

## Intégration stratégique des infrastructures de marché et dynamiques de valorisation : enseignements du marché actions grec

Ce dossier propose une lecture stratégique et structurée du marché actions grec, analysé à travers le prisme de son intégration progressive au sein du groupe Euronext.

### Avertissement

Ce document est fourni à titre informatif et pédagogique uniquement. Il ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation personnalisée ou une incitation à l'achat ou à la vente d'actifs financiers.

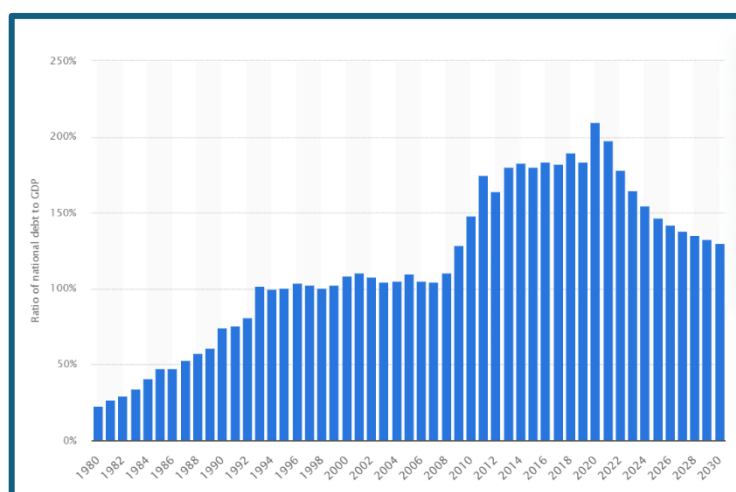
## **PARTIE I – CONTEXTE MACRO & HISTORIQUE**

### **1. Bref rappel historique : la Grèce après la crise (2009–2015)**

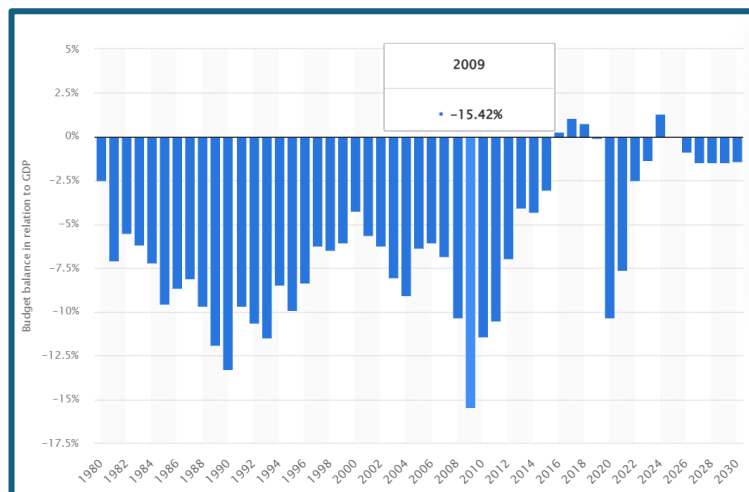
Entre 2009 et 2015, la Grèce a traversé l'une des crises financières les plus sévères de l'histoire moderne européenne. Deux points structurants :

- **Choc budgétaire et perte d'accès aux marchés** : la crise mondiale 2008–2009 a révélé des vulnérabilités déjà présentes. Les finances publiques se dégradent fortement : le déficit public 2009 est estimé à **13,6% du PIB** et la dette atteint **115% du PIB** fin 2009 (référence Commission européenne, 2010).
- **Programmes d'ajustement** : la Grèce entre dans un cycle de plans d'aide, d'austérité et de réformes, avec un impact social et économique majeur. L'IMF documente l'ampleur et la complexité de l'ajustement (référence FMI, 2013).

Conséquence pour les marchés : la perception « risque pays » explose, les capitaux sortent, la confiance se brise, et la bourse grecque devient un marché considéré comme difficile, étroit et volatil.



Ratio of national Greece debt, Statista



Budget balance in relation to GDP in Greece, Statista

## 2. Pourquoi le marché grec est resté décoté (même après la stabilisation)

Même lorsque les fondamentaux macro ont commencé à s'améliorer progressivement, les actions grecques sont restées structurellement sous-valorisées pendant longtemps. Plusieurs facteurs expliquent cette **décote persistante** :

### **a) Prime de risque pays, traumatisme de marché**

La crise a créé un « souvenir de risque » durable : une partie des investisseurs internationaux a évité la Grèce soit par prudence, soit en raison de contraintes de mandat ou de classification du marché. Ce biais négatif a pesé sur les flux entrants bien au-delà de la phase aiguë de la crise.

### **b) Faible liquidité (prime de liquidité)**

La liquidité historiquement limitée du marché grec a constitué un frein majeur à sa revalorisation.

D'après le rapport annuel 2024 d'Athens Exchange Group, la valeur moyenne quotidienne échangée sur la Bourse d'Athènes est passée de **€111,0 millions par jour en 2023** à **€139,8 millions par jour en 2024**, traduisant une amélioration sensible mais encore modeste à l'échelle internationale.

À titre de comparaison, les publications financières d'Euronext indiquent que la valeur moyenne quotidienne des transactions cash sur l'ensemble de ses marchés paneuropéens s'établit en **2025 entre €11 et €14 milliards par jour**, selon les trimestres. Cet écart illustre le différentiel structurel de profondeur de marché entre ATHEX et un grand réseau paneuropéen.

Dans un environnement peu liquide, les conséquences sont bien connues :

- Carnets d'ordres moins profonds
- Spreads plus élevés
- Impact de prix significatif dès que la taille des ordres augmente
- In fine, une décote de valorisation, les investisseurs institutionnels privilégiant les marchés où l'entrée et la sortie de positions sont plus fluides

### **c) Couverture analyste / accès brokers**

Enfin, le marché grec a longtemps souffert d'une **faible couverture analyste** et d'une présence limitée dans les radars des grands brokers internationaux. Cette moindre visibilité réduit mécaniquement l'intensité des flux naturels et la capacité du marché à attirer durablement l'attention des investisseurs globaux.



Performance de l'indice boursier grec vs indices européens, *TradingView*

### 3. Point sur la temporalité de l'action

#### Analyse de la Conjoncture Macroéconomique : Le Pivot Grec

Le timing de l'intégration s'inscrit dans une phase de normalisation historique de l'économie hellénique

##### Rétablissement des fondamentaux souverains

Après une décennie de restructuration, la Grèce affiche une trajectoire d'endettement stabilisée et des excédents primaires récurrents. Le retour à la notation **"Investment Grade" (IG)** fin 2023 / début 2024 marque une rupture structurelle : le marché grec n'est plus une classe d'actifs spéculative mais devient éligible aux mandats des grands fonds institutionnels européens. Cette évolution ne garantit pas des flux immédiats, mais supprime un verrou structurel qui avait durablement exclu la place grecque des allocations long terme.

##### Réintégration des flux de capitaux

Malgré ce redressement, le marché actions grec demeure sous-pondéré dans les indices de référence paneuropéens. Ce décalage entre la solidité des fondamentaux macro et la réalité des allocations offre une fenêtre d'opportunité pour capter le retour des flux de liquidités long terme.

## **Dynamiques de Consolidation du Secteur des Opérateurs de Marché**

L'industrie des infrastructures de marché traverse une phase de concentration accrue, rendant l'immobilisme stratégique risqué.

### **Pression sur la croissance organique**

Face à une stagnation des volumes de négociation traditionnels sur les places historiques, la croissance inorganique devient le levier principal de création de valeur.

### **Économies d'échelle et effet de réseau**

L'intégration d'ATHEX permet d'étendre l'empreinte géographique d'Euronext vers l'Europe du Sud-Est. Ce mouvement transforme une place de taille intermédiaire en un point d'entrée stratégique, renforçant la profondeur de marché globale du groupe sans en altérer le profil de risque.

## **Convergence Technologique et Optimisation Opérationnelle**

Le déploiement de standards technologiques harmonisés réduit drastiquement les barrières à l'entrée techniques.

### **Interopérabilité des infrastructures**

La migration vers la plateforme unique de trading **Optiq®** permet une standardisation immédiate des services de connectivité et de post-marché.

### **Réduction des coûts marginaux**

La maturité actuelle des processus d'intégration permet d'absorber une place de marché supplémentaire avec des coûts d'implémentation maîtrisés. Ce qui était complexe et onéreux il y a dix ans est aujourd'hui une opération standardisée, garantissant une exécution rapide et un "time-to-market" optimal.

## **Alignement avec l'Agenda Réglementaire Européen**

Le projet s'inscrit en parfaite cohérence avec les priorités de l'Union Européenne en matière de souveraineté financière.

### **Union des Marchés de Capitaux (UMC)**

Dans un contexte de concurrence accrue avec les places financières extra-communautaires, la consolidation d'un marché de capitaux européen intégré est une priorité institutionnelle.

### **Réduction du risque systémique**

L'adossement d'une place périphérique à une infrastructure robuste et diversifiée renforce la résilience financière régionale et aligne les standards de gouvernance sur les meilleures pratiques continentales.

## Synthèse de la Décision : Une Logique d'Infrastructure Long Terme

La décision d'intégration ne repose pas sur une opportunité tactique de court terme, mais sur une **thèse industrielle structurelle** :

<b>Effet Réseau</b>	Maximiser la liquidité par l'interconnexion des places européennes.
<b>Standardisation</b>	Réduire la fragmentation des marchés pour attirer les investisseurs globaux.
<b>Résilience</b>	Consolider la position d'opérateur de référence face aux acteurs globaux.

**Conclusion** : L'opération représente une mutation d'un marché "isolé et en redressement" vers une "infrastructure intégrée et normalisée". Ce passage à l'échelle est la condition nécessaire pour transformer le potentiel macroéconomique grec en profondeur de marché exploitable pour Euronext.

### 3. Le changement structurel : rapprochement avec Euronext (2025)

#### a) Ce qui a été annoncé

Euronext a annoncé en 2025 une opération pour intégrer l'opérateur grec (ATHEX) dans son réseau paneuropéen.

- **31 juillet 2025** : Euronext annonce le lancement d'une **offre publique d'échange volontaire** sur ATHEX.
- **19 novembre 2025** : Euronext annonce le **succès** de l'offre.
- **24 novembre 2025** : Etape de **transfert / settlement** des actions tendues (processus de livraison et finalisation opérationnelle).

En parallèle, ATHEX publie des éléments de contexte sur la proposition et les termes discutés (valorisation indicative et logique de coopération).

#### b) Le point crucial : l'horizon "synergies" et la migration technologique

Les communications officielles d'Euronext indiquent une cible de **12 M€ de synergies annualisées à l'horizon fin 2028**, notamment via :

- La **migration du trading grec vers la plateforme Optiq®**
- L'harmonisation de fonctions centrales

Un point souvent sous-estimé concerne la **liquidité agrégée** : selon des déclarations publiques de la direction d'Euronext et des comparaisons relayées par la presse financière internationale, la **liquidité quotidienne traitée sur l'ensemble des marchés**

**Euronext est aujourd'hui au moins deux fois supérieure à celle observée sur la place de Londres.** Cette profondeur de marché est un élément clé pour les investisseurs institutionnels, car elle conditionne la capacité à entrer et sortir de positions significatives avec un impact de prix limité.

En résumé, l'intégration est désormais engagée, mais la migration complète de l'infrastructure s'inscrit dans une trajectoire progressive, rythmée par des jalons opérationnels successifs.

#### **4. Pourquoi les probabilités peuvent pencher vers une revalorisation**

Le point central n'est pas l'hypothèse d'une croissance spectaculaire de la Grèce, mais plutôt la question suivante :

- Est-ce que la **prime de risque de liquidité** et la **prime de risque pays** peuvent diminuer progressivement ?

En d'autres termes, les entreprises grecques peuvent-elles être valorisées plus proche de leurs comparables européens ?

La thèse de revalorisation du marché grec ne repose pas sur une hypothèse de croissance exceptionnelle, mais sur trois mécanismes bien documentés en finance : une baisse progressive de la prime de liquidité, une amélioration de la crédibilité institutionnelle et de la visibilité du marché, et une concentration initiale des flux sur les grandes capitalisations les plus liquides.

Ces mécanismes peuvent conduire à une normalisation des multiples de valorisation, indépendamment d'une amélioration immédiate des résultats opérationnels :

##### **a) Mécanisme 1 : baisse de la prime de liquidité**

La prime de liquidité correspond à la décote appliquée par les investisseurs à un actif financier lorsque celui-ci est difficile à acheter ou à vendre sans influencer significativement son prix. Sur un marché peu liquide, les carnets d'ordres sont étroits, les contreparties limitées et les coûts d'exécution plus élevés. En conséquence, les investisseurs exigent une compensation sous forme de valorisation plus faible, indépendamment parfois de la qualité intrinsèque de l'entreprise.

Historiquement, le marché grec a souffert de cette prime de liquidité élevée. Même des entreprises rentables et bien gérées étaient pénalisées non pas en raison de leurs fondamentaux, mais en raison des caractéristiques structurelles de leur marché de cotation. Cette situation a contribué à maintenir des multiples de valorisation inférieurs à ceux observés sur des marchés européens comparables.

L'intégration progressive au sein du réseau Euronext modifie ce paramètre de manière structurelle. Une connectivité accrue, l'accès à un plus grand nombre de participants de marché, ainsi que la standardisation des infrastructures de négociation et de post-marché favorisent une augmentation des volumes échangés et un resserrement des spreads. Dans les modèles de valorisation, cette amélioration de la liquidité se traduit par une baisse du taux de rendement exigé par les investisseurs, et donc par une normalisation progressive des multiples de valorisation, sans qu'une amélioration immédiate des résultats opérationnels soit nécessaire.

### **b) Mécanisme 2 : visibilité / crédibilité institutionnelle**

Au-delà des aspects purement techniques, la valorisation d'un marché est également influencée par des facteurs de perception et de crédibilité institutionnelle. Pendant de nombreuses années, la Grèce a été perçue comme un marché périphérique, associé à un risque politique et institutionnel élevé, ce qui a restreint l'accès de certains investisseurs internationaux, parfois pour des raisons réglementaires, parfois par simple prudence.

L'intégration au sein d'un groupe paneuropéen reconnu comme Euronext agit comme un signal de normalisation institutionnelle. Elle réduit le biais de perception associé au marché grec et abaisse le « coût d'entrée » psychologique pour les investisseurs internationaux. Le marché devient plus standardisé, plus comparable et plus aisément intégrable dans les processus d'investissement existants des gérants européens et internationaux.

Concrètement, pour un investisseur basé à Paris, Francfort ou Londres, traiter une action grecque via une infrastructure Euronext revient de plus en plus à traiter une action européenne classique. Cette simplification opérationnelle et mentale accroît la probabilité d'inclusion des valeurs grecques dans les univers d'investissement, ce qui constitue un levier indirect mais puissant de revalorisation.

### **c) Mécanisme 3 : effet flux sur les grandes capitalisations**

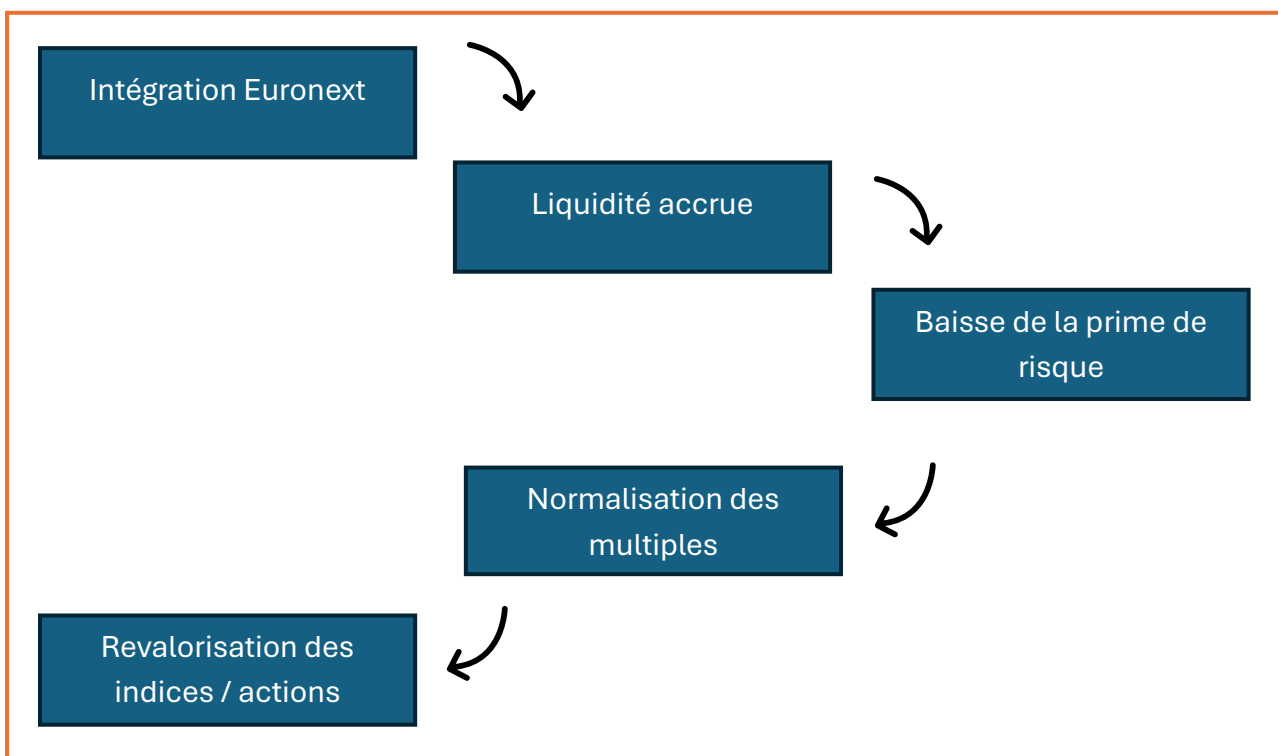
Les flux d'investissement ne se répartissent jamais de manière homogène lorsqu'un marché retrouve de l'attractivité. En pratique, les capitaux se dirigent en priorité vers les titres offrant les meilleures conditions d'exécution, c'est-à-dire les valeurs les plus liquides, les mieux suivies par les analystes et les plus représentées dans les indices de référence.

Dans ce contexte, les grandes capitalisations jouent un rôle central. Elles constituent souvent le point d'entrée naturel des investisseurs institutionnels, notamment des fonds de grande taille ou des stratégies indicielle et quasi-indicielle, qui sont contraintes par

des exigences de liquidité et de capacité. L'arrivée de flux sur ces titres peut entraîner une revalorisation rapide de leurs multiples, renforcée par un effet de visibilité et par l'amélioration de la performance relative.

Ce mouvement initial tend ensuite à se diffuser progressivement vers d'autres segments du marché, mais la dynamique de départ se concentre généralement sur le sommet de la pyramide. Cette séquence est cohérente avec la structure du marché grec, où les entreprises de grande capitalisation constituent les premières bénéficiaires potentielles d'une amélioration de la liquidité et de la perception institutionnelle.

L'intégration à Euronext agit comme un **catalyseur probabiliste** en modifiant structurellement les conditions de marché (liquidité, crédibilité institutionnelle et accès aux flux) ce qui peut conduire à une normalisation progressive des valorisations, comme illustré ci-dessous :



Le facteur déterminant reste la capacité du marché grec à capter durablement des flux institutionnels, les autres leviers (liquidité technique, crédibilité institutionnelle, standardisation des infrastructures) jouent principalement un rôle d'amplification.

## **5. Limites et risques**

L'analyse repose sur des mécanismes structurels solides, mais elle doit être appréciée à la lumière de plusieurs **facteurs de risque**, clairement identifiés :

**Temporalité de l'intégration** : l'intégration d'ATHEX au sein d'Euronext s'inscrit dans un processus progressif, avec un horizon de synergies annoncé jusqu'à fin 2028.



L'amélioration de la liquidité et l'effet sur les valorisations peuvent donc être **étalés dans le temps**, sans impact immédiat.

**Environnement macroéconomique** : la baisse d'une prime de risque ne se produit jamais de manière isolée. L'évolution des taux d'intérêt, des conditions financières et des perspectives de croissance en Europe peut **soutenir ou freiner** le mouvement de revalorisation.

**Risques spécifiques aux entreprises** : des multiples de valorisation faibles (EV/EBITDA notamment) peuvent refléter une décote de marché, mais aussi des réalités propres à certaines sociétés :

- Exposition cyclique (énergie, raffinage, construction)
- Niveau d'endettement
- Qualité de la gouvernance ou visibilité des résultats

**Risque de marché et de volatilité** : une liquidité accrue facilite l'entrée de capitaux, mais rend également les sorties plus rapides en période de stress. Ce phénomène peut accentuer la **volatilité à court terme**, notamment lors de phases de correction des marchés.

## **PARTIE II – INDICES, CLASSIFICATION & FLUX**

Cette partie vise à expliquer par quels **canaux financiers** la normalisation progressive du marché grec peut se traduire en **flux d'investissement réels** et, in fine, en performance des indices et des grandes capitalisations. Elle constitue le lien entre les mécanismes structurels décrits en **Partie I** et la formation des prix de marché.

### **1. Le rôle central des indices dans l'allocation de capitaux**

Dans les marchés financiers modernes, les indices jouent un rôle structurant bien au-delà d'un simple indicateur de performance. Ils constituent à la fois des outils de référence, des univers d'investissement et des supports directs d'allocation pour une large partie des capitaux internationaux.

Une part significative des flux, qu'ils soient actifs ou passifs, transite d'abord par les indices avant de se diffuser vers les titres individuels. Lorsqu'un marché devient plus attractif ou plus accessible, l'ajustement se reflète donc en priorité dans la performance de ses indices, en particulier ceux concentrant les grandes capitalisations.

Dans le cas grec, cette logique est renforcée par la structure même du marché : les indices locaux regroupent les valeurs les plus liquides, les mieux suivies et les plus facilement investissables. Ils constituent ainsi le point d'entrée naturel des flux internationaux lors d'un changement de perception du marché.

## 2. Classification du marché et accessibilité institutionnelle

La classification d'un marché par les grands fournisseurs d'indices internationaux constitue un filtre déterminant pour l'allocation des capitaux. Des acteurs comme **MSCI** ou **FTSE Russell** évaluent les marchés selon des critères d'accessibilité opérationnelle, de liquidité, de stabilité réglementaire et de cadre institutionnel.

Même en l'absence de changement immédiat de statut formel, toute amélioration perçue de ces critères peut élargir l'univers d'investissement de nombreux gérants. L'intégration au sein d'un réseau paneuropéen contribue précisément à cette amélioration de l'accessibilité, en réduisant les frictions opérationnelles et en rapprochant le marché grec des standards européens.

Ce facteur est particulièrement important pour les investisseurs institutionnels soumis à des contraintes de mandat, pour lesquels l'accessibilité et la standardisation du marché sont souvent des **prérequis à toute allocation significative**.

## 3. Flux actifs et flux passifs : une dynamique séquentielle

Les flux passifs, liés à la réplication d'indices via des ETF ou des fonds indiciels, obéissent à une logique mécanique et progressive. Ils interviennent généralement à la suite d'une amélioration formelle de la classification ou d'un ajustement de la pondération d'un marché dans les indices de référence.

À l'inverse, les flux actifs sont par nature anticipatifs. Ils reflètent la conviction des gérants quant à une amélioration future des conditions de marché, avant que celle-ci ne soit pleinement intégrée dans les indices. Dans les phases de normalisation, ces flux actifs constituent souvent le premier moteur du re-rating, avant que les flux passifs ne viennent amplifier le mouvement.

## 4. Séquence typique de transmission des flux

L'expérience observée sur d'autres marchés en phase de normalisation montre une séquence relativement récurrente. Un changement structurel améliore d'abord la perception et l'accessibilité du marché, ce qui attire des flux actifs sur les valeurs les plus liquides. Cette dynamique se traduit ensuite par une performance relative positive des grandes capitalisations et des indices, renforçant progressivement l'attractivité du marché.

Ce processus est rarement linéaire ou immédiat. Il s'inscrit dans le temps, avec des phases d'accélération et de consolidation. Néanmoins, il permet de comprendre comment un changement structurel, tel que l'intégration à un grand réseau de marché, peut se matérialiser progressivement en revalorisation mesurable des indices et des principales valeurs cotées.

### **PARTIE III – SÉLECTION DE CANDIDATS POTENTIELS (APPROCHE SECTORIELLE)**

Dans la continuité des Parties I et II, cette section vise à **traduire le cadre macroéconomique et de flux en analyse microéconomique concrète**. L'objectif n'est pas de formuler des recommandations d'investissement, mais d'illustrer comment la normalisation progressive du marché grec peut se matérialiser au niveau de certaines entreprises représentatives.

L'approche retenue est volontairement **sélective et sectorielle**. Elle se concentre sur un nombre restreint de secteurs jugés pertinents au regard de leur :

- Poids dans l'économie et les indices grecs
- Liquidité boursière
- Sensibilité potentielle aux mécanismes de re-rating décrits précédemment

Pour chaque secteur, une brève mise en perspective est proposée, suivie de l'analyse de quelques entreprises emblématiques, selon une grille homogène : positionnement, indicateurs financiers clés, structure financière et lecture de valorisation. Des graphiques de cours et de volumes viendront compléter l'analyse afin d'apporter un éclairage visuel sur la liquidité et le comportement de marché.

#### **1. Panel d'entreprises retenu**

L'analyse microéconomique repose sur la sélection volontaire de cinq entreprises, afin de privilégier une analyse approfondie et illustrer de manière concrète les mécanismes de normalisation décrits précédemment. Cet univers constitue la base de travail pour l'analyse.

Secteur	Entreprises
Énergie & industrie lourde	Mytilineos · Motor Oil Hellas
Consommation	OPAP
Infrastructures	GEK Terna
Secteur financier	National Bank of Greece

Ces entreprises couvrent un spectre équilibré de l'économie grecque réelle, tout en restant concentrées sur des profils **suffisamment liquides et suivis** pour être exposés aux mécanismes de flux et de re-rating décrits dans les parties précédentes.

# METLEN ENERGY & METALSP PLC

Secteur : Industrie & Énergie  
Indice : ASE Large Cap  
Cap. boursière : €5,52 Mds  
ESG / gouvernance : AA

## Pourquoi cette entreprise ?

Groupe industriel diversifié, le plus liquide et visible de la cote grecque. Position centrale dans les secteurs de l'énergie, de la métallurgie et des infrastructures, avec une exposition significative aux marchés internationaux.

## Secteur - Énergie & Industrie

Occupe une place nationale importante, avec des entreprises de grande capitalisation, liquides et fortement représentées dans les indices. Il combine des profils générateurs de cash-flows, des activités exportatrices et une exposition directe aux dynamiques énergétiques et industrielles européennes. Ces entreprises sont largement comparables à des pairs européens mieux valorisés.



Monthly Graph Metlen Energy & Metals S.A., Investing.com

## Profil opérationnel

- Revenus diversifiés géographiquement
- Génération de CF sur cycle complet
- Activités capitalistiques
- Forte visibilité et poids dans les indices grecs

## Chiffres clés – Synthèse financière (€)

Chiffre d'affaires	7,55 Mds
EBITDA	1,086 Mds
EV / EBITDA	9,6x
Dette nette	2,62 Mds
ROIC	9,48 %

## Lecture de valorisation

Les indicateurs traduisent une performance opérationnelle solide et une utilisation du capital conforme aux standards du secteur. La valorisation actuelle semble davantage influencée par les primes de risque liées au marché de cotation que par les fondamentaux de l'entreprise. Dans un contexte de normalisation progressive de la liquidité et de l'accessibilité institutionnelle, une convergence des multiples vers des niveaux plus proches des comparables européens apparaît plausible.

## Principaux risques spécifiques

- Exposition cyclique aux prix de l'énergie et des matières premières
- Intensité capitalistique de certaines activités
- Sensibilité aux conditions macroéconomiques et industrielles

# MOTOR OIL HELLAS S.A.

Secteur : Raffinage & distribution  
Indice : ASE Large Cap  
Cap. boursière : € 3.40 Md  
ESG / gouvernance : AA

## Pourquoi cette entreprise ?

Principal acteurs énergétiques grecque et un pilier historique du secteur du raffinage en Europe du Sud-Est. Le groupe constitue une exposition directe aux dynamiques énergétiques régionales et européennes.

## Secteur - Énergie & Industrie

Le secteur du raffinage et de la distribution énergétique joue un rôle clé dans l’approvisionnement régional et européen. Il repose sur des actifs industriels lourds, fortement capitalistiques, et génère des cash-flows élevés en phase favorable de cycle. Son activité est intrinsèquement cyclique, dépendante des marges de raffinage et des conditions de marché. Ces caractéristiques en font un secteur attractif mais volatil pour les investisseurs institutionnels.



Monthly Graph Motor Oil Hellas S.A., Investing.com

## Profil opérationnel

- Raffinage + distribution multi-marques (réseau 1 500 stations)
- 51,8% du CA est réalisé en Grèce.
- Profil “générateur de cash” cyclique

## Chiffres clés – Synthèse financière (€)

Chiffre d'affaires	11,312 Mds
EBITDA	763 M
EV / EBITDA	6.05x
Dette nette	€ 1,892 Mds
ROIC	10,80%

## Lecture de valorisation

Motor Oil reflète un profil fortement cyclique, avec un multiple EV/EBITDA contenu intégrant déjà la volatilité des marges de raffinage. Malgré des ratios de dette élevés en lecture statique, la génération de cash et la couverture financière restent solides sur cycle normal. Dans un contexte de normalisation du marché grec, cette valorisation apparaît sensible à une relecture plus favorable des primes de risque.

## Principaux risques spécifiques

- Forte cyclicité liée aux marges de raffinage et aux prix de l'énergie
- Volatilité des résultats selon les conditions de marché
- Contraintes réglementaires et environnementales croissantes

# NATIONAL BANK OF GREECE

Secteur : Banque & Finance  
Indice : ASE Large Cap  
Cap. boursière : € 12,04 Mds  
ESG / gouvernance : A

## Pourquoi cette entreprise ?

National Bank of Greece est la première banque du pays par taille et un pilier central du système financier grec. Sa forte pondération dans les indices, sa liquidité et son rôle systémique en font un point d'entrée naturel pour les flux institutionnels exposés au marché grec.

## Secteur - Énergie & Industrie

Le secteur bancaire grec est au cœur du marché actions et constitue un pilier des indices nationaux. Après une décennie de restructuration, les bilans ont été largement assainis et la rentabilité s'est normalisée. Dans un contexte de normalisation du marché grec, les banques apparaissent comme des bénéficiaires directs des flux institutionnels.



Monthly Graph National Bank of Greece, *Investing.com*

## Profil opérationnel

- Bilan largement assaini après la crise de la dette
- Retour progressif à une rentabilité normalisée
- Forte sensibilité aux flux indiciaires et institutionnels

## Chiffres clés – Synthèse financière (€)

Résultat Net	900 M
ECT1	18,9 %
P/BV	1,35
Totale Dette	4,5 Mds
ROE	12,26%

## Lecture de valorisation

Banque largement recapitalisée, avec un niveau de fonds propres élevé et une rentabilité en cours de normalisation. Le multiple de valorisation intègre encore une prime de prudence liée à l'historique du secteur bancaire grec, malgré une amélioration nette de la qualité du bilan. La solidité du capital et le retour progressif à une rentabilité structurelle soutiennent une lecture constructive des fondamentaux. Dans un scénario de normalisation de la perception institutionnelle, la valorisation apparaît sensible à un re-rating graduel.

## Principaux risques spécifiques

- Sensibilité au cycle économique grec
- Exposition aux taux et à l'environnement macro européen
- Risque réglementaire et prudentiel



# OPAr S.A.

Secteur : Consommation  
Indice : ASE Large Cap  
Cap. boursière : € 6,66 Mds  
ESG / gouvernance : AA

## Pourquoi cette entreprise ?

OPAr est l'opérateur historique et dominant des jeux en Grèce, bénéficiant d'une position quasi monopolistique sur plusieurs segments. Sa forte liquidité, sa visibilité sur les flux de trésorerie et son poids dans les indices en font une valeur défensive clé du marché grec.

## Secteur - Jeux & consommation

Le secteur des jeux et loisirs se caractérise par des revenus récurrents, une forte génération de cash et une sensibilité limitée aux cycles économiques traditionnels. Les modèles reposent sur des positions de marché dominantes et des cadres réglementaires stables. Ces caractéristiques en font des actifs naturellement attractifs pour les investisseurs institutionnels à la recherche de visibilité.



Monthly Graph OPA S.A., Investing.com

## Profil opérationnel

- Activités de loteries, paris sportifs et gaming
- Position dominante sur le marché domestique
- Revenus récurrents et forte génération de cash
- Politique de distribution attractive

## Chiffres clés – Synthèse financière (€)

Chiffre d'affaires	1,645 Mds
EBITDA	829,78 M
EV / EBITDA	8,24x
Dette nette	195,8 M
ROIC	31%

## Lecture de valorisation

La valorisation d'OPAP reflète un profil défensif à forte génération de cash. Le multiple intègre la qualité du modèle économique tout en restant sensible au cadre réglementaire et au marché domestique. Le faible levier financier et la rentabilité élevée du capital soutiennent une lecture solide des fondamentaux. Dans un contexte de normalisation du marché grec, la valorisation apparaît bien positionnée pour une relecture plus favorable des primes de risque.

## Principaux risques spécifiques

- Risque de modification des conditions de licences ou de taxation
- Sensibilité à l'évolution des comportements de consommation
- Concentration géographique sur le marché domestique

# GEK TERNA S.A.

Secteur : Infrastructure  
Indice : ASE Large Cap  
Cap. boursière : € 2,53 Mds  
ESG / gouvernance : AA

## Pourquoi cette entreprise ?

groupe intégré combinant construction, concessions et énergies renouvelables. Sa position centrale dans les grands projets d'infrastructures grecs et son exposition croissante aux actifs régulés en font un acteur clé de long terme, bien positionné pour capter les flux liés à la normalisation du marché.

## Secteur - Infrastructure & Energies renouvelables

Le secteur des infrastructures et des énergies renouvelables repose sur des actifs long terme, régulés ou contractés, offrant une forte visibilité sur les cash-flows. Il bénéficie de tendances structurelles liées à la transition énergétique et aux investissements publics. Ces caractéristiques en font un secteur naturellement attractif pour les investisseurs institutionnels.



## Profil opérationnel

- Forte exposition aux infrastructures long terme
- Visibilité accrue via actifs régulés et contrats
- Sensibilité aux cycles d'investissement publics

## Chiffres clés - Synthèse financière (€)

Chiffre d'affaires	3,89 Mds
EBITDA	317,5 M
EV / EBITDA	11,66x
Dette nette	3,120 Mds
Dette nette / EBITDA	9,8x
Backlog*	9,2 Mds

## Lecture de valorisation

Profil infrastructurel long terme, caractérisé par une forte visibilité des cash-flows grâce aux concessions et actifs régulés. Le multiple EV/EBITDA intègre une intensité capitalistique élevée et un levier financier important, principalement lié au financement de projets. Le backlog conséquent sécurise une part significative des revenus futurs et atténue le risque opérationnel. Dans un contexte de normalisation du marché grec, ce profil pourrait bénéficier d'une relecture progressive des primes de risque

## Principaux risques spécifiques

- Intensité capitalistique et besoins de financement
- Risque d'exécution sur grands projets
- Dépendance aux cadres réglementaires et concessions

\*Backlog : Carnet projet signé / à signer



## **PARTIE IV – CONCLUSION**

### **Scénarios d'évolution possibles**

#### **Scénario central (cas le plus probable)**

L'intégration progressive du marché grec au sein d'Euronext conduit à une amélioration graduelle de la liquidité et de l'accessibilité institutionnelle, favorisant une baisse progressive de la prime de liquidité et une normalisation partielle des multiples de valorisation. Les flux internationaux se concentrent initialement sur les grandes capitalisations les plus liquides et les mieux indexées, avant une diffusion éventuelle plus large à mesure que la profondeur de marché et la visibilité institutionnelle s'améliorent. Les effets sur les valorisations sont progressifs et étalés dans le temps, en ligne avec la temporalité de l'intégration opérationnelle et technologique.

#### **Scénario lent (cas conservateur)**

L'intégration améliore les infrastructures de marché et la liquidité technique, mais sans déclencher de re-rating significatif à court terme. Les flux institutionnels demeurent limités ou attentistes, en raison d'un environnement macro-financier moins porteur ou d'une persistance du biais de perception associé au risque pays. Dans ce scénario, la valeur créée par l'intégration reste principalement structurelle et optionnelle, avec des effets différés au-delà de l'horizon court et moyen terme.

#### **Scénario dégradé (cas adverse)**

Un choc macroéconomique ou financier externe (resserrement durable des conditions financières, stress de marché, regain d'aversion au risque) interrompt ou retarde le retour des flux institutionnels. Malgré la réussite opérationnelle de l'intégration, l'amélioration de la liquidité ne se traduit pas par une normalisation des multiples, les investisseurs privilégiant des marchés plus profonds et perçus comme moins risqués. L'opération conserve alors une logique industrielle et institutionnelle, mais sans impact significatif à court ou moyen terme sur les valorisations du marché grec.

## **Synthèse**

L'intégration progressive du marché actions grec (ATHEX) au sein du groupe Euronext s'analyse avant tout comme une décision d'infrastructure stratégique de long terme, visant à transformer structurellement les conditions de marché plutôt qu'à capter une dynamique de croissance macroéconomique exceptionnelle à court terme. Malgré une amélioration significative et désormais largement documentée de ses fondamentaux depuis la crise de 2009–2015, le marché grec est resté durablement décoté, principalement en raison de primes de risque pays et de liquidité élevées, d'une profondeur de marché historiquement limitée, d'une faible couverture analyste et de contraintes d'accessibilité institutionnelle qui ont longtemps exclu la place grecque des allocations long terme. Le timing de l'opération apparaît cohérent : le retour de la Grèce à la notation Investment Grade fin 2023 / début 2024 supprime un verrou structurel majeur, tandis que le marché demeure sous-pondéré dans les indices paneuropéens, créant un décalage entre la normalisation des fondamentaux et la réalité des flux. Dans le même temps, le secteur des infrastructures de marché connaît une phase de consolidation accrue, la croissance inorganique et les effets de réseau devenant des leviers centraux de création de valeur dans un contexte de stagnation des volumes organiques. La maturité technologique actuelle, notamment via la standardisation permise par la plateforme Optiq®, rend l'intégration opérationnellement faisable à coûts marginaux maîtrisés et avec un risque d'exécution limité, tout en s'inscrivant dans un cadre institutionnel européen favorable (Union des Marchés de Capitaux, souveraineté financière). L'opération peut ainsi agir comme un catalyseur probabiliste en réduisant progressivement les frictions de liquidité, en améliorant la crédibilité institutionnelle du marché grec et en facilitant l'accès aux flux internationaux, lesquels devraient se concentrer initialement sur les grandes capitalisations les plus liquides et les mieux indexées avant une diffusion éventuelle plus large. La création de valeur potentielle repose donc sur une normalisation graduelle des multiples de valorisation, indépendante d'une amélioration immédiate des performances opérationnelles, avec des effets étalés dans le temps et conditionnés par l'environnement macro-financier européen, la temporalité de l'intégration et la capacité effective du marché grec à capter durablement des flux institutionnels de long terme.

## Sources

### Partie I (Contexte macro & historique)

1. Commission européenne (2010) – *The Economic Adjustment Programme for Greece* : [The Economic Adjustment Programme for Greece](#)
2. FMI / IMF (2013) – *Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement* : [Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2010 Stand-By Arrangement](#)
3. Euronext

Rapport Annuel : [Euronext publishes Q1 2025 results | euronext.com](#)

(31 juillet 2025) – communiqué sur l'offre d'échange volontaire pour ATHEX.

(6 octobre 2025) – communiqué sur le lancement formel de l'offre (rappels synergies et intégration).

(19 novembre 2025) – communiqué sur le succès de l'offre.

– communiqué sur le calendrier de transfert/settlement (24 novembre 2025).

4. ATHEX Group (31 juillet 2025) – *Board Announcement in Response to Euronext Offer*.

Rapport Annuel : [ATHEX 2024 Annual Financial Report](#)

### Partie II (indices & flux)

1. MSCI (2025) – *MSCI Market Classification Framework* : document de référence détaillant les critères de classification des marchés (accessibilité, liquidité, cadre institutionnel) utilisés par les investisseurs internationaux et les fonds indiciels : [Market Classification](#)
2. MSCI (2025) – *MSCI Market Classification Review – Results* : rapport annuel analysant la situation des marchés nationaux, dont la Grèce, au regard des critères de liquidité et d'accessibilité, et les implications potentielles en matière de flux : [MSCI Announces Results of the MSCI 2025 Market Classification Review](#)
3. **Direction Générale du Trésor – [economie.gouv.fr](#)** – *Comprendre les indices boursiers* : ressource pédagogique expliquant le rôle des indices comme outils de référence, supports d'allocation et vecteurs de flux pour les investisseurs actifs et passifs : <https://www.economie.gouv.fr/facileco/indices-boursiers>