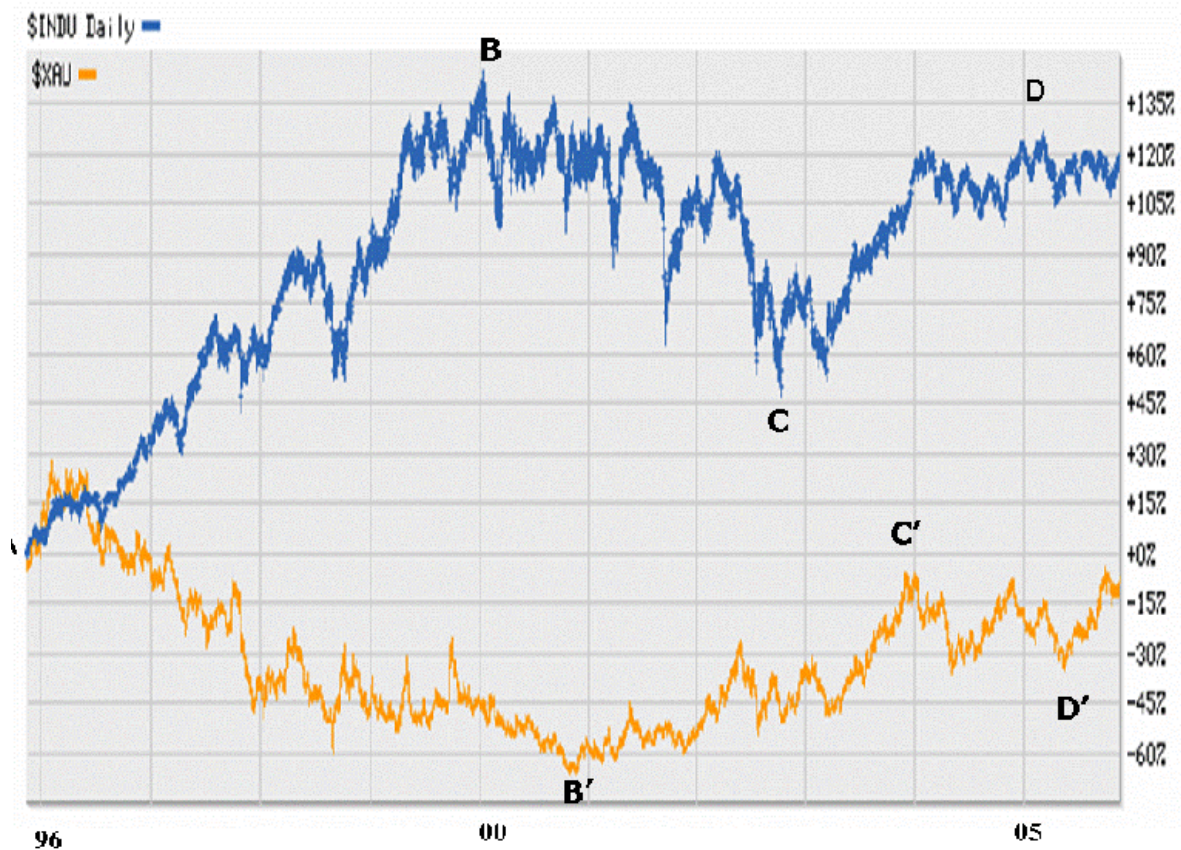


*Dossier pédagogique pour entrer dans le Monde fascinant des mines d'or et d'argent.*

## Les compagnies juniors (1<sup>ère</sup> partie)



Ci-dessus, nous voyons comment les producteurs d'or (indice XAU en jaune) évoluent à l'opposé du baromètre économique Dow Jones (indice du marché actions US)

***« L'or et l'argent seuls seront capables d'offrir un refuge pour les capitaux si l'économie planétaire devait entrer dans une crise majeure ces prochaines années. »***

**But du présent fascicule :**

Ce fascicule est la suite du fascicule 3 sur les producteurs d'or, et devrait permettre au petit investisseur, nouveau venu dans le secteur, de se faire une idée plus précise sur les différentes catégories de compagnies minières, sur le timing approprié, sur les calculs de valorisation, sur les risques encourus, ainsi que sur le problème du change pour les investisseurs européens. Il trouvera dans la 2<sup>ème</sup> partie un exposé sur un des endroits les plus sûrs et les plus prometteurs pour la prospection aurifère, ainsi qu'une liste de 24 compagnies de prospection aurifères actives dans cet endroit. Je détaillerai un calcul de valorisation selon la méthode de la quantité d'or dans le sol, et afficherai un tableau avec différentes compagnies seniors et juniors.

Les gérants de fonds de placement sur l'or ont un problème de taille lorsqu'il s'agit d'investir dans les petites compagnies minières : ils ne peuvent pas acquérir ou vendre ces actions-là en nombre suffisant sans produire une forte hausse ou une forte baisse du cours de celles-ci. Le marché des actions des petites compagnies minières n'offre tout simplement pas assez de liquidité pour eux. C'est là que le petit investisseur peut tirer profit de la situation. Certaines petites compagnies se vendent encore très bon marché, faute du manque d'investisseurs institutionnels. Lorsque le secteur gagnera en popularité d'ici quelques années, les valorisations augmenteront avec la hausse progressive des volumes, et les compagnies sous-évaluées deviendront plus rares.

## **Métal ou actions ?**

Un investisseur fermement convaincu que le prix de l'or a encore de belles années devant lui recherchera les actions de producteurs d'or pour leur effet de démultiplication des gains sur le métal. Il les sélectionnera lui-même ou alors investira dans des parts de fond de placement sur l'or.

Les spécialistes de ce marché vous diront toutefois que **30% à 50% du capital alloué au marché de l'or devrait l'être sous forme physique**. Cette proportion augmentant à mesure que l'on se rapproche de la phase finale du cycle de hausse pour l'or.

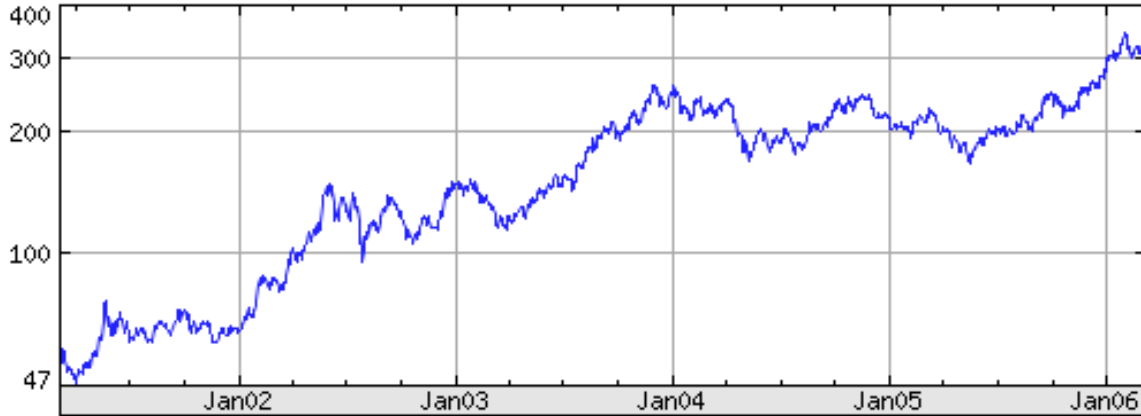
Plus important, le métal offre une sécurité qu'aucune compagnie minière ne peut vous garantir. Les problèmes dans ce business sont légions : mauvais management, instabilité du régime politique, changement dans la législation minière, pollution du sol et des eaux, révolte des populations locales, litiges avec d'autres compagnies, droits de propriétés non respectés, inondations dans la mine, accidents, grèves, hausse des coûts de production, fraudes, émission massive de nouvelles actions (dilution), ... Une compagnie peut faire beaucoup de choses avec votre argent, y compris les pires pour vos intérêts (comme Barrick Gold et d'autres compagnies faisant partie de l'indice XAU, en vendant à l'avance une partie de leur production (hedging) à un prix bien inférieur à celui qui a cours aujourd'hui).

## **Situation actuelle du marché le 3 mars 2006 (timing):**

Rappelons que dans ce marché, **le bon moment pour y entrer (timing) est beaucoup plus important que le choix des bonnes compagnies**. Depuis 2001, il s'est produit de nombreuses corrections majeures plus ou moins violentes, qui se sont toutes révélées être par la suite de fantastiques opportunités d'achat. Acheter la hausse en cours, par contre, peut se révéler douloureux, surtout si elle a déjà débuté depuis plusieurs mois, comme celle qui a cours actuellement. La patience est une qualité importante ici : il faut savoir résister à l'avidité

et laisser courir le marché jusqu'à sa prochaine correction majeure, où les mains faibles et autres suiveurs de tendance se présenteront, remplis de peur, pour vous vendre leurs actions à des prix bradés, et près d'un creux majeur.

AMEX GOLD BUGS  
as of 3-Mar-2006



Source : Yahoo Finance

Remarquez la caractéristique commune de presque tous les marchés haussiers séculaires : les longues périodes de consolidation ne parviennent jamais à faire redescendre l'indice jusqu'au niveau de consolidation précédent. Une hausse est actuellement en cours, et si le schéma se reproduit, on peut raisonnablement espérer une prochaine correction intermédiaire de 20% à 40%, mais dont le point bas devrait se situer au-dessus de 256. En revanche, je ne m'avancerai pas pour dire à partir de quelle valeur elle se produira.

Il ne faut pas oublier que nous sommes entrés dans la phase 2 du marché haussier sur l'or, et que la longue période de consolidation 2004-2005 nous a fourni une base suffisamment solide pour supporter une nouvelle avancée majeure de plusieurs années (toutefois ponctuée de corrections intermédiaires) comme celle de 2001-2003.



Selon Louis Paquette, la nouvelle vague 3 en cours fera partie d'une nouvelle avancée majeure, de même ampleur et durée que la vague 1 ! Notez le rebond réussi sur la moyenne mobile à 200 jours, en valeurs hebdomadaires.

## **Définitions :**

Une compagnie avec une valeur en bourse de plus de 1 milliard de dollars sera dite **SENIOR**, alors que les compagnies valant moins de \$500 millions entreront dans la catégorie des **JUNIORS**. Entre les deux nous avons des compagnies de taille moyenne sans appellation particulière.

### **1. La valeur d'une compagnie.**

Pour comparer les compagnies entre elles, la méthode traditionnelle du P/E (division de la valeur boursière par le bénéfice) n'est souvent pas d'un grand secours, car beaucoup de compagnies (surtout parmi les juniors) sont à peine rentables, et affichent des P/E très élevés, voire négatifs. Et si l'on recherche le plus grand effet de levier, c'est justement parmi les compagnies à la limite de la rentabilité qu'on le trouve : une petite hausse additionnelle sur le prix de l'or peut alors faire chuter un P/E de la catégorie chère à bon marché.

D'autre part, une compagnie peut afficher un P/E de 5, alors qu'elle « brûle » ses ressources en métal dans le sol beaucoup plus vite qu'elle ne les remplace par de nouveaux gisements. Tout le problème est là pour une compagnie minière : la diminution de ses ressources en or dans le sol. La durée de vie d'une mine est très variable, de quelques années à plusieurs dizaines d'années. Vers la fin des années 90, beaucoup de compagnies minières luttèrent pour survivre et coupaient systématiquement dans les budgets d'exploration. Sans acquérir de nouveaux dépôts d'or (= gîtes), une compagnie finit par se consumer à petit feu...

**Les meilleurs géologues expérimentés dans la recherche de gisements aurifères travaillent aujourd'hui pour le compte de petites compagnies de prospection, dites juniors de prospection ou juniors d'exploration**, dans lesquelles ils possèdent des parts substantielles d'actions. En cas de découverte d'un gîte économique, ils seraient infiniment mieux rémunérés que s'ils travaillaient pour le compte d'une senior. En exploration, tout le savoir faire est principalement entre les mains des juniors, même si les seniors possèdent également leurs propres équipes de prospection. Les seniors lorgnent en permanence sur l'état d'avancement des projets des juniors. Elles attendent que les ressources d'un gîte soient bien définies selon les normes strictes 43-101 en vigueur, que l'étude de faisabilité pour le projet soit réalisée et positive, et que tous les permis soient délivrés, avant de placer une offre d'achat, qui se situe autour de \$100 l'once d'or dans le sol. Avec un prix du marché à \$550 l'once on peut penser qu'il y a une grosse marge, mais il faut construire la mine et dépenser beaucoup d'énergie, avec tous les risques que cela comporte.

Pour valoriser une compagnie junior qui n'en est pas encore au stade de la production, on se basera sur la quantité d'or dans le sol qu'elle détient. La teneur en or moyenne, ainsi que le taux de récupération de l'or par les procédés métallurgiques sont également déterminants. Pour être économique, un gîte doit posséder une teneur moyenne d'au moins 1 gramme d'or par tonne de roche (pour une mine à ciel ouvert). Si le minerai contient d'autres métaux, leur extraction simultanée permet d'abaisser le coût de l'opération. Ainsi, la présence de 0,5% de cuivre dans le minerai peut suffire pour rendre économique l'extraction de 0,5 gr/t d'or.

Avant de poursuivre plus en avant, il est nécessaire de clarifier certaines notions concernant la qualité des ressources en or dans le sol. Les compagnies minières classifient les ressources en 5 catégories : prouvées, probables, mesurées, indiquées et présumées (inférées).

Les ressources passent dans la catégorie des réserves lorsqu'une étude de faisabilité a prouvé leur exploitation rentable. Ainsi, on parle de **réserves prouvées et probables** et non plus de ressources. Les réserves ont évidemment une plus grande valeur que les ressources, lorsque la compagnie désire vendre le gîte. En principe, les réserves sont incluses dans les ressources mesurées et indiquées.

Les **ressources mesurées et indiquées** sont évaluées avec suffisamment de confiance pour que l'on puisse les utiliser dans nos calculs de valorisation pour la compagnie. L'évaluation s'appuie sur des données d'exploration solides et détaillées, issues des affleurements rocheux, tranchées, puits, et trous de forage dont l'espacement est suffisamment serré pour confirmer la teneur et la continuité géologique des ressources.

Les **ressources présumées** sont une évaluation de la quantité et de la teneur des ressources minérales à partir de données partielles ; la prudence est donc de mise lorsqu'on parle de ressources présumées.

J'appellerai **P/O** la division de la capitalisation boursière de la compagnie (Prix) par le nombre d'onces (O) d'or dans le sol, **selon les indications des ressources mesurées et indiquées**. Le résultat s'affiche en \$/onces ou \$/oz, et nous donne le prix de l'once d'or dans le sol que l'on possède par l'intermédiaire de la compagnie.

J'appellerai **P/O tot** la division de la capitalisation boursière de la compagnie (Prix) par le nombre d'onces (O) d'or total dans le sol, **incluant les ressources présumées**.

**Plus les P/O et P/O tot sont faibles, et plus la compagnie représente de la valeur potentielle pour l'actionnaire.** Bien entendu, pour valoriser correctement une compagnie, il faudra toujours prendre en compte les autres facteurs suivants :

1. La teneur en or du minerai.
2. La présence d'autres métaux commercialisables.
3. Le taux de récupération de l'or.
4. Le coût de la production par once d'or extraite.
5. La quantité de minerai exploitable par année.
6. Le coût de la construction de la mine.
7. La qualité du management (A-t-il fait ses preuves ? Est-il digne de confiance ? Quelle est sa stratégie en place ? Existe-t-il un programme de ventes d'or à l'avance ? ...)
8. Combien de projets ou de mines la compagnie possède-t-elle ? (Tout miser sur un seul projet est évidemment beaucoup plus risqué)
9. Les infrastructures en place (routes, voies ferrées, port, fourniture électrique la plus proche, autres mines,...)
10. Le pays dans lequel se trouve le gîte en question (risques géopolitiques).
11. Le potentiel d'exploration de la propriété.
12. L'endettement de la compagnie.
13. Sa faculté à promouvoir ses projets, et à lever des fonds.
14. La direction possède-t-elle des actions ?
15. Les risques actuels en présence.

Le dernier facteur explique souvent pourquoi une compagnie se traite à une valeur « discount ». Existe-t-il des litiges ou des procès en cours ? Des risques environnementaux ? Des risques de faillite ? Une prise de décision de la direction contraire aux intérêts des actionnaires en voie de réalisation ? Etc.

On peut enlever un bon nombre de ces risques en investissant dans une senior, qui possède des mines déjà opérationnelles, et des ressources en or dans le sol bien définies. Le problème, c'est que toutes les compagnies seniors sont actuellement loin d'être bon marché. La qualité se paie, mais l'effet de levier qu'elles procurent est assez faible aujourd'hui, contrairement à beaucoup de compagnies juniors avec des projets en développement.

Evidemment, il est possible que les valorisations des seniors montent encore, et finissent par atteindre des niveaux de bulle, à la fin de ce marché haussier sur les métaux précieux. Un peu comme les valeurs des actions technologiques vers la fin des années 90.

Une des meilleures compagnies senior, **Newmont Mining** (action NEM à \$53), se vend à 74 fois ses bénéfices, et avec un P/O de \$211 l'once d'or dans le sol (P/O tot = \$178/oz). Cela signifie que vos actions dans Newmont Mining sont propriétaires d'une quantité d'or présumée dans le sol qui vaut théoriquement 3,1 fois plus que le prix que vous avez payé pour les acquérir (ce chiffre de 3,1 s'obtient en divisant le prix de l'or de \$550/oz par le P/O tot de la compagnie).

Mais cet or est encore dans le sol, et il faudra payer des coûts pour l'extraire ! Personnellement, à ce prix-là, je préfère largement acheter le métal lui-même, qui offre infiniment plus de sécurité.

En comparaison, prenons la junior **European Goldfields** (action EGU à \$CAN 3,5, bourse canadienne de Toronto), P/O tot de \$45/oz, qui travaille sur plusieurs projets, principalement en Grèce. Elle vous permet de posséder de l'or dans le sol d'une valeur théorique 12,2 fois supérieure à celle que vous avez payée dans l'action, et avec en plus de l'argent, du cuivre, du zinc et du plomb, équivalents à 50% de la valeur totale. Si on inclut ces autres métaux dans le calcul, vous obtenez dans le sol 24,4 fois la valeur que vous payez dans l'action. Reste que cette petite compagnie est beaucoup plus risquée que Newmont...

**La combinaison de la baisse de l'effet de levier sur les seniors, et des pauvres ressources en or dans le sol relativement à leur capitalisation boursière, devrait inciter l'investisseur à rechercher parmi les juniors de meilleures opportunités de placement.**

## **2. Le cycle d'une junior, de la découverte à la production.**

Les compagnies juniors d'exploration sont actives dans la recherche de gisements d'or économiques. Leur chance de succès est très faible, car statistiquement, seulement 1 projet sur 5000 aboutit à la construction d'une mine.

Comparé au fer, qui doit être concentré dans des anomalies géologiques avec 5 fois sa concentration naturelle moyenne pour une éventuelle extraction économique, l'or doit être concentré 1000 fois plus que sa concentration naturelle moyenne ! Rares sont donc les places où une telle concentration se produit. **Posséder une junior d'exploration est une pure spéculation, comme un billet de loterie.** Mais en cas de découverte, le cours de l'action connaît une ascension verticale, avec des gains époustouflants.

La découverte n'arrive pas d'un coup. Il y a d'abord l'annonce d'un résultat de sondage (forages) positif. La compagnie dresse un tableau avec les profondeurs et les largeurs des intervalles des zones métalliques intersectées, pour chaque trou de forage. A la largeur de la zone correspond sa teneur en métal. L'angle d'attaque de la foreuse est également indiqué sur un plan géologique. Inutile de dire qu'il faut presque être géologue de formation pour interpréter ces résultats.

Il peut y avoir des petites veines riches en or intersectées. Des teneurs de plus de 100gr/t sur quelques centimètres ne sont pas rares. Le gisement doit toutefois posséder une taille suffisante. Tout le problème est là : **il faut faire plusieurs séries de forages pour s'assurer de la continuité d'une ressource minérale.** Il arrive souvent que la ou les veines soient trop petites (ou que la teneur moyenne en or de la ressource soit trop faible), pour que l'exploitation soit rentable. Mais avec un prix de l'or en forte hausse, certains gîtes abandonnés par des compagnies d'exploration durant les années 90 pourraient devenir économiques dans les années à venir.

Voici un exemple de performance d'une junior d'exploration après des résultats de forages positifs :



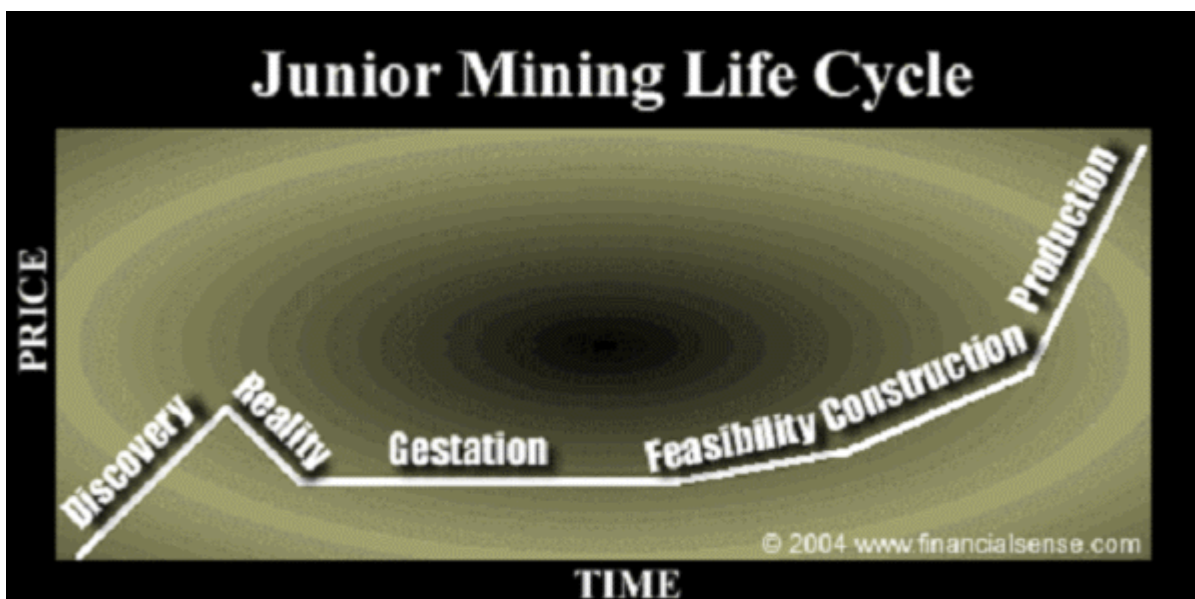
Staccato Gold (projet au Nevada, USA, capitalisation de \$CAN 60 millions) a annoncé le 19 décembre 2005, des intersections aurifères de 77g/t sur 90cm et 7,3g/t sur 24m. Le 4 janvier 2006, elle annonce 11,8g/t sur 20m. Les investisseurs anticipent une grande découverte et font grimper le cours de l'action de plus de 15 fois (+1400%). Si le gisement s'avère être de taille économique, le cours de cette action poursuivra probablement sa hausse, mais si les résultats des prochains sondages déçoivent, elle peut revenir sur terre en un temps record !

Ces actions d'explorateurs demeurent hautement spéculatives. A mon sens, elles sont plus dangereuses lorsque le marché leur attribue une valeur qui anticipe déjà une grande découverte. Le risque de baisse est moindre lorsque personne ne s'y intéresse et qu'elles végètent sur une longue base.

Ci-dessous, l'action de **Northern Dynasty** après la découverte confirmée du gîte Peeble (P/O tot : \$5,3 l'once, vous pouvez acquérir de l'or dans le sol pour une valeur 103 fois supérieure à la valeur de l'action !! teneur en or 0,5g/t, énorme bonus de cuivre) :



Cette junior illustre bien le début du cycle d'une compagnie minière en route vers la production (en supposant que tout se passe bien, en particulier avec l'obtention délicate des permis environnementaux, car la mine à construire ici serait une des plus grandes au monde). Nous voyons comment l'action suit le graphique ci-dessous de la découverte, du retour à la réalité, de la gestation (tests métallurgiques et préfaisabilité), et de la faisabilité.



Après la découverte, la phase la plus rémunératrice et la moins dangereuse pour l'actionnaire est celle qui débute avec la demande des différents permis, et qui mènera la compagnie vers la construction et enfin vers la production. La hausse du prix de l'or ajoute évidemment encore des gains à cette phase, comme nous le voyons avec la performance de Desert Sun Mining, une compagnie junior qui a passé avec succès toutes ces étapes jusqu'à l'entrée en production, et qui a été rachetée tout récemment par la senior Yamana pour un prix de \$210 l'once d'or mesurée et indiquée dans le sol, ou \$90 l'once d'or, en comprenant les ressources présumées (teneur en or moyenne autour des 2,2g/t).



Après le rachat, les actionnaires de Desert Sun Mining recevront des actions de la compagnie Yamana. J'estime à +3000% au moins les gains sur cette junior. Le fait que le cycle de cette junior ait été accompli en plein marché haussier sur l'or a démultiplié sa performance.

Il y a eu 4 autres rachats de juniors par des seniors ces 6 derniers mois, ce qui témoigne de l'appétit des seniors vis-à-vis des nouveaux gîtes d'or arrivés au stade de la construction-production. Les seniors doivent absolument faire remonter le niveau de leurs ressources en or dans le sol, mais les nouvelles découvertes d'envergure deviennent rares. **Les compagnies juniors ont donc un rôle essentiel à apporter dans le présent cycle haussier sur l'or : apporter aux seniors les ressources dont elles ont tant besoin.**

Stade de la compagnie junior	Capitalisation (\$ Millions)
Prospection sur terrain inconnu	\$3-\$6
Cibles pour forages définies	\$6-15
Délimitation d'une découverte	\$15-30
Ressources définies	\$30-60
Tests métallurgiques	\$60-150
Pré faisabilité	\$150-300
Permis et faisabilité	\$300-450
Construction	\$450-600
Production	\$600

Ci-dessus un exemple de progression dans la capitalisation d'une junior, de la prospection à la production. Les chances de succès sont extrêmement faibles pour les premiers stades, mais augmentent à mesure que la junior passe d'un stade à l'autre.

**En conclusion, la meilleure façon de faire jouer l'effet de levier dans un marché haussier sur l'or, est de sélectionner des juniors de qualité, pas encore trop chères, avec des ressources indiquées, et qui progressent de la pré faisabilité vers la construction de la mine, et vers la production.**

Le prix de l'or dans le sol se vend sur une échelle de valeur allant généralement de \$10/oz au début du cycle, lorsque les ressources sont définies, pour terminer vers les \$100/oz, juste avant la production. L'action gagne en valeur, sans même dépendre d'une hausse supplémentaire du prix du métal. Cette partie-là du cycle des juniors est la plus payante pour l'actionnaire, à plus forte raison lorsque le prix du métal sous-jacent se trouve en plein marché haussier.

Les juniors qui travaillent à amener des ressources présumées dans la catégorie indiquées et mesurées ajoutent également de la valeur pour l'actionnaire.



A suivre...

3 mars 2006

LS