

ΕΡΕΥΝΑ ΜΕΤΟΧΩΝ · ΕΝΑΡΞΗ ΚΑΛΥΨΗΣ

Cenergy Holdings S.A.

XA / Euronext Βρυξέλλες: CENER

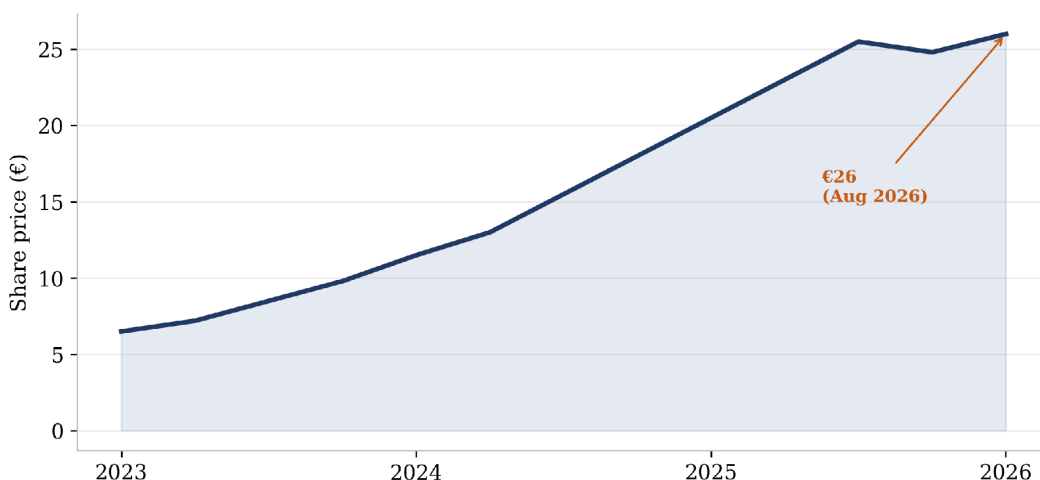
Εκτίμηση Αγορά	Τρέχουσα τιμή €22.8	Στόχος 12 μηνών €28	Συνολική Απόδοση ~+22.8%
Κεφαλαιοποίηση αγοράς ~€5,0 δισ.	Καθαρό Χρέος (Οικονομικό Έτος 2025) 152 εκατ. ευρώ	Εύρος 52 εβδομάδων €11–2€6*	Τμήμα Ηλεκτρολογικός Εξοπλισμός.

Συντάχθηκε στις 24 Αυγούστου 2026 · Όλα τα ποσά είναι σε EUR εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά ·

Σύνοψη Επενδύσεων

Ξεκινάμε την κάλυψη της Cenergy Holdings S.A. (ATHEX/EBR: CENER) με αξιολόγηση NEUTRAL (Διακράτηση) και τιμή-στόχο 12 μηνών €28, που υποδηλώνει αύξηση τιμής περίπου 8% από την τρέχουσα τιμή των €22.8 και συνολική απόδοση περίπου 18.4% συμπεριλαμβανομένου του μερίσματος. Η Cenergy, κατά την αξιολόγησή μας, είναι η επιχείρηση υψηλότερης ποιότητας που έχουμε εξετάσει σε όλη την πρόσφατη κάλυψή μας: ένας καλά διαχειριζόμενος, δομικά πλεονεκτικός κατασκευαστής καλωδίων και σωλήνων που επιτρέπουν φυσικά την ενεργειακή μετάβαση της Ευρώπης, με έναν ισχυρό ισολογισμό που μεταβαίνει σε καθαρή ταμειακή θέση έως το 2029 σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας. Η επιφύλαξή μας δεν είναι η επιχείρηση αλλά το τίμημα: μετά από μια πολυετή επαναξιολόγηση, οι μετοχές διαπραγματεύονται τώρα με περίπου 12,6 φορές το μελλοντικό EV/EBITDA και 22 φορές τα μελλοντικά κέρδη.-μια premium επιλογή για τους διαφοροποιημένους ηγέτες καλωδίων και κοντά στην NKT, εξειδικευμένη σε καθαρά προϊόντα υψηλής τάσης.-η οποία ήδη αντικατοπτρίζει πολλά από τα καλά νέα. Θα συσσωρευάμε αδυναμία.

Figure 1 — A Multi-Year Re-Rating on the Energy-Transition Theme (illustrative, €)



Illustrative price path; shares up multi-fold since 2023 on offshore-wind/grid exposure. Source: market data.

Σχήμα 1. Πολυετής επαναξιολόγηση του θέματος της ενεργειακής μετάβασης (ενδεικτικά).

Η πεποίθησή μας ότι η Cenergy είναι δίκαιη-αντί για φθηνά ή ακριβά-Η αποτίμηση βασίζεται στη σύγκριση των μεθόδων μας: μια βασική προεξοφλημένη ταμειακή ροή περίπου 26 € ανά μετοχή, μια πιθανοσταθμισμένη αξία σεναρίου περίπου 25 € και ένα εύρος συγκρίσιμων εταιρειών που οριοθετεί την τρέχουσα τιμή. Σε αντίθεση με μια μετοχή με τεντωμένη ανάπτυξη ή μια κυκλική διαπραγμάτευση σε μια κορύφωση, η τρέχουσα τιμή της Cenergy βρίσκεται άνετα εντός του θεμελιώδους εύρους της. Η επενδυτική περίπτωση επομένως βασίζεται στον χρονικό ορίζοντα και το σημείο εισόδου: για έναν υπομονετικό ιδιοκτήτη, ~13% ετήσια κέρδη που προκύπτουν από μια δίκαιη τιμή εκκίνησης, χρηματοδοτούμενα εσωτερικά με έναν ισολογισμό απομόχλευσης, είναι πραγματικά ελκυστικά. Για έναν 12μηνο ορίζοντα στο σημερινό πολλαπλασιαστή ασφαλιστρου, ο κίνδυνος/ανταμοιβή είναι ισορροπημένος.

Βασικά σημεία επένδυσης:

- **Τα καλώδια αποτελούν μια δομικά πλεονεκτική μηχανή ανάπτυξης.** Η Ελληνικά Καλώδια (~71% των εσόδων του 2025, ~69% των EBITDA) πωλεί σε έναν κύκλο ζήτησης πολλαπλών δεκαετιών, καθοδηγούμενο από πολιτικές-καλώδια εξαγωγής υπεράκτιας αιολικής ενέργειας και καλώδια μεταξύ συστοιχιών, διασυνδέσεις HVDC και ενίσχυση δικτύου-όπου η χωρητικότητα υψηλής τάσης/υποθαλάσσιας παραγωγής είναι περιορισμένη και η προσθήκη της είναι αργή. Μοντελοποιούμε

το τμήμα με έσοδα ανατοκισμού ~13% ετησίως, με το περιθώριο EBITDA να επεκτείνεται από 16,4% σε ~18,8%, καθώς το μείγμα υποθαλάσσιων προϊόντων υψηλής αξίας κλιμακώνεται. Ένα ανεκτέλεστο υπόλοιπο 3,38 δισ. ευρώ (>1,5x έσοδα) υποστηρίζει την ορατότητα.

- **Ένας ισολογισμός-φρούριο και γνήσια αυτοχρηματοδότηση.** Το καθαρό χρέος μόλις 152 εκατ. ευρώ (πολύ κάτω από το μισό κύκλο εργασιών EBITDA) μειώνεται σε καθαρή ταμειακή θέση έως το οικονομικό έτος 2029, σύμφωνα με τα στοιχεία μας, ακόμη και ενώ χρηματοδοτούμε μεγάλες κεφαλαιουχικές δαπάνες και ένα αυξανόμενο μέρισμα (αύξηση 86% το 2025). Οι μη μοχλευμένες ελεύθερες ταμειακές ροές αυξάνονται από ~€96 εκατ. (οικονομικό έτος 2026E) σε ~€329 εκατ. (οικονομικό έτος 2030E). Αυτός είναι ένας σπάνιος συνδυασμός ανάπτυξης και οικονομικής πειθαρχίας.
- **Το τμήμα των σωλήνων είναι προαιρετικό υψηλότερης ποιότητας αλλά πιο κυκλικό.** Η Σωληνουργία Κορίνθου (~29% των εσόδων) κατέγραψε εξαιρετικά λειτουργικά κέρδη το 2025 (~€108 εκατ.) και στρέφεται από τους αγωγούς πετρελαίου και φυσικού αερίου σε υποδομές δέσμευσης άνθρακα και υδρογόνου. Σκόπιμα μοντελοποιούμε το περιθώριο κέρδους της ομαλοποιώντας από 18,1% σε ~14,5%, καθώς είναι απίθανο να επαναληφθεί αυτό το μείγμα έργων.-η κύρια κυκλική προειδοποίηση στους αριθμούς μας.
- **Η αποτίμηση είναι πλήρης, γεγονός που καλύπτει την βραχυπρόθεσμη ανοδική πορεία.** Με ~22πλάσια μελλοντικά κέρδη, η αγορά ήδη αποτιμά την Cenergy ως ένα premium όνομα καλωδίου ενεργειακής μετάβασης. Ο στόχος μας για τα 28 ευρώ (~20πλάσια κέρδη ανά μετοχή για το οικονομικό έτος 2027) αντικατοπτρίζει την εύλογη αξία που μεταφέρεται προς τα εμπρός για ένα έτος με ανατοκισμό. Το χάσμα μεταξύ αυτού και μιας υποβάθμισης σε μια ύφεση καθορίζει την ισορροπία κινδύνου/απόδοσης και την Ουδέτερη βαθμολογία μας.

Πίνακας 1. Οικονομική σύνοψη (A = πραγματική, E = εκτίμηση). Πηγή: Υποβολές Cenergy· Μοντέλο Εργασίας 2.

εκατομύρια ευρώ	Οικονομικό Έτος 23A	Οικονομικό Έτος 24A	Οικονομικό Έτος 25A	Οικονομικό Έτος 26E	Οικονομικό Έτος 27E	Οικονομικό Έτος 28E
Πρόσοδος	1.630	1.800	2.060	2.350	2.700	3.000
Προσαρμοσμένα EBITDA	195	272	348	403	460	518
περιθώριο %	12,0%	15,1%	16,9%	17,1%	17,0%	17,3%
Καθαρά κέρδη	84	140	194	225	258	293
Αραιωμένο EPS (€)	0,45	0,74	1.02	1.18	1.36	1,54
DPS (€)	0,10	0,14	0,26	0,32	0,38	0,45
Καθαρό χρέος/(μετρητά)	230	195	152	152	149	82
Απόθεμα	2.400	2.900	3.380	3.600	3.800	3.900

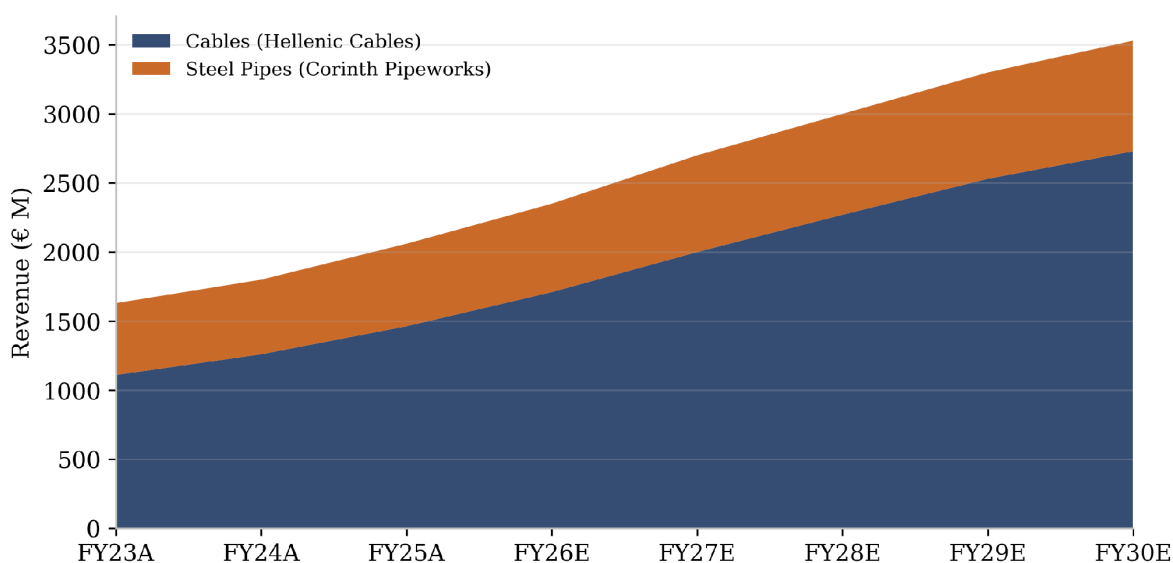
Διατριβή για επενδύσεις

Η διατριβή μας βασίζεται σε τέσσερις πυλώνες: έναν διαρθρωτικό, καθοδηγούμενο από πολιτικές κύκλο ζήτησης καλωδίων· τα οικονομικά της σπανιότητας της κατασκευής υψηλής τάσης/υποθαλάσσιας παραγωγής· ένα αυτοχρηματοδοτούμενο, απομειούμενο χρηματοοικονομικό μοντέλο· και μια αποτίμηση που ήδη αποτιμά το μεγαλύτερο μέρος αυτού, αφήνοντας ένα δίκαιο αλλά όχι φθηνό σημείο εισόδου.

Πυλώνας 1-Τα καλώδια ακολουθούν έναν κύκλο ζήτησης πολλών δεκαετιών, υποστηριζόμενο από πολιτικές

Η επιχείρηση καλωδίων της Cenergy είναι συνδεδεμένη με έναν από τους μεγαλύτερους και πιο ανθεκτικούς κύκλους κεφαλαίου στην παγκόσμια οικονομία: την ηλεκτροδότηση και την απαλλαγή από τον άνθρακα του ενεργειακού συστήματος της Ευρώπης. Τρεις δυνάμεις την καθοδηγούν-η ανάπτυξη υπεράκτιας αιολικής ενέργειας (η οποία απαιτεί τεράστιες ποσότητες υποθαλάσσιων εξαγωγών και καλωδίων μεταξύ συστοιχιών), η διασύνδεση και ενίσχυση των εθνικών δικτύων (διασυνδέσεις HVDC και μεταφορά υψηλής τάσης) και η ηλεκτροδότηση της θερμότητας, των μεταφορών και της βιομηχανίας (η οποία αυξάνει τα φορτία και απαιτεί χωρητικότητα διανομής). Οι ευρωπαϊκές επενδυτικές ανάγκες σε δίκτυα ανέρχονται μόνο σε αρκετές εκατοντάδες δισεκατομμύρια ευρώ έως το 2030. Δεν πρόκειται για κυκλική άνοδο, αλλά για μια διαρθρωτική, υποστηριζόμενη από κανονισμούς επέκταση με πολυετή παραγωγή, και η Cenergy κατασκευάζει ακριβώς τα προϊόντα που χρειάζεται.

Figure 3 — Revenue by Segment — Cables Drive the Growth (€ M)



Source: Cenergy filings; Task 2 model & Task 3 valuation. Certain splits estimated.

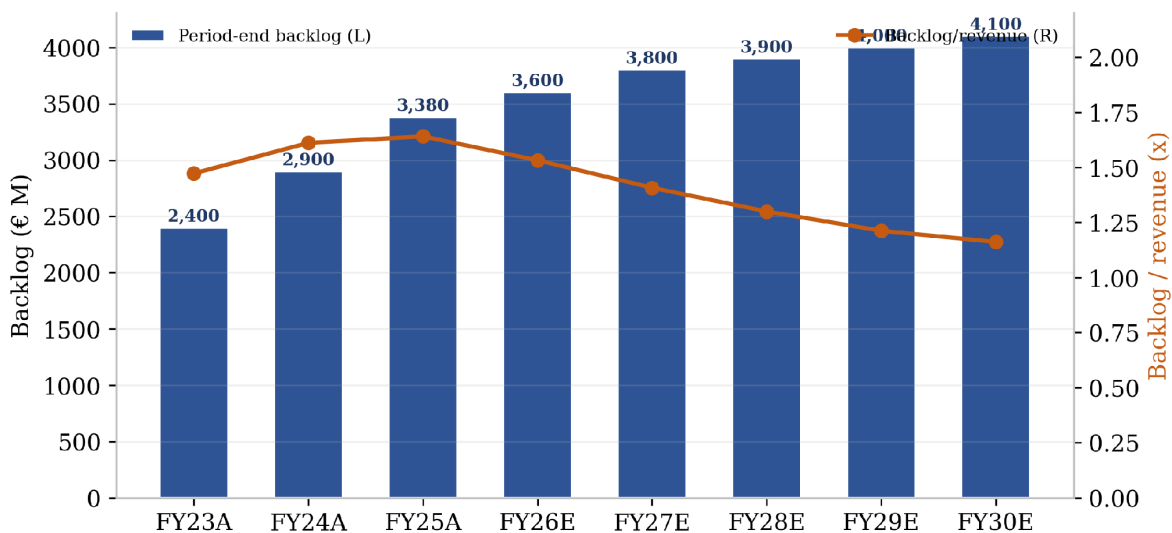
Σχήμα 2. Έσοδα ανά τμήμα-Τα καλώδια ωθούν την ανάπτυξη.

Πυλώνας 2-Τα οικονομικά της σπανιότητας προστατεύουν την εξειδικευμένη αγορά με την υψηλότερη αξία

Το πιο ελκυστικό μέρος του χαρτοφυλακίου-υποβρύχιο και καλώδιο HVDC-απολαμβάνει γνήσια οικονομία σπανιότητας. Πρόκειται για προϊόντα κατά παραγγελία, εκτενώς δοκιμασμένα, που πρέπει να επιβιώσουν δεκαετίες στον βυθό. Μόνο μια χούφτα εταιρείες παγκοσμίως είναι κατάλληλες για την κατασκευή τους, η πιστοποίηση διαρκεί χρόνια και οι εγκαταστάσεις και τα σκάφη πόντισης καλωδίων που απαιτούνται

κοστίζουν δισεκατομμύρια και χρειάζονται χρόνια για να κατασκευαστούν. Το αποτέλεσμα κατά τη διάρκεια του τρέχοντος κύκλου ήταν μεγάλα ανεκτέλεστα έργα, αυξανόμενες τιμές και ισχυρά περιθώρια κέρδους για όσους έχουν χωρητικότητα και προσόντα. Η επένδυση της Cenergy στην εγκατάσταση υποβρυχίων Fulgor και η ανοδική της καμπύλη τάσης στοχεύουν ακριβώς σε αυτό το αμυντικό, υψηλής απόδοσης άκρο της αγοράς. Το ανεκτέλεστο έργο της ύψους 3,38 δισεκατομμυρίων ευρώ-πάνω από ενάμιση χρόνο εσόδων-μετατρέπει αυτή τη σπανιότητα σε ορατή, συσταλμένη ταμειακή ροή.

Figure 19 – Order Backlog – Multi-Year Visibility

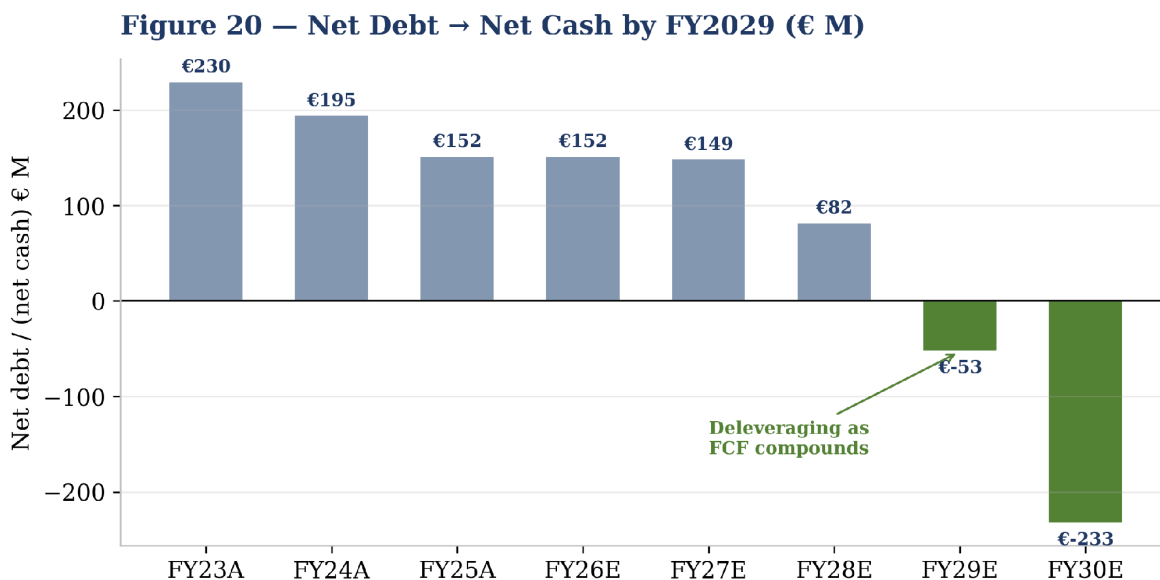


Source: Cenergy filings; Task 2 model & Task 3 valuation. Certain splits estimated.

Σχήμα 3. Το ανεκτέλεστο υπόλοιπο παραγγελιών παρέχει πολυετή ορατότητα εσόδων.

Πυλώνας 3-Ένα αυτοχρηματοδοτούμενο μοντέλο που απομειώνεται καθώς αναπτύσσεται

Αυτό που διακρίνει την Cenergy από τους περισσότερους κατασκευαστές ανάπτυξης με ένταση κεφαλαίου είναι ότι χρηματοδοτεί την επέκτασή της εσωτερικά, διατηρώντας παράλληλα ελάχιστη μόχλευση. Το καθαρό χρέος των 152 εκατομμυρίων ευρώ αντιστοιχεί σε πολύ κάτω από το μισό κύκλο εργασιών των EBITDA και, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, ο όμιλος φτάνει σε καθαρή ταμειακή θέση έως το οικονομικό έτος 2029, ακόμη και μετά από υψηλές κεφαλαιουχικές δαπάνες παραγωγικής ικανότητας και ένα απότομα αυξανόμενο μέρισμα. Οι προκαταβολές πελατών σε μεγάλα έργα αποτελούν μια διαρθρωτική πηγή χρηματοδότησης κεφαλαίου κίνησης χαμηλού κόστους. Η μη μοχλευμένη ελεύθερη ταμειακή ροή αυξάνεται από ~€96 εκατομμύρια σε ~€329 εκατομμύρια σε όλες τις προβλέψεις μας. Αυτή η οικονομική πειθαρχία μειώνει τον κίνδυνο και δίνει στη διοίκηση επιλογές-να επενδύσει, να αποκτήσει (όπως με την εξαγορά του Χάρτλπουλ το 2026) και να επιστρέψει μετρητά.



Source: Cenergy filings; Task 2 model & Task 3 valuation. Certain splits estimated.

Σχήμα 4. Το καθαρό χρέος μειώνεται σε καθαρή ταμειακή θέση έως το οικονομικό έτος 2029.

Πυλώνας 4-Η ποιότητα είναι σε μεγάλο βαθμό στην τιμή

Το αντίβαρο σε αυτά τα δυνατά σημεία είναι η αποτίμηση. Η Cenergy έχει αναβαθμίσει σημαντικά και τώρα διαπραγματεύεται σε πολλαπλασιαστική premium που ήδη προεξοφλεί τον υπερκύκλο της υπεράκτιας αιολικής ενέργειας, τη μετατόπιση του υποθαλάσσιου περιθωρίου που αυξάνει το περιθώριο κέρδους και την ποιότητα του ισολογισμού. Αυτό το πλαίσιο είναι υπερασπίσιμο δεδομένης της ανάπτυξης και της ποιότητας που προσφέρεται, αλλά αφήνει μικρό περιθώριο ασφαλείας και περιορίζει την βραχυπρόθεσμη ανοδική πορεία. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο η αξιολόγησή μας είναι Ουδέτερη και όχι Υπερβολικά Βαρύτερη, και ο λόγος που θα επιδιώκαμε να συσσωρεύσουμε σε οποιαδήποτε υποχώρηση προς το κατώτατο όριο εύλογης αξίας των 20-22 ευρώ που υπονοείται από τις πιο συντηρητικές μας υποθέσεις.

Παράγοντες κινδύνου

Θεωρούμε ότι οι κύριοι κίνδυνοι για τη θέση μας και την τιμή-στόχο εμπίπτουν σε τέσσερις κατηγορίες-ειδικά για την εταιρεία, τον κλάδο, τα οικονομικά και τη διακυβέρνηση/μακροοικονομικά-συνοψίζονται παρακάτω.

Κίνδυνοι που αφορούν συγκεκριμένα την εταιρεία

- **Συγκέντρωση και άμορφη δομή έργου.** Ένα μεγάλο μερίδιο των εσόδων προέρχεται από έναν περιορισμένο αριθμό μεγάλων, πολυετών έργων. Ο χρόνος, η καθυστέρηση, η ακύρωση ή η απώλεια μεμονωμένων βραβείων (ή τα προβλήματα εκτέλεσης σε αυτά) μπορούν να επηρεάσουν ουσιωδώς τα αποτελέσματα σε οποιαδήποτε δεδομένη περίοδο, και η αναγνώριση εσόδων σε μακροπρόθεσμες συμβάσεις δημιουργεί αστάθεια από τρίμηνο σε τρίμηνο.
- **Κίνδυνος εκτέλεσης σε μεγάλα έργα με το κλειδί στο χέρι.** Τα έργα υποβρύχιων καλωδίων και HVDC (που πωλούνται ολοένα και περισσότερο «με το κλειδί στο χέρι», συμπεριλαμβανομένης της εγκατάστασης) ενέχουν σημαντικό κίνδυνο εκτέλεσης, τεχνικό κίνδυνο και κίνδυνο εγγύησης. Οι υπερβάσεις κόστους, οι καθυστερήσεις στην εγκατάσταση ή τα ελαττώματα σε μια μεγάλη σύμβαση θα μπορούσαν να επηρεάσουν αρνητικά τα περιθώρια κέρδους και τη φήμη.

- **Μειονέκτημα κλίμακας δεύτερης βαθμίδας στα καλώδια.** Σε αντίθεση με τις Prysmian, Nexans και NKT, η Hellenic Cables δεν διαθέτει την κλίμακα, τον στόλο εγκαταστάσεων και τον ισολογισμό των κορυφαίων εταιρειών. Για τα μεγαλύτερα και πιο σύνθετα έργα και σε οποιαδήποτε ύφεση, αυτό αποτελεί ανταγωνιστικό και τιμολογιακό μειονέκτημα.
- **Αύξηση χωρητικότητας και εκτέλεση κεφαλαιουχικού έργου.** Η μετατροπή του ανεκτέλεστου σε έσοδα εξαρτάται από την έγκαιρη και εντός προϋπολογισμού διακίνηση νέας χωρητικότητας καλωδίων και αγωγών. Οι καθυστερήσεις ή οι υπερβάσεις κόστους σε έργα επέκτασης (συμπεριλαμβανομένης της ενσωμάτωσης του Χάρτλπουλ) θα έβλαπταν την ανάπτυξη και τις αποδόσεις.
- **Εξάρτηση από το βασικό άτομο και την ενσωμάτωση.** Η στρατηγική ταυτίζεται στενά με τον Διευθύνοντα Σύμβουλο Αλέξιο Αλεξίου (ο οποίος διαχειρίζεται επίσης τον τομέα των καλωδίων). Η συνέχεια της ηγεσίας και η επιτυχημένη ενσωμάτωση της πρότασης υπεράκτιας ενέργειας των δύο τομέων είναι σημαντικές για τη διατριβή.

Κίνδυνοι Κλάδου / Αγοράς

- **Η χωρητικότητα της βιομηχανίας καλωδίων καλύπτει τη ζήτηση.** Η τρέχουσα ευνοϊκή ανισορροπία προσφοράς-ζήτησης στα υποθαλάσσια/HVDC καλώδια βασίζεται στη σπανιότητα. Ολόκληρος ο κλάδος επεκτείνει την παραγωγική του ικανότητα και, εάν οι προσθήκες ξεπεράσουν τη ζήτηση, η τιμολόγηση και το περιθώριο κέρδους θα εξασθενήσουν.
- **Αντίθετοι άνεμοι στον τομέα της υπεράκτιας αιολικής ενέργειας.** Ο υπεράκτιος αγωγός αιολικής ενέργειας έχει αποδειχθεί ευαίσθητος στον πληθωρισμό κόστους, επιτρέποντας καθυστερήσεις, υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης και, σε ορισμένες αγορές, αλλαγές πολιτικής.-παράγοντες που έχουν ήδη καθυστερήσει ή ακυρώσει έργα σε ολόκληρο τον κλάδο και θα μπορούσαν να μειώσουν τη ζήτηση για καλωδιακή τηλεόραση.
- **Κυκλικότητα χαλυβδοσωλήνων και κεφαλαιουχικές δαπάνες πετρελαίου και φυσικού αερίου.** Ο τομέας των αγωγών συνδέεται με τον επεισοδιακό κύκλο κεφαλαίου των αγωγών πετρελαίου και φυσικού αερίου. Μια μείωση στις κεφαλαιακές δαπάνες του ενεργειακού τομέα ή μια πιο αργή από την αναμενόμενη ανάπτυξη της ζήτησης CCS/υδρογόνου θα ασκούσε πίεση στον τομέα (ο οποίος απόλαυσε ένα εξαιρετικό, δύσκολο να επαναληφθεί 2025).
- **Αστάθεια τιμών πρώτων υλών.** Ο χαλκός, το αλουμίνιο και ο χάλυβας αποτελούν σημαντικές εισροές κόστους. Ενώ τα μεγάλα συμβόλαια συχνά περιλαμβάνουν μηχανισμούς μετακύλισης ή αντιστάθμισης κινδύνου, οι απότομες κινήσεις ή οι αναντιστοιχίες χρονισμού μπορούν να επηρεάσουν τα περιθώρια κέρδους και το κεφάλαιο κίνησης.

Οικονομικοί Κίνδυνοι

- **Αποτίμηση και κυκλικότητα.** Οι μετοχές έχουν αναβαθμιστεί σημαντικά με βάση το θέμα της ενεργειακής μετάβασης. Εάν τα τρέχοντα περιθώρια κέρδους αποδειχθούν ότι αντικατοπτρίζουν μια κυκλική κορύφωση στα καλώδια ή/και τους σωλήνες αντί για ένα ανθεκτικό δομικό επίπεδο, ο πολλαπλασιαστής θα μπορούσε να συμπιεστεί.
- **Εξάρτηση από κεφάλαιο κίνησης και προκαταβολές.** Το χαμηλό καθαρό χρέος υποστηρίζεται εν μέρει από τις προκαταβολές των πελατών για μεγάλα έργα. Μια επιβράδυνση στις νέες παραγγελίες ή μια μετατόπιση στους όρους πληρωμής θα μπορούσε να αυξήσει τις ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης και τη μόχλευση.

- **Νόμισμα και διεθνής έκθεση.** Ενώ ο όμιλος υποβάλλει αναφορές σε ευρώ, εκτελεί έργα παγκοσμίως. Οι κινήσεις σε νομίσματα εκτός ευρώ και ο διεθνής κίνδυνος έργων (πολιτικός, συμβατικός, πληρωμών) προσθέτουν οικονομική μεταβλητότητα.

Διακυβέρνηση & Μακροοικονομικοί Κίνδυνοι

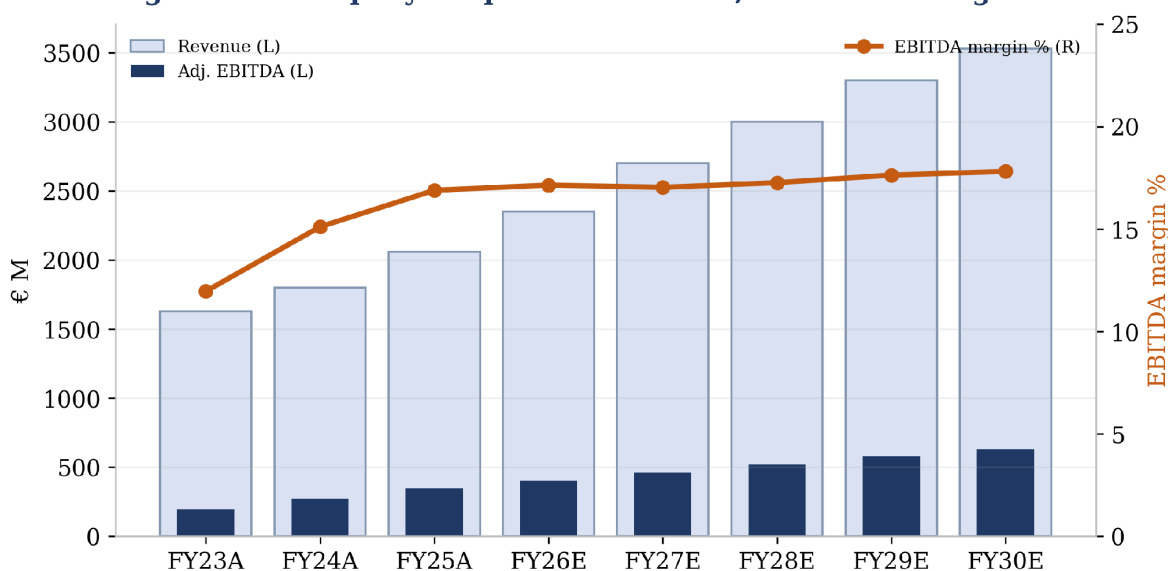
- **Πλειοψηφικός έλεγχος της Viohalco / κίνδυνος μειοψηφίας των μετόχων.** Η πλειοψηφική ιδιοκτησία από τη Viohalco περιορίζει την επιρροή της μειοψηφίας, συγκεντρώνει τη διακυβέρνηση και δημιουργεί δυναμική συνδεδεμένων μερών σε ολόκληρο τον ευρύτερο όμιλο (κοινές υπηρεσίες, ενδοομιλικές συναλλαγές). Η πραγματική ελεύθερη διασπορά είναι μικρότερη από ό,τι υποδηλώνει η κεφαλαιοποίηση της αγοράς.
- **Ευρωπαϊκή μακροοικονομία, επιτόκια και πολιτική.** Η ζήτηση καθορίζεται τελικά από πολιτικές. Οι αλλαγές στους ενεργειακούς/κλιματικούς στόχους της ΕΕ, τα καθεστώτα επιδοτήσεων, τα σχέδια αδειοδότησης ή διασύνδεσης, καθώς και τα υψηλότερα επιτόκια για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα (τα οποία αυξάνουν το κόστος χρηματοδότησης των κατασκευαστών και μπορούν να καθυστερήσουν τα έργα), αποτελούν εξωγενείς κινδύνους για τη συνολική εικόνα της ζήτησης.
- **Κίνδυνος χώρας στην Ελλάδα και την ΕΕ.** Παρόλο που ο όμιλος δραστηριοποιείται σε περισσότερες από 70 χώρες, η παραγωγή και ένα μέρος της ζήτησης του συγκεντρώνονται στην Ελλάδα και την ΕΕ, γεγονός που τον εκθέτει σε περιφερειακές οικονομικές, πολιτικές και κανονιστικές συνθήκες.

Επισκόπηση Εταιρείας & Περιγραφή Επιχείρησης

1. Επισκόπηση Εταιρείας

Η Cenergy Holdings S.A. (ATHEX και Euronext Brussels: CENER) είναι μια βελγική βιομηχανική εταιρεία χαρτοφυλακίου, με δραστηριότητες που επικεντρώνονται στην Ελλάδα, η οποία κατέχει δύο από τους πιο στρατηγικά τοποθετημένους κατασκευαστές ενεργειακών υποδομών στην Ευρώπη: την Hellenic Cables, έναν από τους μεγαλύτερους παραγωγούς καλωδίων ενέργειας, υποβρυχίων και τηλεπικοινωνιών στην ήπειρο, και τη Σωληνουργία Κορίνθου, έναν κορυφαίο κατασκευαστή χαλύβδινων σωλήνων για τη μεταφορά ενέργειας. Ως θυγατρική του ελληνικού ομίλου μετάλλων Viohalco S.A., η Cenergy αποτελεί έναν από τους πιο καθαρούς εισηγμένους τρόπους επένδυσης στη φυσική ανάπτυξη της ενεργειακής μετάβασης της Ευρώπης.-τα καλώδια που συνδέουν τα υπεράκτια αιολικά πάρκα και τα διασυνδέουν τα εθνικά δίκτυα, και τους σωλήνες που μεταφέρουν φυσικό αέριο και, ολοένα και περισσότερο, δεσμεύουν διοξείδιο του άνθρακα και υδρογόνο. Στα τέλη Αυγούστου 2026, οι μετοχές διαπραγματεύονταν περίπου στα 26 ευρώ, δίνοντας στον όμιλο κεφαλαιοποίηση αγοράς περίπου 5 δισεκατομμυρίων ευρώ.

Figure 5 — Company Snapshot — Revenue, EBITDA & Margin



Source: Cenergy filings; Task 2 model & Task 3 valuation. Certain splits estimated.

Σχήμα 5. Σύνοψη εταιρείας-έσοδα, EBITDA και περιθώριο κέρδους.

Η εταιρεία παρουσιάζει τις δραστηριότητές της μέσω δύο τμημάτων. Ο τομέας καλωδίων (Ελληνικά Καλώδια) είναι ο μεγαλύτερος και ταχύτερα αναπτυσσόμενος, συνεισφέροντας περίπου το 71% των εσόδων του 2025 και περίπου το 69% των EBITDA. Κατασκευάζει την πλήρη γκάμα χερσαίων και υπεράκτιων καλωδίων ενέργειας.-από χερσαία καλώδια μέσης και υψηλής τάσης έως τα υψηλής αξίας υποβρύχια εξαγωγικά και διασυνδεδεμένα καλώδια που χρησιμοποιούνται στην υπεράκτια αιολική ενέργεια, και τα συστήματα υψηλής τάσης συνεχούς ρεύματος (HVDC) που χρησιμοποιούνται για τη διασύνδεση δικτύων πέρα από τις θάλασσες. Ο τομέας των χαλυβδοσωλήνων (Corinth Pipeworks) συνεισφέρει το υπόλοιπο ~29% των εσόδων και ~31% των EBITDA, παράγοντας συγκολλημένους χαλυβδοσωλήνες μεγάλης διαμέτρου για χερσαίους και υπεράκτιους αγωγούς πετρελαίου και φυσικού αερίου και, ολοένα και περισσότερο, για εφαρμογές δέσμευσης και αποθήκευσης άνθρακα (CCS) και υδρογόνου, παράλληλα με χαλύβδινες κοίλες δοκούς για την αγορά κατασκευών. Οι δύο επιχειρήσεις μοιράζονται μια κοινή

κληρονομιά, πελατειακή βάση και, ολοένα και περισσότερο, μια ολοκληρωμένη αγορά στην υπεράκτια ενέργεια.

Η πρόσφατη οικονομική πορεία της Cenergy ήταν ισχυρή και βελτιούμενη. Τα έσοδα του ομίλου αυξήθηκαν από 1,63 δισεκατομμύρια ευρώ το 2023 σε 1,80 δισεκατομμύρια ευρώ το 2024 και σε 2,06 δισεκατομμύρια ευρώ το 2025 (αύξηση περίπου 15% σε ετήσια βάση), ενώ τα προσαρμοσμένα κέρδη EBITDA ανήλθαν σε 348 εκατομμύρια ευρώ το 2025, σημειώνοντας αύξηση 28%, και τα κέρδη μετά φόρων ανήλθαν σε 194 εκατομμύρια ευρώ (αύξηση περίπου 39%). Η δυναμική συνεχίστηκε και το 2026: μετά από ένα ρεκόρ πρώτου τριμήνου και ένα ισχυρό πρώτο εξάμηνο, η διοίκηση αναβάθμισε τις προβλέψεις για τα προσαρμοσμένα κέρδη EBITDA για ολόκληρο το έτος 2026 σε ένα εύρος 390-420 εκατομμυρίων ευρώ, από αρχικά 370-400 εκατομμύρια ευρώ. Αυτό υποστηρίζεται από ένα σημαντικό και διαρκές ανεκτέλεστο υπόλοιπο παραγγελιών, το οποίο ανήλθε σε 3,38 δισεκατομμύρια ευρώ στο τέλος του 2025 και έχει σταθερά ξεπεράσει τα 3 δισεκατομμύρια ευρώ.-περισσότερα από ενάμιση χρόνο εσόδων που είχαν συναφθεί εκ των προτέρων, συγκεντρωμένα στον κλάδο καλωδίων υψηλής αξίας.

Δύο χαρακτηριστικά διακρίνουν την Cenergy στο ευρωπαϊκό βιομηχανικό τοπίο. Το πρώτο είναι η μόχλευσή της σε έναν γνήσιο, καθοδηγούμενο από πολιτικές, υπερκύκλο ζήτησης: η ηλεκτροδότηση της Ευρώπης, η ενσωμάτωση των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, η διασύνδεση των εθνικών δικτύων και η αντικατάσταση των παλαιών υποδομών μεταφοράς απαιτούν τεράστιες ποσότητες ακριβώς των προϊόντων που παράγει η Cenergy, και η παραγωγική ικανότητα καλωδίων ειδικότερα είναι περιορισμένη από την προσφορά, δίνοντας στους παραγωγούς με καλή θέση πολυετή ορατότητα και τιμολογιακή ισχύ. Το δεύτερο είναι η οικονομική πειθαρχία ασυνήθιστη για έναν κατασκευαστή έντασης κεφαλαίου σε φάση ανάπτυξης: παρά ένα φιλόδοξο πρόγραμμα επέκτασης της παραγωγικής ικανότητας, ο όμιλος έχει μέτρια μόχλευση.-καθαρό χρέος περίπου 152 εκατομμυρίων ευρώ έναντι 348 εκατομμυρίων ευρώ EBITDA, πολύ κάτω από το μισό κύκλο εργασιών-και έχει αυξήσει απότομα το μέρισμά του (η πληρωμή των 0,26 ευρώ ανά μετοχή για το 2025 ήταν 86% υψηλότερη από το προηγούμενο έτος). Ο όμιλος απασχολεί περισσότερα από 4.000 άτομα σε εγκαταστάσεις παραγωγής στην Ελλάδα, τη Ρουμανία και, μετά από μια εξαγορά το 2026, στο Ηνωμένο Βασίλειο, και εκτελεί έργα σε περισσότερες από 70 χώρες.

Το κεντρικό επενδυτικό ερώτημα, το οποίο πλαισιώνει αυτή η πρωτοβουλία, είναι η αποτίμηση έναντι μιας επιχείρησης υψηλής ποιότητας αλλά κυκλικής και προσανατολισμένης σε έργα επιχείρησης: Η Cenergy έχει αναβαθμίσει σημαντικά την αξιολόγηση, καθώς οι επενδυτές έχουν αναγνωρίσει την έκθεσή της στην ενεργειακή μετάβαση, και η συζήτηση είναι κατά πόσον οι διαρθρωτικοί ούριοι άνεμοι, η ορατότητα του ανεκτέλεστου έργου και οι βελτιωμένες αποδόσεις δικαιολογούν τον τρέχοντα πολλαπλασιαστή ή αν η αγορά κάνει παρέκταση σε ένα ιδιαίτερα ευνοϊκό σημείο στους κύκλους καλωδίων και σωλήνων.

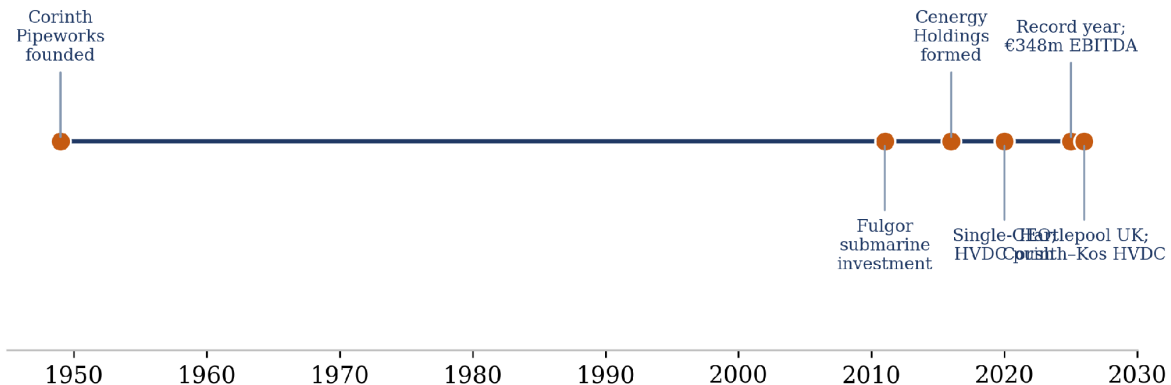
Τα οικονομικά στοιχεία του τμήματος υπογραμμίζουν την αξία. Παρόλο που τα καλώδια και οι σωλήνες συνεισφέρουν περίπου το 71% και το 29% των εσόδων αντίστοιχα, η ποιότητα αυτών των εσόδων διαφέρει. Η κερδοφορία του τμήματος καλωδίων καθοδηγείται ολοένα και περισσότερο από την περιορισμένη, υψηλού περιθωρίου κέρδους, αγορά υποθαλάσσιων και HVDC, δίνοντάς του υψηλότερα περιθώρια κέρδους σε όλο τον κύκλο ζωής και πολύ μεγαλύτερη μελλοντική προβολή (το μεγαλύτερο μέρος του πολυετούς ανεκτέλεστου βρίσκεται εδώ). Ο τομέας των χαλυβδοσωλήνων είναι πιο μεταβλητός: η εξαιρετική του απόδοση για το 2025...-περίπου 108 εκατομμύρια ευρώ σε λειτουργικά κέρδη, τα οποία η διοίκηση έχει χαρακτηρίσει ανοιχτά ως απίθανο να επαναληφθούν σε αυτό το επίπεδο-κολάκευσε το αποτέλεσμα του ομίλου και αντανάκλασε ένα ασυνήθιστα ευνοϊκό μείγμα έργων. Οι επενδυτές θα πρέπει επομένως να δώσουν μεγαλύτερη βαρύτητα στο franchise των ανθεκτικών καλωδίων από ό,τι υποδηλώνουν τα συνδυασμένα στοιχεία, αντιμετωπίζοντας παράλληλα ένα μέρος της πρόσφατης κερδοφορίας των σωλήνων ως κυκλικό. Η ισχύς συνεχίστηκε και το 2026: τα προσαρμοσμένα EBITDA του πρώτου εξαμήνου

αυξήθηκαν απότομα και το ανεκτέλεστο υπόλοιπο συνέχισε να αυξάνεται, ωθώντας τη διοίκηση να αυξήσει τις προβλέψεις για ολόκληρο το έτος στα 390-420 εκατομμύρια ευρώ και να επισημάνει ακόμη ισχυρότερες προοπτικές για το 2027, καθώς το μεγαλύτερο μέρος του ανεκτέλεστου υπόλοιπου έργων μεταφοράς και υπεράκτιας αιολικής ενέργειας μετατρέπεται σε έσοδα.

2. Ιστορικό Εταιρείας

Η Cenergy Holdings είναι μια νέα εταιρεία συμμετοχών που βασίζεται σε παλιά βιομηχανικά θεμέλια. Ιδρύθηκε τον Δεκέμβριο του 2016 μέσω διασυννοριακής συγχώνευσης που ένωσε, υπό μια ενιαία μητρική εταιρεία εισηγμένη στο χρηματιστήριο του Βελγίου, δύο μακροχρόνιες επιχειρήσεις του ομίλου Viohalco: την Ελληνικά Καλώδια και τη Σωληνουργία Κορίνθου. Η ίδια η Viohalco είναι ένας από τους μεγαλύτερους βιομηχανικούς ομίλους της Ελλάδας, ένας όμιλος επεξεργασίας μετάλλων που ελέγχεται από την οικογένεια Στασινόπουλου με ιστορία που εκτείνεται στα τέλη της δεκαετίας του 1930. Το 2013 η Viohalco μετεγκαταστάθηκε στο Βέλγιο και εισήχθη στο Euronext Βρυξελλών, και η δημιουργία της Cenergy το 2016 ακολούθησε το ίδιο πρότυπο, δίνοντας στις επιχειρήσεις καλωδίων και σωλήνων το δικό τους εισηγμένο όχημα με διπλή τιμή στο Euronext Βρυξελλών και στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Figure 6 — Key Milestones



Σχήμα 6. Βασικά ορόσημα.

Οι υποκείμενες εταιρείες λειτουργίας είναι πολύ παλαιότερες από την εταιρεία του 2016. Η Σωληνουργία Κορίνθου χρονολογείται από το 1949 και εξελίχθηκε με την πάροδο δεκαετιών σε έναν ειδικό σε συγκολλημένους χαλύβδινους σωλήνες μεγάλης διαμέτρου για τη διεθνή βιομηχανία πετρελαίου και φυσικού αερίου, χτίζοντας τη φήμη του ως αξιόπιστου προμηθευτή πρώτης βαθμίδας για απαιτητικά έργα χερσαίων και υπεράκτιων αγωγών. Η Hellenic Cables έχει περίπου εβδομήντα χρόνια ιστορίας στην κατασκευή καλωδίων και εξελίχθηκε σε έναν από τους μεγαλύτερους παραγωγούς καλωδίων ενέργειας και τηλεπικοινωνιών στην Ευρώπη. Μια κομβική στιγμή για τον κλάδο των καλωδίων ήρθε με την επένδυση του ομίλου, από το 2011 και μετά, στην εγκατάσταση υποβρυχίων καλωδίων Fulgor στην Κόρινθο (Σουσάκι), η οποία έδωσε στην Hellenic Cables τη δυνατότητα να κατασκευάζει και να εγκαθιστά τα υποβρύχια και εξαγωγικά καλώδια υψηλής τάσης που αργότερα θα γίνονταν το πιο πολύτιμο μέρος του χαρτοφυλακίου της, καθώς η υπεράκτια αιολική και υποθαλάσσια διασύνδεση απογειώθηκε.

Η στρατηγική λογική της Cenergy έχει ολοένα και περισσότερο συγκλίνει με την ενεργειακή μετάβαση. Αυτό που ξεκίνησε ως δύο κάπως ξεχωριστές επιχειρήσεις-καλώδια που εξυπηρετούν επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας και τηλεπικοινωνίες, σωλήνες που εξυπηρετούν πετρέλαιο και φυσικό αέριο-έχει αναδιατυπωθεί

γύρω από ένα μόνο θέμα: την παροχή της φυσικής υποδομής για τον τρόπο παραγωγής, μεταφοράς και σύνδεσης της ενέργειας σε έναν κόσμο απαλλαγμένο από τον άνθρακα. Για τον τομέα των καλωδίων, αυτό σήμαινε έντονη στροφή προς την εξαγωγή υπεράκτιας αιολικής ενέργειας και τα καλώδια μεταξύ συστοιχιών, τις διασυνδέσεις HVDC και τα έργα ενίσχυσης δικτύου. Για τον τομέα των χαλυβδοσωλήνων, σήμαινε επέκταση πέρα από τους συμβατικούς αγωγούς πετρελαίου και φυσικού αερίου στη μεταφορά δεσμευμένου διοξειδίου του άνθρακα (CCS) και, μελλοντικά, υδρογόνου.-χρησιμοποιώντας την ίδια τεχνογνωσία συγκολλημένων σωλήνων για νέα μόρια. Τον Σεπτέμβριο του 2020, η εταιρεία απλοποίησε την ηγεσία της, μεταβαίνοντας από μια δομή δύο συν-διευθύνοντων συμβούλων σε έναν μόνο διευθύνοντα σύμβουλο για την προώθηση συνεργειών μεταξύ των τμημάτων και μιας ολοκληρωμένης προοπτικής πελατών σε όλες τις πηγές ενέργειας.

Τα χρόνια που ακολούθησαν ήταν χρόνια με ρεκόρ αποτελεσμάτων και επέκτασης. Τα έσοδα και η κερδοφορία αυξήθηκαν σταθερά καθώς ο κύκλος επενδύσεων σε υπεράκτια αιολική ενέργεια και δίκτυα επιταχύνθηκε σε όλη την Ευρώπη. Το 2025 χαρακτηρίστηκε από τη διοίκηση ως μια εξαιρετική χρονιά και για τους δύο τομείς, με τη Σωληνουργία Κορίνθου να απολαμβάνει ένα «*annus mirabilis*» περίπου 108 εκατομμυρίων ευρώ σε λειτουργικά κέρδη. Ο όμιλος έχει επενδύσει περισσότερα από 850 εκατομμύρια ευρώ από την ίδρυσή του σε νέα δυναμικότητα και τεχνολογία, και τον Μάρτιο του 2026 η Σωληνουργία Κορίνθου απέκτησε μια μονάδα παραγωγής σωλήνων LSAW (διαμήκως συγκολλημένη με βυθισμένο τόξο) στο Χάρτλπουλ του Ηνωμένου Βασιλείου, επεκτείνοντας το παραγωγικό της αποτύπωμα σε μια βασική αγορά ενέργειας της Βόρειας Θάλασσας. Η Cenergy έχει επίσης σηματοδοτήσει φιλοδοξίες σε αναδυόμενους τομείς, συμπεριλαμβανομένης της συμμετοχής σε ομαδικά σχέδια για μία από τις πρώτες βιομηχανικές μονάδες παραγωγής στον κόσμο για πλωτές υπεράκτιες αιολικές εγκαταστάσεις. Το αποτέλεσμα είναι μια εταιρεία που, μια δεκαετία μετά την ίδρυσή της, έχει μετατραπεί από ένα ζευγάρι παραδοσιακών βιομηχανιών κάμψης μετάλλων σε μια στοχευμένη, κεφαλαιοποιημένη δραστηριότητα στις ευρωπαϊκές ενεργειακές υποδομές.

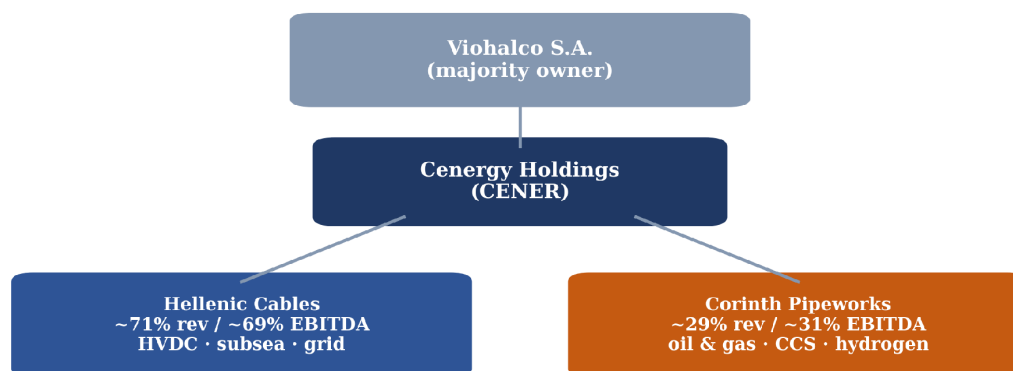
3. Ομάδα Διοίκησης

Alexios (Alexis) Alexiou -Διευθύνων Σύμβουλος

Ο Αλέξιος Αλεξίου είναι Διευθύνων Σύμβουλος της Cenergy Holdings από τον Σεπτέμβριο του 2020, όταν η εταιρεία ενοποίησε την προηγούμενη δομή των δύο συν-διευθύνοντων συμβούλων της σε έναν ενιαίο διευθύνοντα σύμβουλο, και ταυτόχρονα διατελεί Γενικός Διευθυντής του Ομίλου Ελληνικά Καλώδια.-Αυτό σημαίνει ότι ηγείται τόσο της εταιρείας χαρτοφυλακίου όσο και του πιο σημαντικού τμήματός της. Ο Αλεξίου είναι στέλεχος της Viohalco με μακρά θητεία, έχοντας ενταχθεί στον όμιλο το 1996 ως εσωτερικός ελεγκτής και έχει αποκτήσει πάνω από δύο δεκαετίες εμπειρίας στους τομείς των χρηματοοικονομικών και της τεχνολογίας καλωδίων πριν αναλάβει την κορυφαία θέση. Είναι κάτοχος πτυχίου Οικονομικών από το Πανεπιστήμιο Πειραιά και μεταπτυχιακού τίτλου στα Χρηματοοικονομικά από το Πανεπιστήμιο του Strathclyde στη Γλασκώβη, ένα υπόβαθρο που συνδυάζει την οικονομική πειθαρχία με βαθιά επιχειρησιακή γνώση του κλάδου καλωδίων. Ως Διευθύνων Σύμβουλος, έχει επιβλέψει την περίοδο της πιο απότομης ανάπτυξης και επαναξιολόγησης του ομίλου, καθοδηγώντας τον στρατηγικό αναπροσανατολισμό της Cenergy γύρω από την ενεργειακή μετάβαση: δίνοντας προτεραιότητα στα τμήματα υποβρυχίων καλωδίων υψηλής αξίας, HVDC και υπεράκτιας αιολικής ενέργειας, χρηματοδοτώντας τις επεκτάσεις χωρητικότητας που απαιτούνται για τη μετατροπή ενός αυξανόμενου ανεκτέλεστου σε έσοδα και τοποθετώντας την επιχείρηση χαλυβδοσωλήνων για ευκαιρίες δέσμευσης άνθρακα και υδρογόνου. Είναι μια συχνή δημόσια φωνή σχετικά με τον ρόλο των υποδομών δικτύου και διασύνδεσης στην απαλλαγή της Ευρώπης από τον άνθρακα.-σχολιάζοντας, για παράδειγμα, ορόσημα σε αναθέσεις διασύνδεσης HVDC, όπως το έργο Κορίνθου-Κω για τον διαχειριστή μεταφοράς της Ελλάδας-και έχει διατυπώσει ρητά την αποστολή της

εταιρείας γύρω από τη «διαμόρφωση μιας δυναμικής πορείας στις ενεργειακές υποδομές». Ο διπλός του ρόλος στην κορυφή τόσο της εταιρείας συμμετοχών όσο και της επιχείρησης καλωδίων του δίνει ασυνήθιστα άμεσο έλεγχο πάνω στην κύρια μηχανή ανάπτυξης του ομίλου, και η συνέχεια της ηγεσίας του αποτελεί σημαντικό στοιχείο της ιστορίας των μετοχών.

Figure 7 – Group & Segment Structure



CEO: Alexios Alexiou (also GM Hellenic Cables) · GM Pipes: Ilias Bekiros

Σχήμα 7. Δομή ομάδας και τμήματος.

Ιlias Bekiros -Γενικός Διευθυντής, Σωληνουργεία Κορίνθου (Σωλήνες Χάλυβα)

Ο Ηλίας Μπεκίρος ηγείται του τομέα των χαλυβδοσωληνών ως Γενικός Διευθυντής της Σωληνουργείας Κορίνθου, θέση που διατήρησε όταν ο όμιλος μετατράπηκε σε μονομελή δομή Διευθύνοντος Συμβούλου το 2020 (έχοντας προηγουμένως διατελέσει συν-Διευθύνων Σύμβουλος της Cenergy Holdings παράλληλα με την ηγεσία των καλωδίων). Είναι υπεύθυνος για την επιχείρηση κατασκευής συγκολλημένων χαλυβδοσωληνών μεγάλης διαμέτρου για εφαρμογές μεταφοράς ενέργειας.-χερσαίοι και υπεράκτιοι αγωγοί πετρελαίου και φυσικού αερίου και, ολοένα και περισσότερο, υποδομές CCS και υδρογόνου-καθώς και οι χαλύβδινες κοίλες δοκοί που πωλούνται σε κατασκευές. Υπό την ηγεσία του, η Σωληνουργεία Κορίνθου έχει εδραιώσει τη φήμη της ως προμηθευτής πρώτης βαθμίδας, ικανός να κερδίζει απαιτητικά διεθνή υπεράκτια έργα, πραγματοποίησε ένα εξαιρετικό 2025 (περίπου 108 εκατομμύρια ευρώ λειτουργικών κερδών), υλοποίησε τη στρατηγική στροφή προς σωλήνες μεταφοράς άνθρακα και έτοιμους για υδρογόνο (με βραβεία όπως οι συμβάσεις αγωγών HyNet και Porthos CCS) και επιδίωξε την επέκταση της παραγωγικής ικανότητας, συμπεριλαμβανομένης της εξαγοράς της εγκατάστασης LSAW στο Hartlepool στο Ηνωμένο Βασίλειο το 2026. Ο κλάδος των χαλυβδοσωληνών είναι πιο κυκλικός και με ογκώδη έργα από τα καλώδια και είναι περισσότερο εκτεθειμένος στον παραδοσιακό κύκλο κεφαλαίου πετρελαίου και φυσικού αερίου, επομένως το έργο του Bekiros είναι διττό: να μεγιστοποιήσει τις αποδόσεις κατά τη διάρκεια ευνοϊκών παραθύρων έργων, κατευθύνοντας παράλληλα το μείγμα προϊόντων του τομέα προς τις ανθεκτικές, συνδεδεμένες με τη μετάβαση εφαρμογές (μεταφορά CO2 και υδρογόνου) που μπορούν να εξομαλύνουν αυτήν την κυκλικότητα με την πάροδο του χρόνου.

Η Σχέση και η Διακυβέρνηση της Viohalco

Ο κύριος μέτοχος της Cenergy είναι η Viohalco S.A., ο ελληνικός όμιλος μετάλλων με έδρα το Βέλγιο, υπό τον έλεγχο της οικογένειας Στασινόπουλου, ο οποίος κατέχει το πλειοψηφικό πακέτο μετοχών και

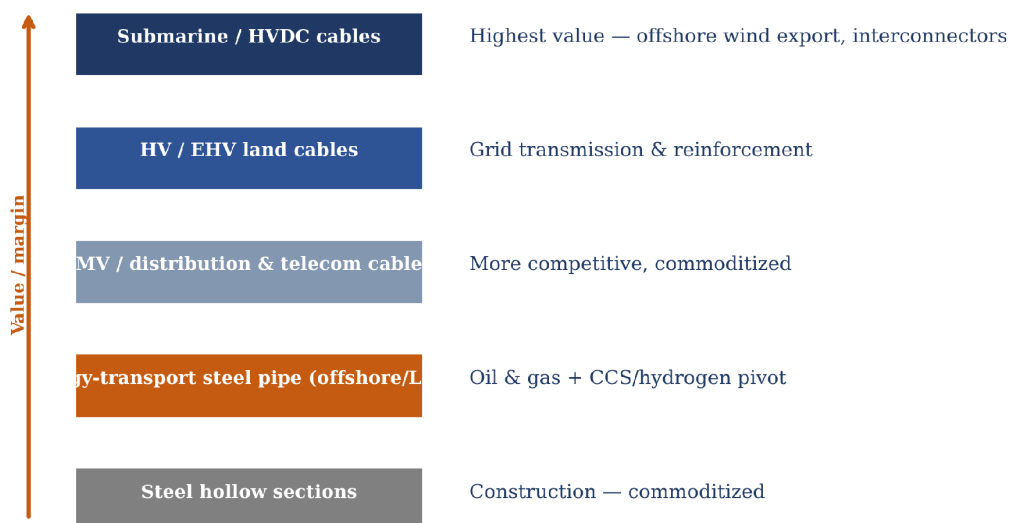
διαμορφώνει τη στρατηγική κατεύθυνση και τη σύνθεση του διοικητικού συμβουλίου της εταιρείας. Αυτή η σχέση αποτελεί καθοριστικό χαρακτηριστικό διακυβέρνησης. Από τη θετική πλευρά, παρέχει στην Cenergy έναν σταθερό, μακροπρόθεσμο, βιομηχανικά εξελιγμένο βασικό μέτοχο που κατανοεί την κεφαλαιακή ένταση παραγωγής μετάλλων, υποστηρίζει τις επενδύσεις σε όλο τον κύκλο ζωής (η Viohalco έχει υποστηρίξει την ανάπτυξη δυναμικότητας του ομίλου και τις πρωτοβουλίες διατομεακής ανάπτυξης, όπως η πλωτή υπεράκτια αιολική ενέργεια), και ευθυγραμμίζεται με μια υπομονετική, προσανατολισμένη στην επανεπένδυση στρατηγική και όχι με βραχυπρόθεσμη χρηματοοικονομική μηχανική. Από την άλλη πλευρά, ο πλειοψηφικός οικογενειακός έλεγχος σημαίνει ότι οι μειοψηφικοί δημόσιοι μέτοχοι έχουν περιορισμένη δυνατότητα να επηρεάσουν τη στρατηγική ή τη διακυβέρνηση, η δυναμική των συνδεδεμένων μερών εντός του ευρύτερου οικοσυστήματος της Viohalco (κοινές υπηρεσίες, ενδοομιλικές συναλλαγές και άλλες εισηγμένες οντότητες της Viohalco, όπως η ElvalHalcor) απαιτεί έλεγχο, και η ελεύθερη διασπορά και η στάθμιση του δείκτη είναι αντίστοιχα μικρότερες από ό,τι θα μπορούσε να υποδηλώνει η κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Το διοικητικό συμβούλιο παρέχει στρατηγική εποπτεία, ενώ μια εκτελεστική ομάδα διαχείρισης διαχειρίζεται τις λειτουργίες. Η μετοχική βάση πέραν της Viohalco αποτελείται από ένα μείγμα θεσμικών κατόχων (συμπεριλαμβανομένων Ελλήνων και διεθνών διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων) και ιδιωτών επενδυτών.

Κατανομή Κεφαλαίου & Οικονομική Πειθαρχία

Ένα διακριτικό χαρακτηριστικό της διαχείρισης είναι η πειθαρχία κεφαλαίου, κάτι ασυνήθιστο σε έναν ταχέως αναπτυσσόμενο κατασκευαστή έντασης κεφαλαίου. Ακόμα και όταν χρηματοδοτεί μια σημαντική επέκταση της δυναμικότητας καλωδίων και σωλήνων για την εξυπηρέτηση του ανεκτέλεστου έργου της, η Cenergy έχει διατηρήσει μέτρια μόχλευση.-καθαρό χρέος περίπου 152 εκατομμυρίων ευρώ αντιπροσωπεύει πολύ λιγότερο από το μισό του EBITDA του 2025-υποστηρίζεται από ισχυρή λειτουργική ταμειακή ροή, πειθαρχημένη διαχείριση κεφαλαίου κίνησης (με τη βοήθεια προκαταβολών πελατών σε μεγάλα έργα) και, ιστορικά, μια λειτουργία οικονομικού διευθυντή επικεντρωμένη στην προστασία του ισολογισμού καθ' όλη τη διάρκεια του κύκλου του έργου. Ο όμιλος έχει αρχίσει ταυτόχρονα να επιστρέφει περισσότερα μετρητά στους μετόχους, αυξάνοντας απότομα το μέρισμα (η προτεινόμενη πληρωμή των 0,26 ευρώ ανά μετοχή για το 2025 ήταν 86% υψηλότερη από το προηγούμενο έτος), σηματοδοτώντας την εμπιστοσύνη της διοίκησης στη βιωσιμότητα των κερδών, διατηρώντας παράλληλα άφθονη επενδυτική ικανότητα. Η κεντρική ένταση στην κατανομή κεφαλαίου στο μέλλον είναι μεταξύ τριών ανταγωνιστικών προσκλήσεων για μετρητά-οργανική επέκταση της παραγωγικής ικανότητας για την κάλυψη της ζήτησης μετάβασης, πιθανές άμεσες εξαγορές (όπως με την Hartlepool) και αυξανόμενες αποδόσεις μετόχων-και η ικανότητα της διοίκησης να τα εξισορροπήσει χωρίς να επεκταθεί υπερβολικά σε μια κυκλική ύφεση θα αποτελέσει βασικό παράγοντα για τη δημιουργία μακροπρόθεσμης αξίας.

4. Προϊόντα & Υπηρεσίες

Τα προϊόντα της Cenergy καλύπτουν δύο τμήματα που μαζί καλύπτουν μεγάλο μέρος του φυσικού υλικού μεταφοράς και μετάδοσης ενέργειας. Και τα δύο είναι μηχανικά, προσανατολισμένα σε έργα προϊόντα που πωλούνται σε μεγάλο βαθμό βάσει συμβολαίου και όχι ως εμπορευματοποιημένα εξαρτήματα, αν και ο βαθμός διαφοροποίησης και η τιμολογιακή ισχύς ποικίλλουν έντονα σε όλο το εύρος.

Figure 8 — Product Portfolio & Value Positioning

Σχήμα 8. Χαρτοφυλάκιο προϊόντων και τοποθέτηση αξίας.

Καλώδια (Ελληνικά Καλώδια)

Ο τομέας των καλωδίων κατασκευάζει όλο το φάσμα των καλωδίων ενέργειας και τηλεπικοινωνιών, αλλά η οικονομική του αξία συγκεντρώνεται ολοένα και περισσότερο στο άκρο υψηλής τάσης, στην υπεράκτια και στην υποθαλάσσια ζώνη. Στην κορυφή της πυραμίδας αξίας βρίσκονται τα υποθαλάσσια καλώδια και τα συστήματα HVDC: τα καλώδια εξαγωγής που μεταφέρουν ενέργεια από υπεράκτια αιολικά πάρκα στην ακτή, τα καλώδια μεταξύ συστοιχιών που συνδέουν ανεμογεννήτριες εντός ενός αιολικού πάρκου και οι διασυνδέσεις συνεχούς ρεύματος υψηλής τάσης που συνδέουν εθνικά δίκτυα διαμέσου των θαλασσών (όπως οι διασυνδέσεις των νησιών της Ελλάδας και οι διασυννοριακές συνδέσεις). Αυτά τα προϊόντα είναι τεχνικά απαιτητικά, με περιορισμένη χωρητικότητα σε ολόκληρο τον κλάδο και πωλούνται σε μεγάλους χρόνους παράδοσης σε ελκυστικά περιθώρια κέρδους. Η διοίκηση έχει προσδιορίσει τα καλώδια υψηλής τάσης (HVDC) και υποθαλάσσιας μεταφοράς ως «την πιο ελκυστική πηγή κέρδους» στα καλώδια. Παρακάτω βρίσκονται τα χερσαία καλώδια υψηλής και εξαιρετικά υψηλής τάσης για μεταφορά και διανομή μέσω δικτύου, τα καλώδια διανομής μέσης τάσης και τα καλώδια τηλεπικοινωνιών και δεδομένων. Η Ελληνικά Καλώδια κατασκευάζει σε τέσσερα κύρια εργοστάσια. -Θήβα, Ελαιώνας και Κόρινθος στην Ελλάδα και Βουκουρέστι στη Ρουμανία- με την εγκατάσταση Fulgor στην Κόρινθο να παρέχει αποκλειστική δυνατότητα παραγωγής και εγκατάστασης υποβρυχίων καλωδίων, καθώς και βοηθητικές μονάδες που υποστηρίζουν το δίκτυο. Ο τομέας διακρίνεται για τον ισχυρό εξαγωγικό προσανατολισμό του, με μακροχρόνιες σχέσεις με φορείς εκμετάλλευσης δικτύων και κατασκευαστές σε όλη τη Βόρεια Ευρώπη (Δανία, Σουηδία, Γερμανία, Ολλανδία, Βέλγιο και Ηνωμένο Βασίλειο), καθώς και τον Καναδά.

Αξίζει να διευκρινιστεί γιατί η εξειδίκευση στον υποθαλάσσιο τομέα και τον τομέα HVDC διαθέτει τόσο ευνοϊκή οικονομική κατάσταση, επειδή είναι κεντρικής σημασίας για την επενδυτική περίπτωση. Αυτά τα καλώδια δεν είναι εμπορεύματα: ένα καλώδιο εξαγωγής HVDC για ένα υπεράκτιο αιολικό πάρκο είναι ένα εξατομικευμένο, εκτενώς δοκιμασμένο προϊόν που πρέπει να επιβιώσει δεκαετίες στον πυθμένα της θάλασσας και η δυνατότητα κατασκευής του...-και, ολοένα και περισσότερο, να το εγκαταστήσουν μέσω εξειδικευμένων σκαφών πόντισης καλωδίων βάσει μιας ενιαίας σύμβασης "με το κλειδί στο χέρι"-κατέχεται μόνο από μια χούφτα εξειδικευμένες εταιρείες παγκοσμίως. Η πιστοποίηση από τους διαχειριστές δικτύων

και τους κατασκευαστές απαιτεί χρόνια και αποδεδειγμένο ιστορικό, γεγονός που εγείρει εμπόδια εισόδου και προστατεύει τους κατεστημένους φορείς. Τα προϊόντα έχουν μεγάλους χρόνους παράδοσης, υψηλό μηχανολογικό περιεχόμενο και τιμολόγηση που αντικατοπτρίζει τη σπανιότητα και όχι το οριακό κόστος. Για την Ελληνικά Καλώδια, η στρατηγική επένδυση στην υποβρύχια ικανότητα της Fulgor και στην ανοδική πορεία της καμπύλης τάσης και πολυπλοκότητας είναι ακριβώς μια προσπάθεια να μετατοπίσει το μείγμα της προς αυτό το αμυντικό, υψηλής απόδοσης άκρο της αγοράς και μακριά από πιο ανταγωνιστικά καλώδια μέσης τάσης και τηλεπικοινωνιών. Η τάση "με το κλειδί στο χέρι"-συνδυασμός κατασκευής με εγκατάσταση-τόσο διευρύνει την προστιθέμενη αξία ανά έργο όσο και αυξάνει τα διακυβεύματα εκτέλεσης, καθώς ο παραγωγός αναλαμβάνει τον κίνδυνο υπεράκτιας εγκατάστασης που δεν αναλάμβανε προηγουμένως.

Σωλήνες χάλυβα (Σωληνοργεία Κορίνθου)

Ο τομέας των χαλυβδοσωλήνων παράγει χαλυβδοσωλήνες μεγάλης διαμέτρου χρησιμοποιώντας τόσο διαδικασίες HFW (υψηλής συχνότητας συγκόλληση) όσο και LSAW (διαμήκης βυθισμένης τόξου συγκόλληση), εξυπηρετώντας τη μεταφορά ενέργειας σε μεγάλες αποστάσεις. Ιστορικά, η βασική του αγορά ήταν οι χερσαίοι και υπεράκτιοι αγωγοί μεταφοράς πετρελαίου και φυσικού αερίου, μια απαιτητική, προσανατολισμένη σε έργα επιχείρηση στην οποία η Σωληνοργεία Κορίνθου έχει καθιερωθεί ως διεθνής προμηθευτής πρώτης βαθμίδας για έργα βαθέων υδάτων και μεγάλης διαμέτρου. Η στρατηγικά σημαντική εξέλιξη είναι η επέκταση του τομέα στα μόρια της ενεργειακής μετάβασης: κερδίζει συμβάσεις για την προμήθεια σωλήνων για δίκτυα δέσμευσης και αποθήκευσης άνθρακα (για παράδειγμα, το έργο HyNet στον κόλπο του Λίβερπουλ και η συμμετοχή στο υπεράκτιο σχέδιο CCS του Porthos) και τοποθετείται για υποδομές μεταφοράς υδρογόνου, εφαρμογές που αξιοποιούν την ίδια τεχνογνωσία στους συγκολλημένους σωλήνες, ενώ παράλληλα την συνδέουν με ένα θέμα ανάπτυξης και όχι με ένα φθίνον. Ο τομέας παράγει επίσης κοίλες δοκούς χάλυβα για τον κατασκευαστικό κλάδο, μια πιο εμπορευματοποιημένη, τοπικά προσανατολισμένη σειρά προϊόντων. Η εξαγορά της εγκατάστασης LSAW στο Χάρτλπουλ στο Ηνωμένο Βασίλειο το 2026 προσθέτει δυναμικότητα και θέση στον ενεργειακό κόμβο της Βόρειας Θάλασσας. Η Σωληνοργεία Κορίνθου έχει επίσης επιδιώξει την επιχειρησιακή απαλλαγή από τον άνθρακα, προμηθευόμενη περίπου το 80% της ηλεκτρικής της ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές ενέργειας (μέσω ηλιακών συλλεκτών σε στέγες και συμφωνιών αγοράς ενέργειας) με στόχο το 100% έως το 2030.

Η ολοκληρωμένη πρόταση για υπεράκτια ενέργεια

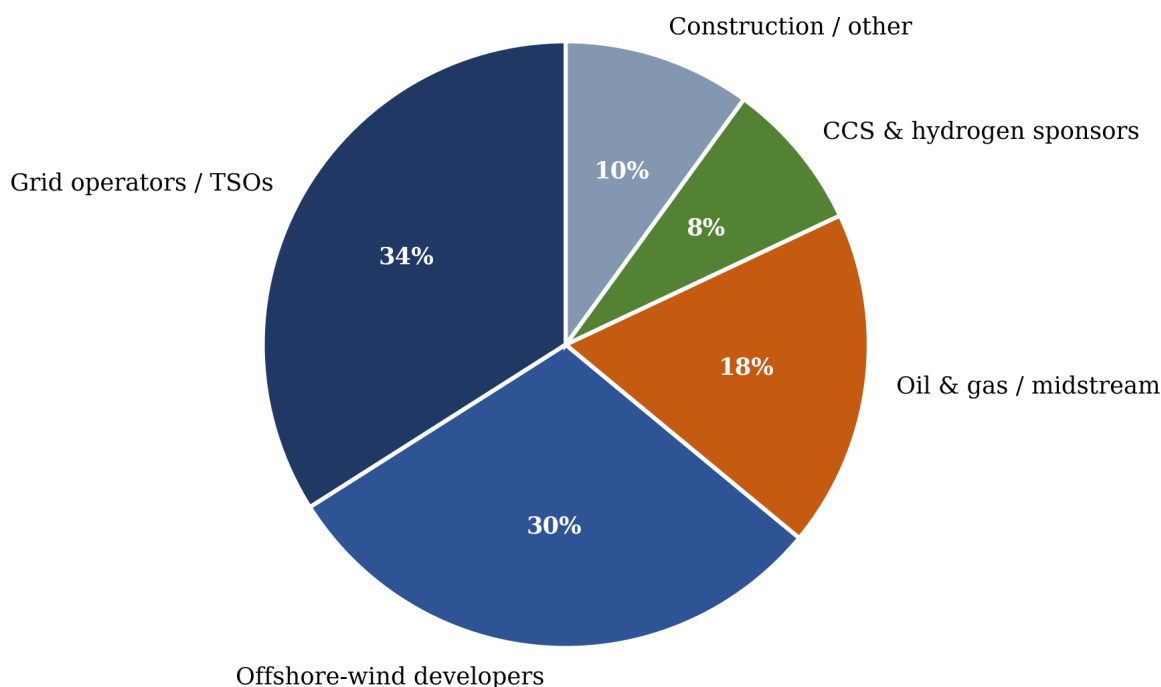
Ένας αναδυόμενος παράγοντας διαφοροποίησης είναι η ικανότητα του ομίλου να συνδυάζει την τεχνογνωσία του σε καλώδια και σωλήνες για την υπεράκτια ενέργεια. Η υπεράκτια αιολική ενέργεια, η υποθαλάσσια διασύνδεση και η υπεράκτια CCS απαιτούν τόσο την καλωδίωση υψηλής τάσης που κατασκευάζει η Hellenic Cables όσο και, σε διάφορες διαμορφώσεις, τις χαλύβδινες κατασκευές και τους σωλήνες που κατασκευάζει η Corinth Pipeworks, και η Cenergy έχει αρχίσει να διαθέτει στην αγορά μια ολοκληρωμένη δυνατότητα.-συμπεριλαμβανομένων σχεδίων σε επίπεδο ομίλου για μία από τις πρώτες βιομηχανοποιημένες μονάδες παραγωγής στον κόσμο για πλωτή υπεράκτια αιολική ενέργεια. Παρόλο που βρίσκεται ακόμη σε αρχικό στάδιο, αυτή η διατομεακή ολοκλήρωση αποτελεί πιθανή πηγή ανταγωνιστικής διαφοροποίησης και επιτυχιών σε έργα υψηλότερης αξίας, τις οποίες ούτε οι κατασκευαστές καλωδίων καθαρής χρήσης ούτε οι κατασκευαστές σωλήνων καθαρής χρήσης μπορούν εύκολα να αναπαράγουν.

Η βιωσιμότητα, για την Cenergy, είναι τόσο μια ιστορία προϊόντος όσο και μια λειτουργική ιστορία.-και ολοένα και περισσότερο ένα εμπορικό περιουσιακό στοιχείο. Από την πλευρά του προϊόντος, ουσιαστικά όλη η ανάπτυξη του ομίλου βασίζεται στην απαλλαγή από τον άνθρακα: καλώδια που συνδέουν την παραγωγή ανανεώσιμων πηγών ενέργειας και διασυνδέουν τα δίκτυα, και σωλήνες που θα μεταφέρουν δεσμευμένο άνθρακα και, μελλοντικά, υδρογόνο. Από την πλευρά της λειτουργίας, ο όμιλος έχει προχωρήσει

στην απαλλαγή από τον άνθρακα της δικής του παραγωγής.-Η Σωληνουργία Κορίνθου προμηθεύεται περίπου το 80% της ηλεκτρικής της ενέργειας από ανανεώσιμες πηγές ενέργειας μέσω ηλιακών συλλεκτών σε στέγες και μακροπρόθεσμων συμφωνιών αγοράς ενέργειας, με στόχο το 100% έως το 2030. Αυτό έχει εμπορική σημασία επειδή οι αγοραστές των προϊόντων της Cenergy-διαχειριστές δικτύων, κατασκευαστές υπεράκτιων αιολικών πάρκων και, ολοένα και περισσότερο, χορηγοί CCS/υδρογόνου-υπόκεινται οι ίδιες σε αυστηρές απαιτήσεις βιωσιμότητας και εκπομπών της αλυσίδας εφοδιασμού, και τα περιβαλλοντικά διαπιστευτήρια ενός προμηθευτή καθίστανται παράγοντας στην αξιολόγηση και την υποβολή προσφορών. Ένα αξιόπιστο αποτύπωμα παραγωγής χαμηλών εκπομπών άνθρακα δεν είναι επομένως απλώς μια καλή φήμη, αλλά μια αυξανόμενη συμβολή στην επιτυχή ολοκλήρωση εργασιών, και ευθυγραμμίζει τον όμιλο με τις ρυθμιστικές και πολιτικές δυνάμεις που υποστηρίζουν ολόκληρη την εικόνα της ζήτησης.

5. Πελάτες & Επισκεψιμότητα στην Αγορά

Η Cenergy πωλεί σε ένα συγκεντρωμένο σύνολο μεγάλων, εξελιγμένων, φερέγγυων πελατών μέσω ενός εμπορικού μοντέλου που βασίζεται σε έργα και καθοδηγείται από διαγωνισμούς. Στα καλώδια, οι κύριοι αγοραστές είναι οι διαχειριστές συστημάτων μεταφοράς ηλεκτρικής ενέργειας (TSO) και οι εταιρείες δικτύου.-όπως ο ΑΔΜΗΕ/ΑΔΜΗΕ της Ελλάδας και οι αντίστοιχοι φορείς σε όλη την Ευρώπη-που αναθέτουν διασυνδέσεις και έργα ενίσχυσης δικτύου, και κατασκευαστές υπεράκτιας αιολικής ενέργειας (εταιρείες κοινής ωφέλειας και ανεξάρτητοι κατασκευαστές, συμπεριλαμβανομένων εταιρειών όπως η Ocean Winds, οι κατασκευαστές τύπου Ørsted και οι εργολάβοι EPC) που χρειάζονται καλωδίωση εξαγωγής και διασυστοιχίας για τα αιολικά πάρκα τους. Στους χαλυβοδοσολήνες, οι πελάτες είναι μεγάλες εταιρείες πετρελαίου και φυσικού αερίου, φορείς εκμετάλλευσης αγωγών μεσαίου ρεύματος και-ολοένα και περισσότερο-οι χορηγοί έργων υποδομών CCS και υδρογόνου, και πάλι συνήθως μέσω ανταγωνιστικών προσφορών και εργολάβων EPC. Και στους δύο τομείς, οι παραγγελίες τείνουν να είναι μεγάλες, πολυετείς συμβάσεις που αποτελούν αντικείμενο ατομικής διαπραγμάτευσης, γεγονός που δημιουργεί το σημαντικό, ορατό ανεκτέλεστο υπόλοιπο του ομίλου.

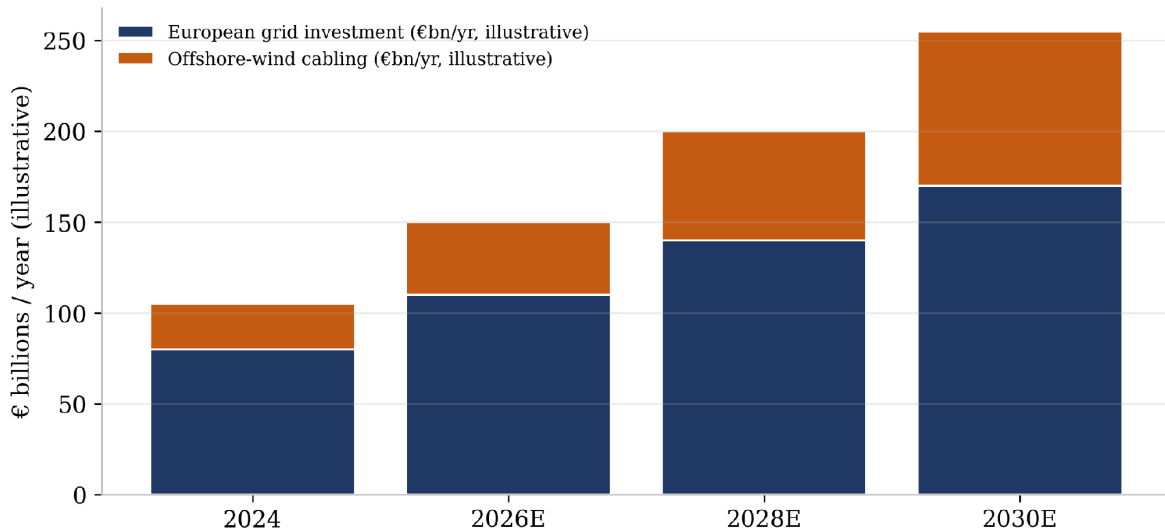
Figure 9 — Customer Mix by End-Market (est.)*Σχήμα 9. Μείγμα πελατών ανά τελική αγορά (εκτιμώμενο).*

Αυτό το ανεκτέλεστο υπόλοιπο είναι το σημαντικότερο χαρακτηριστικό του μοντέλου εισόδου στην αγορά της Cenergy και η κύρια πηγή ορατότητας των κερδών της. Στα 3,38 δισεκατομμύρια ευρώ στο τέλος του 2025.-πάνω από ενάμιση χρόνο εσόδων-και σταθερά πάνω από 3 δισεκατομμύρια ευρώ, παρέχει ένα συμβατικό βιβλίο προθεσμιακών παραγγελιών που μειώνει τον κίνδυνο βραχυπρόθεσμων εσόδων και επιτρέπει στον όμιλο να σχεδιάζει τη χωρητικότητα και να διαχειρίζεται το κεφάλαιο κίνησης με σιγουριά. Πρόσφατα βραβεία καταδεικνύουν τόσο την κλίμακα όσο και τη φύση της ζήτησης που συνδέεται με τη μετάβαση: το υποθαλάσσιο σύστημα καλωδίων εξαγωγής για το έργο BC-Wind της Ocean Winds στην Πολωνία· μια διασύνδεση HVDC με το κλειδί στο χέρι (Κόρινθος-Κως) για τον διαχειριστή μεταφοράς της Ελλάδας· καλώδια inter-array 66kV για το υπεράκτιο αιολικό πάρκο East Anglia TWO στο Ηνωμένο Βασίλειο· η σύμβαση προμήθειας για τον διασυνδεδετήριο αγωγό φυσικού αερίου Ελλάδας-Βόρειας Μακεδονίας μήκους 123 χιλιομέτρων· και ο σωλήνας LSAW για τον αγωγό HyNet CCS στον κόλπο του Λίβερπουλ. Τα μεγάλα έργα συνήθως συνοδεύονται επίσης από προκαταβολές πελατών, οι οποίες χρηματοδοτούν το κεφάλαιο κίνησης και αποτελούν έναν ουσιαστικό λόγο για τον οποίο ο όμιλος μπορεί να αναπτυχθεί διατηρώντας παράλληλα χαμηλό καθαρό χρέος. Η άλλη όψη αυτού του μοντέλου είναι η συγκέντρωση και η ακαταστασία: ένας μικρός αριθμός νικών (ή ζημιών ή καθυστερήσεων) μεγάλων έργων μπορεί να επηρεάσει σημαντικά τα αποτελέσματα οποιασδήποτε δεδομένης περιόδου και ο χρόνος αναγνώρισης εσόδων σε πολυετείς συμβάσεις εισάγει μεταβλητότητα από τρίμηνο σε τρίμηνο. Η ποιότητα και η πιστοληπτική ικανότητα της πελατειακής βάσης-βαρύνεται σε μεγάλο βαθμό από ρυθμιζόμενους φορείς εκμετάλλευσης δικτύων και μεγάλες εταιρείες ενέργειας-αντισταθμίζει εν μέρει αυτό μειώνοντας τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου και πληρωμής.

6. Επισκόπηση του κλάδου

Η Cenergy λειτουργεί στην καρδιά ενός από τους μεγαλύτερους και πιο ανθεκτικούς κύκλους κεφαλαιακών επενδύσεων στην παγκόσμια οικονομία: την επανακαλωδίωση και την απαλλαγή από τον άνθρακα του ενεργειακού συστήματος, με ιδιαίτερη συγκέντρωση στην Ευρώπη. Τρεις διαρθρωτικές δυνάμεις καθοδηγούν τη ζήτηση για τα προϊόντα της. Η πρώτη είναι η ανάπτυξη υπεράκτιας αιολικής ενέργειας, η οποία απαιτεί τεράστιες ποσότητες υποθαλάσσιων εξαγωγών και καλωδίων μεταξύ συστοιχιών και, σε πλωτές διαμορφώσεις, νέες δομές. Η Ευρώπη (η Βόρεια Θάλασσα, η Βαλτική και ολόένα και περισσότερο η Μεσόγειος) έχει θέσει φιλόδοξους πολυετείς στόχους για την υπεράκτια αιολική ενέργεια, οι οποίοι υποδηλώνουν μια διαρκή, αυξανόμενη ανάγκη ακριβώς για την υποθαλάσσια καλωδίωση υψηλής τάσης που κατασκευάζει η Hellenic Cables. Το δεύτερο είναι η διασύνδεση και η ενίσχυση του δικτύου: η ενσωμάτωση διαλείπουσων ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, η σύνδεση νησιών και η σύνδεση των εθνικών αγορών απαιτεί μαζική επέκταση των διασυνδέσεων HVDC και της μεταφοράς υψηλής τάσης, και τα παλαιωμένα δίκτυα της Ευρώπης χρειάζονται αντικατάσταση και αναβάθμιση ανεξάρτητα από την ανάπτυξη ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Οι εκτιμήσεις για τις απαιτούμενες επενδύσεις στο ευρωπαϊκό δίκτυο ανέρχονται σε εκατοντάδες δισεκατομμύρια ευρώ έως το 2030 και μετά. Το τρίτο είναι η ηλεκτροδότηση της ζήτησης-θερμότητα, μεταφορές και βιομηχανία-γεγονός που αυξάνει τα φορτία και ενισχύει την ανάγκη για χωρητικότητα διανομής και μεταφοράς.

Figure 15 — Addressable Market — Grid + Offshore-Wind Supercycle



Illustrative scale of European grid + offshore-wind investment. Source: EU/industry estimates.

Σχήμα 10. Αγορά στην οποία μπορείτε να απευθυνθείτε-επενδύσεις σε δίκτυο και υπεράκτια αιολική ενέργεια (ενδεικτικά).

Η κλίμακα αυτών των παραγόντων είναι αυτή που καθιστά την ευκαιρία διαρθρωτική και όχι απλώς κυκλική. Οι φιλοδοξίες της Ευρώπης για υπεράκτια αιολική ενέργεια συνεπάγονται μια επέκταση της εγκατεστημένης ισχύος σε μέγεθος που απαιτεί συνεχή κατασκευή καλωδίων για χρόνια. Κάθε γιγαβάτ υπεράκτιας αιολικής ενέργειας χρειάζεται εκατοντάδες χιλιόμετρα καλωδίων μεταξύ συστοιχιών, καθώς και μακριά, υψηλής αξίας καλώδια εξαγωγής προς την ακτή και πλωτή αιολική ενέργεια.-ένα νεοσύστατο υποτμήμα στο οποίο τοποθετείται η Cenergy-είναι ακόμη πιο απαιτητική σε καλωδιακά δίκτυα. Η διασύνδεση του δικτύου προσθέτει ένα δεύτερο, εν μέρει ανεξάρτητο σκέλος της ζήτησης: οι ευρωπαϊκές αναλύσεις δείχνουν ανάγκες επενδύσεων στο δίκτυο ύψους αρκετών εκατοντάδων δισεκατομμυρίων ευρώ αυτήν τη δεκαετία για την κάλυψη των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας και της ηλεκτροδότησης, με τις

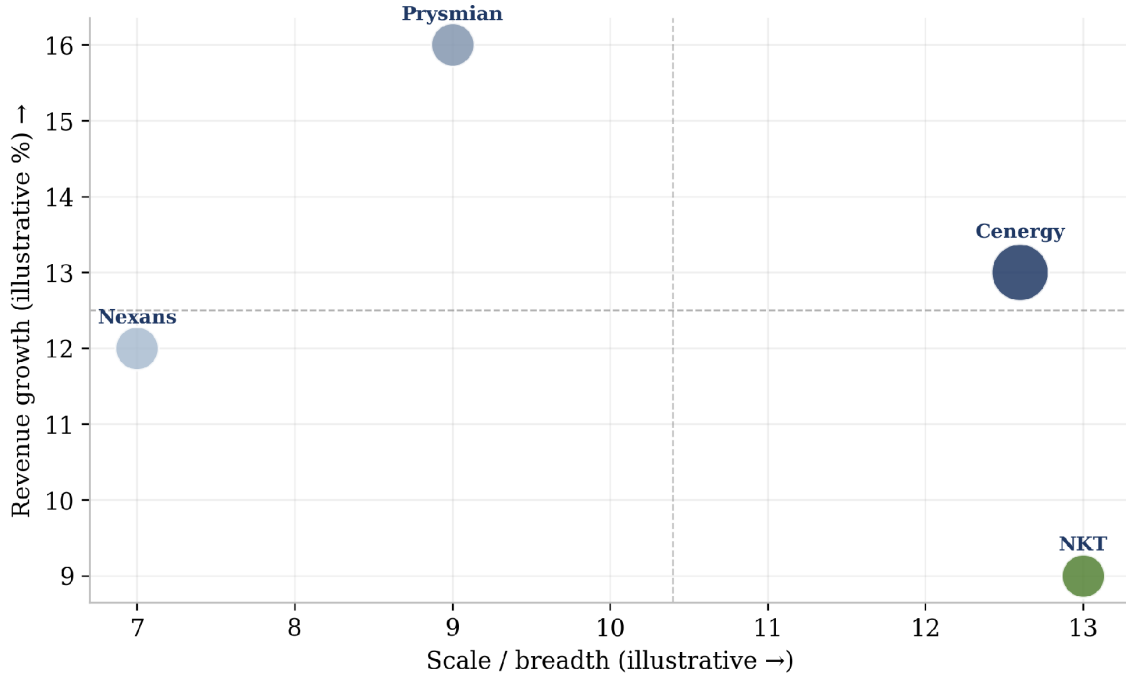
διασυνδέσεις HVDC, το προϊόν καλωδίων με την υψηλότερη αξία, να καταλαμβάνουν αυξανόμενο μερίδιο. Για έναν παραγωγό του οποίου το ανεκτέλεστο υπόλοιπο υπερβαίνει ήδη τα 3 δισεκατομμύρια ευρώ και του οποίου η εισροή παραγγελιών συνεχίζει να αυξάνεται, ο δεσμευτικός περιορισμός δεν είναι η ζήτηση αλλά ο ρυθμός με τον οποίο μπορεί να προστεθεί εξειδικευμένη δυναμικότητα σε ολόκληρο τον κλάδο. Αυτή η δυναμική ευνοεί τους κατεστημένους φορείς με υφιστάμενες δεξιότητες και επέκταση σε εξέλιξη.-αλλά προσελκύει επίσης μεγάλες νέες επενδύσεις από κάθε σημαντικό παίκτη, τον μηχανισμό με τον οποίο η σημερινή στενότητα θα μπορούσε τελικά να χαλαρώσει.

Η βιομηχανία καλωδίων έχει ένα κρίσιμο χαρακτηριστικό από την πλευρά της προσφοράς που διαμορφώνει την οικονομία της: η κατασκευή υποβρυχίων καλωδίων υψηλής τάσης και καλωδίων HVDC είναι εξαιρετικά εξειδικευμένη, απαιτεί κεφάλαιο και έχει περιορισμένη χωρητικότητα. Υπάρχουν μόνο λίγοι εξειδικευμένοι παραγωγοί παγκοσμίως, οι εγκαταστάσεις και τα πλοία τοποθέτησης καλωδίων που απαιτούνται είναι εξαιρετικά ακριβά και χρειάζονται χρόνια για να κατασκευαστούν, και η αξιολόγηση των πελατών είναι αυστηρή. Το αποτέλεσμα, κατά τη διάρκεια του τρέχοντος κύκλου, ήταν μια ανισορροπία προσφοράς-ζήτησης υπέρ των παραγωγών: μεγάλα ανεκτέλεστα έργα, αυξανόμενες τιμές και ισχυρά περιθώρια κέρδους για όσους έχουν χωρητικότητα και προσόντα. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο ο τομέας των καλωδίων, και ειδικότερα η εξειδικευμένη αγορά υποθαλάσσιων/HVDC, είναι η πιο ελκυστική από τις δύο επιχειρήσεις της Cenergy και ο κύριος μοχλός της επαναξιολόγησής της. Παρόλα αυτά, ολόκληρος ο κλάδος επεκτείνει τη χωρητικότητα σε απάντηση, κάτι που με την πάροδο του χρόνου θα μπορούσε να μετριάσει την ανισορροπία.

Η βιομηχανία χαλυβδοσωλήνων που εξυπηρετεί τη μεταφορά ενέργειας έχει διαφορετικό και πιο κυκλικό χαρακτήρα. Η ζήτηση ιστορικά ακολουθεί τον κύκλο κεφαλαιακών επενδύσεων πετρελαίου και φυσικού αερίου.-Τα μεγάλα έργα αγωγών μεταφοράς είναι επεισοδιακά και ευαίσθητα στις τιμές των βασικών προϊόντων και στις τελικές επενδυτικές αποφάσεις-καθιστώντας την επιχείρηση εγγενώς πιο ογκώδη και πιο εκτεθειμένη στις διακυμάνσεις των κεφαλαιουχικών δαπανών του ενεργειακού τομέα. Η μετάβαση, ωστόσο, ανοίγει πραγματικά νέα ζήτηση: αγωγούς για τη μεταφορά του δεσμευμένου CO₂ από βιομηχανικούς ομίλους σε χώρους αποθήκευσης και, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, ειδικές υποδομές μεταφοράς υδρογόνου. Αυτές οι εφαρμογές επαναχρησιμοποιούν την υπάρχουσα τεχνολογία και κατασκευή συγκολλημένων σωλήνων, προσφέροντας στη βιομηχανία σωλήνων μια οδό ανάπτυξης που αντισταθμίζει εν μέρει τη διαρθρωτική ωρίμανση της ζήτησης για συμβατικούς αγωγούς πετρελαίου και φυσικού αερίου. Ορίζοντα σε ολόκληρο τον τομέα βρίσκεται η δυναμική των πρώτων υλών.-χαλκός και αλουμίνιο για καλώδια, χάλυβας για σωλήνες-οι οποίες αποτελούν σημαντικές εισροές κόστους, αν και οι συμβάσεις μεγάλων έργων συχνά περιλαμβάνουν μηχανισμούς προσαρμογής τιμών ή μετακύλισης που περιορίζουν την άμεση έκθεση σε βασικά προϊόντα. Η ρύθμιση και η πολιτική (στόχοι της ΕΕ για την ενέργεια και το κλίμα, καθεστώτα αδειοδότησης, εθνικά σχέδια διασύνδεσης και υποστήριξη βιομηχανικής στρατηγικής) είναι, τελικά, η εξωγενής κινητήρια δύναμη ολόκληρης της εικόνας της ζήτησης.

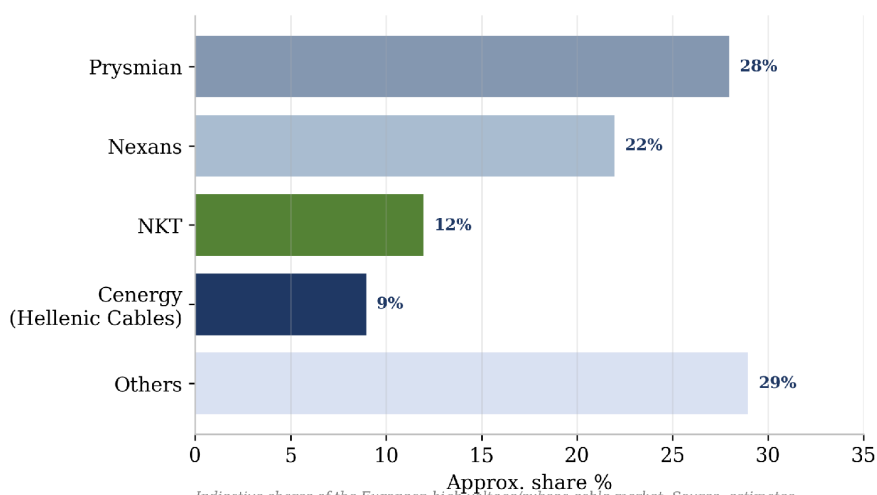
7. Ανταγωνιστικό Τοπίο

Η Cenergy ανταγωνίζεται σε δύο ξεχωριστούς κλάδους, με διαφορετική ανταγωνιστική θέση στον καθένα.

Figure 16 — Competitive Positioning — Cenergy: Growth Without Scale

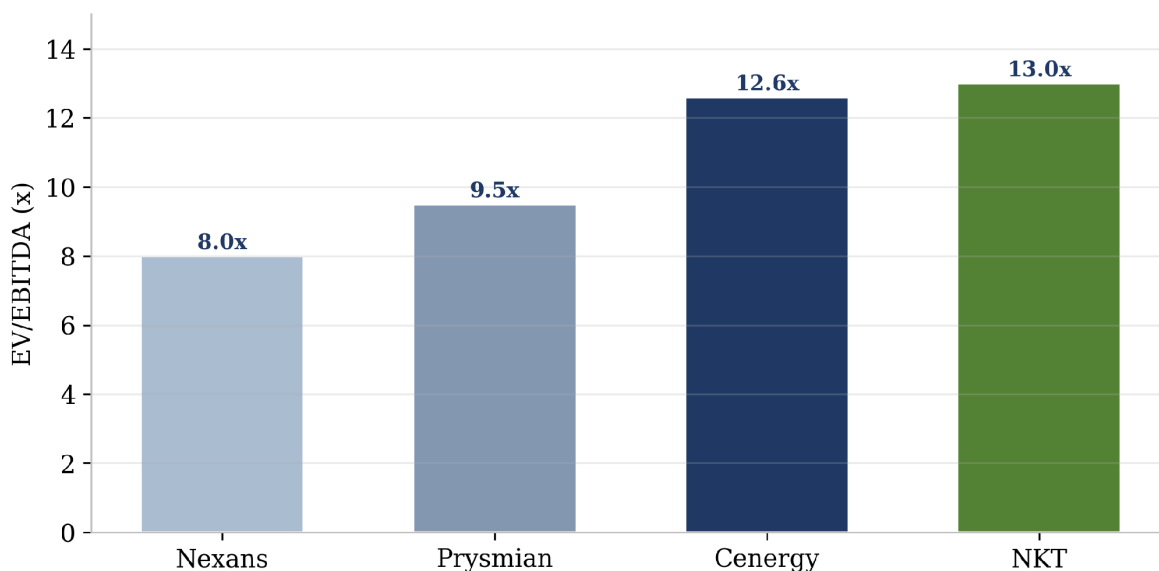
Illustrative positioning; bubble = Cenergy. Source: peer disclosures, estimates.

Σχήμα 11. Ανταγωνιστική τοποθέτηση-ανάπτυξη χωρίς κλίμακα.

Figure 17 — European HV/Subsea Cable Share — A Tier-Two Challenger (est.)

Indicative shares of the European high-voltage/subsea cable market. Source: estimates.

Σχήμα 12. Μερίδιο καλωδίων υψηλής τάσης/υποθαλάσσιων καλωδίων στην Ευρώπη (εκτιμώμενο).

Figure 18 — Peer Benchmarking — EV/EBITDA (FY26E, indicative)

Cenergy priced above diversified leaders, near pure-play NKT. Indicative estimates.

Σχήμα 13. Συγκριτική αξιολόγηση ομοτίμων-EV/EBITDA.

Καλώδια-ένας ισχυρός διεκδικητής δεύτερης βαθμίδας

Η αγορά καλωδίων υψηλής τάσης και υποβρυχίων είναι ένα ολιγοπώλιο που κυριαρχείται από τρεις μεγαλύτερους παίκτες: την Prysmian της Ιταλίας (τον παγκόσμιο ηγέτη, μετά τις εξαγορές της General Cable και άλλων), την Nexans της Γαλλίας (στην δεύτερη θέση, με έσοδα περίπου 8,5 δισεκατομμύρια ευρώ για το 2024) και την NKT της Δανίας (ένας εξειδικευμένος προμηθευτής υψηλής τάσης και υποβρυχίων). Σε αντίθεση με αυτούς, η Hellenic Cables χαρακτηρίζεται καλύτερα ως ένας ισχυρός προμηθευτής δεύτερης βαθμίδας: μικρότερος σε κλίμακα, αλλά με γνήσια υποβρύχια και HVDC ικανότητα (μέσω της Fulgor), ανταγωνιστική βάση κόστους και αποδεδειγμένη ικανότητα να κερδίζει με συνέπεια έργα ευρωπαϊκού δικτύου και υπεράκτια αιολικής ενέργειας. Η σχετική της θέση αποτελεί ταυτόχρονα ευκαιρία και περιορισμό. Η ευκαιρία είναι ότι η ζήτηση υπερβαίνει επί του παρόντος την ικανότητα ακόμη και των παικτών πρώτης βαθμίδας, επομένως ένας αξιόπιστος, εξειδικευμένος παραγωγός δεύτερης βαθμίδας μπορεί να κερδίσει έναν αυξανόμενο όγκο ελκυστικών εργασιών και να αναπτυχθεί ταχύτερα από την αγορά. Η Hellenic Cables κάνει ακριβώς αυτό. Ο περιορισμός είναι η κλίμακα: για τα πολύ μεγαλύτερα και πιο σύνθετα έργα HVDC με το κλειδί στο χέρι, οι ισολογισμοί των παραγωγών πρώτης βαθμίδας, οι στόλοι εγκαταστάσεων και το ιστορικό τους τους δίνουν ένα πλεονέκτημα, και σε μια περίοδο ύφεσης ο μικρότερος παίκτης είναι περισσότερο εκτεθειμένος στην πίεση των τιμών και στον εκτοπισμό από οριακά έργα. Οι Ασιάτες παραγωγοί (LS Cable, Sumitomo, Furukawa) προσθέτουν περαιτέρω ανταγωνισμό σε ορισμένα τμήματα. Η στρατηγική της Hellenic Cables-επένδυση σε δυναμικότητα και προσόντα υποβρυχίων/υψηλής τάσης συνεχούς ρεύματος (HVDC) για την ανέλιξη στην αλυσίδα αξίας-είναι η σωστή, αλλά την εκτελεί εναντίον κατεστημένων φορέων με πολύ καλούς πόρους.

Σωλήνες χάλυβα-ένας εξειδικευμένος παίκτης πρώτης βαθμίδας

Στους χαλυβδοσωλήνες, η Σωληνουργία Κορίνθου ανταγωνίζεται ως ειδικός πρώτης βαθμίδας στους τομείς μεγάλης διαμέτρου και υπεράκτια σωληνώσης έναντι ενός παγκόσμιου τομέα που περιλαμβάνει την ευρωπαϊκή EEW, τις μεγάλες εταιρείες σωλήνων χωρίς ραφή Tenaris και Vallourec (που επικεντρώνονται περισσότερο σε προϊόντα OCTG και χωρίς ραφή), τις ινδικές Welspun και Jindal SAW, και διάφορους

περιφερειακούς κατασκευαστές συγκολλημένων σωλήνων. Τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα της Κορίνθου είναι η τεχνολογική της ικανότητα σε απαιτητικά έργα βαθέων υδάτων και μεγάλης διαμέτρου, η εδραιωμένη φήμη και τα προσόντα της με μεγάλους πελάτες ενέργειας, καθώς και η θέση της ως early-moved στην CCS και τους σωλήνες έτοιμους για υδρογόνο. Ο τομέας είναι πιο εμπορευματοποιημένος και κυκλικός από τα καλώδια, και η επιτυχία εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την επιτυχή έκβαση μεμονωμένων μεγάλων έργων και από την υγεία του κύκλου των κεφαλαιουχικών δαπανών του ενεργειακού τομέα, αλλά η στροφή της Κορίνθου προς εφαρμογές που συνδέονται με τη μετάβαση και οι προσθήκες δυναμικότητας (Hartlepool) την τοποθετούν σε θέση να υπερασπιστεί και να επεκτείνει μια ισχυρή θέση.

Συνολικά, η ανταγωνιστική θέση της Cenergy είναι αυτή ενός ευέλικτου, εύρυθμα διοικούμενου, οικονομικά πειθαρχημένου ανταγωνιστή με πραγματική διαφοροποίηση σε ελκυστικές εξειδικευμένες αγορές (υποθαλάσσια/καλώδια HVDC, υπεράκτια και συνδεδεμένα με μεταβατικό στάδιο καλώδια), αλλά χωρίς την κλίμακα των ηγετών του κλάδου. Σε ένα περιβάλλον πλούσιο σε ζήτηση που αξιοποιεί τα δυνατά του σημεία, η δοκιμασία θα έρθει εάν και όταν η χωρητικότητα καλύψει τη ζήτηση και ο ανταγωνισμός ενταθεί. Η αναδυόμενη διατομεακή ολοκλήρωση της υπεράκτιας ενέργειας αποτελεί μια πιθανή πηγή διαφοροποίησης που οι ανταγωνιστές που δραστηριοποιούνται αποκλειστικά σε υπεράκτιες αγορές δεν μπορούν εύκολα να αντισταθμίσουν.

Με βάση τα οικονομικά στοιχεία, η Cenergy έχει μειώσει το χάσμα ποιότητας σε σχέση με τους μεγαλύτερους ανταγωνιστές της αντί απλώς να ακολουθεί τον κύκλο. Τα προσαρμοσμένα περιθώρια EBITDA του ομίλου έχουν επεκταθεί στα μέσα της δεκαετίας του '10 ως ποσοστό των εσόδων.-αξιοσέβαστο για έναν κατασκευαστή καλωδίων και σωλήνων και βελτίωση-ενώ οι αποδόσεις κεφαλαίου έχουν αυξηθεί, καθώς οι εργασίες υποθαλάσσιων εγκαταστάσεων υψηλού περιθωρίου κέρδους και οι εργασίες HVDC έχουν εκτοπίσει τον όγκο χαμηλότερης αξίας στο μείγμα. Το κρίσιμο σημείο είναι ότι η εταιρεία το πέτυχε αυτό διατηρώντας έναν σημαντικά πιο συντηρητικό ισολογισμό από ό,τι είναι τυπικό για τον τομέα κατά τη διάρκεια μιας φάσης επένδυσης: το καθαρό χρέος κάτω από το μισό κύκλο εργασιών EBITDA συγκρίνεται ευνοϊκά με τη μόχλευση που έχουν αναλάβει ορισμένοι ανταγωνιστές για να χρηματοδοτήσουν τους δικούς τους αγώνες δυναμικότητας. Το στρατηγικό στοίχημα που ενσωματώνεται στις μετοχές είναι ότι η Cenergy μπορεί να συνεχίσει να επιτυγχάνει πάνω από το βάρος της.-κερδίζοντας ένα δυσανάλογο μερίδιο ελκυστικών ευρωπαϊκών έργων μεταφοράς και υπεράκτιας αιολικής ενέργειας, μετατρέποντας ένα αυξανόμενο ανεκτέλεστο έργο με υγιή περιθώρια κέρδους και επεκτείνοντας επιλεκτικά την παραγωγική ικανότητα-χωρίς είτε να επεκταθεί υπερβολικά οικονομικά είτε να υποβιβαστεί, όταν ο κύκλος αλλάξει, σε οριακά έργα που οι παίκτες της πρώτης βαθμίδας απορρίπτουν. Το ιστορικό εκτέλεσης της εταιρείας κατά τη διάρκεια του τρέχοντος ανοδικού κύκλου υποστηρίζει την ανοδική τάση. Το μη αποδεδειγμένο στοιχείο είναι ο τρόπος με τον οποίο αποδίδει το μοντέλο όταν η παραγωγική ικανότητα του κλάδου καλύπτει το έλλειμμα και το περιβάλλον τιμολόγησης ομαλοποιείται.

8. Ευκαιρία Αγοράς (ΕΑ)

Η αγορά που μπορεί να προσεγγίσει η Cenergy γίνεται καλύτερα κατανοητή ως το μερίδιό της στο φυσικό υλικό που απαιτείται για τις επενδύσεις στην ενεργειακή μετάβαση και τη μεταφορά ενέργειας στην Ευρώπη (και, επιλεκτικά, στον κόσμο). Το μεγαλύτερο και πιο ελκυστικό στοιχείο είναι η αγορά για χερσαία και υποθαλάσσια καλώδια υψηλής τάσης και συστήματα HVDC. Μόνο οι ανάγκες επενδύσεων στο ευρωπαϊκό δίκτυο εκτιμώνται σε αρκετές εκατοντάδες δισεκατομμύρια ευρώ έως το 2030, εκ των οποίων τα καλώδια αποτελούν σημαντικό μερίδιο, και η κατασκευή υπεράκτιων αιολικών πάρκων προσθέτει μια μεγάλη, αυξανόμενη και υψηλής αξίας απαίτηση για εξαγωγές και καλώδια μεταξύ συστοιχιών. Επειδή η χωρητικότητα των υποθαλάσσιων καλωδίων και των καλωδίων HVDC είναι περιορισμένη και η προσθήκη αργών πτήσεων, το λειτουργικό τμήμα αυτής της αγοράς για έναν εξειδικευμένο παραγωγό με χωρητικότητα

περιορίζεται ουσιαστικά από τη ζήτηση από την ικανότητα του κλάδου να κατασκευάζει.-μια ευνοϊκή θέση που μεταφράζει άμεσα το ανεκτέλεστο υπόλοιπο σε έσοδα και υποστηρίζει την τιμολόγηση. Αυτός είναι ο πυρήνας της ευκαιρίας ανάπτυξης της Cenergy και ο τομέας όπου οι σταδιακές επενδύσεις σε δυναμικότητα αποφέρουν τις υψηλότερες αποδόσεις.

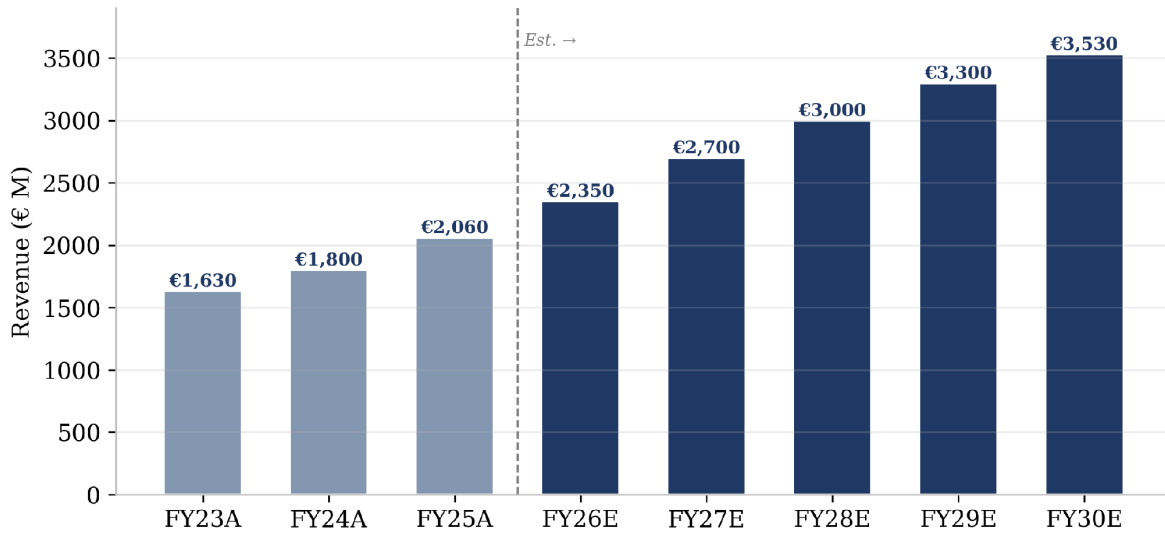
Το δεύτερο στοιχείο είναι η αγορά χαλυβδοσωλήνων μεταφοράς ενέργειας. Η ζήτηση για συμβατικούς αγωγούς πετρελαίου και φυσικού αερίου είναι μια μεγάλη αλλά ώριμη και κυκλική αγορά στην οποία η Σωληνουργία Κορίνθου ανταγωνίζεται για ένα μερίδιο από επεισοδιακά μεγάλα έργα. Η επέκταση που συνδέεται με τη μετάβαση-Μεταφορά CO₂ για CCS και, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, αγωγούς υδρογόνου-αποτελεί μια νεότερη, αυξανόμενη ευκαιρία: καθώς οι βιομηχανικοί συσπειρώσεις σε όλη την Ευρώπη αναπτύσσουν δίκτυα δέσμευσης άνθρακα και οι κυβερνήσεις υποστηρίζουν τις βασικές γραμμές υδρογόνου, η ζήτηση για εξειδικευμένους συγκολλημένους σωλήνες αναμένεται να αυξηθεί, προσφέροντας στην Κόρινθο μια οδό ανάπτυξης που θα προστεθεί στην παραδοσιακή της αγορά. Το τρίτο, μικρότερο και πιο εμπορευματοποιημένο στοιχείο είναι οι χαλύβδινες κοίλες δοκοί για κατασκευές, μια αγορά μέτριας στρατηγικής σημασίας, η οποία βασίζεται σε τοπικό επίπεδο.

Η διαμόρφωση της ρεαλιστικής ευκαιρίας απαιτεί τη διάκριση του διαρθρωτικού από τον κυκλικό. Ένα σημαντικό μέρος της τρέχουσας κερδοφορίας της Cenergy αντανακλά ένα ιδιαίτερα ευνοϊκό σημείο τόσο στον κύκλο των καλωδίων (περιορισμένη προσφορά, υποθαλάσσιες/εργασίες HVDC υψηλού περιθωρίου κέρδους) όσο και στον κύκλο των αγωγών (ένα εξαιρετικό 2025 για τη Σωληνουργία Κορίνθου). Η διαρκής ευκαιρία είναι η πολυετής, υποστηριζόμενη από πολιτικές, ζήτηση για διασύνδεση δικτύου, καλωδίωση υπεράκτιας αιολικής ενέργειας και, ολοένα και περισσότερο, υποδομές μεταφοράς άνθρακα και υδρογόνου.-μια πραγματικά μεγάλη και αναπτυσσόμενη αγορά στην οποία η Cenergy έχει εδραιώσει διαφοροποιημένες θέσεις. Οι βασικές αβεβαιότητες είναι το πόσο μεγάλο είναι το τρέχον περιθώριο κέρδους σε σχέση με το κυκλικό, πόσο γρήγορα οι προσθήκες δυναμικότητας της βιομηχανίας διαβρώνουν την τρέχουσα ανισορροπία προσφοράς-ζήτησης και πόσο μεγάλη και κοντά στην ευκαιρία για αγωγούς CCS/υδρογόνου αποδεικνύεται τελικά ότι είναι. Συνολικά, η Cenergy αντιμετωπίζει ένα μεγαλύτερο και υψηλότερης ποιότητας σύνολο ευκαιριών από οποιαδήποτε άλλη στιγμή στην ιστορία της, με την εξειδικευμένη αγορά καλωδίων/υποθαλάσσιων κατασκευών να αποτελεί το σαφές κόσμημα.

Οικονομική Ανάλυση

Ιστορική απόδοση

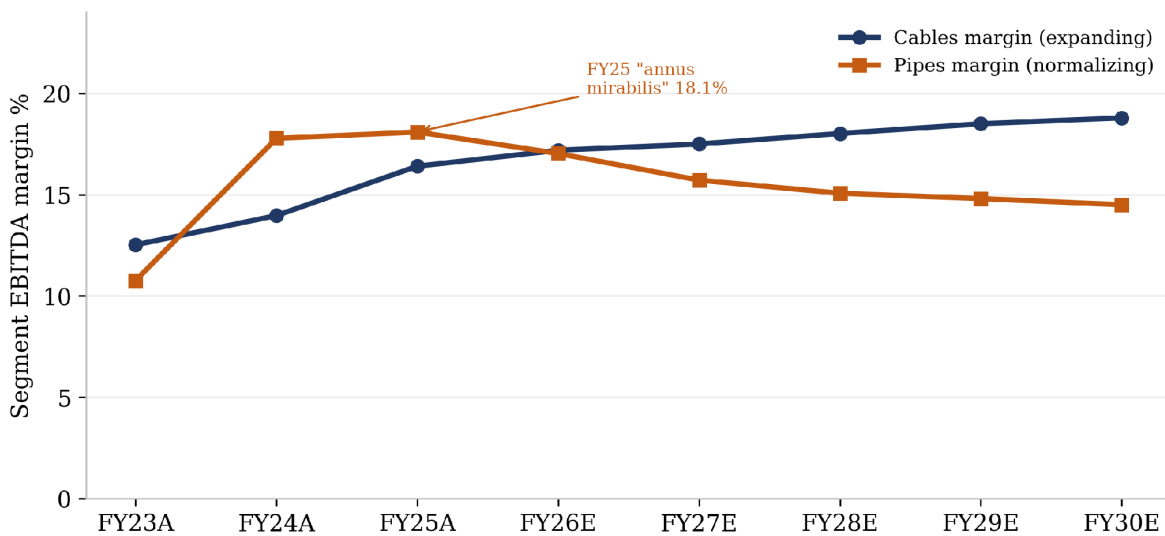
Η πρόσφατη οικονομική ιστορία της Cenergy χαρακτηρίζεται από σταθερή, επιταχυνόμενη βελτίωση, η οποία οφείλεται στον κύκλο της ενεργειακής μετάβασης. Τα έσοδα του ομίλου αυξήθηκαν από 1,63 δισ. ευρώ το 2023 σε 1,80 δισ. ευρώ το 2024 και σε 2,06 δισ. ευρώ το 2025.-ένα ποσοστό σύνθετου μείγματος ~12%-ενώ τα προσαρμοσμένα EBITDA αυξήθηκαν από 195 εκατ. ευρώ σε 272 εκατ. ευρώ και στη συνέχεια σε 348 εκατ. ευρώ, μια επιτάχυνση που αντανακλά τόσο την αύξηση του όγκου πωλήσεων όσο και μια ευνοϊκή μετατόπιση του μείγματος προς προϊόντα καλωδίων υψηλότερου περιθωρίου κέρδους. Το περιθώριο EBITDA του ομίλου αυξήθηκε από 12,0% το 2023 σε 16,9% το 2025. Τα κέρδη μετά από φόρους αυξήθηκαν ακόμη ταχύτερα, από ~84 εκατ. ευρώ σε 194 εκατ. ευρώ (σχεδόν διπλασιάζοντας τα κέρδη σε διάστημα δύο ετών), αυξάνοντας τα αραιωμένα κέρδη ανά μετοχή από ~0,45 ευρώ σε 1,02 ευρώ και επιτρέποντας αύξηση 86% στο μέρισμα του 2025 στα 0,26 ευρώ ανά μετοχή.

Figure 2 — Revenue Growth Trajectory (€ millions)

Source: Cenergy filings; Task 2 model & Task 3 valuation. Certain splits estimated.

Σχήμα 14. Τροχιά αύξησης εσόδων.

Το αποτέλεσμα του 2025 ήταν εξαιρετικό και στους δύο τομείς. Τα καλώδια επωφελήθηκαν από τον αυξανόμενο όγκο υποθαλάσσιων εργασιών και εργασιών HVDC υψηλής αξίας και από το περιβάλλον τιμολόγησης που οφείλεται στην έλλειψη. Οι χαλυβδοσωλήνες γνώρισαν μια «annus mirabilis» με λειτουργικά κέρδη περίπου 108 εκατ. ευρώ σε ένα ασυνήθιστα ευνοϊκό μείγμα έργων. Είναι σημαντικό ότι αυτή η κερδοφορία επιτεύχθηκε παράλληλα με την οικονομική πειθαρχία: το καθαρό χρέος μειώθηκε στα 152 εκατ. ευρώ (πολύ κάτω από το μισό του κύκλου εργασιών EBITDA), υποστηριζόμενο από την ισχυρή λειτουργική ταμειακή ροή και τις προκαταβολές πελατών σε μεγάλα έργα. Η σύνθεση αυτής της ανάπτυξης-και ο βαθμός στον οποίο τα δύο τμήματά του διαφέρουν ως προς την ανθεκτικότητα-είναι κεντρικό στοιχείο της πρόβλεψής μας.

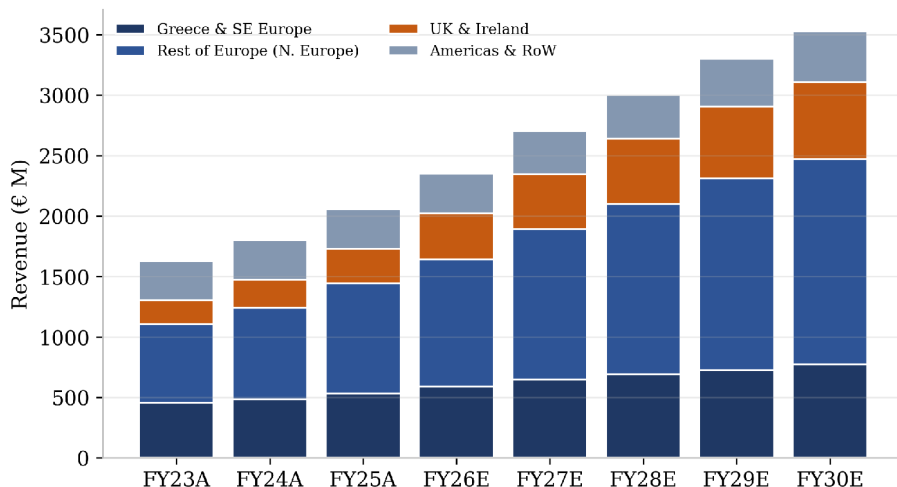
Figure 11 — The Segment Margin Divergence — the Core Debate

Source: Cenergy filings; Task 2 model & Task 3 valuation. Certain splits estimated.

Σχήμα 15. Η απόκλιση του περιθωρίου τμήματος-η κεντρική συζήτηση.

Το γεωγραφικό αποτύπωμα των εσόδων έχει επίσης μετατοπιστεί. Ενώ η Cenergy κατασκευάζει κυρίως στην Ελλάδα και τη Ρουμανία (και, από το 2026, στο Ηνωμένο Βασίλειο), η ζήτηση προσανατολίζεται ολοένα και περισσότερο στις εξαγωγές, με κριτήριο τις αγορές υπεράκτιας αιολικής ενέργειας και δικτύου της Βόρειας Ευρώπης (Γερμανία, Σκανδιναβικές χώρες, Μπενελούξ), του Ηνωμένου Βασιλείου και, επιλεκτικά, της Αμερικής. Εκτιμούμε ότι το εγχώριο μερίδιο εσόδων της Ελλάδας/Νοτιοανατολικής Ευρώπης μειώνεται σταδιακά καθώς αυξάνονται οι εργασίες υπεράκτιας αιολικής ενέργειας στη Βόρεια Ευρώπη και το Ηνωμένο Βασίλειο.

Figure 4 — Revenue by Geography — Export-Led, N. Europe & UK Rising (€ M, est.)



Geographic split ESTIMATED from disclosed export markets (Nordics, Germany, Benelux, UK, Canada). Source: company commentary.

Σχήμα 16. Έσοδα ανά γεωγραφική κατανομή-με επίκεντρο τις εξαγωγές (εκτιμώμενο).

Υποθέσεις προβολής

Η πρόβλεψή μας εκτείνεται έως το οικονομικό έτος 2030E και βασίζεται σε μια προσέγγιση από κάτω προς τα πάνω ανά τμήμα, με σκοπό τη διάκριση της ανθεκτικής, δομικής συνιστώσας των κερδών της Cenergy (το franchise καλωδίων) από την πιο κυκλική συνιστώσα (σωλήνες χάλυβα και τα περιθώρια κέρδους σε υψηλό επίπεδο του 2025). Θα προτιμούσαμε να υποτιμήσουμε παρά να υπερεκτιμήσουμε τη δύναμη κερδών σε όλη τη διάρκεια του κύκλου μιας επιχείρησης την οποία η αγορά ήδη αποτιμά με ασφάλιστρο.

Καλώδια (Ελληνικά Καλώδια)-η μηχανή ανάπτυξης.

Μοντελοποιούμε τα έσοδα από καλώδια να ανατοκίζονται περίπου στο 13% ετησίως, από 1.463 εκατομμύρια ευρώ το 2025 σε 2.730 εκατομμύρια ευρώ έως το 2030. Η ανάπτυξη υποστηρίζεται από τρεις παράγοντες. Πρώτον, το ανεκτέλεστο υπόλοιπο: με πάνω από 3 δισ. ευρώ παραγγελιών που σταθμίζονται σε πολυετή καλωδιακά έργα, τα βραχυπρόθεσμα έσοδα είναι ιδιαίτερα ορατά και υποθέτουμε σταθερή μετατροπή καθώς η χωρητικότητα τίθεται σε λειτουργία. Δεύτερον, η στροφή προς τα προϊόντα υψηλότερης αξίας.-υποβρύχια καλώδια εξαγωγής, διασυνδέσεις HVDC και καλωδίωση μεταξύ συστοιχιών για υπεράκτια αιολική ενέργεια-γεγονός που αυξάνει τόσο τα μέσα έσοδα ανά έργο όσο και βελτιώνει το μείγμα. Τρίτον, επέκταση της χωρητικότητας: Η Cenergy έχει επενδύσει για να αυξήσει την παραγωγή υποβρυχίων και υψηλής τάσης και υποθέτουμε ότι αυτή η χωρητικότητα απορροφάται από το πλούσιο σε ζήτηση περιβάλλον αντί να παραμένει αδρανής. Όσον αφορά τα περιθώρια κέρδους, μοντελοποιούμε το περιθώριο EBITDA των καλωδίων να αυξάνεται από 16,4% το 2025 σε ~18,8% έως το 2030, αντανακλώντας το πλουσιότερο μείγμα υποθαλάσσιων/HVDC και τη λειτουργική μόχλευση στην διευρυμένη βάση. Θεωρούμε αυτό εφικτό αλλά όχι ηρωικό. Ο κύριος κίνδυνος είναι ότι οι προσθήκες χωρητικότητας σε ολόκληρο τον κλάδο τελικά

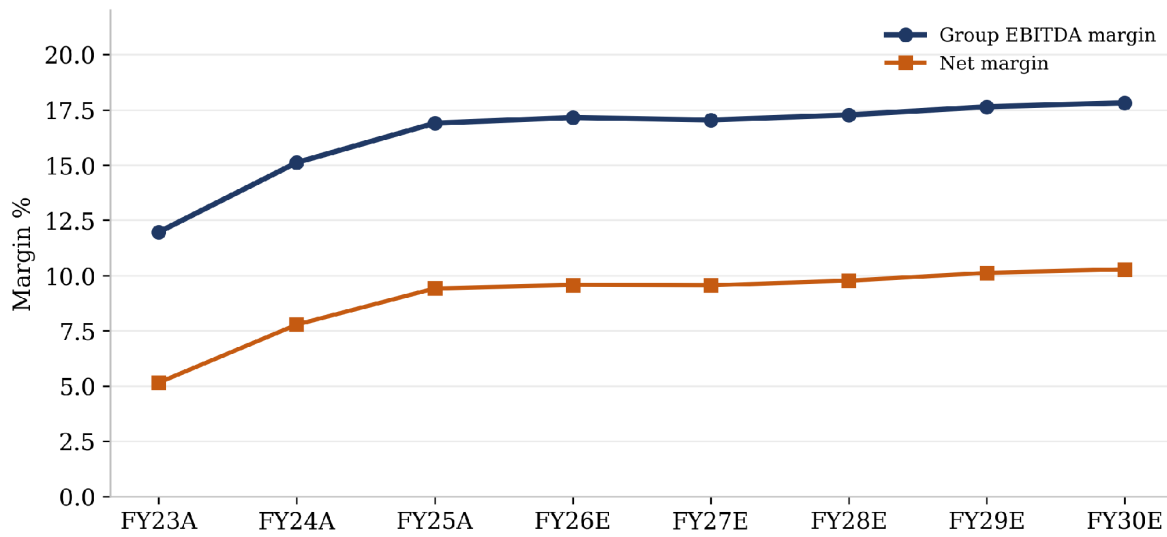
διαβρώνουν την τρέχουσα στενότητα των τιμολογίων, η οποία θα περιορίσει την επέκταση του περιθωρίου κέρδους.

Σωλήνες χάλυβα (Σωληνουργία Κορίνθου)-μοντελοποιήθηκε συντηρητικά.

Σκόπιμα υιοθετούμε μια επιφυλακτική στάση απέναντι στον τομέα των σωλήνων. Τα έσοδα προβλέπεται να αυξηθούν μόνο μέτρια, από 597 εκατ. ευρώ το 2025 σε 800 εκατ. ευρώ έως το 2030 (~6% ετησίως), αντανακλώντας τη συνεχιζόμενη ισχύ στους σωλήνες μεταφοράς ενέργειας και την αναδυόμενη ευκαιρία για CCS/υδρογόνο (υποστηριζόμενη από την εξαγορά της Hartlepool LSAW το 2026 και βραβεία όπως η HyNet και η Porthos), η οποία αντισταθμίζεται από την εγγενή ανομοιομορφία και την κυκλικότητα των έργων αγωγών πετρελαίου και φυσικού αερίου. Είναι κρίσιμο να μοντελοποιήσουμε το περιθώριο EBITDA των αγωγών να ομαλοποιείται από το εξαιρετικό 18,1% του 2025 σε ~14,5% έως το 2030. Η ίδια η διοίκηση έχει σηματοδοτήσει ότι το μείγμα έργων του 2025-η οποία απέφερε λειτουργικά κέρδη περίπου 108 εκατ. ευρώ-είναι απίθανο να επαναληφθεί σε αυτό το επίπεδο και προτιμούμε να ενσωματώσουμε αυτήν την ομαλοποίηση στο βασικό σενάριο αντί να παρεκτείνουμε μια κορύφωση. Αυτή η μεμονωμένη υπόθεση είναι ο πιο σημαντικός παράγοντας ταλάντωσης μεταξύ του βασικού μας σεναρίου και μιας πιο αισιόδοξης ανάγνωσης. Ένα σενάριο στο οποίο τα περιθώρια κέρδους διατηρούνται πιο κοντά στο επίπεδο του 2025 θα πρόσθεταν σημαντικά τα κέρδη EBITDA του ομίλου.

Κερδοφορία ομίλου, ένταση κεφαλαίου και αποδόσεις.

Συνδυάζοντας τους τομείς, προβλέπουμε αύξηση των εσόδων του ομίλου από 2,06 δισ. ευρώ (2025) σε 3,53 δισ. ευρώ (2030) και προσαρμοσμένα κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) από 348 εκατ. ευρώ σε 629 εκατ. ευρώ, με το περιθώριο EBITDA του ομίλου να αυξάνεται από 16,9% σε 17,8% καθώς βελτιώνεται το μείγμα καλωδίων και ομαλοποιούνται οι σωληνώσεις. Κάτω από τα EBITDA, υποθέτουμε ότι οι αποσβέσεις θα αυξηθούν από ~60 εκατ. ευρώ σε ~106 εκατ. ευρώ καθώς οι κεφαλαιουχικές δαπάνες επέκτασης της παραγωγικής ικανότητας τίθενται σε λειτουργία, τα καθαρά χρηματοοικονομικά έξοδα θα παραμείνουν χαμηλά δεδομένης της ελάχιστης μόχλευσης, έναν πραγματικό φορολογικό συντελεστή ~23% (σε γενικές γραμμές ο εταιρικός συντελεστής στην Ελλάδα) και τα δικαιώματα μειοψηφίας να αυξάνονται μέτρια με το μέγεθος του ομίλου. Το αποτέλεσμα είναι τα καθαρά κέρδη να αυξάνονται από 194 εκατ. ευρώ σε 363 εκατ. ευρώ και τα αραιωμένα κέρδη ανά μετοχή (EPS) από 1,02 ευρώ σε 1,91 ευρώ.-περίπου 13% ετήσιος ανατοκισμός. Όσον αφορά το κεφάλαιο, μοντελοποιούμε τις κεφαλαιακές δαπάνες αυξημένες βραχυπρόθεσμα (~€200–220 εκατ. ετησίως) για να εξυπηρετήσουμε το ανεκτέλεστο υπόλοιπο πριν από τη μείωση των δαπανών, και το κεφάλαιο κίνησης που καταναλώνει μετρητά καθώς η επιχείρηση αναπτύσσεται, αντισταθμιζόμενο εν μέρει από τις προκαταβολές των πελατών. Ο συνδυασμός παράγει μη μοχλευμένες ελεύθερες ταμειακές ροές που αυξάνονται από ~€96 εκατ. (2026 εκατ.) σε ~€329 εκατ. (2030 εκατ.) και έναν ισολογισμό που μετατρέπεται σε καθαρά μετρητά έως το 2029.

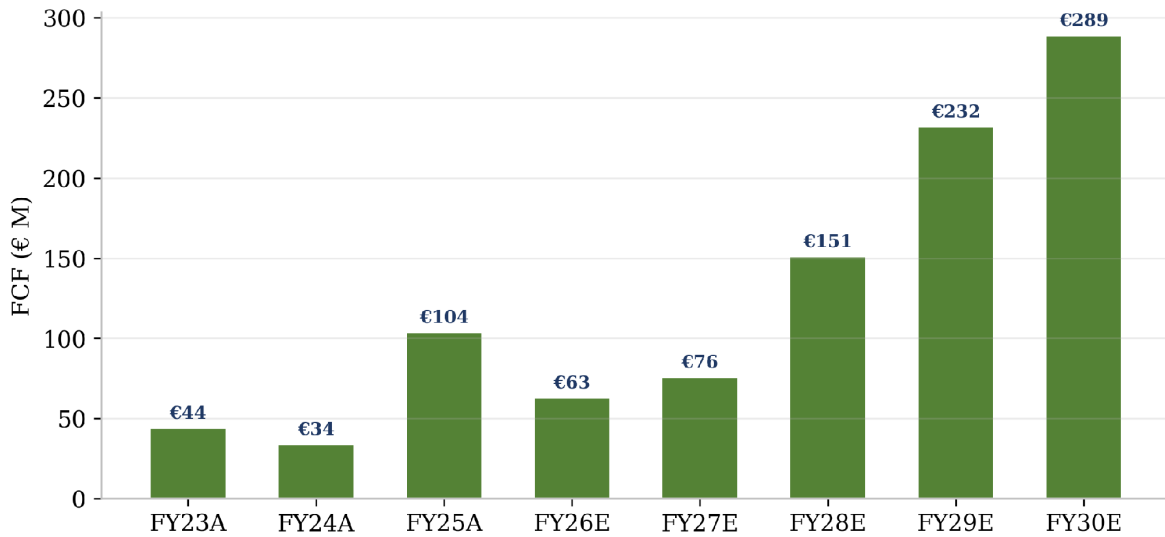
Figure 10 — Margin Evolution — Structural Expansion

Source: Cenergy filings; Task 2 model & Task 3 valuation. Certain splits estimated.

Σχήμα 17. Εξέλιξη περιθωρίου-δομική επέκταση.

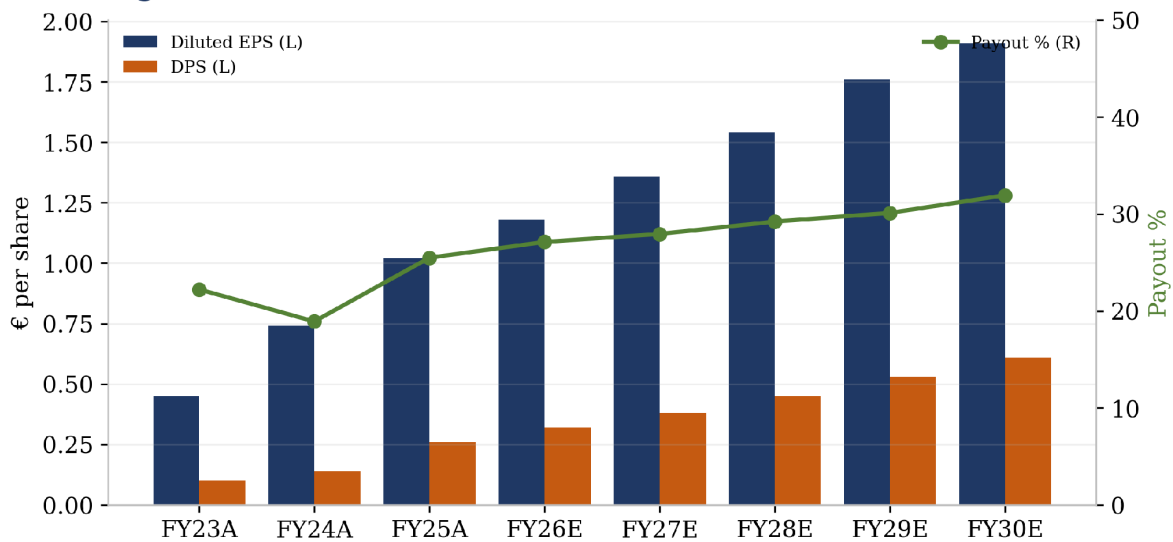
Πίνακας 2. Σύνοψη πρόβλεψης ανά τμήμα και ομάδα. Πηγή: Μοντέλο Εργασίας 2.

εκατομμύρια ευρώ	Οικονομικό Έτος 25Α	Οικονομικό Έτος 26Ε	Οικονομικό Έτος 27Ε	Οικονομικό Έτος 28Ε	Οικονομικό Έτος 29Ε	Οικονομικό Έτος 30Ε
Έσοδα από καλωδιακά δίκτυα	1.463	1.710	2.000	2.270	2.530	2.730
Έσοδα από χαλυβδοσωλήνες	597	640	700	730	770	800
Συνολικά έσοδα	2.060	2.350	2.700	3.000	3.300	3.530
EBITDA καλωδίων	240	294	350	409	468	513
Σωλήνες EBITDA	108	109	110	110	114	116
Σύνολο προσαρμοσμένων EBITDA	348	403	460	518	582	629
Καθαρά κέρδη	194	225	258	293	334	363
Αραιωμένο EPS (€)	1.02	1.18	1.36	1,54	1,76	1,91
Μη μόχλευτο FCF	132	96	112	189	271	329
Καθαρό χρέος/(μετρητά)	152	152	149	82	(53)	(233)

Figure 12 — Free Cash Flow — Scaling with the Compounding

Source: Cenergy filings; Task 2 model & Task 3 valuation. Certain splits estimated.

Σχήμα 18. Κλιμάκωση ελεύθερης ταμειακής ροής με τον ανατοκισμό.

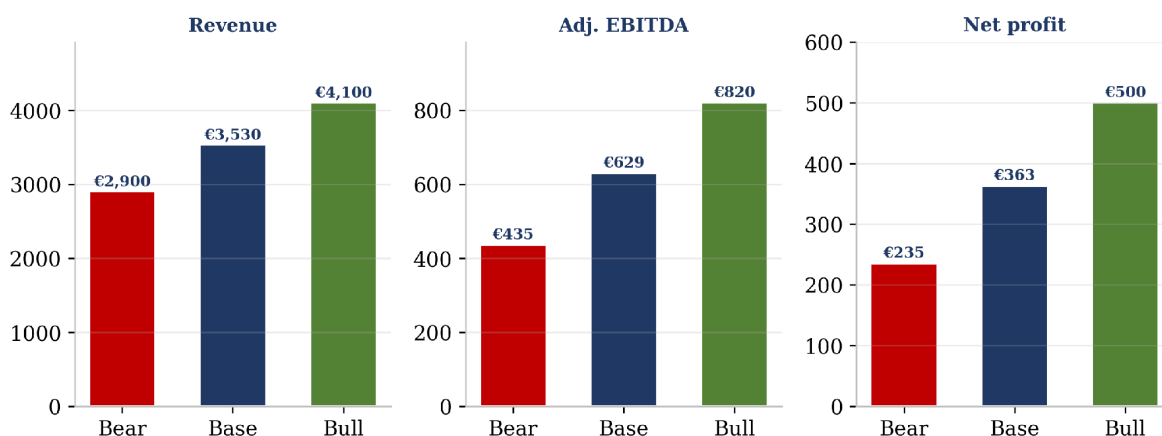
Figure 13 — Per-Share Metrics — EPS & Dividend Growth

Source: Cenergy filings; Task 2 model & Task 3 valuation. Certain splits estimated.

Σχήμα 19. Μετρήσεις ανά μετοχή-Αύξηση κερδών ανά μετοχή (EPS) και μερισμάτων.

Ανάλυση Σεναρίου

Επειδή τα κέρδη της Cenergy συνδυάζουν μια ανθεκτική διαρθρωτική συνιστώσα με μια πιο κυκλική, πλαισιώνουμε τις προοπτικές μέσω τριών σεναρίων που εξετάζουν το κατά πόσον η τρέχουσα δυναμική αποδεικνύεται ανθεκτική. Κάθε ένα βασίζεται στα αποτελέσματα του FY2030E και τροφοδοτεί άμεσα την αποτίμησή μας, σταθμισμένη με βάση τις πιθανότητες.

Figure 14 — FY2030E Scenario Comparison (€ M)

Σχήμα 20. Σύγκριση σεναρίων για το οικονομικό έτος 2030E (Αρκούδα / Βάση / Ταύρος).

Βασική περίπτωση (πιθανότητα 45%)-26 ευρώ ανά μετοχή.

Η κεντρική μας περίπτωση υποθέτει ότι το ανεκτέλεστο υπόλοιπο μετατρέπεται σύμφωνα με το χρονοδιάγραμμα, τα καλώδια ανατοκίζονται κατά ~13% ετησίως με περιθώριο κέρδους που επεκτείνεται προς ~18,8%, και οι σωλήνες ομαλοποιούνται ομαλά από την κορύφωση του 2025. Τα έσοδα του ομίλου φτάνουν τα 3,53 δισ. ευρώ και τα προσαρμοσμένα EBITDA τα 629 εκατ. ευρώ έως το 2030, με καθαρά κέρδη 363 εκατ. ευρώ και κέρδη ανά μετοχή 1,91 ευρώ. Ο ισολογισμός μετατοπίζεται σε καθαρά ταμειακά διαθέσιμα. Αυτή είναι μια συνέχεια της τρέχουσας πορείας με ένα συνετό κούρεμα στα περιθώρια κέρδους των αγωγών, και παράγει μια αξία DCF περίπου 26 ευρώ.-ουσιαστικά η τρέχουσα τιμή της μετοχής.

Αισιόδοξη άποψη (πιθανότητα 25%)-€33 ανά μετοχή.

Το ανοδικό σενάριο προβλέπει επιτάχυνση της ανάπτυξης της υψηλής τάσης συνεχούς ρεύματος (HVDC) και της υπεράκτιας αιολικής ενέργειας στην Ευρώπη, την Cenergy να κερδίζει δυσανάλογο μερίδιο στις εργασίες μεταφοράς υψηλής αξίας, ταχύτερη αύξηση του περιθωρίου κέρδους καθώς το υποθαλάσσιο μείγμα κλιμακώνεται, ισχυρή αύξηση της εγκατάστασης στο Χάρτλπουλ και διατήρηση των περιθωρίων κέρδους αγωγών πιο κοντά στο υψηλό πρόσφατο επίπεδό τους αντί να ομαλοποιηθούν. Σε αυτό το σενάριο, τα έσοδα του οικονομικού έτους 2030E πλησιάζουν τα 4,1 δισ. ευρώ, τα προσαρμοσμένα EBITDA φτάνουν τα ~820 εκατ. ευρώ (περιθώριο ~20%) και τα καθαρά κέρδη ~500 εκατ. ευρώ, με κέρδη ανά μετοχή (EPS) ~2,63 ευρώ. Σε συνδυασμό με μια αναπροσαρμογή προς πολλαπλασιαστές καθαρής χρήσης, αυτό υποστηρίζει μια αξία περίπου 33 ευρώ.-η ανοδική πορεία εάν η εκτέλεση και η ζήτηση υπερβούν τις προσδοκίες.

Περίπτωση αρκούδας (πιθανότητα 30%)-18 ευρώ ανά μετοχή.

Η αρνητική αυτή περίπτωση αντικατοπτρίζει τους πραγματικούς κινδύνους για έναν κατασκευαστή υψηλής αξίας και με γνώμονα τα έργα. Συνδυάζει μια επιβράδυνση στην υπεράκτια αιολική ενέργεια (καθυστερήσεις και ακυρώσεις που οφείλονται στον πληθωρισμό κόστους, στις άδειες ή στη χρηματοδότηση), μια πιο απότομη από την προβλεπόμενη ύφεση στους χαλυβδοσωλήνες, καθώς το μείγμα δαπανών του 2025 δεν θα επαναληφθεί και οι κεφαλαιουχικές δαπάνες πετρελαίου και φυσικού αερίου θα μειωθούν, και οι προσθήκες χωρητικότητας καλωδίων στη βιομηχανία διαβρώνουν την τρέχουσα στενότητα των τιμών.-Όλα αυτά επιδεινώνονται από την υποτίμηση του πολλαπλασιαστή ασφαλιστρών. Σε αυτό το σενάριο, τα έσοδα του οικονομικού έτους 2030E είναι πιο κοντά στα 2,9 δισ. ευρώ, τα προσαρμοσμένα EBITDA ~€435 εκατ. (περιθώριο 15%) και τα καθαρά κέρδη ~€235 εκατ., και οι μετοχές υποτιμώνται προς τα 18 ευρώ. Το σχετικό

υψηλό βάρος 30% που αποδίδουμε αντανακλά τόσο τον λειτουργικό κυκλικό χαρακτήρα όσο και το σημείο εκκίνησης της αποτίμησης.

Η στάθμιση πιθανοτήτων των τριών σεναρίων αποδίδει αξία περίπου 25 € ανά μετοχή-κοντά τόσο στο βασικό μας DCF όσο και στην τρέχουσα τιμή, καθώς και στην αναλυτική βάση για την Ουδέτερη αξιολόγησή μας. Η ασυμμετρία είναι περίπου ισορροπημένη: η ανοδική τάση των ~€33 και η άνοδος των ~€18 απέχουν παρόμοια απόσταση από τη βάση των ~€26, γι' αυτό ακριβώς θεωρούμε τη μετοχή ως δίκαια αποτιμημένη αντί να προσφέρει μια συναρπαστική απόκλιση προς οποιαδήποτε κατεύθυνση.

Πίνακας 3. Παράμετροι σεναρίου FY2030E και υπονοούμενες τιμές. Πηγή: Εργασία 2/Εργασία 3.

Σενάριο	Πιθανότητα	Πρόσοδος	EBITDA	Καθαρά κέρδη	Κέρδη ανά μετοχή (EPS) (€)	Αξία/sh
Αρκούδα	30%	2.900 εκατ. ευρώ	435 εκατ. ευρώ	235 εκατ. ευρώ	1,24	€18
Βάση	45%	3.530 εκατ. ευρώ	629 εκατ. ευρώ	363 εκατ. ευρώ	1,91	€26
Ταύρος	25%	4.100 εκατ. ευρώ	820 εκατ. ευρώ	500 εκατ. ευρώ	2,63	€33
Πιθανοτικά σταθμισμένο						€25

Αξιολόγηση

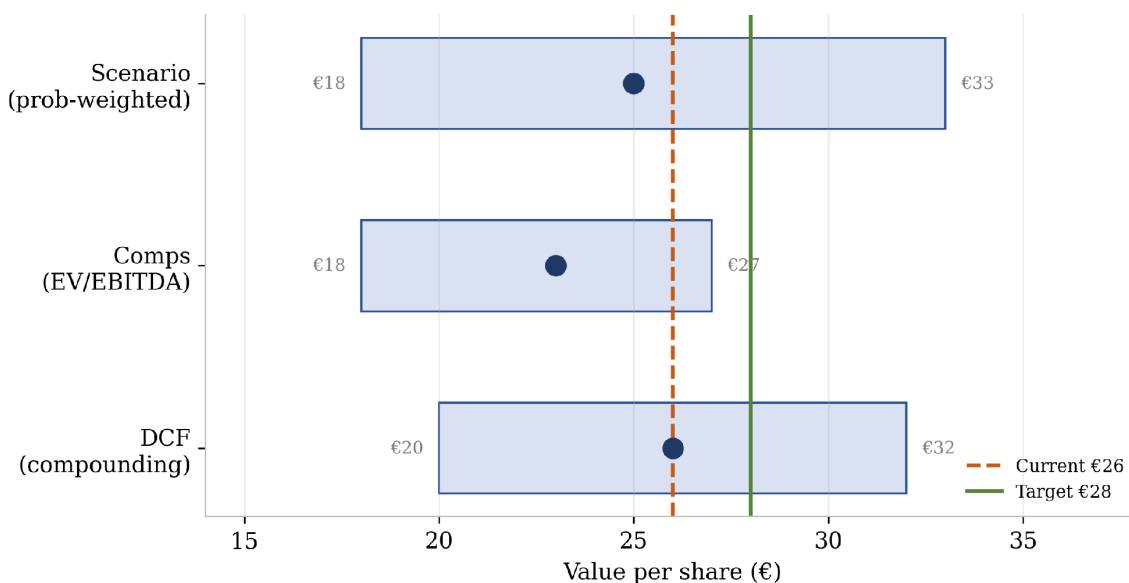
Εκτελεστική Σύνοψη

Ξεκινάμε την κάλυψη της Cenergy Holdings με αξιολόγηση ΟΥΔΕΤΕΡΗΣ (Διακράτησης) και τιμή-στόχο 12 μηνών στα 28€, που υποδηλώνει αύξηση τιμής περίπου 8% από τα τρέχοντα 26€, ή περίπου 9% συμπεριλαμβανομένου του μερίσματος. Πρόκειται για ένα διαφορετικό είδος αξιολόγησης από μια μετοχή με τεντωμένη ανάπτυξη ή μια κυκλική μετοχή στο αποκορύφωμά της: η Cenergy είναι ένας πραγματικά υψηλής ποιότητας ανατοκιστής-μια καλά διαχειριζόμενη, διαρθρωτικά πλεονεκτική επένδυση στις ευρωπαϊκές υποδομές ενεργειακής μετάβασης, με έναν ισχυρό ισολογισμό που μεταβαίνει σε καθαρή ταμειακή θέση έως το 2029, σύμφωνα με τους αριθμούς μας-και, το πιο σημαντικό, οι μετοχές της διαπραγματεύονται σε γενικές γραμμές σύμφωνα με την εγγενή αξία και όχι πολύ πάνω από αυτήν. Η βασική μας περίπτωση προεξόφλησης ταμειακών ροών αποδίδει περίπου 26 ευρώ ανά μετοχή, η ανάλυση σεναρίου σταθμισμένο με βάση τις πιθανότητες περίπου 25 ευρώ και η τρέχουσα τιμή βρίσκεται άνετα εντός του θεμελιώδους εύρους. Η μετοχή δεν είναι ούτε φθηνή ούτε ακριβή. Η αξία της είναι δίκαιη έως πλήρης για την ποιότητα και την ανάπτυξη που προσφέρει.

Η διαφορά πίσω από την αξιολόγηση Neutral είναι ότι η Cenergy έχει ήδη αξιολογηθεί εκ νέου σε premium multiple.-περίπου 12,6 φορές τα μελλοντικά κέρδη EV/EBITDA και 22 φορές τα μελλοντικά κέρδη, ένα premium για τους ηγέτες της διαφοροποιημένης καλωδιακής τηλεόρασης Prysmian και Nexans και κοντά στην NKT, εταιρεία που ειδικεύεται στην υψηλή τάση. Αυτός ο πολλαπλασιασμός ήδη αποτιμά πολλά καλά νέα: τον υπερκύκλο υπεράκτιας αιολικής ενέργειας και διασύνδεσης δικτύου, τη μετατόπιση της αύξησης του περιθωρίου κέρδους προς υποθαλάσσια και καλώδια HVDC και τον πειθαρχημένο ισολογισμό. Είμαστε εποικοδομητικοί σε όλα αυτά και για έναν μακροπρόθεσμο επενδυτή η αύξηση των ετήσιων κερδών κατά ~13% από μια δίκαιη τιμή εκκίνησης είναι πραγματικά ελκυστική.-Αυτό είναι ένα όνομα που βασίζεται στη συσσώρευση αδυναμίας. Αλλά στη σημερινή τιμή, ο βραχυπρόθεσμος λόγος κινδύνου/ανταμοιβής είναι ισορροπημένος: η συνεχιζόμενη εκτέλεση και η επέκταση του περιθωρίου κέρδους θα μπορούσαν να ωθήσουν τις μετοχές υψηλότερα, ενώ οποιαδήποτε επιβράδυνση της υπεράκτιας αιολικής ενέργειας, μια πιο

απότομη από την αναμενόμενη ύφεση στον πιο κυκλικό κλάδο χαλυβδοσωλήνων ή μια γενική υποβάθμιση του πολλαπλασιαστή θα τις πίεζε. Ως εκ τούτου, Ουδέτερο, με μια εποικοδομητική μακροπρόθεσμη κλίση.

Figure 32 — Valuation Football Field — Price Sits Inside the Range



Σχήμα 21. Εκτίμηση γηπέδου ποδοσφαίρου-η τιμή βρίσκεται εντός του εύρους.

Ανάλυση Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών

Προεξοφλούμε τις μη μοχλευμένες ελεύθερες ταμειακές ροές από το μοντέλο Task 2 (FY2026E–FY2030E) με σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου 9,5%, που αντανakλά ένα επιτόκιο χωρίς κίνδυνο σε ευρώ ~3,0%, ένα ασφάλιστρο κινδύνου μετοχών 6,0%, ένα βήτα ~1,2 και μια μέτρια στάθμιση χρέους ~10%. Σε αντίθεση με μια κατάσταση αιχμής κύκλου ή ανάκαμψης, η μη μοχλευμένη ελεύθερη ταμειακή ροή της Cenergy πραγματικά αυξάνεται σε όλη την πρόβλεψη.-από περίπου 96 εκατομμύρια ευρώ το οικονομικό έτος 2026 σε 329 εκατομμύρια ευρώ το οικονομικό έτος 2030-ως κλίμακες όγκου υποθαλάσσιων/υψηλού περιθωρίου κέρδους HVDC και μέτρια βραχυπρόθεσμη επέκταση κεφαλαιουχικών εξόδων. Εφαρμόζουμε ένα πολλαπλάσιο EV/EBITDA τερματικού 11x στα EBITDA του οικονομικού έτους 2030E, ένα επίπεδο που θεωρούμε κατάλληλο για μια αναπτυσσόμενη επιχείρηση καλωδίων με καθαρά μετρητά που βρίσκεται μεταξύ των διαφοροποιημένων ανταγωνιστών (Nexans/Prysmian στα ~8–10x) και του εξειδικευμένου στην υψηλή τάση (NKT στα ~13x).

Συνεπώς, η βασική περίπτωση προσεγγίζει σχεδόν ακριβώς την τρέχουσα τιμή της μετοχής.-Η αγορά πληρώνει κοντά στην εγγενή αξία με βάση τις κεντρικές μας υποθέσεις. Δύο διασταυρώσεις ελέγχου ορίζουν το αποτέλεσμα. Μια πιο συντηρητική τελική τιμή με διαχρονική ανάπτυξη (αύξηση 2,5%) υποδηλώνει περίπου 19 ευρώ ανά μετοχή, ένα εύλογο κατώτατο όριο που αντικατοπτρίζει το ποσοστό της αξίας που βρίσκεται στην τελική περίοδο. Στο άλλο άκρο, ένα χαμηλότερο επιτόκιο προεξόφλησης και ένας πολλαπλασιαστής τερματικού 13x καθαρού τύπου παιχνιδιού ωθούν την τιμή πάνω από τα 30 ευρώ. Ο παρακάτω πίνακας ευαισθησίας καθορίζει το εύρος.

Ευαισθησία DCF-αξία ανά μετοχή (€)

Με ευέλικτο WACC έναντι του πολλαπλασιαστή τερματικού, η βασική περίπτωση (9,5% / 11x) βρίσκεται στη μέση του πλέγματος στα ~€26. Είναι σημαντικό ότι, και σε αντίθεση με μια μετοχή με τιμή πέραν

οποιοδήποτε εύλογου αποτελέσματος DCF, η τρέχουσα τιμή των €26 εμπίπτει ακριβώς εντός αυτού του εύρους.-Η αποτίμηση δεν απαιτεί ηρωικές υποθέσεις για να δικαιολογηθεί, ούτε προσφέρει ένα ευρύ περιθώριο ασφάλειας.

Ανάλυση Συγκρίσιμων Εταιρειών

Οι πιο σχετικοί ανταγωνιστές είναι οι Ευρωπαίοι κατασκευαστές καλωδίων υψηλής τάσης, οι οποίοι μοιράζονται την έκθεση της Cenergy στον επενδυτικό κύκλο δικτύου και υπεράκτιας αιολικής ενέργειας. Το σύνολο περιλαμβάνει τους διαφοροποιημένους παγκόσμιους ηγέτες και έναν εξειδικευμένο σε θέματα καθαρής χρήσης, και η Cenergy προκρίνει με σαφή προτιμολόγηση τους πρώτους και κοντά στους δεύτερους.

Τα ~12,6 φορές τα μελλοντικά κέρδη EV/EBITDA της Cenergy και τα ~22 φορές τα μελλοντικά κέρδη την τοποθετούν πολύ πάνω από τους διαφοροποιημένους ηγέτες και λίγο κάτω από την NKT.-Με άλλα λόγια, η αγορά το αποτιμά ήδη ως ένα καλωδιακό δίκτυο υψηλής ανάπτυξης, ενεργειακής μετάβασης, καθαρής χρήσης και όχι ως ένα διαφοροποιημένο βιομηχανικό δίκτυο δεύτερης βαθμίδας. Αυτό είναι ένα δικαιολογημένο πλαίσιο δεδομένου του ρυθμού ανάπτυξής του, της πορείας του περιθωρίου κέρδους και της ποιότητας του ισολογισμού του, αλλά αφήνει ελάχιστα περιθώρια απογοήτευσης. Η εφαρμογή ενός εύρους πολλαπλασιαστών στα EBITDA του οικονομικού έτους 2026 ύψους 403 εκατομμυρίων ευρώ αποδίδει τις ακόλουθες υπονοούμενες τιμές:

Οι εταιρείες συγκριτικής αξιολόγησης τοποθετούν την εύλογη αξία σε ένα εύρος €18–€27 ανάλογα με το πού στην ομάδα ομοτίμων κάποιος αγκυροβολεί την Cenergy, με την τρέχουσα τιμή να βρίσκεται στο ανώτερο άκρο (σύμφωνα με έναν πολλαπλασιαστή καθαρού παιχνιδιού). Τα στοιχεία των ομοτίμων είναι ενδεικτικές εκτιμήσεις από την ημερομηνία της ανάλυσης.

Σύνοψη & Σύσταση Αξιολόγησης

Ο μέσος όρος των βασικών σεναρίων DCF και comps δίνει μια εύλογη αξία περίπου 24–26€. Μια ανάλυση σεναρίου σταθμισμένης πιθανότητας δίνει περίπου 25€. Ορίζουμε τον 12μηνο στόχο στα 28€, που ισοδυναμεί με ~20x τα κέρδη του FY2027E.-ουσιαστικά η σημερινή εύλογη αξία μεταφέρθηκε ένα έτος αργότερα με ανατοκισμό-το οποίο θεωρούμε ως ένα premium αλλά όχι υπερβολικό πολλαπλάσιο για μια επιχείρηση αυτής της ποιότητας και ανάπτυξης.

Βαθμολογία: ΟΥΔΕΤΕΡΗ (Διακράτηση). Στόχος: 28€ (~9% συνολική απόδοση). Η Cenergy είναι η επιχείρηση υψηλότερης ποιότητας που έχουμε εξετάσει σε αυτό το σύνολο κάλυψης.-έναν δομικά πλεονεκτικός αναμεμιγμένος με ισχυρό ισολογισμό και πολυετείς ουράγιους ανέμους-αλλά αυτή η ποιότητα αντικατοπτρίζεται σε μεγάλο βαθμό σε μια πλήρη τιμή. Θα γινόμασταν πιο εποικοδομητικοί σε περίπτωση υποχώρησης προς το κατώτατο όριο της εύλογης αξίας των 20-22 ευρώ ή σε περίπτωση που αποδεικνυόταν ότι τα περιθώρια κέρδους των καλωδίων και η ζήτηση για υπεράκτια αιολική ενέργεια υπερβαίνουν τις προσδοκίες. Θα ήμασταν επιφυλακτικοί σε ενδείξεις ολίσθησης των έργων υπεράκτιας αιολικής ενέργειας, ομαλοποίησης του τμήματος των αγωγών που προηγείται του σχεδίου ή ευρείας υποβάθμισης της ομάδας ομοτίμων.

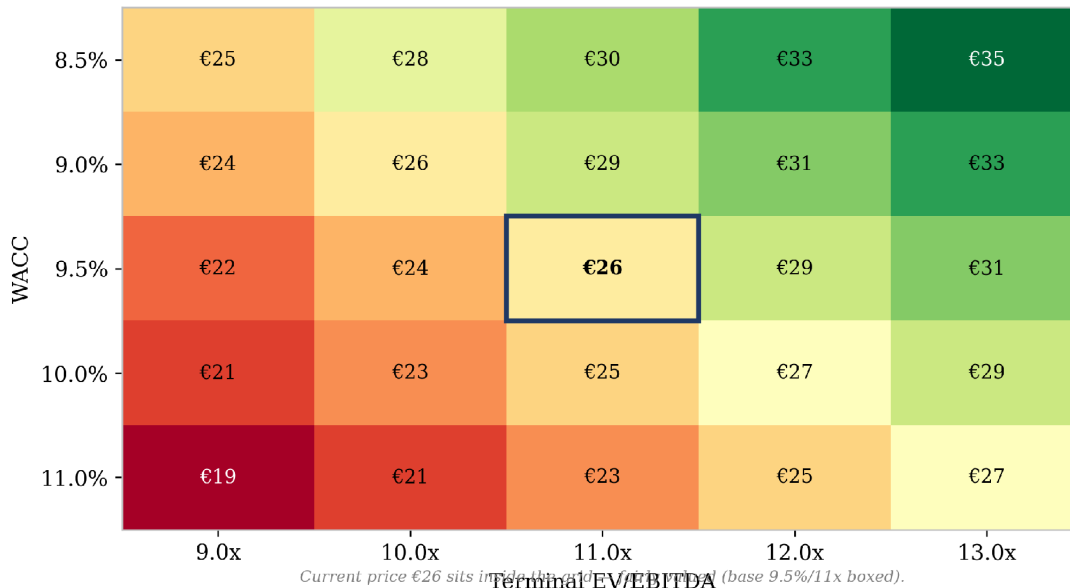
Βασικοί καταλύτες και κίνδυνοι

- **Ανοδική κίνηση-συνεχής επέκταση του περιθωρίου κέρδους και λήψη παραγγελιών.** Περαιτέρω υψηλής αξίας βραβεία HVDC/υποθαλάσσιων έργων (μετά τα Κόρινθος-Κως, East Anglia TWO, BC-Wind) και η αύξηση του περιθωρίου κέρδους, καθώς οι κλίμακες υποθαλάσσιου μείγματος θα υποστηρίξουν τον πολλαπλασιαστή ασφαλιστρών και θα οδηγήσουν σε υψηλότερες εκτιμήσεις.

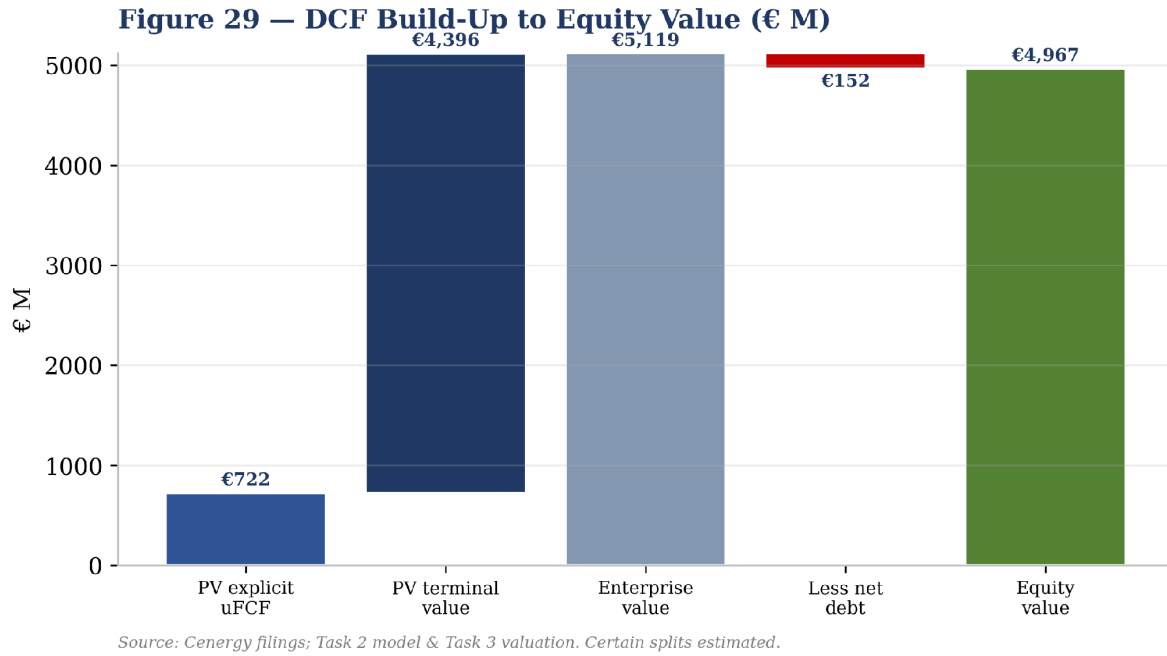
- **Ανοδική κίνηση-η ίδια η σύνθεση.** Με αύξηση κερδών ~13% από μια δίκαιη τιμή, με τον ισολογισμό να μεταβαίνει σε καθαρά μετρητά, η συμμετοχή των ασθενών ανταμείβεται ακόμη και ελλείψει πολλαπλής επέκτασης.-ο πυρήνας της μακροπρόθεσμης ανοδικής πορείας.
- **Μειονέκτημα-αντίθετοι άνεμοι στον τομέα της υπεράκτιας αιολικής ενέργειας.** Ο υπεράκτιος αγωγός αιολικής ενέργειας έχει αποδειχθεί ευαίσθητος στον πληθωρισμό κόστους, στις αδειοδοτήσεις και στη χρηματοδότηση. Οι καθυστερήσεις ή οι ακυρώσεις θα μειώσαν τη ζήτηση και το κλίμα για την καλωδιακή ενέργεια.
- **Μειονέκτημα-Ομαλοποίηση χαλύβδινων σωλήνων και χωρητικότητα καλωδίων.** Μια πιο έντονη ύφεση στον τομέα των αγωγών από την ομαλοποίηση που προέκυψε από την κορύφωση του οικονομικού έτους 2025, ή οι προσθήκες χωρητικότητας καλωδίων στον κλάδο που διαβρώνουν την τρέχουσα στενότητα των τιμολογίων, θα ασκούσαν πίεση στα περιθώρια κέρδους.
- **Μειονέκτημα-πολλαπλή υποβάθμιση και διακυβέρνηση μειονοτήτων.** Με κέρδη 22x, οι μετοχές ενέχουν κίνδυνο υποτίμησης εάν η ανάπτυξη απογοητεύσει. Ο πλειοψηφικός έλεγχος της Viohalco και η μικρότερη αποτελεσματική ελεύθερη διασπορά αποτελούν πρόσθετες σκέψεις για τους μετόχους μειοψηφίας.

Έλεγχοι ορθολογικής διαχείρισης. Ο στόχος μας για τα 28 ευρώ συνεπάγεται ~20x κέρδη ανά μετοχή (EPS) για το οικονομικό έτος 2027 και ~11x κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) για το οικονομικό έτος 2027.-Ένα ασφάλιστρο που δικαιολογείται από την ανάπτυξη και την ποιότητα, αλλά εντός του εύρους τιμών των ομοτίμων. Η τελική αξία είναι ~86% της επιχειρηματικής αξίας DCF, υψηλότερη από την ιδανική αλλά τυπική για έναν ανατοκιστικό ανατοκισμό ανάπτυξης και μετριάζεται από τους επιβεβαιωτικούς συγκριτικούς δείκτες και το συντηρητικό κατώτατο όριο των 19 ευρώ για το διηνεκές. Το WACC της τάξης του 9,5% είναι κατάλληλο για έναν βιομηχανικό κλάδο της ευρωζώνης αυτού του προφίλ κινδύνου.

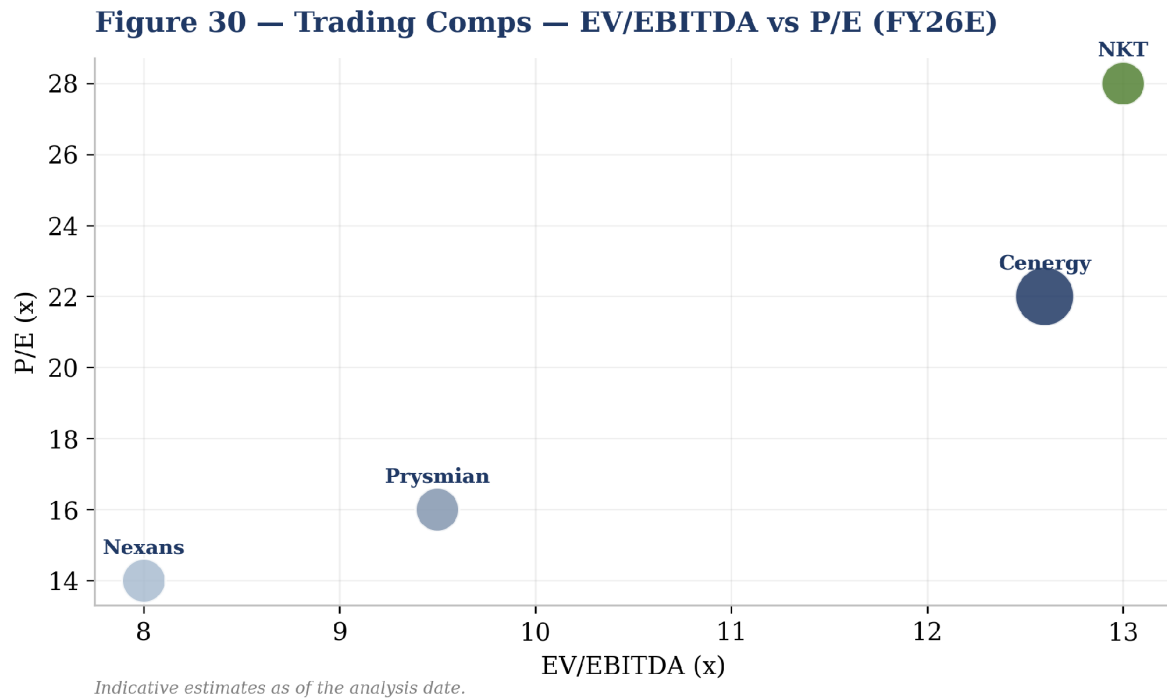
Figure 28 — DCF Sensitivity — Value/Share (€): WACC × Terminal EV/EBITDA



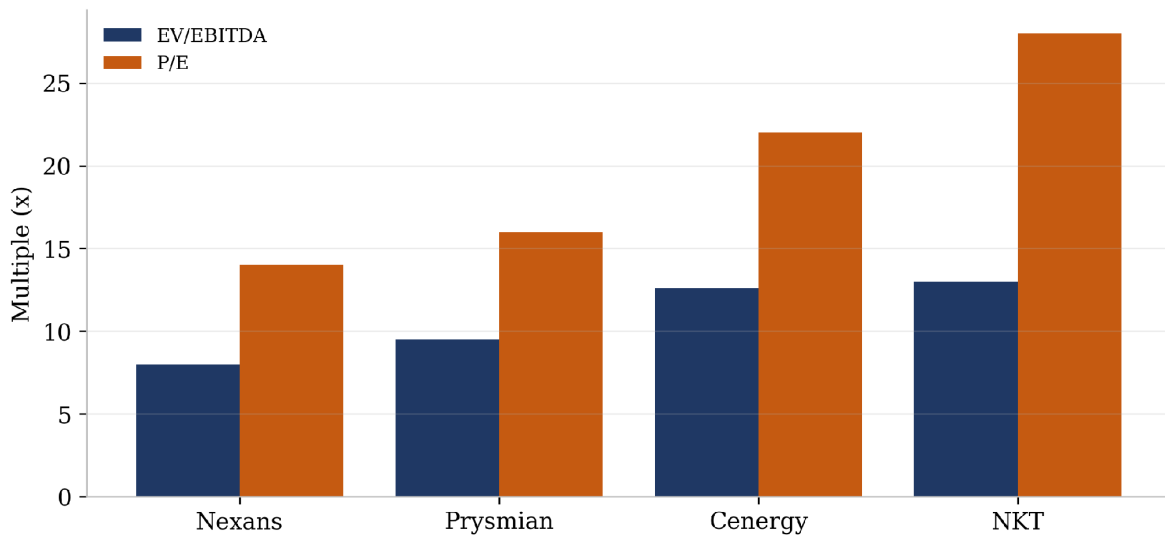
Σχήμα 22. Ευαισθησία DCF-αξία ανά μετοχή (€).



Σχήμα 23. Συνσώρευση DCF στην αξία των ιδίων κεφαλαίων.

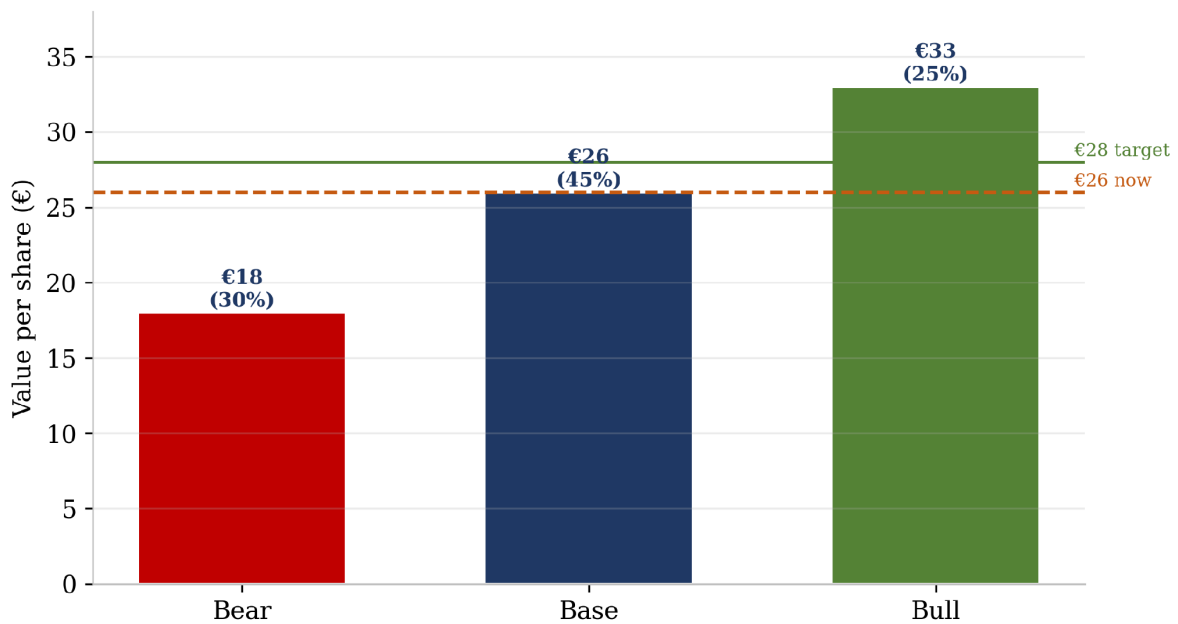


Σχήμα 24. Συναλλαγές εμπορικών συναλλαγών-EV/EBITDA έναντι P/E.

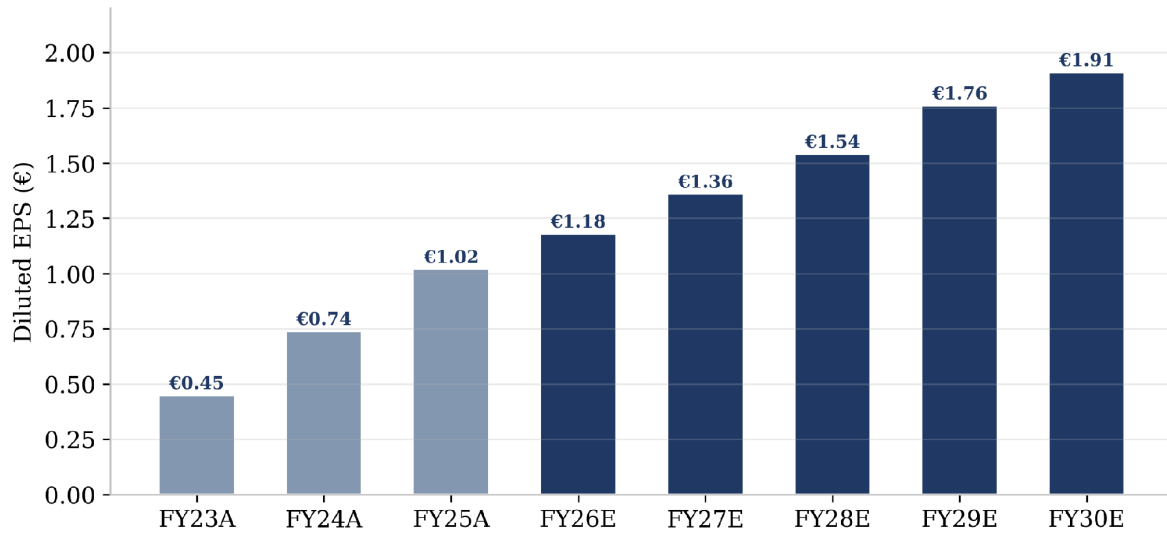
Figure 31 — Peer Multiples Comparison (FY26E)

Indicative estimates.

Σχήμα 25. Σύγκριση πολλαπλασίων μεταξύ ομοτίμων.

Figure 33 — Price-Target Scenarios (€/share)

Σχήμα 26. Σενάρια τιμής-στόχου.

Figure 34 — Diluted EPS Trajectory — Compounding to €1.91

Source: Cenergy filings; Task 2 model & Task 3 valuation. Certain splits estimated.

Σχήμα 27. Αραιωμένη τροχιά EPS-ανατοκισμός σε 1,91 €.

Συμπέρασμα & Σύσταση

Η Cenergy Holdings είναι, όπως φαίνεται, μια πραγματικά υψηλής ποιότητας επιχείρηση σε μια καμπή στην αγορά της: η φυσική ανάπτυξη της ενεργειακής μετάβασης της Ευρώπης έχει μετατρέψει το franchise καλωδίων της σε μια δομικά πλεονεκτική, πλούσια σε ανεκτέλεστα έργα, μηχανή ανάπτυξης, ενώ η επιχείρηση χαλυβδοσωλήνων επανατοποθετείται από μια ώριμη αγορά πετρελαίου και φυσικού αερίου προς τη δέσμευση άνθρακα και το υδρογόνο. Η διοίκηση έχει αποδώσει καλά, ο ισολογισμός αποτελεί πραγματικό διαφοροποιητικό παράγοντα.-απομόχλευση σε καθαρά μετρητά, ακόμη και καθώς ο όμιλος επενδύει σε μεγάλο βαθμό και αυξάνει το μέρισμά του-και το υπόβαθρο της ζήτησης υποστηρίζεται από πολυετείς πολιτικές δεσμεύσεις και όχι από έναν φευγαλέο κύκλο. Σχεδόν σε κάθε λειτουργικό και οικονομικό μέτρο, αυτή είναι η ισχυρότερη εταιρεία στο πρόσφατο σύνολο κάλυψης που έχουμε καλύψει.

Η ουδέτερη αξιολόγησή μας είναι επομένως μια δήλωση σχετικά με την τιμή, όχι την ποιότητα. Μετά από μια σημαντική επαναξιολόγηση, οι μετοχές διαπραγματεύονται με περίπου 12,6 φορές το EV/EBITDA για το μέλλον και 22 φορές τα κέρδη για το μέλλον.-μια premium επιλογή για τους διαφοροποιημένους ηγέτες καλωδιακής τηλεόρασης και σχεδόν καθαρά NKT-η οποία ήδη προεξοφλεί τον υπερκύκλο της υπεράκτιας αιολικής ενέργειας, την υποθαλάσσια μετατόπιση που αυξάνει το περιθώριο κέρδους και την ισχύ του ισολογισμού. Το βασικό μας DCF (26€), η πιθανοσταθμισμένη αξία σεναρίου (25€) και το εύρος συγκρίσιμων εταιρειών συγκλίνουν γύρω από την τρέχουσα τιμή και ο στόχος μας για τα 28€ αντικατοπτρίζει την εύλογη αξία που μεταφέρεται για ένα έτος με ανατοκισμό. Ο λόγος κινδύνου/ανταμοιβής είναι ισορροπημένος: η συνεχιζόμενη εκτέλεση και η επέκταση του περιθωρίου κέρδους θα μπορούσαν να οδηγήσουν τις μετοχές υψηλότερα, ενώ μια επιβράδυνση της υπεράκτιας αιολικής ενέργειας, μια πιο απότομη ομαλοποίηση του περιθωρίου κέρδους ή μια υποβάθμιση της ομάδας ομοτίμων θα τις πίεζαν.

Για έναν μακροπρόθεσμο επενδυτή, θα τονίζαμε την εποικοδομητική κλίση εντός αυτής της ουδέτερης στάσης. Μια επιχείρηση που ανατοκίζει τα κέρδη της κατά ~13% ετησίως από μια δίκαιη τιμή εκκίνησης, χρηματοδοτούμενη εσωτερικά με έναν ισχυρό ισολογισμό και μια πολυετή περίοδο ζήτησης, είναι το είδος της διακράτησης που ανταμείβει την υπομονή ακόμη και χωρίς περαιτέρω πολλαπλή επέκταση. Θα επιδιώξουμε να δημιουργήσουμε ή να προσθέσουμε θέσεις σε οποιαδήποτε υποχώρηση προς το κατώτατο όριο δίκαιης αξίας των 20–22 ευρώ που υποδηλώνεται από τις πιο συντηρητικές μας υποθέσεις, και θα επανεξετάσουμε την αξιολόγησή μας προς τα πάνω με βάση ενδείξεις ότι τα περιθώρια κέρδους καλωδίων και η ζήτηση για υπεράκτια αιολική ενέργεια κινούνται μπροστά από το σχέδιο ή προς τα κάτω με βάση ενδείξεις ολίσθησης του έργου ή ομαλοποίησης του τμήματος αγωγών που υπερβαίνουν τις ήδη προσεκτικές μας υποθέσεις. Προς το παρόν, στα 2 ευρώ.28, αξιολογούμε τις μετοχές ΑΓΟΡΑ με στόχο τα 28 ευρώ-έναν πλήρως ποιοτικός παρασκευαστής πολύτιμος.

Παράρτημα-Σύνοψη Οικονομικών Μεγεθών

Κατάσταση Αποτελεσμάτων (€ εκατ.)	Οικονομικό έτος 23Α	Οικονομικό έτος 24Α	Οικονομικό έτος 25Α	Οικονομικό έτος 26Ε	Οικονομικό έτος 27Ε	Οικονομικό έτος 28Ε	Οικονομικό έτος 29Ε	Οικονομικό έτος 30Ε
Πρόσδοκος	1.630	1.800	2.060	2.350	2.700	3.000	3.300	3.530
Προσαρμοσμένα EBITDA	195	272	348	403	460	518	582	629
Προσαρμοσμένο EBIT	145	217	288	335	382	430	484	523
Καθαρά κέρδη	84	140	194	225	258	293	334	363
Αραιωμένο EPS (€)	0,45	0,74	1.02	1.18	1.36	1,54	1,76	1,91
DPS (€)	0,10	0,14	0,26	0,32	0,38	0,45	0,53	0,61

Ταμειακή ροή και ισολογισμός (€ εκατ.)	Οικονομικό έτος 25Α	Οικονομικό έτος 26Ε	Οικονομικό έτος 27Ε	Οικονομικό έτος 28Ε	Οικονομικό έτος 29Ε	Οικονομικό έτος 30Ε
Μετρητά από λειτουργικές δραστηριότητες	~274	263	296	351	412	459
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	(170)	(200)	(220)	(200)	(180)	(170)
Ελεύθερη ταμειακή ροή	104	63	76	151	232	289
Μη μόχλευτο FCF	132	96	112	189	271	329
Καθαρό χρέος/(μετρητά)	152	152	149	82	(53)	(233)
Καθαρό χρέος / EBITDA (x)	0,4x	0,4x	0,3x	0,2x	(0,1x)	(0,4x)

Σύνοψη αποτίμησης	Αξία
Βασικό DCF (WACC 9,5%, 11x τερματικό)	€26
Εύρος DCF (ευαισθησία)	€19–€32
Συγκριτικά (EBITDA EV/FY26Ε, 9–13x)	€18–€27
Τιμή σεναρίου σταθμισμένης πιθανότητας	€25
Στόχος τιμής 12 μηνών	€28
Εκτίμηση	ΑΓΟΡΑ

Αποποίηση ευθύνης.

Η παρούσα έκθεση αποτελεί μια αναλυτική ερευνητική άσκηση που προετοιμάζεται για εσωτερική χρήση και δεν συνιστά επενδυτική συμβουλή, προσφορά ή πρόσκληση για αγορά ή πώληση οποιουδήποτε τίτλου. Τα στοιχεία για τα οικονομικά έτη 2023–2025 βασίζονται σε αναφερόμενα αποτελέσματα. Οι μελλοντικές εκτιμήσεις και ορισμένα στοιχεία ανά τμήμα, γεωγραφική περιοχή και αγορά αποτελούν εκτιμήσεις του συγγραφέα και υπόκεινται σε ουσιώδη αβεβαιότητα. Η Cenergy ανήκει κατά πλειοψηφία στην Viohalco S.A., γεγονός που περιορίζει την επιρροή των μετόχων μειοψηφίας και μειώνει την πραγματική

ελεύθερη διασπορά. Οι προηγούμενες επιδόσεις δεν υποδεικνύουν μελλοντικά αποτελέσματα. Όλα τα στοιχεία είναι σε EUR, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά.