



VESTATHENA

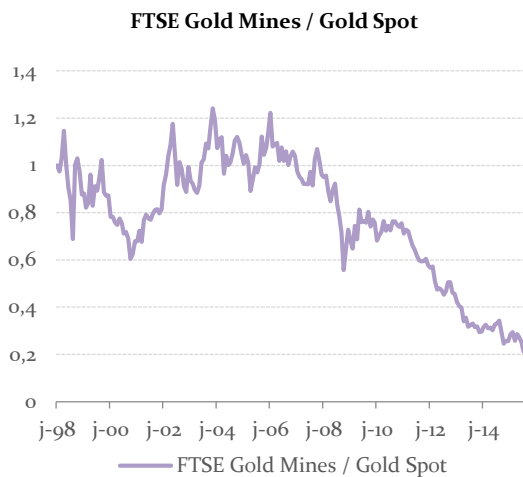
L'audace de patienter, la sagesse d'oser



Lettre Mensuelle – Septembre 2015

Faites une place aux sociétés aurifères !

Les turbulences déclenchées par la dévaluation de la monnaie chinoise ont provoqué au cours du mois d'août 2015 un faible rebond du prix de l'or et des sociétés aurifères. Pourtant, depuis son plus haut en septembre 2011, l'indice FTSE Gold Mines TR a non seulement perdu 80% de sa valeur (en USD) mais la valeur des sociétés minières a également plongé par rapport au prix de l'or.



Source : Bloomberg

Le sentiment d'abandon qui transparaît de ces niveaux de valorisation nous semble ignorer non seulement les caractéristiques fondamentales de ces sociétés mais aussi les profondes transformations que certaines sociétés ont engagées depuis quelques années. Il est vrai que les abus de l'industrie dans le passé ont laissé des séquelles... Course au volume et non à la rentabilité, acquisitions à outrance, endettement et rémunérations excessifs, gouvernance médiocre : l'industrie a la réputation sulfureuse de littéralement « brûler du cash ».

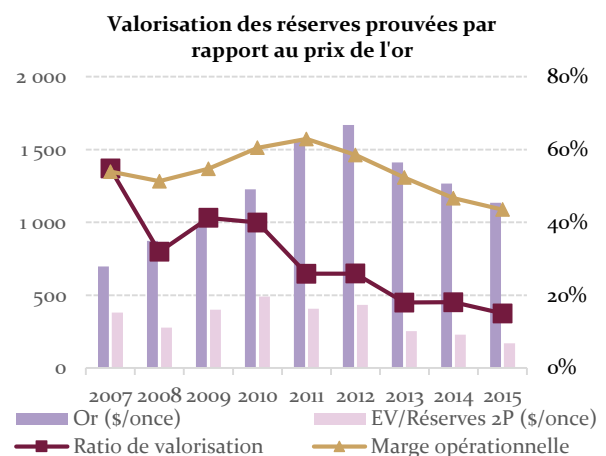
Où en sont les sociétés aurifères aujourd'hui ?

Nous rencontrons des équipes dirigeantes de sociétés minières toutes les semaines : si l'ensemble de l'industrie n'a pas fait son mea culpa, certains opérateurs concentrent désormais leur attention sur des actifs de qualité au fort potentiel de croissance, sur l'optimisation des coûts de production et des coûts de structure, sur l'assainissement des bilans et la génération de flux de trésorerie, y compris dans un environnement de

prix des métaux sous-jacents durablement faibles. L'exploitation minière nécessite de lourds investissements qui confèrent aux sociétés une base de coûts fixes importante. Au cours actuel de l'or, de nombreuses sociétés sont à leur point mort, ce qui explique les fortes baisses de ces titres au moindre décrochage du cours de l'or. Ces points morts sont en train de baisser pour un certain nombre d'opérateurs, comme le montrent les perspectives de croissance du FCF yield : Goldcorp, l'un des producteurs majeurs du secteur, présente un FCF yield d'environ 1% pour 2015 et des perspectives à 7% pour 2016 et 2017 au cours actuel de l'or.

Comment sont valorisées leurs réserves ?

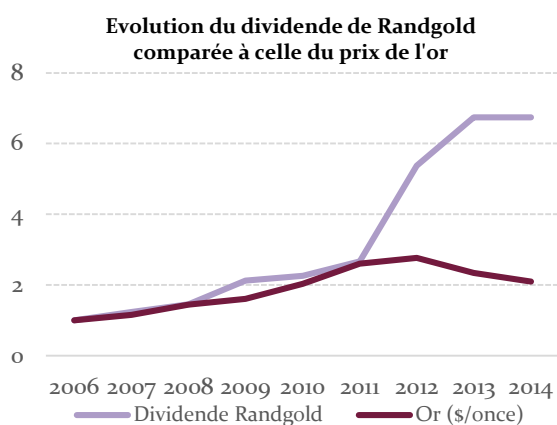
En outre, les caractéristiques géologiques des métaux précieux rendent l'estimation totale des réserves difficile et offrent aux sociétés un potentiel d'exploration et d'expansion important au cours de la vie de l'actif. Sur un échantillon représentatif de producteurs aurifères, les réserves prouvées sont valorisées fin 2010 à 40% du prix de l'or. A fin août 2015 elles sont valorisées à peine à 15% du prix de l'or, soit une baisse de 62%, alors que les marges opérationnelles ont elles baissé de 28% en raison de teneurs plus faibles. Non seulement l'optionnalité de découvertes supplémentaires n'est pas du tout prise en compte dans les cours, mais la valorisation des réserves bien présentes dans le sol a plongé !



Source : TD Securities, Vestathena

De l'or avec un rendement

Enfin, à la différence d'un investissement direct dans les métaux sous-jacents, une société minière présente des perspectives de rendement : création de valeur économique et versement de dividendes. Des gains de productivité sont possibles en fonction des choix réalisés sur le plan minier, le traitement métallurgique du minerai ou la logistique de la production au niveau de l'usine. La qualité du management est déterminante pour faire ces choix et une équipe technique compétente crée de la valeur autour d'un actif s'il est de qualité. Avec la création de flux de trésorerie, une croissance du dividende est attendue pour certains titres, à l'exemple de celui de Randgold dont l'évolution dépasse nettement celle du prix de l'or depuis sa mise en place en 2006.



Source : BMO, Vestathena

« L'expertise et la discipline créent plus de valeur dans le monde physique complexe des ressources naturelles que dans l'univers hautement efficient des marchés financiers spécialisés dans les matières premières¹ »

Dans un environnement aussi contrasté et volatile que celui des métaux précieux actuellement, savoir sélectionner les sociétés qui créent de la valeur devient donc indispensable.

Nous pensons que seules une gestion active et une analyse fondamentale des valeurs permettent de dénicher ces « pépites ». La construction dynamique du portefeuille est essentielle pour maintenir une diversification des profils des sociétés et profiter pleinement de la décote offerte aujourd'hui par cette classe d'actifs.

Lettre rédigée le 9 septembre 2015

Adrienne Horel-Pagès, CFA

Gérante du fonds actions Internationales AMBRE
« De l'exploration à la gestion de pépites »

¹ David Swensen dans *Gestion de portefeuilles institutionnels, une approche non conventionnelle de la gestion de portefeuilles institutionnels* (2009)

VESTATHENA

Société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP-14000019 en date du 30/06/2014

SAS au capital de 4 200 000 € - RCS 802985960

Siège Social : 65 Rue de Monceau – 75008 PARIS

www.vestathena.com

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Ce document est la propriété intellectuelle de Vestathena. Toute reproduction ou transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Vestathena. Ce document repose sur des informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables mais ne sauraient engager la responsabilité de Vestathena. Vestathena met tout en œuvre pour vérifier les informations fournies mais aucune garantie ne peut être donnée quant à leur exactitude. Les opinions exprimées dans ce rapport sont celles du gestionnaire du fonds au moment de la préparation du document. Elles sont susceptibles d'évoluer et ne constituent pas une recommandation d'investissement.