

## Dénicher les aubaines se fait plus difficile dans les secteurs des ressources naturelles

### Avis Morningstar

Sonita Horvitch

13 janv. 10

### Norman MacDonald d'Invesco Trimark aime bien le créneau de Silver Wheaton, et accorde sa confiance à Barrick Gold.

Norman MacDonald, vice-président et gestionnaire de portefeuille à Invesco Trimark de Toronto, dit qu'il est difficile de trouver des occasions présentant une bonne valeur parmi les actions de métaux de base et de métaux précieux.

Pour ce qui est des métaux de base, M. MacDonald affirme que le cuivre, le zinc et le nickel ont connu une telle reprise en 2009 que « l'on se pose des questions sur la durabilité de cours si élevés, même si la Chine est une grande cliente de ces marchandises. » Les actions aurifères se comportent exceptionnellement bien depuis quelque temps, dit M. MacDonald, et il faut faire preuve de discernement.

M. MacDonald gère le Fonds de ressources canadiennes Trimark, qui comptait 507 millions \$ d'actifs en fin décembre. Gestionnaire axé sur la valeur, sa discipline est d'acheter des compagnies dotées de bons actifs et d'une bonne gestion, et ce à des rabais significatifs par rapport à son estimation de leur valeur.

Cette estimation, déclare-t-il, repose sur une hypothèse concernant le prix de la marchandise en question. « Je fixe un cours que je considère durable à long terme. » Ce portefeuille comprend en moyenne une quarantaine de noms.

À la fin du mois de décembre, ce produit affectait 37 % de son portefeuille à des exploitants de gaz et de pétrole, 13 % à des sociétés de services pétroliers, 14 % à des titres aurifères et 15 % à des actions de métaux de base. Le contenu étranger de ce fonds était de 26 % pour l'année échue.

Silver Wheaton Corp. est une société du secteur minier que M. MacDonald vient d'ajouter à ce portefeuille. Selon lui, celle-ci est le chef de file mondial dans un créneau bien particulier appelé « streaming » consistant à acheter la production future d'autres compagnies d'extraction d'argent. Établie en 2004, elle s'est engagée dans des ententes d'achat d'argent avec des compagnies minières comme Goldcorp. et Barrick Gold.

Moyennant un paiement initial, ces ententes permettent à Silver Wheaton d'acheter une portion, voire la totalité de la production d'argent d'une nouvelle mine « à un prix fixe bon marché » sur une période prédéterminée, ou bien même sur toute l'existence de la mine. « Cela permet à Silver Wheaton de participer aux cours plus élevés que l'on prévoit pour l'argent, ainsi qu'à la croissance de la production de cette mine. »

Dans une certaine mesure, Silver Wheaton fait office de financier pour ces compagnies minières, qui considèrent leur production d'argent comme un sous-produit, précise M. MacDonald. Ce titre n'est pas bon marché, dit-il, « mais les ententes de Silver Wheaton s'articulent autour de mines de haute qualité et de grande longévité, qui sont géographiquement diversifiées et ont de bonnes perspectives de croissance de leur production. »

En ce qui concerne le secteur aurifère, M. MacDonald a vendu ses avoirs dans Goldcorp et Agnico-Eagle. Les évaluations de ces deux titres sont élevées en termes historiques pour ces deux sociétés, dit-il, et aussi par rapport à celles de leurs pairs.

M. MacDonald a préféré « considérablement » étoffer Barrick Gold, titre qui représente sa plus grande participation aurifère en portefeuille. Ce titre est résolument délaissé, dit-il, bien que Barrick ait éliminé les ententes spéculatives relatives à sa production. M. MacDonald dit avoir « une grande confiance » dans le PDG de Barrick, Aaron Regent, qui est en poste depuis un an et qui jouit d'une expérience dans l'industrie minière.

Quant à l'énergie, M. MacDonald dit trouver plus de valeur dans les producteurs de gaz naturel que dans ceux du pétrole, et qu'il y a davantage de valeur à récolter auprès des producteurs de gaz naturel aux États-Unis qu'auprès de leurs homologues canadiens.

## Dénicher les aubaines se fait plus difficile dans les secteurs des ressources naturelles

Une compagnie canadienne exploitante de gaz naturel que M. MacDonald considère être « extrêmement bien dirigée », et dont il a augmenté sa participation est Bonavista Energy Trust, fiducie à redevances qui a accru sa concentration dans le gaz naturel. Elle représentait 3,5 % du portefeuille en fin décembre.

L'été dernier, cette fiducie de taille moyenne qui évolue dans le gaz et le pétrole a acheté à Encana des propriétés gazières d'une bonne longévité dans le centre de l'Alberta, pour une somme d'environ 698 millions \$. Bonavista a financé cette acquisition par des créances bancaires et une entente d'achat d'actions à laquelle M. MacDonald a participé.

Les évaluations du cours de Bonavista sont légèrement supérieures à celles de compagnies de prospection et de d'exploitation, dit M. MacDonald. Néanmoins, il ajoute que cette fiducie bénéficie d'une équipe de gestion supérieure à nombre de ses rivales et possède des actifs de bonne qualité tout en étant doté d'un excellent profil de croissance pour sa production. « Les gestionnaires principaux, Keith MacPhail et Ronald Poelzer, ont une "stratégie claire" pour créer de la valeur pour les porteurs de parts. »

Une compagnie américaine productrice de gaz naturel à laquelle il augmente sa participation est Goodrich Petroleum, qui constitue actuellement 3 % du portefeuille. Cette compagnie, explique M. MacDonald, est impliquée dans le gisement de gaz naturel Haynesville Shale, située au nord-ouest de la Louisiane et s'étendant dans l'est du Texas et jusqu'en Arkansas.

Ce gisement pourrait s'avérer être l'une des plus grande découverte de gaz naturel aux États-Unis et « les plus grandes sociétés se bousculent à sa porte pour y avoir accès » déclare M. MacDonald. Goodrich, dont la capitalisation est de 1,2 milliard \$ US, pourrait effectivement faire l'objet d'une acquisition. « Mais je me concentre sur le succès de Goodrich dans son programme de forage dans l'est du Texas, et sur le fait que cette action affiche un cours raisonnable par rapport à la valeur nette de l'actif de cette compagnie. »

L'avoir énergétique le plus important, qui est le plus volumineux du Fonds de ressources canadiennes Trimark avec 4,5 %, est Nexen. « Cette action a été décevante et a indéniablement perdu sa popularité », affirme M MacDonald.

Nexen est en train de développer sa base d'actifs dans des régions comme le Nigeria et la Mer du Nord. « Ces projets ne dégageront pas une production croissante jusqu'après 2011, mais c'est maintenant que les capitaux y sont investis. » Cette compagnie a aussi connu des déboires dans son projet de Long Lake au nord-est de l'Alberta. Nexen a fait passer sa participation à Long Lake de 50 à 65% au moment où elle a acquis une participation de 15 % auprès d'un de ses associés, OPTI Canada à un prix très avantageux. « OPTI avait besoin de vendre. »

M. MacDonald dit que l'action de Nexen se négocie « à un rabais significatif par rapport à la valeur nette de l'actif de cette compagnie et de celle de ses pairs. » Bien que Nexen possède toute une collection de bons actifs, « sa stratégie pour élever la valeur de ses actionnaires demeure floue. »

---

### À propos de l'auteur

Sonita Horvitch est une journaliste chevronnée du domaine de la finance, dont la spécialité consiste à tracer le portrait des gestionnaires de fonds et de leurs stratégies. Avant de se joindre à Morningstar, elle a travaillé pour le National Post et son prédécesseur, le Financial Post, où elle était connue pour sa populaire chronique Buy & Sell, dont elle a eu la responsabilité de sa création en 1994 jusqu'en décembre 2008. Elle détient une maîtrise en économie des affaires de l'Université du Witwatersrand à Johannesburg, Afrique du Sud.