

## Οικονομικά - Εταιρικά Νέα



### Τράπεζες: Πού ποντάρουν τώρα οι διοικήσεις – Τα φθινοπωρινά τεστ των διεθνών οίκων

Περαιτέρω βελτίωση της βαθμολογίας για την πιστοληπτική τους ικανότητα από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης αναμένουν οι ελληνικές τράπεζες και οι διοικήσεις τους μέχρι το τέλος του έτους, σε συνέχεια της πρόσφατης επιστροφής τους στην επενδυτική κατηγορία.

Όπως εκτιμούν, υπάρχουν ακόμη σημαντικά περιθώρια βελτίωσης του αξιόχρεού τους, λόγω της σημαντικής προόδου που έχουν καταγράψει τα θεμελιώδη μεγέθη τους και της συνεπακόλουθης μείωσης των κινδύνων για τους καταθέτες και λοιπούς πιστωτές τους.

Οι ελληνικές τράπεζες έχουν μειώσει τα κόκκινα δάνεια στην περιοχή του 3%, με τις σχετικές τάσεις να παραμένουν πτωτικές

Συγκεκριμένα, έχουν μειώσει τα κόκκινα δάνεια στην περιοχή του 3%, με τις σχετικές τάσεις να παραμένουν πτωτικές, ενίσχυσαν σημαντικά μέσω της κερδοφορίας τους την κεφαλαιακή ισχύ την τελευταία τριετία, ενώ οι δείκτες ρευστότητας είναι από τους υψηλότερους στην ΕΕ και αρκετά πάνω από το γενικό μέσο όρο.

Το μόνο μειονέκτημα αυτήν τη στιγμή για τον εγχώριο κλάδο σχετίζεται με την ποιότητα των κεφαλαίων τους, λόγω της υψηλής συμμετοχής του αναβαλλόμενου φόρου σε αυτά.

Ωστόσο, το ποσοστό του έχει περιοριστεί σημαντικά και αναμένεται να υποχωρήσει ακόμη περισσότερο τα επόμενα χρόνια, όσο το καθαρό τους αποτέλεσμα διατηρείται στα τρέχοντα πολυετή υψηλά.

Οι νέες αξιολογήσεις για τις ελληνικές τράπεζες

Στο πλαίσιο αυτό, αναλυτές θεωρούν ότι εφόσον οι οικονομολόγοι των οίκων αξιολόγησης παραμείνουν αισιόδοξοι για τη δημοσιονομική πορεία της χώρας και για τις μακροοικονομικές προοπτικές, θα έλθουν και οι ανάλογες αναβαθμίσεις για τις τράπεζες.

Οι εκθέσεις για το ελληνικό δημόσιο, που αποτελούν πάντοτε προάγγελο για τον χρηματοπιστωτικό κλάδο, είναι προγραμματισμένες τις ακόλουθες ημερομηνίες:

- 6 Σεπτεμβρίου DBRS
- 13 Σεπτεμβρίου Moody's
- 18 Οκτωβρίου Standard & Poor's
- 22 Νοεμβρίου Fitch Ratings
- 6 Δεκεμβρίου DBRS

Συνέχεια...

Αν σε αυτές καταγραφούν νέες αναβαθμίσεις, αναλυτές εκτιμούν ότι θα ακολουθήσουν ανάλογες ανακοινώσεις και για τις τράπεζες.

**Τα οφέλη**

Μία τέτοια εξέλιξη θα διευκολύνει περαιτέρω την εκτέλεση του επιχειρησιακού σχεδιασμού των συστημικών ομίλων, καθώς θα δημιουργήσει το κατάλληλο περιβάλλον για την επίτευξη των στόχων που προβλέπουν τα τριετή τους πλάνα.

Πρόκειται για αναγκαία συνθήκη προς την κατεύθυνση διατήρησης ισχυρής οργανικής κερδοφορίας και κατά την περίοδο χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής στη ζώνη του ευρώ.

Κι αυτό διότι θα συμβάλλει καθοριστικά στην περαιτέρω μείωση του κόστους χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών από τις αγορές, προς κάλυψη των αναγκών τους, τόσο για κεφάλαια, στο πλαίσιο της οδηγίας MREL, όσο και για ρευστότητα.

Τα φθηνότερα και περισσότερα καύσιμα που θα εξασφαλίσουν θα ανοίξουν το δρόμο για την προσφορά ακόμη πιο ελκυστικών δανειακών προγραμμάτων, τόσο για νοικοκυριά, όσο και για επιχειρήσεις, εξέλιξη που αναμένεται να οδηγήσει σε αύξηση της ζήτησης για δανεισμό.

Σύμφωνα με αναλυτές, η επιτάχυνση των ρυθμών πιστωτικής επέκτασης, δια της ανόδου των εκταμιεύσεων μετά τη μείωση των ευρωπαϊκών επιτοκίων που έχει ήδη ξεκινήσει και θα επιταχυνθεί τους επόμενους μήνες, είναι προϋπόθεση για την προστασία του επιτοκιακού εισοδήματος των τραπεζών.

Με τον τρόπο αυτό, τα έσοδα από τις νέες εργασίες θα αναπληρώσουν τις απώλειες από τη μείωση των τόκων που προέρχονται από τα υφιστάμενα υπόλοιπα χορηγήσεων, η πλειονότητα των οποίων είναι κυμαινόμενου επιτοκίου.

**Οι επιδόσεις του 2024**

Υπενθυμίζεται ότι τα καθαρά έσοδα από τόκους των τεσσάρων συστημικών ομίλων στο α' εξάμηνο του 2024 ανήλθαν σε 4,2 δισ. ευρώ, υψηλότερα κατά 10% σε ετήσια βάση.

Ωστόσο, όλα δείχνουν ότι η δυναμική που προσέδωσε η διεύρυνση του επιτοκιακού περιθωρίου και η διατήρηση του κόστους άντλησης ρευστότητας από το καταθετικό κοινό σε χαμηλά επίπεδα, εξαντλείται.

Για παράδειγμα, στο β' τρίμηνο της εφετινής χρήσης το καθαρό επιτοκιακό εισόδημα ήταν μειωμένο κατά 1% σε σχέση με το αμέσως προηγούμενο, ως αποτέλεσμα της υποχώρησης των διατραπεζικών επιτοκίων euribor, με τα οποία είναι συνδεδεμένα τα περισσότερα δάνεια στην Ελλάδα.

Ως εκ τούτου, κλειδί για να συνεχιστούν οι υψηλές πτήσεις στα οργανικά έσοδα αποτελεί η μεγέθυνση του ενεργητικού των τραπεζών, η οποία περνά σε μεγάλο βαθμό μέσα από τη βελτίωση του αξιόχρεού τους.

**Πηγή: Οικονομικός Ταχυδρόμος**



## Ελληνική οικονομία: Εν αναμονή των κρίσιμων «2+2» αξιολογήσεων

Εν αναμονή των αξιολογήσεων από 4 οίκους βρίσκεται το οικονομικό επιτελείο της κυβέρνησης, καθότι θα αφήσουν ένα αποτύπωμα της κυβερνητικής πορείας πάνω στην ελληνική οικονομία.

Το ζήτημα είναι σημαντικό, αφού οι αναφορές αυτές θα αποτελούν μήνυμα τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό, ενώ ο ένας από τους δύο είναι η Moody's, η οποία αρνήθηκε στα μέσα του περασμένου Μαρτίου να «δώσει» την επενδυτική βαθμίδα στην ελληνική οικονομία, κάτι που αποτέλεσε ακόμη ένας σημείο κριτικής προς την κυβέρνηση της ΝΔ.

Οι αξιολογήσεις για την ελληνική οικονομία

Όπως γράφει ο Οικονομικός Ταχυδρόμος. Η ελληνική οικονομία θα αξιολογηθεί εκ νέου από τον Καναδικό οίκο DBRS στις 6 Σεπτεμβρίου, ο οποίος έχει βαθμολογήσει την Ελλάδα σε επενδυτική βαθμίδα BBB Low με σταθερές προοπτικές.

Ωστόσο, η πιο κρίσιμη ημερομηνία είναι 13η Σεπτεμβρίου 2024 όπου θα αξιολογήσει την Ελλάδα ο αμερικανικός οίκος Moody's που βαθμολογεί την οικονομία σε Ba1 (χωρίς επενδυτική βαθμίδα) με σταθερές προοπτικές.

Αντίθετα ο οίκος Standard & Poor's που έχει προγραμματισμένη αξιολόγηση στις 18 Οκτωβρίου, αναβάθμισε την αξιολόγηση της οικονομίας από «σταθερή» σε «θετική» διατηρώντας όμως το αξιόχρεο στη βαθμίδα BBB-. Η Fitch θα αξιολογήσει την οικονομία στις 22 Νοεμβρίου, έχοντας διατηρήσει την αξιολόγηση της οικονομίας σε «σταθερή» και το αξιόχρεο στην ελάχιστη επενδυτική βαθμίδα.

Τα νέα δεδομένα στην ελληνική οικονομία

Πάντως και οι τέσσερις επερχόμενες αξιολογήσεις αναμένεται να έχουν συμπεριλάβει και τα νέα δεδομένα που θα υπάρξουν. Για παράδειγμα, το θέμα της εκτίμησης του ελληνικού ΑΕΠ θα συμπεριληφθεί όπως και η παρατηρούμενη κόπωση της κυβέρνησης σε ό,τι αφορά τις μεταρρυθμίσεις. Στις μεγαλύτερες προκλήσεις για την ελληνική οικονομία περιλαμβάνεται το μεγάλο έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Επιπλέον, δεδομένου του μεγέθους και της σημασίας τομέων όπως ο τουρισμός και η ναυτιλία, η οικονομία είναι επιρρεπής σε εξωτερικούς κραδασμούς, κάτι που δημιουργεί ζητήματα, εξαιτίας του γεγονότος ότι η ευρωζώνη παρουσιάζει ισχνή ανάπτυξη.

Επιπλέον, η στάθμιση της πορείας του ελληνικού δημοσίου χρέους αναμένεται να διαδραματίσει έναν ρόλο. Υπενθυμίζεται ότι κατά την τελευταία έκθεση της Moody's καταγραφόταν πως ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ θα παραμείνει υπερβολικά υψηλός. Ωστόσο, η ευνοϊκή δομή του χρέους και το μεγάλο κεφαλαιακό μαξιλάρι μετριάζουν την κατάσταση, τόνιζε.

Κατά τη Moody's, πτωτικές πιέσεις θα μπορούσαν να προκύψουν εάν καταγραφεί μια αντιστροφή της πορείας πολιτικής που παρατηρήθηκε τα τελευταία χρόνια. Αρνητικό αντίκτυπο θα είχαν ακόμη και οι ενδείξεις ότι οι προηγούμενες μεταρρυθμίσεις δεν δίνουν την ώθηση στην ανάπτυξη και τους δημοσιονομικούς λογαριασμούς που αναμένεται επί του παρόντος, επιβαρύνοντας το επιχειρηματικό κλίμα και τις επενδύσεις.

Επενδύσεις και Ταμείο Ανάκαμψης

Πάντως και το θέμα των επενδύσεων εγείρει ζητήματα, καθότι οι Άμεσες Ξένες Επενδύσεις είναι μειωμένες σε σχέση με πέρυσι. Παράλληλα τίθεται ευθέως θέμα και με την πορεία υλοποίησης του Ταμείου Ανάκαμψης, καθώς έχουν παρατηρηθεί σημαντικά ζητήματα σε σχέση την απορρόφηση.

Όλα τα παραπάνω αναμένεται να τεθούν στο μικροσκόπιο των τεσσάρων οίκων, οι οποίοι αποτυπώνουν μακροσκοπικά τα όσα διαδραματίζονται στην ελληνική οικονομία. Όπως και την αρχική πρόθεση της κυβέρνησης να τηρήσει τους δημοσιονομικούς κανόνες, οι οποίοι τίθενται σε ισχύ από την 1/1/2025. Για αυτό και η κυβέρνηση της ΝΔ έχει φροντίσει να δώσει το...σήμα σε όλους τους τόνους πως πρέπει να κρατηθεί μικρό καλάθι ενόψει των ανακοινώσεων του πρωθυπουργού στις 7 Σεπτεμβρίου, ήτοι μία ημέρα μετά την αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας από την DBRS και 6 ημέρες πριν από την αντίστοιχη της Moody's.





### Motor Oil: Πώς είδε η Goldman Sachs τα αποτελέσματα

Καλύτερα των εκτιμήσεων ήταν στις περισσότερες γραμμές τα αποτελέσματα της Motor Oil το β' 3μηνο του 2024, κατά την Goldman Sachs, καθώς τα προσαρμοσμένα EBITDA ανήλθαν στα 289 εκατ., 7% πάνω από τη συναίνεση, και προσαρμοσμένα καθαρά κέρδη 172 εκατ., 19% πάνω από τη συναίνεση.

Σύμφωνα με την Goldman Sachs, σε όλους τους επιχειρηματικούς τομείς, οι όγκοι πωλήσεων προϊόντων ξεπέρασαν τις προσδοκίες στα 3.439 kt, σε συνδυασμό με ένα προσαρμοσμένο περιθώριο διύλισης στα 107 δολάρια /τόνο το 2ο τρίμηνο, τα οποία και οδήγησαν σε προσαρμοσμένο EBITDA για τον κλάδο Διύλισης στα 231 εκατ.

Οι επιδόσεις στον κλάδο Power & Gas ήταν κατώτερες των προσδοκιών, με προσαρμοσμένο EBITDA να αναφέρεται από αυτό το τμήμα στα 27 εκατ., αλλά τα αποτελέσματα του κλάδου καυσίμων και μάρκετινγκ ήταν πάνω από τις προσδοκίες, με το προσαρμοσμένο EBITDA να αναφέρεται από αυτόν τον κλάδο στα 30 εκατ.

Για το 2ο τρίμηνο του 2024, η Motor Oil αναμένει τα περιθώρια διύλισης να είναι σε παρόμοια επίπεδα με αυτά του 2ου τριμήνου.

Exhibit 1: Motor Oil 2024 results vs GSe and company-compiled consensus (average)

Motor Oil 2Q24								
EUR mn	2Q 2023 act	1Q 2024 act	2Q 2024 est	2Q 2024 act	% chg yoy	% chg qoq	Company Cons.	vs comp. cons
Total revenue and other income	2,621	2,979	2,998	3,259				
Adj. EBITDA	155	334	265	289	86%	-13%	269	7%
Refining	89	263	204	231	160%	-12%		
Fuels Marketing	21	22	25	30	43%	36%		
Power & Gas	40	49	36	27		-45%		
Other	5	0	0	1				
DD&A	-59	-60	-62	-62	5%	3%		
Adj. EBIT	95	272	203	227		-17%		
Adj. pre-tax income (loss)	70	228	173	226		-1%		
Tax expense	-15	-56	-38	-51				
Tax rate (%)	19%	12%	22%	22%				
Minorities	-4	4	0	-4				
Other								
Adjusted net income	52	175	135	172		-2%	145	19%
Adj. EPS	0.48	1.61	1.24	1.59		-1%		
Adj. Refining margin (US\$/tn)	104	112	95	107	3%	-4%		
Total product sales, kt	2,493	3,265	3,265	3,439	38%	5%		
Refinery processed volume, kt	2,257	3,173	3,166	3,326	47%	5%		

Source: Company data, Goldman Sachs Global Investment Research

Συνέχεια...

### Στα 30 ευρώ η τιμή στόχος

Αν και η Goldman Sachs θέτει την τιμή στόχο στα 30 ευρώ, κάτι που υποδηλώνει περιθώριο ανόδου άνω του 37%, δίνει σύσταση neutral, ήτοι ουδετερότητα. Εκτιμά, δε, ότι στη βάση SOTP, αποτιμώντας δηλαδή τις διάφορες επιχειρήσεις (διύλιση, λιανικό εμπόριο, φυσικό αέριο και ενέργεια), ο δείκτης EV/EBITDA είναι στο 5,0x βάσει εκτιμήσεων 2025 στις δραστηριότητες διύλισης της εταιρείας (σύμφωνα με τον ιστορικό μέσο όρο των 10 ετών της Motor Oil), στο 6,0x στις δραστηριότητες μάρκετινγκ καυσίμων της εταιρείας (που αντικατοπτρίζει τη σχετικά μεγαλύτερη ανθεκτικότητα αυτής της επιχείρησης) και στο 8x στις δραστηριότητες της εταιρείας Power & Gas (που επί του παρόντος κυριαρχείται από ανανεώσιμες πηγές ενέργειας).

Οι βασικοί κίνδυνοι της εκτίμησής της περιλαμβάνουν υψηλότερα/χαμηλότερα περιθώρια διύλισης από τα αναμενόμενα επί του παρόντος, χαμηλότερες/υψηλότερες επενδύσεις κεφαλαίου και/ή αυξημένη αξία/επενδύσεις (συμπεριλαμβανομένων εξαγορών) και υψηλότερες/χαμηλότερες αποδόσεις μετρητών στους μετόχους (μερίσματα) από ό,τι εκτιμάται αυτήν τη στιγμή.

MORr.AT

12m Price Target: €30.00

Price: €21.80

Upside: 37.6%

Neutral

### GS Forecast

Market cap: €2.4bn / \$2.6bn  
Enterprise value: €3.6bn / \$4.1bn  
3m ADTV: €5.2mn / \$5.7mn  
Greece  
Europe Oil  
M&A Rank: 3  
Leases incl. in net debt & EV?: No

	12/23	12/24E	12/25E	12/26E
Revenue (€ mn)	13,316.7	11,860.5	11,860.5	11,860.5
EBIT (€ mn)	1,232.9	735.8	541.9	541.0
EPS (€)	8.12	2.95	3.13	3.07
P/E (X)	2.9	7.4	7.0	7.1
EV/EBITDA (ex lease,X)	2.6	3.7	4.5	4.3
Dividend yield (%)	7.8	6.9	7.0	7.0
FCF yield (%)	19.7	14.8	7.9	11.8
CROCI (%)	14.6	13.7	9.9	10.9
N debt/EBITDA (ex lease,X)	0.9	1.2	1.4	1.3
	3/24	6/24E	9/24E	12/24E
EPS (€)	1.61	1.24	(0.55)	0.63

Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates, FactSet. Price as of 27 Aug 2024 close.