



Sylvania Platinum (SLP)

Bourse de Londres - ISIN : **BMG864081044**

- - - - -

Sylvania Platinum : un producteur original et low-cost de platinoïdes

Nb actions : 286 997 598 (au 30/06/2018 en excluant 4,85 millions d'actions auto-détenues)

Options et bonus : 5 462 603 (au 30/06/2018)

Nb actions après potentielles dilutions retenues pour calcul : 292 460 201

Cash net de dette : 14 millions \$ (au 31/12/2017)

Ebitda annuel : 22,2 millions \$

Analyse au 15/09/2018

Cours à cette date : 22,5 Gbp soit 0,294 \$

Capitalisation : 86 millions \$

EV : 72 millions \$

EV / Ebitda : 3,2x

Comme souvent avec les sociétés sélectionnées pour notre aventure, nous avons déjà **du cash**. Pour Sylvania, il représente 14 millions \$ après le rachat d'un confrère. Ensuite, nous avons

une **production très rentable avec un profil low-cost** qui confère une sécurité appréciable. Dans ces conditions, voilà un candidat idéal pour celui qui veut embarquer des platinoïdes dans son portefeuille d'aventurier.

Curiosité, Sylvania n'est pas une minière classique. Effectivement, elle **exploite uniquement les « tailings » c'est à dire les résidus de mines pour en extraire des platinoïdes**. Comme au fil du temps la teneur en métaux précieux des mines baisse, il faut soit aller plus profondément sous terre, avec tous les coûts et toutes les contraintes que cela engendre, soit exploiter des mines à faible teneur. Surprise, les résidus des anciennes mines sud-africaines, pays où Sylvania exerce son activité, ont des teneurs supérieures à certaines mines modernes « vierges ». La faible teneur est en partie compensée par la facilité d'extraction : minage à ciel ouvert et roche déjà broyée. Le traitement du minerai semble assez technique mais, heureusement, Sylvania possède un vrai savoir-faire dans le domaine.

En chiffres, cela donne un Ebitda de 22 millions \$ pour l'année. Même si les résultats vont dépendre des cours des platinoïdes, Sylvania devrait continuer à avoir de bons résultats grâce à l'acquisition récente d'un concurrent (Phoenix Platinum pour 6,7 millions \$) qui permet de sécuriser les volumes. Sylvania améliore aussi son outil de production (projet ECHO qui va coûter 12 millions \$ jusqu'en 2021). Cela représente des coûts mais c'est aussi le moyen d'avoir un outil industriel efficace tant au niveau des taux de récupération des métaux (efficacité) que des capacités (volumes).

Point important, **Sylvania a des coûts de production parmi les plus faibles de son secteur** (567 \$/once pour le groupe 4e PGM qui comprend le platine, le palladium, le rhodium et l'or) **voire les plus faibles au monde d'après son CEO**.

Un petit mot sur les platinoïdes. Nous avons assisté ces dernières années à des mouvements importants, un véritable changement d'époque en fait. Tout d'abord en 2011, le cours de l'or a rattrapé celui du platine puis, sur la 2ème moitié de 2015, les 2 courbes ont commencé à s'écarter et l'or est aujourd'hui 30% plus cher que le platine.

Encore plus impressionnant, le mouvement palladium/platine. Le platine est principalement utilisé pour les pots catalytiques des véhicules diesel tandis que le palladium l'est pour les véhicules essence. La mode n'est plus au diesel et cela se voit directement dans les cours de nos métaux.

Fin 2008, le platine valait 4 x plus cher que le palladium, plus de 2 x plus cher il y a 5 ans, et aujourd'hui le palladium est plus cher que le platine ! On notera que les platinoïdes sont des métaux précieux dont l'utilisation est essentiellement industrielle, contrairement à l'or.

LES DAUBASSES



Le ratio EV/Ebitda actuel est de 3,2x ce qui semble raisonnable. **Mais l'Ebitda est-il soutenable avec la baisse des cours du platine ?**

Le platine représente plus de 60% de la production de Sylvania et sa baisse peut effrayer. Le platine est passé d'un plus haut à 1 025 \$ en janvier 2018 à 815\$ mi-septembre ! Mais, fort heureusement pour notre junior sud-africaine, les autres métaux produits sont mieux orientés. Le palladium résiste assez bien depuis février et le rhodium progresse. Les 2 autres platinoïdes, l'iridium et le ruthénium, plus marginaux dans la production de Sylvania, sont aussi bien orientés.

Le cours du panier moyen sur l'année écoulée était de 1 135 \$ mais je l'évalue à moins de 1 000 \$ sur le dernier trimestre. Certes, il va encore baisser mais dans des proportions beaucoup plus limitées que le cours du platine pourrait le laisser craindre. Mon calcul maison donne un panier à 1 033 \$ entre le 01/07/2018 et le 16/09/2018.

Si on prend **l'hypothèse de cours stables**, l'Ebitda de 8,6 millions \$ au dernier trimestre pourrait subir une baisse réduite. Avec 7 M USD d'Ebitda par trimestre on aurait 28 M USD d'Ebitda en annualisé pour 2019 et dans ce cas un **EV/Ebitda prévisionnel qui se rapprocherait de 2,5x**. Marge de sécurité supplémentaire : la baisse du rand (devise sudafricaine) qui fait baisser les coûts de production en \$.

Coté facteurs secondaires, nous sommes en Afrique du Sud où les mineurs sont expérimentés mais où le secteur est chahuté par de fréquentes revendications et avec des changements de

réglementations permanent. L'approvisionnement en électricité et en eau peut aussi être difficile. Par contre, le management procède tel un métronome à des opérations que nous adorons : des rachats d'actions pour annulation.

En résumé, **Sylvania permet de s'exposer aux platinoïdes** (avec les risques de yo-yo associés) **à travers un producteur low-cost, qui a du cash et une exploitation rentable**. Que demander de plus ? Peut-être un rachat par Sibanye, un concurrent valorisé 1,4 Md USD en bourse et qui se lance à corps perdu dans le platine et dont l'appétit d'ogre l'a conduit à prendre une participation dans le spécialiste sud-africain des tailings d'or ?

Avertissements !

Cette analyse vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas un conseil en investissement.

Les performances passées ne préjugent en rien des performances à venir.

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

daubasses.com

© Tout droits réservés