

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO



25 juillet 2013

Or à 1'500\$! Argent à 23\$ = Hausse des mines or/argent de +50%

Valorisations exceptionnelles. Ratios cours/NAV au niveau des « bulls markets » de 2000 et 2008. Sensibilité de 30-40% en cas de hausse +10% or/argent. Retour de la surperformance.

Points clés

- Saisonnalité positive en août/septembre de +15% pour l'or et +25% pour les mines
- Réactions positives des métaux précieux (+10%) au retour du QE et de l'inflation
- Les ventes d'or (810t. 30% de l'offre annuelle) d'ETF et du Comex ne se reproduiront pas
- Retour de la surperformance des mines
- Ratio Cours/NAV inférieur à 1, historiquement exceptionnel, à long terme entre 1 et 3
- Cours de l'or inférieur aux « all-in sustaining costs » suggère un changement structurel favorable à la hausse des cours
- Réserves d'or inférieures à 8 années de production
- Hausse de +50% si l'or revient à 1'500\$

La hausse récente de l'or et de l'argent profite au secteur minier qui surperforme à nouveau sur une période de trois mois

Depuis le début de l'été, les métaux précieux semblent enfin mieux orientés. Il est vrai que la saisonnalité est positive en août et septembre selon une étude réalisée par BofA depuis 2001. Mais c'est avant tout le changement d'appréciation du président de la Fed sur la conjoncture et la nécessité de maintenir le QE3 qui supporte pour l'instant le renversement de tendance des cours de l'or et de l'argent.

La reprise des achats en Inde notamment avant l'automne et la période des mariages et des festivals a historiquement soutenu la demande et la saisonnalité en juillet, août et septembre. **La hausse moyenne sur l'or était de +15.3% et +25% sur les mines d'or canadiennes entre 2001 et 2012 durant cette période spécifique.**

Cette saisonnalité semble déjà se concrétiser à nouveau en 2013 si on en juge par l'évolution récente des cours des métaux précieux et des mines d'or en hausse depuis le 27 juin.

Rallye d'été - Or et mines (TSX Global Gold Index)

Year	Start Date	Gold Price	End Date	Gold Price	% Change Gold Price	Start Date	Index	End Date	Index	% Change Index
2001	Jul 30	265.25	Sep 28	293.25	10.6%	Jul 05	117.9	Oct 01	150.4	27.6%
2002	Jul 29	302.55	Sep 24	326.15	7.8%	Jul 26	140.7	Sep 12	205.2	45.8%
2003	Jul 16	343.55	Sep 24	388.85	13.2%	Jul 16	163.0	Sep 23	205.7	26.2%
2004	Aug 12	393.75	Nov 22	448.94	14.0%	Aug 12	181.4	Nov 22	229.6	26.6%
2005	Jul 14	419.60	Sep 21	472.35	12.6%	Jul 18	190.8	Sep 16	225.9	18.4%
2006	Jun 14	559.75	Aug 09	650.03	16.1%	Jun 13	251.5	Sep 05	328.8	30.7%
2007	Jun 12	647.25	Sep 20	733.26	13.3%	Jun 26	283.6	Sep 20	311.2	18.1%
2008	Aug 15	785.50	Oct 09	913.25	16.3%	Aug 14	257.4	Sep 22	292.1	13.5%
2009	Jul 08	909.50	Oct 13	1,064.30	17.0%	Jul 29	290.4	Sep 16	354.9	22.2%
2010	Jul 27	1,157.00	Nov 09	1,392.90	20.4%	Jul 27	339.7	Nov 09	413.8	21.8%
2011	Jul 01	1,487.78	Sep 05	1,900.23	27.7%	Jun 16	353.7	Sep 08	449.5	27.1%
2012	Jul 12	1,556.00	Oct 04	1,790.40	15.1%	Jul 23	277.7	Sep 19	353.2	27.2%
2013	Jun 27	1,200.65								
Average (01-12)					864.49	15.3%			293.4	25.4%

Source: Bloomberg, BofA Merrill Lynch Global Research

Mais si la saisonnalité positive pour l'or et les mines est souvent expliquée par des raisons fondamentales liées à l'augmentation de la demande en Inde, le mouvement récent nous semble cette année plutôt induit par un changement fondamental dans le sentiment des investisseurs, qui intervient après une chute importante des cours. La relance quantitative probable (QE3) et l'apparition d'une inflation liée à la hausse des prix du pétrole devraient, s'ils se confirment, soutenir une progression durable de la hausse récente.

L'or et l'argent ont en effet réagi positivement aux derniers commentaires du président de la Fed concernant le maintien du QE3 et se retrouvent désormais en hausse de +12% et +10% depuis les points bas atteints le 27 juin.

Cette hausse est la plus forte observée depuis 2011 et pourrait bien être le début de la nouvelle tendance haussière durable pour les métaux précieux et les mines d'or après deux années de consolidation douloureuse.

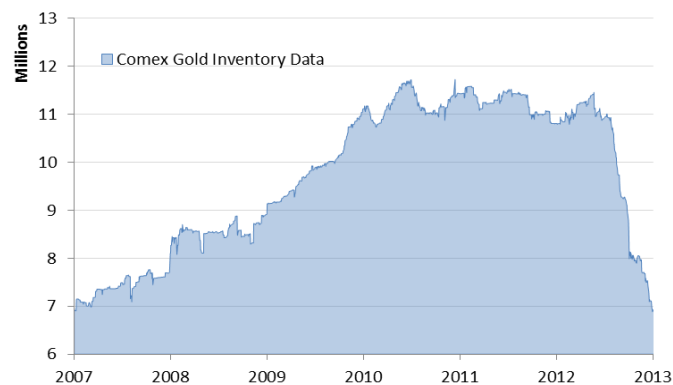
La saisonnalité viendra sans doute renforcer les éléments fondamentaux déjà évoqués dans nos analyses hebdomadaires précédentes, mais à court terme, c'est surtout le renversement des positions spéculatives des

« hedge funds » notamment (aujourd'hui au plus haut de la spéculation négative sur l'or depuis le début du cycle haussier) et l'épuisement très probable des ventes d'ETF investis en or physique (**représentant près de 660 tonnes d'or depuis le début de l'année**), qui devraient conjointement permettre une remontée significative des cours de l'or, de l'argent et des mines.

L'échéance des futures sur l'or en fin de mois pourrait provoquer de nouvelles surprises, si l'on considère que les stocks d'or physique détenus par les banques du Comex, en réserve pour assurer la livraison aux contreparties qui souhaiteraient exercer leur droit d'obtenir le règlement de leur contrat à terme « long » par une livraison physique à l'échéance, sont désormais inférieurs à ce qu'ils étaient avant la faillite de Lehman Brothers.

En effet, la totalité de l'or physique des banques du Comex a chuté de 11.7 mios. d'onces en 2001 à seulement 6.9 mios. d'onces en juillet 2013. Elles détenaient en 2011 près de 363 tonnes d'or et ne peuvent désormais plus compter que sur des réserves estimées à 213 tonnes. **Cette diminution de 150 tonnes, soit 41% des réserves d'or du Comex, s'est produite en seulement 4 mois, tandis que le nombre des « Non Commercial Long Contracts Futures » ne déclinaient que de 22% et restaient équivalents à ceux de juillet-août 2012.** Elle concernait initialement presque exclusivement les stocks détenus par JP Morgan, dont la taille a littéralement fondu de 2.8 mios. d'onces à 436'000 onces en six mois. Une diminution de 85% de ses réserves, soit environ 73 tonnes. Les stocks de Scotia Mocatta avaient aussi diminué de 4 mios. d'onces à 2.8 mios. entre février et avril avant de se stabiliser (37 tonnes). Schéma similaire pour HSBC, dont les stocks ont aussi fondu de 4.2 mios. à 3.2 mios d'onces (31 tonnes). Finalement, les réserves de la Brinks auraient plongé de 570'000 onces à seulement 257'000 onces, soit -55% et 10 tonnes d'or, entre le 3 et le 10 juillet.

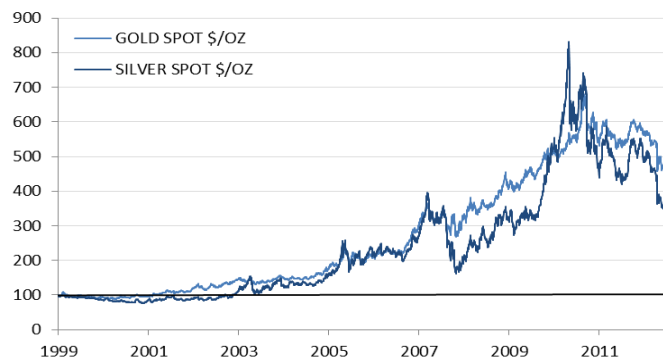
Chute des stocks d'or au Comex



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le marché de l'or physique a donc du absorber en quelques mois l'équivalent de 660 tonnes de ventes d'ETF et de 150 tonnes de réduction des stocks au Comex. Ces ventes massives ont naturellement impacté les cours de l'or. Mais ce courant vendeur exceptionnel devrait donc se tarir et permettre aux mines d'or de retrouver un marché plus stable.

Performance de l'or et de l'argent (1999-2013)



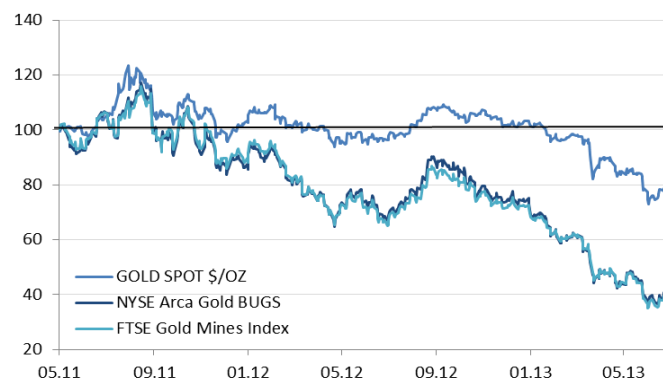
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Par ailleurs, la performance annualisée après la correction de ces deux dernières années de l'or (-38%) et de l'argent (-63%) est maintenant de respectivement +11.7%/an et +10%/an.

Le retour de la surperformance des mines d'or

Les mines d'or et d'argent réagissent enfin positivement à ces développements et surperforment les cours de l'or pour la première fois depuis l'été 2012, une tendance qui pourrait bien s'amplifier compte tenu de la très forte sous performance globale enregistrée au cours de ces deux dernières années.

Performance relative des mines d'or (2011-2013)

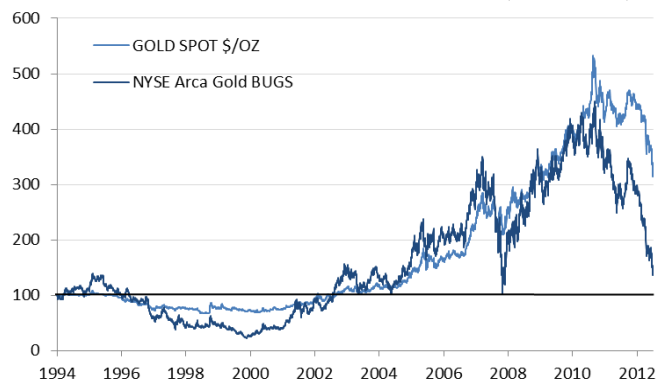


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Depuis un mois, la surperformance globale de +16% ne change pas encore dramatiquement la comparaison toujours favorable à l'or sur trois ans. Mais relevons qu'historiquement, à l'exception de la période couvrant la dernière phase d'accélération à la hausse de l'or en 2011,

les mines d'or américaines ont toujours largement surperformé l'or physique en période de hausse et évidemment subi plus fortement les corrections induites par la baisse des cours du métal jaune.

Performance de l'or et des mines d'or (1995-2013)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le marché de l'or a donc absorbé des liquidations par les ETF et les banques du Comex de 810 tonnes d'or en quelques mois, correspondant à 30% de la production annuelle totale des mines d'or estimée à 2'900 tonnes pour 2013. Le choc a été absorbé au prix d'une baisse des cours similaires pour l'or à celle observée en 2008 avant que l'or et les mines ne reprennent leur tendance haussière. Mais les mines ont par contre beaucoup plus souffert de ce déclin en raison notamment d'une augmentation de leurs coûts de production.

Valorisation historiquement attrayantes de mines d'or selon le ratio cours/NAV

Le ratio cours/NAV des mines d'or nord-américaines est à nouveau extrêmement bas pour la plupart des producteurs. Entre 1993 et 2013, ce ratio a oscillé entre 1 et 3 avec une valeur moyenne de 2. Ce ratio n'est descendu à 1 qu'à trois reprises. Tout d'abord au tout début du « bull market » pour l'or et les mines en 2000, puis après la chute de -35% des cours de l'or dans la période du crash des marchés en 2008, puis finalement aujourd'hui avec la forte correction observée depuis quelques mois.

Clairement la valorisation des mines d'or et d'argent nous semble historiquement très bon marché selon cette mesure d'évaluation. Au niveau actuel, les mines sont donc particulièrement attrayantes.

Rappelons que le calcul de la NAV reste un exercice particulièrement difficile puisqu'il implique une évaluation détaillée des cash flows futures qui seront ensuite escomptés selon un taux d'intérêt approprié prenant en considération la situation géopolitique, les

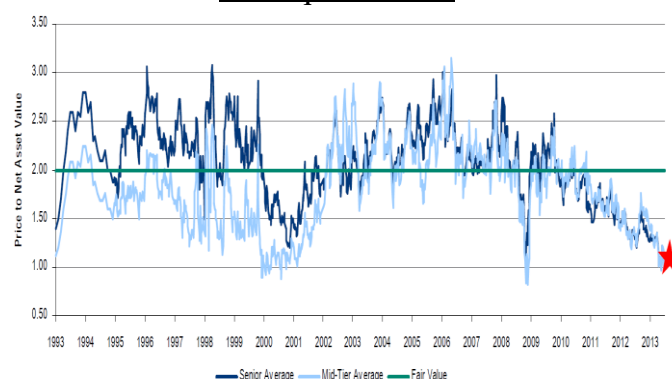
risques financiers, les coûts sociaux, etc... Il ne suffit donc pas d'estimer les cash flows futures, mais il est indispensable de tenir compte des coûts d'exploitation à long terme liés à l'exploitation des réserves. Il suffit dès lors d'additionner les cash flows futurs et les actifs des mines, puis d'en déduire les dettes pour obtenir la valeur actuelle nette (NAV) de la mine.

L'utilisation de la NAV pour l'évaluation des mines d'or ou d'argent est donc plus appropriée que des mesures classiques comme le PE pour d'autres secteurs. Elle dépend toutefois fortement du prix à long terme moyen de l'or ou de l'argent utilisé dans le modèle pour évaluer les revenus futurs.

Le graphique ci-dessous prend comme hypothèse un cours moyen de l'or à long terme de 1'400\$ l'once et un taux d'escompte de 5%. Imaginons parallèlement que les coûts totaux à long terme (all-in sustaining costs) d'une mine soit égal à 1'300\$ l'once, la NAV de celle-ci sera calculée sur la base d'une marge nette de 100\$ l'once. Mais si les cours de l'or à long terme progressent de 1'400\$ à 1'500\$, soit seulement +7%, la NAV de cette mine doublera, puisqu'elle sera calculée désormais sur la base d'une marge de 200\$ l'once. L'impact d'une hausse de seulement +7% des cours de l'or sur la valorisation de cette mine sera donc beaucoup plus important puisque ses bénéfices doubleraient. Les fluctuations des cours en bourse des mines d'or ont ainsi un effet de levier sur celles de l'or ou de l'argent.

Le cours des actions minières dépend ainsi fortement du niveau de marge et du sentiment des investisseurs sur les perspectives de l'or ou de l'argent. Dans des périodes d'extrême volatilité à court terme du sous-jacent, le cours moyen à long terme ne devrait pas nécessairement être révisé, mais la tentation est souvent grande, sans être totalement justifiée, d'ajuster cette prévision sur le cours spot, ce qui provoque une volatilité encore plus élevée sur les cours des mines.

Ratio Prix/Net Asset Value mines or/argent Amérique du Nord



Sources: BofA Merrill Lynch Global Research

A long terme, les mines se traitent au-dessus de leur NAV en raison des anticipations haussières faites sur la matière première sous-jacente, dans ce cas, l'or ou l'argent, par rapport au cours spot.

A contrario, lorsque les cours de l'or chutent drastiquement en quelques semaines au point de modifier le niveau de la variable « cours de l'or moyen à long terme », la NAV chute et entraîne avec elle les cours des actions. L'accélération à la baisse des cours provoque ultimement un dégonflement du ratio cours/NAV synonyme de capitulation des investisseurs sur l'évolution à long terme des cours de l'or. Une remontée ultérieure des cours du métal jaune au-delà du niveau de 1'400\$ l'once par exemple provoquera une hausse des cours des mines et de leurs NAV et une nouvelle progression du ratio cours/NAV.

Les cours de l'or sont désormais inférieurs aux coûts de production globaux (all-in sustaining costs) des 10 plus grands producteurs d'or

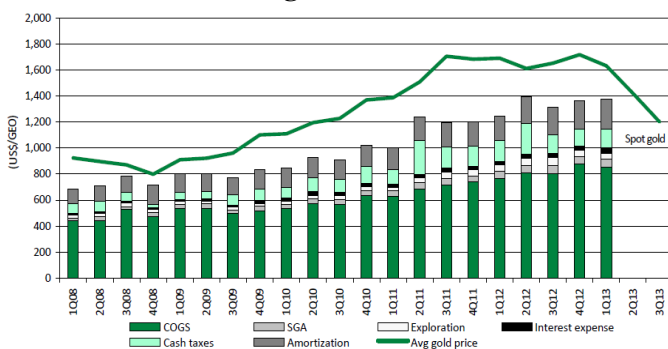
Au niveau actuel de 1'300\$ l'once, les cours de l'or semblent inférieurs aux coûts de production globaux des plus grands producteurs mondiaux estimés à 1'400\$ l'once. Les coûts de production ont effectivement fortement progressé au cours de ces dernières années. Les producteurs d'or ne pourront pas réaliser de profit à long terme sur cette base.

Par conséquent, si les cours de l'or devaient rester à ces niveaux durablement, nous assisterions certainement à des changements structurels importants dans la chaîne de production d'or. Les projets de développement seraient repoussés et les mines moins ou peu rentables seraient fermées. Cette contraction de l'activité aurait un effet immédiat sur la production globale annuelle d'or et, toutes choses restant égales par ailleurs, cette diminution de l'offre devrait provoquer une hausse des cours de l'or.

A moyen terme, les cours de l'or devraient donc retrouver un niveau supérieur à 1'500\$ l'once, soit par un ajustement de l'offre et des restructurations massives, soit par un retour à la normale sur le marché des dérivés. Relevons encore que les réserves des 25 premières mines d'or se montent à seulement 22'000 tonnes, soit l'équivalent de 7.5 années de production annuelle.

On peut estimer aujourd'hui que la sensibilité des mines à une variation de +10% des cours de l'or est d'environ 30% à 40% pour ces mines, elle est naturellement plus élevée pour les mines dont les « all-in sustaining costs » sont proches ou supérieurs aux cours spot. Une remontée des cours de l'or et de l'argent significative et durable de 15% correspondant à un rebond de 1'300\$ à 1'500\$ pour l'once d'or et de 20\$ à 23\$ l'once d'argent provoquerait donc une hausse d'environ +50% des cours des mines.

All-in sustaining costs versus Gold Price



Note: Amortization is used as a proxy for sustaining capital
Source: Bloomberg, FactSet, Capital IQ, company reports

COGS : cost of gold sold SG&A : selling, general and administrative expenses

Conclusion

Les cours de l'or bénéficieront d'un fondamental plus favorable. Le flot de ventes d'ETF devrait se tarir, les mines ne devraient pas augmenter leur production, la demande physique restera forte et les quantités d'or recyclés devraient baisser.

La valorisation attrayante des mines, et des mines d'argent en particulier devrait attirer de nouveaux investisseurs au regard des perspectives boursières extrêmement séduisantes en cas de stabilisation et de reprise des cours des métaux précieux.

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