

OCTOBRE 2021

VISI **Mensuel économique et financier** N



**BANQUE NATIONALE
DU CANADA**

MARCHÉS FINANCIERS

Études financières

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

Stéfane Marion 514 879-3781
Économiste et stratège en chef

Matthieu Arseneau 514 879-2252
Chef économiste adjoint

Kyle Dahms 514 879-3195
Économiste

Alexandra Ducharme 514 412-1865
Économiste

Angelo Katsoras 514 879-6458
Analyste géopolitique

Daren King 514 412-2967
Économiste

Jocelyn Paquet 514 412-3693
Économiste

Paul-André Pinsonnault 514 879-3795
Économiste principal

Bureau Toronto

Warren Lovely 416 869-8598
Stratège principal,
Taux d'intérêt et secteur public

Taylor Schleich 416 869-6480
Stratège, Taux d'intérêt

Alpa Atha 416 542-3936
Économiste, Revenu fixe

Analyse technique

Dennis Mark 416 869-7427

Banques et assurances

Gabriel Dechaine 416 869-7442
Adjoint : Will Flanigan 416 507-8006
Adjoint : Pranoy Kurian 416 507-9568

Distribution et produits de consommation

Vishal Shreedhar 416 869-7930
Adjoint : Paul Hyung 416 507-9009
Adjoint : Ryan Li 416 869-6767

ESG et développement durable

Amber Brown 403 290-5624
Adjoint : Josh Turanich 403 290-5625

FNB et produits financiers

Daniel Straus 416 869-8020
Linda Ma 416 507-8801
Tiffany Zhang 416 869-8022
Adjoint : Shubo Yan 416 869-7942

Immobilier

Matt Kornack 416 507-8104
Adjoint : Hussam Maqbool 416 507-8108

Tal Woolley 416 507-8009
Associate: Ahmed Shethwala 416 507-8102

Metals & Mining

Don DeMarco 416 869-7572
Adjointe : Yi Liu 416 869-8524
Adjointe : Harmen Puri 416 869-8045

Shane Nagle 416 869-7936
Adjointe : Lola Aganga 416 869-6516
Adjoint : Ahmed Al-Saidi 416 869-7535

Michael Parkin 416 869-6766
Adjoint : Alessandro Cairo 416 869-8511
Adjoint : Rabi Nizami 416 869-7925

Pétrole et gaz

› **Moyennes sociétés et services pétroliers**

Dan Payne 403 290-5441
Adjoint : Baltej Sidhu 403 290-5627

› **Grandes capitalisations**

Travis Wood 403 290-5102
Adjoint : Logan Fisher 403 441-0933
Adjoint : James Harwood 403 290-5445

Pipelines, services publics et infrastructures

Patrick Kenny 403 290-5451
Adjoint : William Duforest 403 441-0952
Adjoint : Zach Warnock 403 355-6643

Produits industriels

Maxim Sytchev 416 869-6517
Adjointe : Alizeh Haider 416 869-7937
Adjoint : Kazim Naqvi 416 869-6754

Santé et biotechnologie

Endri Leno 416 869-8047
Adjoint : Eduardo Garcia Hubner 416 869-7476
Adjoint : Stephen Kwai 416 869-7571

Services financiers diversifiés

Jaeme Gloyn 416 869-8042
Adjointe : Julia Gul 416 869-7495

Services industriels diversifiés

Michael Storry-Robertson 416 507-8007

Situations spéciales

Zachary Evershed 514 412-0021
Adjoint : Thomas Bolland 514 871-5013

Endri Leno 416 869-8047
Adjoint : Eduardo Garcia Hubner 416 869-7476
Adjoint : Stephen Kwai 416 869-7571

Technologie

John Shao 416 869-7938
Richard Tse 416 869-6690
Adjoint : James Burns 416 869-8808
Adjoint : Mihir Raul 416 869-8049

Technologies propres et développement durable

Rupert Merer 416 869-8008
Adjoint : Louka Nadeau 416 869-7538
Adjoint : Viveck Panjabi 416 869-6763

Télécommunications et médias

Adam Shine 514 879-2302
Adjoint : Ahmed Abdullah 514 879-2564
Adjoint : Luc Troiani 416 869-6585

Transport et produits industriels

Cameron Doerksen 514 879-2579
Adjoint : Alex Hutton 416 869-8281

Administration

Greg Colman 416 869-6775
Directeur général,
Directeur de la recherche

Tanya Bouchard 416 869-7934
Analyste superviseuse

Publications

Vanda Bright 416 869-7141
Directrice

Wayne Chau 416 869-7140
Associé publications

Renseignements

Giuseppe Saltarelli 514 879-5357
giuseppe.saltarelli@bnc.ca

Table des matières



Points saillants	4
L'économie	6
Taux d'intérêt et marché obligataire ...	16
Marché boursier et stratégie de portefeuille	23
Analyse technique	31
Analyse sectorielle	38
› Liste de sélections FBN.....	39
› Glossaire des tableaux des analystes ...	40
› Recommandations des analystes.....	41
› Liste alphabétique des sociétés	73

Points saillants

Économie

- › La situation épidémiologique mondiale s'est grandement améliorée au cours des dernières semaines. Malgré cette accalmie, la reprise tarde à se matérialiser. C'est que plusieurs pays doivent maintenant composer avec une hausse importante des coûts de l'énergie. Même si plusieurs gouvernements ont déjà annoncé des mesures visant à réduire l'impact de l'augmentation du prix du gaz sur les ménages, il est peu probable que ces aides puissent compenser totalement la réduction du pouvoir d'achat des consommateurs. Les entreprises seront également touchées. Les coûts de production de ces dernières, déjà dopés par la hausse des prix des matières premières et du transport, risquent de continuer d'augmenter, érodant au passage les marges bénéficiaires. Pour ajouter aux malheurs de l'économie mondiale, le secteur immobilier chinois semble être en grande difficulté après qu'Evergrande et Fantasia, deux des plus grands promoteurs immobiliers au monde, ont été dans l'incapacité d'honorer les paiements d'intérêts échus sur certaines de leurs obligations. Pour refléter l'augmentation des risques économiques à l'échelle de la planète, nous avons décidé de réduire notre prévision de la croissance mondiale pour 2021 de 5.6% à 5.5%. Cette révision est due principalement à la détérioration de la situation sur les marchés émergents, en Europe et aux États-Unis. De plus, nous n'écartons pas la possibilité que ces embûches aient des répercussions également au début de la prochaine année, ce qui explique notre révision pour 2022 de 4.5% à 4.0%.
- › Bien que le rapport sur les effectifs salariés non-agricoles de septembre décevant ait été en partie compensée par une révision à la hausse des données des mois précédents, il n'en demeure pas moins que le marché de l'emploi est à la traîne aux États-Unis. Malgré le gigantisme des sommes débloquées par Washington pour limiter les contrecoups des mises à pied liées à la COVID-19, certains ménages – notamment ceux au bas de l'échelle des revenus – demeurent à risque dans un contexte où les programmes de soutien au revenu sont maintenant chose du passé. Un redressement du marché de l'emploi devient donc nécessaire pour permettre la poursuite de la reprise. C'est d'autant plus vrai dans un contexte où la pénurie de main-d'œuvre affecte

la capacité de production des entreprises. Étant à court d'options pour attirer des candidats potentiels, les entreprises américaines ont dû se résoudre à augmenter les salaires. En effet, le salaire horaire moyen a augmenté de 6.0 % en termes annualisés au cours des six derniers mois. Cette hausse est une bonne nouvelle pour les travailleurs, mais elle pourrait également contribuer à soutenir les prix, et ce, pendant plus longtemps que ce que la Réserve fédérale le prévoyait. Déjà, l'inflation semble plus diffuse que ce que la banque centrale laisse croire. La persistance de l'inflation laisse penser qu'une normalisation progressive de la politique monétaire est à venir aux États-Unis. Celle-ci pourrait agir comme un frein pour certains secteurs plus sensibles aux hausses de taux d'intérêt (secteur résidentiel et investissement, par exemple). Dans ce contexte, nous avons décidé de revoir à la baisse notre scénario de croissance pour 2022, de 4.1% à 3.4%.

- › Ce mois-ci, nous maintenons inchangée notre prévision de croissance réelle de 5.0% en 2021 au Canada, mais nous abaïssons notre prévision pour 2022 de 4.0% à 3.8%. L'envolée des prix des matières continuera de bénéficier à l'économie du Canada mais les perturbations à la chaîne d'approvisionnement et l'inflation qui en découle représentent un risque dans le contexte actuel. Il n'en demeure pas moins que les consommateurs sont armés pour favoriser la poursuite de la reprise. En dix-neuf mois à peine, l'emploi est revenu au niveau d'avant la pandémie. C'est non seulement le rétablissement le plus rapide des quatre dernières récessions, mais c'est aussi une performance époustouflante comparativement aux États-Unis, où l'emploi reste à plus de 3% en dessous du pic d'avant la récession. Un tel redressement et la hausse des revenus qui en découle suggère que les ménages sont prêts à voler de leurs propres ailes, soit sans les supports gouvernementaux extraordinaires. Le montant d'épargne excédentaire déjà accumulé par les ménages est substantiel (11.4% du PIB) et représente un coussin pour mitiger l'impact des hausses de prix sur le niveau de vie.

Taux d'intérêt et devise

- › L'économie mondiale est-elle sur le point de rallier les rangs des morts-vivants, caractérisée par une inflation

élevée et une croissance inférieure au potentiel? Cela s'appelle la stagflation, et c'est un des costumes les plus effrayants que l'économie de la planète puisse endosser. Si les risques que cela se produise ne sont plus négligeables, nous ne sommes pas encore sur le point de voir les grandes économies avancées devenir des zombies. Comme l'explique notre plus récent Mensuel économique, notre prévision pour la croissance mondiale a été révisée à la baisse... une fois de plus. Mais la stagnation économique? Pas exactement. L'Amérique du Nord, pour sa part, a encore de la latitude pour dégager une croissance supérieure à la tendance l'an prochain. Les ménages américains et canadiens restent bien pourvus, ayant enregistré de solides augmentations des revenus et étant assis sur une montagne d'épargne excédentaire. C'est un coussin de sécurité vital pour le secteur monstre de la consommation alors qu'on retire graduellement les soutiens extraordinaires apportés face à la COVID. Pendant ce temps, une capacité limitée dans des secteurs de biens clés implique que les incitations pourraient être suffisantes pour que les entreprises augmentent leurs investissements. Beaucoup en ont indiqué l'intention, malgré certains atermoiements dus à l'incertitude toujours élevée. Ainsi, si l'activité dans l'immobilier résidentiel s'est calmée et que les perspectives d'exportation sont un peu plus incertaines, les perspectives pour l'économie réelle ne nous semblent pas si effrayantes.

- › Le discours officiel de la Fed sur le caractère transitoire des tensions inflationnistes n'a pas réellement changé. Le communiqué de presse de la Fed du mois dernier l'a réitéré : « L'inflation est élevée, reflétant largement des facteurs transitoires ». Cependant, en lisant entre les lignes, on perçoit une certaine anxiété au sujet de la validité de cette opinion ou du moins d'une durée beaucoup plus longue qu'on le pensait auparavant qu'implique le qualificatif « transitoire ». Ainsi, le plus récent Sommaire des projections économiques de la Fed indique que : a) l'incertitude concernant l'inflation est plus répandue que jamais et b) une majorité sans précédent de participants au FOMC semble penser que les risques pour les projections d'inflation sont plutôt à la hausse.
- › Actuellement, la BdC prédit une résorption de l'écart de production au cours du deuxième trimestre de 2022. Nous ne pensons pas que cela risque d'être modifié nettement dans le prochain communiqué sur la politique monétaire, c'est pourquoi nous avons laissé notre projection d'une

Points saillants

première hausse des taux en juillet 2022 inchangée. Cela dit, une inflation supérieure à la cible persistante et une reprise rapide du marché du travail nous ont incités à comprimer notre calendrier des hausses des taux, ce qui se solde par un cycle de hausses relativement plus marqué au début que nous ne l'envisagions précédemment. Mais tout d'abord, la Banque devra mettre fin à son programme d'assouplissement quantitatif. Et toutes les indications laissent penser que cet outil de politique monétaire pourrait être remisé avant la fin de l'année.

- Malgré la flambée des biens énergétiques, le dollar canadien s'est affaibli au cours des derniers mois. Il est sans précédent de voir le CAD aussi faible aux prix actuels. Compte tenu de la performance récente des marchés du travail canadiens et des perspectives positives pour les prix des produits de base et le PIB nominal, nous continuons de prévoir une autre réduction de l'assouplissement quantitatif de la part de la Banque du Canada en octobre. Compte tenu de nos prévisions révisées à la hausse pour le prix du pétrole et du gaz naturel, nous prévoyons maintenant que le dollar canadien se situera à 1.20 pour 1 USD en 2022.

Répartition des actifs et marché boursier

- Après avoir atteint un sommet record le 6 septembre, les actions mondiales ont perdu plus de 5% avant de rattraper un peu du terrain perdu, au début d'octobre. En Asie, l'indice MSCI Chine est en butte à l'incertitude persistante au sujet du cadre réglementaire de Pékin pour les sociétés qui ne sont pas détenues par l'État et l'incertitude entourant la résolution de la faillite d'un grand promoteur immobilier en Chine. Heureusement, certains éléments permettent d'espérer que les répercussions de la saga Evergrande restent limitées.
- Après avoir atteint un sommet record le 3 septembre, l'indice S&P/TSX a terminé le mois en baisse avant de rebondir au début d'octobre sous l'impulsion des secteurs de l'énergie, des matériaux, de la consommation de base et des banques. Nous nous attendons à ce que l'indice S&P/TSX reste résilient au cours des prochains mois alors que les producteurs canadiens de combustibles fossiles devraient obtenir des prix beaucoup plus élevés que ceux attendus.
- Les banques centrales défendent toujours l'idée que l'inflation actuelle est transitoire et est en grande partie

due à des facteurs cycliques. Nous n'en sommes pas si sûrs. Une confluence de facteurs ressemble de plus en plus à un choc de l'offre qui rappelle celui du début des années 1970. Les risques d'une stagflation mondiale augmentent, et nous estimons la probabilité d'un tel scénario à 30%.

- Comment les catégories d'actifs devraient-elles évoluer si l'inflation persiste? Si l'on se fie au passé, notre recherche révèle que les produits de base produisent généralement des rendements réels positifs pendant ces périodes inflationnistes, tout comme les biens immobiliers. Du côté des actions, nous trouvons que l'indice S&P/TSX offre une bien meilleure protection contre l'inflation que l'indice S&P 500: rendement annualisé de +2.3% en moyenne contre -5.9% pour l'indice S&P 500
- Il est intéressant de noter que les grands fonds de retraite continuent de réduire leur exposition aux actions canadiennes, même si cette catégorie d'actifs a historiquement offert une meilleure protection contre l'inflation. Nous comprenons que les émissions

de carbone sont maintenant au cœur des décisions d'investissement et que les considérations ESG jouent un rôle clé dans l'affectation du capital, à juste titre d'ailleurs. En même temps, nous ne pouvons pas ignorer le fait que le secteur de l'énergie de notre pays est en bonne posture pour devenir un chef de file mondial dans le domaine du captage, de l'utilisation et du stockage du CO2 (CUSC).

- Notre répartition des actifs reste inchangée ce mois-ci. Nous continuons de sous-pondérer les titres à revenu fixe et de surpondérer les actions avec une préférence pour les actions de valeur par opposition à celles de croissance étant donné notre prévision d'une augmentation des taux d'intérêt à long terme et d'un redressement de la courbe des taux.
- À la lumière des considérations qui précèdent et des risques de stagflation, nous modifions notre répartition géographique en augmentant notre exposition aux actions canadiennes au détriment de celles de la région EAEO et des marchés émergents.

Rotation sectorielle FBN

Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	13.4	Surpondérer	
Matériaux	11.4	Surpondérer	
Industrie	11.4	Équipondérer	
Consommation discrétionnaire	3.6	Équipondérer	
Consommation de base	3.6	Équipondérer	
Santé	1.0	Équipondérer	
Finance	32.0	Équipondérer	
Technologies de l'information	11.2	Sous-pondérer	
Services de télécommunications	4.8	Équipondérer	
Services publics	4.5	Sous-pondérer	
Immobilier	3.1	Sous-pondérer	
Total	100		

* Au 08 Octobre 2021

L'économie





Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252



Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

Monde : De Charybde en Scylla

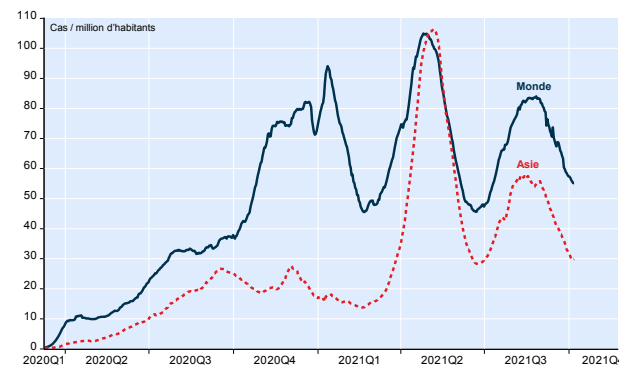
Quoi de mieux pour amorcer notre tour d'horizon qu'un petit rappel de la mythologie grecque. Dans l'*Odyssée*, Homère raconte le voyage parsemé d'embûches qu'Ulysse, roi d'Ithaque, aurait entrepris pour regagner son royaume après la guerre de Troie. Des nombreuses épreuves auxquelles le héros est soumis dans le récit, celle de Charybde et de Scylla rappelle étrangement les circonstances économiques actuelles. Pour récapituler, après que ces pérégrinations l'eurent mené aux quatre coins de la Méditerranée, Ulysse parvint un jour au détroit de Messine, gardé d'un côté par Charybde, un monstre personnifié comme un gigantesque maelstrom, et Scylla, une créature à six têtes particulièrement vorace. La proximité des deux bêtes signifie qu'en tentant d'éviter la première, Ulysse devra forcément affronter la deuxième. Résultat : le navire du roi d'Ithaque échappe au maelstrom, mais six marins sont dévorés par Scylla.

Voilà une belle métaphore de l'économie mondiale au temps de la pandémie : le pire semble avoir été évité, mais les efforts consentis pour limiter les effets néfastes de la COVID-19 exposent maintenant la planète à d'autres risques, notamment ceux associés aux contraintes de production et à la montée des prix.

Penchons-nous d'abord sur la situation épidémiologique, qui s'est grandement améliorée au cours des dernières semaines. Les campagnes de vaccination ayant progressé rapidement, le nombre de nouvelles infections répertoriées à l'échelle mondiale a recommencé à diminuer, notamment en Asie, où le variant Delta a fait beaucoup de dégâts.

Monde : La vague « Delta » s'essouffle peu à peu

Nouveaux cas et décès liés à la COVID-19, moyenne mobile 7 jours



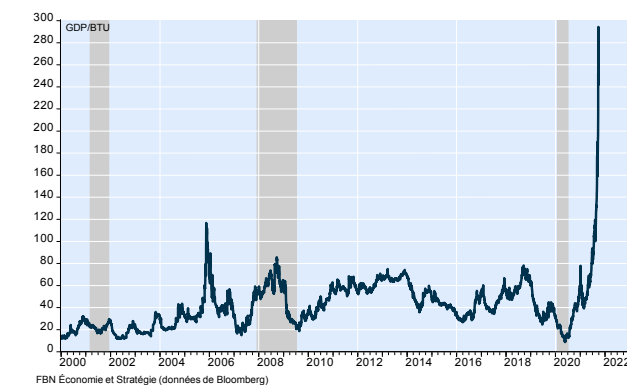
Malgré cette accalmie, la reprise tarde à se matérialiser. C'est que plusieurs pays doivent maintenant composer avec une hausse importante des coûts de l'énergie. En Europe, le prix du gaz naturel a littéralement explosé. Plusieurs facteurs expliquent ce phénomène :

- 1) Le puissant rebond de la demande lié à la reprise économique post-pandémique et au désir de plusieurs pays d'amorcer une transition vers des modes de production d'énergie moins polluants (du charbon/pétrole/nucléaire vers le gaz naturel et les énergies renouvelables).
- 2) La diminution de la production gazière à l'échelle internationale, elle-même en partie causée par un recul de l'investissement dans un contexte de décarbonation.
- 3) Le faible rendement des centrales à énergie renouvelable cet été en Europe (vents faibles et ciel nuageux).

Bien que la crise touche l'ensemble de l'Union européenne, le Royaume-Uni semble particulièrement vulnérable, car sa capacité de stockage est très limitée ce qui rend le pays tributaire d'importations souvent payées au prix comptant.

Royaume-Uni : Le prix du gaz naturel fracasse un record

Prix du premier contrat à terme de gaz naturel



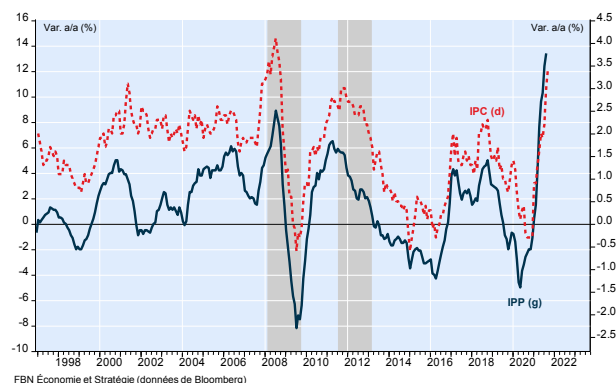
Même si plusieurs gouvernements (ceux d'Italie et de la France, entre autres) ont déjà annoncé des mesures visant à réduire l'impact de l'augmentation du prix du gaz sur les ménages, il est peu probable que ces

L'économie

aides puissent compenser totalement la réduction du pouvoir d'achat des consommateurs européens. Les entreprises seront également touchées. Les coûts de production de ces dernières, déjà dopés par la hausse des prix des matières premières et du transport, risquent de continuer d'augmenter, érodant au passage les marges bénéficiaires. Pour rester à flots, plusieurs entreprises seront forcées d'augmenter leurs prix, une autre tuile sur la tête des consommateurs. La reprise européenne s'annonce donc moins vigoureuse que prévu à moyen terme.

Zone euro : La hausse des prix menace d'éroder le pouvoir d'achat

Indice des prix à la production et indice des prix à la consommation



Les effets de la flambée des coûts de l'énergie ne s'arrêtent pas aux frontières européennes. Le gaz étant devenu inabordable, plusieurs pays ont été contraints de se tourner vers d'autres méthodes de production d'énergie comme le diesel/mazout ou le charbon. Les prix de ces produits ont donc beaucoup augmenté. Les économies émergentes particulièrement dépendantes de ces formes d'énergie, notamment la Chine et l'Inde, en subissent maintenant les contrecoups.

Chine : La production d'électricité frappée par la hausse du prix du charbon

Prix du premier contrat à terme de charbon



En Inde, la hausse du prix du charbon a été exacerbée par une baisse marquée de la production intérieure en raison d'une mousson particulièrement pluvieuse. En Chine, c'est plutôt la décision du gouvernement de bannir les importations en provenance de l'Australie qui est en cause. Dans les deux pays, les impacts sur la production industrielle ont été sérieux, plusieurs régions ayant été obligées de recourir à des coupures d'électricité périodiques. Les fermetures d'usines qui en ont découlé n'ont fait que rallonger les délais déjà substantiels dans la chaîne de production mondiale.

Pour ajouter aux malheurs de la Chine, le secteur immobilier semble être en grande difficulté après qu'Evergrande et Fantasia, deux des plus grands promoteurs immobiliers au monde, ont été dans l'incapacité d'honorer les paiements d'intérêts échus sur certaines de leurs obligations. Il n'en fallait pas plus pour engendrer une correction du marché des obligations de sociétés.

Chine : Le marché craint les répercussions de la débâcle d'Evergrande

Rendement des obligations de sociétés chinoises à rendement élevé libellées en USD



Si elle se concrétise, la faillite de ces entreprises pourrait affecter l'économie chinoise de nombreuses manières :

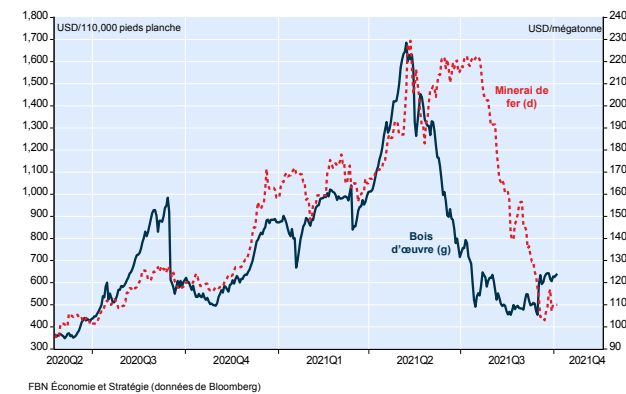
- 1) La construction, qui représente environ un cinquième de toute l'économie chinoise pourrait ralentir.
- 2) Les ménages chinois pourraient être incapables de recouvrer les acomptes versés aux promoteurs immobiliers pour s'assurer d'obtenir un logement avant même sa construction.
- 3) Les personnes ayant investi dans l'un des produits d'investissement offerts par les promoteurs immobiliers pourraient subir des pertes importantes.
- 4) Certaines banques exposées au secteur immobilier pourraient voir une proportion importante de leurs prêts devenir non productifs.
- 5) La situation pourrait aussi entraîner une perte de confiance plus généralisée dans le marché immobilier et une baisse des prix. Rappelons qu'environ 40% des actifs des ménages chinois se trouvent dans l'immobilier.

Au vu des conséquences que pourrait engendrer la faillite potentielle de géants de l'immobilier, le scénario le plus probable est que Beijing orchestre une liquidation « ordonnée » ou même une nationalisation partielle ou totale des entreprises en difficulté. Mais même si ce scénario se concrétise, un ralentissement de la construction résidentielle (et par le fait même de la croissance économique) est à prévoir. La récente

L'économie

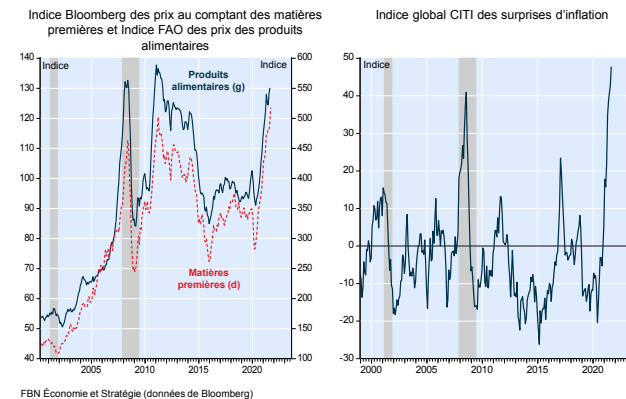
baisse du coût de certains matériaux de construction comme le bois ou l'acier semble déjà prendre en considération cette possibilité.

Monde : La débâcle d'Evergrande fait baisser le coût de certains matériaux



Ces baisses isolées ne seront toutefois pas suffisantes pour faire baisser les tensions inflationnistes mondiales puisqu'elles sont largement compensées par l'augmentation du prix d'autres matières premières et des produits alimentaires.

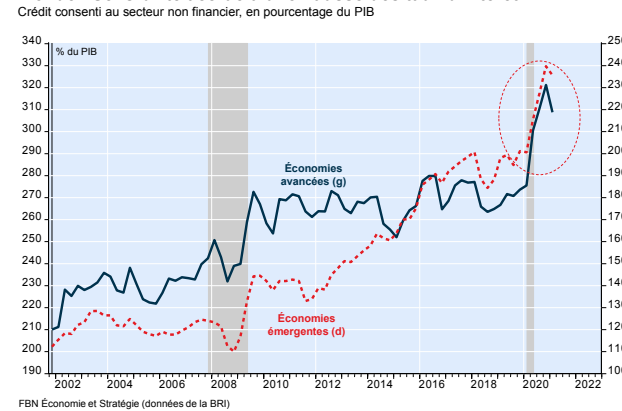
Monde : Les pressions inflationnistes s'intensifient



Ce qui nous amène au dernier élément de cette section : la politique monétaire. Confrontées à des pressions inflationnistes beaucoup plus intenses que prévu, les banques centrales de plusieurs pays

émergents – mais aussi d'économies avancées (Corée du Sud, Norvège, Nouvelle-Zélande) – ont déjà commencé à relever leurs taux directeurs. Dans un contexte où la dette a fortement augmenté, celles-ci devront manœuvrer avec prudence et tenter de diminuer la pression sur les prix sans ralentir la production économique outre mesure.

Monde : Sensibilité accrue à une hausse des taux d'intérêt



Pour refléter l'augmentation des risques économiques à l'échelle de la planète, nous avons décidé de réduire notre prévision de la croissance mondiale pour 2021 de 5.6% à 5.5%. Cette révision est due principalement à la détérioration de la situation sur les marchés émergents, en Europe et aux États-Unis (voir ci-bas). De plus, nous n'écartons pas la possibilité que ces embûches aient des répercussions également au début de la prochaine année, ce qui explique notre révision pour 2022 de 4.5% à 4.0%. Malgré ce scénario de croissance plus modeste, nous restons optimistes quant aux perspectives à plus long terme. Les goulots d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement observés actuellement devraient commencer à se résorber en 2022 et permettre à l'inflation de ralentir et revenir vers les cibles des banques centrales. Cela devrait diminuer la pression sur les grands argentiers et permettre une normalisation progressive des politiques monétaires. Pour revenir à notre métaphore grecque, le navire qu'est l'économie mondiale devrait réussir à franchir le détroit dans lequel il se trouve, mais non sans perdre quelques marins en chemin.

Perspectives mondiales			
	2020	2021	2022
Économies avancées	-4.5	4.9	3.3
États-Unis	-3.4	5.5	3.4
Zone euro	-6.3	4.7	3.5
Japon	-4.6	2.4	2.2
Royaume-Uni	-9.8	6.6	4.0
Canada	-5.3	5.0	3.8
Australie	-2.5	3.7	3.1
Corée du Sud	-0.9	3.8	2.5
Économies émergentes	-2.1	6.0	4.5
Chine	2.3	7.8	5.0
Inde	-7.3	9.0	7.5
Mexique	-8.3	6.0	3.3
Brésil	-4.1	5.0	1.4
Russie	-3.0	3.4	2.8
Monde	-3.1	5.5	4.0

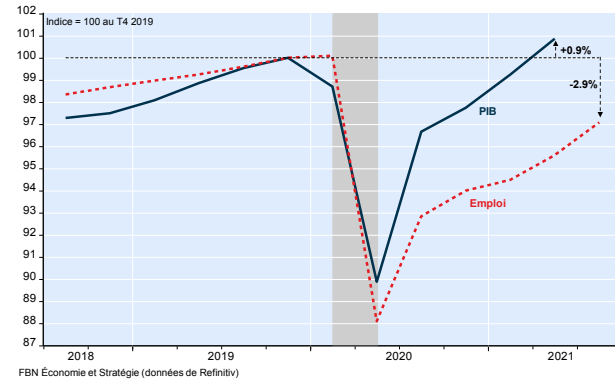
FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

États-Unis : Les limites d'une reprise sans emplois

Autre mois, autre rapport sur l'emploi décevant; les effectifs salariés non agricoles n'ont augmenté que de 194K en septembre, soit beaucoup moins que les 500K attendus par consensus. Bien que cette déception ait été en partie compensée par une révision à la hausse des données des mois précédents (+169K) et par une enquête auprès des ménages plus solide (+526K), il n'en demeure pas moins que le marché de l'emploi est à la traîne aux États-Unis. Alors que le PIB réel était déjà de retour au-dessus de son niveau d'avant la crise au deuxième trimestre de l'année, l'emploi se situait à 3% environ en dessous de cette marque, et ce un trimestre plus tard.

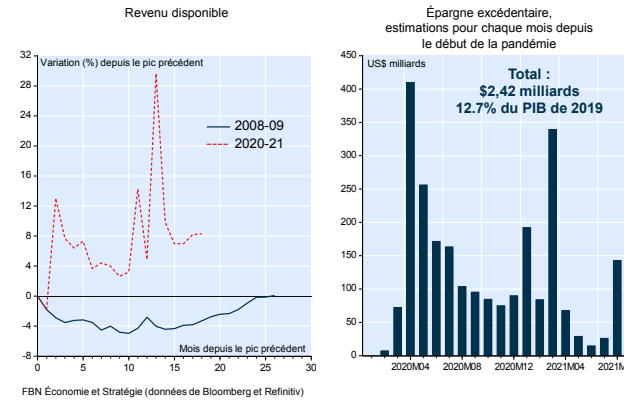
États-Unis : La reprise du PIB devance de loin celle de l'emploi

PIB réel et effectifs salariés non-agricoles



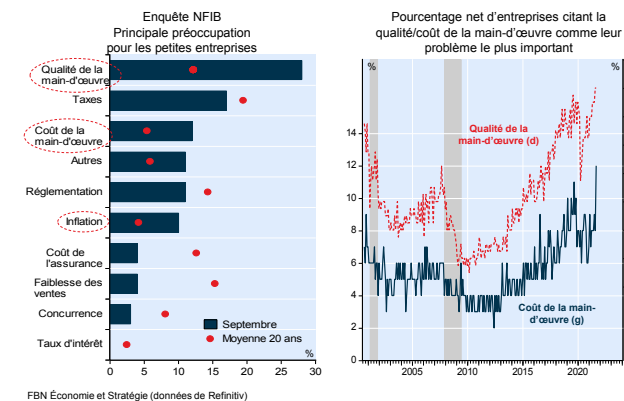
La divergence entre la croissance et l'emploi s'explique en partie par le fait que les secteurs les plus affectés par la pandémie tendent à avoir une intensité en main-d'œuvre assez élevée. L'autre élément à souligner est celui des programmes d'aide déployés par Washington durant la pandémie. En temps normal, un déficit d'emplois comme celui que l'on observe aujourd'hui entraînerait une forte baisse des revenus des ménages et, par ricochet, une diminution de la demande. Mais pas cette fois. Les sommes débloquées par le gouvernement pour minimiser les impacts de la pandémie ont fait augmenter le revenu disponible des ménages américains, un fait assez inusité en période de récession. Cela a permis aux consommateurs de maintenir un niveau de dépenses relativement élevé et d'accumuler environ \$2,400 milliards d'épargne excédentaire, soit 12.7% du PIB d'avant la crise.

Etats-Unis : Les ménages toujours en bonne posture



Malgré le gigantisme de ces sommes, certains ménages – notamment ceux au bas de l'échelle des revenus – demeurent à risque dans un contexte où les programmes extraordinaires sont maintenant chose du passé. Un redressement du marché de l'emploi devient donc nécessaire pour permettre la poursuite de la reprise. C'est d'autant plus vrai dans un contexte où la pénurie de main-d'œuvre affecte la capacité de production des entreprises. Pas moins de 28% des entreprises sondées par la NFIB en septembre considéraient la disponibilité de main-d'œuvre qualifiée comme leur problème le plus important, une proportion bien supérieure à la moyenne historique pour cet indicateur (12.3 %).

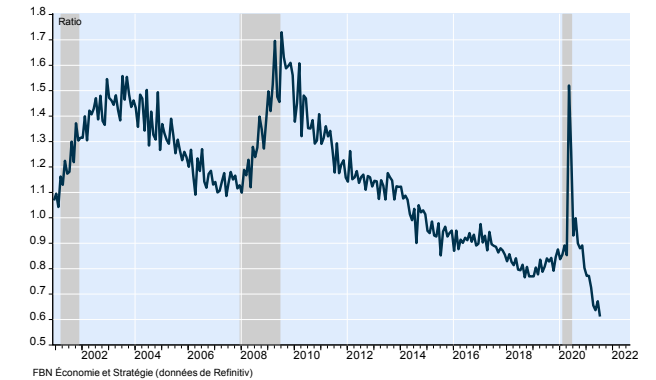
É.-U. : Les pénuries de main-d'œuvre malmènent les petites entreprises



Sans surprises donc, les offres d'emplois se situent à un niveau record. L'embauche, quant à elle, stagne.

É.-U. : L'embauche stagne malgré une demande de travailleurs accrue

Ratio embauches/postes à pourvoir



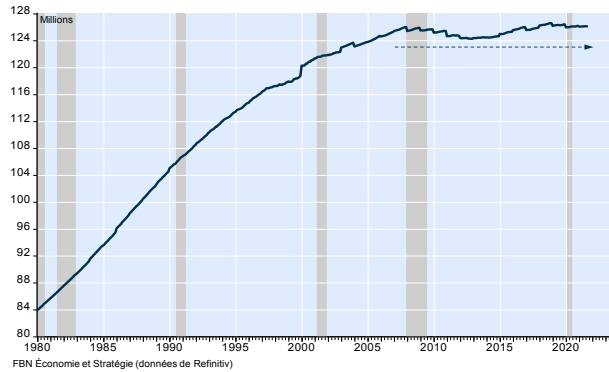
Les raisons de cette asymétrie sont multiples :

- 1) La peur résiduelle du virus qui retarde le retour au travail de certains. (Le recul de la vague « Delta » pourrait améliorer la situation.)
- 2) La fermeture des écoles et des garderies qui obligent de nombreux parents à rester à la maison pour s'occuper des enfants. (Encore là, l'amélioration de la situation sanitaire pourrait aider.)
- 3) L'inadéquation des compétences les plus recherchées avec celles des travailleurs qui ont perdu leur emploi pendant la pandémie. (L'acquisition de nouvelles compétences est un processus généralement assez long.)
- 4) Les généreux suppléments aux prestations d'assurance-chômage de Washington qui ont un effet dissuasif sur le travail. (Bien que la suppression progressive de ces prestations n'ait pas semblé avoir beaucoup d'impact en septembre, elle pourrait tout de même donner un petit coup de pouce au cours des prochains mois.)
- 5) L'augmentation du nombre de départs à la retraite de ces derniers mois.
- 6) La stagnation de la cohorte principale des travailleurs, une tendance structurelle amplifiée par la baisse du nombre d'arrivées d'immigrants qualifiés pendant la pandémie.

L'économie

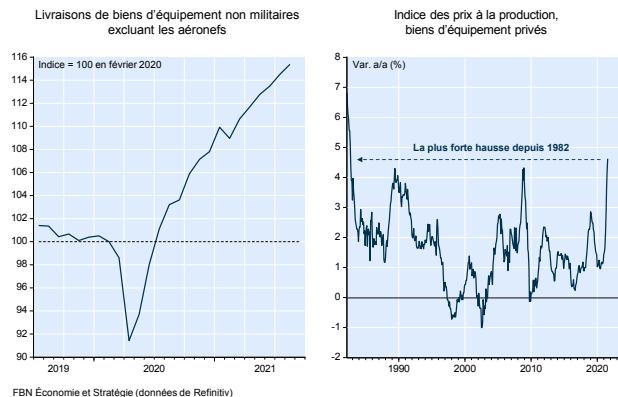
É.-U. : Le bassin de travailleurs stagne

Population 25-54 ans



Résultat? Les entreprises américaines sont aux prises avec une pénurie de travailleurs grave. Pour tenter de pallier ce problème, beaucoup d'entre elles ont décidé d'augmenter leurs dépenses en investissement. À preuve, les livraisons de biens d'équipement non militaires excluant les avions, un indicateur des dépenses d'immobilisations, étaient en hausse de 15,4% en août par rapport à leur niveau d'avant la pandémie, ce qui pourrait se traduire dans le futur par une augmentation de la productivité. Mais cette avenue semble devenir de plus en plus coûteuse. En effet, les données sur les prix à la production d'août montraient la plus importante hausse des coûts des biens d'équipement privés depuis les années 1980. De quoi refroidir les ardeurs de certains dirigeants d'entreprise.

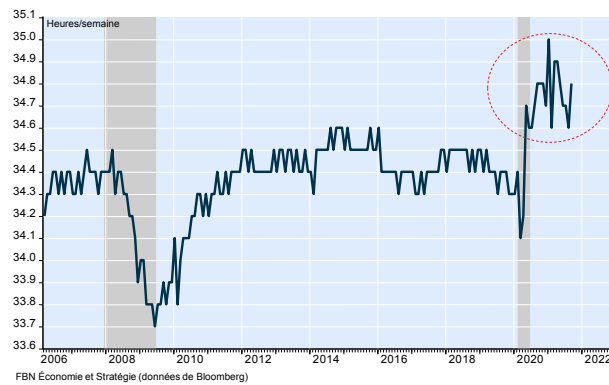
É.-U. : La main-d'œuvre plus coûteuse, le matériel plus cher



Une autre option utilisée pour contourner les pénuries de main-d'œuvre a été d'allonger la semaine de travail des employés existants. Mais cette option a aussi ses limites. La production des employés tend à diminuer lorsque le nombre d'heures travaillées dépasse un certain seuil. Par ailleurs, les heures supplémentaires peuvent s'avérer coûteuses pour les entreprises.

É.-U. : Faute d'embauches, les employés en place travaillent plus

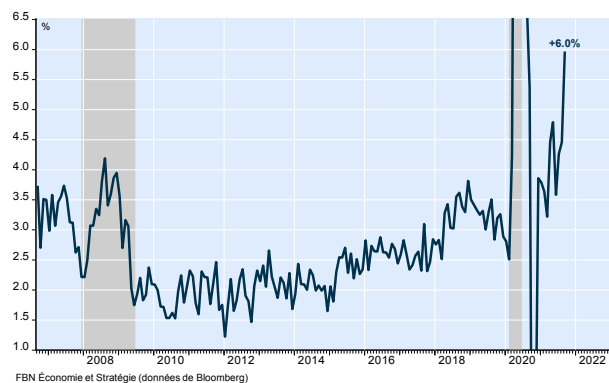
Heures travaillées hebdomadaires moyennes, secteur privé



À court d'options, les entreprises américaines ont dû se résoudre à augmenter les salaires. En effet, le salaire horaire moyen a augmenté de 6,0 % en termes annualisés au cours des six derniers mois, soit la plus forte hausse en dehors de la période de confinement.

É.-U. : Les salaires augmentent à un rythme très rapide

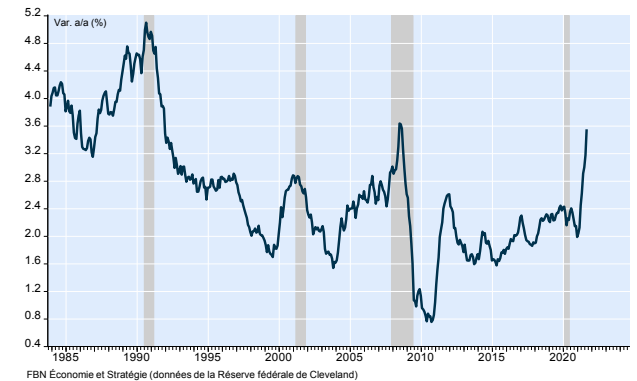
Salaires horaires moyens de tous les salariés du secteur privé, variation annualisée sur 6 mois



Cette hausse est une bonne nouvelle pour les travailleurs, mais elle pourrait également contribuer à soutenir les prix, et ce, pendant plus longtemps que ce que la Réserve fédérale le prévoyait. Déjà, l'inflation semble plus diffuse que ce que la banque centrale laisse croire. L'IPC médian tronqué, une mesure qui exclut les éléments les plus volatils chaque mois, était en hausse de 3,5% en septembre, la quatrième hausse la plus importante depuis le début des années 1990.

É.-U. : L'inflation plus diffuse qu'il n'y paraît

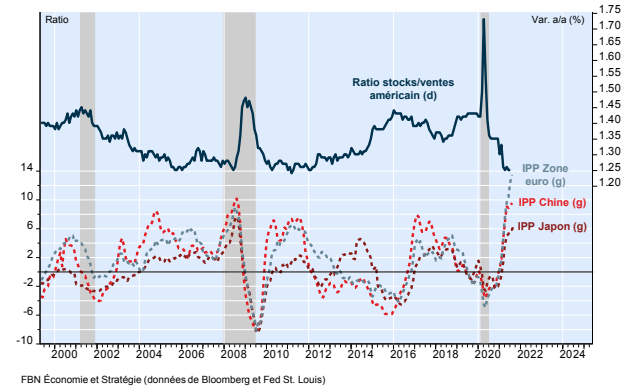
IPC médian tronqué (16%)



Nous nous attendons à ce que l'inflation demeure au-dessus de la cible de la banque centrale pendant un bon moment encore, stimulée comme nous l'avons dit par la hausse des salaires, mais aussi par l'augmentation des coûts de l'énergie, du transport et de l'alimentation. La reconstitution des stocks pourrait aussi soutenir les prix sur un horizon à moyen terme, les prix à la production ayant augmenté presque partout sur la planète.

L'économie

É.-U. : La reconstitution des stocks, source d'inflation pour le futur?

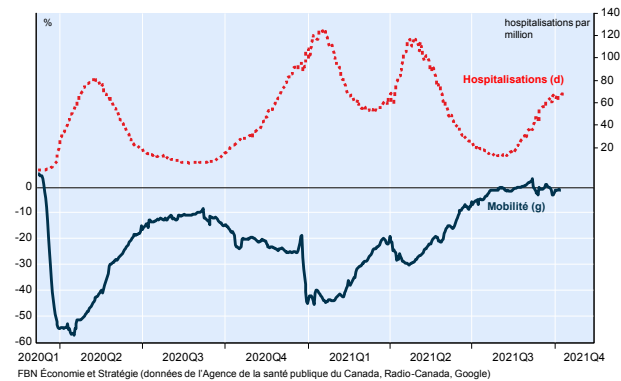


La persistance de l'inflation laisse penser qu'une normalisation progressive de la politique monétaire est à venir aux États-Unis. Celle-ci pourrait agir comme un frein pour certains secteurs plus sensibles aux hausses de taux d'intérêt (secteur résidentiel et investissement, par exemple). Les pressions haussières sur les prix pourraient également éroder le pouvoir d'achat des consommateurs américains. Dans ce contexte, nous avons décidé de revoir à la baisse notre scénario de croissance pour 2022, de 4.1% à 3.4%. Cela reste tout de même au-dessus du potentiel dans un contexte où les politiques monétaires risquent de demeurer relativement accommodantes.

Canada : L'emploi défie la gravité

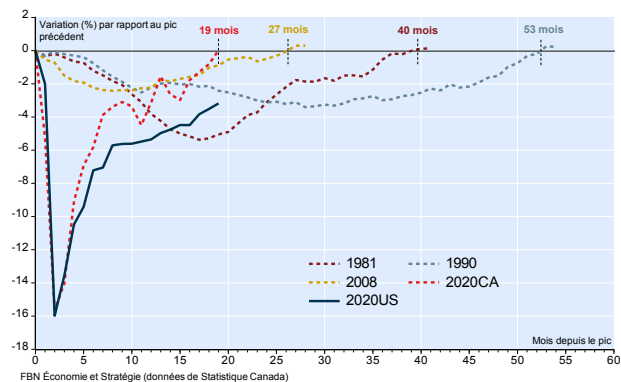
Si la quatrième vague de COVID-19 a causé une augmentation des cas, elle n'a pas freiné l'activité économique comme lors des vagues précédentes. Le niveau des hospitalisations demeure gérable dans la majorité des provinces, ce qui a permis de maintenir l'allègement des mesures sanitaires de cet été. Ce faisant, l'indice canadien de mobilité pour le commerce de détail et les loisirs est, au T3, demeuré au-dessus de sa moyenne du T2 et à un niveau comparable à celui d'avant la pandémie.

Canada : La quatrième vague moins menaçante que les précédentes



Ce contexte a été très favorable à l'embauche pendant le trimestre terminé en force. Un nombre impressionnant de 157K emplois ont été créés au Canada en septembre. En dix-neuf mois à peine, l'emploi est revenu au niveau d'avant la pandémie. C'est non seulement le rétablissement le plus rapide des quatre dernières récessions, mais c'est aussi une performance époustouflante comparativement aux États-Unis, où l'emploi reste à plus de 3% en dessous du pic d'avant la récession.

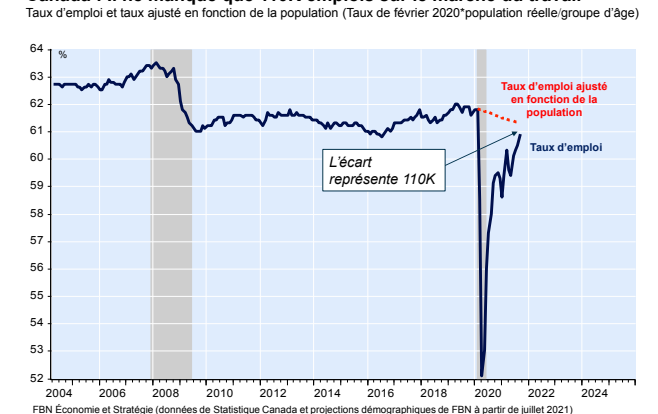
Canada : Le rétablissement de l'emploi le plus rapide à ce jour



Bien que cela représente une étape importante dans cette reprise économique, cela ne signifie pas que le marché du travail soit déjà pleinement rétabli. Il ne faut

pas oublier que des personnes se sont ajoutées au bassin de travailleurs potentiels et c'est la raison pour laquelle d'autres indicateurs sont à surveiller attentivement. De son côté, la banque centrale laissait entendre dans le Rapport sur la politique monétaire de juillet que l'objectif était plutôt de ramener le taux d'emploi à son niveau d'avant la pandémie, ce qui représenterait en septembre un manque à gagner de 272K emplois. Cela permettrait de tenir compte de l'augmentation du dénominateur dans le ratio emploi/population, mais cela soulève à nos yeux d'autres enjeux. En effet, l'objectif apparaît fort ambitieux, car il ne tient pas compte du phénomène de vieillissement de la population et des départs à la retraite. D'ailleurs, cet objectif n'a pas été atteint lors du précédent cycle (graphique) malgré le rétablissement complet du marché du travail. Une telle visée risque d'amener la banque centrale à surestimer la marge de ressources inutilisées sur le marché du travail. En supposant les mêmes taux d'emploi par groupe d'âge qu'avant la pandémie (février 2020) et en les appliquant à la structure de population de septembre 2021, on obtient un taux d'emploi ajusté en fonction de la composition de la population qui est plus bas de cinq dixièmes que celui d'avant la pandémie. Cela signifie qu'en tenant compte des changements démographiques, il ne faudrait plus que 110K emplois pour revenir à une situation aussi favorable qu'avant la pandémie en termes de taux d'emploi, soit substantiellement moins que les 272K suggérés par la banque centrale. C'est ironiquement la moyenne de création d'emplois des trois derniers mois.

Canada : Il ne manque que 110K emplois sur le marché du travail

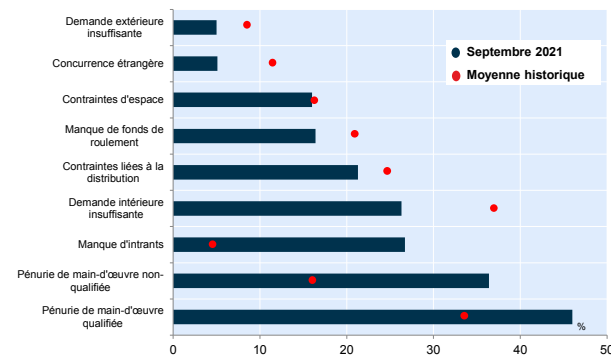


L'économie

Le sondage effectué par la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (FCEI) indique d'ailleurs que la marge inutilisée sur le marché du travail n'est pas très grande. Encore en septembre, les deux principaux facteurs limitant les ventes des PME étaient les pénuries de main-d'œuvre qualifiée et non qualifiée. Les entreprises déplorent ces problèmes dans des proportions bien supérieures à la norme historique (graphique). Il y a lieu de penser que l'élimination progressive des programmes extraordinaires d'aide au revenu qui est en cours pourrait atténuer quelque peu ces pressions, mais le décalage actuel entre les types d'emplois offerts par les entreprises et le profil des travailleurs restés sur la touche laisse penser que le marché du travail demeurera tendu.

Canada : La pénurie de main-d'œuvre très aiguë en ce moment

Facteurs limitant les ventes, septembre 2021 et moyenne historique



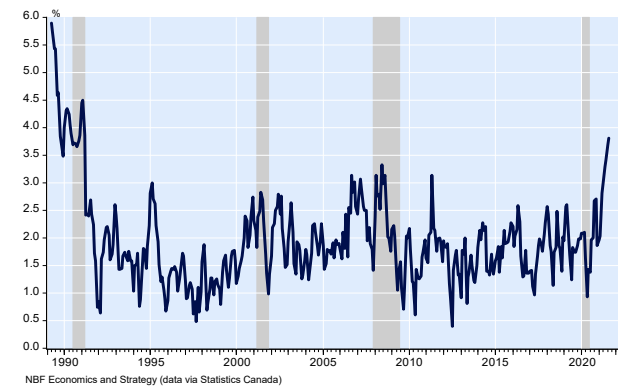
FBN Économie et Stratégie (données de la FCEI)

Aux enjeux de main-d'œuvre s'ajoute celui de la pénurie d'intrants selon le résultat du sondage de la FCEI, ce qui n'est pas surprenant dans le contexte actuel caractérisé par des problèmes de chaînes d'approvisionnement mondiales. Ce contexte a été propice à une envolée de l'inflation au cours de l'été. Les données sur l'IPC ont surpris à la hausse quatre fois au cours des cinq derniers mois. En août, l'inflation annuelle atteignait 4.1%, son niveau le plus élevé depuis 18 ans. Quant à elle, la moyenne des trois mesures préférées de la banque centrale s'est établie à 2.6% en glissement annuel, son plus haut niveau depuis mars 2009, et elle reflète le caractère généralisé des augmentations actuellement observées. Il s'avère également que ces chiffres

annuels sous-estiment la tendance récente. En effet, nos répliques maison de l'IPC-médian et de l'IPC-tronqué affichent des progressions de 3.2% et 4.4% respectivement sur trois mois annualisés. La moyenne des deux mesures évolue à un rythme inégalé en plus de trois décennies (graphique).

Canada: Inflationary pressures are broad-based

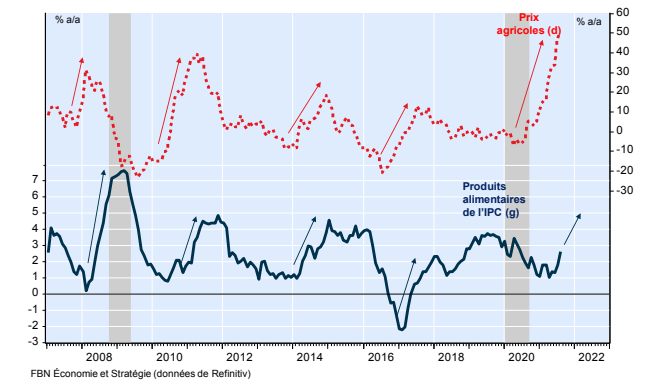
Average of CPI-Trim and CP-Median, 3-month change annualized



Outre les problèmes de main-d'œuvre et de chaînes d'approvisionnement, un autre élément risque de contribuer à la résilience de l'inflation dans les prochains mois. Comme dans le cas de beaucoup de matières premières et denrées, les prix des produits alimentaires ont connu des progressions spectaculaires au cours de la dernière année. L'indice de prix des produits alimentaires de la Banque du Canada libellé en dollars canadiens a connu une augmentation de près de 50%, soit la plus forte hausse jamais enregistrée. Or, ces augmentations de prix ont tendance à avoir un impact sur la facture à l'épicerie avec un décalage de 6 à 8 mois ce qui signifie que l'accélération des prix constatée jusqu'à présent ne fait que commencer.

Canada : L'inflation des produits alimentaires reste à venir

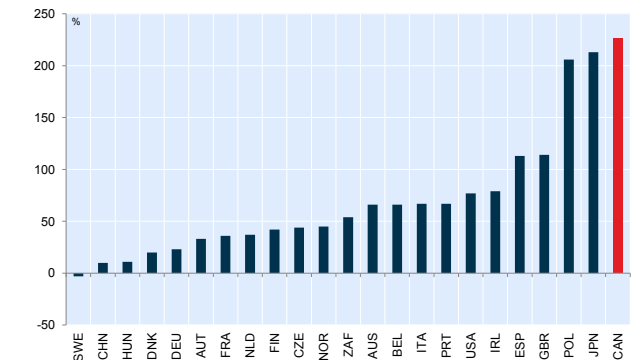
Indice des prix agricoles (CAD) et sous indice des produits alimentaires de l'IPC de la BdC



Étant donné cet environnement inflationniste, est-ce que cela signifie que la consommation réelle va pâtir d'une perte de pouvoir d'achat des ménages et freiner la croissance économique? Nos révisions à la hausse de l'inflation nous ont amenés en effet à modérer notre optimisme pour la consommation en 2022. Cela dit, nous demeurons convaincus que les consommateurs canadiens sont en bonne posture pour soutenir la reprise économique. Les montants d'épargne excédentaire accumulés par les ménages atteignent la somme astronomique de 11.4% du PIB. Comment se compare ce coussin par rapport aux autres pays? Le FMI estime que le Canada est bon premier parmi les pays avancés.

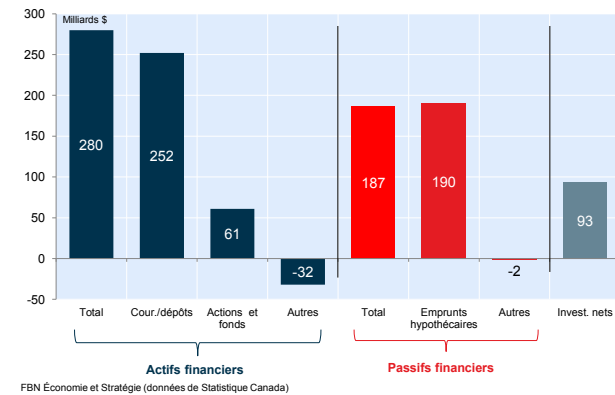
Canada : Les ménages ont accumulé une épargne considérable

Épargne excédentaire en proportion du total de l'épargne attendu



Il est légitime de se demander dans quelle mesure ces sommes seront affectées à la consommation dans les prochains trimestres. Nos analyses démontrent que ces montants n'ont pas été investis massivement par les ménages et n'ont pas non plus servi à réduire leur endettement. La grande majorité de cette somme serait en dépôt, en attente d'être déployée par les ménages. Selon un sondage effectué par la Banque du Canada cet été, les ménages prévoient de dépenser 35% de l'épargne excédentaire d'ici la fin de 2022. C'est considérable.

Canada : Hausse fulgurante des dépôts au début de la pandémie
Acquisition d'actifs et de passifs financiers par les ménages du T1 2020 au T2 2021



Ce mois-ci, nous maintenons inchangée notre prévision de croissance réelle de 5.0% en 2021, mais nous abaïssons notre prévision pour 2022 de 4.0% à 3.8%. L'envolée des prix des matières continuera de bénéficier à l'économie du Canada mais les perturbations à la chaîne d'approvisionnement et l'inflation qui en découle représentent un risque dans le contexte actuel. Il n'en demeure pas moins que les consommateurs et les entreprises sont armés pour favoriser la poursuite de la reprise.

Prévisions économiques provinciales

	2019	2020e	2021p	2022p	2023p	2019	2020e	2021p	2022p	2023p
	PIB réel (croissance en %)					PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	4.0	-5.3	3.2	2.6	1.5	4.1	-8.3	14.9	6.3	2.5
Île-du-Prince-Édouard	5.1	-3.0	3.5	3.8	2.4	7.0	-1.0	7.2	4.9	3.4
Nouvelle-Écosse	2.4	-3.2	3.8	3.3	1.8	3.8	-1.9	6.9	4.7	3.0
Nouveau-Brunswick	1.2	-3.7	3.6	3.0	1.6	3.0	-1.7	8.6	4.7	2.8
Québec	2.7	-5.3	6.5	3.0	2.0	4.3	-4.1	11.2	4.6	2.9
Ontario	2.1	-5.0	4.4	4.2	2.3	3.8	-4.8	8.7	5.3	3.3
Manitoba	0.6	-4.8	4.3	3.4	2.1	1.0	-3.9	11.1	5.5	3.5
Saskatchewan	-0.7	-5.2	4.8	3.9	2.3	0.1	-9.2	21.0	6.3	3.8
Alberta	0.1	-8.2	5.4	4.3	2.5	2.7	-11.6	22.5	9.2	3.1
Colombie-Britannique	2.7	-3.8	5.3	4.0	2.4	4.4	-2.0	11.4	5.1	3.8
Canada	1.9	-5.3	5.0	3.8	2.2	3.6	-4.6	12.1	5.8	3.2
	Emploi (croissance en %)					Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.3	-5.9	2.5	1.3	0.5	12.3	14.2	13.2	12.8	12.4
Île-du-Prince-Édouard	3.4	-3.2	3.0	2.2	2.2	8.6	10.6	10.0	9.3	8.6
Nouvelle-Écosse	2.3	-4.7	5.3	2.0	1.5	7.3	9.8	8.3	7.4	6.8
Nouveau-Brunswick	0.7	-2.6	2.5	1.3	0.5	8.2	10.1	9.1	8.8	8.4
Québec	2.0	-4.8	4.2	3.1	1.4	5.2	8.9	6.3	5.1	4.8
Ontario	2.8	-4.7	4.6	3.2	1.5	5.6	9.6	8.3	6.7	6.4
Manitoba	1.0	-3.7	3.6	2.3	1.0	5.4	8.0	6.4	5.1	5.1
Saskatchewan	1.7	-4.6	2.8	2.3	1.1	5.5	8.4	6.9	5.8	5.8
Alberta	0.6	-6.5	5.1	3.5	1.6	7.0	11.5	8.8	7.2	7.2
Colombie-Britannique	2.9	-6.5	6.4	3.3	1.8	4.7	9.0	6.6	5.0	4.7
Canada	2.2	-5.1	4.6	3.1	1.5	5.7	9.6	7.6	6.3	6.1
	Mises en chantier de logements (000)					IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	0.9	0.8	1.2	0.8	0.8	1.0	0.2	3.2	3.0	2.3
Île-du-Prince-Édouard	1.5	1.2	1.2	1.0	1.0	1.2	0.0	3.7	3.1	2.3
Nouvelle-Écosse	4.7	4.9	4.4	4.2	4.1	1.6	0.3	3.6	3.2	2.2
Nouveau-Brunswick	2.9	3.5	3.8	2.8	2.7	1.7	0.2	3.5	3.2	2.4
Québec	48.0	54.1	71.0	56.0	55.0	2.1	0.8	3.4	3.2	2.3
Ontario	69.0	81.3	98.0	81.7	80.0	1.9	0.6	3.3	3.2	2.3
Manitoba	6.9	7.3	7.7	6.3	6.1	2.3	0.5	3.0	3.1	2.3
Saskatchewan	2.4	3.1	4.0	3.6	3.5	1.7	0.6	3.0	3.1	2.2
Alberta	27.3	24.0	30.7	27.0	26.5	1.7	1.1	3.0	3.2	2.3
Colombie-Britannique	44.9	37.7	48.0	36.6	35.8	2.3	0.8	3.3	3.2	2.3
Canada	208.7	217.8	270.0	220.0	215.5	1.9	0.7	3.2	3.2	2.3

e: estimé

p: prévision

Données historiques de Statistique Canada et de la SCHL, prévisions de la Banque Nationale du Canada.

États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2019	2020	2021	2022	2023	2021	T4/T4 2022	2023
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.3	(3.4)	5.5	3.4	2.4	4.9	2.9	2.1
Dépenses personnelles	2.2	(3.8)	7.8	3.4	2.5	6.7	3.0	2.2
Construction résidentielle	(0.9)	6.8	9.9	(0.2)	1.0	(0.3)	1.0	1.0
Investissements des entreprises	4.3	(5.3)	7.9	3.0	1.8	7.7	1.5	2.4
Dépenses publiques	2.2	2.5	0.8	1.0	1.5	1.3	1.2	1.5
Exportations	(0.1)	(13.6)	4.7	5.0	3.2	3.3	4.7	2.2
Importations	1.2	(8.9)	12.1	1.1	1.5	4.1	0.7	2.0
Variation des stocks (milliards \$)	75.1	(42.3)	(114.2)	81.3	50.0	(75.0)	175.0	25.0
Demande intérieure	2.4	(2.5)	6.6	2.8	2.2	5.6	2.4	2.1
Revenu réel disponible	2.3	6.2	2.6	(1.9)	2.1	1.5	1.0	2.9
Emploi des salariés	1.3	(5.7)	2.7	2.9	1.9	4.2	1.9	2.0
Taux de chômage	3.7	8.1	5.4	4.4	4.1	4.6	4.3	4.0
Taux d'inflation	1.8	1.3	4.4	3.7	2.4	5.7	2.5	2.8
Bénéfices avant impôts	2.7	(5.2)	20.2	4.9	2.6	12.2	5.5	1.4
Compte courant (milliards \$)	(472.1)	(616.1)	(743.8)	(770.5)	(710.0)	0.0

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 08/10/21	T4 2021	T1 2022	T2 2022	T3 2022	2021	2022	2023
Taux cible fonds fédéraux	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.50
Bons du Trésor 3 mois	0.05	0.05	0.10	0.10	0.15	0.05	0.40	1.40
Obligations fédérales								
2 ans	0.32	0.40	0.55	0.70	0.80	0.40	1.00	1.65
5 ans	1.05	1.15	1.30	1.50	1.55	1.15	1.70	2.05
10 ans	1.61	1.70	1.80	1.90	2.00	1.70	2.10	2.30
30 ans	2.16	2.20	2.30	2.35	2.40	2.20	2.45	2.60
Taux de change								
US\$/Euro	1.16	1.17	1.18	1.18	1.17	1.17	1.17	1.16
YEN/\$US	112	111	111	112	112	111	111	109

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2021 publié	T2 2021 publié	T3 2021 publié	T4 2021 publié	T1 2022 publié	T2 2022 publié	T3 2022 prévision	T4 2022 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	6.3	6.7	2.8	3.9	3.4	2.8	3.0	2.5
IPC (var. a/a %)	1.9	4.8	5.3	5.7	5.5	4.0	2.8	2.4
IPC de base (var. a/a %)	1.4	3.7	4.1	4.4	4.8	3.3	2.5	2.5
Taux de chômage (%)	6.2	5.9	5.1	4.6	4.6	4.5	4.4	4.3

Financière Banque Nationale

Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2019	2020	2021	2022	2023	2021	T4/T4 2022	2023
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	1.9	(5.3)	5.0	3.8	2.2	3.3	3.6	1.6
Dépenses personnelles	1.6	(6.0)	3.8	4.2	2.8	2.5	4.7	1.8
Construction résidentielle	(0.2)	4.1	18.1	(5.3)	(4.8)	2.7	(4.5)	(5.0)
Investissements des entreprises	1.1	(13.6)	(1.1)	5.9	3.6	2.4	6.5	2.2
Dépenses publiques	1.7	0.4	5.4	2.0	1.2	3.3	1.9	1.0
Exportations	1.3	(10.0)	2.5	6.1	5.6	1.9	6.5	5.0
Importations	0.4	(11.2)	6.3	4.3	4.6	2.3	5.1	4.5
Variation des stocks (millions \$)	18,766	(15,937)	3,879	14,919	20,289	10,000	12,676	24,172
Demande intérieure	1.4	(4.3)	5.0	2.7	0.6	2.7	3.1	0.9
Revenu réel disponible	2.2	9.5	0.8	(1.1)	1.4	0.4	0.5	1.5
Emploi	2.2	(5.1)	4.6	3.1	1.5	3.6	2.1	1.2
Taux de chômage	5.7	9.6	7.6	6.3	6.1	6.8	6.2	6.1
Taux d'inflation	1.9	0.7	3.2	3.2	2.3	4.2	2.4	2.4
Bénéfices avant impôts	0.6	(4.0)	42.2	8.4	0.1	31.9	3.4	0.3
Compte courant (milliards, \$)	(47.4)	(40.1)	5.0	(20.0)	(28.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 08/10/21	T4 2021	T1 2022	T2 2022	T3 2022	2021	2022	2023
Taux à un jour	0.25	0.25	0.25	0.25	0.75	0.25	1.00	1.50
Bons du Trésor 3M	0.12	0.15	0.20	0.30	0.75	0.15	0.90	1.45
Obligations fédérales								
2 ans	0.69	0.80	0.95	1.20	1.30	0.80	1.45	1.70
5 ans	1.21	1.30	1.45	1.60	1.80	1.30	1.90	2.05
10 ans	1.63	1.70	1.85	1.95	2.00	1.70	2.05	2.20
30 ans	2.09	2.15	2.25	2.30	2.35	2.15	2.40	2.45
Taux de change								
CAD par USD	1.25	1.24	1.22	1.20	1.22	1.24	1.24	1.26
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	78	82	85	80	75	82	75	70

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2021 publié	T2 2021 publié	T3 2021 prévision	T4 2021 prévision	T1 2022 prévision	T2 2022 prévision	T3 2022 prévision	T4 2022 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	5.5	(1.1)	4.0	5.0	4.9	3.7	3.0	2.9
IPC (var. a/a %)	1.4	3.4	4.0	4.2	4.1	3.6	2.8	2.4
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.0	2.1	3.0	3.0	3.1	2.8	2.3	2.3
Taux de chômage (%)	8.4	8.0	7.2	6.8	6.5	6.4	6.3	6.2

Financière Banque Nationale

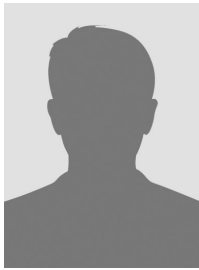
Taux d'intérêt et marché obligataire



Taux d'intérêt et marché obligataire



Warren Lovely
 Stratège principal,
 Taux d'intérêt et secteur public
 416 869-8598



Taylor Schleich
 Stratège, Taux d'intérêt
 416 869-8025



Jocelyn Paquet
 Économiste
 514 412-3693

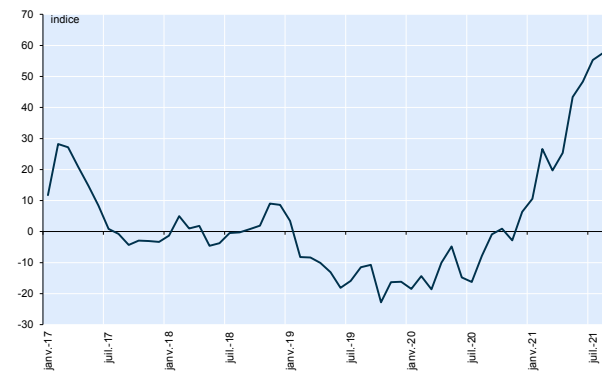
Réelle et imaginaire, l'inflation effraie les marchés

Halloween approche à grands pas et des conditions de plus en plus inquiétantes ont commencé à effrayer les marchés financiers. Réelle et imaginaire, l'inflation est le principal épouvantail ces jours-ci alors que le spectre d'augmentations rapides et soutenues des prix est à l'origine de jours de négociation, et de nuits, agités.

Les taux d'équilibre augmentent alors que les attentes d'inflation sont fondamentalement réévaluées devant les pénuries de main-d'œuvre, les pressions temporaires, mais intenses, sur les chaînes d'approvisionnement, la démondialisation et le protectionnisme évidents et un mouvement mondial pour enfin appliquer un prix plus approprié à la dégradation de l'environnement. Ces questions et ces thèmes ne sont pas à proprement parler nouveaux; nous avons légitimement craint une augmentation de l'inflation pendant le plus clair de l'année. Ce qui est différent, semble-t-il, c'est que de plus en plus de participants du marché en ont apparemment assez vu, et les rangs des tenants d'une inflation « transitoire » commencent à s'éclaircir. Il n'y a là aucun mystère puisque les pressions soutenues sur les prix semblent très clairement être un sous-produit du monde naturel d'aujourd'hui.

Les surprises à la hausse de l'inflation sont généralisées

Indice des surprises de l'inflation Citi G10



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

À cette ambiance un peu lugubre s'est ajoutée une frayeur mondiale pour la croissance. Là encore,

certains des revers les plus récents dont nous avons été témoins – par exemple le Canada

qui a trébuché au deuxième trimestre – ont été techniques par nature et reflétaient des facteurs temporaires. Mais alors que le modèle factaire de fabrication juste à temps jadis formidable

ne cesse de hoqueter (p. ex. équipement médical, produits pharmaceutiques, semi-conducteurs, batteries électriques, gaz naturel et maintenant charbon), la croissance économique à court terme est compromise dans bien des endroits. Le dernier trimestre de 2021 et les premiers mois de 2022 pourraient être marqués par une croissance décevante, tournure des événements que les marchés escomptent à contrecœur.

Alors, l'économie mondiale est-elle sur le point de rallier les rangs des morts-vivants, caractérisée par une inflation élevée et une croissance inférieure au potentiel? Cela s'appelle la stagflation, et c'est un des costumes les plus effrayants que l'économie de la planète puisse endosser. Si les risques que cela se produise ne sont plus négligeables, nous ne sommes pas encore sur le point de voir les grandes économies avancées devenir des zombies.

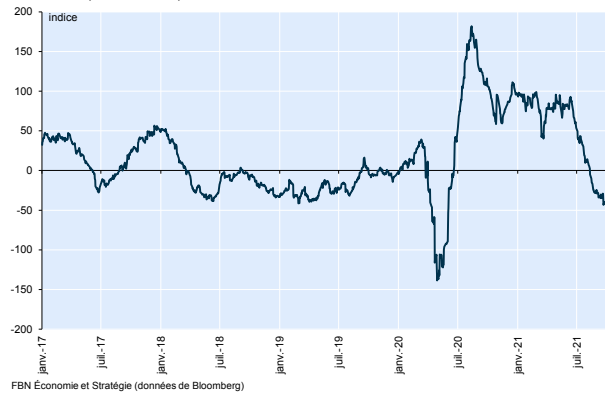
Comme l'explique notre plus récent Mensuel économique, notre prévision pour la croissance mondiale a été révisée à la baisse... une fois de plus. Mais la stagnation économique? Pas exactement. L'Amérique du Nord, pour sa part, a encore de la latitude pour dégager une croissance supérieure à la tendance l'an prochain. Les ménages américains et canadiens restent bien pourvus, ayant enregistré de solides augmentations des revenus et étant assis sur une montagne d'épargne excédentaire. C'est un coussin de sécurité vital pour le secteur monstre de la consommation alors qu'on retire graduellement les soutiens extraordinaires apportés face à la COVID. (Il reste que, dans certains pays comme le Canada, les responsables de la politique du gouvernement central ne semblent pas pressés de retirer prématurément les mesures de stimulation budgétaire.) Pendant ce temps, une capacité limitée dans des secteurs de biens clés implique que les incitations pourraient être suffisantes pour que les entreprises augmentent leurs investissements. Beaucoup en ont indiqué l'intention, malgré certains

Taux d'intérêt et marché obligataire

atermolements dus à l'incertitude toujours élevée. Ainsi, si l'activité dans l'immobilier résidentiel s'est calmée et que les perspectives d'exportation sont un peu plus incertaines, les perspectives pour l'économie réelle ne nous semblent pas si effrayantes.

Les données économiques ont réservé quelques mauvaises surprises

Indice des surprises économiques Citi G10



Cependant, il existe une méthode éprouvée pour chasser au moins partiellement les démons de l'inflation d'aujourd'hui. Cela s'appelle un retrait en temps opportun des mesures d'accommodement extrêmes de la politique monétaire, ce que, à notre avis, la Fed a refusé d'envisager bien trop longtemps. Que les membres du FOMC le reconnaissent pleinement ou non, un nombre suffisant d'entre eux pourraient craindre une explosion de l'inflation pour soutenir une réduction imminente (et peut-être rapide) de l'assouplissement quantitatif, ce qui ouvrirait la voie à la première d'une série de hausses du taux directeur qui devra commencer avant la fin de 2022. Nous avons devancé la première hausse des taux par la Fed d'un trimestre par rapport à notre prévision antérieure, sentant une disposition croissante chez les membres du FOMC à réagir aux risques croissants de l'inflation.

Il faut reconnaître à la Banque du Canada le mérite d'entraîner le Canada toujours plus près d'une phase de normalisation du taux directeur. Une nouvelle baisse de régime se prépare, le programme d'assouplissement quantitatif de la BdC entrant dans la phase de « réinvestissement » peu de temps après. Avec l'inflation qui dépasse l'objectif et une reprise solide de l'emploi, les marchés ont énergiquement

réévalué leurs attentes concernant le taux directeur au nord de la frontière. L'échéance que nous prévoyons pour une première hausse des taux directeurs au Canada reste inchangée (c.-à-d. juillet 2022), mais les perspectives de croissance et d'inflation du Canada plaident pour un resserrement plus rapide de la politique monétaire (du moins initialement), les écarts de production restant probablement relativement minces même face à un autre chancellement potentiel de la croissance. Nous estimons que, étant un pays exportateur de matières premières, le Canada pourrait mieux résister à une phase temporaire de stagflation mondiale que beaucoup d'autres économies avancées. La production nominale/les revenus devraient bénéficier d'un relatif degré de soutien, ce qui est un élément non négligeable en matière de crédit et d'offre d'obligations pour les gouvernements fédéral et provinciaux.

Pour être clairs, notre trajectoire modifiée des taux directeurs nord-américains (la Fed intervenant plus tôt, la BdC accélérant le rythme) et l'ajustement correspondant des taux réels ne devraient pas réellement être considérés comme plus prononcés au début ou exagérément énergiques, selon les normes empiriques. Certes, les taux semblent rester bloqués dans un marché fondamental baissier à partir de là. Mais en présumant que les chiffres de l'inflation commenceront à baisser l'an prochain (ce qui est toujours ce que nous prévoyons), les autorités monétaires pourraient être en mesure de maintenir un certain degré d'incrémentalisme, ramenant l'ajustement à un régime de politique monétaire plus neutre et évitant un autre risque évident : un exercice de resserrement brutal qui étoufferait prématurément la reprise... ce qui serait une erreur de politique monétaire.

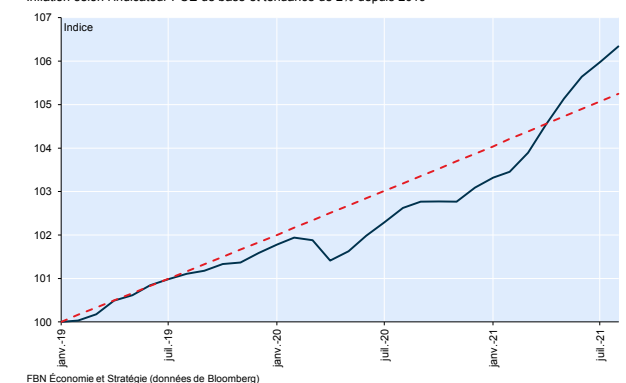
À nos yeux, une normalisation des taux directeurs relativement modeste, bien que plus précoce que prévu précédemment, ne hantera pas nécessairement trop cruellement les marchés financiers. Les marchés du crédit, tout en étant indéniablement étriqués, pourraient avoir plus à gagner qu'à perdre, au moins à court terme, ce qui concorde plus ou moins avec une répartition des actifs qui ne plaide pas encore pour une sous-pondération des actions.

FOMC : Englué dans une situation délicate?

Quand la Fed a présenté son nouveau cadre de politique monétaire l'été dernier, elle ne prévoyait assurément pas ce qui a transpiré depuis. L'inflation se situait alors près de 0 % et nous avions plus d'une décennie de données laissant penser qu'on pouvait stimuler fortement l'emploi sans déclencher de pression sur les prix supérieure à la cible. Depuis, l'inflation a grimpé plus haut que les prévisions les plus audacieuses de la Fed, alors que l'emploi a rebondi beaucoup plus lentement. Nous nous approchons maintenant d'une situation dans laquelle la Fed, liée par le double mandat en matière d'inflation et d'emploi, pourrait être forcée de choisir celui des deux objectifs auquel elle accordera la priorité.

États-Unis : L'inflation dépasse déjà largement la tendance

Inflation selon l'indicateur PCE de base et tendance de 2% depuis 2019



Le discours officiel de la Fed sur le caractère transitoire des tensions inflationnistes n'a pas changé. Son communiqué de presse du mois dernier l'a réitéré :

« L'inflation est élevée, reflétant largement des facteurs transitoires ».

Cependant, en lisant entre les lignes, on perçoit une certaine anxiété au sujet de la validité de cette opinion ou du moins d'une durée beaucoup plus longue qu'on le pensait auparavant qu'implique le qualificatif « transitoire ». Ainsi, le plus récent Sommaire des projections économiques de la Fed indique que : a) l'incertitude concernant l'inflation est plus répandue que jamais et b) une majorité sans précédent de participants au FOMC semble penser que les risques

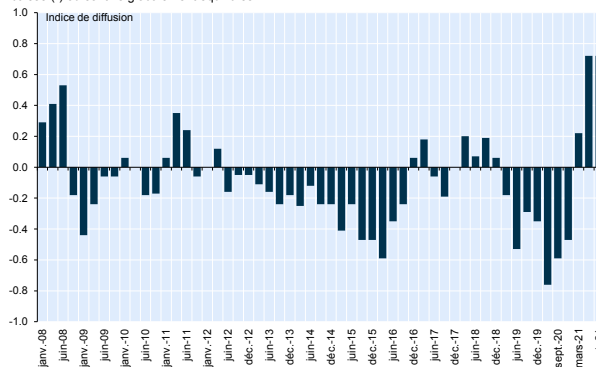
Taux d'intérêt et marché obligataire

pour les projections d'inflation sont plutôt à la hausse. Pas un seul des participants au FOMC n'entrevoit de risque de baisse pour l'inflation. Pendant ce temps, les prévisions du PIB à court terme ont été révisées à la baisse et les risques liés à ces prévisions sont plutôt ceux d'une baisse. Nous ne qualifierons pas cela d'environnement de stagflation puisque nous sommes relativement optimistes pour les perspectives de croissance, mais le ralentissement de la croissance et l'inflation élevée ne forment pas un contexte économique que la Fed appellerait de ses vœux.

Ces risques d'augmentation de l'inflation semblent imprégner de plus en plus la politique menée. Malgré un rapport sur l'emploi décevant en août (et des chiffres guère plus enthousiasmants en septembre), M. Powell a indiqué dans sa conférence de presse le mois dernier qu'il est bientôt temps de réduire les achats d'actifs. Le président de la Fed y révélait que, à son avis, la condition des « nouveaux progrès importants » à accomplir fixés pour déclencher une réduction des achats d'actifs était « quasiment remplie ». Qui plus est, « beaucoup » de membres du comité pensent qu'elle est déjà remplie. Il a fait remarquer que pour le convaincre que l'heure d'une réduction des achats a sonné, il faudrait un rapport sur l'emploi en septembre qui soit bon « dans des limites raisonnables ». Les chiffres de septembre n'étaient pas à la hauteur des prévisions qui faisaient consensus, mais ils n'étaient pas suffisamment faibles non plus pour retarder une nouvelle fois la réduction des achats. Mais une question se pose : La Fed commencerait-elle à réduire ses achats en novembre si l'inflation était plus proche de 2%? Probablement pas, à notre avis. Ce sont, hélas, des problématiques avec lesquelles il faut compter dans un système à mandat double.

Fed : Les risques de hausse de l'inflation n'ont jamais été plus grands

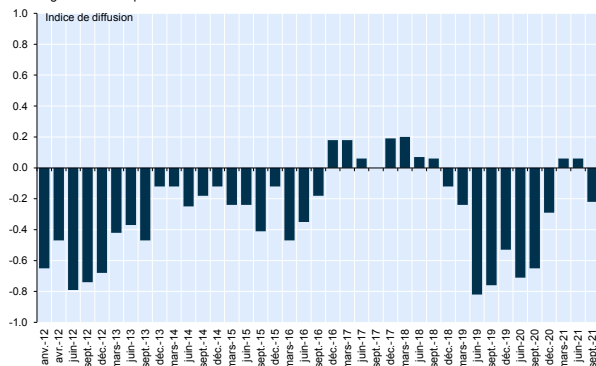
Indice de diffusion : Les risques d'inflation selon l'indicateur PCE penchent-ils à la hausse (+), à la baisse (-) ou sont-ils globalement équilibrés?



FBN Économie et Stratégie (données de la Fed)

Fed : Les risques pour le PIB penchent du côté d'une baisse

Indice de diffusion : Les risques pour la croissance du PIB penchent-ils à la hausse (+), à la baisse (-) ou sont-ils globalement équilibrés?



FBN Économie et Stratégie (données de la Fed)

Les détails de la réduction imminente des achats d'actifs ne sont pas gravés dans le marbre, mais il semble que la sortie du programme s'étalera sur une durée d'environ huit mois. Comme l'a fait remarquer M. Powell, « sous réserve que la reprise se maintienne sur sa trajectoire, un processus de réduction graduelle des achats qui se conclurait vers le milieu de l'année prochaine serait probablement approprié. » Bien qu'il puisse y avoir des arguments en faveur d'une intervention plus rapide ou plus lente, nous pensons que cette durée représente une hypothèse sensée et raisonnable. Et comme la Fed laisse clairement présager cette réduction des achats depuis quelques

mois, nous ne nous attendons pas à une réaction négative forte lorsqu'elle en fera l'annonce officielle. On pourrait penser que la flambée des taux de ces dernières semaines (et au printemps) représentait une crise de colère enfantine avant l'annonce de la réduction.

Indubitablement, une fois que la réduction sera lancée, le marché se focalisera rapidement sur le calendrier de la normalisation des taux d'intérêt. On a évidemment fait grand cas de l'évolution du graphique à points de la Fed en septembre. Les opinions des participants du FOMC sont maintenant partagées également au sujet de hausses avant la fin de l'année prochaine. Après avoir projeté une première hausse au T1 2023 pendant le plus clair de l'année, nous concédons nous aussi qu'une hausse du taux directeur aura probablement lieu plus tôt. Cela n'est pas dû à un changement de nos prévisions économiques, mais plutôt au constat que les participants du FOMC abandonnent de plus en plus leur attitude ultra accommodante antérieure.

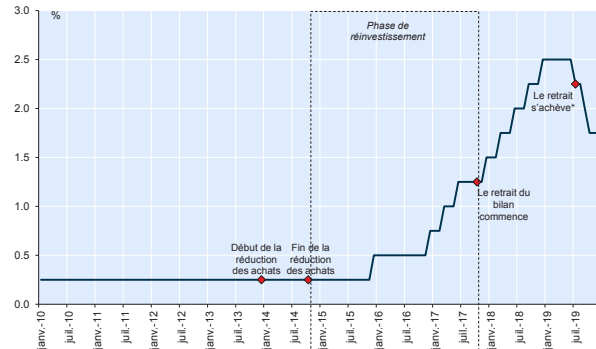
Mais, nous hésitons à ramener les hausses à une date trop précoce en 2022. Là encore, cela ne découle pas nécessairement de nos prévisions pour l'économie et l'inflation, mais plutôt de contraintes liées au calendrier. Comme nous l'avons dit, nous ne nous attendons pas à ce que la réduction des achats d'actifs soit terminée avant l'été 2022. Et M. Powell a fait clairement comprendre pendant sa conférence de presse en septembre que le FOMC ne commencera pas à hausser le taux directeur tant que le processus de réduction des achats sera en cours. Qui plus est, nous pensons que la Fed préférera marquer une pause une fois qu'elle aura terminé de démanteler son programme d'AQ. Il a fallu à la Fed plus d'un an après la réduction de ses achats en 2014 avant d'appuyer sur le frein. Bien sûr il est difficile de comparer le contexte économique d'il y a près d'une décennie avec celui d'aujourd'hui. Mais même avec nos perspectives d'inflation relativement plus élevée, nous continuons de penser que les tensions inflationnistes diminueront l'an prochain. Une inflation élevée? Oui. Supérieure à 2%? Certes. Mais elle devrait être orientée à la baisse et cela pourrait encourager la Fed à maintenir ses taux à leur valeur plancher jusqu'à une date avancée dans l'année. Et dans nos projections au-delà de 2023, nous continuons de nous attendre à

Taux d'intérêt et marché obligataire

ce que la Fed augmente ses taux régulièrement et relativement plus vite que la Banque du Canada, qui pourrait retirer des mesures de stimulation même plus tôt ...

Rappel empirique de la normalisation de la politique de la Fed

Taux cible des fonds fédéraux (borne supérieure de la fourchette) et principaux jalons de l'AQ/d du bilan



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg, Réserve fédérale) | Nota : "La Fed a commencé à réinvestir tous les remboursements de capital des titres du Trésor et à réinvestir jusqu'à US\$20 milliards des remboursements de capital des titres d'agences et des titres hypothécaires (MBS) en titres du Trésor, le reste étant affecté à des MBS."

BdC : Fidèle à la thèse de l'inflation transitoire

Comme nous l'avons fait remarquer, les participants du marché commencent à ne plus trop croire à la thèse d'une inflation passagère. Certes, les pressions sur les prix plus fortes que prévu nous ont conduits à ajuster notre calendrier des cycles de hausse des taux de la banque centrale. Pour le moment du moins, la Banque du Canada maintient sa thèse. Dans un récent discours, Tiff Macklem a relevé qu'il y a un risque que certains facteurs d'inflation soient plus persistants, mais qu'il y avait encore des raisons de croire que l'inflation supérieure à la cible se révélera temporaire (c.-à-d. effets de base, goulots d'étranglement

dans les chaînes d'approvisionnement, pénuries de puces informatiques, etc.). À l'appui de son propos, il a fait valoir que les attentes d'inflation à long terme restent ancrées et que la croissance des salaires n'a pas décroché de l'évolution des gains de productivité.

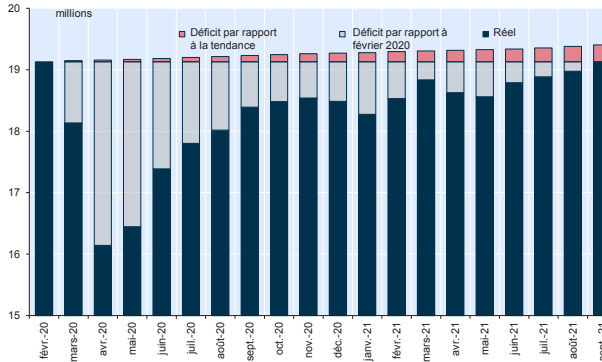
M. Macklem a aussi prévenu que les marchés du travail pourraient tarder à rebondir. Il est évident qu'il ne disposait pas d'un exemplaire avancé de l'Enquête sur la population active de septembre, qui a révélé une accélération inattendue du rythme des embauches,

nous ramenant aux niveaux d'emploi d'avant la COVID. Sur la base des indications prospectives antérieures de la BdC, cela seul ne suffit pas pour conclure que les ressources excédentaires du marché du travail ont été absorbées. La BdC aimerait plutôt voir l'économie canadienne atteindre des niveaux d'emploi concordant avec les taux d'emploi d'avant la COVID. Sur cette base, il resterait à gagner environ 270 000 emplois.

Premièrement, même ce critère relativement plus élevé ne semble pas hors de portée étant donné le rythme d'embauche récent et la forte demande de main-d'œuvre évidente dans l'ensemble du pays. Deuxièmement, nous croyons que l'approche adoptée par la BdC (c.-à-d. d'utiliser des taux d'emplois datant d'avant la COVID) surestime en fait le déficit d'emplois. Comme notre Mensuel économique l'indique, une fois qu'on tient compte du vieillissement de la population, la création d'emplois nécessaire pourrait être de moins de la moitié de ce qu'indique la BdC. Quoiqu'il en soit, il semble qu'il y ait moins de ressources inutilisées sur les marchés du travail que ne semblaient le penser les autorités de la BdC, encore aussi récemment que la semaine dernière.

Les ressources inutilisées du marché du travail se résorbent très vite

Emploi canadien, déficit par rapport à avant la COVID et déficit par rapport à la tendance



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada) | Nota : Tendance d'avant la COVID = Taux d'emploi de février 2020/population actuelle

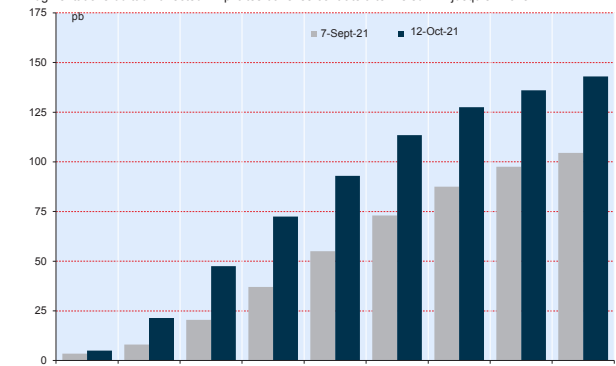
En ce qui concerne l'écart de production, il est vrai qu'il semble rester un niveau non négligeable de ressources inutilisées. Apparemment, les nouvelles projections de la Banque revues à la baisse qui sortiront à la fin du mois pourraient dénoter un écart de production plus important qu'on le pensait auparavant. Cependant, tout comme les perturbations du côté de l'offre qui entraînent des hausses surprises de l'inflation, cela limite aussi le

montant de la production potentielle de l'économie. En d'autres termes, les révisions à la baisse de la croissance pourraient être compensées par des révisions à la baisse du potentiel, maintenant la résorption de l'écart de production sur une trajectoire pratiquement inchangée.

À titre de rappel, la BdC projette actuellement une résorption de l'écart de production au deuxième semestre de 2022. Nous ne pensons pas que cela risque d'être nettement modifié dans le prochain communiqué sur la politique monétaire, c'est pourquoi nous avons maintenu notre projection d'une première hausse des taux en juillet 2022 inchangée. Cela dit, une inflation supérieure à l'objectif persistante et une reprise rapide du marché du travail nous ont incités à comprimer le calendrier des hausses de taux, ce qui se solde par un cycle de hausses relativement plus rapide que ce que nous avons dit précédemment. Notre nouvelle prévision de base inclut deux ajustements du taux directeur au troisième trimestre de 2022, et un autre avant la fin de l'année. Pour être clairs, nous n'avons pas changé d'opinion sur la destination ultime du taux directeur (c.-à-d. le taux d'intérêt neutre). Nous n'entrevoions toujours pas la possibilité que le taux de financement à un jour soit poussé durablement au-dessus de 2% à long terme. Mais alors que la BdC commence à reconnaître la nature plus permanente de cette inflation « transitoire », un retrait relativement plus rapide des mesures de stimulation extraordinaires pourrait être justifié. Pour nous, la question n'est pas tant de savoir si la BdC va faire cette concession, mais plutôt quand elle la fera.

Les marchés tablent sur une intervention énergétique de la BdC

Augmentations du taux directeur implicites dans les contrats à terme sur AB jusqu'en 2023



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Taux d'intérêt et marché obligataire

BdC : Le chant du cygne de l'AQ

Contrairement à ce qui se passe au sud de la frontière, où le processus de réduction des achats d'actifs n'a pas encore commencé, nous approchons rapidement du premier anniversaire de l'amorce de la réduction de l'AQ par la Banque du Canada. La Banque a en effet commencé dès octobre 2020 à réduire le rythme de ses achats d'obligations, qui avait été relativement élevé. Près d'un an plus tard, les achats nets d'actifs ressembleront bientôt à un outil du passé. Nous nous attendons à ce que la Banque annonce une nouvelle diminution d'un cran plus tard ce mois-ci et réoriente l'attention vers la « phase de réinvestissement ». Nous avons eu droit sur ce front à des indications dont nous avons grand besoin dans un discours de Tiff Macklem :

- Premièrement, comme la BdC l'avait déjà souligné auparavant, les décisions concernant l'assouplissement quantitatif et le taux directeur sont distinctes et ne sont pas liées mécaniquement : « ... le fait qu'on ajuste le rythme de nos achats ne voudra pas forcément dire qu'on a changé d'avis sur le moment où il faudra commencer à relever le taux directeur ».
- Comme d'autres banques centrales, la BdC a indiqué que la « phase de réinvestissement va durer un certain temps – au moins jusqu'à la hausse du taux directeur ». On peut en déduire que le réinvestissement durera au moins jusqu'en juillet 2022. Cela concorde avec l'approche de la gestion du bilan télégraphié par la Banque d'Angleterre et celle de la Réserve fédérale américaine dans les années 2010, où celle-ci n'avait commencé à mettre fin au réinvestissement environ deux ans après sa première hausse des taux.
- Une fois engagée dans la phase de réinvestissement, la Banque ne réinvestira pas les obligations immédiatement à mesure qu'elles arriveront à échéance, étant donné la taille et la nature inégale de ses positions. Elle ne réinvestira pas non plus les titres échus exclusivement à des adjudications comme certains l'avaient spéculé (une approche que nous avons jugée peu pratique). Au lieu de cela, elle prévoit de réinvestir par une combinaison d'achats sur les marchés primaire et secondaire, se concentrant sur la stabilité sur un horizon de longue

durée. M. Macklem a aussi dit que la phase de réinvestissement ne comprendra pas moins d'achats sur le marché secondaire que le rythme actuel, mais cela signifiera aussi qu'il y aura moins d'achats sur le marché primaire (la Banque achète maintenant 13% des adjudications nominales d'obligations). Pour le moment, on ne sait pas clairement quelle proportion des achats aux adjudications sera supprimée, mais ce n'est pas une nouveauté; la Banque a déjà ajusté ces achats dans le passé et pris des mesures similaires avec ses achats de bons du Trésor plus tôt cette année.

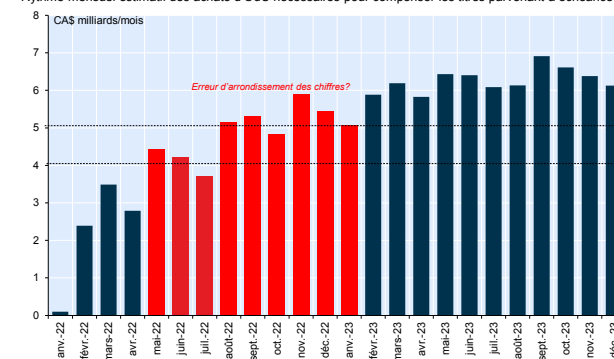
- Quant à la quantité d'obligations que la Banque devra acheter, elle a évalué qu'il faudrait environ \$1 milliard par semaine (tous achats sur les marchés primaire et secondaire confondus) pour maintenir un niveau stable de ses positions en obligations du Canada. Sur le plan opérationnel, elle passera d'un rythme hebdomadaire à un objectif mensuel compris entre \$4 milliards et \$5 milliards, bien qu'on ne sache pas clairement pour le moment quelle sera la répartition entre les marchés primaire et secondaire.

Il reste encore quelques détails à dévoiler, mais le discours est une indication forte de ce que la Banque aimerait que ce programme d'AQ soit bouclé relativement rapidement. De plus, en raison de la structure déséquilibrée des échéances des positions de la Banque, le rythme de \$4-5 milliards par mois indiqué par Tiff Macklem donne aussi une indication de la durée pendant laquelle la Banque s'attend à être en mode de réinvestissement complet. À supposer que cette phase démarre officiellement d'ici la fin de l'année, l'objectif d'achat mensuel que M. Macklem a communiqué serait suffisant pour maintenir ses positions à un niveau relativement stable jusqu'en 2022. (Nous notons que ce délai repousserait réellement la limite supérieure de la fourchette cible indiquée, mais nous présumons que M. Macklem donne des indications prospectives souples plutôt que de fixer une règle rigide et rapide). Ce qui est moins contestable cependant, c'est qu'un horizon plus éloigné, se prolongeant jusqu'en 2023, correspondrait à un rythme mensuel compris entre \$5 milliards et \$7 milliards – suffisamment loin au-dessus de la fourchette de \$4-5 milliards pour en conclure qu'il ne s'agit pas d'une erreur d'arrondissement des chiffres. Par conséquent, il semble que la Banque ne prévoie

pas de rester en mode de réinvestissement complet au-delà de l'an prochain. Ce qui pourrait suivre en 2023 est un réinvestissement partiel, qui permettrait une réduction naturelle modeste de la taille du bilan de la Banque. Une chose est certaine, le bilan de la Banque restera important, assurément selon les normes historiques. Mais autoriser une réduction modeste est une approche sensée puisqu'elle donne à la Banque des munitions additionnelles pour le prochain ralentissement économique. Espérons toutefois qu'elle n'aura pas à utiliser ces munitions pendant un bon moment...

BdC : Estimation de la durée de la phase de réinvestissement

Rythme mensuel estimatif des achats d'OdC nécessaires pour compenser les titres parvenant à échéance



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada) | Nota : Suppose que la phase de réinvestissement commence en décembre 2021

Taux d'intérêt et marché obligataire

Marché obligataire canadien : Taux d'intérêt, écarts et taux de change

	12-Oct-21	13-Jul-21	13-Avr-21	12-Janv-21	13-Oct-20
Taux d'intérêt					
3 mois	0.119	0.162	0.089	0.067	0.098
2 ans	0.748	0.488	0.242	0.176	0.251
5 ans	1.261	0.961	0.943	0.464	0.355
10 ans	1.648	1.353	1.504	0.843	0.587
30 ans	2.078	1.856	1.93	1.469	1.19
Écarts					
3 mois - 2 ans	62.9	32.6	15.3	10.9	15.3
2 - 5 ans	51.3	47.3	70.1	28.8	10.4
5 - 10 ans	38.7	39.2	56.1	37.9	23.2
10 - 30 ans	43	50.3	42.6	62.6	60.3
Taux de change					
CAD/USD	1.2435	1.2513	1.2535	1.2711	1.3139
EUR/CAD	0.6969	0.6785	0.6677	0.6443	0.648

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Marché boursier et stratégie de portefeuille



Marché boursier et stratégie de portefeuille



Stéphane Marion
Économiste et stratège en chef
514 879-3781



Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252

Monde : La menace d'une compression des marges

Après avoir atteint un sommet record le 6 septembre, les actions mondiales ont perdu plus de 5% avant de rattraper un peu du terrain perdu, au début d'octobre. À ce stade-ci, l'indice MSCI Monde (tous pays) est en hausse de 12.8% depuis le début de l'année, entraîné par les marchés développés (tableau). Les marchés émergents, qui représentent 12% de l'indice mondial de référence, continuent de peiner, à cause de l'Amérique latine et de l'Asie. En Asie, l'indice MSCI Chine est en butte à l'incertitude persistante au sujet du cadre réglementaire de Pékin pour les sociétés qui ne sont pas détenues par l'État et l'incertitude entourant la résolution de la faillite d'un grand promoteur immobilier en Chine (Evergrande).

Indice MSCI composé : Évolution des cours

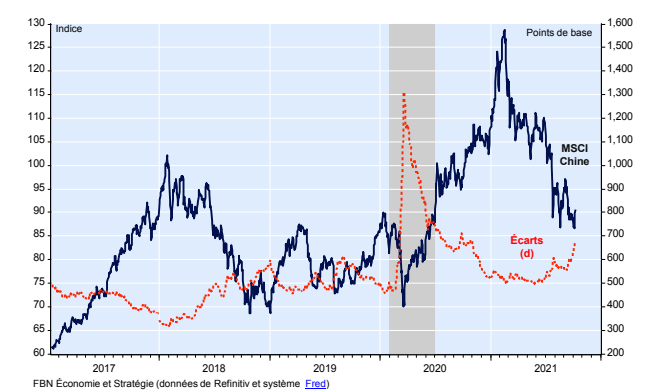
	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	1.1	1.1	12.8
MSCI Monde	1.1	1.1	14.8
MSCI États-Unis	1.9	1.9	16.3
MSCI Canada	1.9	1.9	17.3
MSCI Europe	0.2	0.2	13.2
MSCI Pacifique sans le Japon	0.1	0.1	6.5
MSCI Japon	-3.5	-3.5	8.6
MSCI MÉ	0.6	0.6	-0.4
MSCI MÉ EMOA	1.8	1.8	20.8
MSCI MÉ Amérique latine	0.8	0.8	-4.1
MSCI MÉ Asie	0.4	0.4	-3.2

8/10/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

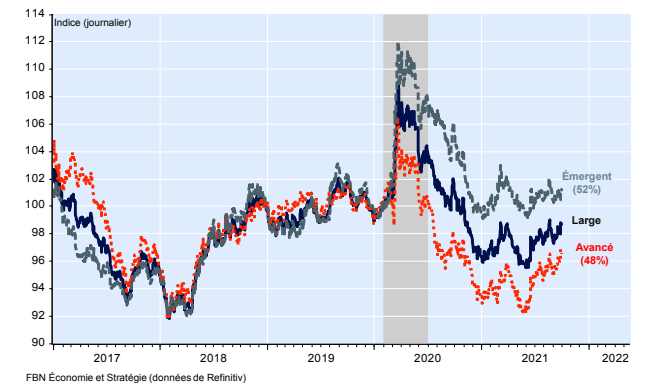
Au moment de rédiger ces notes, nous sommes encouragés par le fait que les écarts de taux des obligations de sociétés restent relativement calmes et que la récente appréciation de l'indice large de l'USD s'est faite principalement par rapport aux monnaies des économies avancées plutôt qu'au détriment de celles des marchés émergents (graphique). Cela permet d'espérer que les répercussions de la saga Evergrande restent limitées.

Monde : Répercussions limitées d'Evergrande sur les marchés émergents



USD : Plus fort, mais pas trop fort

USD pondéré des échanges et indice large de 26 monnaies d'économies avancées et émergentes



C'est bien sûr une bonne nouvelle pour la croissance de l'économie mondiale, particulièrement alors que la situation s'améliore de nouveau sur le front de la pandémie (graphique). Même si notre scénario d'une expansion mondiale reste valide, il faudra peut-être quand même revoir à la baisse nos prévisions de bénéfices à 12 mois.

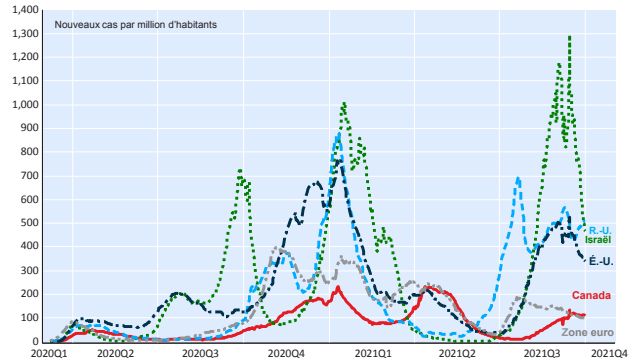
¹ Voir Jean Pisani-Ferry, « Climate Policy is Macroeconomic Policy, and the implications will be significant », PIIE, *Policy Brief 21-20*, August 2021.

² Voir « Carbon Capture in Canada: Boom or bust? », Recherche thématique BNCMF, 3 août 2021.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Monde : Évolution de la pandémie

Nouveaux cas quotidiens par million d'habitants par région, moyenne mobile de 7 jours



FBN Économie et Stratégie (données de Johns Hopkins CSSE)

Selon le consensus des analystes, le bénéfice par action (BPA) de l'indice MSCI Monde (TP) devrait augmenter de 14.6% d'ici le T4 2022 et toutes les grandes régions devraient enregistrer une croissance du BPA de plus de dix pour cent (tableau). Cela suppose une contribution des ventes de 55% à cette croissance au cours des 12 prochains mois, le reste provenant de l'expansion des marges bénéficiaires. Nous avons expliqué le mois dernier que cela semblait trop beau pour être vrai et nous n'avons pas changé d'avis. Le prix mondial de transport d'un conteneur a déjà été décuplé cette année et le cours du pétrole de Brent dépasse maintenant les US\$80 le baril (graphique). Pour la plupart des marchés boursiers, cette tournure des événements n'est généralement pas propice à une expansion des marges bénéficiaires.

Indice MSCI composé : Évolution du BPA

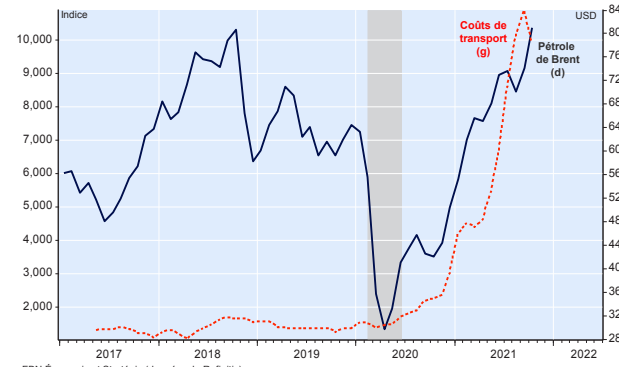
	2020	2021	2022	2023	12 prochains mois
MSCI Monde (TP)	-12.0	49.0	7.6	9.0	14.6
MSCI Monde	-13.7	47.9	7.7	8.9	14.5
MSCI États-Unis	-10.2	46.3	8.3	10.2	14.3
MSCI Canada	-25.7	68.6	6.6	6.6	14.5
MSCI Europe	-26.3	55.8	6.5	7.3	15.1
MSCI Pacifique sans Jp	-25.7	43.6	8.3	3.8	9.8
MSCI Japon	0.0	20.0	33.5	6.8	16.7
MSCI MÉ	-2.5	54.6	6.8	9.1	14.8
MSCI MÉ EMOA	-20.3	68.3	6.5	3.2	14.6
MSCI MÉ Amérique latine	-37.2	209.1	-8.8	-4.5	12.4
MSCI MÉ Asie	6.6	40.5	9.3	12.3	15.2

8/10/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Monde : Pas une bonne combinaison pour les marges bénéficiaires

Prix du pétrole (Brent) et indice des coûts mondiaux de transport de conteneurs (moyennes mensuelles)

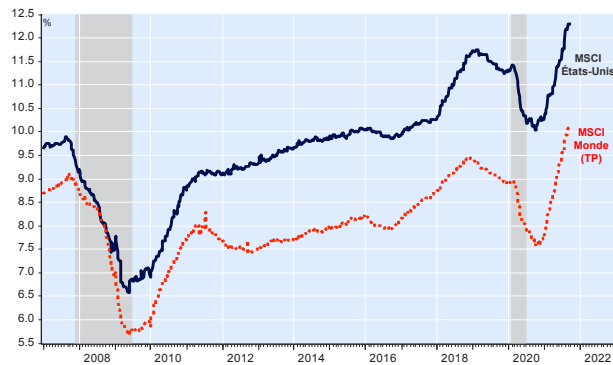


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La demande de produits manufacturés doublée des perturbations actuelles de la chaîne d'approvisionnement mondiale devrait permettre aux producteurs de rehausser un peu leurs prix. Mais cela suffira-t-il pour compenser entièrement l'augmentation des coûts des intrants? Nous ne le pensons pas. En même temps, nous ne nous attendons pas à un ralentissement majeur pour la plupart des marchés boursiers étant donné la persistance des taux d'intérêt réels négatifs qui aident à rendre les primes de risque des actions encore très intéressantes sur une base historique (graphique).

Monde : Les marges bénéficiaires sont déjà élevées

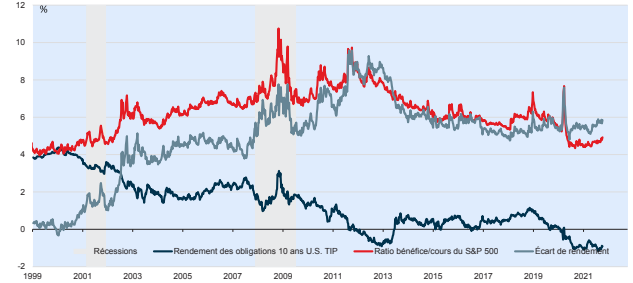
Marges bénéficiaires des 12 derniers mois des indices MSCI Monde (TP) et MSCI États-Unis



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

États-Unis: Perspective sur les valorisations

Ratio bénéfice/cours du S&P 500 et rendement des obligations 10 ans du trésor américain TIP



FBN Économie et Stratégie (données par Refinitiv)

S&P/TSX : À l'épreuve de l'inflation?

Après avoir atteint un sommet record le 3 septembre, l'indice S&P/TSX a terminé le mois en baisse avant de rebondir au début d'octobre sous l'impulsion des secteurs de l'énergie, des matériaux, de la consommation de base et des banques (tableau). L'indice de référence canadien a jusque-là échappé à la correction de 5% infligée à l'indice S&P 500.

Indice S&P/TSX composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	1.7	1.7	17.1
ÉNERGIE	4.2	4.2	41.5
MATÉRIAUX	3.1	3.1	-4.3
CONSOM. DISCRÉTIONNAIRE	2.7	2.7	11.4
BANQUES	2.4	2.4	24.2
SERVICES FINANCIERS	2.3	2.3	24.2
IMMOBILIER	1.4	1.4	24.5
INDUSTRIE	1.0	1.0	11.1
TI	-0.3	-0.3	19.6
CONSOMMATION DE BASE	-0.4	-0.4	11.9
TÉLÉCOMMUNICATIONS	-0.4	-0.4	14.5
SERVICES PUBLICS	-1.1	-1.1	1.8
SANTÉ	-4.2	-4.2	-6.2

8/10/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

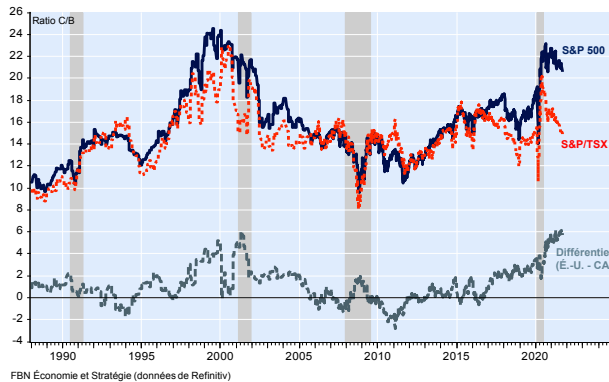
Nous nous attendons à ce que l'indice S&P/TSX reste résilient au cours des prochains mois. Premièrement, sa valorisation est attrayante. L'indice se situe à 15 fois seulement le bénéfice prévisionnel comparativement à 20 fois pour l'indice S&P 500. Comme le graphique ci-dessous l'illustre, il s'agit du plus grand écart observé à ce jour dans

Marché boursier et stratégie de portefeuille

la phase d'expansion du cycle économique (le PIB réel américain a dépassé son pic d'avant la récession en août, selon *IHS*).

S&P/TSX : L'écart de valorisation semble rester excessif

Ratios C/B prévisionnels sur 12 mois des indices S&P 500 et S&P/TSX



Deuxièmement, les prévisions de bénéfices continuent d'être révisées à la hausse grâce à l'amélioration des termes de l'échange du pays par la flambée des prix de l'énergie. Rien qu'au cours des trois derniers mois, les attentes du BPA prévisionnel sur 12 mois pour l'indice S&P/TSX ont été révisées à la hausse de 5.3%. Pour l'énergie, la révision était de +16.1 % (tableau).

S&P TSX : Variation du bénéfice prévisionnel à 12 mois

	Variation 3 mois		Variation 1 mois		Diffusion 1 mois (% de hausse)	
	Dernières données	Moyenne 10 ans	Dernières données	Moyenne 10 ans	Dernières données	Moyenne 10 ans
S&P TSX	5.3	-2.4	0.4	-0.8	57%	43%
ÉNERGIE	16.1	-5.9	1.2	-3.1	68%	41%
MATÉRIEAUX	5.9	-5.3	1.0	-1.9	46%	40%
INDUSTRIE	-0.5	-2.7	-1.3	-0.9	57%	43%
CONS. DISC.	-0.2	-1.5	-0.7	-0.5	38%	46%
CONS. BASE	4.7	-0.4	0.1	-0.1	57%	44%
SANTÉ	14.6	-5.9	-2.1	-2.2	14%	41%
SERV. FIN.	3.9	-0.1	0.3	0.0	87%	49%
BANQUES	3.0	0.1	0.5	0.0	90%	50%
TI	5.5	-2.1	-0.9	-0.7	82%	47%
TÉLÉCOM	-0.3	-1.1	0.1	-0.3	67%	42%
SERV. PUBLICS	2.4	-1.9	2.0	-0.5	43%	42%
IMMOBILIER	0.0	n.d.	-0.1	n.d.	50%	n.d.

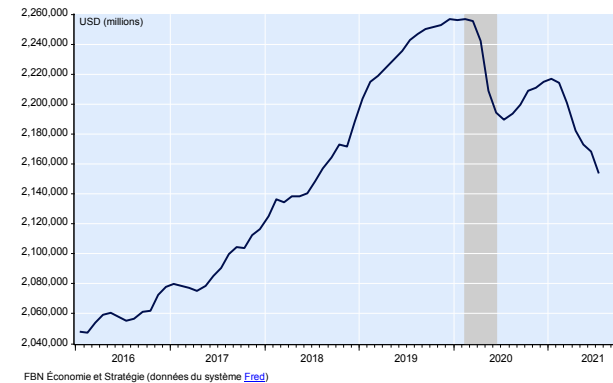
8/10/2021
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Les prix de l'énergie continueront probablement de monter puisque ceux de l'électricité poursuivent leur

ascension dans de nombreuses régions du monde, face à une demande élevée et à des pénuries exacerbées par des conditions climatiques adverses, des sécheresses qui freinent la production hydroélectrique et la flambée des prix des permis d'émission de carbone. Les deux pays les plus peuplés au monde, la Chine et l'Inde connaissent déjà des pénuries qui commencent à affecter l'activité de fabrication. En Europe, la situation est aussi difficile. Tout cela se produit alors que le cycle mondial de reconstitution des stocks n'a même pas encore commencé. Comme le graphique ci-dessous le montre, les stocks en volumes des entreprises américaines sont au plus bas depuis plusieurs années. Il faudra du temps pour les regarnir et les ramener aux niveaux normaux. Dans ce contexte, les producteurs canadiens de combustibles fossiles devraient obtenir des prix beaucoup plus élevés que ceux attendus. Nous prévoyons que le prix du WTI se maintiendra dans une fourchette de \$80-\$85 au cours des douze prochains mois.

États-Unis : La reconstitution des stocks mondiaux encore à venir

Stocks réels dans la fabrication et le commerce

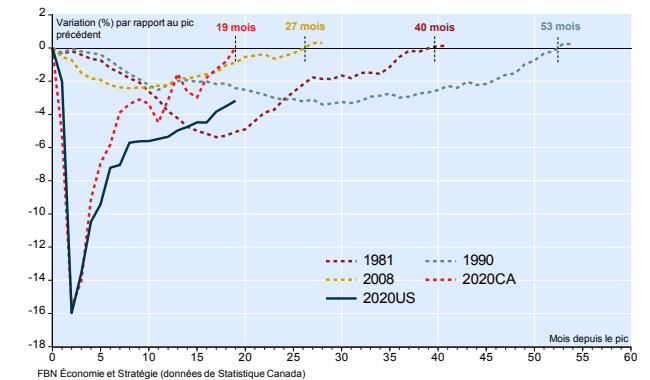


L'amélioration des termes de l'échange du Canada, par l'ouverture de la porte à de meilleurs bénéfices, a conduit à une nette embellie des marchés du travail (ce qui est bon pour les dépenses des consommateurs et les banques). Un nombre impressionnant de 157,000 nouveaux emplois nets ont été créés au Canada en septembre. En dix-neuf mois à peine, l'emploi est revenu au niveau d'avant la pandémie. C'est non seulement le rétablissement le plus rapide des quatre

dernières récessions, mais c'est aussi une performance époustouflante comparativement aux États-Unis, où l'emploi reste à plus de 3% en dessous du pic d'avant la récession (graphique).

Canada : Le rétablissement de l'emploi le plus rapide à ce jour

Rétablissement de l'emploi : Récessions canadiennes depuis 1981 et américaines pour 2020

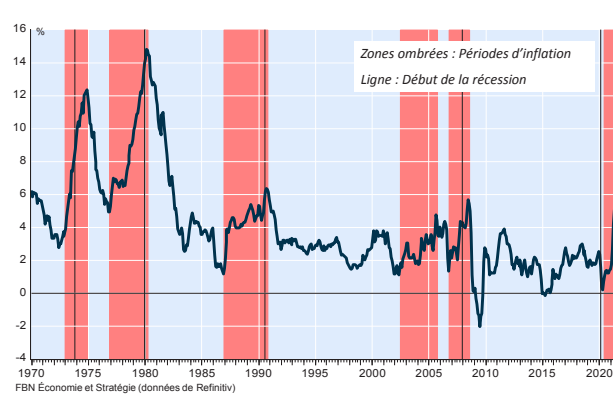


En fait, le manque de progression de l'emploi aux États-Unis devrait forcer la Réserve fédérale à maintenir une politique monétaire très accommodante dans un avenir prévisible. Même si la réduction de l'assouplissement quantitatif commence comme nous le prévoyons en novembre, une hausse des taux d'intérêt est encore peu probable avant pratiquement la fin de l'année prochaine. Les taux d'intérêt réels resteront probablement négatifs pendant plusieurs trimestres encore puisque le FOMC demeure tolérant face à l'inflation. L'USD ne va probablement pas s'apprécier beaucoup dans ce scénario, ce qui aide la plupart des prix des produits de base à se raffermir.

Cela implique que l'inflation mondiale restera probablement au-dessus de son niveau d'avant la pandémie pendant un certain temps encore. Comme le graphique ci-dessous l'illustre, ce n'est que la sixième fois depuis le début des années 1970 que l'inflation américaine mesurée par l'IPC dépasse 4%.

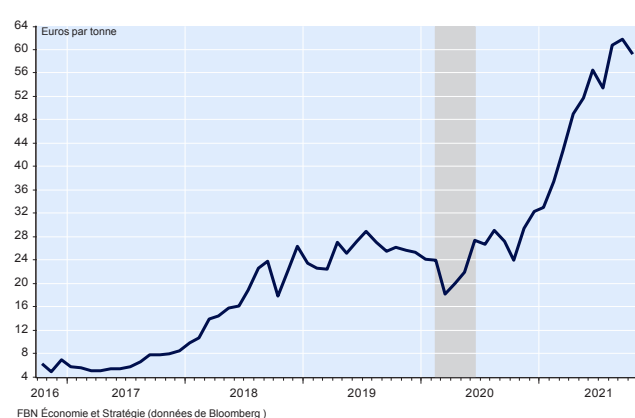
Marché boursier et stratégie de portefeuille

États-Unis : Perspective sur les périodes d'inflation depuis 1970



Une analyse récente du Peterson Institute for International Economics explique exactement cela.¹ Selon l'auteur, « des décennies de procrastination devant le changement climatique ont transformé la transition qu'on espérait douce en une transition qui sera probablement abrupte ». La situation qui se développe dans l'Union européenne et au Royaume-Uni où la taxation des émissions de CO2 a grimpé en flèche illustre les difficultés considérables d'une transition trop rapide – au détriment des combustibles fossiles – sans avoir un système de remplacement adéquat en place (graphique). Les risques d'une stagflation mondiale augmentent, et nous estimons la probabilité d'un tel scénario à 30%.

Europe : La taxe carbone grimpe en flèche



Comment les catégories d'actifs devraient-elles évoluer si l'inflation persiste? Si l'on se fie au passé, notre recherche révèle que les produits de base produisent généralement des rendements réels positifs pendant les périodes inflationnistes, tout comme les biens immobiliers (graphique). Du côté des actions, nous trouvons que l'indice S&P/TSX offre une bien meilleure protection contre l'inflation lors de ces épisodes que l'indice S&P 500: rendement annualisé de +2.3% en moyenne contre -5.9% pour l'indice S&P 500. Il est intéressant de noter que les grands fonds de retraite continuent de réduire leur exposition aux actions canadiennes, même si cette catégorie d'actifs a historiquement offert une meilleure protection contre l'inflation. Nous comprenons que les émissions de carbone sont maintenant au cœur des décisions d'investissement et que les considérations ESG jouent un rôle clé dans l'affectation du capital, à juste titre d'ailleurs. En même temps, nous ne pouvons pas ignorer le fait que les possibilités géographiques du Canada, sa composition géologique, l'infrastructure existante, la collaboration et les partenariats industriels placent le secteur de l'énergie de notre pays en bonne posture pour devenir un chef de file mondial dans le domaine du captage, de l'utilisation et du stockage du CO2 (CUSC). Comme l'expliquent notre collègue Amber Brown et l'équipe Énergie de FBN, le Canada totalise actuellement 15% des projets CUSC du monde.²

Performance des catégories d'actifs en période d'inflation

Rendements annualisés totaux réels pendant les période d'inflation de plus de 4% (et début de récessions)

	Périodes					Moyenne	Autres périodes
	1972M12-1974M12	1976M12-1980M03	1986M12-1990M10	2002M06-2005M09	2006M10-2008M07		
Cuivre	-6.7	2.5	12.6	32.9	-0.6	8.1	9.7
Lingot d'or	49.5	41.5	-6.2	10.8	11.0	21.3	-2.2
Indice rendement total des obligations du Trésor de 10 ans	-8.3	-11.6	1.0	0.7	3.5	-2.9	5.9
S&P 500	-27.9	-5.0	3.0	7.8	-7.7	-5.9	11.4
S&P/TSX	-18.6	16.8	-3.1	13.9	2.6	2.3	6.4
Indice large de l'USD nominal	-12.6	-9.8	-1.4	-6.3	-9.8	-8.0	0.7
Prix des logements É.-U.	-1.6	1.3	-0.4	11.0	-16.9	-1.3	1.7
Prix des logements Canada	11.6	-2.2	2.5	4.9	3.2	4.0	5.8
Pétrole brut léger	66.4	27.5	10.5	26.3	42.4	34.6	-6.6
Indice CRB composé	11.5	-2.5	-1.4	4.5	8.8	4.2	0.3
Inversion de la courbe des taux américaine?	OUI	OUI	OUI	NON	OUI	-	-
Inflation annualisée	10.7	10.4	4.9	3.2	4.6	6.7	3.3
Début de récession dans la période?	OUI	OUI	OUI	NON	OUI	-	-

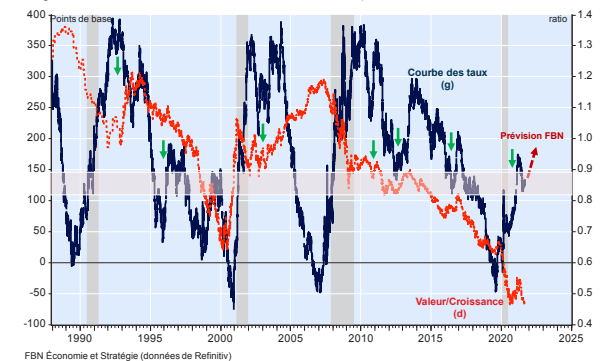
* Juillet 2021 (prix des logements aux États-Unis de mai)
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Répartition des actifs

Notre répartition des actifs reste inchangée ce mois-ci. Nous continuons de sous-pondérer les titres à revenu fixe et de surpondérer les actions avec une préférence pour les actions de valeur par opposition à celles de croissance étant donné notre prévision d'une augmentation des taux d'intérêt à long terme et d'un redressement de la courbe des taux. Comme le démarrage de la réduction de l'assouplissement quantitatif en novembre est quasiment certain et alors que les hausses des taux d'intérêt directs sont encore loin sur l'horizon, notre prévision actuelle est celle d'un redressement de la courbe des taux (taux des obligations du Trésor américain à 10 ans moins taux des bons du Trésor de 3 mois) à 175 pb au cours des prochains trimestres. Comme on le voit dans le graphique ci-dessous, une courbe des taux qui monte au-dessus de 150 pb pendant la phase d'expansion du cycle économique conduit souvent les actions de valeur à dépasser les actions de croissance (flèches vertes). Cela serait aussi positif pour l'indice S&P/TSX et pour le dollar canadien, dont nous prévoyons une appréciation par rapport à l'USD avec une cible de CA\$1.20 pour 1 USD.

Actions : Les titres de valeur avantagés par la réduction de l'AQ

Ratio des actions de valeur aux actions de croissance dans l'indice S&P 500 et courbe des taux (taux des obligations du Trésor de 10 ans moins bons du Trésor de 3 mois)

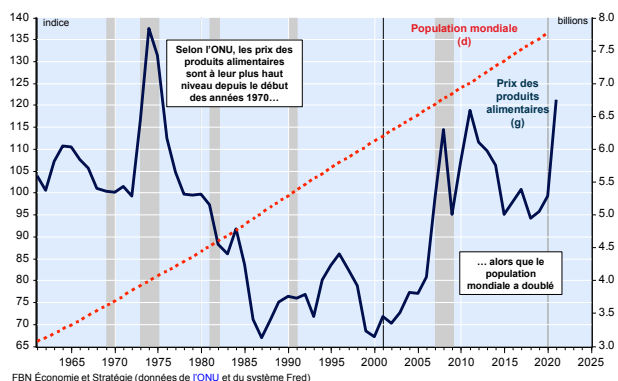


À la lumière des considérations qui précèdent et des risques de stagflation, nous modifions notre répartition géographique en augmentant notre exposition aux actions canadiennes au détriment de celles de la région EAEO et des marchés émergents. Les Nations Unies ont déclaré que l'Indice FAO des prix des

Marché boursier et stratégie de portefeuille

produits alimentaires, qui suit les prix internationaux d'un panier de produits, est déjà en hausse de 30% en 2021 par rapport à sa moyenne annuelle de 2020, ce qui constitue sa plus forte augmentation en 47 ans. L'indice corrigé de l'inflation se situe actuellement à son plus haut niveau depuis le début des années 1970. C'est une nouvelle particulièrement inquiétante pour les marchés émergents où la nourriture représente une forte proportion du panier de consommation.

Monde : Les prix des aliments nourrissent le scénario de stagflation
Indice FAO des prix des produits alimentaires en termes et réels et population mondiale



NBF Asset Allocation			
	Benchmark (%)	NBF Recommendation (%)	Change (pp)
Equities			
Canadian Equities	20	25	+2
U.S. Equities	20	18	
Foreign Equities (EAFE)	5	3	-1
Emerging markets	5	5	-1
Fixed Income	45	42	
Cash	5	7	
Total	100	100	

NBF Economics and Strategy

Répartition sectorielle

Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci. Nous continuons de préférer les secteurs cycliques comme ceux de l'énergie, des matériaux et des biens d'équipement – des secteurs qui ont historiquement bien tiré leur épingle du jeu pendant la phase d'expansion du cycle économique quand l'inflation dépasse la tendance et que la courbe des taux est abrupte.

Rotation sectorielle fondamentale FBN - octobre 2021

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Surpondérer	13.4%
Matériaux	Surpondérer	11.4%
Produits chimiques	Équipondérer	1.9%
Emballage et conditionnement	Surpondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	2.4%
Or	Surpondérer	6.1%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.6%
Industrie	Équipondérer	11.4%
Biens d'équipement	Surpondérer	2.3%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.2%
Transports	Équipondérer	5.8%
Consommation discrétionnaire	Équipondérer	3.6%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.1%
Biens de consommation durables et habillement	Surpondérer	0.6%
Services aux consommateurs	Équipondérer	0.9%
Distribution	Équipondérer	1.1%
Biens de consommation de base	Équipondérer	3.6%
Distribution alimentaire et pharmacie	Équipondérer	2.9%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Équipondérer	0.6%
Santé	Équipondérer	1.0%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.2%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	0.8%
Finance	Équipondérer	32.0%
Banques	Équipondérer	21.4%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	4.7%
Assurance	Équipondérer	6.0%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	11.2%
Télécommunications	Équipondérer	4.8%
Services aux collectivités	Sous-pondérer	4.5%
Immobilier	Sous-pondérer	3.1%

* Métaux et minerais excluant la sous-industrie de l'Or.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Prévisions FBN Canada		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2021-10-08	T4-2021 (est.)
S&P/TSX	20 416	21 000
Hypothèses		T4-2021 (est.)
Niveau: Bénéfices	1168	1300
Dividendes	531	591
Ratio C/B passé	17.5	16.2
Obligations 10 ans	1.63	1.70

* Avant éléments extraordinaires selon Thomson
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Prévisions FBN États-Unis		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2021-10-08	T4-2021 (est.)
S&P 500	4 361	4 450
Hypothèses		T4-2021 (est.)
Niveau: Bénéfices	184	195
Dividendes	59	62
Ratio C/B passé	23.7	22.8
Obligations 10 ans	1.61	1.70

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

	Rendement des marchés boursiers internationaux						Corrélation * avec S&P 500		
	En monnaie locale (Indices MSCI en \$ US)					En dollars canadiens			
	Clôture 11/10/2021	Cumulatif oct.-21	Cumulatif 2021	Δ 1 an	Δ 3 ans	Cumulatif 2021		Δ 1 an	Δ 3 ans
Amérique du Nord - Indice MSCI	4 432	1.3%	15.7%	25.9%	61.8%	13.2%	19.4%	54.5%	1.00
États-Unis - S&P 500	4 361	1.3%	16.1%	25.4%	59.9%	13.6%	19.0%	52.6%	1.00
Canada - S&P TSX	20 416	1.7%	17.1%	23.3%	33.3%	17.1%	23.3%	33.3%	0.94
Europe - Indice MSCI	1 999	0.6%	8.6%	21.2%	25.0%	6.3%	15.0%	19.4%	0.93
Royaume-Uni - FTSE 100	7 147	0.9%	10.6%	18.8%	2.0%	7.9%	18.2%	0.5%	0.07
Allemagne - DAX 30	15 199	-0.4%	10.8%	16.5%	31.7%	2.5%	8.3%	25.9%	0.96
France - CAC 40	6 571	0.8%	18.4%	32.8%	28.7%	9.5%	23.5%	23.0%	0.82
Suisse - SMI	11 772	1.1%	10.0%	14.1%	36.3%	2.7%	6.5%	39.0%	0.95
Italie - Milan Comit 30	259	0.0%	0.0%	0.0%	20.8%	-7.5%	-7.1%	15.5%	0.62
Pays-Bas - Amsterdam	774	0.2%	23.9%	36.4%	49.4%	14.6%	26.8%	42.8%	0.96
Zone Pacifique - Indice MSCI	3 143	-1.9%	1.4%	15.5%	19.3%	-0.8%	9.6%	13.9%	0.93
Japon - Nikkei 225	28 498	-3.2%	3.8%	20.7%	26.2%	-7.4%	6.8%	19.4%	0.95
Australie - All ordinaries	7 601	-0.4%	11.0%	20.4%	26.8%	3.6%	16.5%	25.5%	0.84
Hong Kong - Hang Seng	25 325	3.1%	-7.0%	5.0%	0.2%	-9.3%	-0.7%	-3.6%	0.20
MSCI - Monde	3 032	0.8%	12.7%	23.9%	48.2%	10.3%	17.5%	41.6%	1.00
MSCI - Monde ex. É.-U.	2 296	0.1%	7.2%	20.2%	24.2%	4.9%	14.0%	18.6%	0.94
MSCI - EAEO	2 275	-0.3%	5.9%	19.1%	22.9%	3.7%	13.0%	17.4%	0.94
MSCI - Marchés émergents (indice libre)	1 266	1.0%	-2.0%	12.8%	32.6%	-4.1%	7.0%	26.6%	0.91

* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus* 2021-10-11

	Pond. S&P 500	niveau	Variation		Croissance - BPA			C/B			Croissance prévue sur 5 ans	Ratio PEG	Indice de révision**
			3-m Δ	12-m Δ	2021	2022	à 12 mois	2021	2022	à 12 mois			
S&P 500	100	279	-2.71	22.00	46.13	9.22	15.00	22.12	20.25	20.57	22.15	1.37	3.51
Énergie	2.96	427.71	7.08	83.03	0.00	25.85	64.35	16.20	12.87	13.57	48.62	0.21	13.12
Matériaux	2.51	509.73	-2.22	21.94	82.60	0.05	12.97	15.93	15.93	15.86	16.05	1.22	7.38
Industrie	8.13	846.88	-3.23	24.17	90.01	37.07	44.19	26.36	19.23	20.57	27.07	0.47	2.65
Consommation discrétionnaire	12.33	1444.38	-2.04	14.63	78.17	29.99	37.54	36.09	27.76	29.49	42.42	0.79	0.98
Consommation de base	5.79	726.17	0.18	7.41	9.98	6.82	7.08	21.31	19.95	20.11	9.41	2.84	1.07
Santé	12.95	1468.99	-2.16	16.28	23.54	4.31	8.36	17.30	16.59	16.78	11.71	2.01	2.36
Finance	11.57	642.33	5.27	53.26	57.50	-6.50	4.61	13.68	14.63	14.38	21.79	3.12	2.87
Technologie de l'information	27.61	2654.40	-0.08	25.56	35.60	10.03	10.72	27.69	25.16	25.22	18.55	2.35	3.46
Services de télécommunications	11.16	268.50	0.20	35.22	34.28	10.46	15.68	22.69	20.54	20.92	26.86	1.33	6.40
Services publics	2.43	324.72	-1.16	0.67	1.95	6.85	5.64	19.75	18.49	18.78	6.38	3.33	-0.18
Immobilier	2.56	279.32	-2.71	22.00	20.23	-2.71	2.27	46.95	48.26	47.92	35.04	21.10	9.30

* Source I/B/E/S

** Variation sur 3 mois des bénéfices à 12 mois.

Analyse technique



Dennis Mark, CFA
Analyste
416 869-7427

Points saillants des graphiques

Certaines représentations graphiques clés peuvent donner aux investisseurs une idée des tendances qui se développent sur le marché. Nous soulignons les graphiques qui dénotent l'apparition ou la poursuite de telles tendances. Les taux obligataires reprennent leur évolution à la hausse comme nous le révélons avec le graphique de l'obligation du Trésor américain de 10 ans. Plusieurs graphiques du secteur de l'or laissent entrevoir des tendances à la baisse qui se poursuivent alors que l'or et le cuivre testent un important niveau de soutien. La performance relative remarquablement forte d'EDV par rapport à l'or laisse penser que ce titre jouit d'une vigueur technique sous-jacente et d'un potentiel de hausse.

Analyse technique

Taux des obligations du Trésor américain de 10 ans (TNX)

La courbe des taux des obligations du Trésor américain de 10 ans a franchi la barre de 1.0% au début de 2021 et a grimpé jusqu'à près de 1.7% avant de s'arrêter. Une correction au cours des six derniers mois a été une réaction normale à la montée précédente. Après trois mois de formation d'une base le long d'une ligne de tendance montante et des 200 jours, la percée à 1.39% laisse présager une reprise de la tendance à la hausse. Les taux à cinq ans ouvrent la voie et remettent déjà en question leurs sommets d'avril. Ce mouvement, avec la récente percée à la hausse du graphique TNX, donne à penser que les taux à 10 ans tenteront de dépasser les sommets d'avril près de 1.7% avec la possibilité de monter plus haut.



Analyse technique

Or (XAU=)

Une année banale sur le graphique de l'or a donné naissance à la possible apparition d'une formation sommitale. Le raffermissement de l'indice du dollar américain et la montée des taux sont des indices techniques négatifs pour l'or. Cela se reflète sur le graphique où une série de sommets moins élevés et l'échec du soutien à US\$1,760 prolonge une séquence de mouvements techniques faibles. Une tentative clé de crever le soutien à US\$1,680 se profile à l'horizon. Un franchissement du niveau de soutien de US\$1,680 sur le graphique complètera une formation sommitale qui se traduira par de nouvelles tentatives de baisse vers US\$1,400.00.



Analyse technique

Argent (XAG=)

Le graphique de l'argent dessine une structure sommitale avec un soutien clé à US\$22.40. Plusieurs tests du soutien ont été couronnés de succès et les prix sont remontés de US\$22.40. Le plus récent rebond s'est arrêté à sa moyenne mobile et la courbe a de nouveau plongé. Beaucoup d'actions du secteur de l'argent forment déjà une nouvelle sommitale qui conduira les prix près de la quinzaine de dollars.



Analyse technique

Actions aurifères/or (.HUI/XAU=)

Les actions des secteurs de l'or et de l'argent étaient généralement moins performantes que l'or et l'argent métal. Le graphique du ratio actions aurifères/or a franchi une ligne de tendance ascendante et un soutien pour compléter une formation sommitale. Cela indique qu'une tendance à un rendement relatif faible des actions aurifères par rapport à l'or est engagée dans une tangente baissière. De nouveaux creux liés à une correction ont été récemment atteints pour ce ratio alors que la tendance à la baisse se poursuit. Nous nous attendons à ce que les mouvements concernant les actions aurifères restent faibles par rapport à l'or métal. Si l'or perce aussi à la baisse, ce serait une combinaison relativement négative pour le secteur.



Analyse technique

Indice de l'or de Philadelphie (XAU)

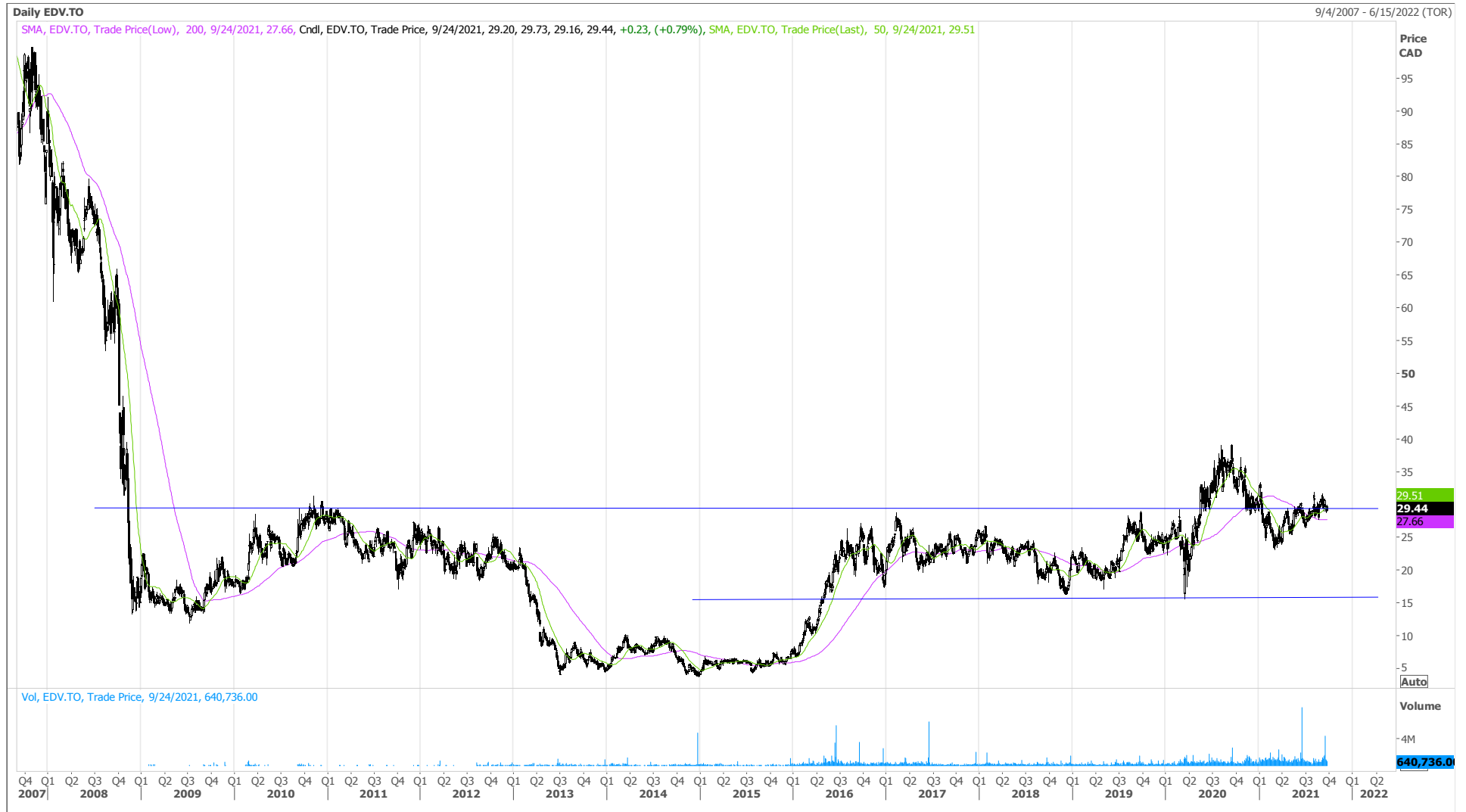
L'indice de l'or de Philadelphie est généralement composé d'actions aurifères à forte capitalisation qui ont relativement bien résisté étant donné la faiblesse des mouvements dans ce secteur. Récemment, cette courbe a dépassé un sommet inégalé depuis un an en manquant de soutien à 130.00. Cette rupture fait baisser la tendance de neutre vers des objectifs de 90 à 100.



Analyse technique

Endeavour Mining PLC (EDV)

Endeavour Mining PLC se distingue entre toutes les actions aurifères par sa performance relative comparativement à l'or. La courbe s'est arrachée d'une base de 12 ans à \$29.40 l'an dernier pour amorcer une nouvelle tendance haussière. Une correction a ramené le cours du titre à sa base avant une nouvelle reprise. Un rendement relatif impressionnant par rapport à l'or est techniquement haussier, les prix tenant bon alors que le cours de l'or dérape. Tout rebond ou tout signe de vigueur de l'or sera très positif pour ce titre. La fin de la formation d'une base large laisse penser que le titre a un bon potentiel. Le premier objectif est \$39.00 avec un objectif secondaire de \$50 et plus à long terme.



Analyse sectorielle



Dans cette section,
les tableaux et graphiques
sont basés sur les informations
disponibles au **29 septembre 2021**.

Les informations présentées dans cette
section sont fondées sur les analyses et
les estimations de FBN et Refinitiv.

Secteur	Titre	Symbole	Prix	Cours Cible	Rend. Div.	Rend. Est.	Industrie
Énergie	Enovus Energy Inc.	CVE	\$12.85	\$22.00	0.53%	71.75%	Pétrole, gaz et combustibles
	Keyera Corp.	KEY	\$31.95	\$36.00	5.92%	18.69%	Pétrole, gaz et combustibles
	Shawcor Ltd.	SCL	\$5.66	\$8.75	0.00%	54.59%	Équipements et services pour l'énergie
	Tidewater Midstream and Infrastructure Ltd.	TWM	\$1.38	\$1.75	2.94%	29.71%	Pétrole, gaz et combustibles
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$42.88	\$57.50	1.54%	35.68%	Pétrole, gaz et combustibles
Matériaux	Capstone Mining Corp.	CS	\$4.75	\$7.00	0.00%	47.37%	Métaux et minerais
	Copper Mountain Mining Corp.	CMC	\$2.79	\$5.00	0.00%	79.21%	Métaux et minerais
	Endeavour Mining Corp.	EDV	\$28.37	\$49.00	2.47%	75.22%	Or
	Kinross Gold Corp.	K	\$6.68	\$11.00	2.19%	66.93%	Or
	Newmont Corp.	NGT	\$68.51	\$99.00	4.05%	48.57%	Or
	Pan American Silver Corp.	PAAS	\$29.29	\$50.00	1.71%	72.42%	Métaux et minerais
	Sandstorm Gold Ltd.	SSL	\$7.14	\$11.50	0.00%	61.06%	Or
	SSR Mining Inc.	SSRM	\$18.15	\$32.00	1.36%	77.70%	Or
	Transcontinental Inc.	TCL.a	\$20.34	\$28.00	4.55%	42.08%	Emballage et conditionnement
	Wesdome Gold Mines Ltd.	WDO	\$10.06	\$14.50	0.00%	44.14%	Or
Industrie	ATS Automation Tooling Systems Inc.	ATA	\$40.38	\$48.50	0.00%	20.11%	Biens d'équipement
	CAE Inc.	CAE	\$37.64	\$45.00	0.00%	19.55%	Biens d'équipement
	Dexterra Group Inc.	DXT	\$8.33	\$12.50	4.32%	54.26%	Services aux entreprises
	Exchange Income Corp.	EIF	\$44.82	\$47.00	5.10%	9.95%	Transport
	Hardwoods Distribution Inc.	HDI	\$37.11	\$60.50	1.13%	64.11%	Biens d'équipement
	Mullen Group Ltd.	MTL	\$13.19	\$15.50	3.66%	21.15%	Transport
	TFI International Inc.	TFII	\$130.29	\$158.00	0.93%	22.16%	Transport
	Toromont Industries Ltd.	TIH	\$106.50	\$125.00	1.33%	18.69%	Biens d'équipement
	WSP Global Inc.	WSP	\$153.41	\$168.00	0.98%	10.49%	Biens d'équipement
	Consommation discrétionnaire	Gildan Activewear Inc.	GIL	\$48.50	\$56.00	1.58%	17.06%
Spin Master Corp.		TOY	\$41.25	\$58.00	0.00%	40.61%	Biens de consommation durables et habillement
Biens de consommation de base	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	\$12.20	\$15.00	5.26%	27.97%	Équipements et services de santé
	Dialogue Health Technologies Inc.	CARE	\$7.35	\$18.00	0.00%	144.90%	Équipements et services de santé
	Knight Therapeutics Inc.	GUD	\$5.41	\$7.75	0.00%	43.25%	Produits pharmaceutiques et biotechnologie
	Medical Facilities Corp.	DR	\$9.65	\$12.00	2.86%	27.25%	Équipements et services de santé
	Sienna Senior Living Inc.	SIA	\$14.58	\$17.50	6.64%	26.45%	Équipements et services de santé
Finance	Alaris Equity Partners Income Trust	AD.un	\$17.91	\$27.00	7.56%	58.12%	Services financiers diversifiés
	Bank of Montreal	BMO	\$128.35	\$149.00	3.33%	19.39%	Banques
	Canadian Imperial Bank of Commerce	CM	\$142.50	\$168.00	4.10%	21.99%	Banques
	Element Fleet Management Corp.	EFN	\$12.68	\$19.00	2.03%	51.89%	Services financiers diversifiés
	Home Capital Group Inc.	HCG	\$37.29	\$58.00	0.00%	55.54%	Banques
	iA Financial Corporation Inc.	IAG	\$71.80	\$80.00	2.70%	14.12%	Assurances
	Trisura Group Ltd.	TSU	\$43.86	\$58.00	0.00%	32.24%	Assurances
	Technologies de l'information	Kinaxis Inc.	KXS	\$182.13	\$225.00	0.00%	23.54%
Shopify Inc.		SHOP	US\$1346.55	US\$2000	0.00%	48.53%	Logiciels et services
Thinkific Labs Inc.		THNC	\$14.20	\$20.00	0.00%	40.85%	Logiciels et services
Communications	Cineplex Inc.	CGX	\$13.29	\$18.00	0.00%	35.44%	Médias et divertissement
Services aux collectivités	AltaGas Ltd.	ALA	\$24.98	\$29.00	3.97%	20.09%	Services aux collectivités
	Boralex Inc.	BLX	\$37.42	\$50.00	1.82%	35.38%	Services aux collectivités
	Innervex Renewable Energy Inc.	INE	\$20.35	\$28.00	3.66%	41.13%	Services aux collectivités
	Northland Power Inc.	NPI	\$40.34	\$48.00	3.05%	21.96%	Services aux collectivités
Immobilier	Allied Properties REIT	AP.un	\$40.27	\$49.25	4.17%	26.52%	Immobilier
	European Residential REIT	ERE.un	\$4.43	\$5.55	3.77%	28.99%	Immobilier
	H&R REIT	HR.un	\$15.69	\$19.50	4.31%	28.68%	Immobilier
	RioCan REIT	REI.un	\$21.74	\$25.00	4.40%	19.41%	Immobilier

La liste de Sélections FBN représente les titres préférés de nos analystes à chaque mois. Un maximum de trois titres par analyste est sélectionné basé sur le rendement total estimé.

Prix en date du 29 septembre 2021

Source: Recherche FBN, Refinitiv

TERMES GÉNÉRAUX**Symb.** = Symbole du titre**Cote du titre** = Recommandation des analystes

RS = Rendement supérieur

RM = Rendement moyen

RI = Rendement inférieur

AO = Recommandation d'accepter l'offre

ER = Recommandation en révision

R = Restriction

 Δ = Changement de recommandation par rapport au mois précédent. \uparrow ou \downarrow = Révision à la hausse ou à la baisse de la recommandation.**Cours cible** = Cours cible à 12 mois Δ = Changement de cours cible par rapport au mois précédent. \uparrow ou \downarrow = Révision à la hausse ou à la baisse du cours cible.**Actions/Parts en circ.** = Nombre d'actions ou de parts en circulation en millions.**BPA dilué** = Sont indiqués le bénéfice par action après dilution du dernier exercice déclaré et notre estimation pour les exercices 1 (Ex1) et 2 (Ex2).**BAIIA par action** = Est indiqué le dernier bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements publié pour le prochain exercice 1 (Ex1) et l'exercice suivant 2 (Ex2).**C/B** = Ratio cours/bénéfice. Les calculs du ratio C/B pour un bénéfice nul ou négatif ne s'appliquent pas (s.o.). Un ratio C/B supérieur à 100 est réputé non significatif (n.s.).**FTP A DILUÉ** = Sont indiqués les flux de trésorerie par action après dilution du dernier exercice déclaré et notre estimation pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2).**VE/BAIIA** = Ce ratio représente la valeur actuelle de l'entreprise, soit la somme de la capitalisation boursière des actions ordinaires plus le total de la dette, des participations minoritaires et des actions privilégiées moins les liquidités et quasi-espèces, divisés par le bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement.**VAN** = Valeur de l'actif net. Ce concept représente la valeur marchande de l'actif moins la valeur marchande du passif divisée par le nombre d'actions en circulation.**DETTE/CAPITAL** = Évalue la relation entre le fardeau de la dette (dette à long terme) et le capital investi (dette à long terme et fonds propres) dans l'entreprise (sur la base du chiffre le plus récent publié).**EXPRESSIONS PARTICULIÈRES À DES SECTEURS**› **PÉTROLE ET GAZ****VE/FTCD** = Valeur de l'entreprise divisée par les flux de trésorerie corrigés de la dette. Utilisé comme ratio de valorisation. Les FTCD représentent les flux de trésorerie provenant de l'exploitation auxquels on ajoute les coûts de financement et les variations du fonds de roulement.**FTP A après dilution** = Flux de trésorerie par action après dilution**PPACD** = Production par action corrigée de la dette. Utilisé pour des comparaisons de la croissance avec une structure du capital normalisée.**D/FT** = Dette nette (dette à long terme plus fonds de roulement) divisée par les flux de trésorerie.› **PIPELINES, SERVICES PUBLICS ET INFRASTRUCTURES****Distributions par action** = Valeur brute distribuée par action au cours du dernier exercice et prévu pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2).**Rend. des dist.** = Distributions par action pendant le prochain exercice et l'exercice suivant 2 (Ex1 et Ex2) en pourcentage du cours publié.**FTP A distr. dilués** = Fonds provenant de l'exploitation moins les dépenses d'investissement en entretien par action après dilution.**BAIIA libre** = BAIIA moins les dépenses d'investissement en entretien.**C/FT distr.** = Ratio du cours aux flux de trésorerie distribuables.**Dette/FTD** = Ce ratio représente la dette nette réelle de la société (dette à long terme plus fonds de roulement basée sur le plus récent chiffre annuel publié) divisée par les flux de trésorerie distribuables.› **SERVICES FINANCIERS ET SERVICES FINANCIERS DIVERSIFIÉS****Valeur comptable** = Valeur nette d'une société par action. Cette valeur représente la valeur des fonds propres totaux de l'entreprise dont on soustrait le capital des actions privilégiées divisé par le nombre d'actions en circulation (basé sur le plus récent chiffre annuel publié).**C/VC** = Cours/valeur comptable› **IMMOBILIER****Distributions par part** = Valeur brute distribuée par part au cours du plus récent exercice et prévue pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2).**Rend. des dist.** = Distributions par action ou part pour le prochain exercice et l'exercice suivant (Ex1 et Ex2) en pourcentage du cours.**FPE** = Les fonds provenant de l'exploitation sont un indicateur des fonds générés pendant une période donnée, calculé par l'ajustement du bénéfice net en fonction des changements de la juste valeur des biens immobiliers d'investissement, de leur amortissement, des gains et pertes à la vente de ces biens, et des coûts d'acquisition des biens à la fusion d'entreprises.**FPE dilués** = Fonds provenant de l'exploitation après dilution.**C/FPE** = Cours/fonds provenant de l'exploitation.› **MÉTAUX ET MINÉRAIS: MÉTAUX PRÉCIEUX / MÉTAUX COMMUNS****C/FT** = Ratio de valorisation cours/flux de trésorerie. Les calculs du ratio C/FTP A pour des flux de trésorerie nuls ou négatifs ne s'appliquent pas (s.o.). Un ratio C/FTP A supérieur à 100 est réputé non significatif (n.s.).**C/VANPA** = Cours/valeur de l'actif net par action.› **SITUATIONS SPÉCIALES****FTDPAD** = Flux de trésorerie distribuables par action après dilution. Flux de trésorerie (BAIIA moins les intérêts, les impôts à payer, les dépenses d'investissement en entretien et toutes charges exceptionnelles) disponibles pour versement aux porteurs d'actions ordinaires compte tenu des sources de conversion possible en actions en circulation comme les obligations convertibles et les options d'achat d'actions.› **TECHNOLOGIES PROPRES ET DÉVELOPPEMENT DURABLE****Ventes par action** = Chiffre d'affaires/actions en circulation après dilution.**C/V** = Cours/ventes› **TRANSPORT ET PRODUITS INDUSTRIELS****FTDPAD** = Flux de trésorerie disponibles par action après dilution.**C/FTP A** = Ratio de valorisation cours/flux de trésorerie par action. Les calculs du ratio C/FTP A pour des flux de trésorerie nuls ou négatifs ne s'appliquent pas (s.o.). Un ratio C/FTP A supérieur à 100 est réputé non significatif (n.s.).

**Gabriel Dechaine**Analyste
416 869-7442**Adjoints :**Will Flanigan : 416 507-8006
Pranoy Kurian : 416 507-9568**Sélections**

- › *iA Société financière*
- › *Banque de Montréal*
- › *Banque Canadienne Impériale de Commerce*

Banques et compagnies d'assurance vie canadiennes**Banque de Montréal (TSX: BMO) – Un autre bon trimestre.**

Il incombait aux groupes PE de BMO de générer une forte croissance afin de compenser le ralentissement

prévu du groupe Marchés des capitaux. Et... ils ont tenu parole. La croissance à deux chiffres avant impôts et provisions, tant au Canada qu'aux États-Unis, a été soutenue par un levier d'exploitation positif et une amélioration de la croissance des volumes (surtout au Canada). Il faut souligner que, sur une base consolidée, BMO a largement dépassé son ratio des frais autres que d'intérêt cible de 58% pour 2021 (son ratio des frais autres que d'intérêt totalisant 56.2% depuis le début de l'année). Enfin, avec un ratio de distribution prévu pour 2022E de 33%, nous estimons que BMO sera l'une des sociétés les plus intéressantes du groupe en matière de croissance du dividende, si le BSIF lève les restrictions sur la distribution de capital plus tard cette année. Cours cible de \$149. Rendement supérieur.

iA Société financière inc. (TSX : IAG) – Des ventes et une production de capitaux impressionnantes.

IAG a enregistré de solides résultats au T2 2021. Nous avons été impressionnés par un autre trimestre de ventes élevées, la plupart des secteurs d'activité ayant dégagé une croissance à deux chiffres en

glissement annuel. La situation financière et la production de capitaux ont également été impressionnantes, la valeur comptable ayant progressé t/t de 4% et la production de capitaux internes ayant totalisé \$100 millions au cours du trimestre (ce qui place IAG en bonne voie pour dépasser son objectif pour 2021). IAS a connu un bon trimestre de ventes de produits de garantie automobile aux États-Unis, et l'inquiétude d'une éventuelle chute brutale au deuxième semestre pourrait être exagérée, car l'entreprise peut profiter de la hausse des ventes de voitures d'occasion et de ce que les concessionnaires cherchent activement à vendre plus de produits de garantie, les stocks d'automobiles étant faibles. Enfin, IAG s'attend également à ce que le BPA se situe vers la borne supérieure de sa fourchette prévisionnelle au cours des deux prochains trimestres, en plus de dépasser peut-être son objectif de production de capitaux internes pour l'exercice complet. IAG est notre titre favori dans le secteur et nous avons relevé notre cours cible de \$76 à \$80. Rendement supérieur.

	Symb.	Cote du titre	Cote du titre Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Dernier Cours 9/29	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		VCPA			C/VC		Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
								dernier exerc.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	dernier trimest.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			
Banques																				
Banque de Montréal	BMO	RS		83,036	647	128.35	10/2020	7.71	12.74	12.99	10.1	9.9	80.00	81.65	88.80	1.6	1.4	3.3%	149.00	
Banque Scotia	BNS	RM		95,788	1,215	78.83	10/2020	5.36	7.75	8.28	10.2	9.5	53.26	54.43	59.38	1.4	1.3	4.6%	86.00	
CIBC	CM	RS		63,435	445	142.50	10/2020	9.69	14.75	15.28	9.7	9.3	90.06	92.23	101.59	1.5	1.4	4.1%	168.00	
Banque Nationale	NA	PN		32,645	338	96.69	10/2020	6.06	8.92	9.14	10.8	10.6	46.00	47.43	53.31	2.0	1.8	2.9%	PN	
Banque Royale du Canada	RY	RS		180,574	1,425	126.71	10/2020	7.97	11.50	11.91	11.0	10.6	62.34	64.26	71.81	2.0	1.8	3.4%	144.00	
Banque Toronto-Dominion	TD	RM		154,785	1,823	84.93	10/2020	5.35	7.92	7.75	10.7	11.0	51.21	52.67	57.42	1.6	1.5	3.7%	89.00	
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	RM		3,207	87	36.81	10/2020	2.93	3.66	4.06	10.1	9.1	32.88	33.40	36.06	1.1	1.0	3.2%	41.00	
Banque Laurentienne	LB	RM		1,779	44	40.89	10/2020	2.92	4.73	4.24	8.6	9.7	56.88	57.67	59.77	0.7	0.7	3.9%	47.00	↑
Assurances																				
Great-West Lifeco	GWO	RM		35,803	930	38.51	12/2020	2.67	3.43	3.77	11.2	10.2	23.70	20.11	22.08	1.9	1.7	4.5%	38.00	
iA Groupe Financier	IAG	RS		7,725	108	71.80	12/2020	4.87	8.30	8.82	8.7	8.1	59.02	43.65	47.40	1.6	1.5	2.7%	80.00	
Financière Manuvie	MFC	RM		48,068	1,942	24.75	12/2020	2.22	3.25	3.47	7.6	7.1	24.76	18.93	21.38	1.3	1.2	4.5%	27.00	
Financière Sun Life	SLF	RS		38,607	586	65.91	12/2020	4.14	5.99	6.39	11.0	10.3	38.37	32.86	35.84	2.0	1.8	3.3%	71.00	

Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction, AO = Accepter offre; ER = En révision; PN = Pas noté

Source: Refinitiv, Données financières des sociétés, Analyses FBN

Distribution et produits de consommation



Vishal Shreedhar

Analyste
416 869-7930

Ajoints :

Paul Hyung : 416 507-9009

Ryan Li : 416 869-6767

Sélection

› [Gildan](#)

Saputo Inc. (SAP: TSX)

Journée des investisseurs : Objectifs stratégiques maintenus, mais pas de croissance attendue en 2022

Un événement virtuel pour les investisseurs

Saputo a organisé un événement virtuel destiné aux investisseurs le 20 septembre 2021. Ceux-ci pouvaient poser des questions aux membres de la haute direction de la société. Saputo a également montré des vidéos des récentes modernisations de ses installations, et notamment de ses usines de production de lait de consommation à Port Coquitlam (Colombie-Britannique), de mozzarella à Saint-Léonard (Québec) et de mozzarella/cheddar à Saskatoon (Saskatchewan). Les dépenses en immobilisations afférentes ont totalisé près de \$300 millions; la direction vise un remboursement sur deux à trois ans pour les dépenses de croissance. Nous estimons que plus de 30 investisseurs, provenant en grande partie du Canada, ont participé à cet événement.

Maintien du programme stratégique, mais il faudra patienter au-delà de 2022 pour la croissance

Selon nous, l'essentiel du message de la direction reste inchangé. Celle-ci croit pouvoir réaliser son programme stratégique sur quatre ans, au terme duquel (2025) le BAIIA devrait se situer à \$2.125 milliards (à l'examen de l'exécution, nos estimations restent inférieures à cet objectif). Cela étant dit, la direction a abandonné l'idée d'une croissance du BAIIA en 2022 en raison des difficultés qui persistent sur l'ensemble du marché. Nous avons donc abaissé nos estimations de BAIIA pour 2022, même si nos prévisions pour l'année suivante restent largement inchangées. SAP reste optimiste quant à ses perspectives d'acquisition, se concentrant principalement sur le fromage, les ingrédients à valeur ajoutée, le commerce de détail et les produits de substitution aux produits laitiers aux États-Unis. L'endettement élevé par rapport à l'objectif de la direction pourrait limiter l'envergure des opérations à court terme.

L'exécution reste déterminante

Selon nous, les perspectives de Saputo s'amélioreront progressivement jusqu'en 2022 (projets d'amélioration et embellies inévitables attendues sur le marché); cependant, à plus long terme, il reste à savoir si SAP pourra améliorer le rendement de son capital et acquérir avec prudence, comme elle l'a déjà fait à d'autres périodes de son histoire. Nous croyons qu'elle en est capable, même si nous attendons des signes concrets d'une meilleure exécution ou d'une valorisation attrayante. Si la direction s'applique dans l'exécution de son plan, nos estimations pourraient être revues à la hausse.

Maintien de la cote Rendement moyen; cours cible de \$39

Notre cours cible correspond à 17.0 fois notre estimation de BPA pour 2023/2024.

Distribution et produits de consommation

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 09/29	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible		
						(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			12 mois	Δ	
Grands magasins																				
Canadian Tire	CTC.a	RS	11,264	61.4	183.34	12/2020	12.95	16.90	17.01	10.8	10.8	2,181	2,542	2,494	5.7	5.8	74.74	0.42	226.00	↓
Dollarama	DOL	RS	17,218	310.7	55.41	02/2021	1.81	2.17	2.58	25.5	21.4	1,131	1,283	1,448	16.0	14.2	0.45	0.96	63.00	↓
Magasins spécialisés																				
Couche Tard	ATD.b	RS	52,989	1,086.5	48.77	04/2021	2.45	2.39	2.46	16.0	15.5	5,005	4,850	4,853	9.6	9.6	11.21	0.35	56.00	↑
Parkland Fuel Corporation	PKI	RS	5,365	150.9	35.55	12/2020	0.54	0.90	2.30	39.3	15.5	967	1,287	1,337	7.3	7.0	14.47	0.65	47.00	↑
Habillement																				
Gildan	GIL	RS	9,471	199.1	47.58	12/2020	(0.18)	2.19	2.40	17.0	15.5	165	634	676	12.2	11.4	9.06	0.17	56.00	↑
Roots Corporation	ROOT	RM	116	42.2	2.76	02/2021	0.35	0.60	0.72	4.6	3.8	64	72	80	4.1	3.7	3.77	0.52	6.00	↑
Épiceries																				
Empire Company	EMP.a	RS	10,222	267.6	38.20	05/2021	2.61	2.64	2.90	14.5	13.2	2,144	2,264	2,378	7.3	6.9	16.34	0.59	45.00	↓
Loblaw	L	RS	29,373	342.9	85.66	12/2020	4.18	5.10	5.70	16.8	15.0	5,004	5,416	5,543	6.4	6.3	32.56	0.32	91.00	↓
Metro	MRU	RM	14,937	245.8	60.77	09/2020	3.27	3.41	3.48	17.8	17.5	1,091	1,106	1,063	17.3	18.0	25.91	0.26	65.00	↓
Transformation des aliments																				
Saputo	SAP	RM	13,351	415.1	32.16	03/2021	1.56	1.51	1.98	21.2	16.3	1,471	1,468	1,748	11.8	9.9	15.3	0.39	39.00	↓
Lassonde	LAS.a	RS	1,258	6.9	181.42	12/2020	14.11	12.96	13.70	14.0	13.2	217	202	208	7.3	7.1	117.2	0.21	195.00	↓
Premium Brands Holdings	PBH	RS	5,713	43.5	131.33	12/2020	3.04	4.49	5.57	29.2	23.6	313	434	495	17.1	15.0	36.1	0.52	141.00	↓
Vente au détail de matelas																				
Sleep Country Canada	ZZZ	RM	1,350	37.2	36.24	12/2020	1.95	2.26	2.37	16.0	15.3	171	190	193	9.3	9.1	10.03	0.52	39.00	↓
Beauté et soins personnels																				
MAV Beauty Brands	MAV	RM	90	42.4	2.12	12/2020	0.34	0.30	0.46	7.0	4.7	28	26	32	8.6	7.0	5.60	0.36	4.50	↓
Restauration																				
MTY Food Group	MTY	RS	1,595	24.7	64.50	11/2020	(1.51)	3.35	3.88	19.3	16.6	138	169	188	11.7	10.5	23.20	0.40	72.00	↓
Épicerie en ligne																				
Goodfood Market	FOOD	RS	655	73.5	8.90	08/2020	(0.07)	(0.17)	(0.08)	NA	NA	5	4	11	NA	NA	1.60	(3.45)	12.00	↓

Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction; AO= Accepter offre; ER = En révision

u= dollars US

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

Note: Lassonde et Goodfood couverts par Ryan Li.



Amber Brown, MBA
Analyste
403 290-5624

—
Adjoint:
Josh Turanich : 403 290-5625

Vue d'ensemble

Jadis considérés comme un créneau spécialisé, les actifs ESG retiennent désormais l'attention des investisseurs. Le total des actifs ESG sous gestion dans le monde a atteint environ US\$36,000 milliards au début de 2020, soit environ US\$1.00 sur US\$3.00 investis. Il a augmenté à un TCAC d'environ 11.7% au cours des quatre dernières années. Si le rythme de croissance des investissements dans les actifs ESG n'était même que de la moitié de ce taux, la valeur des actifs ESG sous gestion atteindrait environ US\$47,000 milliards d'ici 2025. Nous pensons que l'intégration des facteurs ESG et l'engagement ou l'appui des actionnaires à leur égard seront le principal style d'investissement dans les actifs ESG, surtout à mesure que l'information sur ces questions et la transparence s'amélioreront au niveau des entreprises et que les investisseurs institutionnels seront mieux informés des enjeux ESG. Selon nous, l'intégration des facteurs ESG, qui nécessite la prise en compte de paramètres non financiers dans l'analyse fondamentale, est le meilleur moyen pour les investisseurs de mettre en œuvre les facteurs ESG tout en générant des rendements adéquats, car elle permet aux investisseurs de comprendre et, espérons-le, d'éviter les risques propres aux facteurs ESG, sans pour autant imposer de restrictions strictes à des secteurs particuliers.

Actualité ESG – Le point sur les mesures réglementaires

Marchés du carbone

Les prix du carbone ont continué d'augmenter à un rythme effréné (environ 30-230% a/a), tous systèmes et régions confondus. La hausse des prix était largement attribuable à une ambition plus grande des gouvernements de réduire les émissions en raison du réchauffement climatique, ce qui a entraîné des réglementations et législations plus strictes entourant la décarbonation. Non seulement les gouvernements légifèrent maintenant sur des cibles de réduction à court terme, avec l'objectif de la carboneutralité d'ici 2050, mais ils réduisent aussi les plafonds d'émissions par divers systèmes de taxation du carbone, dont les prix montent en conséquence.

En commençant par le marché du carbone le plus liquide, le contrat à terme European Emission Allowances (EUA) Dec21 a terminé le mois de septembre près de niveaux records, à €62.88 (US\$72.91), après le dernier record historique de €64.37 (US\$75.28) inscrit le lundi 27 septembre. Globalement, les EUA étaient en hausse d'environ 3.5% en septembre et restent en report, le contrat Dec22 clôturant le 29 septembre à €63.28 (US\$73.37), soit un écart de -€0.4. Vu l'évolution des prix en glissement annuel, les EUA ont largement doublé en un an seulement. Ailleurs, les contrats à terme United Kingdom Emissions Allowances (UKEA), négociés depuis la fin de mai 2021, ont également atteint un record de £75.56 (US\$101.44) à la fin de septembre, représentant un rendement sur un mois d'environ 45%.

En Amérique du Nord, les contrats à terme Regional Greenhouse Gas Initiative (RGGI) Jul22 ont clôturé le mois à US\$10.54 (août US\$9.18), en hausse d'environ 15% m/m et 51% a/a. Enfin, les prix des California Carbon Allowances (CCA) Jul22 et Dec21 ont bondi d'environ 8% le mois dernier, pour atteindre de nouveaux records de US\$27.71 et US\$27.02, tout en restant en report. Notons que, sur douze mois, les prix du CCA sont en hausse d'environ 51%. Enfin, les contrats à terme Global Emission Offsets (GEO) ont poursuivi sur leur impressionnante lancée, gagnant environ 17% pendant le mois d'août et terminant mercredi à US\$7.46, tandis que le contrat à terme Nature-based Global Emissions Offset (NGEO) gagnait près de 6.4% en septembre, pour atteindre US\$7.77. Enfin, le contrat GEO a commencé à se négocier le 1er mars 2021 à US\$2.13, avant de toucher un creux à US\$1.92 le 15 avril, et de voir son prix tripler.

Victoire des libéraux

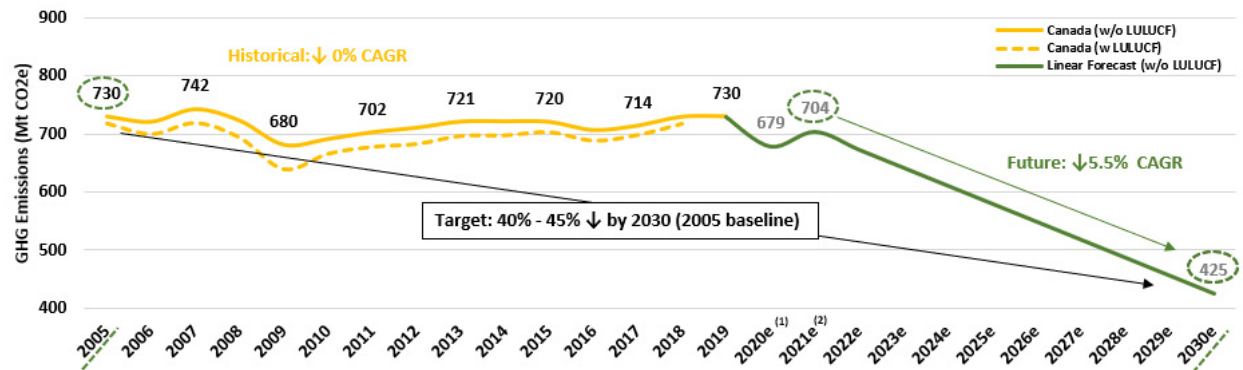
Le 21 septembre, le Parti libéral a remporté les élections fédérales canadiennes par un vote minoritaire, de sorte que l'objectif de réduction des émissions du Canada demeure intact à 40% à 45% d'ici 2030, comme le montre le tableau 1 de la page suivante. Par conséquent, le prix croissant imposé pour la pollution, qui devrait passer de \$40/t en 2021 à \$170/t d'ici 2030, restera en place et constituera un aspect clé de la manière dont le Canada atteindra ses objectifs de réduction des émissions. Entretemps, le gouvernement fédéral a également déclaré que la technologie de captage,

utilisation et stockage du carbone (CUSC) sera un élément clé pour atteindre les objectifs de réduction des émissions du Canada, et il envisage d'introduire un crédit d'impôt à l'investissement dans le CUSC d'ici la fin de 2021. Le Canada a reconnu qu'une norme sur les carburants propres (NCP) l'aiderait également à réduire les émissions, la réglementation finale pour les carburants liquides, notamment l'essence, le diesel, le kérosène et le mazout, devant être prête d'ici la fin de 2021 et entrer en vigueur en décembre 2022. Enfin, nous notons que le Canada travaille actuellement à l'élaboration d'un régime volontaire de crédits compensatoires d'émissions pour inciter les sociétés qui ne sont pas tenues de participer au régime de taxe sur le carbone à réduire leurs émissions.

Flux vers les fonds ESG

Le mois dernier, nous nous sommes de nouveau intéressés au paysage des fonds négociés en bourse (FNB) ESG au Canada et aux États-Unis, où nous avons suivi les actifs sous gestion (ASG) et les flux de capitaux sur une base trimestrielle du T1 2019 au T2 2021. En outre, nous avons examiné de plus près les flux sur une base mensuelle pour 2021, entre plusieurs catégories, notamment les FNB d'actions ESG générales, les FNB d'actions environnementales, les FNB de titres à revenu fixe ESG et les autres. Cet examen fait suite à notre rapport ESG hebdomadaire de mars (à lire [ici](#)), dans lequel nous avons souligné pour la première fois l'augmentation des flux de capitaux vers les FNB ESG, janvier et février ayant été des mois actifs pour les matières premières environnementales. Comme le montre le graphique suivant, le paysage des FNB ESG canadiens continue de connaître une dynamique positive. Les flux ont été positifs au cours des trois trimestres de 2021, totalisant environ \$2.8 milliards à la fin du mois d'août, tandis que les ASG sont passés de \$3.89 milliards à la fin de 2020 à \$8.18 milliards à la fin du mois d'août.

Tableau 1 : Objectif de réduction des émissions de GES du Canada



Country	Net-Zero	GHG reduction Target (%)	Baseline (year)	Baseline (Mt CO2e)	Target (year)	Target (Mt CO2e)	Absolute Reduction Target (Mt CO2e)	Absolute Reduction Target (%)	
Canada	New	2050	40% - 45% ↓ by 2030	2005	730	2030	401 - 438	292 - 328	40% - 45%
Canada	Old	2050	32% - 40% ↓ by 2030	2005	730	2030	438 - 496	234 - 292	32% - 40%
Increase							36 - 58	36 - 58	5% - 8%

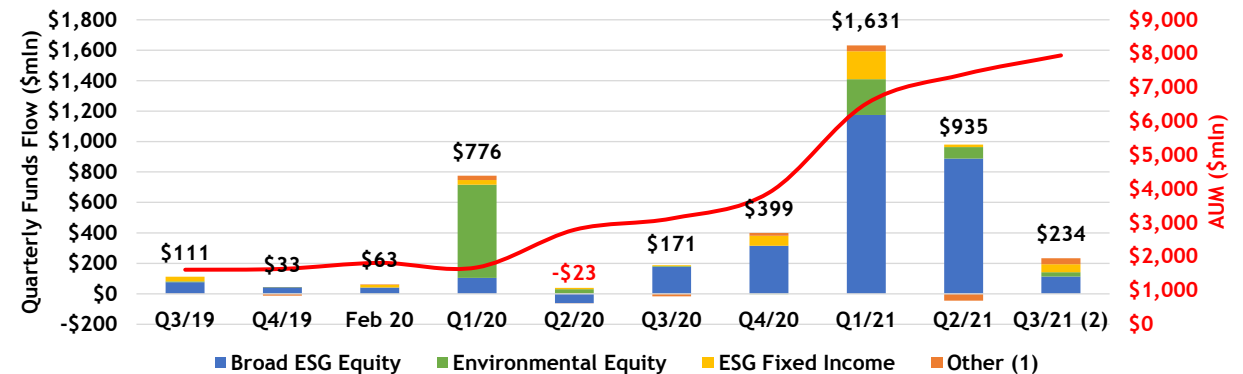
Source : Gouvernement du Canada, CCNUCC, Global Carbon Project, ClimateWatch, Climate Action tracker, CAIT, FBN.

Note : On suppose que les prévisions linéaires d'émissions de GES pour atteindre l'objectif de réduction proviendront d'émissions sans UTCATF.

(1) Suppose une diminution de 7% des émissions de GES pour 2020 par suite de la pandémie de COVID, conformément aux prévisions mondiales du Global Carbon Project.

(2) Suppose des émissions de GES moyennes par rapport aux niveaux de 2019 et 2020 pour 2021 en raison de la réouverture de l'économie.

Tableau 2 : Flux de capitaux trimestriels et ASG des FNB ESG canadiens (CAD\$)



(1) La catégorie Autres comprend les FNB ESG qui incluent les actions sociales, les actifs mixtes ESG et les matières premières ESG.

(2) Le T3 2021 ne comprend que les données de juillet et août 2021.

Source : Bloomberg, FBN



Matt Kornack
Analyste
416 507-8104

—
Adjoint :
Hussam Maqbool: 416 507-8108



Tal Woolley
Analyste
416 507-8009

—
Adjoint :
Ahmed Shethwala: 416 507-8102

Sélections

- › Chartwell
- › ERES
- › H&R
- › Allied
- › Sienna
- › Granite
- › Boardwalk
- › InterRent
- › RioCan

Gros plan sur la dynamique de l'offre de locaux pour bureaux

Les obstacles créés par la pandémie ont été renforcés par la réponse du secteur de l'offre sur certains marchés canadiens.

Dans la présente note, nous commençons à évaluer la façon dont les taux d'occupation pourraient évoluer au cours des prochaines années à Toronto, à Vancouver et à Montréal, en mettant l'accent sur l'impact que les projets immobiliers auront dans chaque ville. Les ajouts sont modestes, mais créeront des poches de locaux inoccupés dans des centres urbains autrefois florissants. Cela dit, les données fondamentales sur l'exploitation restent favorables par rapport aux principaux marchés américains.

Le centre-ville de Toronto est en tête au pays en termes de livraison de locaux et a déjà subi l'impact de la rationalisation de l'empreinte liée à l'offre imminente et récemment achevée.

Bien que la prélocation soit forte pour les projets immobiliers de 2021-2022, nous nous attendons à ce que le taux d'inoccupation reste élevé par rapport aux bas niveaux qui existaient avant la pandémie, à moins qu'il n'y ait un retour important de la sous-location. Ce problème concerne principalement les centres-villes, car les banlieues n'ont presque pas de nouveaux locaux en construction. Les années 2023 et 2024 posent davantage de problèmes en raison de la baisse des niveaux de prélocation et des préoccupations potentielles concernant l'empreinte de TD. Cela dit, un retour au rythme historique d'absorption serait suffisant pour compenser les livraisons.

Les résultats de Vancouver pourraient fluctuer davantage, mais leur impact sur notre univers de couverture est moindre.

L'empreinte des locaux pour bureaux dans la ville est relativement petite si l'on considère les niveaux de population et d'emploi et les taux d'occupation de la plupart des marchés avant la pandémie. Cela dit, Vancouver dispose d'une réserve importante de projets immobiliers par rapport à la SLB existante, et les prélocations sont limitées pour les livraisons de 2021-2022. Cependant, près du tiers des nouveaux locaux sont loués à Amazon, qui en prendra possession en 2023. Allied dispose d'un petit

portefeuille ici, alors que d'autres FPI cotées en bourse se sont éloignées.

Les risques liés à l'offre sur d'autres marchés, dont Montréal, sont moindres.

Toronto et Vancouver représentent 80% du total des projets de construction, de sorte que les autres marchés présentent des volumes de livraison négligeables.

Réflexions concernant certaines sociétés :

- › **Allied:** Allied reste notre premier choix dans le segment des locaux pour bureaux, car son portefeuille s'adresse aux locataires basés sur le savoir et son offre est urbaine, unique, de faible hauteur et se prête à un usage mixte. Ce segment du marché n'est pas en concurrence directe avec les nouveaux locaux, bien que la FPI construise des locaux pour bureaux supplémentaires dont le taux de prélocation est élevé. Du point de vue de l'investissement, le risque est atténué par les caractéristiques du portefeuille, un bilan solide, une diversification géographique et une décote par rapport aux multiples antérieurs à la pandémie.
- › **Dream Office:** Bien qu'un sous-ensemble d'immeubles de Dream dans le centre-ville de Toronto soit susceptible de subir la concurrence des nouvelles constructions, la FPI a repositionné certains de ses petits immeubles pour capter une partie de l'intérêt que suscitent les tours traditionnelles. De plus, les multiples de négociation actuels et les chiffres de négociation implicites par pied carré sont attrayants après ajustement de la participation dans Dream Industrial.
- › **Slate Office:** L'exposition de Slate aux locataires gouvernementaux et aux locataires solvables lui a permis de résister aux aléas de la COVID. Une plus grande exposition aux marchés secondaires limite également le risque d'inoccupation lié à la nouvelle offre; toutefois, le taux d'inoccupation élevé sur le marché pourrait encore être accentué par les contrechocs de la pandémie et le télétravail.
- › **True North Commercial:** Cette société a la plus grande exposition aux marchés secondaires et aux locataires gouvernementaux du Canada. Les taux d'occupation et les résultats d'exploitation sont restés stables pendant la pandémie et nous ne nous attendons pas à un revirement de situation immédiat. Cela dit, son portefeuille ne sera pas à l'abri de tensions plus vastes sur le marché et, dans ce contexte, le risque d'exploitation est supérieur au potentiel de hausse.

Métaux et minerais : métaux communs



Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

—
Adjoints :
Yi Liu : 416 869-8524
Harmen Puri : 416 869-8045



Shane Nagle, CFA

Analyste
416 869-7936

—
Adjoints :
Lola Aganga : 416 869-6516
Ahmed Al-Saidi : 416 869-7535

Sélections

- › Ressources Teck
- › Capstone Mining
- › Copper Mountain Mining

La volatilité des prix devrait persister en 2021

La hausse actuelle des prix du cuivre a été en grande partie influencée par les campagnes de vaccination en cours contre la COVID-19, les politiques accommodantes des gouvernements, leurs dépenses de stimulation et la réouverture de l'économie mondiale, mais l'augmentation des derniers mois reste principalement attribuable à l'intérêt accru des investisseurs qui spéculent. On ne sait pas encore vraiment dans quelle mesure les pays pourront contenir de nouvelles vagues d'infections à court terme, ce qui pourrait influencer les perspectives macroéconomiques, si bien que les prix devraient rester volatils.

Nous estimons que les caractéristiques fondamentales à long terme restent basées sur l'absence d'une réserve de projets à un stade avancé et l'apparition d'un déficit structurel au cours des prochaines années. Les infrastructures vertes et les véhicules électriques sont en train de devenir la principale source de demande de cuivre à long terme, ce qui devrait compenser en partie la réduction de la production de véhicules à moteur à combustion interne.

Premiers choix :

› Ressources Teck Ltée. (TECK.B: TSX)

La croissance endogène de la division cuivre, la base d'actifs diversifiés de grande qualité de Teck, exposés à la flambée des prix du charbon cokéifiable dur, son bilan solide et son engagement de longue haleine à rembourser du capital aux actionnaires sont autant d'éléments qui favorisent une valorisation plus élevée que celle actuellement attribuée par le marché. La division de charbon de Teck continue de profiter des prix records du charbon cokéifiable dur de Chine dus aux marchés très étriés du charbon sidérurgique et à l'embargo sur le charbon australien qui devrait durer jusqu'en 2022, ainsi que des améliorations progressives des activités de charbon de Teck au premier semestre de 2021 après la fin des travaux d'expansion du terminal Neptune. En outre, les projets de mise en valeur de mines de cuivre comme QB3, Zafranel et San Nicolás mettent en lumière la stratégie de croissance endogène de la division cuivre de Teck, la demande devant s'accélérer à mesure que le monde intensifie ses efforts de décarbonation.

› Capstone Mining Corp. (CS: TSX)

Capstone devrait produire plusieurs éléments catalyseurs qui entraîneront de meilleures perspectives de croissance à court terme, avec notamment des initiatives visant à atteindre un débit durable des installations de traitement de Pinto Valley de 57,000 t/j d'ici le milieu de l'année et une extension de la durée de vie de la mine de Cozamin en y intégrant une nouvelle usine de remblai à pâte. Pinto Valley/Cozamin devraient connaître une croissance de la production d'environ 30% et une baisse des coûts d'environ 10% d'ici 2023. En outre, avec les ventes de flux d'argent de Cozamin et de flux d'or de Santo Domingo, la société n'a plus de dette nette et continue de faire progresser ses ententes de partenariat/financement pour libérer une croissance qui transformera la société à Santo Domingo.

› Copper Mountain Mining Corp. (CMMC: TSX)

Les perspectives de production à court terme à la mine Copper Mountain sont solides; la société entre dans une séquence à forte teneur pour 2021-2022, l'expansion des installations de traitement vers une capacité de 45,000 t/j (auparavant 40,000 t/j) est attendue au deuxième semestre de 2021, et l'amélioration du bilan après l'émission d'obligations de US\$260 millions a libéré des flux de trésorerie que la société pourra utiliser pour les occasions de croissance future. À proximité de la mine Copper Mountain se situe le projet de mise en valeur Eva de CMMC, avec une décision sur la mise en valeur attendue d'ici la fin de l'année 2021.

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 9/29	12 mois		Δ	Analyste	BPA			C/B		FTP			C/F		Valeur Actif	
						Cours	Cible			(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex.1	Ex.2	Net	C/VAN
Production																					
Capstone Mining	CS	RS	-	1,956	411.8	4.75	7.00	-	Nagle	0.07u	0.64u	0.70u	5.6x	6.8x	0.34u	0.96u	0.94u	3.7x	3.8x	7.15	0.7x
Copper Mountain Mining	CMMC	RS	-	586	209.9	2.79	5.00	↓	Nagle	0.11u	0.68u	0.69u	4.1x	4.0x	0.61u	1.50u	1.25u	1.9x	2.2x	5.71	0.5x
Ero Copper	ERO	RM	-	2,064	88.4	23.35	30.00	-	Nagle	1.34u	2.54u	2.85u	6.9x	8.2x	2.02u	3.34u	3.38u	5.3x	5.2x	34.25	0.7x
First Quantum Minerals	FM	RS	-	16,072	691.0	23.26	36.50	↓	Nagle	(0.07)u	1.51u	3.49u	11.6x	6.7x	2.64u	4.46u	6.40u	3.9x	2.7x	27.72	0.8x
Hudbay Minerals	HBM	RS	↑	2,003	261.5	7.66	12.50	↓	Nagle	(0.44)u	0.11u	0.53u	52.1x	14.4x	0.93u	2.01u	3.07u	2.9x	1.9x	9.58	0.8x
Lundin Mining	LUN	RM	-	6,701	736.3	9.10	14.00	↓	Nagle	0.31u	1.17u	1.46u	5.8x	6.2x	1.00u	2.15u	2.25u	3.2x	3.0x	11.57	0.8x
Sherritt International	S	RM	-	167	397.3	0.42	0.55	↓	DeMarco	(0.34)c	(0.23)c	0.02c	n/a	21.0x	0.03c	0.03c	0.13c	14.4x	3.2x	0.95	0.4x
Taseko Mines	TKO	RM	-	616	283.9	2.17	3.00	-	Nagle	(0.11)c	0.22c	0.32c	9.7x	6.8x	0.44c	0.75c	0.75c	2.9x	2.9x	4.11	0.5x
Teck Resources	TECKb	RS	-	17,167	540.2	31.78	43.00	↑	Nagle	1.05c	4.42c	7.65c	7.2x	4.2x	3.38c	7.96c	10.37c	4.0x	3.1x	29.11	1.1x
Trevali Mining	TV	RM	-	173	989.4	0.18	0.30	↓	Nagle	(0.03)c	0.04c	0.05c	3.1x	3.2x	0.01c	0.11c	0.12c	1.1x	1.1x	0.42	0.4x
Sociétés de mise en valeur																					
Adventus Mining	ADZN	RS	-	117	131.1	0.89	1.65	↓	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.16	0.4x
Filo Mining	FIL	RS	-	1,016	113.2	8.98	13.00	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	19.49	0.5x
Josemaria Resources	JOSE	RM	-	379	379.3	1.00	1.50	↑	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.01	-
Trilogy Metals	TMQ	RS	-	325	144.4	2.25	4.25	↓	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5.15	0.4x
Sigma Lithium	SGML	RS	-	896	87.4	10.25	13.00	↑	Aganga	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	14.82	0.7x
Lithium Americas	LAC	RS	-	3,134	119.9	26.15	32.00u	↑	Aganga	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	33.86	0.8x

Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction; AO = Accepter offre; ER = En révision

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

u = dollars US; c = dollars canadiens

Métaux et minerais : métaux précieux



Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

—

Adjoints:

Yi Liu: 416 869-8524
Harmen Puri: 416 869-8045



Shane Nagle, CFA

Analyste
416 869-7936

—

Adjoints:

Lola Aganga: 416 869-6516
Ahmed Al-Saidi: 416 869-7535



Michael Parkin

Analyste
416-869-6766

—

Adjoints:

Alessandro Cairo: 416 869-8511
Rabi Nizami: 416 869-7925

L'inflation pourrait entraîner une reprise de l'or

L'attention portée à l'inflation aux États-Unis et à la baisse des achats d'actifs soutiendront les prix de l'or au comptant.

Les répercussions économiques de la COVID-19 ont forcé les gouvernements à adopter de vastes programmes de stimulation pour protéger leurs économies. En plus de ces mesures, les taux d'intérêt restent faibles. Le rendement des obligations du Trésor américain de 10 ans a commencé l'année en force, mais a diminué récemment, si bien que les taux d'intérêt réels sont devenus encore plus négatifs, ce qui a fait monter l'or du niveau de moins de US\$1,700 l'once où il se trouvait à la fin de mars. La Fed américaine continue de plaider pour maintenir les taux d'intérêt faibles, aucune hausse n'étant attendue en 2021, mais elle prévoit de diminuer les achats d'obligations à un moment donné tout en se concentrant sur la création d'emplois par tous les moyens et en acceptant de voir monter l'inflation au-delà du taux cible de la Fed pour un certain temps. Nous pensons qu'un taux d'inflation élevé et/ou persistant aux États-Unis et que le report potentiel de la baisse des achats d'actifs (par rapport aux attentes du marché) pourraient faire monter les prix de l'or au comptant, et donc aussi les actions aurifères. Aux États-Unis, l'augmentation des cas de personnes infectées au variant Delta est un facteur de risque clé pour la reprise économique américaine, que la Fed suit de près.

Les titres favoris sont ceux de sociétés qui présentent des résultats fiables, des bilans solides et de nombreux catalyseurs.

Nous pensons que les sociétés les plus à même de produire des résultats supérieurs sont celles (1) dont les équipes dirigeantes présentent des antécédents solides d'exécution selon les prévisions internes; (2) qui ont un bilan sain; (3) dont les prévisions internes sur 12 mois sont encourageantes et comportent une croissance de la production et/ou une baisse des coûts; (4) qui ont abandonné l'idée de programmes de dépenses en immobilisations coûteux; et (5) qui offrent un calendrier riche en événements catalyseurs. L'examen des ratios VE/BAIIA montre que certains titres se négocient à des ratios attrayants et, avec ceux qui présentent habituellement des résultats conformes aux prévisions et qui savent susciter des éléments catalyseurs positifs, nous pensons que ces titres offrent de bonnes occasions d'investissement.

Sélections

Producteurs d'or/d'argent :

- › **Endeavour Mining plc.** (EDV : TSX; cours cible de C\$49,00)
- › **Kinross Gold Corp.** (K : TSX; cours cible de C\$11,00)
- › **Newmont Corp.** (NGT : TSX; cours cible de C\$99,00)
- › **Pan American Silver Corp.**
(PAAS : TSX; cours cible de C\$50,00)
- › **SSR Mining Inc.** (SSRM : TSX; cours cible de C\$32,00)
- › **Wesdome Gold Mines Ltd.**
(WDO : TSX; cours cible de C\$14,50)

Sociétés de redevances :

- › **Sandstorm Gold Ltd.**
(SSL : TSX; cours cible de C\$11,50)

Moyennes sociétés et services pétroliers



Dan Payne
Analyste
403 290-5441
—
Adjoint :
Baltej Sidhu : 403 290-5627

Grandes capitalisations



Travis Wood
Analyste
403 290-5102
—
Adjoints :
Logan Fisher : 403 441-0933
James Harwood, CPA : 403 290-5445

Sélections

- › *Cenovus*
- › *Tourmaline*

Perspectives dans le secteur du pétrole brut :

Contrairement au mois d'août, le pétrole brut a repris pied en septembre et a fortement rebondi, car le complexe des matières premières a été soutenu par des données positives en termes d'approvisionnement (dépenses en immobilisations limitées, bouleversements le long des chaînes d'approvisionnement, solides ponctions dans les stocks, etc.) et de solides perspectives de la demande, les répercussions globales de la quatrième vague semblant temporaires. Vu tous ces facteurs, les stocks de pétrole américains (pétrole brut, essence et distillats) se situent maintenant vers la borne inférieure de la fourchette quinquennale, car la demande de pétrole mondiale continue de se raffermir (~98.5 Mb/d) et s'approche des niveaux d'avant la pandémie. En plus de la réponse vigoureuse des prix sur le marché au comptant, la courbe des contrats à terme affiche aussi une certaine vigueur, le CAL-22 WTI se situant à environ US\$70 le baril (contre US\$64.7/b à la fin du mois d'août pour le CAL-22 WTI).

Début septembre, le groupe OPEP+ a partagé ses réflexions sur le variant Delta qui assombrit les perspectives de la demande; cependant, nous avons observé depuis lors une solide reprise des prix des matières premières. L'optimisme a dû être alimenté par les caractéristiques positives de l'offre et par la présomption que le groupe OPEP+ maintiendra le rythme de réactivation des capacités inutilisées (0.4 Mb/j/mois entre août 2021 et septembre 2022) dans la mesure où les répercussions de la COVID-19 sur la demande s'éternisent aux quatre coins du monde. Pour la suite, la 21e réunion des pays du groupe OPEP+ est prévue pour le 1er octobre et devrait nous en dire plus sur la vision qu'a le groupe des conditions actuelles du marché et des investissements toujours limités des sociétés d'exploration et de production en Amérique du Nord. Le groupe compte se réunir de nouveau en décembre pour évaluer les conditions du marché et les progrès réalisés vers l'abandon progressif de la réduction de production de 5.8 Mb.

Le différentiel du WCS a continué de diminuer en septembre avec la perspective d'un contexte plus constructif pour les livraisons, les prix du WCS se situant en dessous de US\$12/b une grande partie du mois et étant en moyenne d'environ US\$11.90 le baril en septembre. Par rapport aux périodes antérieures, il

a commencé à être évident que les niveaux de répartition sur le réseau principal étaient relativement limités en septembre, avec environ 33% de pétrole lourd et 0% de pétrole léger transportés le long du pipeline. Comme les capacités de livraison s'apprentent à augmenter avec l'entrée en service de l'expansion de la ligne 3 d'Enbridge (augmentation des capacités de 390 Mb/j) prévue le 1er octobre, nous nous attendons à ce que les niveaux de répartition continuent de diminuer et à ce que les conditions pour les livraisons restent constructives, les derniers projets à l'horizon devant entrer en service en 2022 (TMX, inversement de Capline).

Pour refléter les conditions actuelles du marché, nous avons récemment revu nos hypothèses de prix pour le pétrole. Nous avons relevé nos prévisions de prix du WTI de US\$65.75/b à US\$66.00/b pour 2021, maintenu notre pronostic à US\$65.00/b pour 2022 et remonté nos hypothèses de US\$55.00/b à US\$60.00/b pour 2023. En outre, nos prévisions de prix du WCS passent de US\$-12.90/b à US\$-12.50/b pour 2021, et nous maintenons nos prévisions pour 2022 et 2023, à US\$-13.00/b.

Perspectives dans le secteur du gaz naturel :

Le NYMEX a continué de monter fortement en septembre, avec une moyenne d'environ US\$5/MBTU, tandis que les marchés du gaz AECO, qui ont souffert d'une volatilité supérieure due à la maintenance du réseau NGTL, sont restés relativement élevés, avec des prix de CA\$3.70/GJ en moyenne. Globalement, le gaz naturel a connu une remontée impressionnante grâce aux prévisions de l'offre et de la demande (de l'EIA) qui révèlent un déficit immédiat de l'offre dû à des investissements en immobilisations limités (qui se traduisent par une faible activité des appareils de forage) et une demande solide. L'activité des appareils de forage s'est légèrement intensifiée en septembre aux États-Unis, de 3% m/m, avec l'ajout de 14 appareils au total (pétrole +12, gaz +2). Au Canada, 14 appareils de forage ont été mis en service (pétrole +11, gaz +3), ce qui représente une hausse de 10% m/m en septembre. On estime que la production américaine a légèrement diminué, de 90.5 Gpi³/j environ en août à 88.9 Gpi³/j en moyenne en septembre. Les exportations de GNL ont légèrement remonté par rapport au mois précédent, à 10.3 Gpi³/j,

et devraient augmenter encore entre 10,8-11,0 Gpi³/j en octobre. La demande globale aux États-Unis est estimée à environ 68,4 Gpi³/j en septembre alors que l'été touche à sa fin, avec des températures qui redescendent à l'entrée dans l'automne.

En septembre, les stocks de gaz naturel américain sont restés inférieurs à leur moyenne quinquennale, avec des niveaux de stocks en baisse principalement dans l'est, le centre-sud du pays, les régions du Pacifique et montagneuses. Les stocks de gaz naturel canadien se trouvent maintenant au niveau de leur moyenne quinquennale, les stocks de l'Est canadien contribuant à la hausse pendant la saison intermédiaire et se situant vers la borne supérieure de la fourchette sur cinq ans.

Dans l'ensemble, nous restons sensibles au complexe gazier. Pour refléter les conditions actuelles du marché, nous avons récemment revu nos hypothèses de prix pour le gaz naturel. Nous relevons nos prévisions pour le NYMEX de US\$2,90/kpi³ à US\$3,70/kpi³ pour 2021, de US\$2,75/kpi³ à US\$3,90/kpi³ pour 2022 et de US\$2,75/kpi³ à US\$3,05/kpi³ pour 2023. En outre, nos prévisions pour le gaz AECO passent de CA\$2,90/kpi³ à CA\$3,50/kpi³ pour 2021, de CA\$2,40/kpi³ à CA\$3,50/kpi³ pour 2022 et de CA\$2,40/kpi³ à CA\$2,50/kpi³ pour 2023. Nous continuons de surveiller les critères fondamentaux du gaz naturel ainsi que l'évolution par rapport à nos prévisions, attendant la validation de notre thèse optimiste selon laquelle un contexte de prix plus résilients est en train d'émerger à moyen terme.

Premiers choix :

Cenovus Energy Inc. (CVE: TSX/NYSE)

Soutenue par ses solides activités de base et sa capacité intégrée, la société peut surmonter ce cycle des produits de base et participer positivement à la relance lorsque les prix mondiaux du pétrole augmenteront à nouveau. Cenovus jouit d'une base d'actifs de grande qualité – Foster Creek et Christina Lake – et affiche des coûts de maintien et un seuil de rentabilité parmi les plus bas du secteur. La société a récemment clôturé l'acquisition de Husky, avec pour objectif de réaliser des économies annuelles de \$1,2 milliard. Nous considérons cette transaction comme nécessaire et stratégique compte tenu du fait que la société est convaincue de pouvoir réaliser les économies qu'elle s'est fixées. En outre, l'intégration en aval et les capacités de transport accrues contribueront à réduire l'exposition de la société au différentiel du WCS, de sorte que nous considérons Cenovus comme un titre de prédilection.

Tourmaline Oil Corp. (TOU: TSX)

L'un des plus importants producteurs de gaz naturel au Canada, TOU demeure parmi nos titres favoris pour les investisseurs recherchant une exposition au gaz naturel en raison de sa capitalisation et de ses activités internes solides, avec des caractéristiques fondamentales positives (coûts, gains d'efficacité des investissements et revenus nets) qui contribuent à la solide proposition de valeur du titre. La société présente par ailleurs un bilan sain, des stocks abondants, une structure de coûts de premier ordre, et continue de dégager des flux de trésorerie élevés. Dans le contexte macroéconomique actuel, TOU est l'un des titres les plus intéressants pour l'investisseur, car la société présente des liquidités positives et bien entretenues, est exposée à un certain nombre de thèmes productifs de valeur (gaz naturel et Topaz), qui, en somme, soutiennent ce qui est déjà une valorisation attrayante.

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Actions e.c. (M)	Cours 9/29	Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD			Dette nette/FT		FTPA dilués			12 mois Cours		Δ			
								est. 2018A	est. 2019E	est. 2020E	2019E	2020E	est. 2018A	est. 2019E	est. 2020E	C/FTPA 2019E	2020E		Cible	Rend.	
Grandes sociétés/Intégrées																					
Canadian Natural Resources	CNQ	RS	Wood	1180.2	\$46.29	\$54,631	4%	8.9x	4.8x	4.1x	1.0x	0.3x	\$4.40	\$11.29	\$11.84	4.1x	3.9x	\$70.00	55%	↑↑	
Cenovus Energy	CVE	RS	Wood	2017.6	\$12.85	\$25,926	1%	28.3x	4.5x	3.7x	1.2x	0.5x	\$0.12	\$3.54	\$3.83	3.6x	3.3x	\$22.00	72%	↑↑	
Ovintiv Inc (US\$)	OVV	RS	Wood	261.1	\$33.45	\$8,735	2%	4.4x	3.8x	3.7x	1.5x	1.2x	\$7.42	\$12.64	\$11.90	2.6x	2.8x	\$44.00	33%	↑↑	
Imperial Oil	IMO	RM	Wood	704.6	\$40.03	\$28,204	3%	20.7x	6.8x	5.3x	0.6x	-0.1x	\$1.20	\$6.20	\$7.39	6.3x	5.4x	\$49.00	25%	↑↑	
Suncor Energy	SU	RM	Wood	1492.0	\$26.45	\$39,462	3%	10.1x	4.9x	4.1x	1.1x	0.6x	\$2.66	\$6.50	\$7.09	4.0x	3.7x	\$39.00	51%	↑	
Grandes cap./Cap. Moyennes																					
Advantage Oil & Gas	AAV	RS	Payne	195.7	\$6.51	\$1,274	0%	5.1x	6.1x	3.9x	0.8x	0.0x	\$0.56	\$1.15	\$1.69	5.6x	3.9x	\$9.00	38%	↑↑	
ARC Resources Ltd.	ARX	RS	Wood	723.9	\$11.50	\$8,325	2%	3.9x	4.5x	3.2x	0.7x	0.1x	\$1.89	\$3.40	\$3.73	3.9x	3.1x	\$18.50	63%	↑↑	
Baytex Energy	BTE	RM	Payne	573.2	\$3.52	\$2,018	0%	5.4x	4.2x	3.5x	2.0x	1.3x	\$0.56	\$1.27	\$1.40	2.8x	2.5x	\$4.50	28%	↑↑	
Birchcliff Energy	BIR	RS	Payne	269.7	\$6.98	\$1,883	0%	6.0x	4.4x	3.3x	0.9x	0.2x	\$0.69	\$1.93	\$2.27	3.6x	3.1x	\$10.00	44%	↑↑	
Crescent Point Energy Corp.	CPG	RS	Wood	582.9	\$5.81	\$3,387	2%	3.9x	3.3x	2.4x	1.3x	0.6x	\$1.65	\$2.65	\$3.12	2.2x	1.9x	\$12.50	117%	↑↑	
Enerplus Corporation	ERF	RS	Wood	256.8	\$10.18	\$2,614	1%	3.5x	3.6x	2.7x	0.9x	0.2x	\$1.61	\$3.51	\$4.13	2.9x	2.5x	\$17.00	68%	↑↑	
Freehold Royalties	FRU	RS	Wood	150.6	\$10.20	\$1,536	6%	7.8x	9.6x	6.8x	0.8x	0.0x	\$0.61	\$1.20	\$1.48	9.1x	6.9x	\$15.00	53%	↑↑	
Headwater Exploration	HWX	RS	Payne	227.3	\$4.55	\$1,034	0%	25.1x	9.2x	5.0x	-0.6x	-0.9x	\$0.06	\$0.47	\$0.77	9.6x	5.9x	\$7.00	54%	↑↑	
Kelt Exploration	KEL	RS	Payne	187.5	\$4.47	\$838	0%	4.9x	5.8x	3.9x	0.1x	-0.2x	\$0.31	\$0.78	\$1.09	5.7x	4.1x	\$7.00	57%	↑↑	
MEG Energy	MEG	RM	Wood	313.9	\$9.74	\$3,057	0%	7.7x	5.6x	4.0x	3.2x	1.7x	\$0.92	\$2.43	\$3.22	4.1x	3.1x	\$14.00	44%	↑↑	
NuVista Energy	NVA	RM	Payne	232.1	\$5.09	\$1,181	0%	4.2x	5.1x	2.8x	1.7x	0.6x	\$0.70	\$1.23	\$2.18	4.1x	2.3x	\$6.75	33%	↑↑	
Paramount Resources	POU	RS	↑	Payne	138.3	\$18.73	\$2,590	1%	6.1x	5.7x	3.4x	1.0x	0.2x	\$1.12	\$3.59	\$5.70	5.2x	3.3x	\$28.00	51%	↑↑
Parex Resources	PXT	RS	Wood	119.7	\$22.94	\$2,747	2%	6.5x	3.2x	2.2x	-0.7x	-1.1x	\$2.96	\$5.72	\$6.92	4.0x	3.3x	\$35.00	55%	↑↑	
Peyto Exploration & Development	PEY	RS	Wood	165.8	\$9.69	\$1,606	0%	5.9x	5.4x	3.6x	2.5x	1.3x	\$1.29	\$2.62	\$3.76	3.7x	2.6x	\$15.50	60%	↑↑	
PrairieSky Royalty	PSK	RM	Wood	222.4	\$13.73	\$3,053	3%	15.4x	13.2x	12.3x	0.4x	-0.3x	\$0.64	\$1.07	\$1.09	12.9x	12.6x	\$20.00	48%	↑↑	
Spartan Delta	SDE	RS	Payne	166.8	\$5.26	\$878	0%	6.9x	5.7x	2.4x	2.2x	0.7x	\$0.67	\$1.79	\$2.86	0.0x	0.0x	\$10.00	90%	↑↑	
Storm Resources	SRX	RM	Payne	126.5	\$5.13	\$649	0%	5.2x	4.9x	2.6x	0.7x	-0.2x	\$0.47	\$1.16	\$1.86	0.0x	0.0x	\$7.50	46%	↑↑	
Tamarack Valley Energy	TVE	RS	Payne	411.8	\$3.17	\$1,306	0%	3.6x	5.1x	2.7x	1.3x	0.2x	\$0.55	\$0.88	\$1.23	3.6x	2.6x	\$5.00	58%	↑↑	
Topaz Energy	TPZ	RS	Payne	129.4	\$17.20	\$2,225	5%	14.7x	13.7x	10.6x	1.0x	0.3x	\$0.98	\$1.43	\$1.66	12.0x	10.3x	\$20.00	21%	↑↑	
Tourmaline Oil	TOU	RS	Payne	327.9	\$42.88	\$14,062	2%	4.9x	5.6x	4.1x	0.5x	-0.2x	\$4.36	\$8.84	\$10.11	4.8x	4.2x	\$57.50	36%	↑↑	
Vermilion Energy Inc.	VET	RM	Wood	161.9	\$12.72	\$2,059	0%	5.6x	4.1x	3.2x	1.9x	1.2x	\$3.18	\$5.07	\$5.86	2.5x	2.2x	\$18.00	42%	↑↑	
Whitecap Resources	WCP	RS	Wood	634.2	\$6.89	\$4,370	3%	4.8x	4.6x	3.1x	0.9x	0.2x	\$1.07	\$1.87	\$2.29	3.9x	3.0x	\$11.00	62%	↑↑	
Petites capitalisations																					
Crew Energy	CR	RM	Payne	164.8	\$3.06	\$504	0%	6.5x	6.1x	3.3x	3.2x	1.2x	\$0.27	\$0.80	\$1.38	3.8x	2.2x	\$3.50	14%	↑↑	
Pipestone Energy	PIPE	RM	Payne	280.9	\$2.51	\$705	0%	6.8x	4.8x	2.3x	1.0x	0.1x	\$0.15	\$0.61	\$1.15	4.1x	2.2x	\$4.00	59%	↑↑	
Surge Energy	SGY	RM	Payne	74.1	\$5.14	\$381	0%	6.1x	5.0x	2.2x	2.4x	0.7x	\$0.18	\$2.11	\$3.14	2.4x	1.6x	\$8.50	65%	↑↑	
Yangarra Resources	YGR	RM	Payne	88.7	\$1.77	\$157	0%	4.5x	3.0x	1.6x	1.8x	0.7x	\$0.53	\$1.13	\$1.76	1.6x	1.0x	\$2.50	41%	↑	

*Système de notation: RS = Rendement supérieur, RM = Rendement moyen, RI = Rendement inférieur, R = Restriction, AO = Accepter offre, ER = En révision

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Prix de l'action 9/29	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette / BAIIA			12 mois cours			Δ
							2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e	Cible	Rend.		
Services pétroliers																			
National Energy Services Reunited	NESR	RS	Payne	US\$1,122.65	91.1	US\$12.32	US\$213.2	US\$236.6	US\$294.7	6.7x	6.1x	4.4x	1.5x	1.3x	0.6x	US\$17.50	42%		
Precision Drilling Corp.	PD	RS	Payne	\$ 675.58	13.2	\$51.34	\$ 285.2	\$ 248.0	\$ 306.9	6.8x	7.9x	5.0x	4.7x	4.0x	2.8x	\$55.00	7%		
Trican Well Services	TCW	RM	Payne	\$ 767.23	255.7	\$3.00	\$ 30.6	\$ 99.6	\$ 128.7	23.8x	7.1x	4.7x	1.3x	-0.3x	-0.6x	\$3.50	17%		

*Système de notation: RS = Rendement supérieur, RM = Rendement moyen, RI = Rendement inférieur, R = Restriction, AO = Accepter offre, ER = En révision

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv


Patrick Kenny, CFA

 Analyste
 403 290-5451

 Adjoints :
 William Duforest : 403 441-0952
 Zach Warnock : 403 355-6643

Sélections

- › AltaGas
- › Capital Power
- › Secure Energy
- › Tidewater Midstream
- › Keyera

Aperçu

Alors que l'année 2021 est maintenant bien entamée, le marché a gardé son goût insatiable pour la décarbonation; le contexte macroéconomique devrait rester positif à court terme, les sociétés que nous couvrons cherchant à déployer la somme faramineuse de \$120 milliards environ de flux de trésorerie disponibles (nets des dividendes) jusqu'en 2030 dans le réaligement des modèles d'affaires à long terme pour les conformer aux politiques d'énergie durable – sans gêner la croissance et l'augmentation des valorisations. L'indice S&P TSX et notre indice de référence pour le secteur des services publics étaient en baisse d'environ 3% et 2% respectivement en septembre, alors que notre indice de référence pour le secteur des intermédiaires a monté de près de 3%.

Mise à jour sur les produits de base

Avec l'apaisement des craintes liées à la COVID-19 et un contexte fondamental positif, les prix des produits de base ont remonté en septembre, le WTI affichant une moyenne de US\$71.50 le baril, soit une hausse d'environ 6% par rapport aux niveaux d'août de près de US\$67.50/b, et maintenant environ 80% au-dessus du prix moyen de 2020 d'environ US\$40/b. Du côté du gaz naturel, vu la pénurie actuelle de l'offre, les prix du NYMEX sont restés vigoureux en septembre, avec une moyenne de \$5.06/kpi³, soit plus de 25% au-dessus de la moyenne d'août de \$4.03/kpi³, alors que le gaz AECO, en moyenne à \$3.50/kpi³, a pâti d'un accès de volatilité. En ce qui a trait aux perspectives de marketing, si le différentiel de pétrole lourd WCS donnait quelques signes de faiblesse au début de l'été, il est récemment redescendu vers une moyenne d'environ US\$12.00/b le mois dernier.

Mise à jour sur les sociétés pipelinaires et le secteur intermédiaire

Les travaux de construction du projet de remplacement de la Ligne 3 pour la portion américaine sont maintenant achevés, Enbridge ayant récemment annoncé que le segment de 542 km dans le Minnesota était terminé et fixé la date officielle d'entrée en service au 1er octobre. Pour ce qui est de la Ligne 5, un juge fédéral avait nommé un médiateur pour tenter de faire progresser les discussions entre l'État du Michigan et Enbridge, qui ont commencé le 16 avril, afin de trouver une issue amiable au litige. L'État du Michigan a depuis exprimé son intention de ne pas poursuivre la médiation ordonnée par le tribunal avec Enbridge. Nous attendons de connaître

l'issue du litige, car Enbridge ne compte pas interrompre ses activités à moins d'en être contrainte par un tribunal. Rappelons que la Ligne 5 représente un BAIIA annuel d'environ \$500 millions (près de 5% des FPER) et que nous la valorisons à près de \$3 par action dans le calcul de notre cours cible. En outre, les partenaires du projet PennEast (ENB 20%) ont décidé de ne pas poursuivre la construction du gazoduc de \$1.2 milliard et d'environ 1.1 Gpi3/j qui devait s'étendre sur près de 190 km entre la Pennsylvanie et le New Jersey, car le projet n'avait pas encore reçu tous les permis requis.

Enbridge a conclu une entente définitive d'acquisition avec EnCap Flatrock Midstream pour acquérir Moda Midstream Operating, LLC (Moda) pour US\$3.0 milliards au comptant, sous réserve des conditions de clôture, ce qui reflète un ratio de transaction futur d'environ 8 fois le BAIIA. Dans le cadre de la transaction, ENB acquerra des participations de 100% dans le centre Ingleside Energy Center (qui sera renommé Enbridge Ingleside Energy Centre – EIEC) situé près de Corpus Christi, Texas, de 20% dans le pipeline Cactus II de 670,000 b/j, de 100% dans le pipeline Viola de 300,000 b/j et de 100% dans le terminal Taft de 350,000 b/j. Dans l'ensemble, en comptant le pipeline Viola et le terminal Taft, l'EIEC devrait représenter environ 90% des contributions au BAIIA 2022e, les 10% restants provenant de la participation dans le pipeline Cactus II.

La maintenance de routine de Pembina sur la portion nord de son réseau de collecte de l'éthane en Alberta (Alberta Ethane Gathering System – AEGS) a été interrompue suite à un incendie aux installations de Plains Fort Saskatchewan (PFS). Comme il n'y a encore aucune certitude quant à la cause de l'incident, la date de remise en service de PFS ni le règlement des frais d'interruption de service avec l'assurance, l'incidence financière nette (positive ou négative) pour PPL et KEY liée à toute hausse de la demande de stockage de GNL, contrebalancée par les répercussions pour les activités et le marketing, ne peut pas encore être quantifiée.

Mise à jour sur la transition énergétique

Il y a du nouveau sur le marché de l'électricité renouvelable, avec la conclusion de plusieurs CAÉ ainsi que la validation de plusieurs projets éoliens et solaires. TRP a annoncé l'exécution d'un contrat d'achat d'électricité de 15 ans avec EDP Renewables Canada Ltd. pour 100% de l'électricité produite au

parc éolien de Sharp Hills (297 MW), qui devrait être opérationnel en 2023 sous réserve des autorisations et conditions réglementaires. Pendant ce temps, CPX a également annoncé la conclusion d'un contrat d'achat d'électricité renouvelable de 15 ans avec Dow Chemical Canada ULC pour une capacité de 25 MW ainsi que les atouts environnementaux associés du projet Whitla Wind 2 de 151 MW, actuellement en construction et qui devrait entrer en service d'ici la fin de l'année. Nous nous attendons à ce que la croissance se poursuive dans le secteur de la production d'électricité renouvelable, car TA a récemment présenté un nouveau programme stratégique d'investissements en immobilisations de \$3.0 milliards jusqu'en 2025 qui fera croître sa plateforme de production d'électricité renouvelable de 2.0 GW, avec un objectif à long terme de 5.0 GW d'ici 2030.

Nous avons récemment commencé à suivre le titre Tidewater Renewables Ltd. (TWR; TSX: LCFS; cours cible de \$16.50, cote Rendement moyen). Rappelons que,

après l'examen de ses alternatives de financement, TWM a créé TWR et a assuré sa capitalisation grâce à un premier appel public à l'épargne d'environ \$160 millions avec exercice partiel de l'option de surallocation. TWM a conservé une participation d'environ 69% dans sa filiale centrée sur la production de carburants à faible teneur en carbone et les infrastructures futures de transition énergétique. TWR compte exploiter l'expertise d'ingénierie et les infrastructures existantes de TWM pour l'exécution de ses projets innovants ou traditionnels. La stratégie de croissance de TWR orientée vers la transition énergétique prend la forme de trois segments : (1) diesel renouvelable (DRPH), (2) hydrogène et (3) gaz naturel renouvelable, la société capitalisant sur les occasions futures qui se présenteront pour toutes ses divisions dans la capture du carbone.

ENB a annoncé récemment la conclusion de deux partenariats liés à sa stratégie de transition énergétique. En vertu du protocole d'entente signé avec Shell, les sociétés exploiteront les actifs de l'une

et de l'autre pour développer des solutions de décarbonation, notamment la production d'hydrogène vert et bleu ainsi que les possibilités de capture et de séquestration du carbone. Pendant ce temps, le partenariat d'ENB avec Vanguard, un développeur très en vue d'infrastructures de GNR, se concentrera sur le développement d'infrastructures et la production de GNR, ENB ayant prévu d'investir jusqu'à près de \$100 millions dans la modernisation de ses installations, le transport et les services de marketing liés au GNR.

Titres favoris

Dans l'ensemble, compte tenu de nos estimations pour 2022, nous prévoyons une croissance des FPER par action d'environ 9% en 2021e, les dividendes devant croître d'environ 2% en moyenne. Nous continuons de sélectionner nos titres de prédilection en fonction d'une approche à trois volets, soit : 1) un rendement à deux chiffres des flux de trésorerie disponibles (FPER); 2) un bilan sain; et 3) un fort potentiel d'éléments catalyseurs.

Symb.	Cote du titre	Parts e.c. (M)	Cours 09-29	Cap. bours. (M)	Distributions par part			Rendement des distr.		FTPA distr. Dilués			C/FT distr.		Dette/ Enc. distr. 22e	12 mois		Rendement Δ combiné	
					est. 2020	est. 2021e	est. 2022e	2021e	2022e	est. 2020	est. 2021e	est. 2022e	2021e	2022e		Cible	Rend.		
Pipelines et divers																			
AltaGas	ALA	RS	279.7	\$24.98	\$6,986	\$0.96	\$1.00	\$1.04	4.0%	4.2%	\$2.08	\$2.67	\$3.07	9.3x	8.1x	5.2x	29.00	16.1%	20.1%
Enbridge Inc.	ENB	RS	2021.5	\$50.79	\$102,671	\$3.24	\$3.34	\$3.51	6.6%	6.9%	\$4.67	\$4.84	\$5.21	10.5x	9.7x	4.6x	51.00	0.4%	7.0%
Gibson Energy	GEI	RM	149.3	\$23.15	\$3,457	\$1.36	\$1.40	\$1.40	6.1%	6.1%	\$2.01	\$2.03	\$2.16	11.4x	10.7x	3.3x	24.00	3.7%	9.7%
Inter Pipeline	IPL	AO	429.2	\$19.93	\$8,554	\$0.48	\$0.48	\$0.48	2.4%	2.4%	\$1.75	\$1.73	\$1.98	11.5x	10.1x	5.3x	20.00	0.4%	2.8%
Keyera	KEY	RS	221.0	\$31.95	\$7,062	\$1.92	\$1.92	\$1.92	6.0%	6.0%	\$3.26	\$3.07	\$3.05	10.4x	10.5x	3.3x	36.00	12.7%	18.7%
Pembina Pipelines	PPL	RM	550.0	\$39.79	\$21,885	\$2.52	\$2.52	\$2.52	6.3%	6.3%	\$3.91	\$3.94	\$4.14	10.1x	9.6x	4.1x	40.00	0.5%	6.9%
Secure Energy	SES	RS	308.0	\$4.74	\$1,460	\$0.03	\$0.03	\$0.03	0.6%	0.6%	\$0.53	\$0.77	\$0.88	6.2x	5.4x	1.9x	5.50	16.0%	16.7%
Superior Plus	SPB	RM	176.0	\$13.60	\$2,394	\$0.72	\$0.72	\$0.72	5.3%	5.3%	\$1.37	\$1.11	\$1.52	12.2x	8.9x	4.1x	15.00	10.3%	15.6%
Tidewater Midstream	TWM	RS	339.3	\$1.38	\$468	\$0.04	\$0.04	\$0.04	2.9%	2.9%	\$0.14	\$0.34	\$0.24	4.1x	5.8x	3.7x	1.75	26.8%	29.7%
Tidewater Renewables	LCFS	RM	33.9	\$14.30	\$485	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	\$0.00	\$0.09	\$0.52	159.0x	27.5x	3.0x	16.50	15.4%	15.4%
TC Energy Corp.	TRP	RS	979.0	\$61.38	\$60,091	\$3.24	\$3.48	\$3.69	5.7%	6.0%	\$6.13	\$5.71	\$5.88	10.8x	10.4x	5.2x	66.00	7.5%	13.2%
Producteurs d'électricité et services publics																			
ATCO Ltd.	ACO	RM	114.7	\$40.79	\$4,677	\$1.74	\$1.79	\$1.81	4.4%	4.4%	\$2.08	\$2.26	\$2.36	18.1x	17.3x	4.6x	45.00	10.3%	14.7%
Canadian Utilities	CU	RM	273.1	\$34.26	\$9,356	\$1.74	\$1.76	\$1.78	5.1%	5.2%	\$2.69	\$2.79	\$2.99	12.3x	11.5x	5.3x	36.00	5.1%	10.2%
Capital Power	CPX	RS	114.1	\$42.68	\$4,871	\$1.99	\$2.12	\$2.25	5.0%	5.3%	\$4.96	\$5.38	\$4.76	7.9x	9.0x	4.0x	46.00	7.8%	12.8%
Emera Inc.	EMA	RM	257.9	\$57.47	\$14,823	\$2.48	\$2.58	\$2.68	4.5%	4.7%	\$1.99	\$2.73	\$4.28	21.1x	13.4x	6.7x	58.00	0.9%	5.4%
Fortis Inc.	FTS	RM	474.6	\$56.22	\$26,682	\$1.94	\$2.05	\$2.17	3.6%	3.9%	\$3.92	\$3.85	\$4.46	14.6x	12.6x	6.1x	59.00	4.9%	8.6%
Hydro One Ltd.	H	RM	596.9	\$30.19	\$18,021	\$1.01	\$1.07	\$1.12	3.5%	3.7%	\$1.76	\$1.74	\$1.96	17.4x	15.4x	5.4x	32.00	6.0%	9.5%
TransAlta	TA	RM	271.1	\$13.00	\$3,524	\$0.17	\$0.18	\$0.20	1.4%	1.5%	\$1.30	\$1.83	\$1.73	7.1x	7.5x	3.4x	13.00	0.0%	1.4%

**Maxim Sytchev**Analyste
416 869-6517**Adjoints :**

Alizeh Haider: 416 869-7937

Kazim Naqvi: 416 869-6754

Sélections

- › *ATS Automation*
- › *Toromont Industries Ltd.*
- › *WSP Global*

Groupe SNC-Lavalin Inc. : Principales réflexions à l'issue de la journée des investisseurs du 28 septembre

L'exécution avant tout est notre mantra

C'est la première fois depuis 2017 que nous avons eu droit à une journée des investisseurs digne de son nom. Nous avons entendu beaucoup de suggestions de la part des investisseurs : changer de nom (pour Atkins), fermer le capital, vendre une partie de 407 (encore). En définitive, la seule chose qui compte, ce sont les résultats. Et, tant que la trajectoire du BPA (et surtout des FTD) s'infléchit à mesure que nous nous rapprochons de l'achèvement des contrats IAC à prix fixe hérités, les investisseurs comprendront d'eux-mêmes que payer un multiple de type construction pour une société de services-conseils n'est pas une mauvaise idée. Depuis le retrait du modèle de contrat clé en main à prix forfaitaire en juillet 2019, mené par Ian Edwards, le cours des actions a augmenté de 79%, contre 24% pour la TSX (WSP et STN ont progressé de 114% et 105%, respectivement, au cours de la même période). Nous espérons un message opérationnel clair concernant le contrôle des risques liés aux contrats restants et l'importance accordée à la prévisibilité des FTD à la suite du retrait du modèle de contrat clé en main (qui, techniquement, aura lieu au début de 2024). Bien qu'il soit passionnant de parler de la relance des

infrastructures, de fusions et acquisitions, etc., nous ne pensons pas que ce soit le bon moment pour brouiller le message d'autonomie sectorielle, qui, selon nous, est suffisant pour ramener le cours des actions à \$50. Une fois que nous y serons parvenus, nous pourrions commencer à penser à la « croissance », selon nous.

Sujets particuliers de discussion / d'intérêt

Nous considérons les sujets suivants comme prioritaires : 1) la production de FTD à la suite du retrait du modèle de contrat clé en main (moyennant des FTD de l'ordre de 5%, il est possible de revenir à une capitalisation boursière de près de \$10 milliards au cours des deux ou trois prochaines années); 2) les précédents suggèrent qu'une sortie complète du secteur de la construction est nécessaire pour que le cours des actions augmente par rapport à celui des pairs / au marché; nous nous attendons à plus d'informations sur la maîtrise des risques pour accélérer la réévaluation des ratios; 3) il est nécessaire d'approfondir les occasions dans le domaine de l'ICGP / du nucléaire / des services d'infrastructure; 4) il serait utile d'harmoniser la présentation des résultats d'ICGP sur la base du résultat net, car cela en augmenterait la comparabilité; 5) selon nous, la bonne approche serait d'éviter toute opération de fusion et acquisition d'envergure, pour le moment.

Symb.	Cote du titre	Δ	12 mois		Cours 9/29	Cap. bours. (M)	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/ BAIIA Ex1
			Cours cible	Δ				(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2		
								Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2		
Aecon Group	ARE	RS	\$23.50		\$20.08	\$1,211	12 - 2020	\$1.16	\$0.91	\$1.43	15.4x	13.6x	\$255	\$245	\$276	7.0x	6.9x	3.5%	1.5x
Bird Construction Inc.	BDT	RS	\$11.50		\$9.91	\$526	12 - 2020	\$0.71	\$0.91	\$0.93	11.2x	11.0x	\$69	\$96	\$100	5.3x	5.1x	3.5%	trésorerie nette; n.s.
Finning International Inc.	FTT	RS	\$44.00		\$31.39	\$5,092	12 - 2020	\$1.14	\$1.81	\$2.20	17.3x	14.3x	\$636	\$780	\$900	8.1x	7.0x	2.9%	1.3x
IBI Group Inc.	IBG	RS	\$14.00		\$11.46	\$359	12 - 2020	\$0.48	\$0.72	\$0.83	14.1x	13.3x	\$47	\$53	\$54	8.9x	8.8x	0.0%	0.8x
North American Construction Group Ltd.	NOA	RS	\$25.00		\$18.52	\$520	12 - 2020	\$1.74	\$1.89	\$2.31	10.1x	8.3x	\$175	\$200	\$228	4.6x	4.1x	0.9%	2.0x
Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	RM	US\$65.00		\$61.49	\$6,783	12 - 2020	\$1.59	\$1.74	\$2.16	36.1x	28.9x	\$352	\$365	\$458	22.6x	18.0x	1.6%	3.5x
SNC-Lavalin	SNC	RS	\$44.00		\$36.06	\$6,330	12 - 2020	-\$0.67	\$1.63	\$2.58	14.2x	12.4x	\$93	\$584	\$730	9.5x	8.6x	0.2%	1.9x
Stantec Inc.	STN	RM	\$60.00		\$60.20	\$6,697	12 - 2020	\$434.90	\$2.30	\$2.51	26.2x	24.0x	\$435	\$431	\$494	16.8x	14.7x	1.1%	1.2x
Toromont Industries Ltd.	TIH	RS	\$125.00		\$106.50	\$8,795	12 - 2020	\$3.09	\$3.89	\$4.60	26.9x	22.7x	\$539	\$624	\$706	14.0x	12.3x	1.3%	0.0x
WSP Global	WSP	RS	\$168.00		\$153.41	\$17,927	12 - 2020	\$3.34	\$4.74	\$5.62	32.4x	27.3x	\$801	\$1,040	\$1,222	18.5x	15.7x	1.0%	0.0x
AutoCanada	ACQ	RS	\$64.00		\$46.10	\$1,246	12 - 2020	\$0.44	\$4.18	\$4.38	10.9x	10.3x	\$83	\$203	\$222	6.7x	6.1x	0.0%	0.2x
Stelco	STLC	RS	\$62.00		\$37.20	\$2,876	12 - 2020	-\$0.60	\$20.81	\$5.96	1.8x	6.2x	\$63	\$1,964	\$641	1.6x	4.9x	2.2%	-0.1x
ATS Automation	ATA	RS	\$48.50		\$40.38	\$3,719	12 - 2020	\$1.07	\$1.72	\$1.78	27.1x	26.1x	\$181	\$267	\$278	15.2x	14.6x	0.0%	1.2x
ABC Technologies	ABCT	RM	\$9.50		\$8.04	\$422	12 - 2020	NM	-\$0.22	\$0.57	-28.7x	12.0x	\$89	\$133	\$147	4.6x	4.2x	1.9%	1.9x
Stella-Jones	SJ	RS	\$52.00		\$43.54	\$2,848	12 - 2020	\$3.12	\$3.59	\$3.34	12.1x	13.0x	\$343	\$371	\$348	9.5x	10.1x	1.7%	1.8x
Médiane											14.2x	13.3x			8.9x	8.6x	1.3%		

Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction; AO = Accepter offre; ER = En révision

Multiplicateurs rajustés en fonction des investissements en concessions



Endri Leno
Analyste
416 869-8047

Adjoints :
Eduardo Garcia Hubner
416 869-7476

Stephen Kwai
416 869-7571

Sélections

- › *Dialogue Health Technologies*
- › *Jamieson Wellness*
- › *Knight Therapeutics*
- › *Medical Facilities*

Highlights as of September 2021

Nous avons publié une note sur l'amélioration de nos perspectives à l'égard de Medical Facilities (TSX : DR) et souligné une avancée positive pour Thérapeutique Knight (TSX : GUD) qui découle de ses efforts continus en vue d'étendre son portefeuille de produits en Amérique latine.

Medical Facilities

Après que l'attribution de notre cote Rendement supérieur en novembre 2020, DR s'est apprécié d'environ 58% (contre environ 26% pour la TSX, tous deux au 6 septembre 2021), du fait de l'amélioration continue de ses perspectives (et de ses résultats). Nous avons exploré les perspectives de son groupe de comparaison pour la période du deuxième semestre 2021 et au-delà en nous fondant sur les commentaires tirés de leurs plus récents communiqués sur les résultats (T2 civil de 2021), et nous avons constaté, dans l'ensemble et en date de juillet-août 2021, que 1) les volumes d'opérations chirurgicales étaient égaux ou supérieurs aux niveaux d'avant la pandémie et devraient continuer à l'être au cours de la période S2 2021+; 2) les volumes d'opérations en attente commençaient à se matérialiser; 3) le variant Delta avait peu d'impact, voire aucun, sur les volumes, les exploitants étant désormais habitués à travailler dans un contexte de pandémie; et 4) les pairs avaient bonifié leurs prévisions pour 2021.

Dans le secteur de la santé aux États-Unis, la pénurie de personnel infirmier est un des thèmes communs ces derniers temps. Bien que l'essentiel de la demande de soins infirmiers dans les services d'urgences ou les unités de soins intensifs semble lié à la COVID (ce qui ne s'applique pas à DR), il existe aussi une demande de personnel pour les salles d'opération en raison du volume d'interventions chirurgicales en attente. Cependant, certains pairs, de même que DR, n'ont pas encore vu d'impact et on s'attend à ce que certaines de ces pressions s'atténuent.

Dans le passé et en moyenne, DR s'est surtout négocié à un cours égal ou supérieur à celui de ses pairs en raison de son rendement élevé et de son faible endettement. Comme ces deux facteurs persistent, alors que les problèmes qui ont entraîné la décote actuelle ont généralement été réglés,

DR devrait, selon nous, se négocier à un cours se rapprochant davantage de celui de ses pairs. Nous augmentons notre ratio VE/BAIIA cible à 7.5x (auparavant 6.5x), ce qui donne un cours cible de \$12.00 (auparavant \$9.75). Le rendement implicite actuel de plus de 20% suggère la cote Rendement supérieur.

Thérapeutique Knight

Thérapeutique Knight a annoncé la conclusion d'un accord avec Incyte Corporation (INCY : NASDAQ, non cotée) relativement aux droits exclusifs de distribution de deux traitements oncologiques, tafasitamab et pemigatinib, en Amérique latine. GUD sera responsable de l'obtention des approbations des organismes de réglementation et de la distribution, tandis qu'Incyte sera chargée du développement, de la fabrication et de l'approvisionnement.

Nous considérons les accords de licence comme positifs pour Knight et, selon nous, les deux médicaments seront vraisemblablement approuvés en Amérique latine étant donné qu'ils l'ont déjà été dans d'autres régions importantes (par exemple, les États-Unis et l'Union européenne). Nous prévoyons que les examens des organismes de réglementation et le lancement commercial prendront environ 18 mois après une période initiale de six à neuf mois de préparation des demandes d'approbation auprès des organismes de réglementation. Bien que la commercialisation de ces médicaments sur d'autres marchés soit assez récente, les ventes affichent une tendance positive et devraient contribuer de la même manière à la croissance continue de GUD en Amérique latine.

Nous réitérons la cote Rendement supérieur et le cours cible de \$7.75, qui a été établi selon la méthode dite de la somme des parties.

Symb.	Cote du titre	Capitalisation boursière (M)	Actions e.c. (M)	Cours 9/29	Dernier quartier déclaré	Rendement actuel	FTDPAD			C/FTDA		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Dette Nette (M)	Dette nette/ BAIIA Ex1	Cours cible 12 mois	Δ			
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	Dem. Ex.	Ex1	Ex2	Dem. Ex.	Ex1					Ex2	Ex1	Ex2
Santé et biotechnologie																							
Akumin	AKU.u	RM	210.09	87.9	2.39u	1/2021	0.0%	0.01u	0.18u	0.22u	13.3	10.9	53.7u	88.6u	197.1u	15.7	7.1	1,181.5u	6.0	3.50u			
Andlauer Healthcare Group	AND	RM	1,915.34	38.5	49.78	2/2021	0.4%	0.81	1.17	1.36	42.6	36.7	78.9	106.3	112.6	19.9	18.5	213.6	1.9	39.50			
Dialogue Health Technologies	CARE	RS	481.68	65.5	7.35	2/2021	0.0%	(0.36)	(0.31)	(0.09)	nmf	nmf	(16.9)	(17.4)	(2.5)	nmf	nmf	-	-	18.00			
IMV Inc.	IMV	RM	145.08	67.8	2.14	2/2021	0.0%	(0.49)	(0.38)	(0.55)	nmf	nmf	(27.3)	(29.9)	(42.9)	nmf	nmf	-	-	4.25			
Jamieson Wellness	JWEL	RS	1,481.45	40.2	36.89	2/2021	1.6%	1.17	1.29	1.32	28.6	27.9	88.0	99.7	105.4	16.6	15.6	165.6	1.6	42.75			
Knight Therapeutics	GUD	RS	681.51	126.0	5.41	2/2021	0.0%	0.09	0.23	0.33	24.0	16.3	16.8	39.1	56.2	14.1	9.8	-	-	7.75			
Medical Facilities Corp.	DR	RS	300.18	31.1	9.65	2/2021	2.9%	0.96u	1.01u	1.00u	7.9	8.1	57.3u	60.7u	58.7u	6.1	6.4	85.8u	1.9	12.00			
Theratechnologies	TH	RM	459.88	94.8	4.85	2/2021	0.0%	(0.15)u	(0.09)u	0.05u	nmf	73.0	(7.1)u	(5.4)u	9.3u	nmf	37.7	-	-	3.75			
Situations spéciales																							
H2O Innovation	HEO	RS	204.33	85.1	2.40	4/2021	0.0%	0.08	0.09	0.12	28.1	20.7	14.6	16.3	18.5	13.2	11.7	11.5	0.6	3.25			
K-Bro Linen	KBL	RM	431.98	10.6	40.74	2/2021	2.9%	2.49	2.31	2.77	17.6	14.7	43.8	45.0	53.0	11.7	9.9	93.4	1.8	46.00			
Rogers Sugar	RSI	RM	572.35	103.7	5.52	3/2021	6.5%	0.37	0.42	0.42	13.2	13.0	92.3	97.8	102.1	9.4	9.1	361.7	3.5	5.00			
Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN	RS	726.13	103.6	7.01	2/2021	8.6%	0.52	0.58	1.01	12.1	7.0	265.3	253.2	330.4	8.4	6.4	1,404.7	4.3	9.50			

Système de notation: RS = Rendement supérieur, RM = Rendement moyen, RI = Rendement inférieur, R = Restriction, AO = Accepter offre, ER = En révision

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

**Jaeme Gloyn, CFA**Analyste
416 869-8042Adjointe :
Julia Gul : 416 869-7495**Sélections**

- › *Trisura Group*
- › *Home Capital Group*
- › *Element Fleet Management*

Points saillants de la journée des investisseurs**Brookfield Business Partners (NYSE : BBU) – Doubler la valeur de l'entreprise**

Brookfield a tenu sa journée annuelle des investisseurs à New York les 20 et 21 septembre. L'événement hybride (en présentiel et en ligne) a été suivi par un bon nombre d'investisseurs américains et un petit nombre d'investisseurs canadiens. BBU a présenté en détail son objectif consistant à doubler la valeur de l'entreprise (sur une base unitaire) au cours des cinq prochaines années i) en menant à bien une solide réserve de projets, ii) en faisant ressortir la valeur des activités existantes et futures, et iii) en poursuivant avec dynamisme la croissance dans les nouveaux secteurs verticaux de la technologie et de la santé. Actuellement, BBU se négocie à une décote intéressante d'environ 19% par rapport à l'estimation de la VAN par la direction.

Nous continuons de penser que, grâce à son portefeuille diversifié, composé de sociétés de différents secteurs et de différentes régions géographiques, BBU occupe une position idéale pour bénéficier d'un potentiel de hausse lorsque les sociétés partenaires se remettront des effets de la pandémie. En outre, nous avons une opinion favorable sur la récente vague d'activités de BBU, notamment l'exécution de trois acquisitions et la création prochaine de BBUC, y compris le versement d'une distribution extraordinaire. Nous attendons maintenant que l'exécution/intégration réussie de BBU fasse grimper le cours des actions. Notre cours cible de US\$60 repose sur un ratio VE/BAIIA selon nos estimations pour 2022 de 8.8. Nous réitérons la cote Rendement supérieur.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (Md)	Actions e.c. (M)	Cours 9/29	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B	FE1	FE2	VCPA			C/V	Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
							dernier exerc.	est. FE1	est. FE2				dernier trimest.	est. FE1	est. FE2				
Financement hypothécaire																			
Equitable Group	EQB	RS	2.46	17.0	144.82	12/2020	12.61	15.48	16.75	9.4	8.6	101.94	109.21	124.35	1.3	1.2	1.0%	179.00	
First National Financial	FN	RM	2.63	60.0	43.94	12/2020	3.95	3.74	4.24	11.7	10.4	8.80	9.69	11.33	4.5	3.9	5.3%	56.00	
Home Capital Group	HCG	RS	1.88	50.3	37.29	12/2020	3.55	4.94	5.34	7.5	7.0	35.32	37.60	42.44	1.0	0.9		58.00	
Timbercreek Financial	TF	RM	0.78	81.0	9.65	12/2020	0.67	0.71	0.73	13.7	13.2	8.48	8.52	8.56	1.1	1.1	7.2%	9.75	
Financement spécialisé																			
ECN Capital	ECN	RS	2.54	243.5	10.45	12/2020	US 0.13	US 0.34	US 0.22	24.3	36.6	US 2.82	US 3.20	US 3.10	2.6	2.6	1.1%	12.50	
Element Fleet Management	EFN	RS	5.44	428.6	12.68	12/2020	0.77	0.75	0.89	16.8	14.3	7.20	7.19	7.67	1.8	1.7	2.1%	19.00	
goeasy	GSY	RS	3.34	16.5	202.41	12/2020	7.57	10.32	11.63	19.6	17.4	45.40	49.31	57.53	4.1	3.5	1.3%	196.00	
Brookfield Business Partners	BBU	RS	US 6.71	US 148.3	US 45.24	12/2020	-US 1.13	US 1.60	-US 2.29	28.2	nmf	US 28.48	US 31.93	US 40.14	1.4	1.1	0.6%	US 60.00	
Power Corporation of Canada	POW	RM	27.85	676.5	41.17	12/2020	3.00	4.49	4.08	9.2	10.1	33.48	34.40	36.64	1.2	1.1	4.3%	45.00	
Entreprises de RH																			
LifeWorks Inc.	LWRK	RS	2.3	70.2	33.10	12/2020	0.80	-0.03	1.15	nmf	28.8	8.48	8.56	9.05	3.9	3.7	2.4%	41.00	
Bourses des valeurs																			
TMX Group	X	RM	7.72	56.1	137.60	12/2020	5.88	6.94	7.05	19.8	19.5	65.19	66.49	69.63	2.1	2.0	2.2%	152.00	
Assurance																			
Intact Financial Corp.	IFC	RS	29.85	176.1	169.53	12/2020	9.92	11.11	10.68	15.3	15.9	77.67	80.71	88.01	2.1	1.9	2.0%	212.00	
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	1.80	41.1	43.86	12/2020	0.92	1.40	1.50	31.3	29.3	8.03	8.66	10.11	5.1	4.3		58.00	
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	13.30	25.9	513.04	12/2020	US 6.29	US 129.58	US 56.63	3.1	7.1	US 540.62	US 601.55	US 651.93	0.7	0.6	2.5%	775.00	
Gestion d'actifs																			
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	1.09	103.7	10.53	12/2020	1.38	1.36	1.33	7.8	7.9	4.05	4.21	4.44	2.5	2.4	8.0%	12.00	
IGM Financial Inc.	IGM	RS	10.80	238.9	45.20	12/2020	3.20	3.93	4.40	11.5	10.3	25.62	26.60	28.78	1.7	1.6	5.0%	58.00	

Système de notation: RS = Rendement supérieur, RM = Rendement moyen, RI = Rendement inférieur, R = Restriction, AO = Accepter offre, ER = En révision

Note : Tous les chiffres de BBU sont en USD. Le BPA après dilution et la VCPA sont en USD pour ECN et FFH. Tous les autres chiffres sont en CAD.

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN



Michael Storry-Robertson, CFA
Analyste
416 507-8007

Sélections

- › *Shawcor Ltd.*
- › *Mullen Group Ltd.*

La transition énergétique offre des occasions aux sociétés, nouvelles et anciennes

Nous avons récemment entamé la couverture de Green Impact Partners, société de transition aux énergies et aux technologies propres qui cherche à capter les émissions non encore captées et à créer de la valeur à partir du recyclage, de la réaffectation et de la revalorisation des déchets.

GIP exploite actuellement sept installations de traitement et de recyclage de l'eau situées en Alberta et en Saskatchewan et une entreprise de recyclage des déchets solides à Hawaï. En plus des installations de recyclage, GIP dispose d'un portefeuille de projets de développement de gaz naturel renouvelable (GNR) et d'autres énergies propres à différents stades d'avancement. Selon nous, GIP est bien placée pour bénéficier du courant porteur du GNR, car les instances dirigeantes des deux côtés de la frontière augmentent leurs cibles en matière d'énergies renouvelables ou ont désormais des objectifs audacieux en la matière en vue d'atteindre la carboneutralité au cours des années 2040. Selon son scénario de développement durable, l'Agence internationale de l'énergie prévoit que la production mondiale de GNR croîtra à un TCAC de 21% à 24% jusqu'en 2040. GIP a l'intention de soutenir ses projets de développement de GNR par des accords d'enlèvement à long terme (GIP est actuellement sur le point de conclure un accord d'enlèvement pour le projet de GNR GreenGas au Colorado). Nous pensons que les risques critiques qui pèsent sur nos perspectives positives en matière de GNR comprennent des changements potentiels dans les réglementations gouvernementales, la valeur future des crédits liés aux carburants conforme à la norme sur les carburants à faible teneur en carbone et à la norme sur les carburants renouvelables, ainsi que les risques liés aux utilisations concurrentes associées aux matières premières et aux technologies. Notre cours cible de \$11.25, qui est fondé sur une analyse dite de la somme des parties, reflète un ratio VE/ BAIIA 2023 de 6.5x pour les actifs de GIP qui sont actuellement en exploitation ou le seront à court terme, et des FTA sur 20 ans établis pour plusieurs projets de développement approchant de la décision finale d'investissement (DFI); compte tenu des taux d'actualisation propres au projet et en supposant un financement de 60% par voie de dette non garantie). **Notre cours cible de \$11.25 suppose un ratio VE/BAIIA de 9.2x pour 2023e. La valorisation actuelle étant, selon nous, largement couverte**

par les actifs d'exploitation existants et le premier projet de développement de GNR de GIP (en cours de construction), nous lui attribuons en partant la cote Rendement supérieur.

La demande d'équipements de compression et de traitement du gaz stimulée par la transition énergétique est de bon augure pour Enerflex.

La demande d'équipements de compression et de traitement du gaz stimulée par la transition énergétique est de bon augure pour Enerflex. Nous apprécions le positionnement d'Enerflex en regard de la transition énergétique, étant donné qu'elle fabrique et vend, loue et entretient le type d'équipement requis pour acheminer et traiter le gaz – qu'il s'agisse de gaz naturel, de GNR, d'hydrogène ou de CO₂. Enerflex possède plusieurs dizaines d'années d'expérience dans la réalisation d'installations de captage, d'utilisation et de stockage du carbone (CUSC), d'hydrogène et de GNR. Il existe des débouchés pour EFX tout au long de la chaîne de valeur du CUSC, notamment le captage et la compression du CO₂ provenant de la postcombustion des gaz de combustion ou la demande de compresseurs de CO₂ nécessaires au transport dans les stations de surpression le long des pipelines et aux points d'injection dans les réservoirs de stockage. Nous considérons également qu'Enerflex est bien positionnée pour bénéficier de l'augmentation de l'activité de CUSC d'un point de vue géographique, car elle dispose au Canada, aux États-Unis et en Australie des installations de production qui chevauchent des ressources considérables de stockage géologique du CO₂. Nous notons que les experts du secteur estiment que le marché du captage, de l'utilisation et du stockage du carbone représentera un total de \$2,000 milliards d'ici 2040, et croîtra à un rythme d'environ 35% par an sur cette période, ce qui représente un potentiel favorable à long terme pour la demande des principaux produits et services d'Enerflex. Nous pensons que les occasions de transition énergétique, qui se traduiront par une augmentation significative des réservations et du carnet de commandes des Systèmes d'ingénierie, constitueront un catalyseur positif pour le cours des actions d'EFX, car nous constatons qu'avant la pandémie, le cours des actions d'Enerflex suivait de près l'évolution du carnet de commandes des Systèmes d'ingénierie. **Nous réitérons notre cote Rendement supérieur et notre cours cible de \$10.50, d'après un ratio VE/BAIIA inchangé de 6.4x pour 2022e, ce qui correspond au ratio VE/BAIIA moyen historique à long terme d'Enerflex.**

	Symb.	Cote du titre		Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 9/29	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette BAIIA 2021e	12 mois cours		Δ
		titre	Δ				2020	2021e	2022e	2020	2021e	2022e		Target	Return	
Ag Growth International Inc.	AFN	RM		537.06	18.8	28.60	149.3	171.9	191.6	8.9	7.9	7.0	4.8	35.00	24%	
CES Energy Solutions Corp.	CEU	RS		458.80	254.9	1.80	83.3	135.1	150.5	9.0	5.5	6.3	2.2	2.75	56%	
Enerflex Ltd.	EFX	RS		843.25	89.8	9.39	191.3	150.9	194.5	6.3	7.6	5.8	2.1	10.50	13%	
Green Impact Partners Inc.	GIP	RS		151.24	20.3	7.45		5.0	9.8		25.7	20.0	-4.3	11.25	51%	
Mullen Group Ltd.	MTL	RS		1268.97	96.2	13.19	191.5	227.9	255.2	8.6	8.0	6.8	2.5	15.50	21%	
Pason Systems Corp.	PSI	RM		715.18	82.8	8.64	39.5	62.3	80.1	14.4	9.2	7.0	-2.3	11.00	30%	
Shawcor Ltd.	SCL	RS		401.80	71.0	5.66	43.8	106.4	130.0	15.8	6.2	4.7	2.4	8.75	55%	

Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction; AO = Accepter offre; ER = En révision

US = dollars US

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN



Zachary Evershed, CFA
Analyste
514 412-0021

Adjoint :
Thomas Bolland : 514 871-5013

Sélections

- › Alaris
- › Dexterra
- › Hardwoods

Un regard différent sur la valorisation

Le choix d'une méthode d'évaluation appropriée relève à la fois de la science et de l'art. Les ratios peuvent être trompeurs, notamment dans le cas du ratio VE/BAIIA, car les BAIIA ne sont pas tous égaux entre eux, certaines sociétés pouvant convertir en flux de trésorerie disponibles une proportion nettement plus grande du BAIIA généré. Comme les paramètres de valorisation ont été particulièrement variables tout au long de la pandémie (des aléas, tels que l'optimisme en matière de vaccination et les préoccupations liées au variant Delta, et des révisions draconiennes des estimations ont poussé les ratios dans différentes directions), il est utile de trianguler les mesures d'évaluation en vérifiant la validité des ratios VE/BAIIA et C/B par rapport aux rendements des flux de trésorerie disponibles dans le contexte des ratios de conversion FTD/BAIIA moyens à long terme. Nous avons poussé notre analyse deux étapes plus loin, en examinant non seulement a) les ratios FTD par rapport aux capitaux propres (un simple rendement de FTD inversé, comparable au ratio C/B), mais aussi b) les FTD par rapport à la valeur de l'entreprise (comparable au ratio VE/BAIIA), ce qui réintègre la dette faisant partie de la structure du capital dans l'équation, et c) les FTD par rapport à la valeur de l'entreprise corrigée du fonds de roulement hors caisse, en essayant d'isoler le noyau stratégique de chaque entreprise.

L'examen minutieux de la méthode de calcul des cours cibles des cas hors normes conduit à des hausses

Notre analyse a permis d'identifier Alaris, Dexterra et Uni-Select comme des cas hors normes, car les ratios FTD découlant de nos anciens cours cibles pour ces trois sociétés étaient nettement inférieurs à ceux du reste de notre univers de couverture. Cela nous a incités à examiner de plus près la justification utilisée pour chaque cours cible, après quoi nous avons décidé de les relever tous les trois. Nous pensons que nos nouveaux cours cibles restent soutenus par un juste équilibre entre les ratios C/B et VE/BAIIA pairs et historiques, et qu'ils contribuent à combler l'écart entre les ratios FTD de ces cas aberrants et ceux du reste de notre univers de couverture.

Alaris:

Nous avons relevé notre cours cible à \$27 (auparavant \$23.50) à la suite d'une analyse des FTD à long terme basée sur un taux d'actualisation de 12.6%. Notre nouveau cours cible repose sur un ratio VE/BAIIA de 12.4x et un ratio C/B de 14.6x pour 2022e, ce qui se compare toujours favorablement aux ratios prévisionnels sur 2 ans correspondants des pairs, soit 12.5x et 18.7x, respectivement, mais représente une prime par rapport aux ratios prévisionnels correspondants moyens historiques sur cinq ans d'Alaris, soit 8.9x et 9.9x, respectivement. Rendement supérieur.

Dexterra:

Nous avons relevé notre cours cible à \$12.50 (auparavant \$9.00), car nous avons augmenté les ratios BAIIA utilisés dans le cadre de notre évaluation dite de la somme des parties : pour le secteur FM, un ratio de 10x (auparavant 9.5x), ce qui correspond à celui des pairs, soit 10.1x (ratio moyen sur cinq ans de 10.1x); pour le secteur WAFES, un ratio de 7.5x (auparavant 5.5x), ce qui correspond à celui des pairs, soit 7.4x (ratio moyen sur cinq ans de 7.4x); pour le secteur Modular Solutions, un ratio de 11.5x (auparavant 10x), ce qui représente une décote par rapport au ratio des pairs, soit 13.5x (ratio moyen sur cinq ans de 11.9x). Nous avons également ajouté une prime de croissance par fusions et acquisitions de 0.7x, ce qui équivaut à l'acquisition de \$105 millions de revenus supplémentaires provenant des fusions et acquisitions chaque année. Rendement supérieur.

Uni-Select:

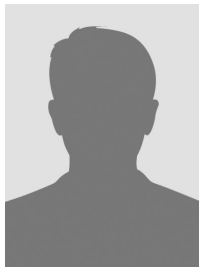
Nous avons relevé notre cours cible à \$22 (auparavant \$20) basé sur 16 fois le BPA pour 2022e (auparavant 14.5x), contre un ratio de 17.8x pour les pairs et un ratio moyen sur cinq ans déprimé de 12.5x pour UNS. Notre nouveau cours cible repose sur un ratio VE/BAIIA de 7.9x, ce qui correspond à peu près au milieu de la fourchette de 6 à 10x qui, selon nous, constitue une valorisation équitable pour un distributeur, et est conforme à la moyenne sur cinq ans d'UNS, soit 7.8x, contre 10.9x pour les pairs. Rendement supérieur.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 9/29	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/ BAIIA Ex2	12 mois Cours cible	Δ
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2				
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2			Dern. Ex.	Ex1	Ex2						
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	RS	805.3	45.0	17.91	12/2020	0.51	2.04	1.85	8.8	9.7	85.6	124.3	132.4	9.9	9.3	7.4%	3.3	27.00	↑
Boyd Group Services Inc.	BYD	RM	5,019.3	21.5	233.76	12/2020	1.97	2.39	5.84	80.8	33.1	220.0	246.8	382.0	19.8	12.6	0.2%	1.8	255.00	
Cascades	CAS	RS	1,630.9	103.3	15.79	12/2020	1.95	0.58	1.59	27.2	10.0	675.0	455.8	597.2	7.3	5.4	3.0%	2.9	19.00	
Dexterra Group Inc.	DXT	RS	542.1	65.1	8.33	12/2020	1.24	0.43	0.55	19.3	15.0	36.1	77.9	86.5	7.8	6.5	4.2%	0.9	12.50	↑
Doman Building Materials	DBM	RS	555.3	86.6	6.41	12/2020	0.78	1.17	0.83	5.5	7.8	143.1	209.8	191.6	5.8	6.4	7.5%	4.3	12.00	
GDI Integrated Facility Services	GDI	RS	1,261.7	22.9	55.00	12/2020	2.11	2.37	2.28	23.2	24.1	104.9	139.0	133.2	10.0	9.9	0.0%	1.2	67.00	
Hardwoods Distribution	HDI	RS	799.8	21.6	37.11	12/2020	1.52	3.53	3.11	8.4	9.6	72.7	153.2	158.9	7.7	7.0	1.1%	1.2	60.50	
Intertape Polymer Group Inc.	ITP	RS	1,687.3	60.5	27.88	12/2020	1.51	1.98	2.14	11.2	10.4	211.2	254.7	277.7	7.4	6.6	3.0%	2.0	40.00	
KP Tissue	KPT	RM	100.7	9.8	10.25	12/2020	0.53	0.24	0.62	43.3	16.6	197.8	165.2	226.8	7.7	7.3	7.0%	4.2	11.00	
Neighbourly Pharmacy Inc.	NBLY	RM	1,026.4	33.4	30.69	03/2021	(19.88)	(7.36)	0.50	nmf	60.9	35.1	50.3	70.6	22.6	17.3	0.6%	0.2	32.00	
Park Lawn Corporation	PLC	RS	1,103.6	30.2	36.51	12/2020	1.16	1.43	1.44	25.5	25.4	79.9	97.6	103.6	13.2	13.1	1.2%	2.2	44.50	↑
Richelieu Hardware	RCH	RM	2,398.4	56.3	42.60	11/2020	1.50	2.07	1.98	20.5	21.5	154.5	197.6	189.5	11.4	11.5	0.7%	-0.1	44.50	
Savaria Corporation	SIS	RS	1,341.6	64.4	20.84	12/2020	0.56	0.73	1.05	28.7	19.9	59.8	106.2	132.8	16.0	12.6	2.3%	2.5	24.50	
Uni-Sélect	UNS	RS	756.2	42.4	17.84	12/2020	(0.18)	0.72	1.10	19.9	13.0	88.8	127.5	145.3	8.3	6.9	0.0%	2.4	22.00	↑

Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction; AO = Accepter offre; ER = En

Note: Données sur BYD, HDI, ITP et UNS en USD sauf cours et cours cible. KP Tissue: données de Kruger Products L.P. (KP Tissue détient une participation de 14.5% dans Kruger Products L.P.).

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv



John Shao
Analyste
416 869-7938

—
Adjoints :
James Burns : 416 869-8808
Mihir Raul : 416 869-8049



Richard Tse
Analyste
416 869-6690

—
Adjoints :
James Burns : 416 869-8808
Mihir Raul : 416 869-8049

Sélections

- › Docebo
- › Kinaxis
- › Lightspeed
- › Magnet Forensics
- › Nuvei
- › Shopify
- › TELUS International
- › Thinkific

La prudence est de mise

Vu le regain de volatilité et les valorisations élevées, nous optons de plus en plus pour la prudence vis-à-vis du groupe. Depuis le début de l'année, l'indice S&P de la technologie est en hausse de 20.1%, contre 18.5% pour l'indice S&P. Au Canada, l'écart entre le secteur de la technologie et le marché dans son ensemble est encore plus flagrant, l'indice TSX de la technologie ayant monté de 30.6% depuis le début de l'année, contre 17.4% pour le TSX; ici, l'écart positif est largement attribué à certains de nos titres favoris tels que Docebo, Lightspeed, Magnet Forensics, Nuvei et Shopify. De ce fait, nous recommandons aux investisseurs d'adopter une approche plus opportuniste et d'échelonner les positions en étoffant les positions des titres qui n'ont pas augmenté dans la même mesure que ceux-là ainsi et en y ajoutant certains titres traditionnels. De cette façon, nous pensons que le profil risque-rendement est relativement meilleur pour des titres tels que CGI et Kinaxis qui devraient profiter des réouvertures des économies, et nous nous intéresserions à des titres tels que TELUS International et Thinkific, qui suscitent de plus en plus l'intérêt des investisseurs – c'est cette reconnaissance qui devrait les faire monter à l'avenir. Pour ce qui est des titres de croissance, nous aimons toujours Docebo, Kinaxis, Lightspeed, Magnet Forensics, Nuvei, Shopify, TELUS International et Thinkific, malgré les réserves que nous venons d'exprimer. Voici ci-dessous une mise à jour sur certains de nos titres auxquels nous attribuons la cote Rendement supérieur :

Nuvei reste une société chef de file dans le secteur du traitement des paiements, avec une stratégie de croissance différenciée. Celle-ci repose sur la portée et la taille de ses marchés. La société accepte des paiements sur 204 marchés mondiaux et propose 480 méthodes de paiement alternatives (MPA) dans près de 150 devises. Selon nous, cette portée ainsi que le fait que Nuvei se concentre sur des segments à forte croissance tels que les jeux réglementés en ligne contribuent à la croissance démesurée de la société. Pour l'avenir, nous pensons que la société saura alimenter sa croissance exceptionnelle grâce aux changements structurels du secteur et aux acquisitions relatives, comme celle de Simplex, actuellement en cours et qui devrait être clôturée au

deuxième semestre de cette année; cette opération élargit les perspectives de Nuvei dans le secteur des cryptomonnaies.

Lightspeed continue de capter des parts de marché en utilisant une stratégie de croissance endogène et par acquisitions, ce qui fortifie sa position croissante de chef de file dans ses segments cibles de la vente au détail complexe et de la restauration. Autre élément impressionnant, la résilience de la société et sa capacité d'évoluer pendant la crise sanitaire. Pour l'avenir, quand la pandémie finira (espérons-le) par être chose du passé, nous pensons qu'une normalisation de la situation amplifiera grandement ses capacités à prospérer. Selon nous, les acquisitions récentes d'Ecwid et de NuOrder améliorent encore la plateforme innovante de la société. Avec son offre élargie, Lightspeed est encore mieux positionnée pour continuer de remporter de considérables parts de marché.

Kinaxis devrait grandement tirer parti de l'intérêt accru pour les solutions des chaînes d'approvisionnement depuis le début de la crise de la COVID. D'un point de vue sectoriel, les occasions d'affaires se multiplient, ce qui n'a rien d'étonnant vu les difficultés auxquelles se heurtent les chaînes d'approvisionnement, en particulier dans les grandes entreprises sur des marchés allant de l'automobile (pénuries de semi-conducteurs) à la construction résidentielle (bois d'œuvre). La complexité de la technologie de la société a entraîné des retards dans les conversions en produits de ses projets en 2020. Mais ceux-ci n'ont fait que s'accumuler pour atteindre des niveaux records, avec des chiffres inédits dans la fidélisation des clients ces derniers trimestres.

Shopify reste selon nous la principale plateforme technologique pour le commerce électronique. Pour les investisseurs, nous continuons d'entrevoir de nombreuses perspectives de croissance, à savoir : 1) expansion internationale, 2) l'augmentation du taux d'adoption de nouveaux services; 3) accomplissement; et 4) croissance de la taille de l'entreprise, sans compter ce que nous croyons être une mutation accélérée du secteur vers le commerce en ligne. Ce sont ces moteurs qui offrent le potentiel d'une augmentation significative du chiffre d'affaires à l'avenir et, compte tenu de l'exécution jusqu'à présent, nous pensons qu'il est raisonnable de tenir compte de ces facteurs potentiels dans le prix du titre étant donné l'historique d'exécution.

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 9/29	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible	
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2				
Altus Group Limited	AIF	R	2,589	41.6	62.18	2020	1.66	R	R	R	R	98.9	R	R	R	R	R	R	R	R
Blackline Safety Corp.*	BLN	R	429	54.5	7.86	2020	(0.14)	R	R	R	R	5.5	R	R	R	R	R	R	R	R
CGI Inc.	GIB.A	RS	28,899	249.5	115.81	2020	4.68	5.27	5.52	22.0	21.0	2426.3	2433.9	2579.6	12.7	12.0	26.5	33%	135.00	
Constellation Software Inc.	CSU	RM	46,552	21.2	2,196.75	2020	36.06u	46.70u	53.75u	37.2	32.3	1,237.0u	1,522.2u	1,527.1u	24.3	24.2	62.4u	44%	2100.00	
Docebo Inc.	DCBO	RS	3,508	32.8	106.90	2020	(0.13u)	(0.26u)	0.03u	NMF	NMF	(2.2u)	(5.8u)	1.9u	NMF	1356.0	193.8u	0%	80.00u	
Farmers Edge Inc.	FDGE	RM	192u	41.9	4.58u	2020	(2.02u)	(1.08u)	(1.17u)	NMF	NMF	(45.9u)	(31.1u)	(38.1u)	NMF	NMF	3.4u	1%	10.00	
Kinaxis Inc.	KXS	RS	5,458	28.1	193.97	2020	1.11u	0.53u	1.46u	NMF	NMF	53.7u	34.6u	63.3u	118.0	64.5	10.6u	0%	225.00	
Lightspeed Commerce	LSPD	RS	17,301u	139.7	123.81u	2021	(0.65u)	(0.52u)	(0.22u)	NMF	NMF	(21.2u)	(35.7u)	(7.3u)	NMF	NMF	14.5u	1%	120.00u	
Magnet Forensics Inc.*	MAGT	RS	2,021u	40.0	50.50u	2020	0.32u	0.23u	0.22u	NMF	NMF	15.4u	13.7u	13.1u	108.8	114.0	2.1u	2%	45.00u	
mdf commerce inc.	MDF	RM	245	33.6	7.29	2021	(0.30)	(0.29)	(0.02)	NMF	NMF	5.1	(2.5)	8.8	NMF	32.2	6.6u	19%	13.50	
Nuvei Corporation	NVEI	RS	22,389	143.3	156.28	2020	0.14u	1.73u	2.04u	NMF	NMF	163.0u	301.1u	393.4u	58.7	44.9	10.7u	25%	150.00	
Open Text Corporation	OTEX	RS	14,132u	274.0	51.58u	2020	3.39u	3.61u	3.63u	14.3	14.2	1,315.2u	1,323.5u	1,374.7u	12.2	11.7	15.0u	47%	60.00u	
Pivotree Inc.*	PVT	RS	93	26.6	3.50	2020	(0.09)	(0.31)	(0.24)	NMF	NMF	5.6	(4.6)	(3.4)	NMF	NMF	2.7	0%	9.00	↓
Real Matters Inc.	REAL	RM	905	85.0	10.65	2020	0.56u	0.46u	0.36u	18.3	23.5	72.2u	57.0u	43.2u	11.2	14.7	1.9u	0%	15.50	
Shopify Inc.	SHOP	RS	188,230u	127.5	1,476.60u	2020	4.01u	6.25u	6.00u	NMF	NMF	454.5u	710.6u	670.3u	NMF	NMF	79.4u	9%	2,000.00u	
Softchoice Corp.*	SFTC	R	2,012u	63.9	31.50u	2020	0.65u	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Tecsys Inc*	TCS	RS	820	14.5	56.36	2021	0.49	0.40	0.69	NMF	NMF	16.2	13.0	19.0	61.8	42.4	4.61	13%	65.00	↑
Telus International	TIXT	RS	9,648	268.0	36.00	2020	0.71	0.96	1.28	NMF	NMF	391.2	533.9	659.4	20.0	16.2	6.03	42%	40.00u	
Thinkific Labs Inc.	THNC	RS	864	76.7	14.25	2020	(0.01)	(0.27)	(0.32)	NMF	NMF	(0.4)	(20.0)	(24.3)	NMF	NMF	1.81	0%	20.00	

Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction; AO = Accepter offre; ER = En révision

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv * Couvert par John Shao

Technologies propres et développement durable



Rupert Merer, P. ENG, CFA

Analyste
416 869-8008

—
Adjoints :

Louka Nadeau : 416 869-7538
Viveck Panjabi : 416 869-6763

Sélections

- › *Borex*
- › *Northland Power Inc.*
- › *Algonquin Power & Utilities*

Points saillants des sociétés

Les titres des sociétés d'infrastructures publiques dédiées à la production d'énergies renouvelables que nous couvrons se sont bien tenus ces dix dernières années, profitant d'une croissance accrue, de politiques gouvernementales favorables, de taux d'intérêt faibles et de la pénurie d'investissements verts. Il sera difficile de reproduire les performances des cinq dernières années, mais il existe encore de nombreuses occasions de croissance pour les sociétés du secteur. Les craintes liées à l'inflation se sont répercutées directement sur les valorisations dernièrement, et ont nui à certains des titres que nous couvrons. Cependant, nous pensons que le secteur de l'énergie renouvelable devrait faire l'objet d'un intérêt accru pour le restant de l'année. Les principaux facteurs qui pourraient selon nous exciter cet intérêt sont l'objectif clair d'une accélération de la production d'énergies renouvelables, le nombre croissant de pays dans le monde qui visent l'objectif de la carboneutralité et la réunion COP26 des Nations Unies prévue en novembre 2021. Nos titres favoris sont INE, BLX et NPI.

Innergex énergie renouvelable inc. **(INE : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$28) :**

INE compte parmi les plus importants PÉ d'énergie renouvelable du Canada, avec une capacité installée nette de 3,101 MW; la société a le projet de faire croître ses capacités d'environ 1,800 MW d'ici la fin de 2025. Les activités d'INE sont diversifiées dans différentes catégories d'énergies renouvelables (hydroélectricité environ 30%, éolien environ 51% et solaire environ 19%) et différentes régions (Canada environ 47%, États-Unis environ 38%, Chili environ 8% et France environ 7%). Comme elle l'a mentionné lors de sa journée des investisseurs de 2021, sa stratégie de croissance jusqu'en 2025 représente près de \$3.8 milliards de nouveaux investissements, en grande partie pour financer des projets d'environ 1.3 GW à un stade intermédiaire ou avancé de réalisation. Avec la bonne visibilité dont elle jouit sur sa croissance à court terme et ses récentes fusions-acquisitions, INE table sur une croissance d'environ 15% de ses FTD normalisés par action d'ici 2025E. Parmi ses projets à un stade avancé figurent le projet éolien Boswell d'environ 332 MW dans le Wyoming, qui a récemment fait l'objet d'un CAÉ et dont la construction pourrait commencer au deuxième semestre de 2022 (pour une entrée en service en 2024),

le projet solaire Palomino de 200 MW dans l'Ohio pour lequel se profile la conclusion de deux CAÉ avec des entreprises couvrant la totalité de la production, ainsi que des projets éoliens de 40 MW en France qui, bien que de petite envergure, promettent des rendements intéressants et serviront de tremplins pour de futurs projets dans ce pays. En outre, INE explore des possibilités d'investissements sur de nouveaux marchés, à savoir les systèmes de stockage d'énergie en batterie et les systèmes d'hydrogène vert (électrolyse de l'eau). Notre cours cible, qui comprend \$4 par action au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un taux d'actualisation de 4.75% sur les actifs en exploitation.

Borex Inc. **(BLX : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$50) :**

BLX est un producteur d'énergie renouvelable qui possède des actifs éoliens, solaires et hydroélectriques aux États-Unis, en France et au Canada. Elle a une capacité de production d'environ 2,469 MW essentiellement en vertu de contrats à long terme d'une durée résiduelle moyenne de près de 13 ans. En juin, BLX a présenté son programme stratégique jusqu'en 2025 ainsi qu'une feuille de route jusqu'en 2030. Le nouveau programme est centré sur la croissance, la diversification, la clientèle et l'optimisation des actifs, ainsi que sur la poursuite de l'intégration de la stratégie ESG. BLX a annoncé des objectifs de croissance ambitieux, comptant investir encore près de \$5.2 milliards d'ici 2025E pour doubler ses capacités à 4.4 GW (comparativement à 2.2 GW en 2020), suivis d'autres investissements pour atteindre 10 GW à 12 GW d'ici 2030E. BLX vise un TCAC de son BAIIA normalisé et de ses flux de trésorerie discrétionnaires de 10% à 12% et de 14% à 16%, respectivement, d'ici 2025E. Au T2 2021, BLX a ajouté 743 MW à ses projets à un stade peu avancé, dont 553 MW de projets éoliens et solaires aux États-Unis et en France, et 190 MW de projets de stockage d'énergie aux États-Unis. BLX pourrait bien remporter des contrats, ayant près de 800 MW de capacités solaires prêtes à présenter dans le cadre de soumissions dans l'État de New York et prévoyant aussi de répondre à des appels d'offres plus tard cette année en France. BLX offre un point d'entrée intéressant, la société cherchant à assurer sa prochaine phase de croissance. Notre cours cible, qui comprend \$7 par action de croissance au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme

Technologies propres et développement durable

établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 4.50% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Northland Power Inc.

(NPI : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$48) :

NPI, chef de file mondial dans le développement de parcs éoliens en mer, est propriétaire de centrales électriques aux énergies renouvelables et de centrales thermiques d'une capacité opérationnelle de 2,705 MW (nets). Environ 95% des revenus tirés des capacités de production de NPI font l'objet de contrats à long terme avec des institutions gouvernementales et, avec sa plateforme de projets éoliens en mer, NPI attire de grands partenaires tels que PKN Orlen en Pologne et Tokyo Gas au Japon, ce qui pourrait faire monter les rendements. Récemment, NPI a clôturé l'acquisition d'un portefeuille de 551 MW (nets) d'actifs éoliens sur terre et solaires en Espagne, opération pour laquelle la société avait émis pour \$990 millions de capitaux propres en avril 2021; elle prévoit d'utiliser le reste du produit de cette émission pour des projets futurs de 4 GW à 5 GW, principalement des projets éoliens en mer de plus grande envergure et à rendement élevé. En outre, NPI fait avancer son projet éolien Hai Long de 1,044 MW au large des côtes de Taïwan (décision

finale d'investissement attendue en 2022), pour lequel elle a récemment reçu l'autorisation d'utiliser des turbines de 14 MW avec des lames plus longues, ainsi que son projet Baltic de 1.2 GW en Pologne (décision finale d'investissement attendue en 2023, date d'entrée en service prévue en 2026), pour lequel elle a conclu dernièrement un contrat sur 25 ans. En outre, NPI a obtenu les financements pour deux de ses projets éoliens sur terre à New York ainsi que pour son projet d'énergie solaire de 16 MW en Colombie, et elle étudie la possibilité de développer des parcs éoliens de 1.8 GW à Taïwan, qui pourraient faire l'objet de soumissions l'année prochaine. En septembre 2021, l'État allemand a mis aux enchères le projet éolien Nordsee Two d'environ 433 MW (dont 85% ont été adjugés à NPI) et NPI s'apprête maintenant à se prévaloir de son droit de préemption. Pour 2021E, NPI compte dégager un BAIIA ajusté vers la borne inférieure de la fourchette de \$1.1 à \$1.2 milliard (et des FTD par action de l'ordre de \$1.30 à \$1.50). Notre cours cible, qui comprend \$10 par action de croissance au titre de la plus-value, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 4.75% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 09/29	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			Ventes par action				Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible					
						(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	C/B		C/V				12 mois	Δ				
									Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1					Ex2			
Technologie énergétique																				
5N Plus	VNP	RS	224.7	82	2.75	12/2020	0.06u	0.11u	0.18u	20.8	12.3	2.14u	2.44u	3.08u	0.9	0.7	1.38u	0.20	5.25	
Anaergia Inc.	ANRG	RM	1217.2	59	20.50	12/2020	0.00	0.00	0.00	na	na	3.05	2.63	5.04	7.8	4.1	10.66	0.50	28.00	
Algonquin Power	AQN	RS	9184.5u	624	14.73u	12/2020	0.65u	0.69u	0.80u	21.4	18.3	2.98u	3.58u	3.72u	4.1	4.0	10.66u	0.50	17.00u	
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	RM	236.8	28	8.33	12/2020	(0.49)u	(0.15)u	(0.07)u	nmf	nmf	0.08u	0.01u	0.01u	nmf	nmf	5.57u	0.00	12.00	
Ballard Power Systems	BLDP	RS	4098.0u	298	13.77u	12/2020	(0.20)u	(0.29)u	(0.25)u	nmf	nmf	0.42u	0.34u	0.56u	40.1	24.6	4.67u	0.01	26.00u	
Boralex	BLX	RS	3870.8	103	37.42	12/2020	0.56	0.41	0.65	nmf	57.2	6.44	6.82	7.11	5.5	5.3	12.00	0.65	50.00	
Brookfield Infrastructure	BIP	RS	25917.8u	465	55.73u	12/2020	1.34u	2.36u	1.92u	23.6	29.0	8.81u	10.93u	12.43u	5.1	4.5	46.12u	0.65	64.00u	↑
Brookfield Renewable	BEP	RM	23816.8u	646	36.89u	12/2020	0.00u	0.00u	0.00u	na	na	3.36u	3.89u	4.10u	9.5	9.0	24.27u	0.35	42.00u	
DIRTT Environmental Solutions	DRT	RM	260.2u	85	3.07u	12/2020	(0.13)u	(0.45)u	(0.10)u	nmf	nmf	2.03u	1.83u	2.35u	1.7	1.3	1.15u	0.20	4.00u	
GFL Environmental Inc.	GFL	RS	17256.9	363	47.60	12/2020	(2.76)	(1.02)	(0.37)	nmf	nmf	11.64	14.69	16.47	3.2	2.9	14.98	0.54	50.00	
Innergex	INE	RS	3577.0	176	20.35	12/2020	(0.23)	(0.38)	0.74	nmf	27.5	3.60	4.16	4.06	4.9	5.0	4.84	0.86	28.00	↑
The Lion Electric Company	LEV	RS	2519.5u	202	12.50u	12/2020	(3.64)u	(1.27)u	(0.29)u	nmf	nmf	0.77u	0.42u	1.45u	29.9	8.6	1.00u	0.03	19.00u	↑
Loop Energy Inc	LPEN	RS	177.9	36	5.01	12/2020	(0.50)	(0.76)	(0.79)	nmf	nmf	0.03	0.07	0.40	nmf	12.6	2.49	0.00	12.00	
NanoXplore	GRA	RS	1066.8	158	6.76	06/2021	(0.07)	(0.07)	0.02	nmf	nmf	0.46	0.44	0.57	15.5	11.8	0.69	0.19	8.00	↑
Northland Power	NPI	RS	8882.1	220	40.34	12/2020	1.78	1.05	1.35	38.6	29.8	10.25	9.53	9.47	4.2	4.3	13.05	0.68	48.00	
TransAlta Renewables	RNW	RM	5121.1	267	19.18	12/2020	0.35	0.61	0.69	31.5	28.0	1.64	1.71	1.83	11.2	10.5	7.75	0.19	20.00	
Xebee Adsorption	XBC	RM	472.9	154	3.08	12/2020	(0.33)	(0.16)	0.00	nmf	nmf	0.59	0.80	1.13	3.8	2.7	2.08	0.16	4.50	

Système de notation: RS = Rendement supérieur, RM = Rendement moyen, RI = Rendement inférieur, R = Restriction, AO = Accepter offre, ER = En révision

¹ BPA dilué = résultat pro forma des activités poursuivies excluant l'amortissement de l'écart d'acquisition, les frais de restructuration et les charges exceptionnelles.

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN Estimations et analyses

u = dollars US

**Adam Shine, CFA**Analyste
514 879-2302**Adjoints :**

Ahmed Abdullah : 514 879-2564

Luc Troiani, CFA : 416 869-6585

Sélections

- › Cineplex
- › Spin Master
- › Transcontinental

Transcontinental**Le repli anticipé dû aux pressions des prix de la résine est maintenant exagéré :**

L'action de TCL a reculé de \$26 cet été à près de \$20 en septembre. Si le taux de change n'a pas joué en faveur de la société cette année, le principal responsable était la résine, dont les prix étaient en hausse l'année dernière, mais dont l'appréciation s'est accélérée au printemps et au début de l'été. Comme il faut compter au moins deux à trois mois avant que la division Emballages ne répercute la hausse des prix de la résine sur les clients, les effets sur les marges ont pris de l'ampleur au cours des trois premiers trimestres de 2021. Nous nous attendions à ce que l'action se trouve entre \$20 et \$25 au moment de la publication des résultats du T2, mais les résultats consolidés étaient supérieurs aux attentes grâce à des marges nettement au-delà des estimations dans la division Imprimeries. De ce fait, l'action a bénéficié d'un sursis pendant l'été, mais un sursis temporaire vu les pressions liées à la résine au T3, qui ont été observées au début de septembre. Un meilleur point d'entrée s'est présenté, alors que TCL s'apprête à clôturer son T4, avec une semaine de plus. Les prix de la résine ont cessé de monter après le mois de juillet pour la première fois en un an, si bien que les pressions sur le BAIIA dans le segment Emballages s'apaiseront jusqu'à s'assimiler à celles du T1, et nous verrons comment les mécanismes visant à répercuter les hausses des coûts permettent d'alléger les pressions à l'avenir. Pour l'année prochaine, la division Emballages devrait enregistrer une croissance endogène de 2% à 3%, les tensions liées au change et aux prix de la résine devant nettement s'apaiser afin de permettre aux marges de croître de nouveau. Le segment Imprimeries bénéficie de données comparatives faciles à soutenir en raison de la crise de la COVID au T4 2021 et au début de 2022, subissant des tendances lourdes mais tentant de tirer parti de sous-secteurs clé de croissance, notamment les produits de marketing en magasin (MEM), l'impression de livres et le prémédia, qui représentent 25% des revenus de ce segment. Comme toujours et malgré l'absence de subventions du gouvernement, la direction s'efforcera de réaliser des gains d'efficacité en optimisant sa plateforme. Avant que TCL ne mette l'accent sur la diversification du segment Emballages

et les efforts dans le MEM, une part de 23% seulement de la société était concernée par la croissance. En 2020, cette proportion est passé aux deux tiers, la direction visant 80% grâce à des acquisitions dans la division Emballages, mais aussi à une croissance endogène et au moyen d'acquisitions des activités de MEM. Cette transformation se poursuivant, une réévaluation du titre paraît inévitable. TCL se négocie à un ratio VE/BAIIA 2021 de 5,6, contre une moyenne de 7,5 pour le groupe mixte des sociétés comparables (décote de 25%), tandis que les sociétés comparables dans le secteur des emballages se négocient à un ratio de 9,7. Le chef de la direction actuel sera remplacé au moment de la publication des résultats du T4, en décembre. Notre cours cible de \$28,00 est basé sur notre estimation de la VAN 2022E/2023E, avec un ratio VE/BAIIA implicite de 7,0, 6,6 et 6,2 d'après nos estimations pour 2021, 2022 et 2023.

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 9/29	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M\$)			VL/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cide	
							(A) Dernier Ex	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dernier Ex	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2			12 mois	Δ
Radiodiffusion et divertissement																				
Cineplex Inc.	CGX	RS	842	63.3	13.29	12/2020	(9.85)	(2.78)	0.89	-4.8	15.0	-182.8	-31.2	213.3	NM	7.1	-2.66	1.30	18.00	
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RS	1,196	208.4	5.74	08/2020	0.75	0.88	0.86	6.5	6.7	505.8	519.1	520.6	5.5	5.0	5.06	0.58	8.00	
WildBrain Ltd.	WILD	RS	555	171.9	3.23	06/2021	(0.07)	0.11	0.18	29.4	18.3	83.1	91.0	104.8	10.9	9.0	0.40	0.85	4.00	↑
Spin Master Corp.	TOY	RS	4,220	102.3	41.25	12/2020	0.51	1.77	1.93	18.3	16.8	180.6	341.0	358.0	8.7	7.7	8.81	-0.53	58.00	
Stingray Group Inc.	RAY.a	RS	528	71.5	7.38	03/2021	0.85	0.90	1.07	8.2	6.9	114.3	119.0	131.1	7.2	6.2	3.83	0.61	10.00	
TVA Group Inc.	TVA.b	RM	125	43.2	2.90	12/2020	0.86	0.69	0.63	4.2	4.6	85.3	75.1	70.1	2.2	2.3	7.80	0.16	3.25	
Impression et édition																				
Thomson Reuters Corp.	TRI	RM	70,160	495.7	141.55	12/2020	1.85	2.07	2.73	53.6	40.6	1975.0	1979.7	2296.0	29.1	24.9	31.83	0.09	162.00	↑
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS	1,770	87.0	20.34	10/2020	2.61	2.50	2.57	8.1	7.9	499.4	467.2	474.4	5.6	5.2	20.04	0.35	28.00	
Publicité et marketing																				
VerticalScope Holdings Inc.	FORA	RS	684	21.6	31.71	12/2020	(0.01)	0.09	0.71	NM	44.6	26.6	32.6	32.6	14.6	11.3	3.67	-0.02	36.00	
Yellow Pages Ltd.	Y	RM	377	27.7	13.60	12/2020	2.28	1.79	1.80	7.6	7.6	129.4	96.4	85.8	3.3	3.4	NM	-0.32	14.00	
Télécommunications																				
BCE Inc.	BCE	RS	57,315	905.7	63.28	12/2020	3.02	3.25	3.49	19.5	18.1	9607.0	10009.0	10437.9	8.9	8.5	20.34	0.39	70.00	↑
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS	5,385	47.2	114.00	08/2020	7.41	8.46	10.30	13.5	11.1	1148.7	1204.7	1379.0	6.5	6.6	56.91	0.51	141.00	
Quebecor Inc.	QBR.b	RS	7,477	245.0	30.52	12/2020	2.33	2.55	2.66	12.0	11.5	1952.6	2013.7	2065.5	6.7	6.3	4.94	1.10	40.00	
Rogers Communications Inc.	RCI.b	RS	30,109	504.9	59.63	12/2020	3.40	3.59	4.56	16.6	13.1	5857.0	5920.5	9036.6	8.5	7.6	20.00	0.47	75.00	
Shaw Communications	SJR.b	RS	18,558	501.3	37.02	08/2020	1.32	1.47	1.59	25.1	23.2	2391.0	2514.7	2564.1	9.7	9.2	11.86	0.50	40.50	
Telus Corp.	T	RS	37,750	1355.0	27.86	12/2020	0.95	0.97	1.04	28.6	26.8	5493.7	5930.5	6400.4	9.7	9.1	11.55	0.55	33.00	↑

Système de notation: RS = Rendement supérieur, RM = Rendement moyen, RI = Rendement inférieur, R = Restriction, AO = Accepter offre, ER = En révision

TRI et TOY estimations en dollars US\$, autres données en CA\$. RAY Ex1 estimations et multiplicateurs sont pro forma.

Source: Bloomberg, Refinitiv et Estimations FBN



Cameron Doerksen, CFA

Analyste
514 879-2579

—
Adjoint :
Alex Hutton
416 869-8281

Sélections

- › CAE
- › TFI International
- › Exchange Income

Sociétés ferroviaires canadiennes – Les récoltes très maigres de céréales pèseront sur les chiffres d'affaires du CN et du CP

L'intense sécheresse qui a frappé les Prairies et le nord des États-Unis ne sera pas sans effet sur les chiffres d'affaires du CN et du CP :

- › **La production de céréales dans l'Ouest canadien est en baisse de 37% a/a.** Les dernières estimations de production agricole pour l'année de récolte 2021-2022 d'Agriculture et Agroalimentaire Canada (AAC) et de Statistique Canada montrent que la production totale des principales cultures de céréales sera de 49.3 millions de tonnes métriques, soit un repli de 37.2% par rapport au record de 78.5 millions de tonnes métriques de l'année dernière, à imputer principalement à la sécheresse. Il faut remonter à plus de dix ans (2007-2008) pour retrouver des niveaux de production si bas. Globalement, AAC estime que les exportations totales de céréales (une donnée clé pour évaluer les volumes de transport par voie ferrée) chuteront de 41% a/a, se trouvant ainsi à un creux inégalé depuis 2006-2007.
- › **Les cultures de céréales aux États-Unis touchées elles aussi par la sécheresse, mais les volumes restent en hausse.** Les céréales américaines représentent environ 28% des revenus liés aux céréales pour le CN et le CP. Malgré la sécheresse qui a frappé de nombreux États américains, les superficies cultivées ont augmenté cette année, si bien que les dernières estimations du département de l'Agriculture américain annoncent une production presque record de maïs et de soja pour la récolte 2021-2022.
- › **Des volumes à la peine pour le CP et le CN.** Environ 24% de revenus totaux du CP l'année dernière provenaient du transport de céréales, dont 72% de céréales canadiennes (réglementées ou non), si bien que, si les récoltes au Canada sont en baisse d'environ 37%, le repli potentiel global de chiffre d'affaires du CP pourrait être d'environ 6% sur les 12 prochains mois. Pour le CN, le transport de céréales représente près de 15% du chiffre d'affaires total, dont 72% de céréales canadiennes. Avec une baisse des récoltes de 37%, le CA du CN pourrait reculer d'environ 4% sur les 12 prochains mois.

We are keeping our Sector Perform ratings for both CN and CP:

- › **CN (Rendement moyen; cours cible de \$151.00).**
Il semble que le feuilleton de la fusion avec KCS ait pu nuire à la crédibilité du CN auprès des investisseurs et, comme les actionnaires eux-mêmes ont fait le nécessaire pour remplacer le chef de la direction et quatre membres du Conseil, l'action pourrait être volatile à court terme. Comme nous l'avons indiqué, le chiffre d'affaires du CN pourrait être malmené au cours des 12 prochains mois du fait des récoltes très faibles de céréales au Canada.
 - › **CP (Rendement moyen; cours cible de \$97.00).**
Nous voyons d'un œil très favorable une éventuelle fusion entre le CP et KCS, non seulement pour le bénéfice, mais aussi d'un point de vue stratégique. Cependant, les autorisations requises en vue d'une fusion complète font l'objet d'incertitudes persistantes qui pourraient brider la croissance de l'action CP à moyen terme. Le chiffre d'affaires de la société pâtira aussi fortement d'une baisse des récoltes de céréales.
- Nos cours cibles pour CN et CP correspondent à des ratios C/B de 22.0 et 23.0 d'après nos estimations pour 2022, respectivement.

	Symb.	Actions			Cap. bours. (M)	Dernier exercice déclaré	BPA			FTDPAD				Cours cible		Δ				
		Cote du titre	e.c. (M)	Cours 9-29			(A)	est.	est.	C/B		(A)		est.	est.		C/FT		Ratio d'endet.	12 mois
										Δ	Ex1	Ex2	Denier Ex				Ex1	Ex2		
Air Canada	AC	RM	355	23.74	8,428	12/2020	-16.47	-11.76	-0.99	NA	NA	(10.84)	(9.69)	2.05	NA	11.6x	96%	30.00		
Bombardier Inc.	BBD.b	RS	2464	2.09	5,149	12/2020	-u0.47	-u0.21	-u0.06	NA	NA	-u1.32	-u0.37	u0.05	NA	31.3x	na	1.90		
BRP Inc.	DOO	RS	83	123.20	10,243	01/2021	5.35	9.39	10.06	13.1x	12.2x	6.77	3.70	9.00	33.3x	13.7x	129%	135.00	↑	
CAE Inc.	CAE	RS	318	37.64	11,977	03/2021	0.47	0.94	1.43	39.9x	26.3x	0.81	0.54	1.27	69.9x	29.6x	34%	45.00		
Canadian National Rail	CNR	RM	711	147.59	104,877	12/2020	5.31	5.80	6.85	25.5x	21.6x	4.63	4.14	6.07	35.6x	24.3x	40%	151.00	↑	
Canadian Pacific Rail	CP	RM	667	84.20	56,153	12/2020	3.53	3.90	4.20	21.6x	20.0x	1.66	3.80	3.27	22.2x	25.8x	54%	97.00	↓	
Cargojet Inc.	CJT	RS	17	205.14	3,554	12/2020	-5.63	5.43	6.49	37.8x	31.6x	9.41	(1.33)	5.57	NA	36.8x	31%	228.00		
Chorus Aviation Inc.	CHR	RM	178	3.85	684	12/2020	0.40	0.35	0.44	10.9x	8.7x	(1.50)	0.62	1.12	6.2x	3.4x	73%	4.85		
Exchange Income Corporation	EIF	RS	37	44.82	1,673	12/2020	1.31	1.78	2.79	25.2x	16.1x	3.42	0.20	2.15	NA	20.8x	59%	47.00		
Héroux-Devtek Inc.	HRX	RS	37	17.71	655	03/2021	0.80	0.81	0.99	21.9x	17.8x	0.88	1.86	1.37	9.5x	12.9x	27%	22.00		
NFI Group Inc.	NFI	RM	71	23.84	1,696	12/2020	-u0.75	u0.18	u0.93	na	20.1x	u0.69	u0.19	u1.64	NA	11.4x	58%	28.00	↓	
Taiga Motors Corp.	TAIG	RS	31	9.02	281	12/2020	NA	-5.71	-1.19	NA	NA	NA	(2.23)	(3.11)	NA	NA	na	18.00		
Transat A.T. Inc.	TRZ	RI	38	4.64	175	10/2020	-9.41	-11.56	-5.39	NA	NA	(2.85)	(13.80)	1.05	NA	4.4x	NA	3.50		
TFI International Inc.	TFII	RS	93	130.29	12,142	12/2020	u3.30	u4.77	u6.20	21.4x	16.5x	u5.16	u6.18	u7.45	16.5x	13.7x	50%	158.00	↑	

Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction; AO = Accepter offre; ER = En révision

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN

Liste alphabétique des sociétés

SN Plus	VNP	68	Cascades	CAS	64	Golden Star Resources	GSC	51	NorthWest H.P. REIT	NWH.un	47	Teck Resources	TECKb	49
ABC Technologies	ABCT	57	Cenovus Energy	CVE	54	Goodfood Market	FOOD	43	Nuvei Corporation	NVEI	66	Tecsys Inc.	TCS	66
Advantage Oil & Gas	AAV	54	Centerra Gold Inc.	CG	51	Granite REIT	GRT.un	47	NuVista Energy	NVA	54	Telus Corp.	T	70
Adventus Mining	ADZN	49	CES Energy Solutions Corp.	CEU	62	Great-West Lifeco	GW0	41	O3 Mining Inc.	OIII	51	Telus International	TIXT	66
Aecon Group	ARE	57	CGI Inc.	GIB.A	66	Green Impact Partners Inc.	GIP	62	OceanaGold Corp	OGC	51	Tervita	TEV	56
Ag Growth International Inc.	AFN	62	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	47	H&R REIT	HR.un	47	Open Text Corporation	OTEX	66	TFI International Inc.	TFI	72
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	51	Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.LUN	59	H2O Innovation	HEO	59	Osisko Development	ODV	51	The Lion Electric Company	LEV	68
Air Canada	AC	72	Choice Properties REIT	CHP.un	47	Hardwoods Distribution	HDI	64	Osisko Gold Royalties Ltd	OR	51	Theratechnologies	TH	59
Akumin	AKU.u	59	Chorus Aviation Inc.	CHR	72	Headwater Exploration	HWX	54	Osisko Mining	OSK	51	Thinkific Labs Inc.	THNC	66
Alamos Gold Inc	AGU	51	CIBC	CM	41	Héroux-Devtek Inc.	HRX	72	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	54	Thomson Reuters Corp.	TRI	70
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	64	Cineplex Inc.	CGX	70	Home Capital Group	HCG	60	Pan American Silver	PAAS	51	Tidewater Midstream	TWM	56
Algonquin Power	AGN	68	Cogeco Communications Inc.	CCA	70	Hudbay Minerals	HBM	49	Paramount Resources	POU	54	Tidewater Renewables	LCFS	56
Alio Gold Inc.	ALO	51	Cominar REIT	CUF.un	47	Hydro One Ltd.	H	56	Parex Resources	PXT	54	Timbercreek Financial	TF	60
Allied Properties REIT	AP.un	47	Constellation Software Inc.	CSU	66	iA Groupe Financier	IAG	41	Park Lawn Corporation	PLC	64	TMX Group	X	60
AltaGas	ALA	56	Copper Mountain Mining	CMCM	49	IAMGOLD Corp	IMG	51	Parkland Fuel Corporation	PKI	43	Topaz Energy	TPZ	54
AltaGas Canada Inc.	ACI	56	Corus Entertainment Inc.	CJR.b	70	IBI Group Inc.	IBG	57	Pason Systems Corp.	PSI	62	Torex Gold Resources Inc	TGX	51
Altius Renewable Royalties Corp	ARR	68	Couche Tard	ATD.b	43	IGM Financial Inc.	IGM	60	Pembina Pipelines	PPL	56	Toromont Industries Ltd.	TIH	57
Altus Group Limited	AIF	66	Crescent Point Energy Corp.	CPG	54	Imperial Oil	IMO	54	Peyto Exploration & Development	PEY	54	Toromontine Oil	TOU	54
American Hotel Income Properties	HOT.un	47	Crew Energy	CR	54	IMV Inc.	IMV	59	Pipestone Energy	PIPE	54	TransAlta	TA	56
Anoergia Inc.	ANRG	68	Crombie REIT	CRR.un	47	Innervex	INE	68	Pivotree Inc.	PVT	66	TransAlta Renewables	RNW	68
Andlauer Healthcare Group	AND	59	CT REIT	CRT.un	47	Inovalis REIT	INO.un	47	Power Corporation of Canada	POW	60	Transat A.T. Inc.	TRZ	72
ARC Resources Ltd.	ARX	54	Dexterra Group Inc.	DXT	64	Intact Financial Corp.	IFC	60	PrairieSky Royalty	PSK	54	Transcontinental Inc.	TCL.a	70
Argonaut Gold Inc.	AR	51	Dialogue Health Technologies	CARE	59	Integra Resources Corp.	ITR	51	Precision Drilling Corp.	PD	54	Trevali Mining	TV	49
Artemis Gold Inc.	ARTG	51	DIRTT Environmental Solutions	DRT	68	Inter Pipeline	IPL	56	Premium Brands Holdings	PBH	43	Trican Well Services	TCW	54
Artis REIT	AX.un	47	Docebo Inc.	DCBO	66	InterRent REIT	IIP.un	47	Pretium Resources	PVG	51	Tricon Capital Group	TCN	47
ATCO Ltd.	ACO	56	Dollarama	DOL	43	Intertape Polymer Group Inc.	ITP	64	Pure Gold Mining Inc.	PGM	51	Trilogy Metals	TMQ	49
ATS Automation	ATA	57	Doman Building Materials	DBM	64	Invesque	IVGu	47	Quebecor Inc.	QBR.b	70	Triple Flag Precious Metals Corp	TFPM	51
AuRico Metals Inc	AMI.TO	51	DREAM Industrial REIT	DIR.un	47	Jamieson Wellness	JWEL	59	Real Matters Inc.	REAL	66	Trisura Group Ltd.	TSU	60
AutoCanada	ACQ	57	DREAM Office REIT	D.un	47	Josemaria Resources	JOSE	49	Richelieu Hardware	RCH	64	True North Commercial REIT	TNT.un	47
Automotive Properties REIT	APR.un	47	Dundee Precious Metals	DPM	51	K92 Mining Inc.	KNT	51	RioCan REIT	REL.un	47	TVA Group Inc.	TVA.b	70
Aya Gold and Silver	AYA	51	ECN Capital	ECN	60	K-Bro Linen	KBL	59	Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	57	Uni-Sélect	UNS	64
B2Gold	BTO	51	Eldorado Gold Corp	ELD	51	Keit Exploration	KEL	54	Rogers Communications Inc.	RCL.b	70	Verezen Inc.	VSN	56
Ballard Power Systems	BLDP	68	Element Fleet Management	EFN	60	Keyera	KEY	56	Rogers Sugar	RSI	59	Vermilion Energy Inc.	VET	54
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	41	Emera Inc.	EMA	56	Killam Apartment REIT	KMP.un	47	Roots Corporation	ROOT	43	VerticalScope Holdings Inc.	FORA	70
Banque de Montréal	BMO	41	Empire Company	EMPa	43	Kinaxis Inc.	KXS	66	Royal Gold Inc	RGLD	51	Wesdome Corp.	WDO	51
Banque Laurentienne	LB	41	Enbridge Inc.	ENB	56	Kinross Gold Corp	K	51	Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	51	Wheaton Precious Metals Corp	WPM	51
Banque Nationale	NA	41	Enbridge Income Fund	ENF	56	Kirkland Lake Gold Corp	KL	51	Sandstorm Gold Ltd	SSL	51	Whitecap Resources	WCP	54
Banque Royale du Canada	RY	41	Endeavour Mining	EDV	51	Knight Therapeutics	GUD	59	Saputo	SAP	43	WildBrain Ltd.	WILD	70
Banque Scotia	BNS	41	Enerflex Ltd.	EFX	62	KP Tissue	KPT	64	Savaria Corporation	SIS	64	WPT Industrial REIT	WIR'U-T	47
Banque Toronto-Dominion	TD	41	Enerplus Corporation	ERF	54	Lassonde	LAS.a	43	Secure Energy	SES	56	WSP Global	WSP	57
Barrick Gold	ABX	51	Equinox Gold Corp	EQX	51	Liberty Gold Corp	LGD	51	Shaw Communications	SJR.b	70	Xebec Adsorption	XBC	68
Barsele Minerals Corp.	BME	51	Equitable Group	EQB	60	LifeWorks Inc.	LWRK	60	Shawcor Ltd.	SCL	62	Yamana Gold Inc	YRI	51
Baytex Energy	BTE	54	ERES REIT	ERE.un	47	Lightspeed Commerce Inc.	LSPD	66	Sheritt International	S	49	Yangarra Resources	YGR	54
BCE Inc.	BCE	70	Ero Copper	ERO	49	Lithium Americas	LAC	49	Shopify Inc.	SHOP	66	Yellow Pages Ltd.	Y	70
Birchcliff Energy	BIR	54	Exchange Income Corporation	EIF	72	Loblaw	L	43	Sienna Senior Living	SIA	47			
Bird Construction Inc.	BDT	57	Extendicare	EXE	47	Loop Energy Inc	LPEN	68	Sigma Lithium	SGML	49			
Blackline Safety Corp.	BLN	66	Fairfax Financial Holdings	FFH	60	Lundin Gold Inc.	LUG	51	SilverCrest Metals	SIL	51			
Bluestone Resources Inc.	BSR	51	Falco Resources Ltd.	FPC	51	Lundin Mining	LUN	49	Slate Office REIT	SOT.un	47			
Boardwalk REIT	BEL.un	47	Farmers Edge Inc.	FDGE	66	MAG Silver Corp	MAG	51	Sleep Country Canada	ZZZ	43			
Bombardier Inc.	BBD.b	72	Fiera Capital Corp.	FSZ	60	Magnet Forensics Inc.	MAGT	66	SmartCentres REIT	SRU.un	47			
Boralex	BLX	68	Filo Mining	FIL	49	Marathon Gold Corp.	MOZ	51	SNC-Lavalin	SNC	57			
Boyd Group Services Inc.	BYD	64	Financière Manuvie	MFC	41	MAV Beauty Brands	MAV	43	Softchoice Corp	SFTC	66			
Brookfield Business Partners	BBU	60	Financière Sun Life	SLF	41	Maverix Metals Inc	MMX	51	Spartan Delta	SDE	54			
Brookfield Infrastructure	BIP	68	Finning International Inc.	FTT	57	mdf commerce inc.	MDF	66	Spin Master Corp.	TOY	70			
Brookfield Renewable	BEP	56	First Capital REIT	FCR	47	Medical Facilities Corp.	DR	59	SSR Mining Inc	SSRM	51			
Brookfield Renewable	BEP	68	First Majestic Silver Corp	FR	51	MEG Energy	MEG	54	Stantec Inc.	STN	57			
BRP Inc.	DOO	72	First National Financial	FN	60	Metro	MRU	43	Stelco	STLC	57			
BSR REIT	HOM.un	47	First Quantum Minerals	FM	49	Minera Alamos Inc.	MAI	51	Stella-Jones	SJ	57			
BTB REIT	BTB.un	47	Flagship Communities REIT	MHCu.TO	47	Minto Apartment REIT	MI.un	47	Stingray Group Inc.	RAY.a	70			
CAE Inc.	CAE	72	Fortis Inc.	FTS	56	MTY Food Group	MTY	43	StorageVault Canada	SVL.V	47			
Canadian National Rail	CNR	72	Fortuna Silver Mines Inc	FVI	51	Mullen Group Ltd.	MTL	62	Storm Resources	SRX	54			
Canadian Natural Resources	CNQ	54	Franco-Nevada Corp	FNV	51	NanoXplore	GRA	68	Summit Industrial	SMU.un	47			
Canadian Pacific Rail	CP	72	Freehold Royalties	FRU	54	National Energy Services Reunited	NESR	54	Suncor Energy	SU	54			
Canadian Tire	CTC.a	43	GDI Integrated Facility Services	GDI	64	Neighbourly Pharmacy Inc.	NBLY	64	Superior Plus	SPB	56			
Canadian Utilities	CU	56	GFL Environmental Inc.	GFL	68	New Gold Inc	NGD	51	Surge Energy	SGY	54			
CAP REIT	CAR.un	47	Gibson Energy	GEI	56	Newmont	NGT	51	Taiga Motors Corp.	TAIG	72			
Capital Power	CPX	56	Gildan	GIL	43	NFI Group Inc.	NFI	72	Tamarack Valley Energy	TVE	54			
Capstone Mining	CS	49	goeasys	GSY	60	North American Construction Group Ltd.	NOA	57	Taseko Mines	TKO	49			
Cargojet Inc.	CJT	72	Gold Standard Ventures Corp.	GSV	51	Northland Power	NPI	68	TC Energy Corp.	TRP	56			

Succursales

Ancaster • 911, Golf Links Road, Suite 201, Ancaster, ON, L9K 1H9 • 905-648-3813
 Baie-Comeau • 600, Boul. Lafèche, bureau 340-B, Baie-Comeau, QC, G5C 2X8 • 418-296-8838
 Barrie • 126 Collier Street, Barrie, ON, L4M 1H4 • 705-719-1190
 Beauce • 11333, 1^{re} Avenue, bureau 200, Saint-Georges, QC, G5Y 2C6 • 418-227-0121
 Bellevue West Van • Suite #209, 1455 Bellevue Avenue, West Vancouver, BC, V7T 1C3 • 604-925-3734
 Berthierville • 779, rue Notre-Dame, Berthierville, QC, J0K 1A0 • 450-836-2727
 Bin-Scarth • 24 Binscorth Rd, Toronto, ON, M4W 1Y1 • 416-929-6432
 Brampton • 10520 Torbram Road (at Sandalwood Parkway), Brampton, ON, L6R 2S3 • 905-456-1515
 Brandon • 633-C, 18th Street, Suite 201, Brandon, MB, R7A 5B3 • 204-571-3200
 Calgary • 239 8th Ave., SW, Suite 100, Calgary, AB, T2P 1B9 • 403-476-0398
 Calgary - Southport • 10655 Southport Road SW, Suite 1100, Southland Tower, Calgary, AB, T2W 4Y1 • 403-301-4859
 Chatham • 380 St. Clair, Street, Chatham, ON, N7L 3K2 • 519-351-7645
 Chicoutimi • 1180, boulevard Talbot, Suite 201, Chicoutimi, QC, G7H 4B6 • 418-549-8888
 DIX30 • 9160, boulevard Leduc, Bureau 710, Brossard, QC, J4Y 0E3 • 450-462-2552
 Drumheller • 356 Centre Street, PO Box 2176, Drumheller, AB, T0J 0Y0 • (403) 823-6859
 Drummondville • 595, boulevard Saint-Joseph, Bureau 200, Drummondville, QC, J2C 2B6 • 819-477-5024
 Duncan • 2763 Beverly Street, Suite 206, Duncan, BC, V9L 6X2 • 250-715-3050
 Edmonton • 10175 – 101 Street NW, Suite 1800, Edmonton, AB, T5J 0H3 • 780-412-6600
 Edmonton-North • TD Tower, 10088 – 102 Avenue, Suite No. 1701, Edmonton, AB, T5J 2Z1 • 780-421-4455
 FrederictonNB • 551 King Street, Fredericton, NB, E3B 4Z9 • 506-450-1740
 Gatineau • 920, St-Joseph, Bureau 100, Hull-Gatineau, QC, J8Z 1S9 • 819-770-5337
 Granby • 150, rue St-Jacques, Bureau 202, Granby, QC, J2G 8V6 • 450-378-0442
 Halifax • Purdy's Wharf Tower II, 1969 Upper Water Street, Suite 160L, Halifax, NS, B3J 3R7 • 902-496-7700
 Halifax-Spring Garden • 400-5657 Spring Garden Road, Parklane Terraces, Halifax, NS, B3J 3R4 • 902-425-1283
 Joliette • 40, rue Gauthier Sud, Bureau 3500, Joliette, QC, J6E 4J4 • 450-760-9595
 Kelowna • 1631 Dickson Ave. Suite 1710, Landmark 6, Kelowna, BC, V1Y 0B5 • 250-717-5510
 Lac-Mégantic • 3956, rue Laval, suite 100, QC, G6B 2W9 • 819-583-6035
 Laval • 2500, boulevard Daniel Johnson, Bureau 610, Laval, QC, H7T 2P6 • 450-686-5700
 Lethbridge • 404, 6th Street South, Lethbridge, AB, T1J 2C9 • 403-388-1900
 Lévis • 1550, boulevard Alphonse-Desjardins, Bureau 110, Lévis, QC, G6V 0G8 • 418-838-0456
 London Pall Mall • 256 Pall Mall Street, Suite 201, London, ON, N6A 5P6 • 519-439-6228
 London-City Centre • 802-380 Wellington Street, London, ON, N6A 5B5 • 519-646-5711
 Metcalfe • 1155, rue Metcalfe, Suite 1450, Montréal, QC, H3B 2V6 • 514-879-4825
 Mississauga • 350, Burnhamthorpe road West, Suite 603, Mississauga, ON, L5B 3J1 • 905-272-2799
 Moncton • 735 Main Street, Suite 300, Moncton, NB, E1C 1E5 • 506-857-9926
 Mont Saint-Hilaire • 450 boul. Sir-Wilfrid-Laurier local 208, Mont-St-Hilaire, Qc. J3H 3N9 • 450-467-4770
 Mont-Tremblant • 1104, rue de Saint-Jovite, 2^e étage, Mont-Tremblant, QC, J8E 3J9 • 450-569-3440
 Montréal International • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5576
 Montréal L'Acadie • 9001, boulevard de l'Acadie, Bureau 802, Montréal, QC, H4N 3H5 • 514-389-5506
 North Bay • 680 Cassells Street, Suite 101, North Bay, ON, P1B 4A2 • 705-476-6360
 Oakville • 305 Church Street, Oakville, ON, L6J 7T2 • 905-849-3558
 Oshawa • 575 Thornton Road North, Oshawa, ON, L1J 8L5 • 905-433-0210
 Ottawa • 50 O'Connor Street, Suite 1602, Ottawa, ON, K1P 6L2 • 613-236-0103
 Outremont • 1160, boulevard Laurier Ouest, App. 1, Outremont, QC, H2V 2L5 • 514-276-3532
 Owen Sound • 1717 2nd Ave. E., Suite 202, Owen Sound, ON, N4K 6V4 • 519-372-1277
 Peterborough • 201 George Street North, suite 401, Peterborough, ON, K9J 3G7 • 705-740-1110
 Plessisville • 1719, rue St-Colixte, Plessisville, QC, G6L 1R2 • 819-362-6000
 Kirkland • 16,766 Route Transcanadienne, bureau 503, Kirkland, QC, H9H 4M7 • 514-426-2522
 PVM Montréal • 1, Place Ville-Marie, Bureau 1700, Montréal, QC, H3B 2C1 • 514-879-5200
 Québec • 500, Grande-Allée Est, Bureau 400, Québec, Qc, G1R 2J7 • 418-649-2525
 Québec - Sainte-Foy • Place de la Cité, 2600, boulevard Laurier, Bureau 700, Québec, QC, G1V 4W2 • 418-654-2323
 Red Deer • 4719 48th Avenue, Suite 200, Red Deer, AB, T4N 3T1 • 403-348-2600
 Regina • 2075, Prince Of Wales Drive, Suite 305, Regina, SK, S4V 3A3 • 306-781-0500
 Repentigny • 534, rue Notre-Dame, Bureau 201, Repentigny, QC, J6A 2T8 • 450-582-7001

Richmond • 135-8010 Saba Road, Richmond, BC, V6Y 4B2 • 604-658-8050
 Richmond Hill • 9130 Leslie Street, Suite 200, Richmond Hill, ON, L4B 0B9 • 416-753-4016
 Rimouski • 127, boulevard René-Lepage Est, Bureau 100, Rimouski, QC, G5L 1P1 • 418-721-6767
 Rivière-du-Loup • 10, rue Beaubien, Rivière-du-Loup, QC, G5R 1H7 • 418-867-7900
 Rouyn-Noranda • 104, 8^e rue, Rouyn-Noranda, QC, J9X 2A6 • 819-762-4347
 Saint John • 69 King Street, 2nd floor, St-John, NB, E2L 2B1 • 506-642-1740
 Sainte-Marie-de-Beauce • 249, Du Collège, Bureau 100, Ste-Marie, QC, G6E 3Y1 • 418-387-8155
 Saint-Félicien • 1120, boulevard Sacré-Cœur, Saint-Félicien, QC, G8K 1P7 • 418-679-2684
 Saint-Hyacinthe • 1355, rue Daniel-Johnson Ouest, bureau 4100, Saint-Hyacinthe, QC, J2S 8W7 • 450-774-5354
 Saint-Jean-sur-Richelieu • 395, boul. du Séminaire Nord, Suite 201, Saint-Jean-sur-Richelieu, QC, J3B 8C5 • 450-349-7777
 Saint-Jérôme • 265, rue St-George, Suite 100, Saint-Jérôme, QC, J7Z 5A1 • 450-569-8383
 Saskatoon - 8th St. • 1220 8th Street East, Saskatoon, SK, S7H 0S6 • 306-657-3465
 Sept-Îles • 805, boulevard Laure, Suite 200, Sept-Îles, QC, G4R 1Y6 • 418-962-9154
 Shawinigan • 550 Avenue De la Station, bureau 200, Shawinigan, QC, G9N 1W2 • 819-538-8628
 Sherbrooke • 1802, rue King Ouest, Suite 200, Sherbrooke, QC, J1J 0A2 • 819-566-7212
 Sidney • 2537, Beacon Avenue, Suite 205, Sidney, BC, V8L 1Y3 • 250-657-2200
 Sorel • 26, Pl. Charles-de-Montmagny, Suite 100, Sorel, QC, J3P 7E3 • 450-743-8474
 St. Catharines • 40 King Street, St. Catharines, ON, L2R 3H4 • 905-641-1221
 Sudbury • 10 Elm Street, Suite 501, Sudbury, ON, P3C 1S8 • 705-671-1160
 Thedford Mines • 222, boulevard Frontenac Ouest, bureau 107, Thedford Mines, QC, G6G 6N7 • 418-338-6183
 Thunder Bay • 979, Alloy Dr, Suite 104, Thunder Bay, ON, P7B 5Z8 • 807-683-1777
 Toronto 1 • Exchange Tower, 130 King Street West, Suite 3200, Toronto, ON, M5X 1J9 • 416-869-3707
 Toronto Midtown • 22 St. Clair Ave East, suite 1202, Toronto, ON, M4T 2S5 • 416-507-8870
 Trois-Rivières • 7200, rue Marion, Trois-Rivières, QC, G9A 0A5 • 819-379-0000
 Val d'Or • 840, 3^e avenue, Val d'Or, QC, J9P 1T1 • 819-824-3687
 Valleyfield • 1356, boulevard Monseigneur-Langlois, Valleyfield, QC, J6S 1E3 • 450-370-4656
 Vancouver - PB1859 • 1076 Alberni Street, Suite 201, Vancouver, BC, V6A 1A3 • 778-783-6420
 Vancouver 1 • 475 Howe Street, Suite 3000, Vancouver, BC, V6C 2B3 • 604-623-6777
 Victoria • 700-737 Yates Street, Victoria, BC, V8W 1L6 • 250-953-8400
 Victoriaville • 650, boulevard Jutras Est, Bureau 150, Victoriaville, QC, G6S 1E1 • 819-758-3191
 Waterloo • 180 King Street South, Suite 701, Waterloo, ON, N2J 1P8 • 519-742-9991
 White Rock • 2121 160th Street, Surrey, BC, V3Z 9N6 • 604-541-4925
 Windsor • 1 Riverside Drive West, Suite 600, Windsor, ON, N9A 5K3 • 519-258-5810
 Winnipeg • 1000-400 St. Mary Avenue, Winnipeg, Manitoba, R3C 4K5 • 204-925-2250
 Yorkton • 89 Broadway Street West, Yorkton, SK, S3N 0L9 • 306-782-6450

International

NBF Securities UK

(Regulated by
 The Financial Services Authority)
 70 St. Mary Axe
 London, England EC3A 8BE
 Tél.: 44-207-680-9370
 Tél.: 44-207-488-9379

New York

65 East 55th Street, 31st Floor
 New York, NY 10022
 Tél.: 212-632-8610

National Bank of Canada Financial Inc.

New York

65 East 55th Street, 34th Floor
 New York, NY 10022
 Tél.: 212-546-7500

Membre de

- Bourse de Montréal
- Bourse de Toronto
- Winnipeg Commodities Exchange
- Securities Industry Association
- CNQ
- Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières
- Fonds canadien de protection des épargnants
- Securities Investor Protection Corporation

Bureaux corporatifs

Montréal Financière Banque Nationale

Édifice Sun Life
 1155, rue Metcalfe
 Montréal, QC H3B 4S9
 514 879-2222

Toronto National Bank Financial

The Exchange Tower
 130 King Street West
 4th Floor Podium
 Toronto, ON M5X 1J9
 416 869-3707

Canada (Sans frais)

1 800 361-8838
 1 800 361-9522

United States (Sans frais)

1 800 678-7155

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), courtier en valeurs mobilières canadien, courtier membre de l'OCRCVM et filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto. Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis et ils peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni l'auteur ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation de l'auteur de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas une vérification diligente ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'une interdiction ou d'une restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit, dans quelque territoire que ce soit.

Banque Nationale Marchés financiers est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale inc. et National Bank of Canada Financial Inc.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui ont préparé ces rapports attestent que leurs rapports respectifs reflètent fidèlement leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement ou indirectement liée à des recommandations ou à des points de vue particuliers formulés au sujet de titres ou de sociétés.

FBN rémunère ses analystes de recherche à partir de sources diverses. Le Service de recherche constitue un centre de coûts financé par les activités commerciales de FBN, notamment les Ventes institutionnelles et négociation de titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, le Financement des sociétés. Comme les revenus provenant de ces activités varient, les fonds pour la rémunération de la recherche varient aussi. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : FBN et ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN et ses sociétés affiliées interviennent souvent comme conseillers financiers, prêteurs, placeurs pour compte ou prestataires de services de négociation connexes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou associés peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts propres de FBN et de ses sociétés affiliées.

FBN est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

Résidents du Royaume-Uni : Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placements, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placements.

FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution à des résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la Financial Services and Markets Act 2000). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contreparties ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients du secteur détail, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients du secteur détail ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

La présente information ne doit être distribuée qu'aux contreparties admissibles (Eligible Counterparties) et clients professionnels (Professional Clients) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social ou 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis d'Amérique, National Bank of Canada Financial Inc. (NBCFI) inscrite auprès de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis et de la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). NBCFI agit conformément à une entente 15a-6 avec ses sociétés affiliées canadiennes, FBN et la Banque Nationale du Canada.

Ce rapport a été préparé en tout ou en partie par des analystes de recherche employés par des membres du groupe de NBCFI hors des États-Unis qui ne sont pas inscrits comme courtiers aux États-Unis. Ces analystes de recherche hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de valeurs mobilières détenues dans le compte d'un analyste de recherche.

Toutes les opinions exprimées dans ce rapport de recherche reflètent fidèlement les opinions personnelles des analystes de recherche concernant l'ensemble des valeurs mobilières et des émetteurs en question. Aucune partie de la rémunération des analystes n'a été, n'est ou ne sera, directement ou indirectement, liée aux recommandations ou aux points de vue particuliers qu'ils ont exprimés dans cette étude. L'analyste responsable de la production de ce rapport atteste que les opinions exprimées dans les présentes reflètent exactement son appréciation personnelle et technique au moment de la publication.

Comme les opinions des analystes peuvent différer, des membres du Groupe Financière Banque Nationale peuvent avoir publié ou pourraient publier à l'avenir des rapports qui ne concordent pas avec ce rapport-ci ou qui parviennent à des conclusions différentes de celles de ce rapport-ci. Pour tout renseignement supplémentaire concernant ce rapport, les résidents des États-Unis devraient s'adresser à leur représentant inscrit de NBFC.

Résidents de Hong Kong : En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance de Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de contrats, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments.

Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) ni commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, le consentement préalable et écrit de la FBN.