

Οικονομικά - Εταιρικά Νέα



Νέος γύρος αξιολογήσεων για την ελληνική οικονομία - Στις 13 Σεπτεμβρίου η κρίσιμη ετμηγορία της Moody's

Με μεγάλο ενδιαφέρον αναμένονται οι αξιολογήσεις των ξένων οίκων αξιολόγησης για την ελληνική οικονομία, που ξεκινούν τον Σεπτέμβριο, με την αξιολόγηση από τη Moody's να είναι η πιο σημαντική, καθώς ο οίκος είναι ο μόνος οίκος που δεν έχει δώσει επενδυτική βαθμίδα. Ο νέος γύρος αξιολόγησης ξεκινά στις 6 Σεπτεμβρίου από τον οίκο DBRS και ακολουθούν η Moody's στις 13 Σεπτεμβρίου, η Standard and Poor's στις 18 Οκτωβρίου, η Fitch στις 22 Νοεμβρίου και Scope Ratings στις 6 Δεκεμβρίου 2024. Οι προσδοκίες είναι μεγάλες, καθώς το στέλεχος του οίκου, Colin Ellis, μιλώντας στο πρόσφατο συνέδριο του Economist, άνοιξε ένα παράθυρο για αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας στην επενδυτική βαθμίδα από τη Moody's, αποφεύγοντας ωστόσο να προαναγγείλει ή να δεσμευτεί για το τι θα πράξει ο διεθνής οίκος αξιολόγησης τον Σεπτέμβριο. Η Moody's είναι ο μόνος από τους μεγάλους οίκους που δεν έχει δώσει ακόμη την επενδυτική βαθμίδα στην Ελλάδα, ωστόσο δεν είναι λίγοι οι αναλυτές που θεωρούν την αναβάθμιση ήσσονος σημασίας, καθώς η επενδυτική κοινότητα αντιμετωπίζει τα ελληνικά περιουσιακά στοιχεία σαν να έχουν ήδη λάβει την επενδυτική βαθμίδα. Όμως όσοι εκτιμούν ότι η αξιολόγηση της Moody's, στις 13 Σεπτεμβρίου, είναι ιδιαίτερα σημαντική καθώς ο οίκος Moody's είναι ο μεγαλύτερος στον κόσμο, γι' αυτό και η δυναμική ζήτηση σε περίπτωση αναβάθμισης για τα ελληνικά ομόλογα μπορεί να φτάσει πλέον ακόμη και στα 20 δις. ευρώ. Η αξιολόγηση της Moody's παραμένει σε Ba1 (μία βαθμίδα κάτω από την επενδυτική) με σταθερές προοπτικές επαναξιολόγησης. Στις αρχές του περασμένου Αυγούστου του 2023 γινόταν το πρώτο ουσιαστικό βήμα για την αναβάθμιση της πιστοληπτικής διαβάθμισης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία. Ο γερμανικός οίκος αξιολόγησης Scope Ratings, ο οποίος ωστόσο δεν αναγνωριζόταν από την ΕΚΤ (σήμερα αναγνωρίζεται) έδινε την επενδυτική βαθμίδα στην Ελλάδα. Ακολούθησε η DBRS το Σεπτέμβριο 2023, η Standard & Poor's τον Οκτώβριο και η Fitch Ratings το Δεκέμβριο του ίδιου έτους, διαμορφώνοντας την πιστοληπτική διαβάθμιση της χώρας σε (BBB-). Σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος η μεταβολή των προοπτικών της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας σε θετικές από τον οίκο Standard and Poor's τον Απρίλιο του 2023 οδήγησε σε σημαντική αύξηση των θέσεων των επενδυτικών κεφαλαίων σε ελληνικά κρατικά ομόλογα, σε σχέση με άλλα κρατικά ομόλογα της ζώνης του ευρώ. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε σε μείωση στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων που αντιστοιχεί σε περίπου 80% της πτώσης των διαφορών αποδόσεων τους έναντι των γερμανικών ομολόγων αναφοράς. Τα αποτελέσματα αυτά είναι αξιοσημείωτα για δύο λόγους. Αφενός, η αύξηση της ζήτησης ελληνικών αξιογράφων παρατηρήθηκε σε μια περίοδο κατά την οποία τα επενδυτικά κεφάλαια μείωναν τις θέσεις τους σε ομόλογα με χαμηλές πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Αφετέρου, η μείωση στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων, που εξηγείται σε μεγάλο βαθμό από την αύξηση των θέσεων των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων, υπερκέρασε τις αυξητικές πιέσεις που παρατηρήθηκαν στα ομόλογα διεθνώς λόγω των αυξήσεων των επιτοκίων.

Συνέχεια..

Οι επενδυτές είχαν ήδη αρχίσει να προεξοφλούν τις αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος στην επενδυτική κατηγορία αφότου πραγματοποιήθηκε η μεταβολή των προοπτικών της σε θετικές από τον οίκο S&P τον Απρίλιο του 2023. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε σε σημαντική αύξηση των θέσεων χαρτοφυλακίου των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων σε ελληνικά κρατικά ομόλογα. Η επίδραση των αναβαθμίσεων συνεχίστηκε και μετά το δ' τρίμηνο του 2023 και εξηγεί μια μείωση των αποδόσεων των ελληνικών κρατικών ομολόγων κατά περίπου 20 μ.β. επιπλέον της μείωσης που προκαλείται από τη διαμόρφωση προσδοκιών για μείωση των βασικών επιτοκίων. Έτσι, οι διαφορές των αποδόσεων τους έναντι άλλων κρατικών ομολόγων της ευρωζώνης έχουν μειωθεί σημαντικά. Συγκεκριμένα, η διαφορά αποδόσεων (spread) του ελληνικού δεκαετούς ομολόγου έναντι του γερμανικού τίτλου αντίστοιχης διάρκειας μειώθηκε το 2023 (κατά 98 μ.β. στις 105 μ.β.) και έχει παραμείνει σε αυτά τα χαμηλότερα επίπεδα έκτοτε. Ταυτόχρονα, η απόδοση του ελληνικού δεκαετούς κρατικού ομολόγου κυμαίνεται σε αρκετά χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με εκείνη του αντίστοιχου ιταλικού δεκαετούς ομολόγου, ήδη από το β' τρίμηνο του 2023. Μάλιστα οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων, σε όλο το εύρος της καμπύλης αποδόσεων, ακολούθησαν την πρωτική πορεία που διαμορφώθηκε από τις θετικές προοπτικές και τις αναβαθμίσεις που πραγματοποιήθηκαν το 2023. Βέβαια, πιο πρόσφατα, η αναθεώρηση των προσδοκιών των επενδυτών για τα βασικά επιτόκια στη ζώνη του ευρώ, αλλά και οι επιδράσεις μετάδοσης από την αντίστοιχη αναθεώρηση των προσδοκιών για τα επιτόκια στις ΗΠΑ, έχουν ασκήσει ανοδική πίεση και στις αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων, μετριάζοντας τη συνολική μείωσή τους. Το Ελληνικό Δημόσιο αύξησε την άντληση κεφαλαίων με μεσομακροπρόθεσμη διάρκεια από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές το 2024 σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του 2023. Οι εκδόσεις ομολόγων εντός του 2024 είχαν μειωμένη μεσοσταθμική απόδοση σε σύγκριση με εκείνες του 2023. Στις πρόσφατες εκδόσεις ομολόγων παρατηρείται σημαντική μείωση του κόστους δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου, γεγονός που συνδέεται με την αναβάθμιση στην επενδυτική κατηγορία, η οποία επιφέρει αύξηση της ζήτησης ελληνικών τίτλων, ιδίως ελληνικών κρατικών ομολόγων, εκ μέρους διεθνών επενδυτών. Αξίζει επίσης να επισημανθεί ότι οι πρόσφατες εκδόσεις μακροπρόθεσμων και πολύ μακροπρόθεσμων ομολόγων, εκτός του ότι αυξάνουν τη μεσοσταθμική διάρκεια του χρέους που αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά ομολόγων, ενέχουν και πολύ θετική σηματοδότηση, εξαιτίας της ισχυρής ζήτησης. Έτσι, το Ελληνικό Δημόσιο σταδιακά μπορεί να αντικαταστήσει χρέος βραχείας διάρκειας με πιο μακροπρόθεσμες εκδόσεις, όπως φαίνεται από τη μείωση των νέων εκδόσεων εντόκων γραμματίων. Συγκεκριμένα, κατά το πρώτο εξάμηνο του 2024, εκδόθηκαν βραχυπρόθεσμοι τίτλοι (δηλ. έντοκα γραμμάτια διάρκειας 3, 6 και 12 μηνών) συνολικού ύψους 8,5 δισεκ. (έναντι 11,6 δισεκ. για το ίδιο διάστημα του 2023). Τέλος, καθώς οι αναβαθμίσεις της κρατικής πιστοληπτικής αξιολόγησης της Ελλάδος διευρύνουν την επενδυτική βάση για τα ελληνικά κρατικά ομόλογα, παρουσιάζεται αύξηση στους όγκους συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) έχει διαμορφωθεί σε περίπου 81 εκατ. μεσοσταθμικά από την αρχή του έτους, έναντι 78 εκατ. για το ίδιο διάστημα του 2023. Στο Σύστημα Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ), μέσω του οποίου διακανονίζονται τόσο εγχώριες όσο και διεθνείς συναλλαγές σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, η μέση ημερήσια αξία αγοραπωλησιών για το 2024 έως τα τέλη Μαΐου διαμορφώθηκε σε 519 εκατ., έναντι 503 εκατ. το αντίστοιχο διάστημα του 2023.



Goldman Sach για HelleniQ Energy: Στα 7,70 ευρώ η τιμή στόχος, σύσταση πώληση

Στα 7,70 ευρώ διαμορφώνει την τιμή στόχο της HelleniQ Energy η Goldman Sachs, μετά την ανακοίνωση των αποτελεσμάτων β' 3μηνου 2024, με τη σύσταση όμως να είναι sell, δηλαδή για πώληση.

Όπως αναφέρει η Goldman Sachs, η HelleniQ Energy ανακοίνωσε προσαρμοσμένο EBITDA ύψους 232 εκατ., περίπου 5% πάνω από τη συναίνεση και προσαρμοσμένα καθαρά κέρδη 64 εκατ. ευρώ, περίπου 16% χαμηλότερα της εταιρικής συναίνεσης ύψους 77 εκατ. ευρώ.

Σε όλους τους επιχειρηματικούς τομείς, το προσαρμοσμένο EBITDA για το τμήμα διύλισης ανήλθε σε 179 εκατ. ευρώ λόγω υψηλότερων από τον αναμενόμενο όγκων πωλήσεων και επίσης υποστηρίχθηκε από σταθερά περιθώρια διύλισης και ασφάλιστρα πάνω από το περιθώριο αναφοράς.

Exhibit 1: HelleniQ Energy 2024 results vs GSe and company-compiled consensus

HelleniQ Energy 2Q24								
EUR mn	2Q 2023 act	1Q 2024 act	2Q 2024 est	2Q 2024 act	% chg yoy	% chg qoq	Company Cons.	vs cons
Adj. EBITDA	164	338	221	232	41%	-31%	222	5%
Refining	114	289	175	179	57%	-38%		
Marketing	27	15	19	32	19%	113%		
Petrochemical	12	23	17	16	33%	-30%		
RES	11	11	10	12	9%	9%		
Other	0	0	0	-7				
Depreciation & other	-79	-81	-80	-84				
Adj. EBIT	85	257	141	148	75%	-42%		
Net financial items	-25	-30	-37	-31				
Other associates and Other	-19	-28	-10	-11				
Pre-tax income (loss)	31	202	94	106	240%	-48%		
Tax expense	21	-58	-24	-24				
Adjustments	-31	20	15	-18				
Minorities								
Adjusted net income	21	164	85	64		-61%	77	-16%
EPS (basic)	0.07	0.54	0.28	0.21		-61%		
Refinery sales volume, kt	3,951	3,987	3,826	4,003	1%	0%		

Source: Company data, Goldman Sachs Global Investment Research

Η απόδοση στα πετροχημικά ήταν σύμφωνη με τις προσδοκίες της Goldman, με προσαρμοσμένο EBITDA ύψους 16 εκατ., λόγω της συνεχιζόμενης ανάκαμψης των περιθωρίων PP. Το τμήμα Ανανεώσιμων Πηγών της εταιρείας συνεχίζει να ενισχύεται, με προσαρμοσμένο EBITDA από αυτό το τμήμα στα 12 εκατ.

Όσον αφορά τις ταμειακές ροές, το συνολικό κόστος κεφαλαίου της HelleniQ Energy το 2ο τρίμηνο του 2024 ήταν 80 εκατ., το οποίο, σε συνδυασμό με τα 247 εκατ. λειτουργικών ταμειακών ροών, οδήγησε σε 167 εκατ. FCF (χωρίς κεφάλαιο κίνησης).

Για το 3ο τρίμηνο του έτους, το περιθώριο αναφοράς της HelleniQ είναι κατά μέσο όρο 3,9 δολ. / βαρέλι, σε σύγκριση με 5,5 δολ. / βαρέλι το 2ο τρίμηνο.

Συνέχεια.....

Αποτίμηση και κίνδυνοι

Η Goldman Sachs εκτιμά την Helleniq Energy σε βάση SOTP, αποτιμώντας τις διάφορες επιχειρήσεις (διύλιση, μάρκετινγκ, πετροχημικά και ΑΠΕ). Οι βασικοί ανοδικοί κίνδυνοι για την σύσταση και την τιμή στόχο περιλαμβάνουν υψηλότερα περιθώρια διύλισης από τα αναμενόμενα επί του παρόντος, χαμηλότερες επενδύσεις κεφαλαίου ή/και αυξημένης αξίας (συμπεριλαμβανομένων των συγχωνεύσεων και εξαγορών) και υψηλότερα περιθώρια πετροχημικών.

HEPr.AT

12m Price Target: €7.70

Price: €7.06

Upside: 9.1%

Sell

GS Forecast

	12/23	12/24E	12/25E	12/26E	
Market cap: €2.2bn / \$2.4bn	Revenue (€ mn)	12,803.1	13,166.4	11,949.5	11,949.5
Enterprise value: €4.3bn / \$4.8bn	EBIT (€ mn)	917.2	623.3	420.2	452.8
3m ADTV: €2.1mn / \$2.3mn	EPS (€)	1.99	0.73	0.78	0.87
Greece	P/E (X)	3.8	9.7	9.0	8.1
Europe Oil	EV/EBITDA (ex lease,X)	3.6	4.6	6.0	5.4
M&A Rank: 3	Dividend yield (%)	11.8	5.1	5.7	6.4
Leases incl. in net debt & EV?: Yes	FCF yield (%)	30.2	7.0	(0.1)	12.2
	CROCI (%)	11.8	8.5	6.2	7.3
	N debt/EBITDA (ex lease,X)	1.4	1.9	2.5	2.1
		3/24	6/24E	9/24E	12/24E
	EPS (€)	0.54	0.28	(0.25)	0.16

Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates, FactSet. Price as of 28 Aug 2024 close.

Οι αποδόσεις των μετοχών του FTSE 25 τον Αύγουστο & Ytd

Μετοχή	Απόδοση Αυγούστου 2024	Απόδοση 2024
ΒΙΟ	-1,36%	10,27%
CENER	0,41%	35,47%
ΤΙΤC	-3,65%	47,79%
ΕΕΕ	-1,77%	26,12%
ΟΤΕ	-3,36%	13,64%
ΑΡΑΙΓ	-5,04%	-3,70%
ΤΕΝΕΡΓ	-0,62%	20,19%
ΣΑΡ	-9,47%	18,62%
ΔΑΑ	-0,78%	-3,66%
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	5,72%	-18,82%
ΓΕΚΤΕΡΝΑ	-2,12%	33,13%
ΜΥΤΙΛ	-6,69%	-7,25%
ΛΑΜΔΑ	-7,49%	4,14%
ΕΛΧΑ	-2,65%	-0,54%
ΑΛΦΑ	-9,19%	0,49%
ΜΠΕΛΑ	-7,59%	-8,92%
ΕΤΕ	-3,11%	24,93%
ΠΕΙΡ	0,21%	22,13%
ΕΥΡΩΒ	-2,55%	28,20%
ΕΛΠΕ	-3,51%	-1,92%
ΟΤΟΕΛ	-3,20%	-10,17%
ΕΥΔΑΠ	-3,61%	-8,05%
ΟΠΑΠ	-2,92%	1,76%
ΜΟΗ	-7,74%	-8,67%
ΔΕΗ	-1,27%	4,12%
ΓΔ	-3,18%	10,68%
FTSE 25	-3,69%	11,24%
Τραπεζικός Δείκτης	-3,03%	19,22%

Πηγή: Καραμανώφ ΑΧΕΠΕΥ