

Compte rendu discussion 29/06/2021 avec Pamela Kazeil

Pourquoi n'être présent opérationnellement qu'au Canada (et pas aux USA) ? Le potentiel sur ce seul marché est suffisamment important ?

Le Canada est un bassin qu'ils comprennent très bien, que cela soit les terrains ou les entreprises qui opèrent sur ceux-ci. Aux US, les terrains sont bien plus fractionnés¹. Par exemple, au Canada, sur 7.8 m d'acres, ils possèdent 100% de la zone de la surface aux sous-sols alors qu'aux US, on peut ne posséder que 10% ou 20%. Du coup, ce qui est acheté est très différent du Canada. De plus, il y a beaucoup de différences au niveau des réglementations entre les Etats et de façon générale ils ne connaissent pas aussi bien les bassins aux US. Ils pensent également que le milieu des royalties aux US a été très compétitif et spéculatif¹ ces 2-4 dernières années et les gens payent beaucoup pour entrer dans ce marché.

Un des avantages clés qu'ils ont par rapport à tous leurs concurrents est qu'ils possèdent la plupart de leurs terrains sur lesquels ils peuvent toucher des royalties sous la forme de damiers. C'est-à-dire qu'ils possèdent une section sur deux. Cela leur donne un gros avantage car au Canada les puits ont maintenant une portée étendue donc les sections sont de 1 mile sur 1 mile. Lorsque quelqu'un fore un puit, ils doivent souvent traverser les terrains gouvernementaux ainsi que ceux de PrairieSky. Cette configuration en damiers, d'après le management, leur donne un gros avantage sur ces terrains à royalties (**l'avantage de ce damier est un point que je ne comprends pas et qui sera à clarifier**).

De plus, comme indiqué plus tôt, PrairieSky possède 7.8 millions d'acres de la surface au sous-sol, donc toutes les zones. Par conséquent si un producteur entre dans un bail avec eux par exemple dans le Manville qui est une zone de profondeur moyenne, PrairieSky aura toutes les informations lorsqu'ils vont creuser cette zone.

Un autre avantage qu'ils ont vis-à-vis de tous les compétiteurs est qu'ils ont une importante base de données sismiques sur leurs terrains. Donc si un producteur se tourne vers eux pour commencer une exploration, ils leur donnent l'opportunité d'utiliser gratuitement ces données sismiques sur leurs terrains ce qui leur permet plus de certitude sur les chances qu'ils ont pour leur forage.

Activités sur leurs terrains

Au sujet des activités sur leurs terrains, au début 2021, la plupart des opérateurs au Canada étaient très prudents avec leur budget d'investissements. Début janvier, le WTI était vers le bas des \$50 et il y avait beaucoup d'incertitudes sur ce qu'il pourrait se passer avec les prix des ressources naturelles. Beaucoup d'opérateurs étaient en mode "attendons de voir comment l'année se déroule". Au final, durant le premier semestre 2021, ils opéraient et foraient juste avec ce que leur cash-flow leur permettait, donc sur des budgets conservatifs.

Ensuite il y a le démarrage du second semestre et au Canada ils nomment cette saison le « spring breakup ». C'est lorsque la neige fond et que le sol est très mouillé. L'activité est ralentie. Maintenant qu'ils sortent de ce *breakup*, ils commencent à voir un certain nombre d'opérateurs qui disent vouloir augmenter leur budget de capex dans la seconde moitié de l'année pour tirer avantage du prix du gaz et du pétrole qui sont en très fortes hausses. Par exemple, un prix du gaz au-dessus de \$3 pendant l'été est quelque chose qu'ils n'avaient pas vu depuis de longues années [les daubasses : [cours actuel en Alberta = 3,50 CAD](#)]. Ainsi, même si la première moitié de l'année n'a pas été très active, ils s'attendent à ce que la seconde le soit beaucoup plus. Et si j'ai bien compris, au niveau de leur

production, ils seront plus stables au quatrième trimestre et en entrant dans le premier semestre de 2022. Bien qu'ils ne donnent pas de prévisions, lorsqu'ils regardent sur les prochains 6 à 12 mois, ils s'attendent à voir assez d'activité sur leurs terrains pour que la production augmente.

Ils veulent s'assurer qu'ils sont dans les zones où il y a le plus d'avantages économiques à forer. Ils croient bien-entendu que les producteurs ayant le moins de coûts gagneront toujours, que cela soit dans une période de prix très hauts comme de prix bas. Et lorsque la transition énergétique se passera dans les prochaines 5 à 20 années, ils gagneront également dans ce nouveau contexte. Des zones comme Viking où ils sont les plus gros propriétaires de royalties en plus d'un significatif « gross overriding royalties^{2,3} », avec un WTI à \$70, l'opérateur commence à faire de l'argent et récupèrent le coût de leur puit en moins d'une année. Et donc, encore une fois, ils s'attendent à des troisième et quatrième trimestres très actifs. Dans la zone Clearwater où ils ont une importante position, avec un WTI à \$70, les puits sont remboursés largement avant une année parce que les forages sont peu coûteux⁴, moins de \$1m, et n'ont pas besoin de fracturation hydraulique. Ils sont donc très enthousiastes pour cette zone. Dans le contexte des prix actuels, ils s'attendent à être bien occupés dans ces deux zones et Clearwater est déjà très actif. Pour la zone Viking, c'est généralement lors du troisième trimestre que les producteurs sont les plus actifs. Pour cette année, ils ont déjà vu 5 ou 6 puits forés dans le Cardium qui a été assez lent historiquement au cours des dernières années avec des prix autour des \$50. Ils ont également vu beaucoup de producteurs revenir dans le Manville et son pétrole lourd. Au final, aux prix actuels, toutes les zones peuvent générer du cash, et pour certaines d'entre elles, y compris Clearwater et Viking, les producteurs récupèrent leur capital en moins d'une année.

Pour ce qui est du gaz naturel, ils n'ont pas l'exposition au Montney que d'autres entreprises ont et seulement 10% de leur production provient de cette zone. Pour donner une idée, ils ont généralement 10 à 15 puits forés par an dans cette zone et il y a eu 4 ou 5 forages cette année en plus de quelques nouveaux octrois de licence. Ils sont donc assez optimistes sur le fait qu'il y aura de l'activité dans la seconde moitié de l'année. Pour ce qui est des autres zones, ils ont environ 1.7 M de m³ par jour de gaz naturel et même dans leur petit portefeuille de gaz naturel, ils commencent à voir les producteurs retourner sur le terrain. Ils ne forent pas encore de nouveaux puits mais ils font du workover⁵ dépensent dans les \$10k ou \$15k pour que les puits produisent à leur maximum. Au final, que cela soit du workover ou du forage de nouveaux puits, ils s'attendent à ce que la production soit stable ou en augmentation.

Note : pour ce dernier paragraphe, j'avais parfois du mal à distinguer si elle parlait de la zone à proprement parler ou de l'ensemble des terrains détenus.

Comment percevez-vous la construction du pipeline Coastal GasLink vers la côte Ouest (mise en service prévue pour 2023) ? Est-ce un changement de paradigme potentiel pour le gaz canadien et plus particulièrement pour PrairieSky ?

Elle pense que ce sera plus pour début 2024 et que cela aura un gros impact sur les producteurs de gaz naturel, spécialement pour ceux du Montney au nord-est de la Colombie Britannique. Ils ont une grosse royalty d'environ 4% avec l'entreprise [Pacific Canbriam Energy](#) qui est possédée par [Pacific Oil & Gas](#) et ils s'attendent à ce que Pacific Canbriam Energy soit assez occupée sur leurs terrains. Mais pour tous les producteurs de gaz, cela signifie également que cela enlève la plupart du stress de l'AECO⁶ (marché local) par rapport aux problèmes du passé : manque de capacité et problèmes de stockage. Mais ces points ont été résolus grâce aux modifications qu'ils ont apporté aux pipelines et c'est pour cela que le prix du gaz est actuellement à \$3. Ils s'attendent donc à ce que la construction du Coastal GasLink

ait un effet positif mais bien qu'ils soient enthousiastes quant au prix actuel de \$3, il leur est difficile d'envisager l'AECO⁶ à \$5, \$6, \$7 ou \$8 car c'est facile et peu coûteux d'augmenter les volumes de gaz naturel.

Et donc à \$3, ils pensent qu'ils vont commencer à voir tellement d'activité supplémentaire que cela va peu à peu modérer le prix. Au final, ils pensent que sur le long terme, le prix continuera d'être autour des \$3. En fait, une chose qu'ils regardent pour le gaz naturel sont les coûts de recherche et de développement et ceux-ci continuent de diminuer alors que pour le pétrole, ils n'ont pas bougé au cours des 3, 5, 10 dernières années. C'est donc difficile de trouver du pétrole mais c'est très facile d'ajouter du volume de gaz. C'est pour cela qu'ils sont toujours un peu plus haussiers¹⁰ sur le pétrole que sur le gaz naturel.

Est-ce qu'on peut estimer la quantité de terrains qui n'ont aucun potentiel productif sur les plus de 16 millions d'acres détenus (rappel héritage compagnie de chemin de fer) ? Voient-ils une opportunité de vendre ces terrains pour libérer des capitaux pour des rachats d'actions par exemple ?

Lorsqu'ils font leur actifs/royalty playbook qui se trouvent sur le site internet, ils regardent toutes les zones et les évaluent dans le cas où l'on se déplace de seulement 1 mile d'un puit (**demande confirmation que j'ai bien pigé**). C'est donc une évaluation très conservatrice de ce que leurs terrains peuvent produire. Ils ont en effet réfléchi à cela par le passé et le point qui revient est que l'on ne sait jamais de quoi demain sera fait, comment la technologie va évoluer, ce que les entrepreneurs parviendront à identifier, ...

Par exemple, ils avaient ce qu'ils pensaient être des zones épuisées en Alberta dont une était nommée la « Fenn-Big Valley » et maintenant avec la séquestration du carbone, ils ont noué un accord avec [Enhance Energy](#) qui espère rétablir la production dans cette zone à quelque chose vers les 25'000 barils par jour sur lesquels ils prélèveront des royalties, ce qui leur donnerait une production pour les prochaine 5 à 10 années à 1 000 barils par jour de royalty (je suppose qu'ils toucherait donc 4% de royalties sur cette production) pour quelque chose qu'ils valorisent actuellement à \$0. Tout ça pour dire que ce genre d'opportunités sont toujours possibles mais qu'ils ne savent jamais ce qu'elles seront. Du coup, ils ne sont pas intéressés par vendre quelque terrain que ce soit. Ils aiment les conserver dans leur inventaire car on ne sait pas quelle seront les prochaines technologies et quelles opportunités elles apporteront.

Depuis les IPO, 90 millions d'actions ont été émises (augmentation de capital), principalement durant les premières années. Si je ne me trompe pas, à cette époque ils avaient déjà une production qui est environ 30% de la production actuelle (à vérifier**). Du coup, n'était-il pas possible d'émettre de la dette à cette époque ? Je demande cela car ma compréhension est que ce business model ne nécessite que peu de capital une fois que l'on a les terrains. Je me dis donc que rembourser de la dette avec ce genre de business modèle n'est pas très difficile, contrairement à une entreprise qui explore et fore avec des besoins importants en capitaux. Dans le même ordre d'idée, au premier trimestre, ils ont acquis un portefeuille de royalties pour \$45m. De ce que j'ai vu dans leurs comptes, ils ont seulement utilisé la trésorerie disponible. Mais avec les taux d'intérêts actuels, pourquoi ne pas avoir lever un peu de dette, tout particulièrement car ils ont un bilan très propre ? La trésorerie disponible aurait pu alors être utilisée pour des rachats d'actions supplémentaires.**

De façon générale, ils voient ce business sur le long terme et à un moment il faut repayer ses dettes. Ils ont donc toujours essayé de faire tourner ce business avec un bilan comptable propre (je pense qu'elle dit cela en opposition à certaines entreprises qui ont toujours plus ou moins de dette et la font rouler lorsqu'il faut rembourser le principal). Lorsqu'ils ont fait ces acquisitions en levant des capitaux propres par le passé, à l'époque, ils ont levé ces fonds à un prix de \$25 à \$32 par action. Alors que durant la dernière baisse, l'été dernier, ils ont racheté 10 millions d'actions à un prix de \$9.3. Ils ont donc utilisé cette baisse à leur avantage et ont racheté ces actions en utilisant de la dette (je n'ai pas vérifié si c'est bien le cas). Ils ont donc pensé que c'était une bonne opportunité pour utiliser leur bilan comptable. Je comprends tout à fait le raisonnement mais je le trouve un peu fallacieux car s'ils avaient utilisé de la dette au lieu de lever des fonds et bien le nombre d'actions serait encore moins grand et ils ne pouvaient pas savoir qu'il y aurait une forte baisse sur le marché.

Au sujet de l'acquisition au premier semestre, je me suis trompé et ils ont utilisé de la dette pour celle-ci. Ils n'ont pas beaucoup de dette au bilan à la fin du Q1, elle pense dans les \$60 millions de mémoire (à vérifier) et c'était pour ces deux occasions, les rachats d'actions et l'acquisition. Encore une fois, ils ne voient pas la dette comme étant une partie permanente de leur structure financière mais ils ne voient pas de problème avec le fait de lever de la dette de façon opportuniste pour tirer avantage d'opportunités.

Pourquoi avoir acquis récemment des nouveaux terrains pour 45 M CAD alors que PrairieSky a déjà le plus grand nombre de terrains des entreprises de royalties cotées ? Le plus rationnel n'est-il pas d'allouer tous les FCF aux rachats d'actions vu les cours actuels ?

Lorsqu'ils regardent une acquisition potentielle, ils comparent toujours cela avec un rachat de leurs propres actions. C'est toujours le critère numéro un car ils ont beaucoup de terrains. Donc lorsqu'ils étudient une acquisition, ils regardent quel sera le taux de rendement de cette dernière et le comparent à leur coût de capital. Ils font cela avec un modèle de DCF en utilisant un prix strict (du pétrole je suppose ? mais c'est peut-être strip et j'aurais mal entendu ? à vérifier) mais en utilisant une analyse de sensibilité pour le comprendre. Et ils veulent que leur IRR soit plus important que leur WACC⁹, dont elle me parle plus en détail plus tard.

Lorsqu'ils regardent une acquisition, ils regardent bien sûr si elle sera relative⁹ aujourd'hui mais également dans 5 ou 10 ans. En gros, si elle aura une croissance plus rapide que leurs actifs actuels. Et lorsqu'ils ont étudié l'acquisition faite au premier trimestre, ils ont pensé qu'il y avait une possibilité de croissance de 5% à 10% par an du fait de la localisation de ces terrains. Ils étaient en fait assez excités de pouvoir acheter ce terrain car c'est une propriété de royalties qu'ils regardaient depuis les deux dernières années mais n'avaient pas pu négocier. Ils pensent donc que pour celle-ci, premièrement leur IRR sera plus important que leur WACC, et deuxièmement elle sera très relative sur les prochaines 5 à 10 années.

Au sujet du prix du pétrole et de la plage qu'ils utilisent pour leurs évaluations, ils comment par utiliser le strip pricing¹⁰ basé sur le WTI et l'AECO et ensuite le différentiel entre le pétrole léger et le lourd et convertissent le tout en dollars canadiens. Ensuite, ils font tourner leur étude sur un prix constant dans une gamme de \$10, généralement juste à la baisse et pas à la hausse. Et pour l'AECO, ils le font généralement tourner dans les 50c autour du strip pricing. Par exemple, au premier semestre, ils auraient été dans les \$50 à \$55 pour le strip pricing et auraient fait leur évaluation avec des sensibilités jusqu'à \$40 à la baisse et \$65 à la hausse.

Sur leur WACC et encore les acquisitions

Généralement, ils évaluent continuellement leur WACC mais comme ils ont principalement des capitaux propres et n'ont pas beaucoup de dette, le WACC est principalement sur leurs actions. Donc actuellement, leur WACC est entre 7% et 8%. Donc lorsqu'ils étudient une potentielle acquisition, leur objectif est un IRR avec un chiffre haut ou à deux chiffres.

Sur la réduction de leur ligne de crédit (c'est comme cela que je traduirais « credit facility ») durant le premier trimestre, c'était plus de la curiosité mais j'avais noté que dans les notes aux comptes du premier trimestre ils avaient réduit cela et comme je ne m'y connais pas trop, je me demandais pourquoi ou quel était l'intérêt.

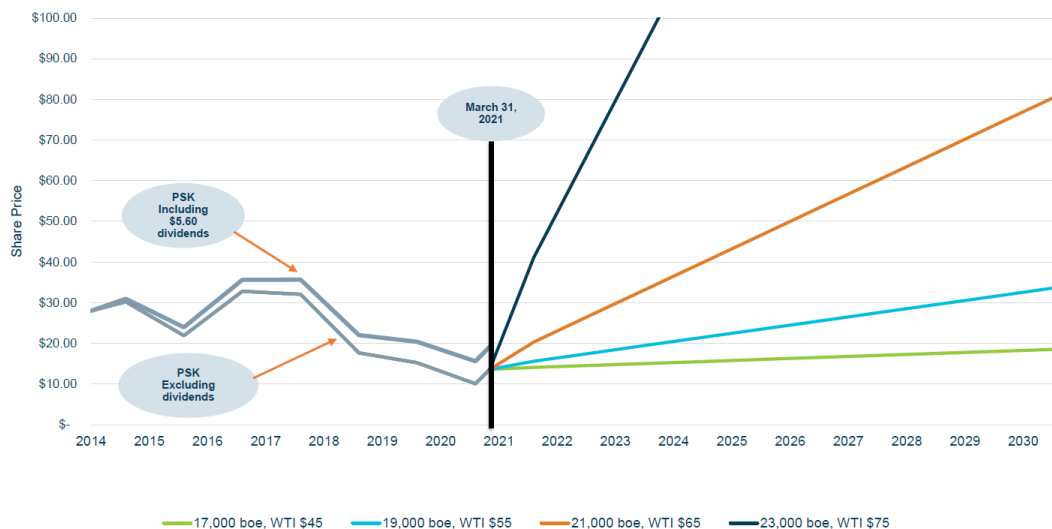
En fait, ils ne voulaient pas payer les commissions de non utilisation¹¹ pour une ligne qu'ils n'utilisaient plus ou qu'ils n'ont pas utilisé. En fait, la ligne inclue la possibilité de l'augmenter s'ils le désirent avec l'accord des prêteurs. Mais lorsque vous avez cette possibilité d'augmentation. Vous ne payez pas de commissions de non utilisation. Au final, c'était simplement pour économiser quelques \$200'000 (**est-ce par an ? à vérifier**) car ils se sont dit que de toute façon, en une semaine ils peuvent l'augmenter alors pourquoi payer les commissions avant d'en avoir besoin.

Ils ont mentionné leur désir d'augmenter les rachats d'actions et on peut voir dans la présentation du 16 mai 2021 ([Investor day presentation](#)) slides 78 et 79 ce tableau et ce graphique estimant l'effet des rachats sur le prix d'une action dans les années qui suivent en fonction du prix du baril :

Capital Allocation – Share Buyback Example



Assumes \$13.50 PSK Share Price	17,000 BOE/d \$45 WTI	19,000 BOE/d \$55 WTI	21,000 BOE/d \$65 WTI	23,000 BOE/d \$75 WTI
10 Year Funds from Operations	\$1.3 Billion	\$1.7 Billion	\$2.2 Billion	\$2.7 Billion
Funds from Operations allocated to Repurchase Shares				
Share count reduction	44%	57%	74%	90%
Free Cash Flow Yield – Year 11	7%	12.5%	30%	107%
Share Price Year 11	\$18.50	\$34.00	\$80.00	\$285.00



Cependant, ils ont également annoncé une augmentation de 8% du dividende ce qui me semble un peu contradictoire avec une politique focalisée sur le rachat d'actions. De plus, du fait de la valorisation actuelle assez basse et le fait que cela soit un business model de très long terme (cf. TPL qui font des rachats depuis des décennies), pourquoi ne pas se focaliser sur les rachats et pourquoi augmenter le dividende ? Cependant, je suppose que cela dépend également du type d'actionnaires et que certaines préfèrent les dividendes et d'autres pas. Aussi, la double taxation qui je crois (**mais à vérifier**) a également lieu au Canada, fait qu'au final, il est moins efficace de verser un dividende car s'il désire des liquidités, un actionnaire peut vendre quelques actions à un prix qui sera plus haut du fait des rachats. Donc au final, je souhaitais surtout qu'elle me parle de leur raisonnement par rapport à ce choix d'allocation de capital.

C'est en effet cela et cela dépend du type d'actionnaires. Ils ont des actionnaires qui sont des fonds à dividendes qui veulent donc voir plus de dividendes. D'après les analyses, une augmentation de 8% du dividende donne un payout ratio de 30% et donc ils ont l'impression que c'est encore un ratio très bas qui leur apporte beaucoup de possibilité de rachat d'actions tout en apportant à ces fonds l'augmentation du dividende qu'ils peuvent apporter à leurs investisseurs. Au final, c'était vraiment dans l'idée de trouver cet équilibre entre les différentes nécessités des différents actionnaires. Il est important de noter que le management de PrairieSky est un important actionnaire (2%...) et qu'ils adorent les rachats d'actions car d'un point de vue de l'imposition, c'est un retour de capital très efficace comme je le mentionnais dans ma question. Et sur le long-terme, si ces actions rachetées sont annulées et que ces rachats sont faits sous leur valeur intrinsèque, alors cela crée de la valeur. Ils pensent que cette augmentation de 8% du dividende, mais avec toujours un payout ratio faible, leur apportait encore de la flexibilité dans les rachats d'actions futurs tout en apportant un retour à leurs actionnaires plus portés sur les dividendes.

J'avais eu un peu le même son de cloche lorsque j'avais discuté il y a quelques temps avec le CEO de Polaris Infrastructure. Ils ne faisaient pas de rachats d'actions mais avaient un bon dividende et au vu la valorisation je lui avais demandé pourquoi. En regardant mes notes sur cette discussion, il avait donné les raisons suivantes : premièrement, il y a au Canada un gros marché pour les « dividend stocks ». Deuxièmement, il y a au Canada une règle qui dit qu'une entreprise ne peut pas racheter plus de 1% de ses actions par mois et pas plus de 5% par année, ce qui n'est pas beaucoup. Du coup, je suis allé fouiller un peu et il semblerait que selon les termes, cela puisse aller jusqu'à 10% par année^{12,13}.

Il semblerait qu'il y ait une "mode" actuelle sur la région Montney. Est-ce que c'est quelque chose qu'ils voient également ? Par exemple est-ce que cette région commence à être plus attractive qu'elle ne l'était ? Est-ce que PrairieSky en profite ? Des exemples seraient les bienvenus sur l'exposition et la tendance actuelle.

C'est en effet une zone très très active avec les forages et où il y a également eu beaucoup de consolidation des divers opérateurs. Ils ont l'exposition à Pacific Canbriam Energy au nord-est de la Colombie Britannique et une autre avec une autre nommée [Leucrotta](#). Mais ils avouent que c'est une zone à laquelle ils sont sous-exposés et à laquelle ils voudraient plus d'exposition. Mais malheureusement, il est compliqué d'y faire une acquisition qui leur apporterait ce qu'ils pensent être un bon IRR. C'est cependant un point sur lequel ils vont continuer de travailler.

On peut voir depuis quelque temps un effet de mode, ou en tous cas une tendance, de plus en plus prégnante vers tout ce qui est « ESG ». Ce qui semble entrainer une importante réduction des financements/déploiements de capitaux vers les activités pétrolières et gazières. Je me demandais donc si cela leur permet de saisir des opportunités (cf. Topaz Energy dont la principale vocation est d'apporter des capitaux à Tourmaline en externalisant les infrastructures et les terrains) et comment PrairieSky peut profiter de cette situation ? Par exemple, et je sais que cela ne fait pas partie de leurs opérations principales, mais une option aurait pu être d'investir dans des entreprises pétrolières dont la valorisation est encore très basse mais qui sont très profitables à \$70 le baril.

D'un point de vue ESG, ils sont très actifs et le fait qu'ils possèdent une si grande zone leur permet de regarder différentes opportunités. Ils sont par exemple impliqués dans plusieurs projets de « Carbon capture and storage » (CCS) ou séquestration du dioxyde de carbone. Ils sont également impliqués dans des projets de « blue hydrogen¹⁴ » et d'hélium et tout cela sans aucun coût de leur part car ils possèdent les terrains. Ils travaillent également avec différents producteurs pour voir s'il y aurait des opportunités possibles dans la transition énergétique. Encore une fois, ils sont très enthousiastes pour ces projets car ils possèdent déjà les terrains et cela ne leur coûte donc rien de participer à cela. Et il y a plus de détails dans leur présentation de l'Investor Day.

Au niveau du financement et du déploiement de capital dans le bassin, ils étaient très enthousiastes de voir Topaz Energy entrer dans la place car certains des financements qu'ils font avec différents opérateurs à l'ouest du Canada sont vraiment bien pour le bassin, cela attire plus de capital, plus d'investisseurs dans le bassin. Encore une fois, de façon générale, ils regardent continuellement diverses opportunités, mais comme mentionné précédemment, elles sont toujours mises en compétition avec le rachat d'actions et comme ils ont une grande exposition à différentes opportunités, l'hurdle rate¹⁵ est difficile à atteindre. Mais ils regardent actuellement à des possibilités et verront bien ce que le reste de l'année leur réserve.

Encore une fois, ils pensent qu'actuellement, il y a vraiment une opportunité dans le secteur Oil & Gas Canadien. Aux US, ils descendent d'un pic alors que les entreprises Canadiennes d'Oil & Gas sont au plus bas et ils commencent à voir plus d'investissements, plus d'activités. Ils pensent donc que le secteur Canadien de l'énergie est très excitant par les temps qui courent. Et une des opportunités qu'ils voient pour le secteur Canadien de l'énergie - contrairement à celui US - est que toutes les régulations et coûts pour produire dans le respect de l'environnement comme par exemple la régulation sur le méthane sont déjà incorporées dans les coûts des entreprises Canadiennes mais vont être des nouveaux coûts pour les Américaines. Donc le Canada est prêt à rivaliser dans le cadre ESG.

Au final, ils sont excités d'être dans le secteur canadien de l'énergie car, honnêtement, ce n'était pas le cas ces dernières années. Mais aujourd'hui cela semble vraiment être une bonne opportunité et les entreprises canadiennes sont vraiment en train de saisir ces opportunités contrairement aux US. Par exemple, il y a déjà énormément de travail qui a été fait en Alberta sur ??? (là je n'ai pas compris ce qu'elle disait) ... Ils ont déjà un pipeline qui va délivrer le carbone de la raffinerie et du "nutrien fertiliser plant" (est-ce l'entreprise Nutrient ?) vers différents groupes ("pool" dans le texte). Pour conclure, il y a une vraie chance au Canada pour produire du pétrole avec les plus basses émissions scope 1, 2 et 3¹⁶ au monde.

Comment expliquer la différence de valorisation avec TPL ? Pense-t-elle que c'est un problème de listing car PrairieSky n'est listée qu'au Canada (je ne compte pas le liste OTC au US) ou bien parce que les gens ne voient pas encore le Canada comme un « oil play » et sont donc plus focalisés sur les US ?

Premièrement, ils pensent que TPL est la seule entreprise de royalties aux US qui leur ressemble. Ils possèdent leurs terrains à perpétuité, elle pense qu'ils sont la seconde plus vieille entreprise listée aux US. Ils l'appellent "leur entreprise sœur" bien qu'ils n'aient aucune relation avec eux. Leur valorisation a significativement augmenté ces dernières années car les tours de forage¹⁷ étaient là et il y avait beaucoup d'activité dans le bassin Permien. Et tout cela se reflète dans le cours de leur action. Ils pensent que c'est une formidable entreprise.

Au sujet de la comparaison entre les multiples des deux entreprises, ils pensent que les analystes et les actionnaires ont intégré un déclin permanent autour de 1% à 2% par an dans leurs modèles et il est vrai que c'était le cas ces dernières années. Cependant, ils pensent que dans le contexte actuel des prix, ils commenceront à voir leur production croître dans les prochains 6 à 12 mois. Et la façon dont quelqu'un valorise une entreprise avec un déclin à terme de 1% à 2% est significativement différent d'une croissance à terme de 2%. Ils s'attendent donc à ce que dès qu'ils commencent à voir cette croissance, on verra une expansion des multiples.

Il y a également une différence entre les deux entreprises car TPL possède les droits sur l'eau mais PrairieSky n'a pas cette possibilité.

TPL a en effet très bien joué sur l'eau en surface alors que PrairieSky ne possède pas la surface. La façon dont ils touchent des revenus incrémentaux et via la location de leurs terrains où ils touchent un paiement upfront qui est leur « bonus consideration ». Ce bonus de démarrage a été dans une gamme allant de \$10m l'année à un plus haut de \$67m en 2017. Donc ce « bonus consideration » apporte beaucoup de revenus incrémentaux. Ensuite, pour chaque bail dans lesquels ils entrent, l'opérateur doit payer, presque comme pour une location d'appartement c'est une location de bail et donc ce sont des frais qu'ils payent tous les ans et qui a généralement été entre \$7m et \$9m. Au final, ces deux points combinés vont générer quelque chose comme \$15m à \$30m par an de revenus incrémentaux. Donc bien qu'ils n'aient pas l'eau, ils ont des revenus additionnels (est-ce que TPL fait cela aussi ?). Ils ont également un petit peu de software (c'est ce que j'ai cru entendre mais à confirmer. Je n'ai pas trop trouvé de détail dans "other revenues") revenus et de l'activité sur les pipelines : ils collectent des revenus lorsqu'un producteur utilise les puits sur leurs terrains pour l'injection de l'eau. Donc ils ont ces petits revenus incrémentaux mais clairement le business de l'eau pour TPL est un bon business.

Références et notes :

1. Elle utilise le mot frothy (<https://www.investopedia.com/terms/f/froth.asp>)
- 2 [Let's talk about royalties: the continued uncertainty surrounding the creation and legal status of the overriding royalty](#)
- 3 [What is Overriding Royalty Interest and How to Value it?](#)
- 4 Plus précisément elle dit que les « wells are very economic to drill ». J'ai donc traduit par « peu coûteux à forer ».
- 5 Voir définition of workover [ici](#).
- 6 Dans le contexte de la discussion, il me semble logique que l'AECO soit ici le complexe de stockage situé au sud de l'Alberta. Voir [ce lien](#) qui en parle. Cependant, l'AECO est aussi utilisé pour parler du prix du gaz, voir [ici](#).
- 7 "Bullish" dans le texte.
- 8 Weighted Average Cost of Capital ou coût moyen du capital.
- 9 Elle utilise « accretive »
- 10 Je pense que c'est ça : <https://www.investopedia.com/terms/f/futuresstrip.asp>
- 11 C'est upfront fees dont la traduction serait commissions de non utilisation
- 12 [Share Buybacks During COVID-19? Practical Considerations Before Proceeding](#)
- 13 [Normal-Course Issuer Bid \(NCIB\)](#)
- 14 Hydrogène produit à partir de gaz naturel. Il est dit "bleu" car à partir de gaz et non "vert" comme celui issu des énergies renouvelables, ce qui au final est le must pour tout écologiste.
- 15 Hurdle rate ou minimum taux de retour sur un projet. Voir définition [ici](#).
- 16 Voir définition [ici](#).
- 17 Rigs

Annexes

Article intéressant sur le changement de la capacité d'exportation du pétrole et du gaz au Canada :

<https://bisoninterests.com/content/f/good-news-for-western-canada-excess-pipeline-capacity-by-2023>

Interview par Andrew Walker (Yet Another Value Blog) sur Blackstone Minerals qui est une entreprise de Royalties aux US :

<https://www.youtube.com/watch?v=aDvBfNXtMT0&t=1834s>