

מבט על, גיליון 1250, 16 בינואר 2020

הנפקת אראמקו הסעודית: משמעויות אסטרטגיות

שמואל אבן, תומר פדלון ויואל גוז'נסקי

בדצמבר 2019 הנפיקה ערב הסעודית מניות של אראמקו, חברת הנפט הגדולה בעולם. כך נאלצה הממלכה לחלוק, ולו במקצת, את מקור עושרה עם אחרים. ההנפקה נועדה לגייס כספים למימון תוכנית "חזון 2030", שבין מטרותיה לצמצם את תלותה של הממלכה בהכנסות מנפט, באמצעות העתקת הון להשקעות בתחומים נוספים. אלא שהיקף ההנפקה והסכום שגויס רחוקים מאוד מלספק את צרכיה הגדולים. התקפת איראן על מתקני החברה בספטמבר 2019 לא נעלמה מעיני משקיעים במערב, שחלקם בהנפקה היה כנראה נמוך. ככל שאירועים ביטחוניים כאלה ימשכו, כך יקשו על ערב הסעודית לגייס השקעות החיוניות לעתידה. לפחות מנקודת מבט זו, האינטרס הסעודי הוא להפחית את המתרחבות עם איראן ולסיים את המלחמה בתימן.

אראמקו הסעודית (Saudi Aramco), או "אראמקו", היא חברת הנפט הלאומית של ערב הסעודית. החברה עוסקת בחיפוש ובהפקה של נפט וגז טבעי, בזיקוק, ובתעשייה פטרוכימית. חברת הנפט, "היהלום בכתר" הסעודי, היא הגדולה בעולם וברשותה כמה משדות הנפט הגדולים בעולם.

הנתונים הפיננסיים של החברה לשנת 2018 כוללים: הכנסות ממכירות בסך 356 מיליארד דולר, 213 מיליארד דולר רווח לפני מס הכנסה, וכ-111 מיליארד דולר רווח נקי לאחר מס הכנסה. בתשעת החודשים הראשונים של 2019 אראמקו רשמה רווח נקי של 68 מיליארד דולר, כך שהרווח בשנת 2019 קטן יותר. היחס בין החוב להון בחברה נמוך מאשר בחברות נפט מובילות אחרות בעולם וזה כמובן לזכותה. הכנסות הממשלה מהחברה מתקבלות הן באמצעות מיסים והן באמצעות דיבידנד מהרווח. בשנת 2018 שילמה אראמקו לממשלה 102 מיליארד דולר מס, ובמרץ 2019 חילקה החברה לממשלה דיבידנד בסך 33 מיליארד דולר, על בסיס הדוחות הכספיים לשנת 2018.

התלות של ערב הסעודית בנפט שאראמקו מפיקה היא כמעט מוחלטת, שכן הנפט מהווה כשני שלישים מהכנסות הממשלה. הכנסות אלה מאפשרות לה לסבסד לתושביה שירותים חיוניים ברמה גבוהה, כמו חינוך ובריאות, ולשמור על הוצאות ביטחון גבוהות. תקציב הביטחון של ערב הסעודית לשנת 2020 עומד על 182 מיליארד ריאל (כ-49 מיליארד דולר), כ-4.7 אחוזים פחות מתקציב 2019. תקציב הביטחון הסעודי מהווה כ-17.8 אחוזים מתקציב הממלכה והוא אחד מתקציבי הביטחון הגבוהים בעולם. מכאן שהכנסות אראמקו הכרחיות לביטחונה ולשגשוגה של הממלכה.

חברת הנפט הגדולה בעולם, לאראמקו חשיבות רבה גם במאזן האנרגיה העולמי. לפי נתוני אופ"ק (OPEC), בשנת 2018 הפיקה ערב הסעודית 10.3 מיליון חביות נפט ביום בממוצע, שהן 13.4 אחוזים מתפוקת הנפט הגולמי בעולם, כאשר בתחומה של הממלכה עתודות נפט מוכחות בסך 267 מיליארד חביות נפט, שהן 17.8 אחוזים מעתודת הנפט המוכחות בעולם.

להנפקת אראמקו קשר ישיר לתכנית "חזון 2030". בשנת 2016 השיקה ערב הסעודית את התוכנית, שבין יעדיה העיקריים לצמצם את התלות בהכנסות מנפט, בין היתר באמצעות העתקת הון מסקטור הנפט להשקעות בסקטורים אחרים, וזאת לנוכח איומים כמו תנודות במחירי הנפט, עלייה בגילוי נפט וגז מחוץ לממלכה, פיתוח תחליפי נפט ואמצעי חיסכון באנרגיה, וכן סיכונים ביטחוניים, שהפחתתם מחייבת גם פיזור השקעות מחוץ למדינה. מאחר שהממלכה לא מצאה דרך לממן את התוכנית מהכנסותיה השוטפות ומגיוס חובות בלבד, היא נאלצה לקבוע את הנפקת מניות אראמקו כאחד ממקורות המימון.

הכוונה המקורית, משנת 2016, הייתה להנפיק 5 אחוזים ממניות אראמקו לפי ערך חברה של 2 טריליון דולר לפחות, כלומר לגייס לפחות 100 מיליארד דולר. אולם, ההנפקה שתוכננה לשנת 2018 נדחתה, וזאת כנראה מכמה סיבות: מחירי נפט נמוכים יחסית לציפיות הסעודים, חשש סעודי מהגברת השקיפות הנדרשת ואווירה קשה נוכח חשדות שהועלו כלפי יורש העצר הסעודי, הנסיך מוחמד בן-סלמאן, שהיה מזוהה עם ההנפקה, בדבר מעורבותו ברצח העיתונאי ג'מאל ח'אשוקג'י (באוקטובר 2018).

יצוין כי באפריל 2019 רכשה אראמקו 70 אחוזים ממניות חברת הפטרוכימיים הסעודית סאביק (Sabic), בסך 68 מיליארד דולר מאת קרן ההשקעות של הממלכה. במסגרת מימון הרכישה גייסה אראמקו כ-10 מיליארד דולר באמצעות הנפקת איגרות חוב בדולרים. לצורך כך פרסמה אראמקו תשקיף שחשף פרטים על חברה ומצבה הכספי, וזאת עוד קודם לפרסום התשקיף להנפקת המניות.

בסופו של דבר, הנפקת מניות אראמקו התקיימה בתחילת דצמבר 2019 בבורסה המקומית בריאד (Tadawul), שבה יש לממלכה יותר שליטה, להבדיל מהבורסות המובילות בעולם, שמועדפות על משקיעים זרים. ההנפקה הייתה בהיקף של 1.5% ממניות מהחברה, במחיר של 32 ריאל סעודי (8.53 דולר) למניה, לפי ערך חברה של 1.7 מיליארד דולר (נמוך מהציפיות המקוריות של הסעודיים), כך שהיא הניבה לממשלת ערב הסעודית 25.6 מיליארד דולר. בתוספת מימוש אופציה למכירת מניות נוספות (12 בינואר 2020), הגיעה ההנפקה ל-1.75 אחוזים ממניות החברה, שהם 29.4 מיליארד דולר. ב-12 בינואר 2020 מחיר המניה עמד על 34.8 ריאל (ערך חברה של כ-1.85 טריליון דולר), כתשעה אחוזים יותר מהמחיר בהנפקה. מנקודת מבט של שוק ההון העולמי - למרות שרק חלק קטן ממניות החברה הונפקו, ההנפקה נחשבת לגדולה מעולם ואראמקו היא החברה הציבורית בעלת הערך הגבוה ביותר בעולם.

ההנפקה נועדה לגייס הון שייצור ערך גבוה יותר בהשקעות אחרות, לרבות כאלה שייתנו מענה גם לשוק העבודה, או השקעות נוספות בחו"ל, שתפזרנה את מקורות ההכנסה של ערב הסעודית. ברם, היגיון זה אינו תואם את היקפה המוגבל של ההנפקה; שכן מדובר בחלק קטן מצורכי ערב הסעודית בכלל ומצרכי ההשקעה של תוכנית "חזון 2030" בפרט. יצוין כי בתחילת 2019 הציגו הסעודים, במסגרת "חזון 2030", תוכנית השקעות בסך 450 מיליארד דולר ל-11 שנים הבאות, שמטרתה לצמצם את התלות בנפט וליצור 1.6 מיליון מקומות עבודה. במהלך 2019 הזהירה קרן המטבע הבינ"ל את ערב הסעודית שעליה לייצר מיליון מקומות עבודה חדשים בחמש השנים הקרובות (כאשר שיעור האבטלה בקרב אזרחי ערב הסעודית נאמד כיום ביותר מ-12 אחוזים). בנוסף, בדצמבר 2019 פורסם כי הגירעון המתוכנן בתקציב 2020 עומד על 6.4 אחוזים מהתוצר,

לעומת 4.7 אחוזים - אומדן גירעון בפועל מהתוצר בשנת 2019. ברי שהצורך ליצור מקורות הכנסה חלופיים לנפט מחייב הסטת משאבים גדולה פי כמה מאשר ההון שהושג בהנפקה.

לאור זאת, נראה שהיקף ההנפקה ובחירת מקומה היו תוצאה של פשרה, כאשר ההנפקה עצמה ביטאה בעיקר הוכחה לדבקות באסטרטגיה הכלכלית של ערב הסעודית, שאותה מוביל יורש העצר בן-סלמאן, שההנפקה היא חלק ממנה. כך או כך, ההנפקה פתחה צוהר לגיוס הון נוסף באמצעות הנפקות המשך של מניות החברה.

בחירת הממלכה לחלוק את עושר הנפט אינה מובנת מאליה, שכן הנפקת מניות מצמצמת את חלקה היחסי של הממלכה בחברת אראמקו ומחייבת שקיפות גבוהה. הצלחת ההנפקה תיבחן על פי השימוש שתעשה ההנהגה הסעודית בכסף שגויס. הצלחה תיחשב להשקעת כספי ההנפקה באפיקים שמחוץ לסקטור הנפט המקומי, כאלה שיתרמו לתעסוקה ויניבו רווחים העולים על אובדן ההכנסות הצפוי מהנפקת המניות. לכישלון ייחשב שימוש בכספי ההנפקה למימון צרכים שוטפים.

על פי דיווחים בתקשורת, רוב הרוכשים של המניות הם מערב הסעודית וממדינות המפרץ, שביט המלוכה הסעודי קרא להם לרכוש מניות; רק מקצת ממניות אראמקו נרכשו על-ידי משקיעים מחוץ לאזור. זאת לאחר שמנהלי השקעות במערב לא ששו להמליץ על רכישת מניות החברה, כנראה בשל ביצוע ההנפקה בבורסה מקומית ונוכח עלייה ברמת הסיכונים של החברה והממלכה, בעקבות התקפת מתקני נפט של אראמקו על ידי איראן, ב-14 ספטמבר 2019. ההתקפה גרמה להפחתה זמנית של יותר ממחצית תפוקת הנפט של אראמקו. בעקבות האירוע הורידה חברת הדירוג פיץ' (Fitch) את הדירוג האשראי של ערב הסעודית ושל אראמקו מדרגה A+ לדרגה A.

אם התקפות כאלה תימשכנה תהיינה לכך השלכות קשות על החברה ועל נכונות משקיעים זרים להשקיע בממלכה בכלל, ובכך טמון סיכון ליציבותה. מנקודת מבט זו, הסיכון הביטחוני מחזק את אינטרס של הממלכה להרגיע את המתרחשות עם איראן ולהיחלץ מהמלחמה בתימן. בה בעת הוא מחזק את השיקולים של הממלכה לצמצם את תלותה העצומה בסקטור נפט - הרגיש הן להתפתחויות במשק האנרגיה העולמי והן לאירועים ביטחוניים.