

NOTE COMMODITIES

Décembre 2015

Suivez-nous !



@CommoOFI



METAUX PRECIEUX

Or: les compagnies aurifères, prochaines licornes ?

Les compagnies aurifères ont payé cher la correction du métal jaune.

Alors que l'or accuse un recul d'un peu plus de 40% depuis ses plus hauts de 2011, les compagnies minières aurifères, elles, ont en moyenne perdu près de 80% de leur valeur. C'est en tout cas le cas des indices de marché, le FTSE Gold Mines et le MSCI World Gold Miners. Le challenge auquel sont confrontées ces compagnies est énorme. Elles ont dû revoir leurs investissements pour tenir compte du recul des prix du métal jaune, gérer des hausses de coûts importantes et composer avec une avidité croissante des gouvernements des pays producteurs.

Cours de l'or investissable, et des indices FTSE et MSCI des compagnies aurifères (base 100 au 31/07/2011)

Source : Bloomberg, OFI AM



Pourtant, ces sociétés ont des actifs, régulièrement publiés dans leurs rapports financiers.

Dans ces conditions, la question se pose de savoir ce qui fait la valeur d'une compagnie minière. On peut estimer la valeur d'une société aux actifs qu'elle possède. Dans le cas de producteurs d'or, on va parler de réserves et de ressources en or. Les réserves sont les quantités d'or économiquement exploitables qui sont, selon les règles édictées par les autorités de tutelle de chaque pays, prouvées ou probables ; les ressources, quant à elles, sont les quantités d'or identifiées mais non viables sur la base des cours actuels (pour plus de détails, lire [ici](#), page 4). La distinction entre réserves et ressources est réalisée à partir d'une hypothèse de prix long terme pour l'or. Dans le cas de Barrick Gold, plus grosse compagnie minière aurifère au monde, le prix retenu était ainsi de 1100 \$ l'once à la fin du premier trimestre 2015. Cette compagnie disposait, à fin 2014, de 93 millions d'onces en réserves et 94 millions d'onces supplémentaire en ressources (lire [ici](#), page 8).

Aujourd'hui, il n'y a plus aucun rapport entre l'actif de ces sociétés...

En valorisant ces actifs, on peut estimer la valeur du patrimoine de l'entreprise. C'est l'exercice auquel s'est prêté la société Palissade Research pour les plus gros producteurs mondiaux. Il en ressort qu'actuellement, la capitalisation boursière de ces sociétés est en moyenne égale à 4% de la valeur de leurs actifs !

Capitalisation boursière et valorisation des réserves et des ressources d'or de compagnies minières aurifères

Source : Palissade Research



... et leur capitalisation boursière.

La décote actuelle est loin de la moyenne historique.

Si une décote sur le prix peut aisément se concevoir en raison, entre autre, de risques politiques et du risque de correction supplémentaire sur le cours de l'once d'or, un tel écart semble injustifiable à moyen terme. Historiquement la décote est en moyenne de 20%. Or, si aujourd'hui on abaisse de 50% à la valeur de l'actif de ces sociétés, certaines d'entre elles étant notamment très endettées, on reste sur des niveaux de valorisation des réserves inférieurs à 10%.

Les minières pourraient revenir en grâce.

Certes, le rebond n'interviendra peut-être pas tout de suite, il faudra attendre un rebond des cours de l'or pour que les investisseurs puissent être rassurés sur la capacité de ces sociétés à assurer leur production sur le long terme. Mais le jour où ce rebond se produira, le potentiel d'appréciation de ce secteur devrait être digne de celui que connaissent aujourd'hui certaines valeurs high tech. L'économie réelle n'a peut-être pas dit son dernier mot...

PRODUITS PÉTROLIERS

Pétrole : incertitudes sur l'avenir des « shale oil »...

Les shale fixent le cap des marchés pétroliers.

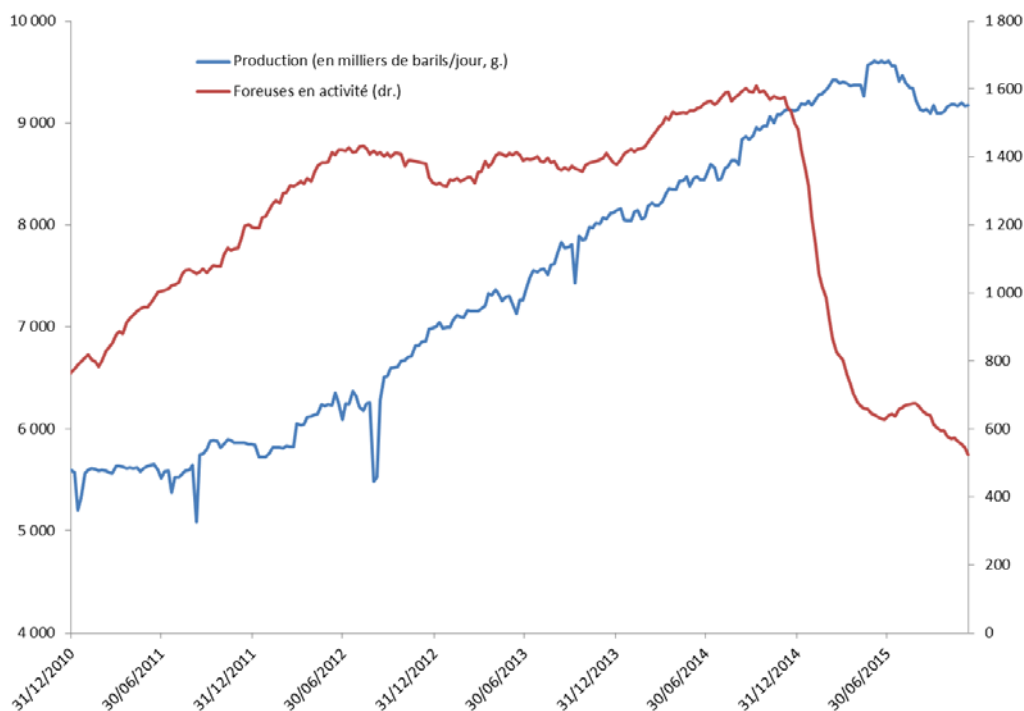
Après une baisse des cours du pétrole de plus des deux tiers de leur valeur, nous évoquions lors de notre dernière note de conjoncture (lire [ici](#)) la possibilité que le marché s'équilibre dès 2016, le surplus de production actuel de 900 000 barils par jour étant progressivement résorbé sous l'effet combiné de la hausse de la demande et de la réduction des investissements. Le marché pourrait même rapidement se retrouver en situation de tension si la production de pétrole de schiste aux Etats-Unis corrigeait davantage que ne le prévoit le marché.

Le marché parie sur la réactivité des acteurs, qui a permis de maintenir la production cette année.

Actuellement, selon les prévisions de l'OPEP, la production pétrolière américaine ne devrait que marginalement reculer, en baisse de 170 000 barils par jour (b/j) en 2016 (lire [ici](#), page 61-62). L'industrie continue de parier sur la réactivité des shale oil, afin d'ajuster leurs coûts de production pour maintenir peu ou prou leur production comme ils l'ont fait au cours des dernières années. En effet, malgré la division par 3 du nombre de foreuses en activité depuis la mi-2014, les gains de productivité et les crédits accordés par les banques ont permis à la production de se maintenir et même de légèrement progresser en 2015 (+ 55 000 b/j au 11/12/2015)..

Nombre de foreuses en activité et production américaine de pétrole (en milliers de b/j)

Source : Bloomberg, OFI AM

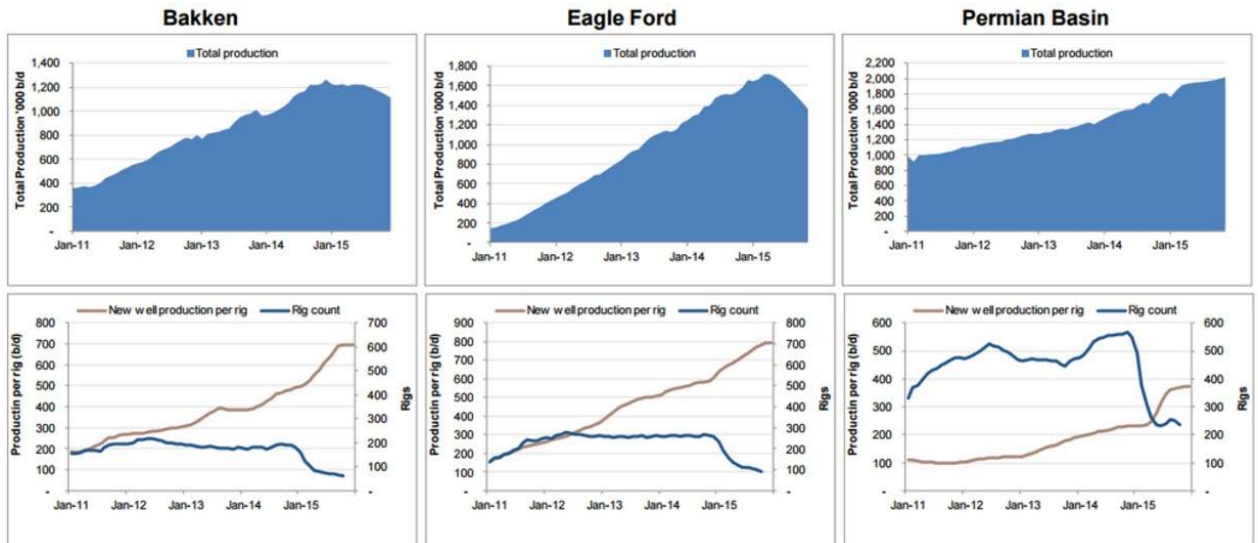


Mais les gains de productivité stagnent.

Toutefois, certains éléments aujourd'hui invitent à remettre sérieusement en doute cette perception. D'abord, une analyse plus fine des données, champ pétrolier par champ pétrolier, montre que cela fait maintenant plusieurs semaines que la productivité des nouveaux puits ne progresse plus (voir graphique ci-dessous). L'essentiel des renégociations de contrats de services avec les sociétés de forage est réalisé. De plus, à force de se concentrer uniquement sur les meilleurs puits, il arrive un moment où la productivité ne peut plus être augmentée.

Production pétrolière de schiste US, par champ (haut), et production des nouveaux puits (bas)

Source : Société Générale

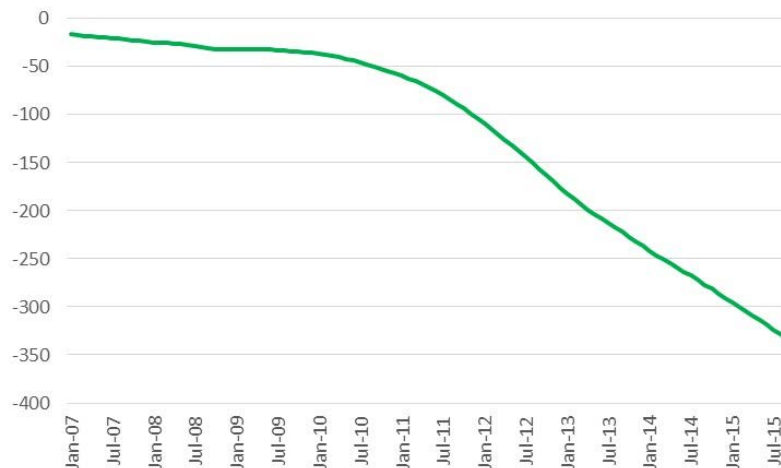


Les puits anciens, eux, connaissent une baisse rapide de production.

Si la productivité des nouveaux puits stagne et que, dans le même temps, le nombre de forages diminue, il va donc falloir s'en remettre aux puits existants pour limiter la baisse de production l'an prochain à 170 000 b/j comme l'attend l'OPEP. Et c'est là que le bât blesse. Car la production des puits en activité depuis au moins trois mois, appelée la « legacy production » (production héritée), baisse. Elle baisse même très vite, à un rythme mensuel de plus de 350 000 b/j.

Changement mensuel de la production héritée (Legacy production)
En milliers de b/j, pour les puits en activité depuis 3 mois ou plus

Source : EIA Drilling Productivity Report



La fin des gains de productivité ne permet plus de contrer cette baisse des puits anciens.

Cela signifie que, depuis le début de l'année, la production en provenance des puits anciens a diminué de plus de 1 500 000 b/j à fin septembre, soit 500 000 b/j de production en moins par trimestre. Ceci a été atténué par la mise en exploitation des nouveaux puits et la hausse de rentabilité. Mais ceci pose deux problèmes. D'abord, comme nous l'avons vu, la hausse de la production a été obtenue grâce à des gains de productivité que les compagnies n'arrivent plus à renouveler depuis maintenant plusieurs semaines. Ensuite, ces gains de productivité ont en partie été obtenus grâce à l'utilisation de méthodes maximisant la production initiale, mais augmentant en revanche la vitesse de déclin de la production.

Une baisse de 500 Kb/j sur les 6 prochains mois ?

La baisse de production pourrait donc encore accélérer sur les anciens puits, alors même que le nombre de foreuses en activité continue de reculer et que les gains de production ont atteint leur maximum. Les économistes de CIBC estiment ainsi que la production américaine pourrait reculer de 500 000 barils par jour (lire [ici](#)) sur les six prochains mois.

L'endettement massif de certaines compagnies pourrait les obliger à fermer.

De quoi redonner des couleurs au cours du pétrole... Et ce n'est peut-être pas tout. Car l'activité de forage dans les shale oil a eu largement recours à l'endettement pour financer sa production. Et aujourd'hui, ces entreprises, dont la dette appartient au secteur du High Yield, sont sous pression. Au moins 25 compagnies opérant dans le secteur pétrolier américain sont aujourd'hui notées comme présentant un risque de défaut important par Moody's et sont considérées comme des « mort-vivants ». En « processus de mort lente » (slow motion liquidation), ils poursuivent leur activité tant qu'ils le peuvent, utilisant leurs revenus pour payer les intérêts de leurs dettes (lire [ici](#)). Ceci a été rendu possible par les banques qui, pariant sur un possible rebond des cours de l'or noir, ont assoupli leurs conditions de crédit. Les compagnies pétrolières ont ainsi réussi à limiter la baisse de leurs lignes de crédit à 10 à 20%, alors même que le cours du pétrole reculait de près de 70% (lire [ici](#)) !

La valeur de l'actif de ces sociétés va sérieusement chuter lors de la publication des prochains comptes.

La prochaine période de renégociation, qui aura lieu en mars, pourrait donc être compliquée pour les compagnies pétrolières. D'autant qu'un autre problème guette les sociétés du secteur : la revalorisation de leurs réserves. Les autorités de marché ont en effet arrêté une formule d'estimation des réserves qui sont publiées dans les rapports financiers des sociétés. Au terme d'une opération de lobbying forte par les compagnies, le calcul a été fixé sur la base des barils récupérables de façon rentable, le prix de référence étant le prix moyen des 12 derniers mois. Si cet effet de lissage a permis aux producteurs de maintenir jusqu'à présent des niveaux de réserves élevés, le maintien des cours à la baisse ne permet plus aujourd'hui de retarder l'ajustement des réserves dans les comptes. On a ainsi appris que la compagnie Chesapeake Energy, l'un des plus importants acteurs dans le domaine des shale va devoir, lors de sa prochaine publication trimestrielle, faire état d'une baisse de ses réserves prouvées de... 45% (lire [ici](#) et [ici](#) pour plus de détails sur le calcul). Même s'il n'existe pas de lien direct entre la formule de calcul et les conditions de crédit, étant donné l'ampleur de l'endettement existant (lire [ici](#)) et les perspectives de production décrites plus haut, les conditions de crédit devraient donc fortement se détériorer en mars.

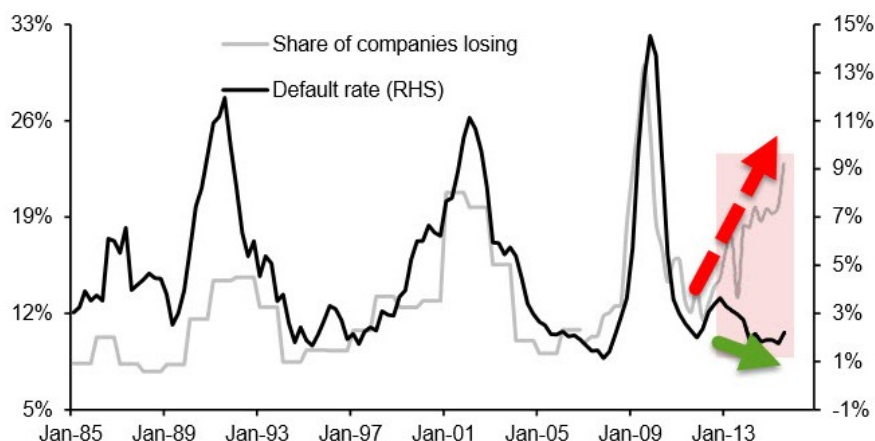
Le secteur du high yield pourrait être impacté.

Les sommes en jeu sont importantes. Selon une étude réalisée par certaines des autorités bancaires américaines, les crédits en risque de défaut à fin octobre s'élevaient à 34 milliards de dollars (lire [ici](#)). Depuis, les prix du pétrole ont encore perdu plus de 20%. Certains se rassureront en se disant que la dette est répartie entre un grand nombre d'entreprises, ce qui limite le risque de faillite importante. Toutefois, si la dispersion peut jouer un rôle dans des secteurs comme l'industrie, où les entreprises dépendent de facteurs variables, les compagnies du secteur pétrolier sont toutes sensibles à la même chose : la baisse du prix du pétrole. En outre, une analyse approfondie du portefeuille d'émissions révèle que les émetteurs les plus petits de ce secteur ont déjà eu recours plusieurs fois au marché et représentent, tous ensemble, plus de 83 milliards de dollars de dettes, ce qui est plus important que le secteur des services dans son entier (lire [ici](#)).

Le taux de défaut sur le secteur des énergies pourrait ainsi atteindre 11% en 2016 selon Fitch, au-delà du taux de défaut record observé en 1999 (9,7%). Sur l'ensemble du High Yield (HY), Fitch se veut rassurant avec un taux de défaut limité à 4,5%. Toutefois, une analyse historique de Crédit Suisse du taux de défaut comparé au taux d'entreprises du secteur HY qui perdent de l'argent fait apparaître une divergence suggérant un taux potentiellement bien supérieur (lire [ici](#)).

Ratio des compagnies nord-américaines en perte et taux de défaut

Source : Crédit Suisse, Bloomberg Professional service



Si, comme nous l'envisageons, après un début d'année qui pourrait rester baissier sur le pétrole, le taux de déclin des producteurs de shale s'accélère et que les conditions de crédit se resserrent, l'effet ciseau pourrait s'avérer terrible pour la production américaine. Peut-être une des explications de l'optimisme du secrétaire général de l'OPEP, Abdallah el Badri, qui déclarait il y a peu qu'il ne voyait pas les cours du pétrole rester bas plus d'un an...

Benjamin LOUVET
Gérant Matières Premières