

PrairieSky Royalties

- DIVERSIFICATION DANS LA VALEUR -

Bourse de Toronto - Ticker : PSK / ISIN : **CA7397211086**

- Comparaison de 3 compagnies du secteur *royalties* sur le pétrole -

Date de l'analyse : 11.06.2021

Cours à la date de l'analyse : 13,50 CAD

- - -

Venez forer chez nous !

Qui n'a jamais rêver de se faire démarcher pour qu'on installe un derrick sur ses terres arides ?

On parle de la structure métallique utilisée pour forer du pétrole hein... pas du célèbre inspecteur allemand.



Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

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

- Aparté -

L'idée est ici de vous présenter des idées d'investissement originales.

Si vous êtes allergique au pétrole, que vous ne mangez que des graines et que vous considérez le pétrole et le gaz comme des sources d'énergie sans avenir, ou pire, que ce sont ses énergies fossiles maudites qu'il faut absolument bannir : pas de problème ! Nous ne prenons pas parti sur un sujet énergétique, ni sur les dimensions ESG complexes qui dépassent le cadre de l'investissement. Nous ne sommes pas compétents sur les questions énergétiques, environnementales, "green business", ...

Bref, passez simplement votre chemin si votre éthique vous interdit de toucher de près ou de loin à cette énergie fossile barbare (ou lisez la suite dans un but de simple distraction). Fin de l'aparté. Bonne lecture.

Présentation

Nous vous avons présenté les sociétés de royalties dans la [Lettre mensuelle n°109 de mai 2020](#), diffusé par la suite sur le blog via cet article : [Découvrez le monde merveilleux des Royalties !](#)

Suite à de nombreux retours positifs de votre part sur ce type d'entreprises atypiques, on a souhaité aller plus loin pour profiter des atouts des entreprises de redevances et de les mixer avec une matière première aujourd'hui encore indispensable : le pétrole.

Vous le verrez dans la suite de cette présentation, il y a eu des succès boursiers phénoménaux (enfin, surtout un succès) sur cette niche "royalties + pétrole". Notre travail de forage profond dans ce marché particulier nous permet de vous proposer 3 actions de ce secteur. Elles ont chacune un profil bien différent, avec des avantages et des inconvénients. On va essayer de vous présenter succinctement les intérêts de chacune de ces entreprises cotées.

Nous avons exclu de notre recherche les "trusts". Les trusts sont des véhicules d'investissement américains avec une fiscalité transparente. Dit autrement, ils ne subissent aucune taxe ou imposition. Ce sont directement les "trustee" - les actionnaires du trust - qui doivent payer les impôts sur les bénéfices du trust directement sur leur taux marginal d'imposition. Ces types d'actions ont été systématiquement exclues de notre recherche car elles génèrent une paperasserie et des tracasseries importantes pour les investisseurs en dehors des Etats-Unis.

Pour rappel, l'avantage des entreprises de royalties, c'est une marge de plus de 90% et une incapacité à générer des pertes. Attention, ça ne veut pas dire que les actionnaires ne peuvent pas perdre d'argent ! Ce sera le cas par exemple si vous surpayez vos actions (haut de cycle boursier) et

que le sous-jacent (ici le pétrole et le gaz) s'écroule entre le moment de l'achat et de la vente. Bref, il faut éviter d'acheter trop cher ! Voilà, c'est dit. Super conseil.

Sans plus attendre, place à nos 3 champions :

Texas Pacific Land (TPL) : la *success story* ! Modèle à suivre ?

L'entreprise semble avoir une histoire bien particulière - mais ce n'est pas le cas, vous comprendrez par la suite pourquoi - puisque les terres qu'elle détient aujourd'hui proviennent de l'ancienne compagnie de chemin de fer *Texas and Pacific Railway* suite à sa faillite en 1888. Le trust s'est transformé en "Corporation" début 2021 au plus grand plaisir des actionnaires, car cela signifie plus de transparence dans la gouvernance.

Son terrain de jeu est une zone dynamique d'un point de vue pétrolier : les régions Permian et Eagle Ford au Texas. Ces régions captent le plus de flux de capitaux en terme de prospection pétrolière. Alors certes avec ses "seulement" 533 000 acres¹ TPL a la plus petite emprise foncière des 3 entreprises qu'on vous présente mais elle est présente sur le territoire le plus prisé actuellement. Merci le pétrole de schiste !

TPL a aussi la particularité de posséder des droits complets : droits miniers (sous-sol) + surface. On vous présentera l'intérêt des surfaces par la suite via le traitement et la fourniture d'eau.

TPL, c'est une incroyable histoire de rachat d'actions. Un mix entre chance et clairvoyance ? Quoi qu'il en soit, la fréquence et l'abnégation années après années à consacrer presque tous les cash flows aux rachats d'actions constituent un fait quasiment unique dans l'histoire boursière... surtout que ça a bien tourné. On vous renvoie vers cet article pour approfondir sur l'ampleur de ces rachats d'actions : [Texas Pacific Land Trust: The Century-Old Share Buyback Story](#).

Le profil de TPL pourrait être résumé par la formule suivante : 'rente de situation + rachat d'actions' sur une zone géographique limitée. C'est la seule entreprise des trois qui n'a aucune dette avec une trésorerie nette de 311 M USD au 31 mars 2021.

Regardez sur le graph ci-dessous² comment l'entreprise a retourné auprès de ses porteurs / actionnaires au cours des 10 dernières années la création de valeur à une croissance de +32% par an.

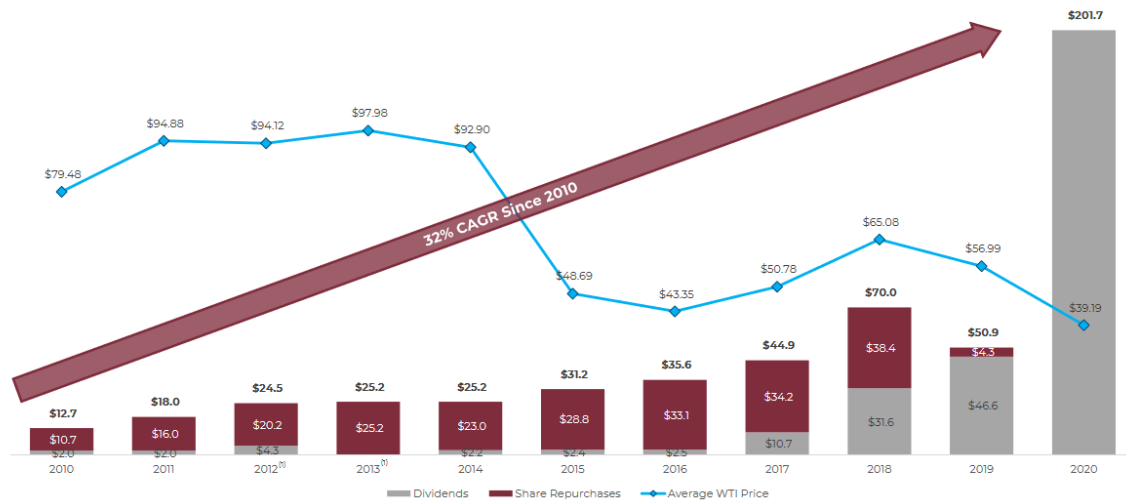
¹ 1 km² = 247,1 acres

² [p.17 - Présentation TPL - juin 2021](#)

LES DAUBASSES

Cumulative Return of Capital

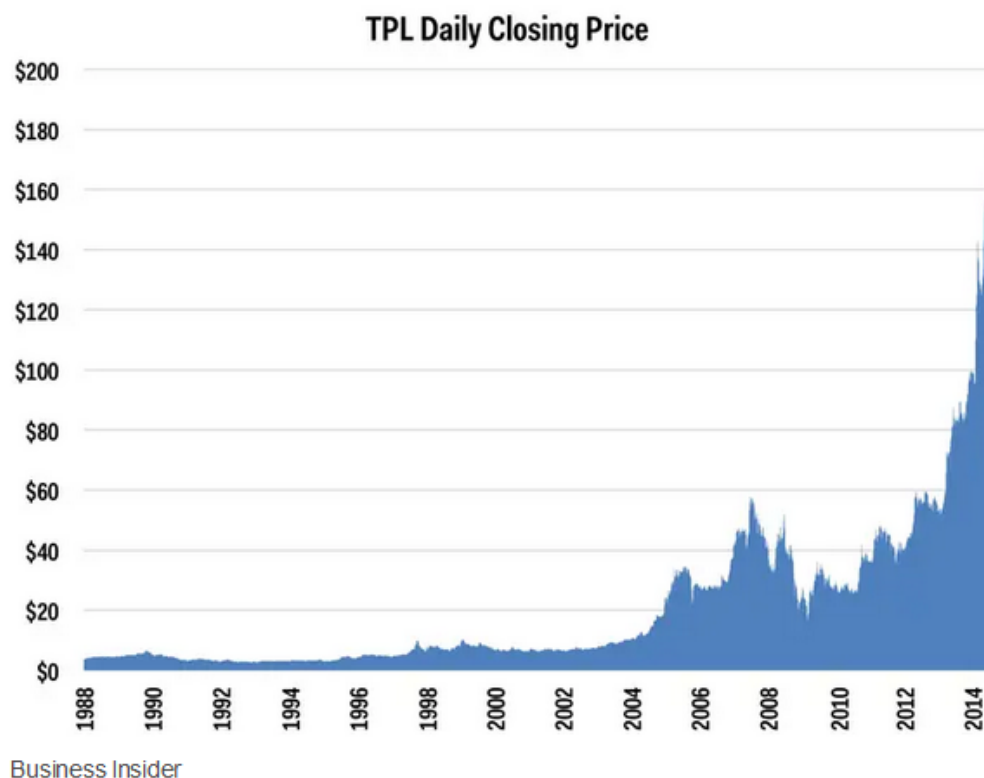
(\$ in millions, except average WTI prices)



On distingue une première partie de 2010 à 2017 où la priorité est le rachat d'actions avec un très maigre dividende.

Puis, à partir de 2018, le management privilégie le dividende. Il faut dire que le cours a flambé sur la période, les rachats d'actions ne créent donc plus autant de valeur une fois que le marché boursier a décidé de correctement valoriser TPL dont le cours de l'action a explosé à la hausse.

La performance boursière fait tourner les têtes. En 2014, l'action TPL est déjà un phénomène. On vous invite à lire [cet article](#) (en anglais) de Business Insider dont est issu ce graphique pour revivre l'histoire :



Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

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

LES DAUBASSES

L'action passe de 5 dollars en 1988 à près de 180 dollars en 2014 soit x36. Une performance incroyable... qui n'était pourtant pas finie ! Le Texas est pris d'assaut par une nouvelle technologie : le forage horizontal (*fracking* en anglais), une innovation de rupture qui change la donne avec une amélioration de la productivité des puits. Les investissements affluent alors sur les terrains texans de TPL, la production décolle... et les bénéfices s'envolent. Résultats, le cours continue sur sa lancée et est encore multiplié par 8 de 2014 à aujourd'hui en franchissant les 1 500 USD récemment. De 5 dollars à 1 500 dollars de 1988 à 2021, soit un cours multiplié par x300 en 33 ans, sans tenir compte des dividendes distribués sur la période. Quel parcours !

Ce succès repose sur la magie du modèle d'affaires d'une entreprise de royalties (structure de coûts très faible) avec un stock de terrains regorgeant de pétrole. Les nouveaux forages ont afflué et ont été fructueux, ce qui a permis à notre champion américain de largement surperformer les traditionnels producteurs de pétrole car le cash est entré "tout seul" dans les caisses sans (ou presque) aucun frais pour TPL.

Le graphique ci-dessous datant de 2020³ compare le cours de TPL avec *Exxon Mobil* (XOM) et le cours du baril WTI en base 100 du 31/12/2008 au 31/12/2019 :



L'action TPL réalise une performance de x22 alors que le baril WTI chute de 56% sur la période et que l'action Exxon est en forte baisse de 46%.

³ Source : https://horizonkinetics.com/app/uploads/Q1-2020-CVALUE-Review_FINAL.pdf

Pour aller plus loin sur l'histoire de Texas Pacific Land, on vous conseille la lecture d'un article de mars 2021 de Forbes : [Does Texas Pacific Land Stock Have More Room To Run After 5x Rally?](#) ;

Ainsi que le rapport de Horizon Kinetics dans [leur rapport du T1 2021](#) (en anglais).

Les gars de chez Horizon Kinetics sont des grands fans (et d'importants actionnaires historiques) de TPL. Ce sont des pionniers dans la compréhension du modèle unique de l'entreprise. Ils en ont financièrement bien profité. A noter que le co-fondateur et directeur des investissements de Horizon Kinetics Stahl Murray (et membre du *board* de TPL) achète depuis le 11 janvier 2021 des actions TPL tous les jours quelque soit le cours⁴ !

Allons voir maintenant qui sont les deux autres entreprises concurrentes. Changement de registre, on va voir ailleurs, direction le Canada.

Freehold Royalties (FRU) : dividendes à gogo

L'entreprise canadienne est à l'origine un trust introduit en bourse en 1996 créé à partir des actifs de Canpar, un fonds de pension de la compagnie ferroviaire *Canadian National Railway Company* dont elle récupère les droits miniers. Freehold Royalties continue les acquisitions opportunistes au Canada et se transforme en entreprise commerciale (fin du "trust") en 2010.

En 2021, l'attrait du pétrole de schiste américain est trop fort. L'entreprise réalise une première acquisition pour s'exposer au même marché texan que TPL. Une évidence pour le management, car en 2021, les bassins *Eagle Ford* et *Permian* au Texas devraient capter 57% de toutes les dépenses d'investissements de compagnies pétrolières estimées à 29 Md USD sur le territoire américain quand l'ensemble des investissements toujours sur 2021 est attendu à 16 Md USD pour tout le territoire canadien⁵. Il peut en effet faire sens d'avoir des terrains là où les pétroliers vont forer. Cette nouvelle exposition géographique permet à Freehold de diversifier ses actifs historiques du seul marché canadien.

Freehold Royalties est l'entreprise de notre sélection au modèle intermédiaire, aussi bien géographiquement (Canada + US) mais aussi au niveau de la gestion et du retour aux actionnaires axée entre désendettement, acquisitions et dividendes. En effet, l'entreprise est celle qui distribue le plus de dividendes et ceci à une fréquence mensuelle. Ce dernier est revu à la hausse ou à la baisse d'un mois à l'autre en fonction des encaissements (liés à la production des pétroliers sur ses terrains et bien entendu au cours du pétrole et du gaz). Actuellement le dividende mensuel est de 0,04 CAD⁶ procurant un rendement annualisé de 4,9% à notre cours de référence de 9,77 CAD.

⁴ Source : <https://www.insiderscreener.com/fr/entreprise/texas-pacific-land-corp>

⁵ [p.8 - Présentation Freehold Royalties - printemps 2021](#)

⁶ [Freehold Royalties Ltd. Announces First Quarter 2021 Results and Increases Dividend by 33%](#)

C'est aussi l'entreprise la plus endettée, même si tout est relatif avec une dette nette de 65 M CAD au 31 mars 2021 (environ 0,8x ses cash flows opérationnels annualisés). Elle doit donc jouer entre ces 3 objectifs : dividendes, désendettement et acquisitions.

PrairieSky Royalty (PSK) : le challenger

Par rapport à TPL, PrairieSky Royalty est une jeune pousse boursière. Son introduction en bourse date de 2014... même si opérationnellement c'est une vieille dame. Comme pour les autres entreprises, PrairieSky Royalty est aussi à la base une histoire de trains puisque ses principaux actifs sont issus des terrains de la célèbre compagnie ferroviaire canadienne *Canadian Pacific Railway*.

L'entreprise est en tête de notre panel au niveau des terrains détenus en propre avec plus de 16 millions d'acres soit environ 65 000 km², uniquement au Canada.

Elle a une dette nette de 61 M CAD. Montant non significatif au regard de son cash flow opérationnel de 48,8 M CAD au T1 2021. Elle peut théoriquement rembourser ses prêteurs en 4 mois d'activité.

Nous pouvons qualifier le profil de PrairieSky Royalty d'opportuniste. Il semble y avoir eu comme un déclic au sein de l'équipe de direction au cours des derniers mois. Le management aurait-il eu une révélation ? Explications.

Si l'entreprise continue de distribuer un maigre dividende régulier (0,065 CAD par trimestre = 0,26 CAD par an soit un rendement actuel de **1,92%** soit environ 60 M CAD par an pour un cash flow opérationnel qu'on estime en rythme annualisé à 200 M CAD), la priorité est désormais aux rachats d'actions. Comme TPL ? Tiens tiens...

Le 20 mai dernier⁷, PrairieSky annonce avoir déjà racheté sur le marché 9 934 091 actions à un prix moyen de 9,58 CAD et qu'elle a renouvelé son programme de rachat d'actions. Il porte sur un nombre maximal de 15 135 000 actions (= 6,8% des actions en circulation). Le but est ensuite de les annuler. Le plan est annoncé noir sur blanc.

PrairieSky a aussi réalisé au cours des dernières années quelques acquisitions de terrains, à la marge.

Clairement, on va chercher à répliquer la belle histoire de TPL et ses rachats d'actions hyper créateurs de valeur sur la dernière décennie (et bien avant aussi) au détriment du dividende. Dans la dernière présentation diffusée lors de l'Assemblée Générale du 16 mai dernier⁸, les écarts de valorisation entre les deux entreprises sont mis en avant : pourquoi TPL est valorisée 49x son cash flow 2021 estimé et PrairieSky "seulement" 15x ?

⁷ <https://www.prairiesky.com/prairiesky-receives-tsx-approval-for-renewed-normal-course-issuer-bid-5/>

⁸ https://www.prairiesky.com/wp-content/uploads/2021_Investor_Day_May-16-2021-FINAL.pdf

	Texas Pacific Land Corporation	PrairieSky Royalty
Share Price May 12, 2021	USD \$1,688.83	\$13.64
Market Capitalization	USD \$13.1 billion	\$3.0 billion
Debt (March 31, 2021)	USD (\$310) million	\$61.0
Enterprise Value	USD \$11.6 billion	\$3.1 billion
Price/Cash Flow 2021E ⁽¹⁾	49x	15x
Q1 Dividends	USD \$21.3 million	\$14.5 million

(1) Cash flow estimate for TPL based on Stifel analyst report March 31, 2021.

(2) Cash flow estimate for PSK based on the average of analyst estimates of funds from operations post PrairieSky's Q1 2021 results.

S'en suit un calcul théorique rempli de conditions (les "si") : *si* l'entreprise alloue tous ses flux de trésorerie aux rachats d'actions sur les 10 prochaines années, en fonction des volumes de production et des cours du baril WTI. C'est de la théorie... mais ça ne coûte rien de rêver avec un cours potentiel annoncé à 285 CAD (!) dans le scénario le plus favorable, contre moins de 14 CAD actuellement, pour la 11^{ème} année dans le scénario le plus favorable, à savoir un baril WTI à 75 USD et une production de 23 000 barils (ou équivalents) par jour :

Capital Allocation – Share Buyback Example

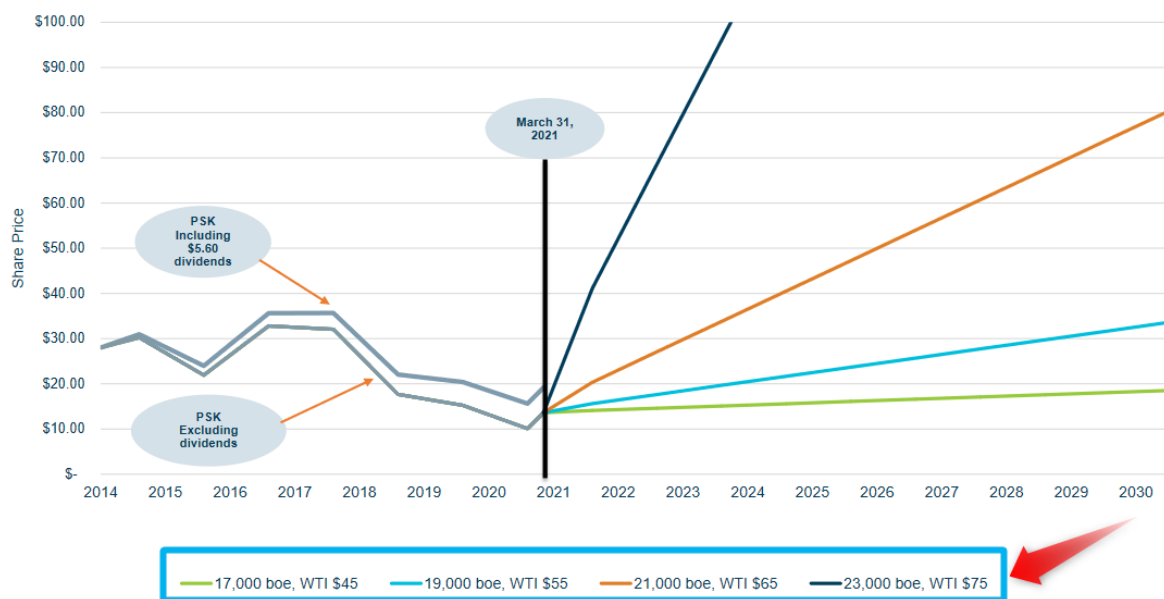


Assumes \$13.50 PSK Share Price	17,000 BOE/d \$45 WTI	19,000 BOE/d \$55 WTI	21,000 BOE/d \$65 WTI	23,000 BOE/d \$75 WTI
10 Year Funds from Operations	\$1.3 Billion	\$1.7 Billion	\$2.2 Billion	\$2.7 Billion
Funds from Operations allocated to Repurchase Shares				
Share count reduction	44%	57%	74%	90%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

Ces objectifs de cours peuvent sembler *a priori* irréalistes mais quand on connaît l'histoire de TPL, on sait que c'est possible. Certes, sous certaines conditions conjointes.

Et le graphique qui va bien :

LES DAUBASSES



Attention ! Prudence aux hypothèses retenues (entourées en bleu clair ci-dessous). Pour rappel, la production quotidienne moyenne quotidienne de PrairieSky était de 19 380 barils ("BOE") sur le T1 2021 et le cours actuel du WTI est de 70,29 USD⁹. Nous ne sommes donc entre le scénario 2) pour les volumes et entre le 3) et 4) pour le prix.

Les terrains : les actifs clefs

C'est la spécificité de nos entreprises de royalties pétrolières contrairement aux entreprises classiques de royalties minières : **elles possèdent toutes les trois déjà des terrains en abondance**, les précieux actifs. Parfois exploités, mais principalement non exploités. Elles n'ont besoin d'acquérir aucune nouvelle terre pour accroître significativement leur niveau d'activité.

Si le prix des hydrocarbures repart significativement et durablement à la hausse - comme cela semble être le cas actuellement - nos trouvailles ont juste à répondre à la demande des compagnies pétrolières en mettant leurs terrains à disposition pour que les pétroliers lancent de nouveaux programmes de forages et d'exploitation. Des forages qui en cas de succès aboutissent à la production et donc à la croissance des volumes et donc des royalties perçus.

On insiste sur les terrains car c'est un élément essentiel à comprendre pour estimer le potentiel de ces acteurs de niche. La quantité des terrains de nos 3 champions encore inexploités est importante (90% des terrains non encore développés par exemple pour TPL¹⁰). C'est une caractéristique unique dans le modèle d'affaires des entreprises de type royalties **car elles ne vont pas avoir besoin de réaliser de dépenses pour bénéficier d'un effet volume** (quantité de pétrole produits sur leurs terres). Ce qui n'est pas le cas des sociétés de royalties "classiques" de métaux qui ont un nombre fini et relativement limité de projets sous gestion (exploration + développement + production) sur lesquels elles perçoivent des royalties. Ces dernières ne bénéficient qu'à la marge de l'effet volume

⁹ <https://prixdubaril.com/>

¹⁰ [p.11 - Présentation TPL - juin 2021](#)

car les réserves en sous-sol sont déjà connues et ne peuvent pas augmenter de façon exponentielle, contrairement à nos trois entreprises riches en terrains.

Bien entendu, nos trois pépites de royalties liées au pétrole bénéficient aussi de *l'effet prix* (cours du pétrole et du gaz) comme toutes entreprises de royalties.

C'est un modèle avec un potentiel théorique intellectuellement très intéressant puisque TPL, Freehold comme PrairieSky peuvent sur le papier bénéficier de *l'effet volumes x effet prix* ! Le levier à la hausse à moyen terme et à long terme sur les prix des hydrocarbures est élevé. On aurait pu écrire "infini" mais cela nous semble légèrement exagéré. En fait, les actions de ces 3 entreprises peuvent être considérées comme des options de long terme sur le pétrole sans avoir à payer la valeur temps.

Pour que cette situation idéale ait lieu et permette un enrichissement pour les actionnaires, il faut que plusieurs hypothèses fortes soient remplies :

- un cours du pétrole (et du gaz) suffisamment attractifs - cours élevés et durables - pour motiver les entreprises pétrolières à investir dans des forages sur de nouvelles zones ;
- que ces compagnies pétrolières décident d'investir sur les terres sous royalties de nos entreprises ;
- que les forages soient fructueux.

Il est important de préciser que nous n'avons pas choisi ces 3 entreprises au hasard. La situation géographique de leurs actifs est essentielle. Les entreprises présentées sont exposées à 100% sur le marché nord-américain : USA et Canada. Les risques géopolitiques nous semblent faibles sur ces deux juridictions avec un droit minier et des droits de propriétés favorables - pour le moment - aux activités d'exploitation gazières et pétrolières.

Enfin, l'atout des infrastructures en place n'est pas neutre. Relier un nouveau puit à un réseau déjà existant (pipeline notamment) et à seulement quelques kilomètres de tout un savoir-faire local avec des équipes de sous-traitants qualifiés à proximité, est un avantage. En tant qu'entreprise pétrolière qui cherche à investir dans de nouveaux sites de prospection, ce sont des zones idéales que vous allez privilégier. Soit pour augmenter votre présence dans ces coins connus, soit pour y prendre vous aussi votre part du gâteau. C'est **l'effet réseau** qui rend ces zones gérées par nos 3 champions plus pertinentes et propices à attirer de nouveaux forages que d'autres en milieu inconnu.

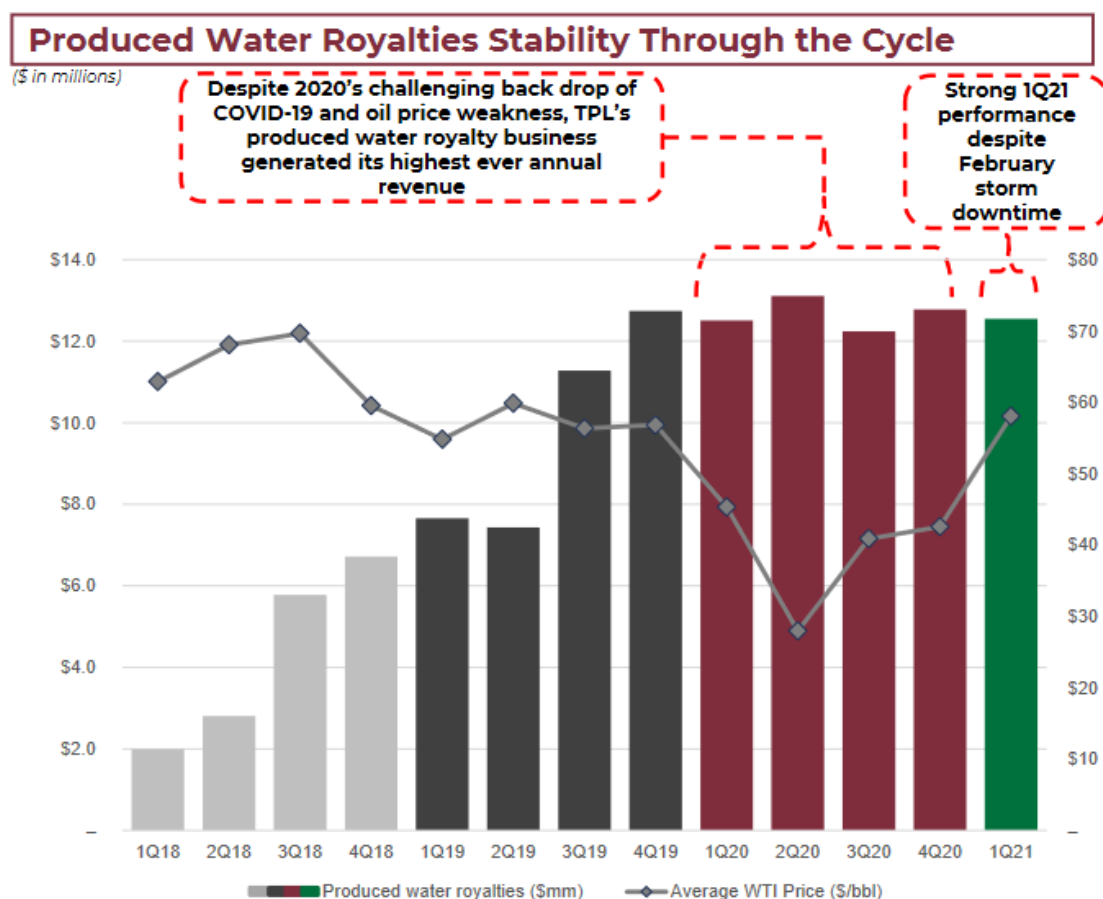
Pour bien comprendre cet avantage, pensez à l'exploration off-shore (= en pleine mer) à des dizaines voire des centaines de kilomètres des côtes. Quel investissement privilégieriez-vous à données de réserves en pétrole équivalentes ? La question est vite répondue.

TPL joue à fond cette carte "effet réseau" en mettant à disposition des pétroliers un service de gestion de l'eau car contrairement à ses deux comparses canadiennes, elle détient des droits complets : **sous-sol + surface**. La fourniture d'eau - on le souligne : non potable - est non seulement rentable pour TPL mais cela rend les terrains détenus par TPL encore plus attractifs, la compagnie pétrolière sait qu'elle aura tous les outils à disposition sur son site de forage si elle fait une découverte prometteuse.

LES DAUBASSES

L'autre avantage de gérer un réseau d'eau : c'est une activité déconnectée des prix du pétrole. Le business d'eau dans le cas de TPL a d'ailleurs atteint un niveau record en 2020, alors que l'année a été chaotique sur les prix du baril WTI.

On voit clairement dans le graph ci-dessous¹¹ la déconnexion entre le cours du baril WTI et le chiffre d'affaires généré par la fourniture d'eau :



Dans un autre registre de l'intérêt d'aller forer sur les terrains de nos 3 entreprises, PrairieSky possède par exemple des données géologiques sur une part non négligeable des terrains qu'elle propose. C'est là aussi un gros plus pour les prospecteurs.

Bref, 0 dépenses pour les entreprises de royalties sur leurs terrains (à noter que TPL a tout de même des dépenses à engager pour son business d'eau). Et pour les clients, compagnies pétrolières, les prises de risques sont réduites, sans être nulles. Le meilleur des mondes, n'est-ce pas ?

Passons aux chiffres

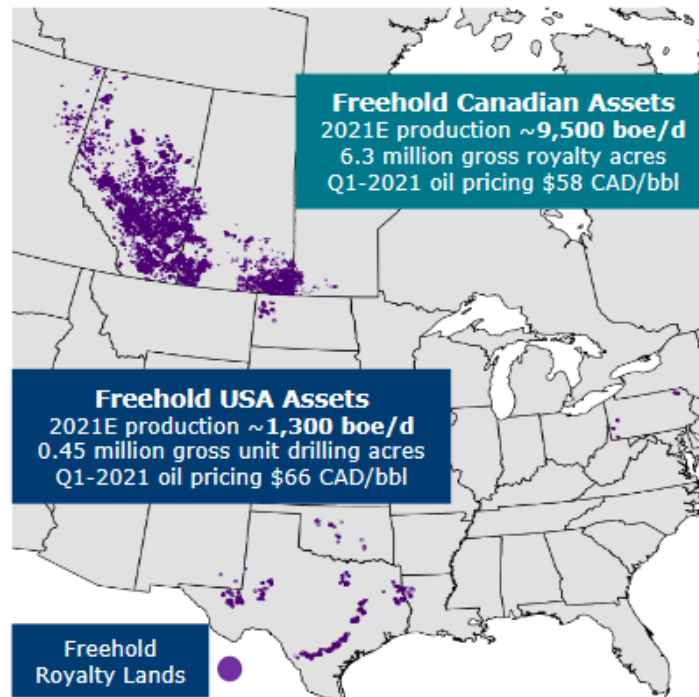
Qui possède quoi et combien ?

¹¹ [p.14 - Présentation TPL - juin 2021](#)

LES DAUBASSES

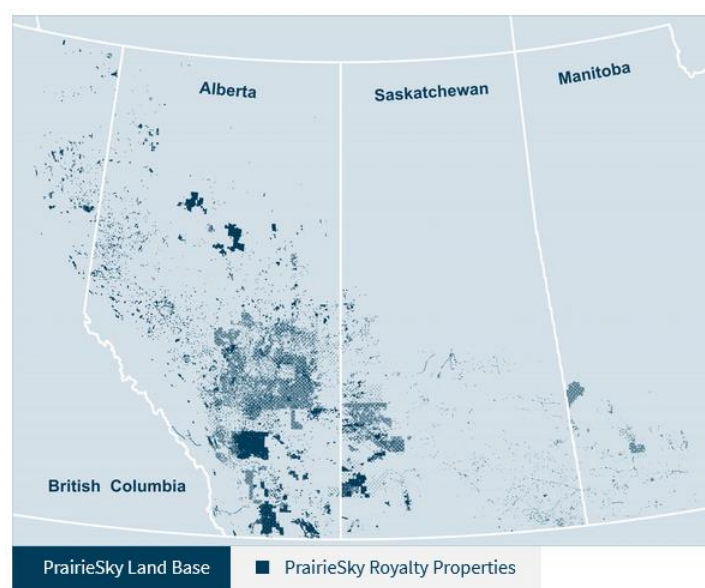
> TPL possède "seulement" 880 000 acres de droits en surface (pour fournir de l'eau et louer ses terres à des fermiers pour leur bétail) ainsi que 533 260 acres de droits sur le sous-sol.

> Freehold détient des droits miniers sur 6,7 millions d'acres, au Canada et aux Etats-Unis :



Source : [p.2 – Présentation Freehold - printemps 2021](#)

> PrairieSky a le plus gros patrimoine avec des droits miniers sur 16,1 millions d'acres. Vous trouverez la répartition sur cette carte¹² :



¹² A retrouver ici : <https://www.prairiesky.com/land/>

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](#)

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

Mais attention, quantité n'est pas qualité. On rappelle que de nombreux terrains proviennent à l'origine de propriétés d'anciennes compagnies de chemin de fer. Rien à voir *a priori* avec de l'exploitation pétrolière et gazière.

Si PrairieSky a plus d'actifs que ses concurrents, TPL est concentrée sur une zone dynamique (Bassin Permian au Texas) avec des investisseurs déjà présents et qui sont prêts à augmenter leur présence. TPL bénéficie du meilleur effet réseau du fait de la concentration de ses terrains sur une zone actuellement à la mode qui attire les investissements. Ce qui signifie que si toutes les conditions se présentent (prix élevés pétrole + gaz et investissements des pétroliers), le passage à l'acte qui va mener à de nouvelles productions pourrait être plus court pour TPL. Dit autrement, TPL pourrait bénéficier plus rapidement des hausses du pétrole que PrairieSky par exemple.

Il est donc difficile de distribuer les bons points sur le seul élément de la surface, surtout sur la quantité. Chaque entreprise a des atouts :

- PrairieSky : la plus grande surface pour un potentiel élevé à long terme, le temps que les compagnies pétrolières initient des nouveaux forages et produisent ;
- Freehold : des terrains importants en quantité et une exposition aux bassins lucratifs texans ;
- TPL : 100% américain sur le territoire le plus recherché actuellement même si sa base d'actifs est bien moins grande.

Maintenant que vous avez compris toute l'importance de l'abondance des terrains sur une potentielle forte revalorisation des actions de nos trois entreprises sur le long terme si les prix du pétrole sont porteurs, passons à la réalité : la production de pétrole.

Production et quelques indicateurs

On utilise dans le secteur comme indicateur le "BOE / d" soit la production 'd'équivalent barils' de pétrole par jour. Le taux de conversion du gaz est : 6 000 pieds cube = 1 baril de pétrole.

Voici le classement avec le "BOE / d" moyen sur le T1 2021 :

- **19 380 barils** par jours pour PrairieSky ;
- **16 400 barils** par jours pour TPL ;
- **10 944 barils** par jour pour Freehold.

Difficile de tirer des enseignements clairs de ces chiffres, car chaque entreprise touche des taux de royalties différents en fonction des zones de production. En fonction de la capitalisation boursière actuelle (données en USD pour TPL et en CAD pour les canadiennes), on peut déduire combien le marché valorise 1 BOE / d (cf. tableau ci-dessous).

LES DAUBASSES

A 708 M USD pour 1 "boe /d", le marché valorise chèrement le baril produit par TPL ! Mais ce chiffre ne tient pas compte du business d'eau.

L'autre atout des sociétés à redevance, c'est les faibles besoins en personnel pour générer un chiffre d'affaires conséquent. PrairieSky joue à jeu égal avec TPL. Ses 58 employés génèrent un CA de 227 M CAD, soit environ 3,9 M CAD de CA par employé (3,3 M USD de CA par employé pour TPL = 4,0 M CAD). Freehold est bon dernier avec 1,7 M CAD par employé.

	Texas Pacific Land (TPL)	Freehold Royalties (FRU)	PrairieSky Royalty (PSK)
Région	USA	Canada + USA	Canada
nombre d'employés	102	87	58
CA / employé (millions)	3,3	1,7	3,9
acres sous gestion (en millions)	1,41	6,70	16,10
acres / action	182 274	51 031	71 971
km ² / action	738	207	291
valorisation km ²	2 027	47	46
BOE / d ⁽¹⁾ (T1 2021)	16 400	10 944	19 380
multiple CB / (BOE / d)	707	117	156

(combien on paie pour 1 baril produit par jour sur le terrain de chaque entreprise)

(1) BOE / d : production moyenne par jour d'équivalent en barils de pétrole

Place aux valorisations.

Les multiples de valorisation

TPL est clairement la *success story* du secteur. Il suffit de regarder le parcours de l'action pour s'en persuader. Et forcément, les multiples s'envolent. Il faut dire que le Texas, et plus particulièrement le bassin Permian où est actif TPL, est porteur. On achète donc le passé et les futurs promesses de forages prometteuses. En plus de la nationalité "US" plus vendeuse auprès des investisseurs ?

L'entreprise est valorisée en valeur d'entreprise (= CB + endettement net) 33x son chiffre d'affaires et 55x son cash flow opérationnel (T1 annualisé). Des niveaux stratosphériques. A ces niveaux de valorisation, l'entreprise a intérêt de délivrer. Elle n'a pas le droit à l'erreur.

Certes, le *business model* (royalties en forte croissance + business 'eau') justifie des multiples élevés au regard des marges élevées et des frais fixes faibles (cf. le CA par salarié).

Malgré tout, Freehold et PrairieSky sont sensiblement moins bien valorisées. Sur le CA : respectivement 9x le CA et 13x le CA ; et pour le multiple de cash flow opérationnel : 9,9x à 16,9x.

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](http://Forum.daubasses.100%action)

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

LES DAUBASSES

On a synthétisé les principaux indicateurs dans un tableau (données en USD pour TPL et CAD pour les canadiennes) :

	Texas Pacific Land (TPL)	Freehold Royalties (FRU)	PrairieSky Royalty (PSK)
cours	1 495,00	9,77	13,50
nombre d'actions (en millions)	7,8	131,3	223,7
capitalis. boursière (CB) (en millions)	11 595	1 283	3 020
dette nette (en millions)	-310,7	94,2	61,0
Valeur d'entreprise (en millions)	11 285	1 377	3 081
CA (T1 annualisé)	336,6	147,0	226,8
CA / VE	33,5	8,7	13,3
Operating cash flow (T1 annualisé)	209,5	129,7	179,2
Op. cash flow / VE	55,3	9,9	16,9
Dividende (T1 annualisé)	11,00	0,48	0,26
Rendement	0,7%	4,9%	1,9%

Freehold Royalties ressort nettement comme l'entreprise la moins bien valorisée de notre sélection. Est-ce parce qu'elle est canadienne et que c'est la plus petite capitalisation des trois ? Possible. C'est une action intéressante pour les investisseurs attirés par les gros dividendes car l'essentiel des flux de trésorerie de l'entreprise est retourné aux actionnaires sous cette forme. Pas de rachats d'actions en vue.

TPL sort du lot avec des multiples très élevés. Achète-t-on le rêve américain-texan ? Cette prime peut aussi s'expliquer par son glorieux passé, un effet de mode sur l'action ainsi que par l'atout de son business d'eau très complémentaire et à marges élevées. Le retour aux actionnaires est un mix entre dividendes et rachats d'actions. Il n'y a aucune initiative d'acquisition. Au contraire, le management vend volontiers quelques terrains (pour 17,4 M USD en 2020) au gré des opportunités. De façon plus anecdotique, TPL quelques-unes des surfaces de ses terrains à des fermiers pour leur bétail.

PrairieSky est le champion des actifs avec des droits sur 16,1 millions d'acres soit plus de 65 000 km². Attention, il n'est pas dit que tous ses terrains ont un potentiel productif rentable. C'est aussi le seul *pure player* Canada. Avantage ou inconvénient ?

Au niveau de la valorisation, PrairieSky se situe entre ses deux concurrents : 1,3x plus onéreuse que Freehold mais 2,9x moins cher que TPL (comparaison sur la moyenne des multiples de VE sur le CA et le cash flow opérationnel).

Elle détient aujourd'hui une quantité de terrains inexploité conséquente : *a priori*, plus la peine d'en acquérir... sauf au Texas ? Le potentiel semble important sur ce titre pour jouer une option à long terme sur le prix du pétrole. Et la gestion est clairement annoncée : on va désormais racheter le plus

Retrouvez-nous sur le blog : blog.daubasses.com et sur le forum : [Forum daubasses 100% action](http://Forum.daubasses.100%action)

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

d'actions possible et distribuer un petit dividende, le minimum syndical. On veut prendre le chemin TPL et espérer le meilleur.

Conclusion

TPL est une super boîte... mais très chère. Le marché semble valoriser la belle histoire (et le seul acteur de nationalité US du secteur ?). Freehold a les multiples les plus attrayants mais, fiscalement, nous ne sommes pas intéressés par la politique de retours aux actionnaires via des dividendes.

Reste PrairieSky. Il faudra probablement être patient, mais cette entreprise nous semble avoir le plus grand potentiel à long terme : la quantité de terrains adéquate pour bénéficier *d'effets volume*. Les rachats d'actions actuels (et surtout futurs) vont permettre d'accentuer le levier si le scénario positif se réalise, à savoir un prix du pétrole (et du gaz) qui se maintient aux cours actuels voire progresse en plus d'une augmentation des forages et donc de la production sur ses terrains. Si ces conditions sont réunies, à long terme, ce peut être le jackpot pour les actionnaires.

Nous sommes prêts à payer pour prendre une option sur le pétrole au prix actuel sans avoir la possibilité de donner un objectif de cours tellement il y a d'hypothèses à mettre dans la moulinette. Surtout qu'on dépend ici d'un sous-jacent volatil : les prix du pétrole et du gaz. Prudence donc.

De l'intérêt des royalties liées au pétrole

On termine sur une cerise potentielle sur le gâteau. Les grosses entreprises de royalties "métaux précieux" sont historiquement presque exclusivement exposées à l'or et à l'argent. Elles se diversifient depuis peu sur d'autres actifs comme le fer et le pétrole.

Par exemple, le géant du secteur **Franco-Nevada** détient 406 actifs au 31 avril 2021 dont 82 actifs liés à l'énergie¹³, soit 20% de ses actifs.

Cet élément ajoute un aspect spéculatif sur ces entreprises au capital éclaté : 89% de flottant pour PrairieSky (les managers détiennent 1% du capital), 98% pour TPL et 99% pour Freehold.



¹³ [p.4 - Présentation Franco-Nevada - 1^{er} juin 2021](#)

Vous êtes perdu avec le vocabulaire utilisé ?

Retrouvez l'ensemble du vocabulaire spécifique aux daubasses ainsi que les principales notions financières [dans le lexique](#).

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

© Tous droits réservés