

4 décembre 2023

Casinos de Macao: Reprise, Repositionnement, Rachats et Réaffectation



Alors que nous examinons l'impact de la réouverture de la Chine sur le marché obligataire cette année, l'un des principaux gagnants a été le secteur du jeu à Macao, car les obligations de ce secteur ont surperformé le marché asiatique à haut rendement (HY) dans son ensemble, au point de devenir l'un des plus importants composants de l'indice asiatique HY. En effet, tandis que le marché asiatique HY enregistrait un rendement total négatif de -1,6% au cours des dix premiers mois de l'année (selon les indices Barclays), le segment du jeu à Macao affichait un gain de +4,8% sur la même période.

En octobre 2022, cette performance exceptionnelle n'était certainement pas facile à prévoir, car le secteur faisait face à une série de vents contraires. En plus de l'incertitude quant à la rapidité avec laquelle la Chine sortirait de ses politiques radicales de lutte contre le Covid et à quelle vitesse elle retrouverait ses niveaux d'avant-Covid, l'impact des déboires du secteur immobilier se faisait déjà fortement ressentir sur la confiance des consommateurs. De plus, le gouvernement chinois avait lancé une vaste répression des

opérateurs de type « junket » (c'est-à-dire les intermédiaires qui facilitent les jeux d'argent pour les clients chinois fortunés), au détriment du secteur. De plus, subsistait également une importante absence de clarté concernant le renouvellement des licences qui arrivaient à expiration à la fin de l'année dernière. Cette incertitude résultait des mesures agressives et imprévisibles prises en 2022 par les autorités chinoises à l'encontre de nombreux secteurs jugés socialement sensibles.

Au quatrième trimestre de 2022, les obligations émises par les opérateurs de casinos à Macao ont atteint un plus bas pluriannuel, le marché intégrant toutes les incertitudes qui auraient pu avoir un impact négatif sur les chiffres du tourisme à Macao. Ces mesures pouvaient impacter le profil de crédit des exploitants de casinos qui sont pour la plupart relativement endettés. Cependant, bien que l'année 2023 ait jusqu'à présent été marquée par une reprise hésitante de l'économie chinoise qui a largement déçu les investisseurs, les obligations HY du secteur du jeu à Macao ont été parmi les rares à évoluer à contre-courant, les exploitants de casinos reconstruisant rapidement leurs matelas de liquidité tout en améliorant positivement leur image dès la levée des restrictions liées au Covid.

Initialement stimulés par l'attribution de nouvelles concessions de 10 ans aux six exploitants de casinos existants en novembre 2022 (à savoir SJM Holdings, Sands China, Wynn Macau, Melco Resorts, MGM China et Galaxy Entertainment), ces exploitants ont enregistré des reprises plus rapides que prévu de leurs revenus bruts de jeux (GGR), se traduisant par des améliorations rapides de l'EBITDA et de leur trésorerie. Selon le bureau des jeux de Macao, le GGR total de Macao pour les dix premiers mois de 2023 s'est élevé à 148,45 milliards de MOP (18,45 milliards de dollars américains), soit 60,2% des chiffres enregistrés en 2019 avant le COVID. Il s'agit d'une amélioration significative par rapport aux chiffres de GGR de 2020-22. En d'autres termes, les exploitants de casinos retrouvent progressivement la normale.

De plus, les opérateurs de jeux à Macao ont commencé à stimuler leurs revenus non liés au jeu en élargissant le segment grand public et en faisant évoluer leurs business modèles au-delà du simple jeu. C'était une condition posée par les régulateurs de Macao lors du renouvellement des licences d'exploitation, et cela reflétait probablement la volonté du gouvernement chinois. Des exemples incluent MGM s'engageant à investir 16,7 milliards de MOP (2,1 milliards de dollars américains) pour construire un parc à thème high-tech et un musée d'art.

Au niveau de la gestion de leur bilan, les exploitants de jeux sont également devenus plus actifs. Récemment, nous avons vu l'opérateur local Studio City racheter 100 millions de dollars de ses obligations par le biais d'une offre publique, signe que la reprise du secteur du jeu est bien engagée.

En combinant tous les développements susmentionnés, on s'attend à ce que le secteur du jeu à Macao bénéficie d'une réaffectation progressive des fonds d'investissements loin du secteur immobilier chinois HY. Le jeu à Macao constitue désormais un segment majeur du pool d'obligations investissables au sein de l'univers asiatique HY. Compte tenu des troubles persistants dans le secteur immobilier chinois qui ont entraîné une réduction significative de sa taille relative et de son poids dans les indices de référence, le secteur du jeu à Macao a vu sa propre pondération dans les indices augmenter de manière significative. En termes de valeur de marché, les obligations HY du secteur du jeu à Macao représentent désormais 10% de l'indice Bloomberg des obligations HY asiatique, tandis que le poids du secteur des obligations immobilières HY chinoises n'est plus que de 4%.

Nous pensons que la pondération du secteur du jeu à Macao dans les indices d'obligations HY va probablement augmenter encore davantage, étant l'un des rares secteurs en Chine pouvant mobiliser divers canaux de financement. Étant exposé à cette classe d'actifs, le secteur du jeu à Macao nécessite certainement notre surveillance constante.



The information contained herein is issued by JK Capital Management Limited. To the best of its knowledge and belief, JK Capital Management Limited considers the information contained herein is accurate as at the date of publication. However, no warranty is given on the accuracy, adequacy or completeness of the information. Neither JK Capital Management Limited, nor its affiliates, directors and employees assumes any liabilities (including any third party liability) in respect of any errors or omissions on this report. Under no circumstances should this information or any part of it be copied, reproduced or redistributed.