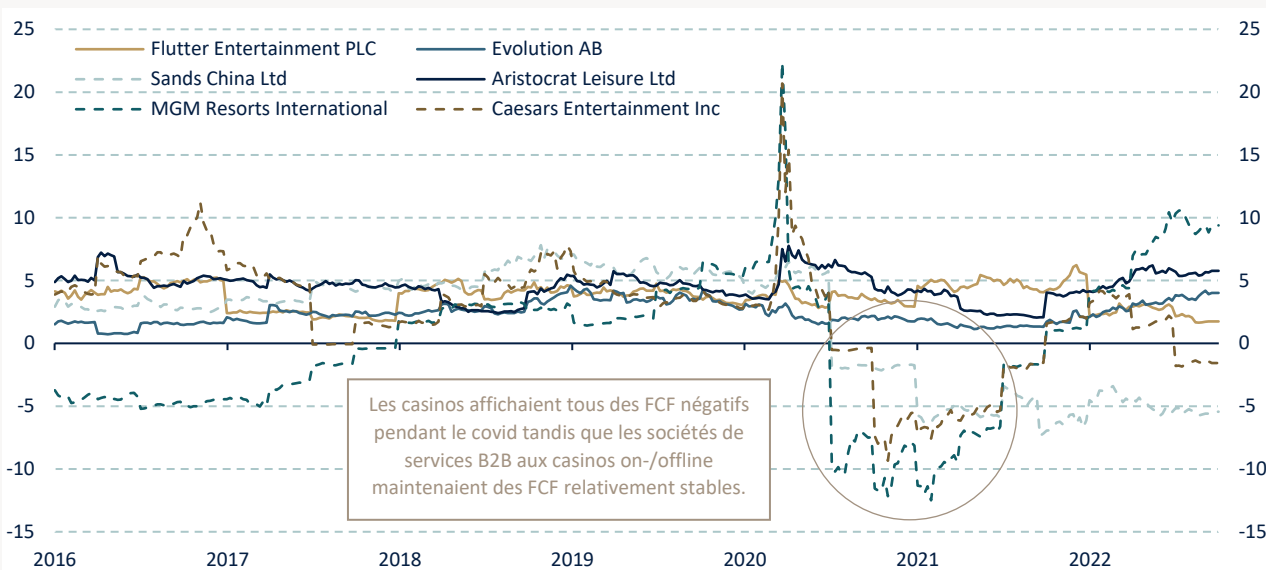




" LES JEUX SONT FAITS... ONLINE OU OFFLINE "

- ◆ Les casinos, un secteur en forte croissance
- ◆ ... grâce à la numérisation du secteur et aux nouvelles technologies
- ◆ Et à la reprise du tourisme global
- ◆ Enfin, la réglementation serait un atout plutôt qu'un frein

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Attention aux cash-flows en période de turbulence "



Source: Bloomberg, Atlantic Financial Group

ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Le secteur des jeux d'argent a connu une performance exceptionnelle pendant le covid grâce à l'avènement et au succès des jeux en ligne venant contrebalancer la fermeture des casinos. Les revenus du secteur approchent les 400 milliards d'euros, un chiffre pharaonique, dont les jeux *online* représentent déjà près du tiers des recettes. Les grands acteurs du secteur affichent des performances plus mitigées depuis le début de l'année, oscillant en moyenne autour de -20% et -30% sur un an.

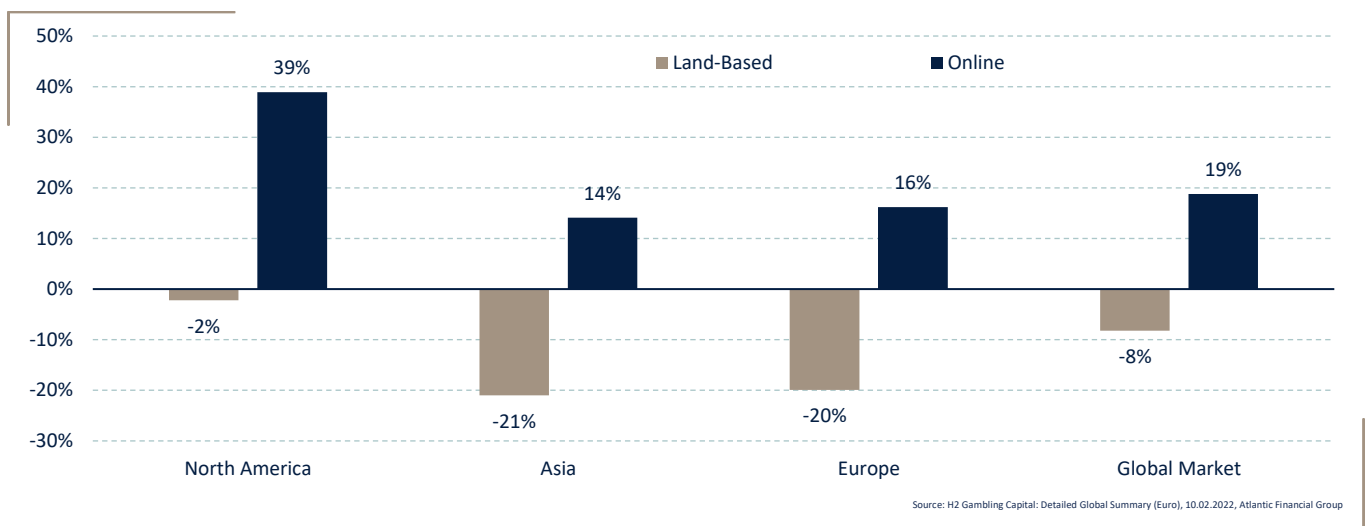


◆ Les casinos, un secteur en forte croissance

Il est difficile de retracer l'origine des jeux d'argent mais ceux-ci semblent avoir toujours existé. On retrouve déjà une allusion aux jeux de dés dans la Grèce antique ou dans de très anciens textes indiens. **Le secteur semble encore trouver un essor phénoménal dernièrement grâce à l'avènement des jeux en ligne et des nouvelles technologies.**

Au cours des cinq dernières années (2017-2021), les jeux en ligne ont atteint un taux de croissance annuel d'environ 19 %, contre un taux négatif de 8% pour le marché des casinos réels (cf. Fig. 2). Ce sont les entreprises exposées aux jeux d'argent en ligne et les fournisseurs de services B2B aux casinos en ligne et hors ligne qui en profitent le plus, offrant un flux de trésorerie disponible plus stable dans le temps par rapport aux casinos terrestres (cf. Graphique de la semaine).

Fig. 2 – Taux de croissance annuel composé des jeux en ligne et en casino (2017-2021)



Que ce soit *online* ou *offline*, le marché des jeux d'argent est segmenté par type de jeux : casino (jeux de tables et machines à sous), loteries, paris sportifs et autres. **Le segment des loteries est le plus grand segment du marché des jeux d'argent, avec près de 50% des parts de marché.** Cela peut être attribué à la grande popularité des loteries à l'échelle mondiale. **Le segment des paris sportifs devrait être un des segments à la croissance la plus rapide, avec un taux annuel de 7 %.** Dans le segment des casinos, **les jeux en réalité virtuelle devraient connaître la plus forte croissance avec un taux annuel moyen de plus de 21%.**

D'un point de vue géographique, **l'aspect démographique joue un rôle dans la croissance du secteur. L'Asie-Pacifique est le plus grand marché des jeux d'argent, représentant plus de 32 % du total mondial.** Elle est suivie par l'Amérique du Nord puis l'Europe occidentale. À l'avenir, l'Asie-Pacifique et l'Afrique seront les régions qui connaîtront la croissance la plus rapide, avec des taux de croissance annuels de près de 8 %.

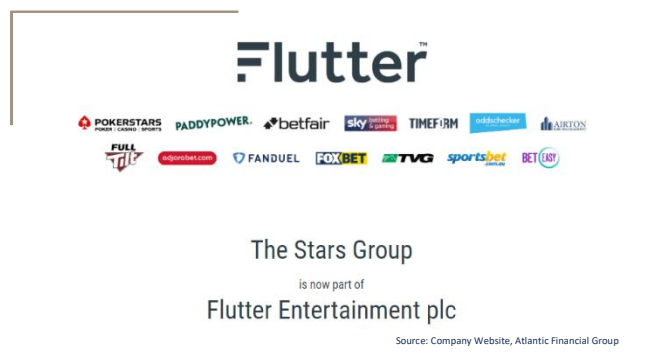
La taille importante du marché en Asie-Pacifique est soutenue par l'industrie du jeu dans des régions telles que **Macau, le seul endroit où les citoyens chinois peuvent jouer au casino légalement**, les Philippines, la Malaisie et la Corée du Sud. Le marché des loteries en Chine contribue également de manière significative à la taille du marché des jeux d'argent en Asie-Pacifique.



◆ ... grâce à la numérisation du secteur et aux nouvelles technologies

L'un des impacts les plus importants de la technologie sur le secteur des jeux et des casinos a été la croissance des casinos en ligne. Aujourd'hui, **avec l'avènement d'internet, il est possible de jouer depuis le confort de chez soi. Le secteur des jeux d'argent en ligne connaît même une croissance exponentielle en raison de l'émergence de nouvelles technologies telles que les jeux hybrides, la réalité virtuelle (VR) et la réalité augmentée (AR).** Les opérateurs de casinos utilisent ces technologies pour se différencier de leurs concurrents et gagner des parts de marché dans ce secteur hautement concurrentiel. Ces technologies révolutionnent l'expérience du casino, la rendant plus interactive et plus passionnante. Par exemple, les casinos introduisent des jeux de table hybrides pour attirer les clients et les garder engagés. Les jeux de table hybrides sont une combinaison de jeux de casinos en ligne et terrestres où la facilité et l'expérience rapide des machines à sous sont combinées à la présence d'un croupier en direct. Avec la réalité virtuelle (RV), les joueurs font l'expérience d'un casino virtuel, en compagnie d'autres joueurs et de machines.

Fig. 3 – Flutter, leader global des jeux d'argent



Flutter Entertainment est l'un des leaders du secteur grâce à un portefeuille de marques solide et diversifié dans toutes les zones géographiques. Son association avec The Stars Group a donné naissance au leader mondial des jeux en ligne, avec une position dominante sur le marché américain des paris sportifs (cf. Fig. 3).

Avec le développement des casinos en ligne, **les crypto monnaies sont désormais acceptées sur de nombreuses plateformes. Les joueurs préfèrent cette option de paiement qu'ils considèrent plus sécurisée et qui préserve leur anonymat.** Les cryptomonnaies sont quasiment intraquables et permettent aux joueurs de jouer dans le monde entier, même depuis des localités où les jeux d'argent demeurent interdits.

◆ La reprise du tourisme global ramènera une croissance plus pérenne

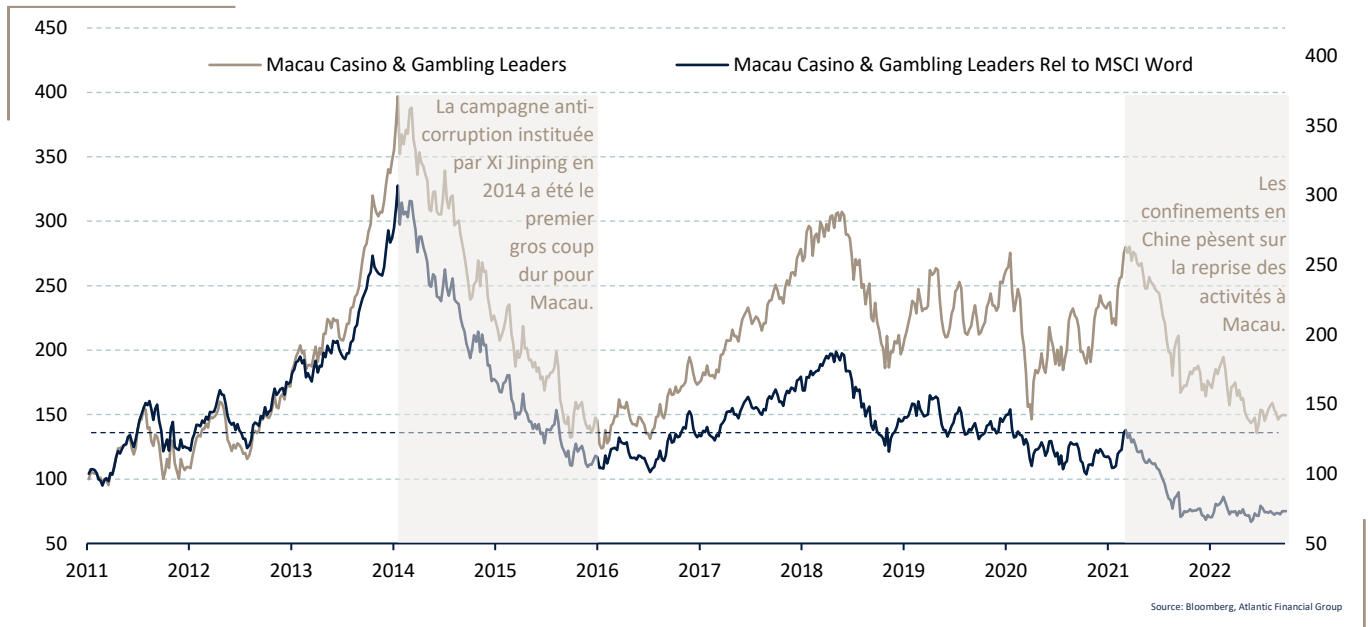
Une partie grandissante du chiffre d'affaires des casinos provient du tourisme plutôt que des jeux d'argent. La réouverture de destinations comme Macau en Asie est donc primordiale pour le secteur. Las Vegas redevient également une destination prisée des touristes depuis la fin des confinements aux Etats-Unis. Les recettes des hôtels-casinos sont revenues au niveau de 2019, voire à un niveau supérieur, comme c'est le cas pour le MGM Las Vegas Strip. La bonne tenue de l'économie et la consommation sont également des variables importantes et il faudra surveiller l'impact des hausses de taux et de l'inflation sur les dépenses de loisirs des ménages.

Le tourisme post-covid n'a repris que récemment et prend du retard en Asie donc, même si un ralentissement économique est prévu, les chiffres pourraient quand même s'améliorer en 2023 par rapport à 2022. De plus, **les consommateurs semblent privilégier les dépenses de loisirs** (vacances, expériences)



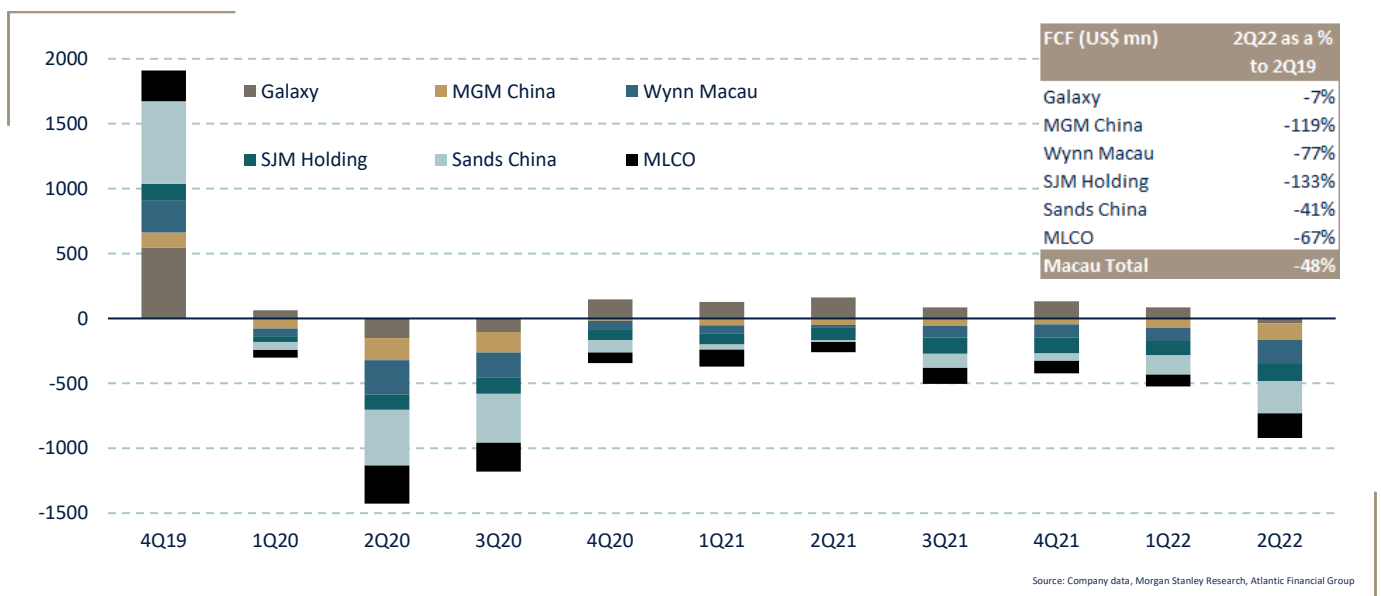
aux dépenses de biens durables (voitures, meubles ou téléviseurs). Enfin, **les conférences et voyages d'affaires, longtemps reportés, devraient également reprendre** leur rythme d'avant pandémie et soutenir l'industrie des casinos *land-based*.

Fig. 4 – La performance des casinos de Macau dépend de la santé économique de la Chine



Les entreprises présentes à Macau ont enregistré des FCF négatifs depuis le début de la pandémie de Covid-19. Seul Galaxy Entertainment semble sortir son épingle du jeu avec un FCF qui semble se rapprocher plus rapidement de ses niveaux de 2019 (cf. Fig. 5).

Fig. 5 – FCF des casinos à Macau depuis la pandémie de Covid-19





Dans l'ensemble, quand l'activité reprendra à Macau, les entreprises pourraient retrouver leur valorisation d'avant Covid-19, soit un FCF yield (Free Cash-Flow / capitalisation boursière) d'environ 7% qui sur cette base offre une capacité d'appréciation des titres de plus de 100% (cf. Fig. 6). Bien sûr **la performance des titres est sujette à la politique anti-Covid-19 de Xi Jinping et au risque de récession économique en Chine si la crise immobilière perdure.**

Fig. 6 – Potentiel d'appréciation des casinos présents à Macau

Valuation	FCF 2024	Target Yield	Implied Value	Implied Value per share	Stock price Up/downside
	US\$ mn	%	US\$ mn	Local ccy	%
Melco	786	8%	9 825	20,5	279%
Wynn Macau	785	8%	9 808	14,5	182%
SJM Holding	506	8%	6 326	7	150%
MGM China	429	8%	5 365	11	158%
Sands China	2693	7%	38 473	37	109%
Galaxy	2492	6%	41 535	74	71%
					158%

Source: Company data, Refinitiv, Morgan Stanley Research, Atlantic Financial Group

◆ Enfin, la réglementation serait un atout plutôt qu'un frein

L'industrie du jeu est réglementée au niveau national ou régional. De nombreux pays ont des réglementations pour les casinos terrestres qui ne sont pas appliquées aux jeux en ligne. Certains pays ont un monopole sur les jeux, dans lequel un seul opérateur est autorisé, tandis que d'autres ont établi des systèmes dans lesquels plusieurs opérateurs peuvent obtenir une licence pour proposer des jeux en ligne. Dans certains cas, les opérateurs de jeux titulaires d'une licence dans un pays proposent également des jeux dans d'autres pays.

Un nombre croissant de pays introduisent des réglementations nationales. Cela signifie que les opérateurs de jeux, et dans certains cas également les fournisseurs, doivent demander des licences spécifiques au pays (par exemple Macau), payer des taxes locales et être soumis à une surveillance nationale.

La réglementation est un facteur de croissance important pour le marché des casinos en ligne, car elle apporte davantage d'utilisateurs finaux potentiels et donne aux opérateurs de plus grandes possibilités de promouvoir le produit tout en érigeant des barrières à l'entrée pour les plus petits opérateurs.

Le périmètre devrait croître grâce à la régulation de nouveaux marchés tels que le Brésil, le Canada et les Pays-Bas. Les États-Unis représentent aujourd'hui la plus grande opportunité de croissance dans le secteur, avec un marché estimé à plus de 20 milliards de dollars d'ici 2025.

D'un autre côté, certains pays tentent de restreindre l'industrie des jeux d'argent. Malheureusement, les interdictions sont faites pour être contournées et les joueurs se déplacent... avec un accès facilité par les casinos en ligne et l'utilisation des cryptomonnaies. **Le régulateur va devoir encore s'adapter aux changements numériques mais l'histoire montre qu'une meilleure régulation pose des bases plus saines et pérennes pour ce type d'activité.**



Conclusion :

Le secteur des casinos terrestres souffrait déjà avant la pandémie de Covid-19 de l'émergence des casinos en ligne. Les leaders ont su s'adapter et proposent des expériences hybrides et de plus en plus divertissantes. Comme dans beaucoup d'autres secteurs, la pandémie a accéléré la tendance vers la numérisation de l'activité et a pu compenser les fermetures d'établissements. La réouverture des hôtels casinos devrait relancer tout un pan de cette économie basée sur le tourisme familial, d'affaires et l'événementiel. Le secteur apparaît endetté mais les bilans devraient se solidifier avec un apport neuf de cash-flow dès que l'activité aura recouvré un peu de normalité.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2022 Year-to-Date (%)	2021 (%)	2020 (%)
Equities							
World (MSCI)	597.6	36.19	-4.0%	-9.2%	-19.5%	19.0%	16.9%
USA (S&P 500)	3 873	37.72	-4.7%	-9.9%	-17.8%	28.7%	18.4%
USA (Dow Jones)	30 822	35.69	-4.1%	-9.4%	-13.9%	20.9%	9.7%
USA (Nasdaq)	11 448	37.91	-5.5%	-12.5%	-26.4%	22.2%	45.0%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	386.0	40.13	-2.4%	-8.0%	-17.0%	23.5%	0.8%
UK (FTSE 100)	7 237	41.98	-1.5%	-3.6%	0.9%	18.4%	-11.4%
Switzerland (SMI)	10 611	35.45	-2.7%	-4.7%	-15.4%	23.7%	4.3%
Japan (Nikkei)	27 568	43.37	-2.3%	-4.5%	-3.1%	6.7%	18.3%
Emerging (MSCI)	944	31.96	-2.6%	-6.7%	-21.3%	-2.3%	18.8%
Brasil (IBOVESPA)	109 280	47.29	-2.7%	-3.7%	4.3%	-11.9%	2.9%
Russia (MOEX)	2 435	64.02	0.4%	10.3%	-34.1%	21.9%	14.8%
India (SENSEX)	59 222	48.75	-1.6%	-1.6%	2.1%	23.2%	17.2%
China (CSI)	3 917	31.63	-3.9%	-5.7%	-18.8%	-3.5%	29.9%
Communication Serv. (MSCI World)	74.90	32.16	-5.4%	-12.3%	-31.5%	10.9%	24.2%
Consumer Discret. (MSCI World)	307.7	42.28	-3.7%	-9.0%	-24.3%	9.2%	37.0%
Consumer Staples (MSCI World)	254.4	32.76	-3.0%	-7.2%	-11.1%	11.7%	8.8%
Energy (MSCI World)	222.5	45.25	-2.4%	0.3%	22.6%	37.5%	-27.7%
Financials (MSCI World)	126.5	43.94	-2.3%	-6.3%	-13.7%	25.1%	-3.1%
Health Care (MSCI World)	318.3	41.20	-2.8%	-5.9%	-12.6%	18.0%	15.4%
Industrials (MSCI World)	260.7	33.56	-5.0%	-10.7%	-20.2%	16.6%	11.8%
Info. Tech. (MSCI World)	403.1	33.23	-5.7%	-14.4%	-29.3%	27.6%	46.2%
Materials (MSCI World)	285.2	37.12	-5.0%	-9.1%	-19.0%	15.4%	21.6%
Real Estate (MSCI World)	182.5	34.10	-4.6%	-9.6%	-20.4%	23.6%	-5.7%
Utilities (MSCI World)	155.3	40.03	-3.1%	-5.3%	-2.1%	11.1%	4.8%
Bonds (FTSE)							
USA (7-10 Yr)	3.45%	30.16	-0.9%	-4.5%	-12.7%	-2.4%	9.3%
Euro Area (7-10 Yr)	2.51%	31.03	-0.5%	-6.2%	-15.1%	-2.9%	4.5%
Germany (7-10 Yr)	1.76%	30.52	-0.4%	-5.3%	-13.2%	-2.7%	3.0%
UK (7-10 Yr)	3.14%	25.51	-0.3%	-7.5%	-14.6%	-4.9%	5.4%
Switzerland (7-10 Yr)	1.10%	29.56	-0.9%	-5.1%	-10.6%	-2.3%	0.4%
Japan (5-10 Yr)	0.26%	35.75	-0.1%	-0.9%	-1.3%	0.0%	-0.1%
Emerging (5-10 Yr)	7.96%	36.62	-2.0%	-2.8%	-19.7%	-2.3%	5.2%
USA (IG Corp.)	5.14%	32.43	-0.9%	-3.3%	-15.8%	-1.0%	9.9%
Euro Area (IG Corp.)	3.67%	30.78	-1.1%	-3.1%	-12.5%	-1.0%	2.8%
Emerging (IG Corp.)	7.83%	34.81	-0.7%	-1.5%	-16.4%	-3.0%	8.1%
USA (HY Corp.)	8.74%	34.96	-2.3%	-3.6%	-12.0%	5.3%	7.1%
Euro Area (HY Corp.)	7.56%	37.47	-1.1%	-2.6%	-11.8%	3.4%	2.3%
Emerging (HY Corp.)	11.35%	43.76	-1.8%	-1.2%	-16.4%	-3.2%	4.3%
World (Convertibles)	362.4	42.20	-1.9%	-4.4%	-17.3%	2.4%	38.8%
USA (Convertibles)	489.6	43.33	-2.2%	-4.5%	-17.4%	3.1%	54.5%
Euro Area (Convertibles)	3 485	30.50	-1.6%	-4.9%	-15.1%	-0.3%	6.1%
Switzerland (Convertibles)	170.1	23.37	-0.8%	-3.2%	-8.5%	-0.5%	0.5%
Japan (Convertibles)	199.4	61.07	0.2%	1.0%	-0.7%	3.3%	2.8%
Hedge Funds (Crédit Suisse)							
Hedge Funds Indus.	733	64.63	n.a.	0.5%	n.a.	8.2%	6.4%
Distressed	940	59.24	n.a.	1.7%	n.a.	12.5%	3.8%
Event Driven	763	54.18	n.a.	0.7%	n.a.	12.9%	7.0%
Fixed Income	384	57.77	n.a.	0.0%	n.a.	5.2%	3.6%
Global Macro	1469	79.16	n.a.	2.1%	n.a.	9.6%	6.5%
Long/Short	851	48.35	n.a.	-1.3%	n.a.	8.3%	7.9%
CTA's	407	76.66	n.a.	3.1%	n.a.	8.2%	1.9%
Market Neutral	287	57.81	n.a.	1.5%	n.a.	6.2%	1.7%
Multi-Strategy	694	58.49	n.a.	0.8%	n.a.	7.0%	5.6%
Volatility							
VIX	26.30	56.74	15.4%	33.6%	52.7%	-24.3%	65.1%
VSTOXX	26.43	52.15	6.2%	23.9%	37.2%	-17.6%	67.5%
Commodities							
Commodities (CRB)	568.7	n.a.	-0.6%	-3.9%	-1.7%	30.3%	10.5%
Gold (Troy Ounce)	1 666	32.90	-3.4%	-4.7%	-8.9%	-3.6%	25.1%
Oil (WTI, Barrel)	85.11	41.44	-3.0%	-1.6%	10.6%	58.7%	-20.5%
Oil (Brent, Barrel)	90.82	42.30	-0.8%	-1.7%	18.2%	51.4%	-23.0%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	110.01	61.78	1.5%	1.7%	15.0%	6.4%	-6.7%
EUR	0.9976	44.62	-1.4%	-0.6%	-12.3%	-7.5%	9.7%
JPY	143.33	35.81	-0.3%	-4.4%	-19.7%	-10.2%	5.1%
GBP	1.1386	31.40	-2.5%	-3.7%	-15.9%	-1.0%	3.1%
AUD	0.6689	38.25	-2.9%	-2.7%	-7.9%	-5.6%	9.6%
CAD	1.3303	32.91	-2.4%	-2.3%	-5.0%	0.7%	2.1%
CHF	0.9679	47.79	-1.5%	-0.9%	-5.7%	-3.0%	9.4%
CNY	7.0144	25.51	-1.3%	-2.8%	-9.4%	2.7%	6.7%
MXN	20.097	48.60	-1.3%	0.4%	2.2%	-3.0%	-5.0%
EM (Emerging Index)	1 615.7	26.11	-1.0%	-2.7%	-6.8%	0.9%	3.3%

Source: Bloomberg, Atlantic Financial Group

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Atlantic Financial Group (ci-après "Atlantic"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Atlantic, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Atlantic ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Atlantic ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Atlantic se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Atlantic peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Atlantic.