מעורבותה בשדה לווייתן כתוצאה מהצו, אנו מעריכים כי השותפות יתקשו למצוא מפעיל בעל ניסיון דומה.

אף על פי שמאגר לווייתן הוא אטרקטיבי מבחינת גודלו וקירבתו לשווקים פוטנציאליים, אנו סבורים שמפעילים בינלאומיים יהססו להחליף את נובל אנרג'י בשל האי-ודאות הרגולטורית. אי-ודאות זו כוללת, בין השאר, את משטר המס החדש והלא-מוכר לגז טבעי, את השינוי בגישתו של הממונה על ההגבלים העסקיים, ואת תהליך האישור הארוך והמעורפל לחיבור לחוף, שכולם משפיעים לרעה על הערכת מסגרת המשטר התאגידי הממשלתי (governance framework) של ישראל, המהווה את אחד מחמשת גורמי המפתח בדירוג המדינה של Standard & Poor's. ההחלטה שקיבלה לאחרונה חברת הנפט והגז האוסטרלית Woodside שלא לרכוש נתח בעלות במאגר לווייתן, והיעדר שותפים פוטנציאליים אחרים, ממחיש את השפעתה של אי-ודאות זאת.

### מהן השלכות ההודעה לגבי מאגר תמר?

אף על פי שההודעה יצרה אי-ודאות כללית לגבי פעילות הגז הטבעי מול חופי ישראל, ייתכן שהיא מועילה למלווים לשותפות במאגר הגז תמר, משום שמאגר זה כבר פעיל, בעוד שמאגר לווייתן עדיין אינו מפותח. עיכוב בפיתוחו של לווייתן יחזק את מעמדו של תמר כמקור המקומי היחיד לאספקת גז טבעי לתקופה ארוכה משנצפה קודם.

קיימת גם אפשרות שיוטל פיקוח על מחירי הגז הטבעי בישראל. פיקוח כזה לא יהיה תחת סמכותה של הרשות להגבלים עסקיים. ברם, החוזה של מאגר תמר עם הלקוח המרכזי שלו, חברת החשמל לישראל, כבר אושר על ידי הרגולטור של חברת החשמל ועל ידי הרשות להגבלים עסקיים.

### מה יקרה למאגר תמר כאשר לווייתן יחל לפעול?

אנו סבורים שמאגר תמר יוכל לשמור על מעמדו המוביל בשוק המקומי, משום שגם אם לווייתן יפנה ללקוחות ישראליים, תמר יוכל להציע ללקוחותיו הקיימים מחירים נמוכים יותר מלווייתן. בה בעת, לווייתן יצטרך למצוא לקוחות לא-ישראליים כדי לכסות את עלויות הפיתוח.

מאז תחילת פעולתו ב-2013, התמקד מאגר תמר בשוק הישראלי (אג"ח בכירות מובטחות של דלק ואבנר (תמר בונד) בע"מ מדורגות בדירוג 'ilAA'). כתוצאה מכך, כל לקוחותיו כיום נמצאים בישראל, וחברת החשמל לישראל היא המרכזית מביניהם. בנוסף, הפיתוח של מאגר תמר היה זול יותר מפיתוחו הצפוי של מאגר לווייתן, ועל כן מעמדו התחרותי של תמר טוב.

להבנתנו, השותפים בלווייתן חתמו על מזכרי הבנות עם לקוחות פוטנציאליים, שכולם כרגע מחוץ למדינת ישראל. בהינתן התמקדותו ביצוא, לווייתן אינו מהווה בהכרח איום תחרותי ישיר על תמר. אולם לווייתן יקושר בצורה גז לישראל וסביר להניח שימכור גם בשוק המקומי, היות שזהו תנאי שהעמידה ממשלת ישראל כדי לאפשר לו לייצא.

### כיצד משפיע פיתוח מאגרי הגז הטבעי על דירוג המדינה של ישראל?

דירוג המדינה של S&P משקף את הערכתנו הכוללת של הגורמים המקרו-כלכליים במשק ואת האינטראקציה שלהם עם מדיניות הממשלה. מבחינה זו אנו רואים בגילוי מאגרי הגז הטבעי התפתחות חיובית לישראל, משום שהם מפחיתים את תלותה במקורות אנרגיה חיצוניים ואת מחירי יבוא האנרגיה, מעודדים ענפי תעשייה מקומיים מסוימים ואפילו מגדילים את הכנסות המדינה ממסים. מדינת ישראל כבר החלה ליהנות מיתרונות אלה בזכות מאגר תמר, שאינו צופים שפעילותו ומכירתו יושפעו לרעה מהוצאת הצו.

לעומת זאת, היתרונות הצפויים מיצוא הגז ממאגר לווייתן – כגון הכנסות תמלוגים ניכרות למדינה ומינוף גיאופוליטי – מוטלים כעת בספק בשל אפשרות הוצאת הצו. יתר על כן, אנו סבורים שההחלטה הבלתי צפויה לגבי הסכם הרישיון של לווייתן אינה מאירה באור חיובי את יעילות המוסדות והממשל של מדינת ישראל כפי שאנו מגדירים מושגים אלה.

### מהם הסיכונים הכרוכים בפיתוח מאגר לווייתן?

פיתוחו של לווייתן, אם יתבצע, יהיה כרוך במגוון גדול של סיכונים הקמה הנפוצים בפרויקטים בסדר גודל כזה. סיכונים אלה קשורים, בין השאר, לזמינותם וניסיונם של קבלנים ומשאבי הקמה ולקיומו של מימון מספק (ראו המאמרים "מתודולוגיה לדירוג תקופת ההקמה בפרויקטים", שפורסם ב-15 בנובמבר, 2013, ו"גורמי מפתח לדירוג פרויקטים בתחומי הנפט והגז", שפורסם ב-16 בספטמבר, 2014).

אף על פי שנובל אנרג'י כבר הוכיחה את יכולתה בפיתוח מאגרי גז טבעי מול חופי ישראל, לווייתן הוא מאגר גדול ומורכב יותר מאלה שפיתחה בעבר. היות שהגז בלווייתן מיועד בעיקר ליצוא, המאגר יצריך ככל הנראה תכנון מיוחד, הכולל הנחת צינורות ארוכי-טווח או הקמת מתקני הנזלה צפים.

הפרויקט יהיה כרוך בכמה סיכונים צדדים לעסקה שעשויים להשפיע במידה ניכרת על הדירוג אם לא יקוזזו כראוי. לדוגמה, ישנם רק קבלני משנה מתמחים מעטים המסוגלים לעבוד בפרויקט כזה, וחלקם אינם מוכנים לעבוד בישראל, בהינתן המצב הגיאופוליטי.

## כיצד תשפיע הודעת הרשות להגבלים עסקיים על סיכוני ההשקעה בגז טבעי בישראל

הפיתוח של לווייתן יצריך שריון מראש של אוניות וצוותים לפני תחילת העבודה, ועל כן כל עיכוב עשוי להאריך משמעותית את תקופת הפיתוח. בפרט, אם מתקן הקידוח לא יהיה זמין כמתוכנן, הפרויקט עשוי להתעכב בכמה חודשים ואף יותר.

לדעתנו, הגורמים המשמעותיים בניתוח הסיכון בפרויקט כזה כוללים את לוחות הזמנים של השותפות, לרבות קיומם של מרווחי ביטחון מספיקים לעיכובים מסוג זה וכן את החשיפה לקבלני משנה מתמחים.

אנו סבורים שרוב הכנסותיו של לווייתן יהיו מלקוחות יצוא, בעיקר מתקני הנזלה במצרים וחברות תשתית בירדן, וכן ממכירת גז טבעי נזלי לשווקים אחרים. לאור המצב הפוליטי הרגיש באזור, יהיה צורך לקזז את הסיכון הפוליטי כדי שניתן יהיה להפעיל את מתקני הנזלה. השאלה אם ימצא לכך פיתרון עדיין פתוחה.

ללקוח המרכזי של תמר, חברת החשמל לישראל, וללקוחות האחרים, שהם ברובם שותפות ציבוריות-פרטיות וחברות תעשייתיות, יש חוזים ארוכי-טווח עם תמר. אולם חוזים אלה כוללים סעיפי יציאה, ועל כן אנו סבורים שכניסה של מאגרי גז אחרים לשוק הישראלי תהיה אמנם קשה, אך אפשרית.

השוק הגלובלי לגז טבעי נזלי מבוסס אך עדיין מתפתח, ולכן סביבת התמחור של נפט וגז נזלי שתשרור כשהגז הטבעי הנזלי ממאגר לווייתן יהיה מוכן לשיווק אינה ידועה. מבחינת עלויות הובלה והמרחק משוקי הקצה באירופה או באסיה, לווייתן יהיה במעמד דומה מבחינה גיאוגרפית למתקני הנזלה במצרים. הסביבה התחרותית תכלול כנראה גם גז טבעי נזלי מארצות הברית, שעלויות הייצור שלו נמוכות יחסית, ואולי גם מקורות נוספים שטרם פותחו.

אנו סבורים כי בהינתן היקף המימון הנדרש לפיתוח לווייתן ייתכן שלא ניתן יהיה להסתמך אך ורק על מימון ישראלי בשלב ההקמה, במיוחד משום שרוב העלויות וההכנסות הן דולריות. המלווים ירצו לראות חוזי טווח-ארוך ודאיים, דבר שיהיה קשה להשיג בשוק הגז הטבעי ויתאפשר רק אם מאגר לווייתן יוכל להציע מחירים תחרותיים לאורך תקופה ארוכה.

## מחקר קשור

- Sovereign Rating Methodology, 23 בדצמבר, 2014
  - מתודולוגיה לדירוג תקופת ההקמה בפרויקטים, 16 בספטמבר, 2014
  - גורמי מפתח לדירוג פרויקטים בתחומי הנפט והגז, 15 בנובמבר, 2013
- את המאמרים ניתן למצוא באתר של Standard & Poor's Maalot בכתובת [www.maalot.co.il](http://www.maalot.co.il) או באתר של Standard & Poor's, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES; הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובלים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימין. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר 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.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה 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.