

Goldman Sachs: Ο κλάδος των διυλιστηρίων είναι το επόμενο μεγάλο trade στην Ευρώπη – Motor Oil και ΕΛΠΕ στο "καλάθι" των νικητών



Της **Ελευθερίας Κούρταλη**

Οι ευρωπαϊκές χώρες "ανοίγουν" και πάλι, ωστόσο τα περιθώρια διύλισης και οι μετοχές του κλάδου έχουν μείνει σημαντικά πίσω, όπως σημειώνει η Goldman Sachs σε νέα της έκθεση όπου εξετάζει εάν ο κλάδος των διυλιστηρίων στην περιοχή της Κεντρικής Ευρώπης, της Μέσης Ανατολής και της Αφρικής (CEEMEA) μπορεί να αποτελέσει το επόμενο play για το re-opening της Ευρώπης.

Όπως σημειώνει, το "άνοιγμα" της οικονομίας της Ευρώπης επιταχύνεται με το μέσο επίπεδο δραστηριότητας να βρίσκεται αυτή τη στιγμή στο περίπου 50% κάτω από τα προ Covid-19 επίπεδα, έναντι 65% χαμηλότερα που ήταν στα τέλη Φεβρουαρίου 2021. Ωστόσο, παρά το συνεχιζόμενο "άνοιγμα", η απόδοση των ευρωπαϊκών περιθωρίων διύλισης και των μετοχών διύλισης υστερεί έναντι των επιδόσεων των μετοχών σε άλλους κλάδους, όπως αυτός του πετρελαίου και του αερίου, των μετάλλων και της εξόρυξης καθώς και των μετοχών του κλάδου των ταξιδιών και των αεροπορικών εταιρειών. Η Goldman Sachs πιστεύει ωστόσο, ότι με την επιτάχυνση της ανάκαμψης της ζήτησης για τα προϊόντα πετρελαίου, η οποία αναμένεται στο β' εξάμηνο του 2021 και το 2022, τα περιθώρια διύλισης και οι μετοχές διύλισης της περιοχής της CEEMEA θα καλύψουν τη διαφορά.

Σε αυτό το πλαίσιο, η Goldman Sachs προτιμά εκείνες τις μετοχές που αποτελούν "pure plays" του κλάδου οι οποίες και αναμένεται να κεφαλαιοποιήσουν την ανάκαμψη των περιθωρίων διύλισης που αναμένεται από το δεύτερο μισό του τρέχοντος έτους και το

επόμενο έτος. Στα top picks της τοποθετεί την Motor Oil την οποία και αναβαθμίζει σε Buy από Neutral, η οποία και έχει, όπως επισημαίνει, την υψηλότερη μέση μερισματική απόδοση το διάστημα 2021/2022 στην περιοχή, στο 8% περίπου. Έτσι δίνει τιμή-στόχο τα 17 ευρώ με περιθώριο ανόδου της τάξης του 26% από τα τρέχοντα επίπεδα στο ταμπλό.

Πιο αναλυτικά, η G.S επισημαίνει πως η Motor Oil είναι σε καλή θέση για να επωφεληθεί από την ανάκαμψη των περιθωρίων διύλισης. Έτσι εκτιμάται ότι η απόδοση ελεύθερων ταμειακών ροών θα κινηθεί στο 11% σε μέσο όρο το 2021 / 2022. Αυτό, σε συνδυασμό με την ανάκαμψη της κερδοφορίας που αναμένεται για το ίδιο διάστημα, θα μεταφραστεί σε μια σταδιακή αύξηση των μερισμάτων: προβλέπεται ότι το μέρισμα ανά μετοχή της Motor Oil θα κινηθεί στα 0,9 με 1,1 ευρώ το 2021-2022, πράγμα που συνεπάγεται μερισματική απόδοση 8% σε μέσο όρο που είναι από τις υψηλότερες μεταξύ των διυλιστηρίων στην περιοχή CEEMEA.

Παράλληλα η Goldman Sachs ξεκινά την κάλυψη των Ελληνικών Πετρελαίων με ουδέτερο rating. Αναμένει ότι η ελληνική εισηγμένη θα σημειώσει σημαντική αύξηση κερδών και ελεύθερων ταμειακών ροών μεσοπρόθεσμα λόγω της ανάκαμψης των περιθωρίων διύλισης, ωστόσο, σε ό,τι αφορά την τιμή της μετοχής της θεωρεί ότι τα παραπάνω έχουν αποτιμηθεί λίγο-πολύ από την αγορά. Έτσι, δίνει τιμή-στόχο τα 7 ευρώ με 14% περιθώρια ανόδου, ενώ η εκτιμώμενη μερισματική απόδοση τοποθετείται στο 7% που είναι επίσης υψηλή σε σχέση με τις υπόλοιπες μετοχές του κλάδου.

Η G.S αναμένει ότι και τα ΕΛΠΕ θα επωφεληθούν από την ανάκαμψη στα περιθώρια διύλισης, καθώς η διύλιση είναι ο μεγαλύτερος συντελεστής στα κέρδη του ομίλου. Επίσης αναμένεται πως οι ελεύθερες ταμειακές ροές θα επεκταθούν κατά 40% από το 2020 έως το 2022, ενώ τα μερίσματα θα αυξηθούν από 0,1 ευρώ ανά μετοχή το 2020 σε 0,5 ευρώ ανά μετοχή το 2023 λόγω της ισχυρής αύξησης της παραγωγής και των ελεύθερων ταμειακών ροών.

Exhibit 16: Summary of new and old 12m price targets, methodology and risks to our view
Prices as of May 27, 2021 close

Company	Pricing currency	Price	Rating old	Rating new	TP old	TP new	Revision	Est. upside (downside)	Valuation methodology	Target multiple (applied to 75%/25% 2022/23 EBITDA/DACF)	Target dividend yield (applied to 75%/25% 2022/23 DPS)	Key risks
MOI	EUR	2,264.0	Sell	Neutral	2,100.0	2,600.0	23.8%	15%	EV/2021 EBITDA/DACF and target dividend yield	3.7x (3.0x)	4.7% (3%)	Higher-than-expected production and utilization rate, strong-to-medium-than-expected refining margins and higher-than-expected dividends
Motor Oil	EUR	13.5	Neutral	Buy	13.5	17.0	25.9%	26%	EV/2021 EBITDA/DACF and target dividend yield	4x (3.5x)	7.5% (6.3%)	Lower dividends, weaker refining margins, lower-than-expected expansion of light ends product spreads, lower finished stocks and higher taxes
Tupras	TRY	96.8	Buy	Buy	120.0	130.0	8.2%	24%	EV/2021 EBITDA/DACF and target dividend yield	7x (6.5x)	12% (13%)	Lower-than-expected finished stock, weaker-than-expected refining margins and lower-than-expected dividends
PNK	PLN	75.3	Sell	Sell	55.0	55.0	18.2%	(17%)	EV/2021 EBITDA/DACF and target dividend yield	4.7x (4.5x)	4.9% (2%)	Higher-than-expected refining margins/losses at margins, higher-than-expected dividends, lower-than-expected taxes
OMV Petrom SA	USD	19.9	Buy	Buy	17.5	20.5	17.1%	27%	EV/DACF based	4.4x (4x)	NA	Lower oil and/or gas prices, lower refining margins, higher taxes and higher costs
Rompetrol	USD	7.8	Buy	Buy	5.0	15.5	18.7%	23%	EV/DACF based	6.5x (6x)	NA	Operational changes in operations, a lower gas price, lower production, higher taxes and lower dividends
Hellenic Petroleum	EUR	6.1	NA	Neutral	NA	7.0	NA	14%	EV/2021 EBITDA/DACF and target dividend yield	5.5x	7%	Higher-than-expected refining margins, higher-than-expected dividends, higher-than-expected taxes

Source: Goldman Sachs Global Investment Research, FactSet



[Goldman Sachs: Ο κλάδος των διυλιστηρίων είναι το επόμενο μεγάλο trade... | Capital](#)