

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO

21 février 2013

## Marchés : 300 mines d'or pour moins de 50% d'Apple. Deal ?

L'année 2013 verra un renversement de tendance favorable aux mines d'or grâce à des stratégies plus efficaces en matière de résultats opérationnels et des valorisations attrayantes

### Points clés

- Les minutes du dernier FOMC meeting n'annoncent pas la fin du QE
- Le pessimisme actuel extrême sur l'or et les mines d'or constitue une opportunité de positionnement à long terme
- Les fondamentaux restent en faveur d'une poursuite de la tendance haussière de l'or
- Les mines d'or ont souffert d'une conjonction exceptionnelle de facteurs en 2012
- Surperformance probable des mines d'or en 2013
- Changement de stratégie des « management » orientées vers l'amélioration des résultats opérationnels
- Valorisations historiques exceptionnelles

### Le pessimisme actuel extrême sur l'or et les mines d'or constitue une opportunité d'investissement à long terme

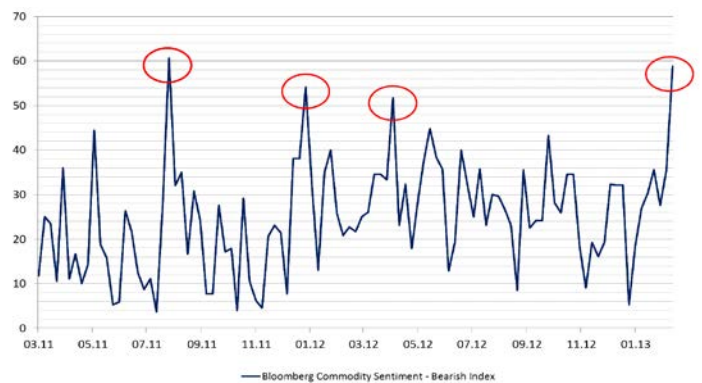
L'augmentation de l'appétit pour le risque des investisseurs au cours des derniers six mois a interrompu momentanément la progression de l'or.

La publication des minutes de la dernière réunion du FOMC a exacerbé la tendance à court terme et poussé les cours en-dessous du niveau de 1600, vers le bas de la zone de consolidation des 20 derniers mois.

Le pessimisme des investisseurs atteint à nouveau en février 2013 des niveaux extrêmes, similaires à ceux observés avant la phase de hausse de l'or de juillet et décembre 2011 et mai 2012.

Dans les trois cas précédents, les cours de l'or se situaient entre 1500 et 1600, soit dans la partie basse de ce qui apparaît clairement aujourd'hui comme une longue phase de consolidation horizontale dans laquelle évoluent pour l'instant les cours du métal jaune.

### Indicateur de sentiment Bloomberg – Bearish Index



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### Evolution des cours de l'or (2011-2012)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La hausse des cours de l'or avait été de +18% en moyenne lors des phases ultérieures de reprise. Peut-on espérer cette fois un rebond rapide des cours de l'or vers 1800 ?

**Une remontée des cours de l'or nous semble effectivement possible ces prochaines semaines.**

La publication des minutes de la FED du 29-30 janvier a poussé les cours de l'or à la baisse ces derniers jours en raison des avis divergents exprimés sur la nécessité de poursuivre le programme d'achat d'actifs au même rythme. Cet élément ne constitue pas à notre avis un facteur nouveau, puisque nous avons déjà évoqué dans nos colonnes les différences de points de vue existant au sein du FOMC.

**Nous ne pensons pas que la Banque centrale américaine décidera prochainement de modifier radicalement sa politique de rachat de 85 milliards de dollars par mois d'actifs.**

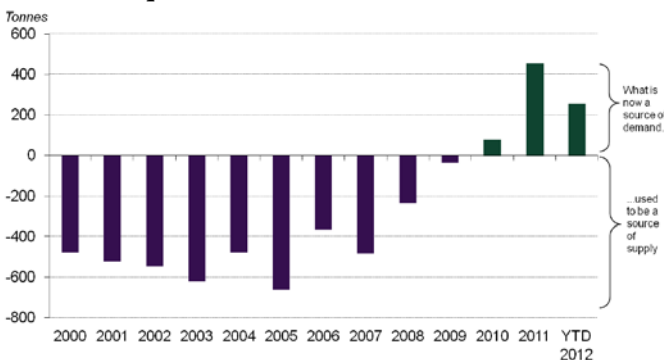
La remontée des taux d'intérêt à long terme déjà observée depuis plusieurs mois aux Etats-Unis est considérée comme un risque que la FED veut éviter. Les rachats de dette gouvernementale et d'actifs ne devraient donc pas s'interrompre brutalement, mais plutôt se réduire progressivement. Les marchés ont donc certainement surréagi à cette information au moment où la hausse des marchés actions commençait à s'essouffler après une progression de plusieurs mois.

**Les fondamentaux restent en faveur d'une poursuite de la tendance haussière de l'or**

**Les banques centrales poursuivront en 2013 leurs politiques expansives et leurs programmes de rachat de dette gouvernementale et d'actifs.**

Les banques centrales des marchés émergents et la Chine en particulier poursuivront leur processus de diversification de réserves.

**Les banques centrales soutiennent la demande**



Sources : Thomson Reuters GFMS, World Gold Council

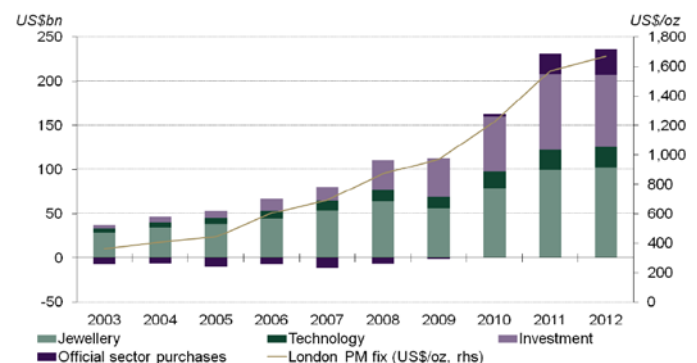
La demande d'or physique pour satisfaire la consommation et l'industrie devrait se poursuivre, la Chine et l'Inde représentent une proportion grandissante de la demande mondiale.

La demande d'investissement progressera également, notamment dans l'optique où les taux d'intérêt réels resteraient bas ou négatifs. Les risques de remontée des anticipations inflationnistes et le besoin de diversification dans les portefeuilles des investisseurs resteront importants.

La production d'or annuelle en 2012 était de 4'453 tonnes, en légère baisse par rapport à 2011, tandis que la demande diminuait légèrement aussi à 4'405 tonnes.

Les mines d'or ont de grandes difficultés à augmenter leur production et font face à des hausses de coûts importantes, qui devraient limiter à l'avenir leur capacité d'approvisionnement de la demande. Une nouvelle hausse de la demande d'or en 2013 supérieure à la hausse de la production pourrait de ce fait provoquer une remontée des cours.

**Evolution de la demande d'or (2003-2012)**

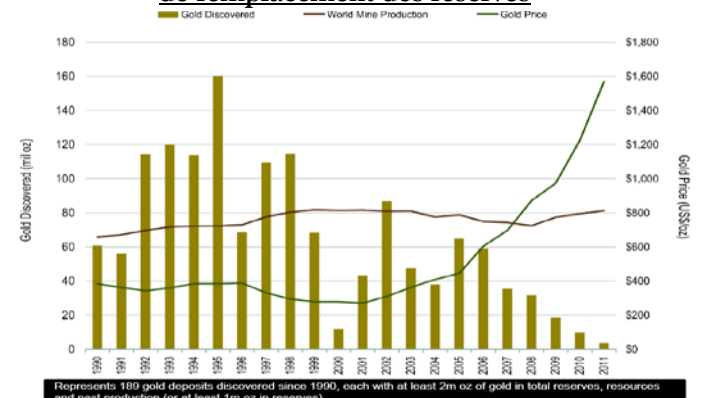


Sources : LBMA, Thomson Reuters GFMS, World Gold Council

La production d'or est restée relativement constante au cours des deux dernières décennies, mais les découvertes de nouveaux gisements diminuent régulièrement.

Les producteurs d'or n'ont donc que très peu de chances d'accroître significativement leur niveau de production. Cette situation est favorable à une poursuite de la progression des cours de l'or.

**Nouvelles découvertes d'or – production et capacité de remplacement des réserves**



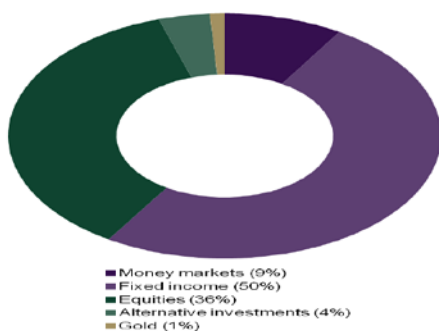
Sources : Metal Economics Group

La demande d'investissement en ETF devrait encore croître en période de reprise conjoncturelle et de hausse des risques de monétisation des dettes gouvernementales.

La totalité des stocks d'or produits et détenus en mains privées est évaluée à environ 32'000 tonnes en 2011.

La taille des marchés financiers est évaluée à 152 trillions de dollars en 2011. La proportion d'or correspondante est donc d'à peine 1% de la valeur totale des actifs financiers. Un investisseur moyen détiendrait donc seulement 1% de son portefeuille financier en or.

### Part des différentes classes d'actifs



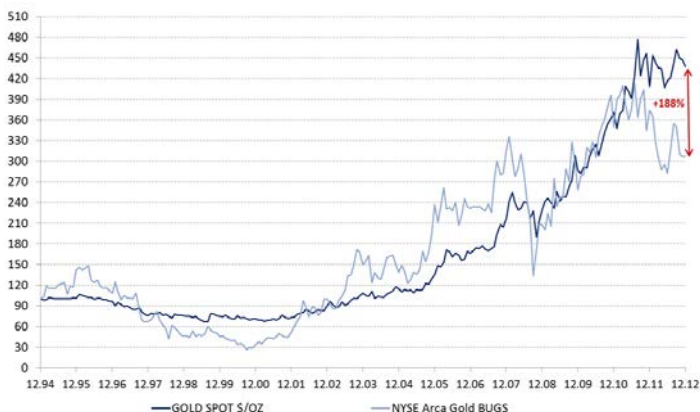
Sources : BIS, Bloomberg, JP Morgan, Prequin, Thomson Reuters GFMS, World Federation of Exchanges, World Gold Council

### Les mines d'or devraient à nouveau surperformer les cours de l'or

L'indice des mines d'or US (NYSE Arca Gold Bugs Index) a historiquement toujours surperformé les cours de l'or en phase de hausse, et subi des corrections plus importantes en période de correction du métal jaune.

La période 2011-2012 est de ce point de vue atypique en raison essentiellement d'une augmentation dramatique des investissements et coûts de production en 2011-12.

### Performance relative des mines d'or



Sources : Bloomberg, BBGI Group Sa

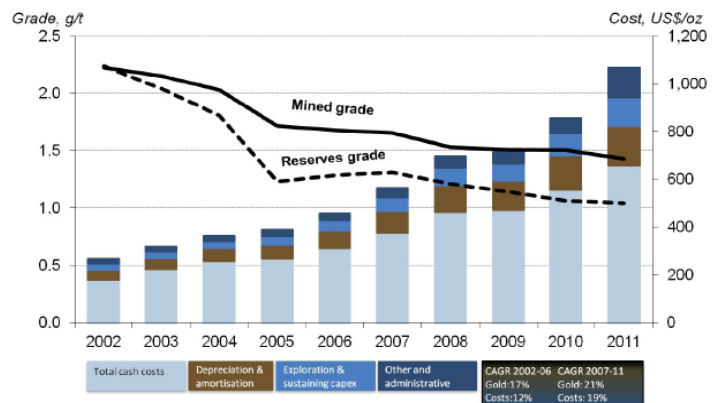
Nous anticipons un retour à la normale dans les prochains trimestres, motivé par un changement de stratégie des sociétés minières et par une redécouverte des fondamentaux de ce secteur par les investisseurs.

Une reprise de la performance relative positive des mines d'or devrait permettre de combler en partie l'écart de performance enregistré ces derniers trimestres.

La marge de progression est très importante, puisque l'écart de performance constitué entre 2011 et 2012 ne serait comblé que par une hausse de 188% des mines d'or, pour un prix de l'or constant.

### Changement de stratégie et valorisations très attrayantes en comparaison historique

Selon Mc Kinsey, les coûts de production ont bondi de 16%/an entre 2001 et 2011, dont 10% provenaient des salaires et « contractor fees », les 6% restants provenant d'une diminution de la teneur en or des gisements. Entre 2006 et 2011, en raison de la taille, de la complexité et du nombre de projet de développement, les sociétés ont fait face à une pénurie de compétences techniques qui a engendré une hausse des coûts.



Sources : Franco-Nevada, GFMS Mine Economics, LBMA, World Gold Council, UBS

Les sociétés minières sont toutes conscientes de cette problématique. Elles ont renforcé leurs programmes de réduction des coûts, et en particulier de leurs investissements. Les dépenses d'investissement ont donc certainement atteint leur sommet en 2012.

Après une diminution de la production d'environ -1% en 2012, l'année 2013 devrait voir une hausse de la production consécutive aux investissements réalisés ces dernières années.

Un effet positif sur la rentabilité devrait donc apparaître.

Dans un contexte de résultats opérationnels plus difficiles, les investisseurs ont privilégié les ETF pour participer à la hausse de l'or et ont donc délaissé à court terme les sociétés aurifères.

Du côté des valorisations, les mines d'or se traitent historiquement sur la base des cash flows escomptés sur la durée de vie des gisements. Si à certaines périodes elles ont été valorisées à environ deux fois leur valeur actuelle nette (VAN), aujourd'hui, les sociétés aurifères se traitent en-dessous de leur VAN. En valorisation relative à l'or physique, elles se traitent à leur plus bas niveau des 20 dernières années. La valorisation en termes de prix par rapport au cash-flow (PCF) est aussi extrêmement basse. En comparaison avec les autres sociétés minières, les mines d'or présentent aussi une valorisation relative historiquement basse.

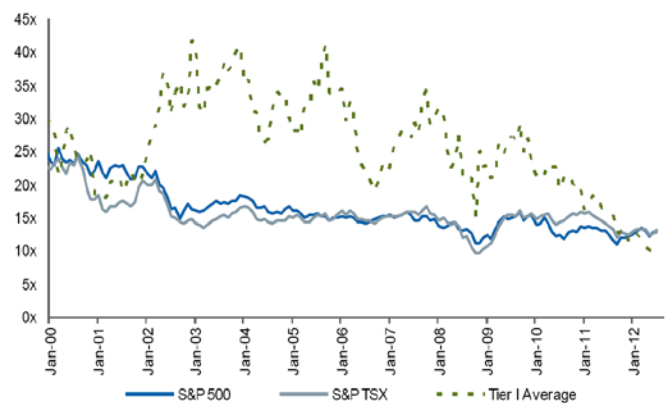
Les valorisations actuelles et le changement de stratégie des sociétés devraient provoquer un nouvel intérêt des investisseurs et un rééquilibrage de leurs placements en ETF vers les titres aurifères.

Nous estimons que les sociétés seront capables en 2013 de surprendre positivement les analystes grâce à des stratégies plus efficaces en matière de gestion des coûts et de réallocation de capital.

Elles devraient se concentrer sur l'exploitation des mines les plus productives et reporter la mise en œuvre de projets intensifs en capital pour privilégier aussi des stratégies de versement de dividendes plus élevés ou de rachat de titres.

En termes de ratio cours/bénéfice (PE), les sociétés aurifères nord-américaines (Tiers I & II) se traitent désormais en-dessous du ratio cours/bénéfice de l'indice S&P500 et de celui de la bourse de Toronto pour la première fois depuis l'an 2000.

### Valorisation relative des sociétés aurifères en Amérique du Nord vs SP500 et TSX



Sources : RBS Capital Markets Quantitative Research

**La capitalisation boursière des sociétés aurifères dans le monde représente à peine 50% de la capitalisation d'Apple**

Comparaison n'est pas raison, mais il est intéressant de relever que la totalité des réserves d'or encore inexploitées dans le monde détenue par près de 300 sociétés aurifères internationale n'est valorisée qu'à 236 milliards de USD.

La société Apple conserve encore une capitalisation boursière de 418 milliards de USD, malgré une chute de -37% de son cours. Certes la montagne de Iphone, Ipad et autres objets de consommation électronique « indispensables en 2013 » produite par la marque à la pomme serait considérablement plus impressionnante que celle représentée par l'or extrait de ces 300 sociétés, mais l'investisseur rationnel ne devrait pas hésiter longtemps avant de choisir son camp.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux :

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

*Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.*

**BBGI Group**  
Rue Sigismond Thalberg no 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch