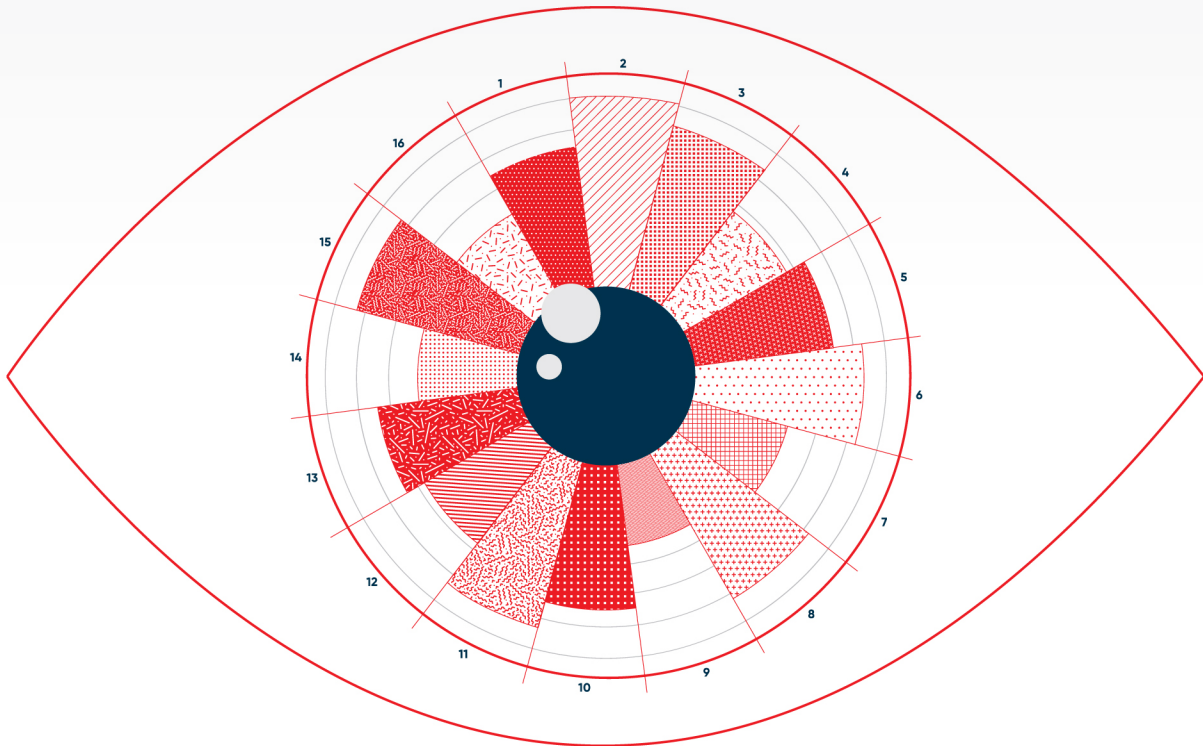


Vision



Mensuel économique
et financier

Février 2021

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

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

Analyse technique

Dennis Mark 416 869-7427

Banques et assurances

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

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

FNB et produits financiers

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

Immobilier

Matt Kornack 416 507-8104
Adjoint: Hussam Maqbool 416 507-8108
Adjoint: Ahmed Shethwala 416 507-8102

Tal Woolley 416 507-8009
Adjoint: Eric Kim 416 869-7566

Métaux et minerais

Don DeMarco 416 869-7572
Adjoint: 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: Jonathan Egilo 416 507-8177
Adjoint: Rabi Nizami 416 869-7925

Pétrole et gaz

› Moyennes sociétés et services pétroliers

Dan Payne 403 290-5441
Adjoint: Anthony Linton 416 507-9054
Adjoint: Baltej Sidhu 403 290-5627

› Grandes capitalisations

Travis Wood 403 290-5102
Adjoint: Logan Fisher 403 441-0933
Adjoint: Andrew Nguyen 403 290-5445

Pipelines, services publics et infrastructures

Patrick Kenny 403 290-5451
Adjoint: Zach Warnock 403 355-6643

Produits industriels

Maxim Sytchev 416 869-6517
Adjointe: Alizeh Haider 416 869-7937
Adjoint: Troy Sun 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

Greg Colman 416 869-6775
Adjoint: Michael Story-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

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

Technologies propres et développement durable

Rupert Merer 416 869-8008
Adjoint: Hassaan Khan 416 869-7538
Associate: 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: Albert Matousek 514 390-7825

Administration

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

Tanya Bouchard 416 869-7934
Analyste superviseure

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	04
L'économie	06
Taux d'intérêt et marché obligataire	17
Marché boursier et stratégie de portefeuille	23
Analyse technique	30
Analyse sectorielle	37
› Liste de sélections FBN	38
› Glossaire des tableaux des analystes	39
› Recommandations des analystes	40
› Liste alphabétique des sociétés	67

Points saillants



Stéphane Marion

Économiste et stratège en chef
514 879-3781

Économie

- › Après des hausses marquées fin 2020/début 2021, le nombre de nouveaux cas d'infection au coronavirus semble maintenant à la baisse dans diverses régions du monde. Si cette tendance se maintient, plusieurs pays devraient pouvoir relâcher certaines mesures de distanciation sociale dans les prochaines semaines. Cela permettrait une reprise plus complète de l'activité économique au deuxième trimestre. Un retour à la normale n'est toutefois pas dans les cartes à court terme. Rappelons que plusieurs pays sont maintenant aux prises avec des variants du virus plus contagieux. Les autorités en place devront donc faire preuve de prudence pour éviter un autre sursaut de la pandémie. Le déploiement de vaccins à grande échelle pourrait changer la donne, mais la campagne d'immunisation piétine à l'heure actuelle sur la planète. Ces retards pèseront évidemment sur la croissance à court terme, mais moins que par le passé. Après un premier semestre en dents de scie, l'économie mondiale devrait se raffermir au deuxième, à condition bien sûr que le déploiement des vaccins se déroule sans trop d'anicroches. Étant donné la bonification des mesures fiscales aux États-Unis et au Japon nous avons rehaussé notre prévision de croissance pour l'économie mondiale en 2021 (de 5.4% à 5.5%) et en 2022 (de 4.2% à 4.4%).
 - › Malgré la récente diminution des cas de COVID-19 aux États-Unis, le pays reste aux prises avec une grave crise sanitaire. Force est d'admettre, toutefois, que les impacts économiques de la pandémie sont moindres qu'ailleurs sur la planète, toutes proportions gardées. En effet, malgré une flambée d'infections au dernier trimestre de l'année, le PIB américain a enregistré une croissance de 4.0% en termes annualisés. Suite à ce gain, la production se situait à 2.5% en dessous de son niveau d'avant crise, chiffre qui se compare avantageusement aux écarts observés dans d'autres économies avancées. L'élément principal qui explique la bonne tenue de l'économie américaine est la réponse budgétaire de Washington. Quelques semaines seulement après que le président Trump eut apposé sa signature sur un plan de relance d'une valeur \$900 milliards, la nouvelle administration promet déjà une nouvelle enveloppe totalisant \$1,900 milliards. Dans l'attente des détails du nouveau plan de stimulation budgétaire, nous avons augmenté notre prévision de croissance pour 2021 de 3.8% à 5.2%. Notre estimation pour 2022 a aussi été rehaussée, de 3.5% à 4.3%.
 - › Les plus récentes mesures sanitaires ont porté fruit au Canada, les cas de COVID-19 qui surchargeaient les hôpitaux ayant repris une tendance à la baisse. La maîtrise de la pandémie ne s'est toutefois pas faite sans heurts pour l'économie. Le marché du travail a perdu pas moins de 266K emplois au cours des deux derniers mois, annulant tous les progrès enregistrés depuis le mois d'août. Toutefois, si l'on exclut tous les secteurs directement touchés par les confinements, l'emploi restait en hausse en janvier. Autre point positif du rapport, l'emploi à temps plein demeurait résilient et a enregistré une nouvelle progression pendant le mois, portant à neuf mois la séquence actuelle de gains consécutifs. Nous ne sommes donc pas préoccupés outre mesure par ce passage à vide temporaire attribuable aux mesures sanitaires qui ne semble pas avoir de répercussions au-delà des secteurs directement concernés. La baisse du nombre de nouveaux cas au pays permet d'anticiper un assouplissement des mesures sanitaires à brève échéance. Dans ce contexte, nous avons décidé de relever notre scénario de croissance pour 2021 à 4.2% (préalablement à 3.7%), la contraction au premier trimestre pouvant être moins prononcée qu'anticipé si l'on se fie à la résilience des heures travaillées en janvier. Les perspectives de croissance pour le reste de l'année semblent également plus reluisantes alors que le Canada devrait bénéficier indirectement des largesses du gouvernement américain via les exportations.
- ## Taux d'intérêt et devise
- › Nous continuons de nous attendre à une réduction à court terme des achats de la BdC à \$3 milliards par semaine. Avec un premier trimestre faible marqué par des pertes d'emplois sous l'effet d'une deuxième série de confinements imposés par les gouvernements, la réunion de politique monétaire de mars n'est sans doute pas le meilleur moment pour mettre en place cette réduction. Cela dit, en avril, nous pensons que le plus fort du ralentissement de 2021 sera passé, que les provinces auront suffisamment remis leurs économies en marche pour que l'embauche reprenne et que la BdC disposera des chiffres qu'il lui faut pour baisser le régime de l'assouplissement quantitatif sans trop de contrecoups ou de confusion du côté des observateurs.
 - › Si un allègement modeste est possible, la BdC ne procédera sans doute pas à des changements suffisamment importants pour résoudre les problèmes des taux à court terme. De fait, les taux d'intérêt à court terme inférieurs à la cible sont simplement un effet secondaire de la réponse par la politique monétaire non conventionnelle de la Banque. En attendant que l'assouplissement quantitatif soit réduit de manière conséquente ou éliminé, ces anomalies à l'extrémité rapprochée de la courbe continueront probablement sous une forme ou une autre.
 - › De l'avis de Jerome Powell, l'inflation montera à 2% d'ici quelques mois grâce à l'effet de base d'une inflation annihilée au plus fort de la pandémie, mais cela sera temporaire. Et toute inflation provoquée par la libération de la demande comprimée au moment de la remise en marche plus complète de l'économie sera probablement passagère. Cependant, c'est sur ce point que nous, et de plus en plus le marché plus large, ne sommes pas d'accord.
 - › Compte tenu du discours prudent de la présidente Christine Lagarde et considérant les perspectives de croissance plus prometteuses aux États-Unis, nous nous attendons à ce que la BCE reste nettement en retard par rapport à la Fed en ce qui concerne la normalisation de la politique monétaire. D'ici là, la BCE veillera à garder toutes ses options pour assurer une reprise solide dans la zone de la monnaie unique.
 - › La performance du dollar canadien de ces dernières semaines évolue comme nous l'avions prévu. Nous continuons de penser que le CAD faiblira modestement pendant le mois de mars avant de se ressaisir au 2T quand la Banque du Canada réduira la voilure de son programme d'assouplissement quantitatif et que les prix des matières premières et denrées se renforceront. Notre cible pour la fin de 2021 reste à CA\$1.20 pour 1 USD.

Points saillants

Répartition des actifs et marché boursier

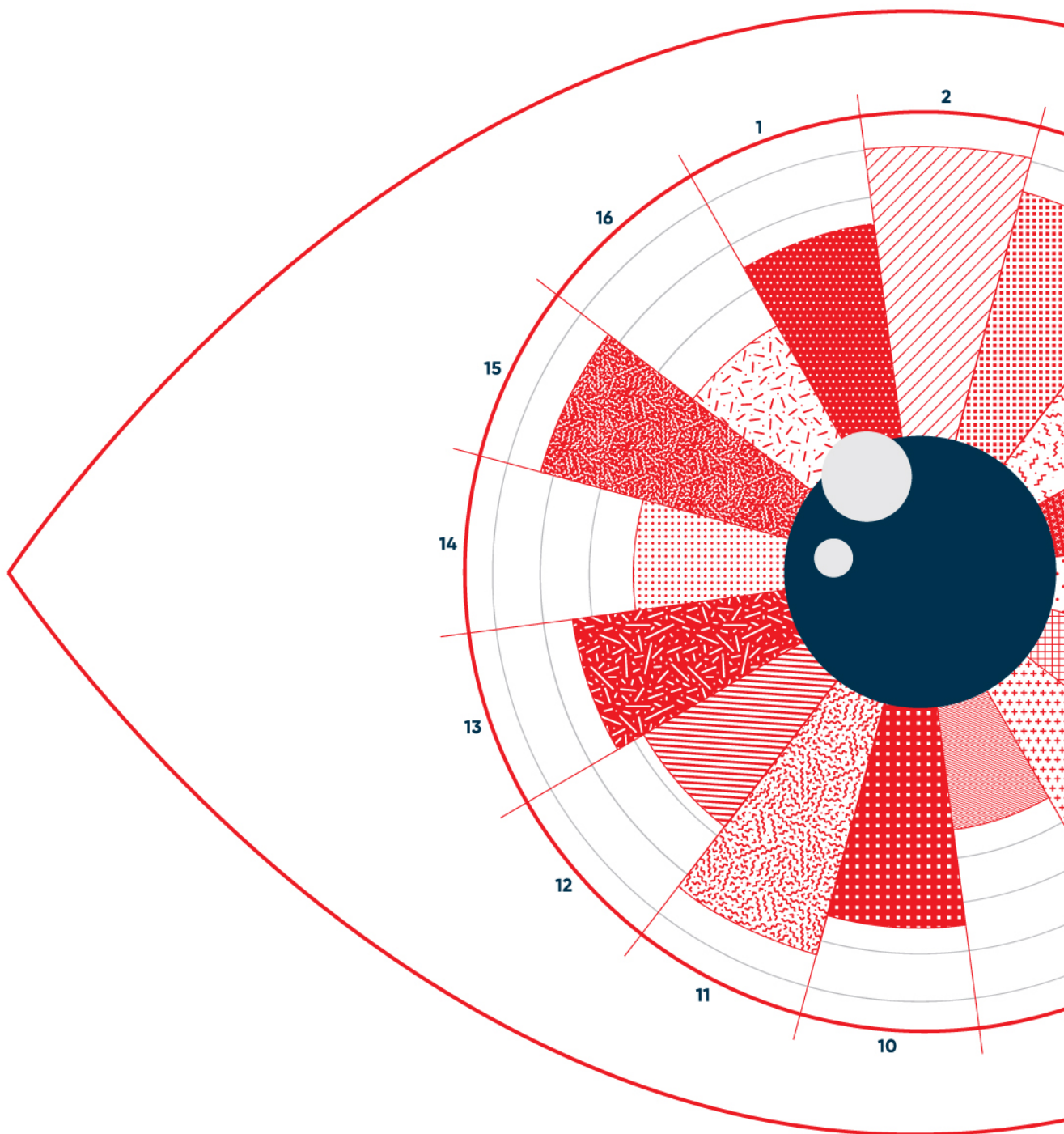
- Après avoir bondi de la ligne de départ au début de janvier, l'indice MSCI Monde (tous pays) a trébuché à la fin du mois quand une confrontation entre des petits investisseurs et des fonds de couverture a révélé l'existence d'immenses positions spéculatives jugées insoutenables sur les actions de certaines sociétés (dont Gamestop). La situation financière s'est normalisée depuis, les dommages collatéraux ont été limités.
- Parmi les principales régions du monde, nous constatons que les marchés émergents se démarquent grâce à un bond époustouflant de 10.2% depuis le début de l'année de leur segment Asie. Les programmes d'aide monétaires et budgétaires portés à soutenir les dépenses des ménages des économies de l'OCDE ont été une aubaine pour les économies des MÉ qui produisent le plus gros des marchandises fabriquées au monde. D'ailleurs, les économies des MÉ sont entrées dans la phase d'expansion du cycle économique alors que celles de l'OCDE en sont encore à la phase de reprise.
- Le nouveau président américain Biden entrevoit faire passer un programme d'aide et de relance de \$1,900 milliards au cours des prochains mois. Si la Réserve fédérale peut maintenir son rythme actuel de détente monétaire, les taux d'intérêt réels resteront négatifs dans un avenir prévisible et aideront à soutenir la reprise économique et les ratios C/B qui sont plus élevés que la norme historique, à supposer que les révisions des bénéfices restent positives comme c'est le cas maintenant.
- Mais la taille du programme de soutien Biden pourrait compliquer les choses si les attentes d'inflation ne se stabilisent pas bientôt et font monter les taux des obligations du Trésor de 10 ans bien au-dessus du rendement en dividende de l'indice S&P 500 de 1.5%.
- L'indice S&P/TSX de référence canadien continue de bien se comporter au début de 2021 ayant atteint un nouveau record le 5 février. Malgré l'ascension récente des actions canadiennes, le ratio C/B prévisionnel de 12 mois de l'indice S&P/TSX reste bien en dessous de celui de l'indice S&P 500 – 17 contre 23. Nous nous attendons à ce que cet écart de valorisation – le plus important à ce jour – diminue au cours des prochains mois.
- Nous ajustons notre répartition des actifs ce mois-ci par anticipation d'un programme de soutien budgétaire beaucoup plus important que ce que nous avons prévu aux États-Unis et d'une réduction tangible des nouveaux cas de COVID. Nous augmentons notre exposition aux marchés des actions en réduisant notre part de liquidités, qui, de surpondérée, passe à sous-pondérée. Le produit est redéployé vers les marchés émergents où nous pensons que les perspectives de croissance et les valorisations restent intéressantes.
- Nous modifions notre répartition sectorielle pour le S&P/TSX ce mois-ci en faisant passer notre recommandation de pondération neutre à une surpondération l'emballage et les aurifères. L'industrie du bois passe d'une sous-pondération à pondération neutre. Les services aux collectivités voient leur pondération réduite d'une pondération neutre à une sous-pondération.

Rotation sectorielle FBN

Secteurs du S&P/TSX	Pondération*	Recommandation	Variation
Énergie	11.7	Équipondérer	
Matériaux	13.1	Surpondérer	↑
Industrie	12.2	Équipondérer	
Consommation discrétionnaire	3.9	Équipondérer	
Consommation de base	3.6	Équipondérer	
Santé	1.7	Équipondérer	
Finance	29.8	Surpondérer	
Technologies de l'information	11.0	Sous-pondérer	
Services de télécommunications	4.9	Équipondérer	
Services publics	5.1	Équipondérer	
Immobilier	3.1	Sous-pondérer	
Total	100		

* Au 05 Février 2021

L'économie



L'économie



Matthieu Arseneau
Chef économiste adjoint
514 879-2252



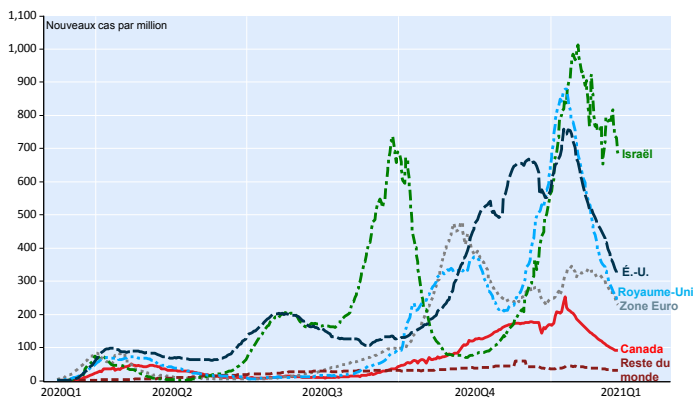
Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693

Monde : Une relance à la carte

Comme nous en avons maintenant l'habitude, nous commençons cette édition du *Mensuel économique* par une mise à jour de la situation épidémiologique. Après des hausses marquées fin 2020/début 2021, le nombre de nouveaux cas d'infection au coronavirus semble maintenant à la baisse dans diverses régions du monde. Si cette tendance se maintient, plusieurs pays devraient pouvoir relâcher certaines mesures de distanciation sociale dans les prochaines semaines. Cela permettrait une reprise plus complète de l'activité économique au deuxième trimestre.

Monde : La deuxième/troisième vague s'essouffle peu à peu

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

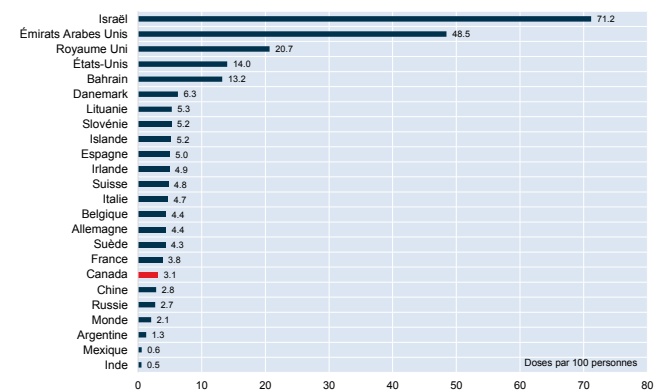


FBN Économie et Stratégie (données de <https://coronavirus.jhu.edu/map.html>)

Un retour à la normale n'est toutefois pas dans les cartes à court terme. Rappelons que plusieurs pays sont maintenant aux prises avec des variants du virus plus contagieux. Les autorités en place devront donc faire preuve de prudence pour éviter un autre sursaut de la pandémie. Le déploiement de vaccins à grande échelle pourrait changer la donne, mais la campagne d'immunisation piétine à l'heure actuelle sur la planète.

Monde: La campagne de vaccination piétine

Nombre de doses uniques de vaccin contre la COVID-19 administrées par 100 personnes



FBN Économie et Stratégie (données de <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>)

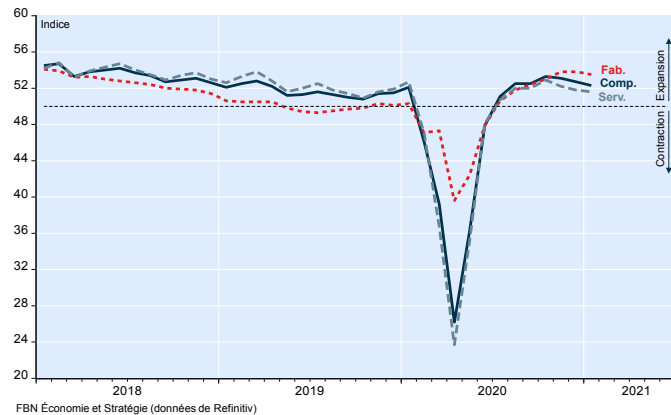
Quelques pays font bonne figure, notamment Israël, le Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, les États-Unis, mais même dans ces cas, les niveaux d'immunisation demeurent loin des seuils requis pour enrayer complètement la propagation du virus. Ailleurs, la campagne de vaccination est à peine commencée et bute contre de nouveaux obstacles. C'est que Pfizer/BioNTech et AstraZeneca ont annoncé une diminution de leurs livraisons à cause de retards de leurs chaînes de production. Ces délais laissent croire que beaucoup de pays avancés devront attendre la deuxième moitié de l'année avant de pouvoir bénéficier des avantages liés à l'immunité collective. Dans les pays émergents, l'attente sera encore plus longue, ces derniers étant moins bien positionnés sur le plan de l'approvisionnement.

Les mesures sanitaires maintenues en raison de ces retards pèseront évidemment sur la croissance à court terme, mais moins que par le passé. Beaucoup d'industries sont maintenant en mesure de maintenir un niveau de production élevé tout en respectant des règles de distanciation strictes. C'est ce qui explique que l'indice PMI composé mondial compilé par Markit/JPMorgan soit resté confortablement en zone d'expansion en janvier, et ce malgré la détérioration de la situation sanitaire dans plusieurs régions. Le secteur des services a certes connu un ralentissement de la croissance plus important, mais rien de comparable à l'effondrement du printemps dernier.

L'économie

Monde : Le secteur privé poursuit son expansion malgré la COVID-19

Indice PMI Markit/JPMorgan composé. Dernière observation : janvier 2021



La relance économique mondiale devrait donc se poursuivre dans la première moitié de 2021, mais sa vigueur variera considérablement d'un pays à l'autre en fonction des taux de propagation de la maladie, de la capacité des systèmes hospitaliers à traiter les personnes atteintes et de l'efficacité du soutien budgétaire et monétaire. À une extrémité du spectre, la Chine devrait continuer de se démarquer, soutenue par une forte demande étrangère pour ses produits d'exportation.

Monde : Le solide rebond des échanges internationaux sourit à la Chine

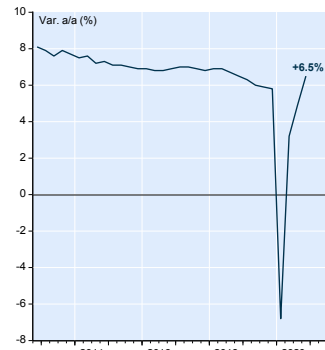
Volume d'échanges depuis le début de la récession. Dernière observation pour 2020 : Novembre



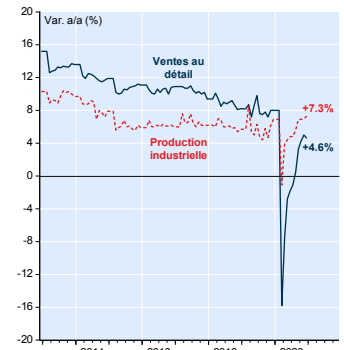
Déjà au T4, l'économie chinoise semblait presque complètement remise du choc de la COVID-19, le PIB réel affichant une hausse de 6.5% a/a, un taux de croissance supérieur à ceux observés avant la pandémie. Sur l'année entière, le PIB a crû de 2.3%, faisant de la Chine la seule grande économie à enregistrer une expansion en 2020. En supposant que la pandémie demeure sous contrôle sur son territoire et que la demande extérieure reste forte, l'Empire du Milieu devrait à nouveau agir comme le moteur de la croissance mondiale en 2021; nous prévoyons une croissance de 8.3% sur l'ensemble de l'année.

Chine : Reprise en « V » de l'économie

PIB réel, données trimestrielles



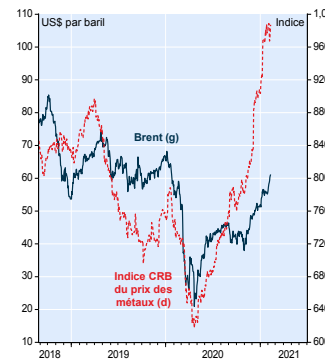
Production industrielle et ventes au détail, données mensuelles



Les autres pays émergents pourraient se remettre plus lentement de la crise. Encore là, le redressement risque d'être inégal. Les pays très tributaires du tourisme pourraient continuer de souffrir, alors que ceux dépendant des ressources naturelles devraient bénéficier de la hausse récente du prix des matières premières. Presque partout, la dépréciation du billet vert permettra de souffler un peu, en réduisant les coûts du service de la dette libellée en dollar U.S. Rappelons que, comme celles de l'ensemble de la planète, les finances publiques des pays émergents ont été durement touchées.

Monde : Regain de vie dans certains pays émergents en 2021?

Indice CRB du prix des métaux et prix du pétrole Brent

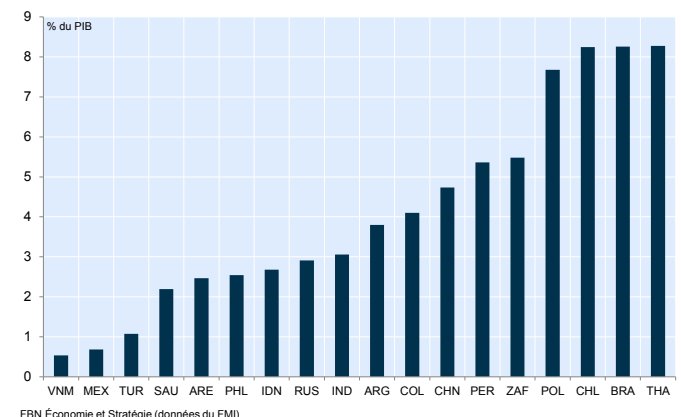


Dollar américain pondéré en fonction des échanges commerciaux



Monde : La pandémie exerce une pression sur les finances publiques

Impact financier de la pandémie, dépenses additionnelles et manque à gagner, pays émergents sélectionnés

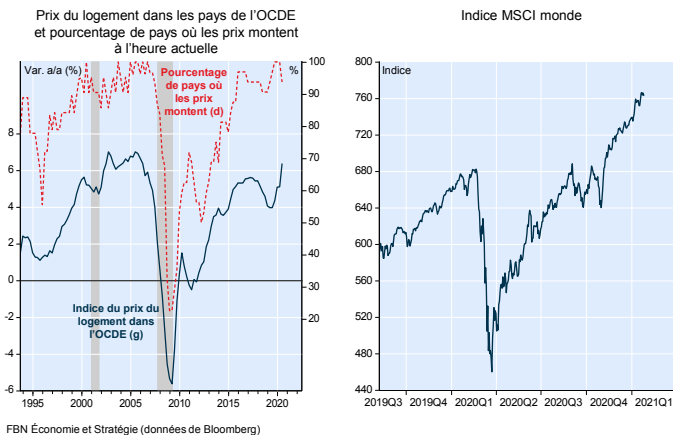


L'économie

La zone euro, pour sa part, devrait rester à la traîne, ralentie par un nombre de cas élevé et une réponse budgétaire moins imposante que celle déployée en Amérique du Nord. Après la contraction du PIB au T4 (-0.7% t/t), une récession à double creux semble presque inévitable dans la zone de la monnaie unique.

Après un premier semestre en dents de scie, l'économie mondiale devrait se raffermir au deuxième, à condition bien sûr que le déploiement des vaccins se déroule sans trop d'anicroches. Un meilleur contrôle de la pandémie permettra alors aux ménages des économies avancées de déployer l'épargne substantielle qu'ils ont accumulée pendant le confinement. Un grand groupe de consommateurs bénéficiera aussi d'un effet de richesse important, les politiques ultra-accommodantes des banques centrales ayant entraîné une augmentation de la valeur de nombreux actifs, dont l'immobilier et les actions.

Monde : Un effet de richesse substantiel dans les économies avancées



Étant donné la bonification des mesures fiscales aux États-Unis (voir plus bas) et au Japon nous avons rehaussé notre prévision de croissance pour l'économie mondiale en 2021 (de 5.4% à 5.5%) et en 2022 (de 4.2% à 4.4%).

Perspectives mondiales			
	2020	2021	2022
Économies avancées	-4.8	4.4	3.8
États-Unis	-3.5	5.2	4.3
Zone euro	-6.8	4.3	3.8
Japon	-4.9	2.7	2.3
Royaume-Uni	-10.0	4.4	5.2
Canada	-5.4	4.2	4.3
Australie	-4.0	3.2	2.9
Corée du Sud	-1.0	3.0	3.0
Économies émergentes	-2.4	6.3	4.9
Chine	2.3	8.3	5.4
Inde	-8.0	11.0	6.7
Mexique	-8.5	4.0	2.6
Bésil	-4.5	3.5	2.6
Russie	-3.1	2.9	3.3
Monde	-3.4	5.5	4.4

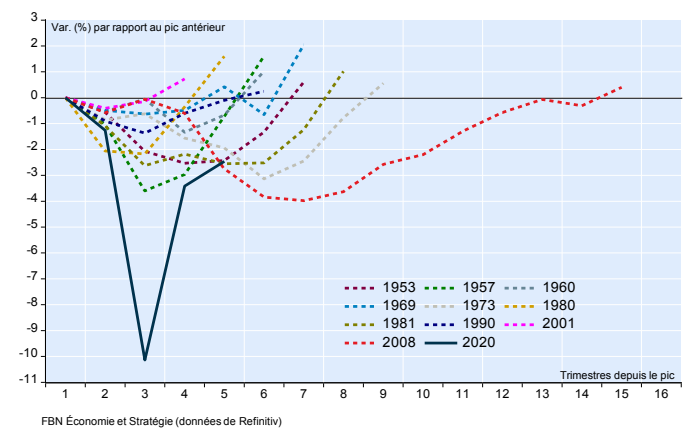
FBN Économie et Stratégie (données FBN et Consensus Economics)

États-Unis : Washington ouvre les vannes... encore

Malgré la récente diminution des cas de COVID-19 aux États-Unis, le pays reste aux prises avec une grave crise sanitaire. Force est d'admettre, toutefois, que les impacts économiques de la pandémie sont moindres qu'ailleurs sur la planète, toutes proportions gardées. En effet, malgré une flambée d'infections au dernier trimestre de l'année, le PIB américain a enregistré une croissance de 4.0% en termes annualisés. Suite à ce gain, la production se situait à 2.5% en dessous de son niveau d'avant crise, chiffre qui se compare avantageusement aux écarts observés dans d'autres économies avancées.

États-Unis : Le PIB poursuit son rebond au T4

PIB réel, variations (%) par rapport au pic antérieur

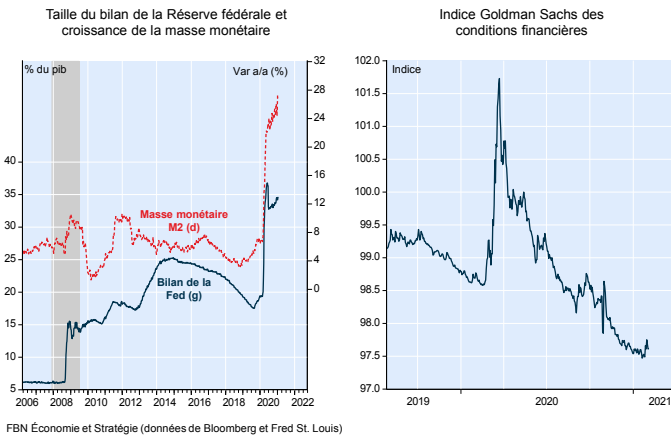


Qu'est-ce qui explique que l'économie ait pu garder le cap malgré l'un des pires bilans épidémiologiques au monde? Mentionnons d'abord l'attitude plutôt permissive des autorités américaines. Sauf dans quelques régions, les mesures de confinement sont restées plutôt sommaires et ce, même au pire de la crise. Cette approche a permis de maintenir un plus grand niveau d'activité, mais a aussi résulté en un nombre de morts beaucoup plus élevé. L'arrivée de Joe Biden à la présidence pourrait se traduire par des mesures sanitaires plus strictes, mais celles-ci devraient être temporaires et relativement bénignes compte tenu de la campagne de vaccination en cours.

La Réserve fédérale a aussi mis l'épaule à la roue en réduisant les taux directeurs à leur valeur plancher et en mettant en branle un vaste programme d'assouplissement quantitatif. L'afflux massif de liquidités qui a résulté de ces actions a permis une rapide amélioration des conditions financières.

L'économie

États-Unis : La Fed met l'épaule à la roue

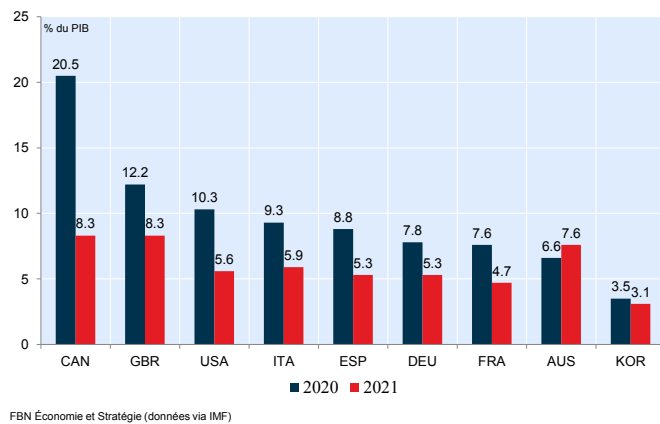


La nature de la crise a aussi décuplé l'impact des mesures de la Réserve fédérale. Rappelons que la dernière récession avait été accompagnée d'une crise du crédit. Une bonne part de l'argent injecté par la Fed avait alors servi à stabiliser le bilan des banques et n'était jamais parvenue aux entreprises et aux particuliers. Les institutions financières américaines étaient en bien meilleure posture quand la COVID-19 a frappé les États-Unis, situation qui leur permet maintenant d'agir comme une courroie de transmission entre la Fed et le secteur privé.

Le dernier élément qui explique la bonne tenue de l'économie américaine est la réponse budgétaire de Washington. Déjà en janvier, l'aide fiscale mise de l'avant par les administrations publiques américaines était l'une des plus imposantes selon le FMI. Et ce support pourrait bientôt être renforcé.

États-Unis: Washington à la rescousse

Variations du déficit des administrations publiques par rapport à 2019 (% du PIB)



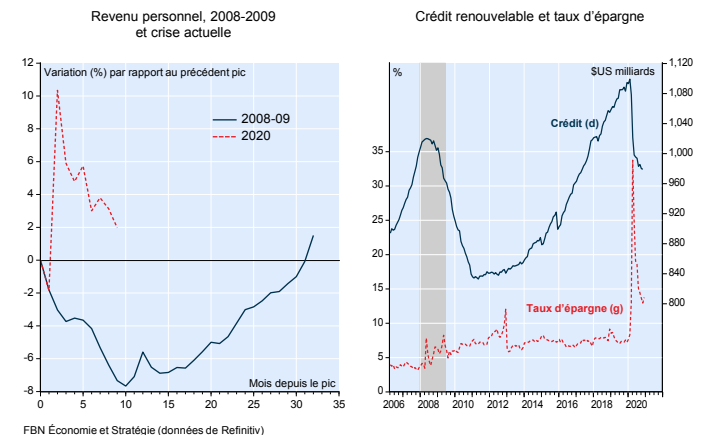
En effet, quelques semaines seulement après que le président Trump eut apposé sa signature sur un plan de relance d'une valeur \$900 milliards, la nouvelle administration promet déjà une nouvelle enveloppe totalisant \$1,900 milliards. Cela porterait l'effort budgétaire total de Washington depuis le début de la crise à plus de \$5,000 milliards. À titre de comparaison, les mesures de stimulation adoptées en 2008-2009 se chiffraient à environ \$750 milliards.

Les détails du plan Biden demeurent toutefois en discussion au Congrès. Bien que le soutien des républicains ne soit pas absolument nécessaire – plusieurs des mesures proposées pourraient être adoptées à la majorité simple au Congrès –, nous croyons que les démocrates chercheront tout de même à obtenir l'appui d'au moins quelques-uns de leurs collègues de l'autre côté de la Chambre. Pour ce faire, le camp Biden n'aura d'autre choix que de restreindre ses demandes. Un plan de \$1,000-\$1,500 milliards nous semble possible dans ce contexte.

D'un point de vue purement mathématique, il va sans dire qu'une nouvelle enveloppe budgétaire permettrait de raffermir ce qui s'annonce déjà comme une solide deuxième moitié d'année. Mais au-delà du désir des autorités d'effacer les effets de la crise le plus rapidement possible, des questions se posent quant à la manière dont l'aide fédérale est déployée à l'heure actuelle. Loin de nous l'idée de suggérer que l'économie américaine puisse se passer du soutien de Washington. Après tout, 10 millions d'Américains ayant perdu leur gagne-pain pendant la crise cherchent toujours du travail. Dans ce contexte, les extensions/bonifications de l'assurance chômage sont une priorité. Les sommes débloquées pour la santé et la vaccination sont aussi bienvenues puisqu'elles aideront le pays à atteindre l'immunité de masse plus rapidement.

L'utilité d'une nouvelle ronde de chèques aux ménages (le plan Biden propose un chèque \$1,400 additionnel), par contre, nous apparaît plus discutable. Il est vrai que, en faisant augmenter le revenu des particuliers, ce type de transferts a contribué à soutenir la consommation des ménages ces derniers mois. Les sommes offertes par le gouvernement ont aussi permis à beaucoup d'Américains de rembourser leurs dettes. C'est du moins ce que suggère la hausse importante du taux d'épargne et la baisse marquée du crédit renouvelable (principalement des dettes de cartes de crédit) depuis le début de la crise. Un recul similaire du crédit avait déjà été observé durant la Grande récession mais, à l'époque, la baisse avait été engendrée par un resserrement drastique des conditions de crédit.

États-Unis : Hausse du revenu, baisse du crédit



La question est de savoir si ces retombées positives en valent la chandelle. L'envoi de chèques aux ménages est extrêmement coûteux et n'offre pas un bon retour sur l'investissement pour le gouvernement, une bonne partie des bénéficiaires préférant consacrer ces montants à l'épargne plutôt qu'à la consommation.

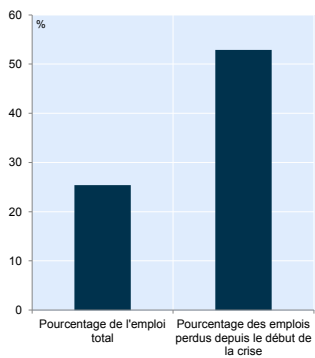
L'économie

Certes, une partie de l'épargne excédentaire pourrait être dépensée ultérieurement, mais il n'est pas clair que l'économie aura besoin d'un coup de pouce additionnel plus tard cette année ou en 2022.

Pour maximiser son impact (augmenter l'effet multiplicateur de ses mesures de stimulation en langage d'économistes), le gouvernement devrait focaliser ses efforts sur les groupes les plus durement touchés par la crise, c'est-à-dire les personnes qui travaillent dans des secteurs où les contacts physiques sont essentiels, les personnes à plus faible revenu et les personnes ayant un niveau d'études moins élevé.

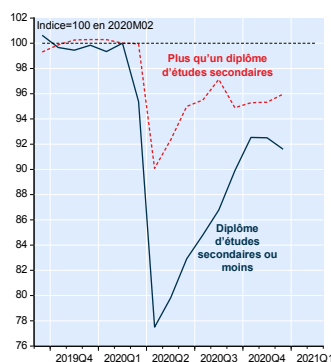
États-Unis : La crise frappe certains groupes plus durement que d'autres

Emplois dans les secteurs de l'éducation/soins de santé et des loisirs/hébergement



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

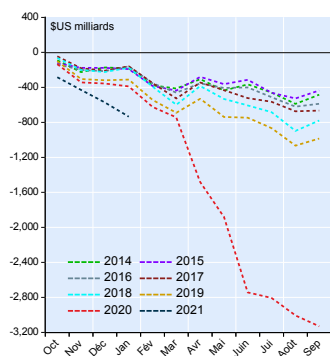
Emplois par niveau de scolarité



Malgré les quelques lacunes du programme d'aide fédéral, Washington fait bien de garder les vannes budgétaires grand ouvertes. Il faudra un jour que le gouvernement élabore des stratégies pour réduire le déficit, mais ce jour n'est pas encore arrivé. À court terme, la baisse des taux d'intérêt compensera amplement l'augmentation de la dette gouvernementale. Comme le FMI s'efforce de le dire depuis le début de la crise, les risques associés à une réponse budgétaire insuffisante sont plus préoccupants à l'heure actuelle que les risques qui découleraient d'une éventuelle surchauffe de l'économie.

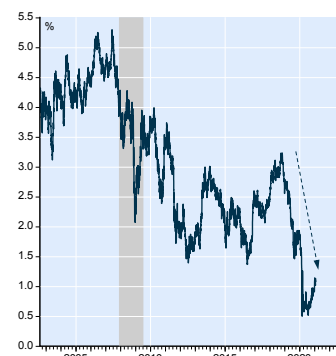
États-Unis : Hausse du déficit compensée par la baisse des taux d'intérêt

Déficit fédéral, cumulatif par année financière (octobre à septembre)



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg et Refinitiv)

Taux d'intérêt, obligations du Trésor de 10 ans



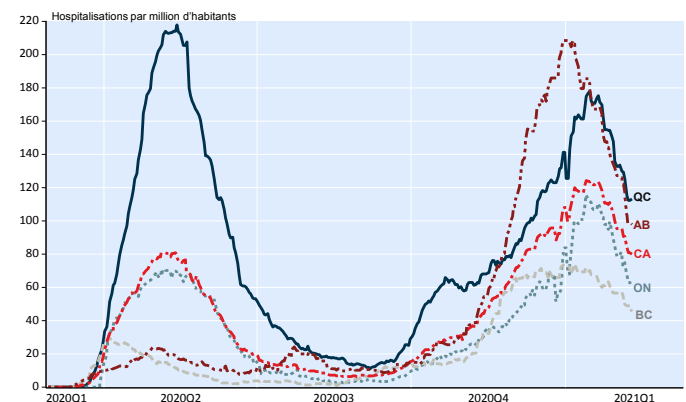
Dans l'attente des détails du nouveau plan de stimulation budgétaire, nous avons augmenté notre prévision de croissance pour 2021 de 3.8% à 5.2%. Notre estimation pour 2022 a aussi été rehaussée, de 3.5% à 4.3%.

Canada : Deuxième vague maîtrisée

Les plus récentes mesures sanitaires ont porté fruit, les cas de COVID-19 qui surchargeaient les hôpitaux ayant repris une tendance à la baisse. En Ontario, les restrictions déjà en place dans de nombreuses régions du sud – notamment la fermeture des commerces de détail non essentiels – ont été étendues au reste de la province. Au Québec, on a décrété la fermeture des commerces non essentiels et un couvre-feu affectant les heures d'ouverture des entreprises. Autrement dit, la maîtrise de la pandémie ne s'est pas faite sans heurts pour l'économie.

Canada: Hospitalisations en cours liées à la COVID-19

Hospitalisations par million d'habitants

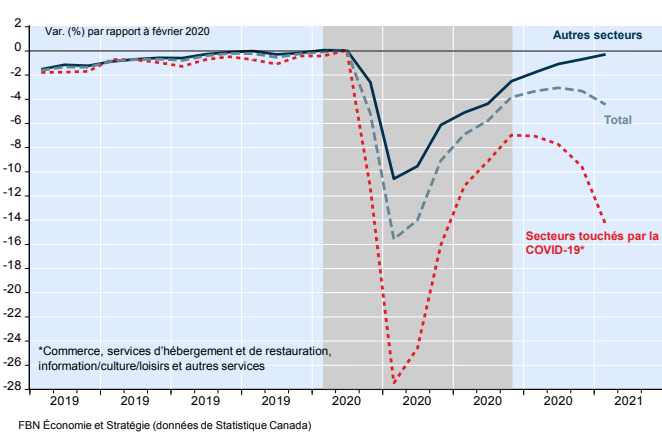


FBN Économie et Stratégie (données de INSPQ, Radio Canada <https://ici.radio-canada.ca/info/2020/coronavirus-covid-19-pandemie-cas-carte-maladie-symptomes-propagation/>)

En conséquence, le marché du travail au Canada a perdu 266K emplois au cours des deux derniers mois, annulant tous les progrès enregistrés depuis le mois d'août. En janvier, l'Ontario a enregistré une contraction de 154K alors que le Québec affichait un recul de 98K. Cela dit, toutes les autres provinces à l'exception de Terre-Neuve-et-Labrador ont enregistré des gains durant le mois. À l'échelle nationale, si l'on exclut tous les secteurs directement touchés par les confinements, l'emploi restait en hausse en janvier. Autre point positif du rapport, l'emploi à temps plein demeurait résilient et a enregistré une nouvelle progression pendant le mois, portant à neuf mois la séquence actuelle de gains consécutifs.

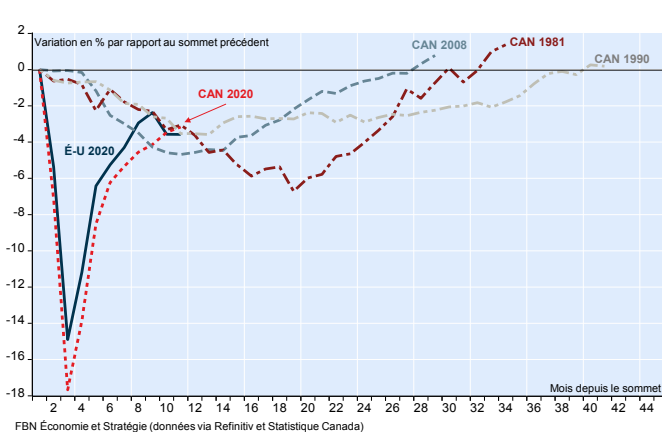
L'économie

Canada: Les pertes limitées aux secteurs touchés par les fermetures



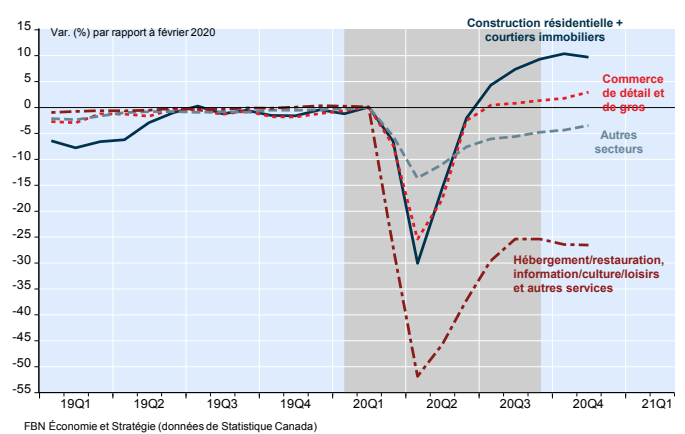
Nous ne sommes donc pas préoccupés outre mesure par ce passage à vide temporaire attribuable aux mesures sanitaires qui ne semble pas avoir de répercussions au-delà des secteurs directement concernés. La baisse du nombre de nouveaux cas au Canada permet d'anticiper un assouplissement des mesures sanitaires à brève échéance. Le Québec a déjà annoncé la réouverture des commerces non essentiels et l'Ontario emboîte également le pas. L'arrivée de vaccins efficaces contre le virus de la COVID-19 en fin d'année dernière a stimulé la confiance des entreprises ce qui laisse présager un solide rebond de l'emploi et de l'économie quand la pandémie sera sous contrôle. D'ailleurs, l'économie affichait une dynamique fort enviable jusqu'au mois de décembre. Le PIB réel a poursuivi sa reprise en novembre, gagnant 0.7% m/m et l'estimation préliminaire indique une croissance de 0.3% en décembre. Ces résultats corroborent notre opinion selon laquelle la croissance pourrait s'établir à environ 7% en rythme annualisé au quatrième trimestre, soit de loin la meilleure performance des pays du G7.

Canada: En avance par rapport aux États-Unis en décembre



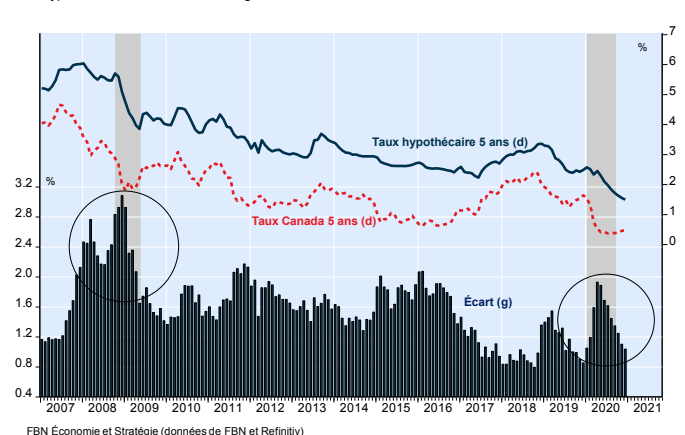
Malgré une performance solide, la reprise économique reste très inégale. Par exemple, la production du secteur hébergement et services de restauration était en novembre toujours inférieure de 33.1% aux niveaux d'avant la pandémie, tandis que celle des arts, spectacles et loisirs s'inscrivait à 48% en deçà du niveau de février 2020. Par contre, plusieurs secteurs tirent leur épingle du jeu dans le contexte actuel. Les gouvernements ont pallié la faiblesse du marché du travail avec des programmes de soutien des revenus fort généreux qui soulagent le commerce de détail et de gros. Mais la performance la plus spectaculaire en ce moment est sans contredit celle des secteurs reliés à l'immobilier résidentiel dont le niveau d'activité se situe à 9,6% au-dessus du niveau de février.

Canada: Des reprises à vitesses variables



La politique ultra-accommodante des banques centrales a contribué à stimuler ce secteur fortement sensible aux taux d'intérêt. Contrairement à ce qu'on a pu observer lors de la crise financière de 2008-2009, l'action des décideurs politiques a permis une diminution du stress financier qui s'est traduite par une compression rapide de l'écart entre le taux hypothécaire et le taux des obligations gouvernementales de 5 ans. La transmission de la politique monétaire a donc pu s'opérer rapidement, se soldant par des taux d'intérêt hypothécaires d'une faiblesse record.

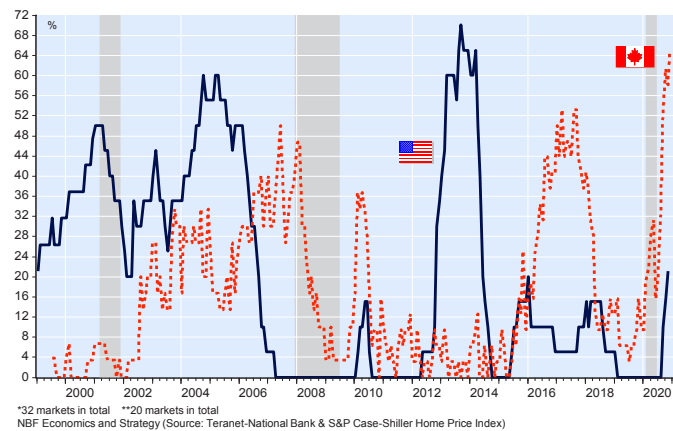
Canada: La transmission de politique monétaire va bon train



L'économie

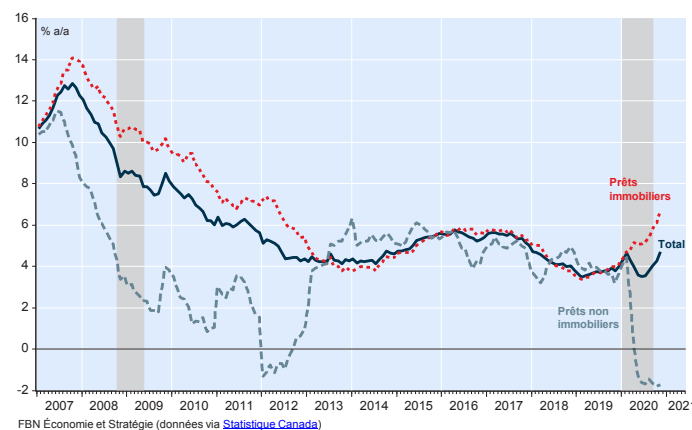
Il en a résulté des ventes immobilières records au Canada en 2020 où toutes les provinces ont affiché des performances impressionnantes malgré les pertes d'emplois et le ralentissement de l'immigration. Il y a certes eu un changement profond de préférences qui a entraîné beaucoup de roulement sur le marché immobilier, mais la baisse des coûts d'emprunt qui a augmenté le pouvoir d'achat des Canadiens d'environ 12% selon nos calculs a été un facteur déterminant. En 2020, les deux tiers des 32 marchés couverts par Teranet/BNC affichaient des hausses de prix de plus de 10%, une proportion jamais vue. Il ne fait aucun doute dans notre esprit que cela dépasse l'objectif que visaient les grands argentiers et commence même à faire sourciller.

Canada: Home-price surge is the most pervasive ever
Share of regional markets where prices rose by 10% or more in the last 12 months



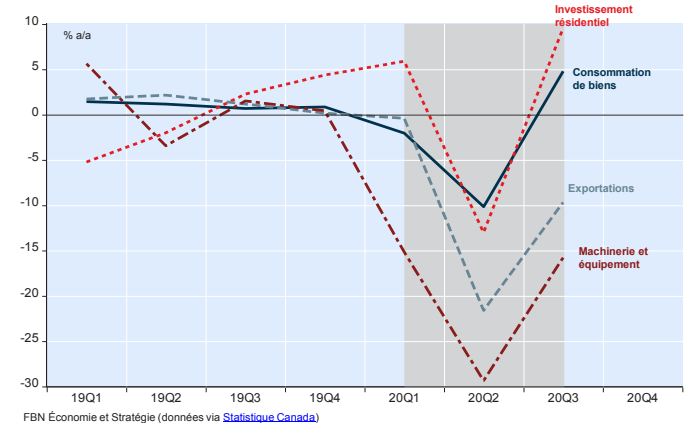
Il en a résulté des ventes immobilières records au Canada en 2020 où toutes les provinces ont affiché des performances impressionnantes malgré les pertes d'emplois et le ralentissement de l'immigration. Il y a certes eu un changement profond de préférences qui a entraîné beaucoup de roulement sur le marché immobilier, mais la baisse des coûts d'emprunt qui a augmenté le pouvoir d'achat des Canadiens d'environ 12% selon nos calculs a été un facteur déterminant. En 2020, les deux tiers des 32 marchés couverts par Teranet/BNC affichaient des hausses de prix de plus de 10%, une proportion jamais vue. Il ne fait aucun doute dans notre esprit que cela dépasse l'objectif que visaient les grands argentiers et commence même à faire sourciller.

Canada: Prêts immobiliers les plus vigoureux depuis 2012
Prêts immobiliers & prêts non immobiliers



La dernière fois que plus de la moitié des marchés ont affiché des hausses de prix de plus de 10% (2016-2017), le gouvernement canadien a annoncé les « simulations de crise » imposant des taux d'admissibilité à un crédit hypothécaire plus élevés que les taux de marché. La mise en place de ces mesures de stabilité financière visait à calmer la frénésie du marché de l'immobilier et à limiter l'endettement des ménages sans avoir à relever les taux d'intérêt ce qui aurait pu nuire à la compétitivité des entreprises notamment avec une appréciation de la devise. À l'époque, l'objectif des autorités était un rééquilibrage de l'économie canadienne en faveur de l'investissement et des exportations alors que la croissance des années précédentes provenait plutôt de la consommation et du secteur immobilier. La faiblesse des exportations et des investissements dans la reprise actuelle signifie qu'un retrait des mesures de stimulation monétaires n'est pas souhaitable en ce moment, mais l'évolution du secteur immobilier suggère le contraire. Encore une fois, la solution à ce dilemme pourrait être l'annonce de nouvelles mesures de stabilité financière au cours des prochains mois.

Canada: Rééquilibrage de l'économie de retour l'ordre du jour?
Sélection de composantes du PIB selon les dépenses, croissance année sur année



Nous relevons notre scénario de croissance pour 2021 à 4.2% (préalablement à 3.7%), la contraction au premier trimestre pouvant être moins prononcée qu'anticipé si l'on se fie à la résilience des heures travaillées en janvier. Les perspectives de croissance pour le reste de l'année semblent également plus reluisantes alors que le Canada devrait bénéficier indirectement des largesses du gouvernement américain via les exportations.

L'économie

États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2018	2019	2020	2021	2022	T4/T4		
						2020	2021	2022
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	3.0	2.2	(3.5)	5.2	4.3	(2.5)	6.0	2.0
Dépenses personnelles	2.7	2.4	(3.9)	5.5	5.4	(2.6)	6.4	2.9
Construction résidentielle	(0.6)	(1.7)	5.9	12.2	0.8	13.7	4.7	(1.3)
Investissements des entreprises	6.9	2.9	(4.0)	6.0	1.4	(1.3)	4.3	0.1
Dépenses publiques	1.8	2.3	1.1	1.0	0.7	(0.6)	2.2	(0.3)
Exportations	3.0	(0.1)	(13.0)	9.2	7.6	(11.0)	10.5	5.2
Importations	4.1	1.1	(9.3)	11.8	3.6	(0.6)	5.1	2.5
Variation des stocks (milliards \$)	53.4	48.5	(81.8)	43.1	36.3	44.6	24.2	36.9
Demande intérieure	3.0	2.3	(2.7)	5.0	3.9	(1.5)	5.4	1.8
Revenu réel disponible	3.6	2.2	6.0	0.8	(1.0)	3.7	2.0	(0.1)
Emploi des salariés	1.6	1.3	(5.7)	2.4	3.0	(6.0)	3.9	1.8
Taux de chômage	3.9	3.7	8.1	5.8	4.6	6.8	4.9	4.5
Taux d'inflation	2.4	1.8	1.3	2.4	2.4	1.2	2.5	2.5
Bénéfices avant impôts	6.1	0.3	(6.0)	9.6	5.0	(1.5)	3.7	5.0
Compte courant (milliards \$)	(449.7)	(480.2)	(626.4)	(666.3)	(647.5)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel							
	11/02/21	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021	2020	2021	2022
Taux cible fonds fédéraux	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Bons du Trésor 3 mois	0.05	0.05	0.10	0.10	0.15	0.09	0.15	0.20
Obligations fédérales								
2 ans	0.11	0.10	0.10	0.15	0.25	0.13	0.25	0.75
5 ans	0.46	0.50	0.60	0.70	0.80	0.36	0.80	1.20
10 ans	1.16	1.20	1.30	1.40	1.45	0.93	1.45	1.70
30 ans	1.94	2.00	2.05	2.10	2.15	1.65	2.15	2.25
Taux de change								
US\$/Euro	1.21	1.20	1.24	1.25	1.23	1.22	1.23	1.19
YEN/\$US	105	103	104	105	106	103	106	100

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021
	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	(5.0)	(31.4)	33.4	4.0	2.9	5.2	9.2	6.7
IPC (var. a/a %)	2.1	0.4	1.3	1.2	1.7	3.0	2.5	2.5
IPC de base (var. a/a %)	2.2	1.3	1.7	1.6	1.4	2.3	1.8	2.0
Taux de chômage (%)	3.8	13.1	8.8	6.8	6.7	6.1	5.3	4.9

L'économie

Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2018	2019	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	2.4	1.9	(5.4)	4.2	4.3	(3.6)	3.8	3.2
Dépenses personnelles	2.5	1.6	(6.2)	4.7	4.5	(3.7)	3.7	3.1
Construction résidentielle	(1.7)	(0.2)	2.9	4.7	0.3	8.9	(3.3)	1.0
Investissements des entreprises	3.1	1.1	(12.3)	0.4	7.1	(12.0)	4.1	7.2
Dépenses publiques	3.2	1.7	(0.1)	2.6	2.0	0.6	2.0	2.0
Exportations	3.7	1.3	(9.9)	5.3	5.6	(7.6)	5.6	4.9
Importations	3.4	0.4	(11.8)	7.0	4.3	(6.8)	3.9	4.5
Variation des stocks (millions \$)	15,486	18,766	(17,886)	7,250	13,000	(5,000)	10,000	13,000
Demande intérieure	2.5	1.4	(4.5)	3.7	3.6	(2.5)	2.7	3.0
Revenu réel disponible	1.5	2.2	8.2	(4.3)	0.2	4.4	(2.4)	1.1
Emploi	1.6	2.2	(5.1)	4.0	2.5	(2.9)	2.4	2.1
Taux de chômage	5.9	5.7	9.6	8.3	7.3	8.8	7.6	7.1
Taux d'inflation	2.3	1.9	0.7	2.3	2.2	0.8	2.5	2.0
Bénéfices avant impôts	3.8	0.6	(8.3)	14.4	5.4	0.9	5.7	6.0
Compte courant (milliards, \$)	(52.2)	(47.4)	(43.4)	(49.0)	(44.5)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel					2020	2021	2022
	11/02/21	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021			
Taux à un jour	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Bons du Trésor 3M	0.08	0.10	0.15	0.15	0.20	0.07	0.20	0.30
Obligations fédérales								
2 ans	0.20	0.20	0.20	0.25	0.35	0.20	0.35	0.60
5 ans	0.49	0.55	0.60	0.65	0.70	0.39	0.70	0.95
10 ans	1.00	1.05	1.10	1.20	1.30	0.68	1.30	1.50
30 ans	1.60	1.65	1.70	1.75	1.80	1.21	1.80	1.90
Taux de change								
CAD par USD	1.27	1.29	1.26	1.25	1.20	1.27	1.20	1.22
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	58	56	58	59	64	48	64	60

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021
	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	(7.3)	(38.1)	40.5	7.2	(2.2)	5.8	6.3	5.5
IPC (var. a/a %)	1.8	0.0	0.3	0.8	1.4	2.8	2.7	2.5
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.8	1.0	0.6	1.1	1.1	1.8	2.0	2.0
Taux de chômage (%)	6.4	13.1	10.1	8.8	9.1	8.5	7.9	7.6

L'économie

Prévisions économiques provinciales

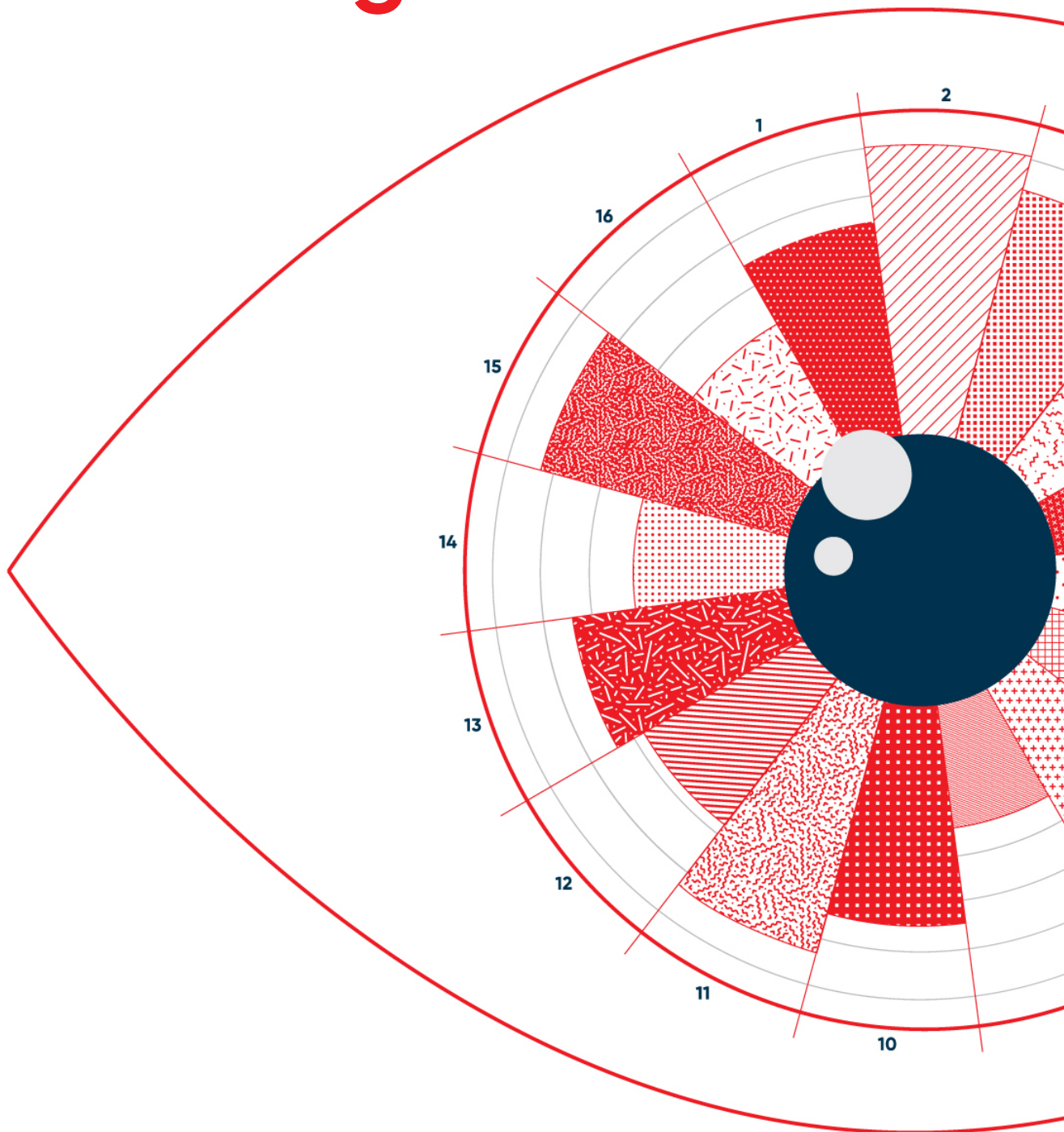
	2018	2019	2020p	2021p	2022p	2018	2019	2020p	2021p	2022p
	PIB réel (croissance en %)					PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-3.5	4.0	-6.0	3.5	3.0	0.8	4.1	-9.0	12.8	6.1
Île-du-Prince-Édouard	2.5	5.1	-3.5	4.0	4.0	3.6	7.0	-1.3	5.1	6.4
Nouvelle-Écosse	1.9	2.4	-4.0	4.0	3.3	3.6	3.8	-2.7	5.8	5.0
Nouveau-Brunswick	0.5	1.2	-3.5	4.2	3.3	3.6	3.0	-1.7	7.4	5.3
Québec	2.9	2.7	-5.2	3.9	4.5	5.4	4.3	-3.5	7.1	6.2
Ontario	2.8	2.1	-5.5	4.1	4.6	4.1	3.8	-3.8	6.8	6.4
Manitoba	1.5	0.6	-3.9	4.1	3.5	2.5	1.0	-3.1	6.9	5.2
Saskatchewan	1.2	-0.7	-4.8	4.5	3.5	3.2	0.1	-8.9	11.3	4.7
Alberta	1.9	0.1	-7.0	4.1	4.1	3.4	2.7	-10.0	13.6	6.4
Colombie-Britannique	2.7	2.7	-4.7	4.0	4.2	4.9	4.4	-3.2	6.8	5.4
Canada	2.4	1.9	-5.4	4.2	4.3	4.2	3.6	-4.7	8.1	6.0
	Emploi (croissance en %)					Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	0.5	1.3	-5.9	4.1	0.2	14.1	12.3	14.2	12.2	11.8
Île-du-Prince-Édouard	4.2	3.4	-3.2	3.0	2.2	9.4	8.6	10.6	10.4	9.7
Nouvelle-Écosse	1.9	2.3	-4.7	4.5	1.6	7.7	7.3	9.8	9.7	8.9
Nouveau-Brunswick	0.6	0.7	-2.6	3.0	1.2	8.0	8.2	10.1	9.2	8.4
Québec	1.5	2.0	-4.8	3.8	2.5	5.5	5.2	8.9	7.5	6.7
Ontario	1.7	2.8	-4.7	3.9	2.7	5.7	5.6	9.6	8.6	7.2
Manitoba	1.1	1.0	-3.7	3.0	2.0	6.0	5.4	8.0	7.6	7.1
Saskatchewan	0.6	1.7	-4.6	3.8	2.1	6.2	5.5	8.4	8.1	7.6
Alberta	1.9	0.6	-6.5	4.6	3.1	6.7	7.0	11.5	10.3	8.9
Colombie-Britannique	1.4	2.9	-6.5	4.2	2.4	4.8	4.7	9.0	6.4	5.9
Canada	1.6	2.2	-5.1	4.0	2.5	5.9	5.7	9.5	8.3	7.3
	Mises en chantier de logements (000)					IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6	1.7	1.0	0.2	1.7	2.2
Île-du-Prince-Édouard	1.1	1.5	1.2	1.1	1.2	2.3	1.2	0.0	2.5	2.1
Nouvelle-Écosse	4.8	4.7	4.9	4.2	4.2	2.2	1.6	0.3	2.4	2.0
Nouveau-Brunswick	2.3	2.9	3.5	3.0	2.6	2.2	1.7	0.2	1.8	1.9
Québec	46.9	48.0	54.1	50.0	47.5	1.7	2.1	0.8	2.0	2.2
Ontario	78.7	69.0	81.3	77.5	75.8	2.4	1.9	0.6	2.1	2.1
Manitoba	7.4	6.9	7.3	6.1	5.9	2.5	2.3	0.5	2.0	2.3
Saskatchewan	3.6	2.4	3.1	3.0	3.2	2.3	1.7	0.6	1.9	2.0
Alberta	26.1	27.3	24.0	23.6	25.0	2.5	1.7	1.1	2.1	2.1
Colombie-Britannique	40.9	44.9	37.7	34.8	34.0	2.7	2.3	0.8	2.0	2.3
Canada	212.8	208.7	217.8	204.0	200.0	2.3	1.9	0.7	2.3	2.2

e: estimé

p: prévision

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

Taux d'intérêt et marché obligataire



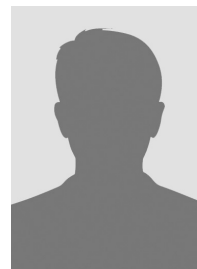
Taux d'intérêt et marché obligataire



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



Jocelyn Paquet
Économiste
514 412-3693



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

Les vagues qui cachent l'océan

À des milles et des milles apparemment au large, le brave navire *Économie* affronte une mer déchaînée. Pour certains, cela ressemble à la tempête du siècle. Plus évidemment, on a vu de hautes vagues de contaminations et de décès dus au virus dont la force brute menaçait d'envoyer par le fond d'innombrables ménages et entreprises.

Les capitaines et autres personnes d'autorité ont donné l'ordre de rabattre les écoutes, réduisant l'activité à une veille sous le pont et laissant des déferlantes de données se briser sur les flancs du navire en détresse. Le Canada, par exemple, vient d'essuyer une lourde bordée de pertes liées au confinement; plus de 200,000 emplois, la plupart dans le secteur privé, ont été emportés par la vague en janvier.

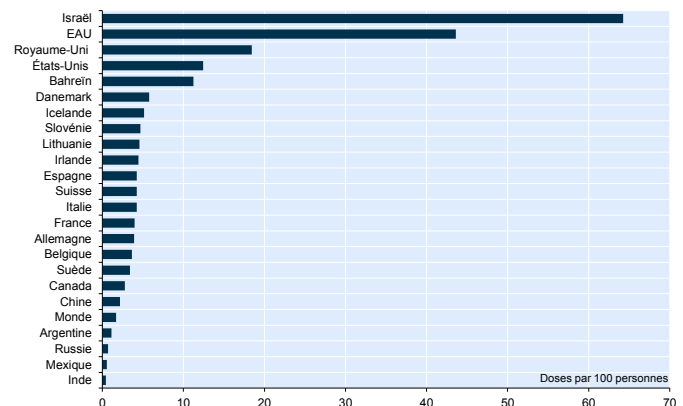
Le navire ayant pris beaucoup d'eau, les autorités ont écopé frénétiquement et actionné la pompe inlassablement pendant le plus clair de l'année. Épuisés ou peut-être soucieux de garder un peu d'énergie au cas où elle deviendrait nécessaire plus tard, les grands argentiers, en particulier ceux de l'Amérique, sont assurément impatients de laisser leurs partenaires budgétaires prendre le relais et assumer un plus grand rôle dans la mission de sauvetage. Aux États-Unis, une nouvelle garde semble relever le défi, se préparant à jeter dans la bataille les réserves considérables d'énergie du Trésor public.

Posez la question à un marin et il vous dira qu'il est difficile de garder le cap quand on est au creux d'une houle aussi dangereuse. Mais avec beaucoup d'efforts et une main ferme et sûre sur la barre, nos navires économiques faisant eau de toutes parts ont conservé un degré critique de flottabilité et ont réussi à maintenir plus ou moins le cap. Malmenés par les éléments, certes, mais faisant preuve d'une résilience impressionnante face à la tempête du siècle.

À mesure que les vaccins arrivent et que les vents retomberont, ce qu'ils ne manqueront pas de faire, nous voguerons sur des eaux plus calmes vers un havre sûr. Certains, comme les États-Unis, pourraient bien arriver à destination prochainement, alors que d'autres, comme le Canada (où le déploiement de vaccins a été semé de plus d'embûches), mettront un peu plus de temps pour y parvenir. Mais même au Canada, si vous êtes prêts à fixer l'horizon des eaux plus calmes, au-delà de la houle, on aura beaucoup moins besoin de l'effort d'assouplissement quantitatif démesuré qui nous a clairement aidés à éviter de couler. Et l'assouplissement du crédit ne sera plus nécessaire (ou souhaitable) une fois la tempête passée.

Le Canada a bien endigué la pandémie, mais la vaccination tarde

Doses de vaccins anti-COVID-19 administrées par 100 personnes



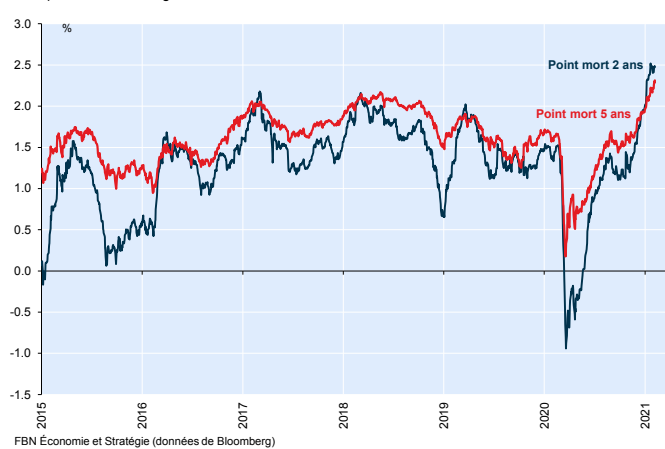
FBN Économie et Stratégie (données de <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>)

Une fois à quai, les voyageurs inquiets peuvent s'attendre à être accueillis par une création d'emplois abondante et une croissance impressionnante du PIB. Ils pourraient bien constater que leur vie a changé, et certains conserveront les stigmates de ce périple... des blessures que les gouvernements pourraient à

Taux d'intérêt et marché obligataire

juste titre se sentir obliger de panser. Beaucoup pourraient même sentir la température monter régulièrement à mesure que les nuages se dissipent et que l'inflation montera. C'est une sensation que nous avons pratiquement oubliée. Si certains, comme la Fed, manifestent une tolérance à cette chaleur, d'autres, plus étiqués dans leur tenue de combat monétaire, pourraient finir par trouver cela inconfortable.

Les attentes d'inflation sur le marché continuent de monter

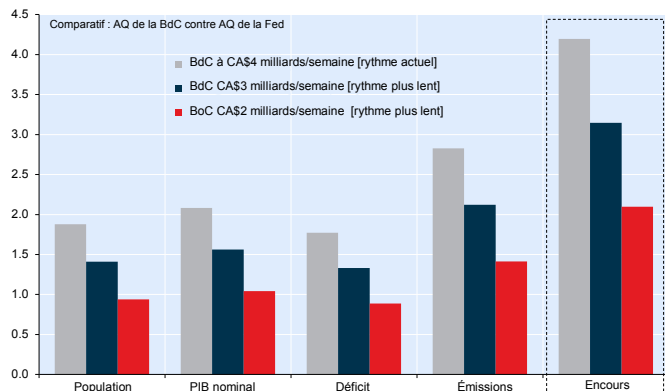


À chacun sa vision de l'AQ

Comme nous l'avons souligné dans les éditions antérieures du *Mensuel obligataire*, la réponse par la politique monétaire au Canada comme aux États-Unis s'articule maintenant entièrement autour de l'assouplissement quantitatif (AQ). Comme les taux directeurs sont déjà à leur valeur plancher, c'est là qu'on pourra faire des ajustements en premier. Et pardonnez-nous de nous répéter, mais, en termes relatifs, le programme d'AQ de la BdC est beaucoup plus important que celui de la Fed. En proportion de la population, du PIB, des déficits nationaux, de l'émission ou de l'encours des dettes, le rythme de \$4 milliards par semaine de la BdC est plus énergique que celui de US\$80 milliards par mois des achats d'obligations du Trésor de la Fed.

BdC contre Fed... en termes d'AQ, il n'y a pas discussion

Taille relative de l'AQ de la BdC et de l'AQ de la Fed, rapportée à l'économie, au budget et à la dette

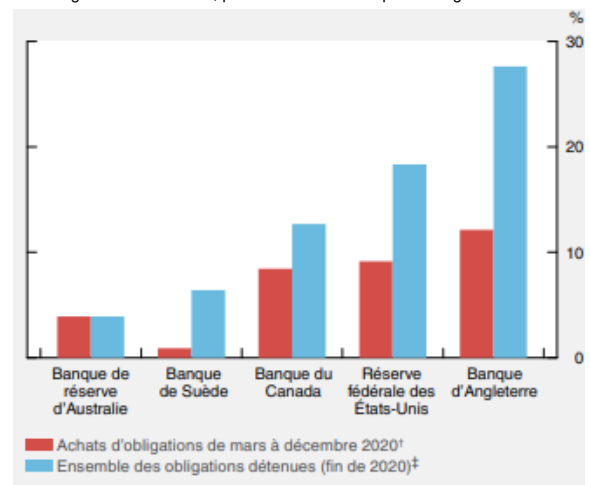


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg, BdC, Fed, StatCan, Gdc, US Treasury, US Census Bureau, PBO, CBO | Nota : basé sur la taille du programme AQ existant : BdC=CAS4 G/semaine et Fed = US\$80G/mois (ou environ US\$18.5 G/semaine); population au 1^{er} juillet; PIB nominal du T4 2020; déficit fédéral pour l'exercice 2020, selon les dernières projections /indications prospectives du PBO/Gdc; émissions selon les derniers calendriers de financement trimestriels; encours de fin de mois au 31 janvier.)

Cependant, si on creuse un peu le *Rapport sur la politique monétaire* de la BdC de janvier, on s'aperçoit que la banque centrale adopte une attitude différente. À son avis, le degré de stimulation assuré est sensiblement à la hauteur de celui de la Fed, voire un peu inférieur à celui-ci. Le rapport compare les achats d'obligations de la BdC et de la Fed sur l'ensemble de la réponse à la pandémie en pourcentage du PIB.

L'AQ de la BdC inférieur ou égal au programme de la Fed?

Achats d'obligations souveraines, positions détenues en pourcentage du PIB



Banque du Canada (graphique paru dans le RPM de janvier)

Cependant, procéder ainsi, c'est ignorer deux facteurs importants. Premièrement, en plus du programme d'AQ, la Banque du Canada achète 13% (nominal) de toutes les obligations du Canada adjudgées. Elle fait cela depuis des décennies, depuis avant la COVID-19 (pour la gestion du bilan), ce point n'est donc pas nécessairement lié à la discussion sur les mesures de stimulation actuelles. Mais, c'est un chiffre important lorsqu'on examine la part de l'ensemble du marché des OdC détenue. On s'aperçoit ainsi que la Banque détient actuellement juste un peu moins de 40% des OdC et est en passe d'atteindre 50% d'ici la fin de l'année, à moins d'un ralentissement du rythme des achats. Et la Fed, pendant ce temps? La Fed ne détient que 28% de la montagne de \$16,000 milliards du marché des obligations du Trésor américain (obligations, billets, TIPS, OTV). De plus, le rythme de l'augmentation de ses positions est beaucoup plus lent. Nous avons entendu le gouverneur de la BdC, Tiff Macklem, citer des recherches indiquant que détenir 50% des OdC pourrait être problématique pour le marché obligataire intérieur. Alors que la Fed risque peu de dépasser ce seuil, le rythme actuel de progression de la BdC nous y amènerait relativement rapidement.

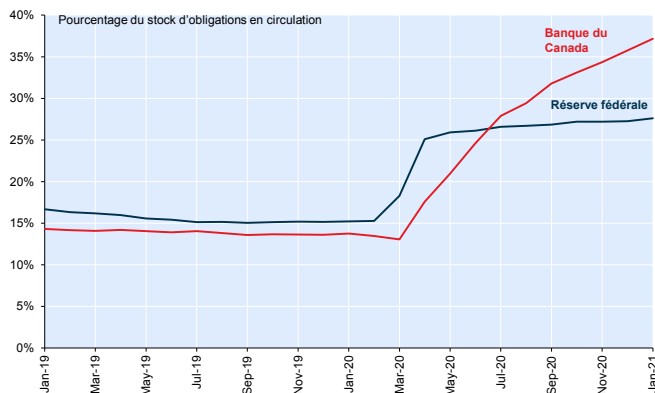
En termes de stimulation, il est vrai que, considérées in abstracto, les réponses de la BdC et de la Fed sont similaires depuis le début de l'ère COVID-19 (c.-à-d. depuis le début de mars 2020). Mais la distinction clé à faire ici concerne le moment des achats. La Fed a réalisé 68% de ses achats de Treasuries en mars et en avril alors que la BdC n'a acheté que 11% de ses OdC pendant cette période. De fait, si le stock total des obligations retirées est une considération importante, ce qui compte plus en ce moment, c'est le flux continu. Et c'est sur ce plan que la politique d'AQ de la BdC paraît démesurée.

Taux d'intérêt et marché obligataire

Tout compte fait, nous continuons de nous attendre à une réduction à court terme des achats de la BdC à \$3 milliards par semaine. Avec un premier trimestre faible marqué par des pertes d'emplois sous l'effet d'une deuxième série de confinements imposés par les gouvernements, la réunion de politique monétaire de mars n'est sans doute pas le meilleur moment pour réduire ces achats, même partant d'un rythme déjà élevé. Cela dit, en avril, nous pensons que le plus fort du ralentissement de 2021 sera passé, que les provinces auront suffisamment remis leurs économies en marche pour que l'embauche reprenne et que la BdC disposera des chiffres qu'il lui faut pour baisser le régime de l'assouplissement quantitatif sans trop de contrecoups ou de confusion des observateurs. Comme nous l'avons vu en octobre, une réduction brute de l'AQ ne signifie pas nécessairement que le degré de stimulation chutera d'autant. De fait, les achats d'obligations pourraient porter sur des échéances plus longues, ce qui augmenterait leur durée moyenne pondérée (c.-à-d. le degré de stimulation par dollar investi).

La part détenue par la BdC dépasse nettement celle de la Fed

Proportion des obligations d'État détenues par les banques centrales



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg, BdC, Réserve fédérale, SIFMA) | Nota : inclut les obligations indexées sur l'inflation et les OTV.

Pour la Fed, l'AQ continuera probablement en force jusqu'à la fin de l'année. Mais pour nous, cela ne devrait pas signifier que les taux canadiens seront moins performants. Au contraire, le rythme toujours élevé et la réduction attendue des besoins d'emprunt bruts au niveau fédéral devraient limiter les nouvelles émissions nettes et toute remontée excédentaire importante des rendements. Pendant ce temps, avec un programme d'aide et de relance potentiel de US\$1,900 milliards en gestation aux États-Unis et peut-être même une enveloppe supplémentaire pour des projets d'infrastructures plus tard cette année, les émissions de *Treasuries* devraient rester élevées à l'avenir. Enfin, un déploiement de vaccins beaucoup plus rapide avec des mesures d'endiguement du virus moins restrictives implique que l'économie américaine devrait dépasser celle du Canada au cours des prochains mois.

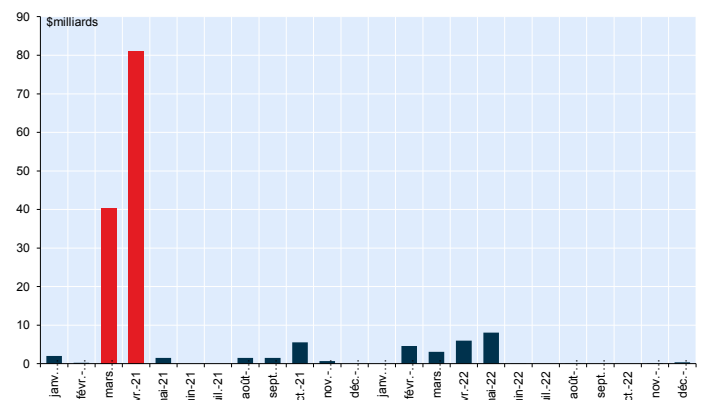
Une lame de fond dans l'océan de liquidités

Souvenez-vous du mois de mars 2020. Le monde était en désarroi. La COVID-19 chamboulait notre quotidien, forçant les autorités monétaires et budgétaires à agir immédiatement. La Banque du Canada n'avait pas de programme d'AQ établi sur lequel elle pouvait s'appuyer. Alors qu'a-t-elle fait pour que les marchés ne soient pas à court de liquidités? Elle a augmenté ses opérations de prise en pension à plus d'un jour. En mars et en avril, la BdC a pris en pension des produits de courtiers en échange de \$190 milliards de financement à terme. À mesure que d'autres programmes ont été lancés, le recours aux prises en pension a diminué. Un an plus tard, ces opérations de prise en pension à plus d'un jour reviennent sur le devant de la scène. Au cours des deux prochains mois, plus de trois quarts de toutes les opérations de pension portées au bilan de la Banque en 2020 arriveront à échéance. Cela constituera-t-il alors un événement majeur en termes de liquidités? Les marchés auront-ils besoin d'une nouvelle injection de liquidités pour faire face à ces échéances? D'après nous, non.

Après le recours effréné aux opérations de pension à plus d'un jour, d'autres programmes et mécanismes d'achat (notamment l'AQ) ont été lancés, permettant une poursuite de l'injection de liquidités dans les marchés. À titre d'indication du montant de liquidités dans le système, les soldes de règlement du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) de la Banque du Canada dépassent maintenant les \$350 milliards. C'est presque deux fois plus qu'à la fin d'avril et 1,000 fois le niveau d'avant la COVID. Cela veut dire qu'en arrivant à échéance, ces opérations de pension épongeront assurément des liquidités du marché, mais que le cousin accumulé au cours de l'année écoulée en limitera l'effet. En outre, comme le PAOP continuera au moins jusqu'en mai et que l'AQ restera en place beaucoup plus longtemps que cela, l'injection de liquidités continuera et les soldes de règlement du STPGV reprendront leur tendance à la hausse après le phénomène exceptionnel de mars-avril.

Vague imminente d'échéances d'opérations de pension

Opérations de pension inscrites au bilan de la Banque du Canada par mois d'échéance

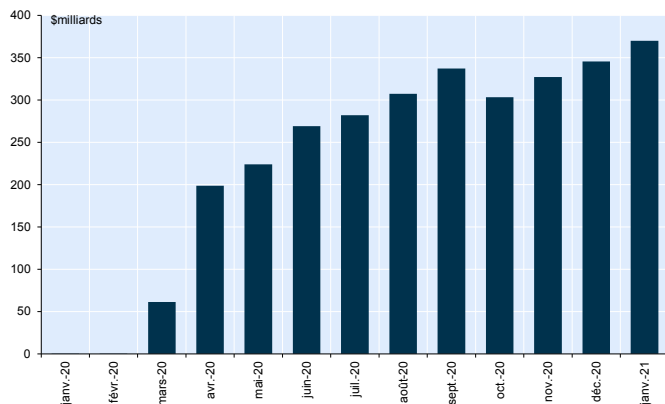


FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

Taux d'intérêt et marché obligataire

Jamais les liquidités n'ont été aussi abondantes au Canada

Soldes de règlement du STPGV (fin de mois)



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg, Banque du Canada)

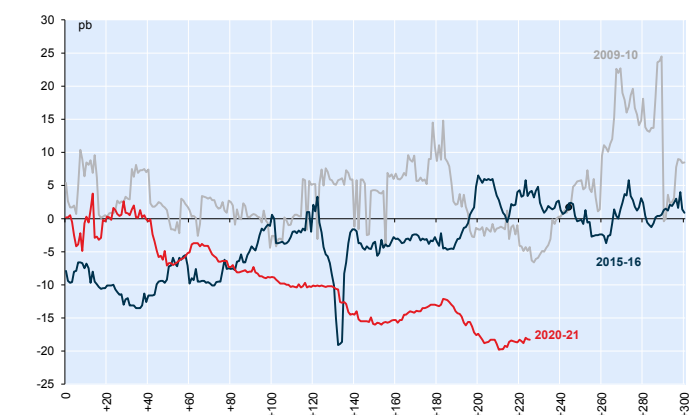
En même temps, la liquidité extrême qu'a assurée la Banque du Canada a un prix. Celui-ci a pris la forme de pénuries généralisées de produits à donner en garantie et s'est soldé par une distorsion des taux à court terme. Aujourd'hui, en grande partie à cause du programme d'AQ de la BdC, la marée de liquidités sur le marché court après une base de produits qui n'a pas augmenté en proportion. Cela signifie que les taux des opérations de pension ont été bien inférieurs aux taux cibles. Par conséquent, le taux CORRA – notre taux sans risque de référence qui, par définition, devrait suivre de près le taux de financement à un jour – a été fixé à 13 points de base plus tôt dans l'année. Pendant ce temps, l'ensemble des échéances de la courbe de taux se négocient bien en dessous de la cible. Même les obligations de deux ans sont restées sous 0.25% pendant les deux derniers mois.

La Banque a pris des mesures pour parer aux problèmes ici – notamment en prêtant un plus petit sous-ensemble de son bilan à des courtiers au taux de base de 15 pb. Cela a aidé à faire monter le taux CORRA au-dessus de 15 pb, mais le montant plafonné de \$11 milliards de son bilan qu'elle prêtera représente à peine 3% du total des obligations et bons du Canada qu'elle détient. C'est très peu. Nous pensons que la Banque peut en faire plus pour ramener les taux à court terme plus près de la normale et nous nous attendons à de nouveaux ajustements des prêts de son bilan au cours des prochains mois. Cependant, si un allègement modeste est possible, la BdC ne procédera sans doute pas à des changements suffisamment importants pour résoudre les problèmes des taux à court terme. De fait, des taux d'intérêt à court terme inférieurs aux taux cibles sont simplement un effet secondaire accepté de la réponse par la politique monétaire non conventionnelle de la Banque. En attendant que l'assouplissement quantitatif soit réduit de manière conséquente ou éliminé, ces anomalies à l'extrémité rapprochée de la courbe continueront probablement sous une forme ou une autre.

Pour une analyse plus détaillée de cette question, consultez notre récente édition de [Market View](#).

Les bons à trois mois historiquement élevés par rapport au taux à un jour

Écart bons à 3 mois – taux à un jour cible



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Fed : Patience, patience, patience

S'il est une chose que Jerome Powell a fait clairement comprendre ces dernières semaines, c'est qu'il est totalement prématuré d'évoquer toute réduction de la détente (par le taux directeur ou la diminution de l'AQ). La Fed voudra d'abord voir l'inflation monter au-dessus de 2% (pour compenser le manque d'inflation antérieure), mais aussi se maintenir durablement au-dessus de 2%. Or, elle est d'avis actuellement que l'inflation montera effectivement à 2% d'ici quelques mois grâce à l'effet de base d'une inflation annihilée au plus fort de la pandémie, mais que cela sera temporaire. Et toute inflation provoquée par la libération de la demande comprimée au moment de la remise en marche plus complète de l'économie sera probablement passagère. Cependant, c'est sur ce point que nous, et de plus en plus le marché plus large, ne sommes pas d'accord.

Il y a quelques différences fondamentales entre cette crise et les pressions désinflationnistes que nous avons connues au sortir de la crise financière mondiale. Premièrement, la crise d'il y a dix ans a donné lieu à une aide budgétaire relativement modeste de US\$787 milliards. Aujourd'hui, les mesures de soutien se comptent en billions. En plus de la loi CARES de US\$2,000 milliards et de la deuxième enveloppe de US\$900 milliards de décembre dernier, un nouveau programme de US\$1,900 milliards est à l'étude. En outre, il est question d'un autre programme d'investissement en infrastructures à grande échelle qui pourrait se préciser plus tard cette année. Le programme initial proposé par le président Biden à lui seul est trois fois plus important que l'écart de production estimé par le CBO. De plus, la crise précédente avait laissé des cicatrices dans le secteur bancaire et incité les prêteurs à se montrer plus prudents. Ce n'est pas ce qu'on voit dans la récession d'aujourd'hui. Les consommateurs ont les poches et les tirelires pleines de liquidités et d'épargne alors que les banques sont plus disposées à prêter et à même de le faire.

Les coûts des intrants montent aussi. Certaines hausses sont reliées à des pénuries motivées par la pandémie ou des goulots d'étranglement, mais d'autres sont dues à l'augmentation du coût des matières premières et du transport, ce qui devrait, à

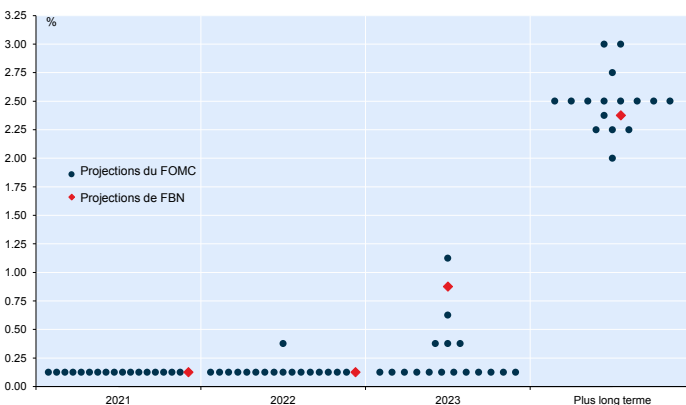
Taux d'intérêt et marché obligataire

notre sens, persister. Lors de la dernière crise, le dollar américain était au plus bas depuis des décennies. Aujourd'hui, il trône à des niveaux beaucoup plus élevés, ce qui implique qu'une dépréciation à partir de là pourrait entraîner une inflation due à l'importation. Et, bien entendu, les taux d'intérêt se situent à des creux records et les conditions financières n'ont jamais été aussi accommodantes. Comme les consommateurs, les entreprises regorgent de liquidités et ont facilement accès aux marchés financiers.

Ces facteurs incitent les prévisionnistes et les marchés plus généralement à anticiper une inflation supérieure à 2%. Les attentes sont importantes aussi puisqu'à elles seules elles peuvent influencer le comportement des consommateurs et des entreprises et, donc, l'inflation. Prenez les points morts des taux des obligations du Trésor, par exemple. Ils ont grimpé bien au-dessus de 2% à des sommets inégalés depuis des années. Ce n'est qu'au milieu de 2011, à l'issue de la dernière crise que ces taux ont atteint des niveaux comparables. Tout bien considéré, nous entrevoyons une inflation supérieure à 2% sur notre horizon de prévision, ce qui conduira la Fed à réduire un peu la détente des taux d'intérêt au début de 2023 – bien avant ce que beaucoup de participants du FOMC ont récemment communiqué. En fait, seulement cinq (sur 17) représentants de la Fed ont un objectif pour le taux des fonds fédéraux supérieur à la valeur plancher à la fin de 2023 (et trois n'entrevoient qu'une seule hausse). À mesure que nous progresserons vers le monde d'après la COVID, les risques sont clairement que les représentants de la Fed se montrent plus faucons dans leurs perspectives pour le taux directeur.

Les participants du FOMC demeurent extrêmement patients

Graphique à points du FOMC et projections FBN surimposition



FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale) | Nota : Graphique à points du Sommaire des projection économiques de décembre.

La relance outre-Atlantique

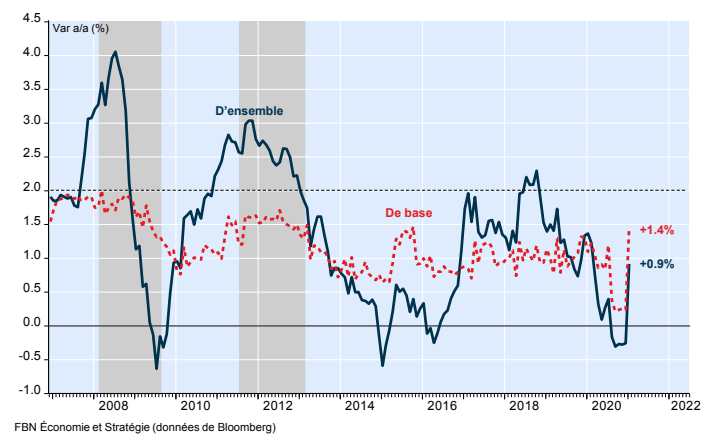
Les chiffres de l'inflation ont beaucoup retenu l'attention dans la zone euro dernièrement, et pour cause. Le taux d'inflation annuelle est passé de -0,3% en décembre à +0,9% en janvier ce qui représente la hausse la plus forte de cet indicateur depuis 1997. Et les gains n'étaient pas limités aux catégories les plus volatiles; l'inflation de base a bondi de 1,4% a/a après avoir affiché une hausse d'à peine 0,2% le mois précédent.

Bien que le bond de l'inflation ait pris beaucoup d'économistes par surprise, il y a peu de chances que la Banque centrale

européenne change de ton. Même après le rebond de janvier, l'inflation reste confortablement en dessous du taux cible de la banque centrale (proche de, mais inférieur à 2%). Qui plus est, une partie de l'augmentation récente des prix était due à des facteurs ponctuels sans liens avec la demande sous-jacente, comme l'introduction d'une taxe CO2 sur les carburants en Allemagne et l'expiration d'une réduction temporaire de taux de TVA. Une modification des pondérations des composantes a aussi joué un rôle. Plus précisément, Eurostat a réduit la pondération des forfaits vacances pour mieux refléter les habitudes de consommation actuelles. Ce changement a eu un effet positif sur l'inflation d'ensemble, puisque les prix de cette catégorie ont subi une déflation importante au cours de la dernière année. En revanche, la pondération de produits dont la demande a augmenté depuis le début de la crise, comme les produits alimentaires, a été revue à la hausse. S'il est difficile de prédire avec précision quand cela se produira, cet effet dû à la composition de l'indice pourrait être inversé à mesure que l'économie reviendra à une marche plus normale.

Zone euro : Le bond de l'inflation prend les économistes par surprise

Indice des prix à la consommation harmonisé d'Eurostat

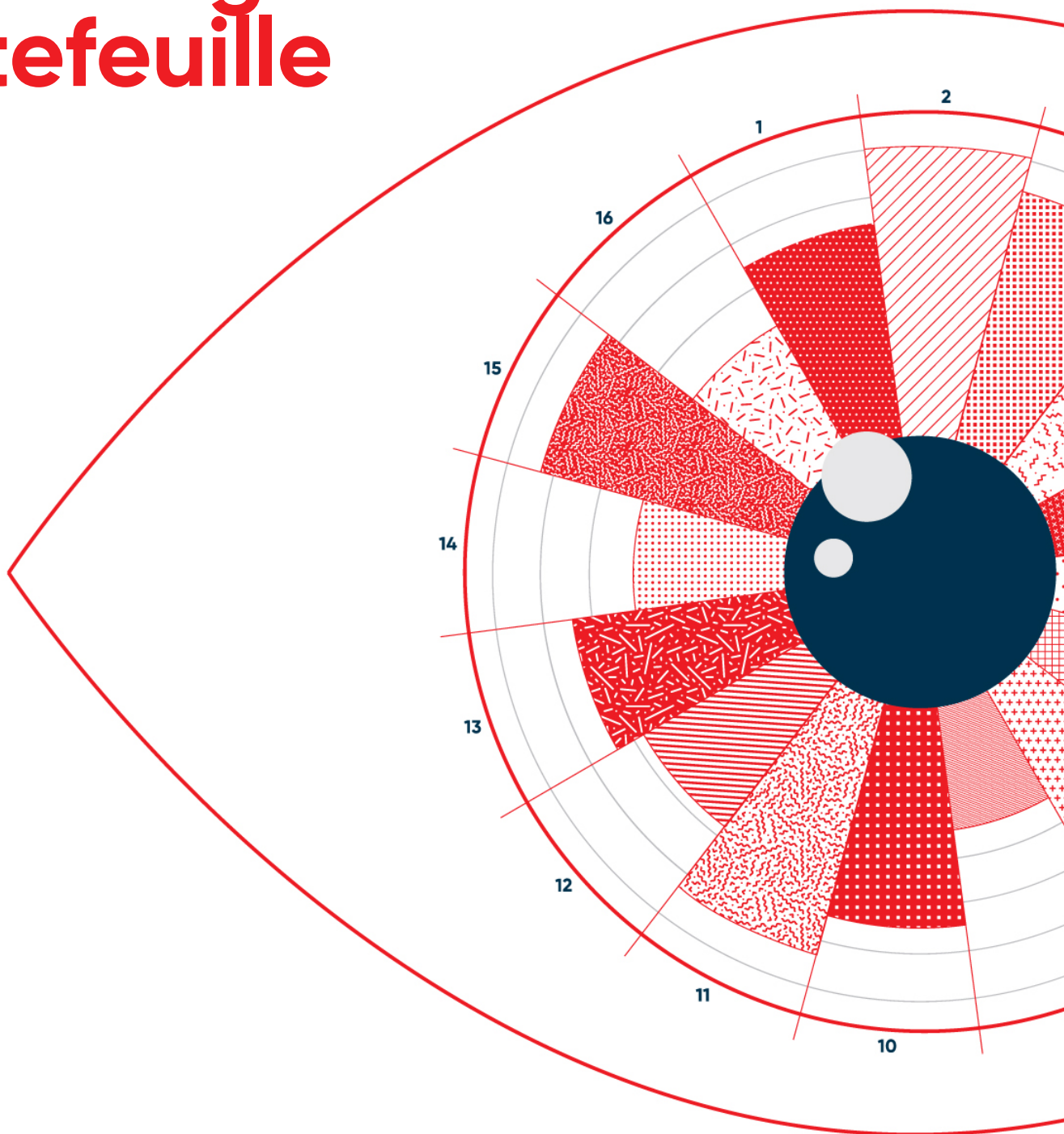


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Dans une interview au *Journal du Dimanche*, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, a accordé peu d'attention à la surprise en matière d'inflation, se concentrant plutôt sur les incertitudes persistantes. Selon ses dires, la lenteur des campagnes de vaccination et le fait que les mesures de stimulation budgétaires tardent incitent la BCE à maintenir une attitude accommodante « tant que la pandémie créera une situation de crise dans la zone euro ». Une approche plus « souple » pourrait être adoptée une fois que la pandémie sera maîtrisée, mais même là, Mme Lagarde a dit que la banque centrale prendrait bien soin de ne pas fermer toutes les vannes en même temps.

Compte tenu du discours prudent de la présidente Christine Lagarde et considérant les perspectives de croissance plus prometteuses aux États-Unis, nous nous attendons à ce que la BCE reste nettement en retard par rapport à la Fed en ce qui concerne la normalisation de la politique monétaire. D'ici là, la BCE veillera à garder toutes ses options pour assurer une reprise solide dans la zone de la monnaie unique.

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 : Les MÉ en phase d'expansion

Après avoir bondi de la ligne de départ au début de janvier, l'indice MSCI Monde (tous pays) a trébuché à la fin du mois quand une confrontation entre des petits investisseurs et des fonds de couverture a révélé l'existence d'immenses positions spéculatives jugées insoutenables sur les actions de certaines sociétés (dont Gamestop). La situation financière s'est normalisée depuis, les dommages collatéraux ont été limités et l'indice MSCI Monde TP est de nouveau positif, affichant un gain de 4.2% depuis le début de l'année. Parmi les principales régions du monde, nous constatons que les marchés émergents se démarquent grâce à un bond époustouflant de 10.2% depuis le début de l'année de leur segment Asie (tableau).

Indice MSCI composé : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI Monde (TP)	4.5	4.2	4.2
MSCI Monde	4.4	3.6	3.6
MSCI États-Unis	4.9	3.8	3.8
MSCI Canada	4.6	3.5	3.5
MSCI Europe	3.2	2.1	2.1
MSCI Pacifique sans le Japon	3.0	4.1	4.1
MSCI Japon	4.4	4.8	4.8
MSCI MÉ	4.8	8.7	8.7
MSCI MÉ EMOA	1.8	3.9	3.9
MSCI MÉ Amérique latine	4.1	0.8	0.8
MSCI MÉ Asie	5.4	10.2	10.2

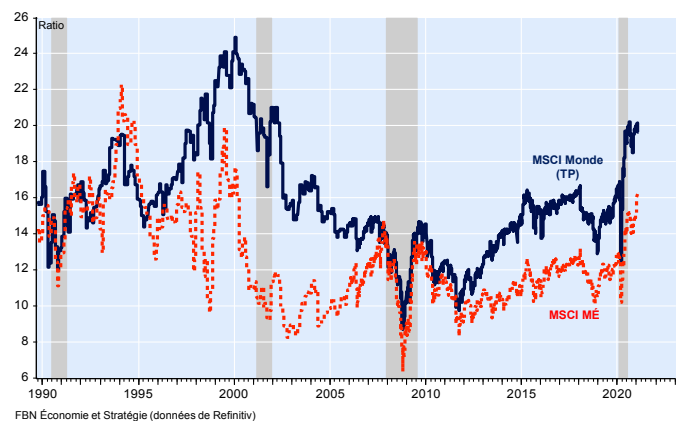
5/2/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La performance stupéfiante de l'indice MSCI MÉ est principalement due à l'expansion des ratios C/B et, même ainsi, il reste un important décalage avec l'indice de référence mondial : le ratio C/B prévisionnel des marchés émergents se situe à 16 comparativement à 18 pour l'indice mondial. À notre avis, cet écart devrait continuer de se résorber.

Monde : Les MÉ comblent l'écart de leur valorisation

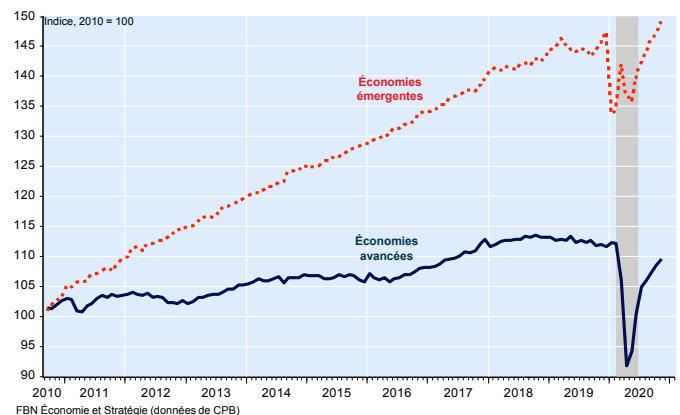
Ratio C/B prévisionnel à 12 mois pour les indices MSCI Monde (TP) et MSCI MÉ



Nous affirmons cela à cause des perspectives de croissance encourageantes et de l'amélioration de la visibilité des bénéficiaires sur ces marchés. Les programmes d'aide monétaires et budgétaires portés à soutenir les dépenses des ménages des économies de l'OCDE ont été une aubaine pour les économies des MÉ qui produisent le plus gros des marchandises fabriquées au monde. D'ailleurs, la production industrielle a récemment atteint un nouveau record (graphique). Les économies des MÉ sont par conséquent entrées dans la phase d'expansion du cycle économique alors que celles de l'OCDE en sont encore à la phase de reprise.

Monde : Les économies émergentes sont en expansion

Production industrielle (volumes)

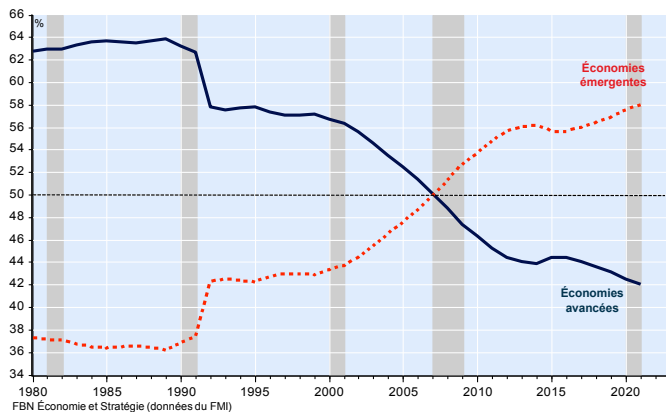


Marché boursier et stratégie de portefeuille

Comme les économies émergentes représentent près de 60% du PIB mondial, cette situation est très importante pour l'économie mondiale puisqu'elle pallie le choc de la pandémie dans les pays de l'OCDE pour le PIB mondial (graphique).

Monde : Ne pas sous-estimer le rôle des économies émergentes

Part de l'économie mondiale représentée par les économies émergentes et les économies avancées

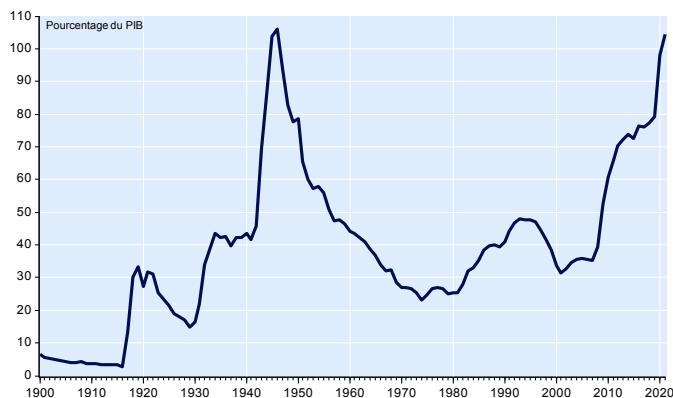


Plan Biden : Prêts à démarrer

Nous continuons de prévoir une forte croissance des MÉ si Joe Biden réussit à faire passer son programme d'aide et de relance de \$1,900 milliards. Ce programme qui équivaut à 10% du PIB commencera à un moment où le ratio de la dette fédérale au PIB dépasse déjà les 105% et est donc le plus élevé depuis la Deuxième Guerre mondiale (graphique).

Programme de soutien Biden : Prêts à se mettre à l'ouvrage

Dette fédérale

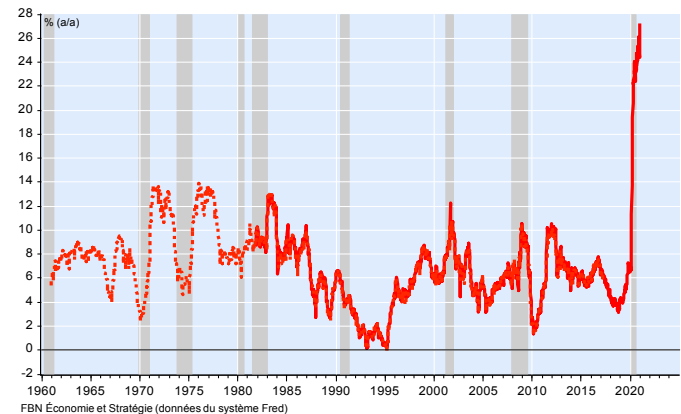


FBN Économie et Stratégie (données de l'OMB et du CBO)

À titre de comparaison, en proportion de l'économie, le projet Biden représente deux fois le Plan Marshall que le Congrès des États-Unis avait approuvé en 1948 pour la reconstruction de l'Europe occidentale après la guerre mondiale. Des mesures de soutien budgétaires de cette ampleur exigent évidemment que la Réserve fédérale poursuive son programme d'assouplissement quantitatif sur un horizon prévisible alors que le marché regorge déjà de liquidités et que la masse monétaire croît plus vite que jamais (graphique).

États-Unis : La masse monétaire explose

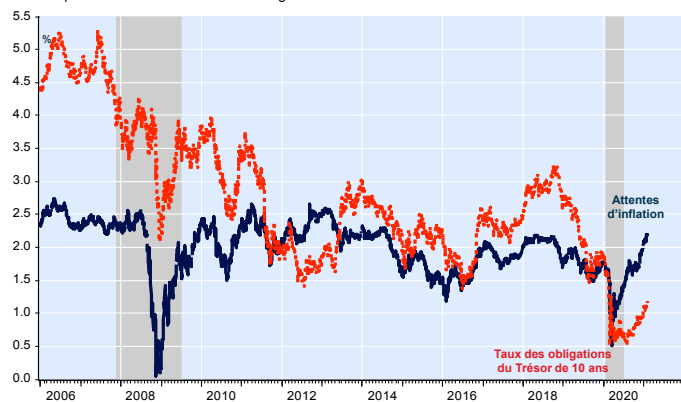
Agrégat M2



On ne s'étonnera donc pas de ce que les attentes d'inflation aient augmenté ces dernières semaines, atteignant un niveau inégalé depuis 7 ans, à 2.2%. Heureusement pour les actifs à risque, le taux de l'obligation du Trésor américain de 10 ans reste bien inférieur à 1.16% (graphique).

États-Unis : Les taux d'intérêt resteront-ils sous les attentes d'inflation?

Inflation point mort à 10 ans et taux des obligations du Trésor américain du 10 ans



FBN Économie et Stratégie (données du système Fred)

Si la Réserve fédérale peut maintenir son rythme actuel de détente monétaire, les taux d'intérêt réels resteront négatifs dans un avenir prévisible et aideront à soutenir la reprise économique et les ratios C/B qui sont plus élevés que la norme historique, à supposer que les révisions des bénéfices restent positives comme c'est le cas maintenant (tableau). Mais la taille du programme de soutien Biden pourrait compliquer les choses si les attentes d'inflation ne se stabilisent pas bientôt et font monter les taux des obligations du Trésor de 10 ans bien au-dessus du rendement en dividende de l'indice S&P 500 de 1.5%.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

S&P 500 : Variation du bénéfice prévisionnel sur 12 mois

	Variation 3 mois		Variation 1 mois		Diffusion 1 mois (hausse)	
	Variation 3 mois	Moyenne historique 10 ans	Variation 1 mois	Moyenne historique 10 ans	Diffusion 1 mois	Moyenne historique 10 ans
S&P 500	4.7	-1.4	2.9	-0.4	68%	47%
ÉNERGIE	34.7	-7.1	23.5	-2.8	75%	40%
MATÉRIAUX	4.2	-3.2	1.7	-1.1	82%	40%
INDUSTRIE	-3.2	-2.3	-4.2	-0.8	69%	46%
CONS. DISC.	5.0	-1.6	1.1	-0.5	80%	47%
CONS. DE BASE	1.7	-1.0	0.7	-0.3	69%	46%
SANTÉ	1.6	0.0	1.4	0.0	55%	52%
FINANCES	11.4	-1.3	8.1	-0.4	84%	48%
TI	5.7	-0.2	3.7	-0.1	61%	50%
TÉLÉCOM	2.9	-1.0	1.3	-0.3	68%	39%
SERV. PUBLICS	0.5	-0.2	0.3	-0.1	48%	48%
IMMOBILIER	0.5	s.o.	2.5	s.o.	41%	s.o.

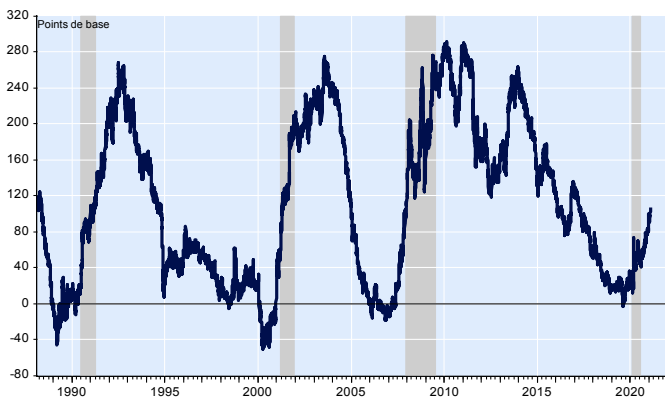
5/2/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Quoi qu'il en soit, la conviction des marchés au sujet de la reprise économique s'est renforcée au cours des derniers mois et a redressé la pente de la courbe des taux plus que jamais en trois ans (graphique).

États-Unis : La pente de la courbe des taux s'accroît

Taux des obligations du Trésor de 10 ans moins le taux à 2 ans



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Comme nous l'avons expliqué dans le *Mensuel boursier* du mois dernier, une courbe des taux plus abrupte a tendance à favoriser les valeurs cycliques par rapport aux actions plus défensives dans la phase initiale d'une reprise économique (tableau).

Indice composé S&P 500 : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P 500	4.6	3.5	3.5
ÉNERGIE	8.3	12.2	12.2
TÉLÉCOMS	7.3	5.6	5.6
FINANCES	6.6	4.5	4.5
CONSOM. DISCRÉTIONNAIRE	6.0	6.4	6.4
INDUSTRIE	4.9	0.3	0.3
TI	4.9	3.9	3.9
MATÉRIAUX	3.9	1.4	1.4
IMMOBILIER	3.2	3.7	3.7
CONSOM. DE BASE	2.5	-2.9	-2.9
SERVICES PUBLICS	2.3	1.3	1.3
SANTÉ	0.5	1.8	1.8

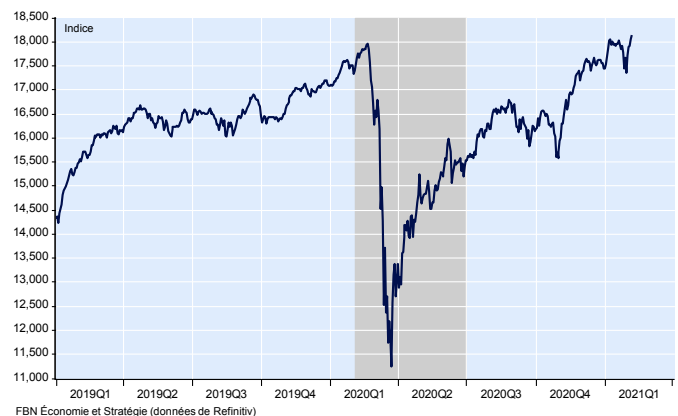
2/5/2021

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

S&P/TSX : Un nouveau record

L'indice S&P/TSX de référence canadien continue de bien se comporter au début de 2021 ayant atteint un nouveau record le 5 février. Quatre des onze principaux secteurs ont enregistré de nouveaux records en 2021 : TI, services publics, valeurs industrielles et consommation discrétionnaire. Malgré l'ascension récente des actions canadiennes, le ratio C/B prévisionnel de 12 mois de l'indice S&P/TSX reste bien en dessous de celui de l'indice S&P 500 – 17 contre 23. Nous nous attendons à ce que cet écart de valorisation – le plus important à ce jour – diminue au cours des prochains mois, si notre évaluation du rebond de la croissance économique au deuxième semestre de 2021 est juste.

Canada : L'indice S&P/TSX atteint un nouveau record en février



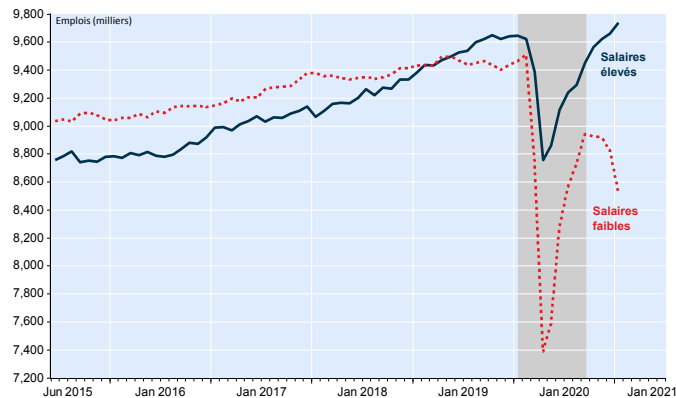
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Le déploiement des vaccins s'est enlisé de ce côté-ci de la frontière ces dernières semaines et a forcé les autorités à fermer certains secteurs de l'économie. Mais même si ces décisions ont eu une incidence négative sur la création d'emplois, il est important de garder à l'esprit que ces pertes concernaient toutes des emplois à salaire plus faible. Heureusement, et contrairement aux États-Unis, ces secteurs continuent de bénéficier d'une aide généreuse du gouvernement. Les emplois dans des branches où le salaire horaire dépasse la moyenne nationale ont augmenté à un niveau record en février (graphique). Cela aide à soutenir les dépenses domestiques et la demande de biens immobiliers résidentiels, le taux de propriétaires étant plus grand dans cette catégorie de travailleurs.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Canada : Plus d'emplois à salaires élevés qu'avant la pandémie

Emplois à salaire élevé et à salaire faible*

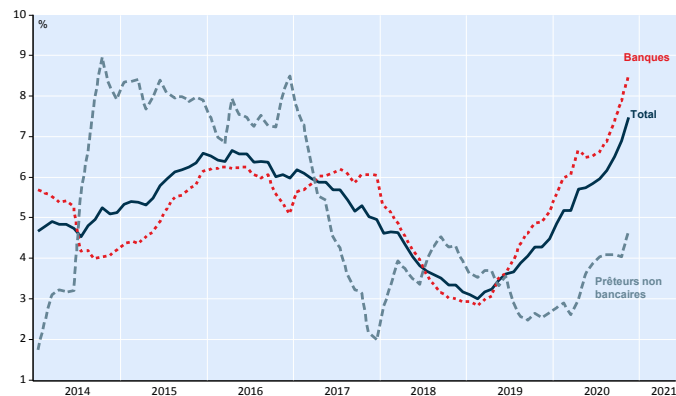


FBN Économie et Stratégie (data données de Statistique Canada)
 * Élevés : Forêtierie, services publics, construction, finances, services professionnels, éducation, santé, secteur public
 Faibles : Agriculture, fabrication, commerce, transports, services aux entreprises, information/culture, hébergement, autres

Les banques canadiennes ont été les principales bénéficiaires du regain de la demande de prêts hypothécaires résidentiels. Selon de nouvelles données publiées par la Banque du Canada, la dette hypothécaire totale était en hausse de 7,5% à l'échelle nationale à la fin de l'an dernier. Il est intéressant de noter que le plus gros de l'augmentation concernait des prêts consentis par les banques (graphique).

Canada : Prêts hypothécaires résidentiels, des banques et autres

Variation a/a, données désaisonnalisées



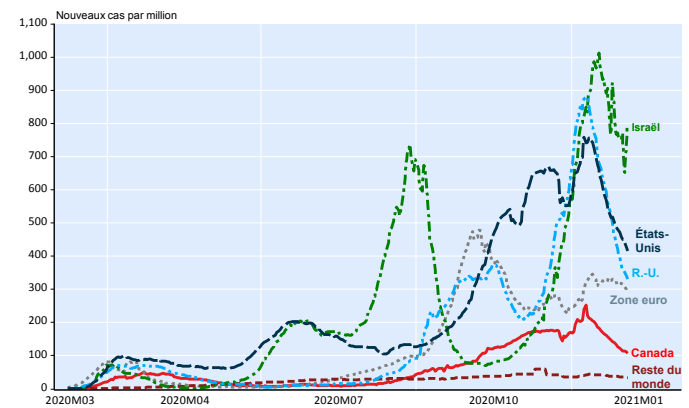
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Répartition des actifs

Nous ajustons notre répartition des actifs ce mois-ci par anticipation d'un programme de soutien budgétaire beaucoup plus important que ce que nous avons prévu aux États-Unis et d'une réduction tangible des nouveaux cas de COVID. Nous augmentons notre exposition aux marchés des actions en réduisant notre part de liquidités, qui, de surpondérée, passe à sous-pondérée. Le produit est redéployé vers les marchés émergents où nous pensons que les perspectives de croissance et les valorisations restent intéressantes.

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)

Répartition des actifs FBN			
	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
Marché boursier			
Actions canadiennes	20	23	
Actions américaines	20	18	
Actions étrangères (EAEO)	5	4	
Marchés émergents	5	9	+2
Marché obligataire			
Liquidités	5	4	-2
Total	100	100	

FBN Économie et Stratégie

Rotation sectorielle

Nous modifions notre répartition sectorielle pour le S&P/TSX ce mois-ci en faisant passer notre recommandation de pondération neutre à une surpondération l'emballage et les aurifères. L'industrie du bois passe d'une sous-pondération à pondération neutre. Les services aux collectivités voient leur pondération réduite d'une pondération neutre à une sous-pondération.

Marché boursier et stratégie de portefeuille

Rotation sectorielle fondamentale FBN - Février 2021

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Équipondérer	11.7%
Matériaux	Surpondérer	13.1%
Produits chimiques	Équipondérer	1.6%
Emballage et conditionnement	Surpondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	2.4%
Or	Surpondérer	8.0%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.5%
Industrie	Équipondérer	12.2%
Biens d'équipement	Surpondérer	2.2%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	3.1%
Transports	Équipondérer	7.0%
Consommation discrétionnaire	Équipondérer	3.9%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.2%
Biens de consommation durables et habillement	Surpondérer	0.6%
Services aux consommateurs	Équipondérer	1.0%
Distribution	Équipondérer	1.1%
Biens de consommation de base	Équipondérer	3.6%
Distribution alimentaire et pharmacie	Équipondérer	2.8%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Équipondérer	0.7%
Santé	Équipondérer	1.7%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.1%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	1.5%
Finance	Surpondérer	29.8%
Banques	Surpondérer	20.2%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	3.9%
Assurance	Surpondérer	5.8%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	11.0%
Télécommunications	Équipondérer	4.9%
Services aux collectivités	Sous-pondérer	5.1%
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	2021-02-05	T4-2021 (est.)
S&P/TSX	18 136	19 000
Hypothèses		T4-2021 (est.)
Niveau: Bénéfices	708	1060
Dividendes	530	793
Ratio C/B passé	25.6	17.9
Obligations 10 ans	0.72	1.35

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

Prévisions FBN États-Unis		
	Actuel	Cible
Niveau de l'indice	2021-02-05	T4-2021 (est.)
S&P 500	3 887	4 000
Hypothèses		T4-2021 (est.)
Niveau: Bénéfices	140	170
Dividendes	58	70
Ratio C/B passé	27.8	23.5
Obligations 10 ans	1.17	1.60

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

Rendement des marchés boursiers internationaux

	En monnaie locale (Indices MSCI en \$ US)					En dollars canadiens			Corrélation * avec S&P 500
	Clôture 05/02/2021	Cumulatif févr.-21	Cumulatif 2021	Δ 1 an	Δ 3 ans	Cumulatif 2021	Δ 1 an	Δ 3 ans	
Amérique du Nord - Indice MSCI	3 975	4.8%	3.8%	18.9%	48.6%	4.0%	14.2%	52.3%	1.00
États-Unis - S&P 500	3 887	4.7%	3.5%	16.6%	46.7%	3.8%	12.0%	50.3%	1.00
Canada - S&P TSX	18 136	4.6%	4.0%	2.7%	18.3%	4.0%	2.7%	18.3%	0.75
Europe - Indice MSCI	1 855	2.3%	0.8%	4.3%	1.8%	1.1%	0.2%	4.3%	0.48
Royaume-Uni - FTSE 100	6 489	1.3%	0.5%	-13.3%	-11.5%	1.1%	-11.9%	-11.3%	-0.36
Allemagne - DAX 30	14 057	4.6%	2.5%	4.3%	10.8%	1.0%	9.5%	9.9%	0.75
France - CAC 40	5 659	4.8%	1.9%	-5.5%	7.1%	0.5%	-0.7%	6.2%	0.34
Suisse - SMI	10 755	1.6%	0.5%	-2.2%	18.2%	-1.1%	1.6%	26.0%	0.84
Italie - Milan Comit 30	259	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	-1.5%	5.0%	3.9%	0.59
Pays-Bas - Amsterdam	653	2.5%	4.6%	6.5%	20.4%	3.1%	11.8%	19.4%	0.80
Zone Pacifique - Indice MSCI	3 191	3.4%	2.9%	14.3%	9.1%	3.2%	9.8%	11.8%	0.63
Japon - Nikkei 225	28 779	4.0%	4.9%	23.4%	26.9%	2.9%	23.4%	35.7%	0.85
Australie - All ordinaries	7 113	3.5%	3.8%	0.5%	16.1%	3.3%	9.6%	14.7%	0.63
Hong Kong - Hang Seng	29 289	3.6%	7.6%	9.3%	-9.2%	7.9%	5.2%	-6.1%	-0.14
MSCI - Monde	2 773	4.2%	3.1%	15.3%	31.8%	3.4%	10.8%	35.0%	0.97
MSCI - Monde ex. É.-U.	2 178	2.9%	1.8%	7.7%	5.2%	2.0%	3.4%	7.7%	0.55
MSCI - EAEO	2 182	2.7%	1.6%	7.9%	4.5%	1.9%	3.7%	7.1%	0.54
MSCI - Marchés émergents (indice libre)	1 395	4.9%	8.1%	28.1%	15.4%	8.3%	23.1%	18.2%	0.68

* Corrélation des rendements mensuels sur 3 ans

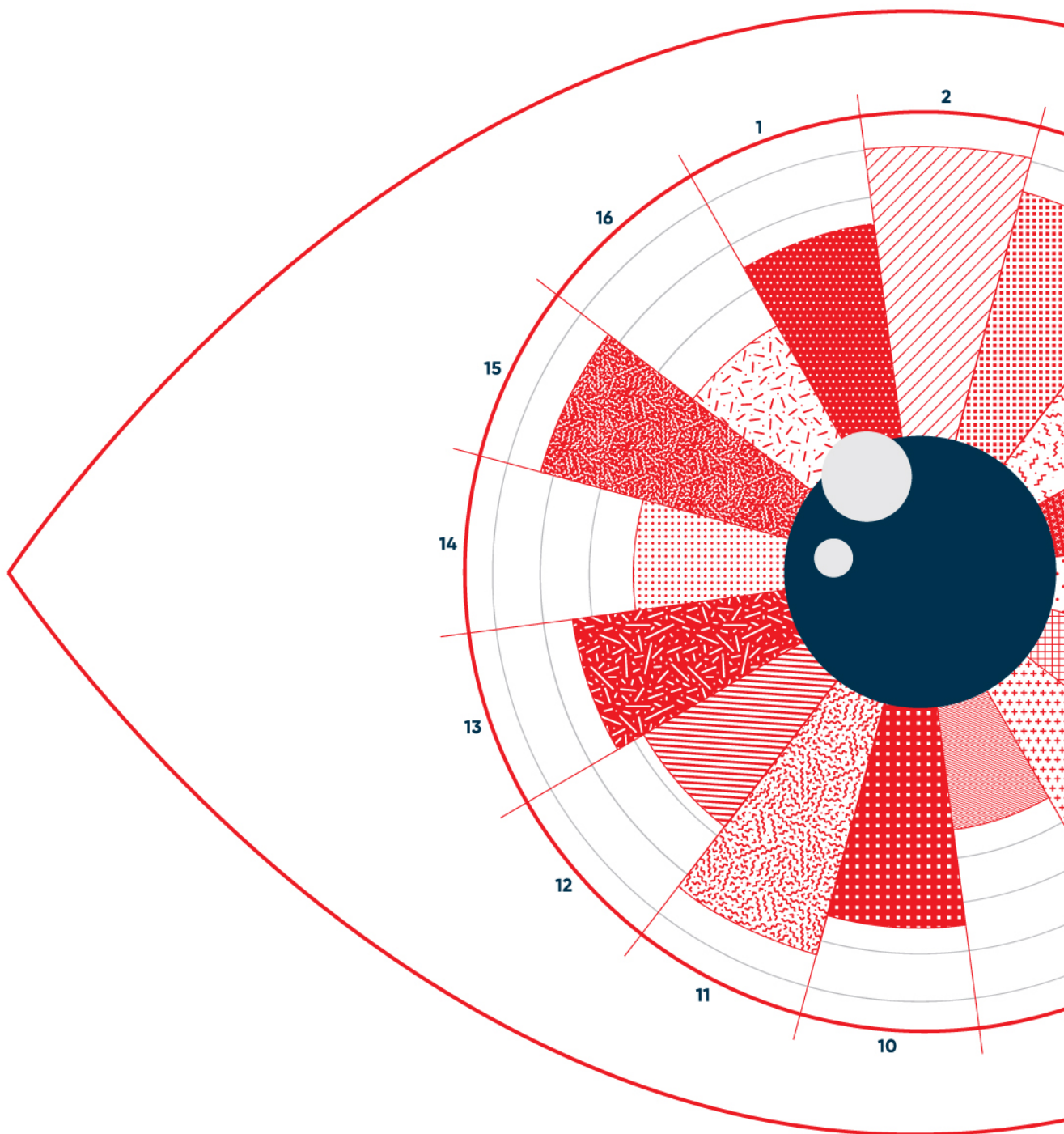
Bénéfices sectoriels du S&P 500 - Consensus* 2021-02-05

	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	236	6.56	-4.24	-13.92	24.36	22.77	27.71	22.27	21.84	23.45	0.96	4.67
Énergie	2.50	321.10	43.76	-22.81	-110.41	0.00	0.00	0.00	26.22	24.83	4.18	nég.	34.65
Matériaux	2.58	462.08	8.36	20.59	-8.83	29.60	27.60	26.37	20.34	20.07	10.62	0.73	4.23
Industrie	8.13	752.03	9.59	6.22	-55.43	74.71	70.48	42.60	24.38	23.62	21.19	0.34	-3.16
Consommation discrétionnaire	13.02	1385.96	9.82	35.80	-30.28	58.28	54.29	57.76	36.49	35.71	90.21	0.66	5.03
Consommation de base	6.10	675.92	1.49	2.93	3.58	6.27	6.55	21.58	20.30	19.94	7.18	3.05	1.71
Santé	13.23	1347.65	5.28	11.59	8.71	12.80	11.75	18.26	16.19	16.13	10.42	1.37	1.57
Finance	10.53	512.69	22.82	-0.49	-19.15	22.43	21.43	16.42	13.40	13.26	5.80	0.62	11.38
Technologie de l'information	27.82	2379.86	11.66	35.95	6.08	19.23	15.59	32.81	27.52	26.66	14.63	1.71	5.65
Services de télécommunications	10.98	234.43	10.75	25.66	-2.74	11.02	13.05	25.68	23.13	22.55	19.28	1.73	2.89
Services publics	2.70	323.15	-1.03	-7.43	1.53	5.03	5.10	19.39	18.46	18.37	4.13	3.60	0.51
Immobilier	2.42	236.22	6.56	-4.24	-30.16	-6.15	-4.25	50.34	53.64	52.85	19.47	nég.	0.45

* Source I/B/E/S

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

Analyse technique



Analyse technique



Dennis Mark, CFA
Analyste
416 869-7427

Points saillants des graphiques

Dans l'édition de février de *Vision*, nous mettons en vedette le dollar américain et les rendements alors que les courbes des deux graphiques remontent. L'évolution technique de ces deux graphiques a des implications pour le secteur des matières premières qui a une forte pondération dans l'indice S&P/TSX. Nous nous concentrons sur le secteur de l'énergie qui est en passe de rebondir d'un plancher après un long marché baissier. Les indications techniques font remarquer que ce secteur a le meilleur potentiel risque/rendement de tous.

► Indice du dollar US (DXY)



Source: Refinitiv

L'évolution technique de l'indice du dollar US est un important indicateur pour un indice fortement influencé par les matières premières comme l'indice S&P/TSX. Il existe ainsi de nombreux cas où l'appréciation du dollar est accompagnée d'une hausse des matières premières et vice versa. Malgré le pessimisme qui entoure l'indice DXY, celui-ci reste soutenu à 89.00 et se raffermi. La courbe du DXY commence à crever une ligne de résistance mineure à 91.00. Cela prépare une ascension à 93-94. La vigueur de l'indice DXY aura presque assurément un effet négatif sur l'or et un impact moins négatif sur l'énergie.

Analyse technique

Dennis Mark, CFA
Analyste
416 869-7427

► S&P/TSX Énergie



Source: Refinitiv

Un marché baissier écrasant des dernières années est en train de rebondir après avoir touché le fond et formé un plancher. L'indice S&P/TSX de l'énergie a formé une base sur les 10 derniers mois et établi un niveau de soutien à 60.00. L'élan à la hausse reprend alors que l'indice se négocie au-dessus de ses moyennes. Le niveau de résistance clé autour de 97.00 est remis en question à l'endroit où une ligne de tendance et une résistance sur le graphique entrent en jeu. Une nouvelle vigueur exprimée par ce graphique au franchissement de la ligne de tendance à la baisse représente une victoire technique de plus pour le secteur de l'énergie.

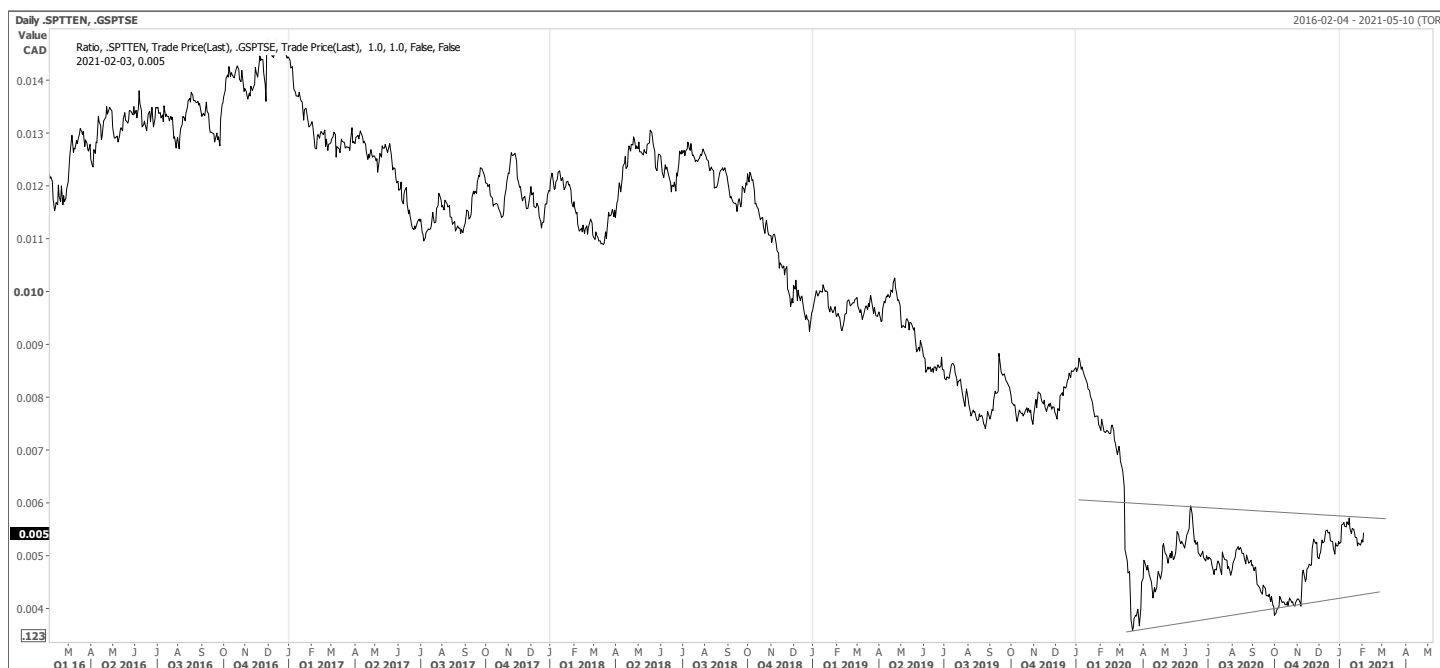
Analyse technique

Dennis Mark, CFA

Analyste

416 869-7427

► S&P/TSX Énergie/S&P/TSX



Source: Refinitiv

Le secteur de l'énergie a, pendant de nombreuses années, laissé à désirer par rapport à l'indice S&P/TSX en traversant un marché baissier comme le graphique ci-joint l'indique. Le rendement relatif commence à se stabiliser alors que le graphique S&P/TSX Énergie/S&P/TSX dessine la formation d'un plancher. Une percée à la hausse marquera une solide reconnaissance d'un marché haussier à venir.

Analyse technique

Dennis Mark, CFA

Analyste

416 869-7427

► Kelt Exploration Ltd. (KEL)



Source: Refinitiv

Une base de 10 mois sur le graphique de KEL prépare le prochain mouvement à la hausse. La résistance à \$2.10 est de nouveau remise en question alors que la courbe essaie de sortir de cette formation. L'augmentation du volume récemment reflète l'intérêt croissant pour cette action. La résistance supérieure est mince, indiquant qu'une fois que l'action percera le plafond et décollera l'offre sera limitée. Premier objectif : \$3.00 après un franchissement de la barre de \$2.10. Mais surtout, la tendance devient haussière et ouvre un potentiel.

Analyse technique

Dennis Mark, CFA
Analyste
416 869-7427

► MEG Energy Corp. (MEG)

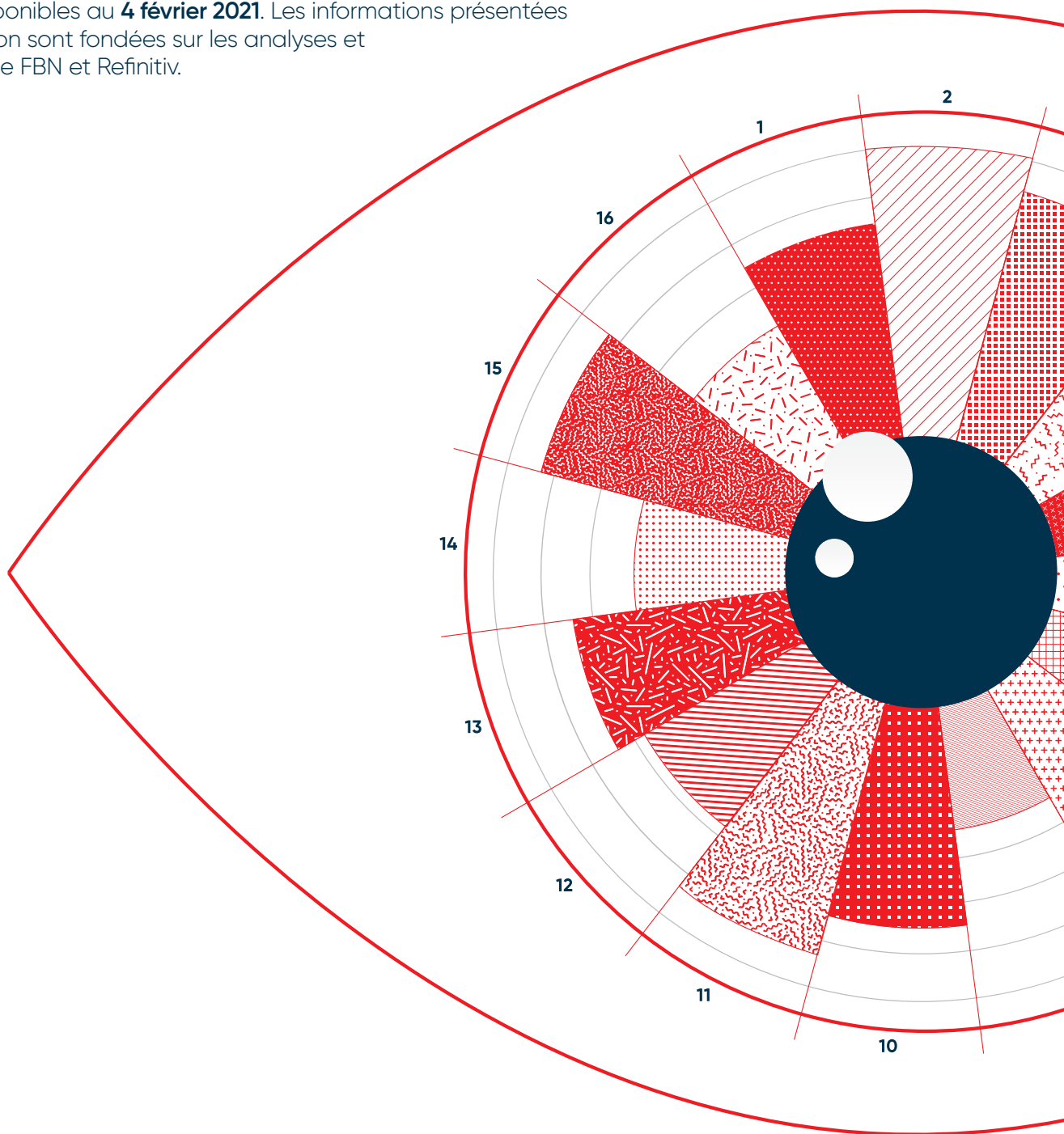


Source: Refinitiv

La courbe du graphique de MEG a crevé le plafond de \$4.25 tard l'an dernier pour compléter une base et repartir à la hausse. Après plusieurs semaines de consolidation, le graphique semble prêt pour un nouveau décollage. Une résistance mineure à \$5.18 est menacée alors que les achats reprennent avec un volume accru. Le prochain objectif est à \$7.00 à \$8.00 alors que la reprise du secteur de l'énergie et de MEG continue.

Analyse sectorielle

Dans cette section, les tableaux et graphiques sont basés sur les informations disponibles au **4 février 2021**. Les informations présentées dans cette section sont fondées sur les analyses et les estimations de FBN et Refinitiv.



Liste de sélections FBN

Analyse sectorielle

Secteur	Titre	Symbole	Prix	Cours Cible	Rend. Div.	Rend. Est.	Industrie
Énergie							
	Cenovus Energy Inc.	CVE	\$8.08	\$13.00	0.89%	61.76%	Pétrole, gaz et combustibles
	Enerflex Ltd.	EFX	\$7.34	\$10.00	1.08%	37.33%	Équipements et services pour l'énergie
	Parex Resources Inc.	PXT	\$21.56	\$30.00	0.00%	39.15%	Pétrole, gaz et combustibles
	Secure Energy Services Inc.	SES	\$2.97	\$4.00	1.00%	35.69%	Équipements et services pour l'énergie
	TC Energy Corp.	TRP	\$55.23	\$67.00	5.97%	27.18%	Pétrole, gaz et combustibles
	Tourmaline Oil Corp.	TOU	\$20.67	\$30.00	2.47%	47.85%	Pétrole, gaz et combustibles
Matériaux							
	Cascades Inc.	CAS	\$15.89	\$22.50	1.95%	43.61%	Emballage et conditionnement
	Dundee Precious Metals Inc.	DPM	\$8.41	\$14.00	1.80%	68.29%	Or
	Endeavour Mining Corp.	EDV	\$28.04	\$58.00	0.00%	106.85%	Or
	First Quantum Minerals Ltd.	FM	\$22.75	\$28.50	0.04%	25.32%	Métaux et minerais
	Sandstorm Gold Ltd.	SSL	\$8.05	\$14.25	0.00%	77.02%	Or
	SSR Mining Inc.	SSRM	\$21.79	\$39.00	0.00%	78.98%	Or
	Teck Resources Ltd.	TECK.b	\$23.29	\$28.50	0.83%	23.23%	Métaux et minerais
Industrie							
	Dexterra Group Inc.	DXT	\$6.45	\$8.50	4.72%	36.43%	Services aux entreprises
	Exchange Income Corp.	EIF	\$37.58	\$42.00	6.06%	17.83%	Transport
	Finning International Inc.	FTT	\$28.53	\$35.00	2.78%	25.55%	Biens d'équipement
	Hardwoods Distribution Inc.	HDI	\$30.54	\$36.50	1.34%	20.83%	Biens d'équipement
	Heroux-Devtek Inc.	HRX	\$14.17	\$17.50	0.00%	23.50%	Biens d'équipement
	Mullen Group Ltd.	MTL	\$10.91	\$13.75	4.30%	30.43%	Transport
	Stantec Inc.	STN	\$49.40	\$50.50	1.25%	3.48%	Services aux entreprises
	TFI International Inc.	TFII	\$92.32	\$103.00	1.16%	12.82%	Transport
	Thomson Reuters Corp.	TRI	\$107.60	\$115.00	1.82%	8.67%	Services aux entreprises
	Toromont Industries Ltd.	TIH	\$90.01	\$98.00	1.36%	10.25%	Biens d'équipement
	Transcontinental Inc.	TCL.a	\$21.29	\$26.00	4.11%	26.35%	Services aux entreprises
Consommation discrétionnaire							
Biens de consommation de base							
	Empire Company Ltd.	EMP.a	\$36.94	\$43.00	1.40%	17.81%	Distribution alimentaire et pharmacie
	Jamieson Wellness Inc.	JWEL	\$35.28	\$42.75	1.43%	22.59%	Produits ménagers et personnels
Santé							
	Chartwell Retirement Residences	CSH.un	\$10.75	\$13.50	5.78%	31.27%	Équipements et services de santé
	Medical Facilities Corp.	DR	\$6.71	\$7.75	4.05%	19.67%	Équipements et services de santé
	Sienna Senior Living Inc.	SIA	\$13.27	\$15.00	7.15%	20.09%	Équipements et services de santé
Finance							
	Canadian Imperial Bank of Commerce	CM	\$112.60	\$124.00	5.16%	15.31%	Banques
	Element Fleet Management Corp.	EFN	\$12.53	\$18.00	2.10%	45.73%	Services financiers diversifiés
	iA Financial Corporation Inc.	IAG	\$59.02	\$66.00	3.17%	15.11%	Assurances
	Royal Bank of Canada	RY	\$106.30	\$117.00	4.03%	14.13%	Banques
	Trisura Group Ltd.	TSU	\$93.61	\$161.00	0.00%	71.99%	Assurances
Technologies de l'information							
	Kinaxis Inc.	KXS	\$185.71	\$250.00	0.00%	34.62%	Logiciels et services
	Nuvei Corp.	NVEI	\$71.70	\$85.00	0.00%	18.55%	Logiciels et services
	Real Matters Inc.	REAL	\$17.53	\$40.00	0.00%	128.18%	Logiciels et services
Communications							
	TELUS Corp.	T	\$26.76	\$28.00	4.57%	9.29%	Services de Télécommunication
Services aux collectivités							
	AltaGas Ltd.	ALA	\$19.63	\$24.00	5.07%	27.35%	Services aux collectivités
	Brookfield Infrastructure Partners L.P.	BIP.un	US\$54.12	US\$60.00	3.84%	14.63%	Services aux collectivités
	Innervex Renewable Energy Inc.	INE	\$29.01	\$32.00	2.47%	12.79%	Services aux collectivités
	Northland Power Inc.	NPI	\$48.92	\$52.00	2.42%	8.75%	Services aux collectivités
Immobilier							
	Canadian Apartment Properties REIT	CAR.un	\$51.18	\$60.00	2.69%	19.93%	Immobilier
	Flagship Communities REIT	MHC.un	\$15.00	\$18.00	3.29%	23.40%	Immobilier
	H&R REIT	HR.un	\$13.22	\$15.50	5.26%	22.47%	Immobilier
	Killam Apartment REIT	KMP.un	\$17.66	\$21.00	3.86%	22.76%	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 4 février 2021

Source: Recherche FBN, Refinitiv

Glossaire des tableaux des analystes

Analyse sectorielle

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

Cote du risque = Analyst's recommendation

IM = Inférieur à la moyenne

M = Moyenne

SM = Supérieur à la moyenne

S = Spéculatif

Δ = Changement de recommandation par rapport au mois précédent.

↑ ou ↓ = 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.

↑ ou ↓ = 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.).

FTPA 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.

FTPA 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.

FTPA 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/FTPA pour des flux de trésorerie nuls ou négatifs ne s'appliquent pas (s.o.). Un ratio C/FTPA 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/FTPA = Ratio de valorisation cours/flux de trésorerie par action. Les calculs du ratio C/FTPA pour des flux de trésorerie nuls ou négatifs ne s'appliquent pas (s.o.). Un ratio C/FTPA supérieur à 100 est réputé non significatif (n.s.).

Banques et assurances

Analyse sectorielle



Gabriel Dechaine

Analyste
416 869-7442

Adjoints :

Will Flanigan : 416 507-8006
Prancy Kurian : 416 507-9568

Banques et compagnies d'assurance vie canadiennes

► Banques canadiennes – Perspectives pour 2021 : année de transition.

Après une année folle et historiquement importante, les banques commencent l'année 2021 avec un ensemble de défis plus terre-à-terre qui tournent principalement autour des perspectives de croissance. Cela dit, il y a certaines considérations compensatoires qui, selon nous, devraient séduire les investisseurs, à savoir (1) nous pensons que les prévisions des analystes à l'égard des pertes sur prêts sont suffisamment prudentes pour faire des révisions positives du BPA un résultat très probable; (2) nous avons déjà commencé à voir apparaître des « bourgeons » de croissance dans le secteur des prêts, en particulier dans les catégories des prêts à la consommation; (3) les banques se sont engagées à maintenir à un bas niveau la croissance des dépenses, bien qu'il sera plus difficile d'atteindre des rendements similaires à ceux de 2020; (4) les fonds propres sont à des sommets jamais atteints, et les fusions et acquisitions à ce stade du cycle offrent plus de possibilités de hausse; et (5) le ratio C/B à terme de 11.4 du secteur n'est pas excessif, surtout si l'on considère le potentiel de révisions positives du BPA. Nos meilleurs choix sont RY (fonds propres vigoureux, démultiplication de la reprise des prêts à la consommation, etc.) et CM (potentiel de réévaluation, fonds propres vigoureux).

► Compagnies d'assurance canadiennes – Perspectives pour 2021 et aperçu du T4 2020. Passage de la cote de SLF à Rendement supérieur.

Les compagnies d'assurance vie commencent l'année 2021 avec un contexte macroéconomique plus favorable qui a contribué à renouveler l'intérêt des investisseurs. Le secteur présente plusieurs caractéristiques positives, notamment des fonds propres vigoureux et des valorisations qui sont (presque) aussi attrayantes que jamais. Le principal risque pour le secteur, cependant, est le retour potentiel d'une tendance qui a suivi la crise financière de 2008 : des années à imputer des charges considérables aux fins de la constitution de réserves. Nous pensons que les risques, qui sont liés à la faiblesse des taux, au comportement des consommateurs et à des taux de mortalité éventuellement supérieurs à la normale, sont considérables. Notre meilleur choix dans cet univers est IAG, qui a connu une croissance relativement régulière tout au long de son histoire et qui pourrait être réévalué à la hausse à mesure que les préoccupations de certains investisseurs clés s'atténuent (essentiellement liées aux fonds propres). Nous avons également fait passer la cote de SLF à Rendement supérieur. Nous avons toujours apprécié la vigueur de son bilan et l'attrait de sa gamme d'activités. Ce qui a changé, c'est que nous constatons un rare cas de valorisation qui tient excessivement compte des risques (réévaluation à la hausse du ratio C/VE de 7%) et qui est vaste par rapport aux banques (décote du ratio C/B actuel de 16% par rapport à la moyenne sur 10 ans en ligne).

Sélections

- iA Groupe financier
- Financière Sun Life
- Banque Royale du Canada
- Banque Canadienne Impériale de Commerce

Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 2/4	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			VCPA			C/C		Div. %	Cours cible 12 mois	Δ		
							dernier exerc.	est. Ex1	est. Ex2	C/B Ex1	C/B Ex2	dernier trimest.	est. Ex1	est. Ex2				Ex1	Ex2
Banques																			
Banque de Montréal	BMO	RM	62,912	643	97.93	10/2020	7.71	8.37	9.26	11.7	10.6	77.40	76.70	77.58	1.3	1.3	4.3%	102.00	↑
Banque Scotia	BNS	RM	84,791	1,211	69.88	10/2020	5.36	6.13	6.74	11.4	10.4	51.87	52.30	54.42	1.3	1.3	5.1%	70.00	↑
CIBC	CM	RS	50,276	445	112.60	10/2020	9.69	10.63	11.83	10.6	9.5	84.05	84.05	89.35	1.3	1.3	5.2%	124.00	↑
Banque Nationale	NA	PN	24,553	337	72.96	10/2020	6.05	6.37	6.91	11.5	10.6	39.97	39.97	43.60	1.8	1.7	3.9%	PN	↑
Banque Royale du Canada	RY	RS	151,762	1,423	106.30	10/2020	7.97	9.35	9.68	11.4	11.0	56.75	56.75	61.70	1.9	1.7	4.0%	117.00	↑
Banque Toronto-Dominion	TD	RM	134,565	1,804	74.67	10/2020	5.35	6.17	6.52	12.1	11.5	49.49	49.49	52.53	1.5	1.4	4.2%	75.00	↑
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	RM	2,572	87	29.11	10/2020	2.93	3.00	3.24	9.7	9.0	31.76	31.76	33.28	0.9	0.9	3.9%	32.00	↑
Banque Laurentienne	LB	RI	1,389	43	31.61	10/2020	2.92	2.88	3.20	11.0	9.9	53.58	53.58	53.60	0.6	0.6	5.0%	29.00	↑
Assurances																			
Great-West Lifeco	GWO	RM	27,826	928	29.96	12/2019	2.67	3.02	3.28	9.9	9.1	22.57	23.01	23.90	1.3	1.3	5.8%	32.00	↑
Industrielle Alliance	IAG	RS	6,390	107	59.02	12/2019	4.87	6.65	7.19	8.9	8.2	54.50	55.64	59.96	1.1	1.0	3.3%	66.00	↑
Financière Manuvie	MFC	RM	46,784	1,940	24.03	12/2019	2.22	2.92	3.25	8.2	7.4	25.49	25.46	25.30	0.9	0.9	4.6%	25.00	↑
Financière Sun Life	SLF	RS	35,636	585	61.10	12/2019	4.14	5.73	6.25	10.7	9.8	38.17	39.14	42.90	1.6	1.4	3.6%	67.00	↑

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

Analyse sectorielle



Vishal Shreedhar

Analyste
416 869-7930

Adjoins:
Paul Hyung: 416 507-9009
Ryan Li: 416 869-6767

Marchandisage et produits de consommation

Le bénéfice brut de la vente au détail d'essence devrait entraîner une croissance régulière, malgré des inquiétudes

► La baisse de la demande d'essence reste source d'inquiétude pour les investisseurs...

La vente au détail d'essence alimente les discussions entre de nombreux investisseurs qui s'inquiètent de plusieurs tendances, notamment le télétravail, la baisse du nombre de kilomètres parcourus, l'apparition de véhicules qui consomment peu et l'adoption des véhicules électriques, tendances qui pourraient entraîner une baisse de la demande de carburants automobiles et nuire à la rentabilité de sociétés telles qu'Alimentation Couche-Tard et Parkland.

Les ventes d'essence représentent environ 70% du chiffre d'affaires de Couche-Tard et près de 45% de son bénéfice brut total (environ 45% et 30% respectivement aux États-Unis). Pour Parkland, ces proportions sont respectivement de 40% et 25% environ.

► Cependant, nous pensons que la hausse des marges sur les ventes de carburants et d'autres ajustements du modèle d'affaires soutiendront la croissance à moyen terme :

Nous pensons que les ventes de carburant peuvent continuer d'alimenter la croissance du bénéfice de Couche-Tard et de Parkland dans un avenir prévisible, en grande partie grâce à l'expansion des marges.

Bien que la croissance des volumes de ventes d'essence aux États-Unis ait été faible ces sept dernières années (jusqu'en 2019), avec un TCAC d'environ 1.2%, les bénéfices bruts des ventes d'essence dans le secteur ont crû à un TCAC d'environ 5.5% (estimation FBN), reflétant une croissance des marges liée aux prix.

Le phénomène n'est pas propre aux États-Unis. Sur les sept dernières années, en Norvège, où les véhicules électriques enregistrent la meilleure pénétration (en 2019, ils représentaient 13% de la flotte automobile), les volumes de ventes d'essence ont baissé à un TCAC de 4.2%, mais les bénéfices bruts totaux ont crû à un TCAC de 3.0%.

► D'autres avenues de croissance :

En outre, nous pensons que les détaillants en carburants chercheront à entretenir la croissance par d'autres moyens, notamment le développement d'une offre de marchandisage, l'installation de bornes de rechargement pour les véhicules électriques et la participation à la rationalisation du secteur.

Sélection

► Empire Company

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 02/04	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible 12 mois	Δ	
						(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern. Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2					
Grands magasins																				
Canadian Tire	CTC.a	RS	10,652	61.2	174.09	12/2019	13.07	11.04	13.43	15.8	13.0	2,146	2,019	2,227	7.1	6.4	67.42	0.47	189.00	↑
Dollarama	DOL	RS	16,011	312.8	51.18	02/2020	1.78	1.84	2.24	27.9	22.8	1,111	1,147	1,332	16.6	14.3	0.84	0.92	61.00	↑
Magasins spécialisés																				
Couche Tard	ATD.b	RS	45,646	1,114.4	40.96	04/2020	1.97	2.24	2.21	14.3	14.5	4,365	4,676	4,492	8.6	8.9	10.70	0.32	49.00	↓
Parkland Fuel Corporation	PKI	RS	6,039	151.1	39.96	12/2019	2.56	0.73	1.91	54.8	21.0	1,266	1,049	1,269	9.0	7.4	14.86	0.60	46.00	↓
Habillement																				
Gildan	GIL	RS	6,721	198.3	33.89	12/2019	1.66	(0.44)	1.50	-60.6	17.7	548	109	499	54.2	11.9	7.44	0.37	39.00	↑
Roots Corporation	ROOT	RM	92	42.2	2.18	02/2020	(0.06)	0.38	0.34	5.7	6.4	52	66	62	4.4	4.6	3.60	0.56	3.00	↑
Épicerie																				
Empire Company	EMP.a	RS	9,977	270.1	36.94	05/2020	2.19	2.44	2.64	15.1	14.0	1,892	2,074	2,116	7.7	7.6	15.54	0.59	43.00	↓
Loblaw	L	RM	22,286	358.0	62.25	12/2019	4.12	4.26	5.07	14.6	12.3	4,912	4,998	5,220	7.4	7.1	31.27	0.57	76.00	↓
Metro	MRU	RM	13,864	251.8	55.06	09/2020	3.27	3.36	3.61	16.4	15.3	1,091	1,077	1,069	14.9	15.0	24.45	0.26	61.00	↓
Transformation des aliments																				
Saputo	SAP	RM	14,490	410.9	35.26	03/2020	1.80	1.77	2.06	19.9	17.1	1,468	1,489	1,680	12.1	10.7	15.8	0.35	39.00	↓
Lassonde	LAS.a	RS	1,233	6.9	177.80	12/2019	8.32	13.54	13.05	13.1	13.6	159	210	207	7.1	7.2	116.4	0.25	183.00	↓
Premium Brands Holdings	PBH	RS	4,213	39.4	106.92	12/2019	3.30	2.94	4.29	36.4	24.9	308	305	401	17.6	13.4	33.9	0.46	117.00	↓
Vente au détail de matelas																				
Sleep Country Canada	ZZZ	RM	1,026	37.0	27.72	12/2019	1.59	1.72	1.91	16.1	14.5	156	163	171	8.5	8.1	9.12	0.52	29.00	↓
Beauté et soins personnels																				
MAV Beauty Brands	MAV	RS	291	42.4	6.86	12/2019	0.31	0.47	0.56	14.5	12.2	29	35	38	12.3	11.4	5.53	0.37	6.00	↓
Restauration																				
MTY Food Group	MTY	RM	1,358	24.7	54.98	11/2020	3.34	(1.27)	3.17	-43.2	17.3	152	154	171	11.8	10.6	22.93	0.44	56.00	↑
Épicerie en ligne																				
Goodfood Market	FOOD	R	R	R	R	08/2020	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R

Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction; AO = Accepter offre; ER = En révision
Note: Lassonde et Goodfood couverts par Ryan Li.

u= dollars US

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

Immobilier

Analyse sectorielle



Matt Kornack

Analyste
416 507-8104

—
Adjoints:

Hussam Maqbool: 416 507-8108
Ahmed Shethwala: 416 507-8102



Tal Woolley

Analyste
416 507-8009

—
Adjoint:

Eric Kim: 416 869-7566

Immobilier : Penchant pour l'immobilier résidentiel à partir de 2021

Les perspectives économiques et la visibilité des bénéfices étant encore floues au premier semestre de 2021, nos meilleurs choix proviennent surtout du secteur résidentiel par opposition au secteur commercial. Les mesures de confinement dans tout le pays continuent d'entraver l'activité et d'accroître la fragilité des locataires à court terme, mais nous en sommes également aux premières étapes du déploiement d'un vaccin prometteur. Les faits évoluent rapidement sur le terrain, de sorte que nous constatons une faible visibilité des bénéfices tout au long du premier semestre de 2021 et que nous privilégions pour l'instant les catégories d'actifs résidentiels en position de défense (p. ex., les immeubles de logement collectif, les logements pour personnes âgées) plutôt que les catégories d'actifs commerciaux (p. ex., les immeubles de commerce de détail, les immeubles de bureaux).

► Voici un aperçu de notre univers par catégorie d'actifs :

- › **Immeubles de logement collectif** : Nous nous attendons à ce que les confinements à court terme pèsent sur les activités au cours du premier semestre de 2021, mais le manque d'offre de logements abordables et l'idée que les moteurs de la demande commenceront à remonter au S2 nous donnent confiance dans un redressement rapide.
- › **Logements pour personnes âgées et établissements de soins de santé** : Bien que les risques d'écllosion persistent et entravent les taux d'occupation, nous pensons que la capacité à long terme de ces entreprises au chapitre des bénéfices reste intacte. La gravité du risque d'écllosion est proportionnelle au taux de vaccination, et les résidents et le personnel des maisons de retraite et de SLD sont les bénéficiaires prioritaires. Il s'agit d'une catégorie d'actifs résidentiels avec un peu plus de vigueur en début de cycle provenant du déploiement du vaccin.
- › **Immeubles industriels** : Les facteurs positifs résultant d'une plus grande pénétration du commerce électronique et des changements dans la chaîne d'approvisionnement mondiale persistent. La proximité des clients dans les zones urbaines, associée à une disponibilité limitée de terrains, entraîne des pressions en faveur d'une pleine occupation et d'une augmentation des loyers, ce qui favorise la croissance du ratio FPE par part.

- › **Immeubles de bureaux** : Nous croyons en un « retour au bureau » un jour, mais reconnaissons qu'il existe des défis à court terme (p. ex., augmentation du taux d'inoccupation des immeubles en sous-location) qui pèseront probablement sur les stocks en 2021.
- › **Immeubles de commerce de détail** : Il faut s'attendre à une volatilité à court terme alors que, dans les manchettes, la baisse des ventes au détail rivalise avec les progrès de la vaccination tout au long de l'année. Les mesures de confinement entraîneront probablement un certain dérapage des taux de perception des loyers. Nous pensons que la visibilité sur la santé des locataires ne s'améliorera pas avant le milieu de l'année et, par conséquent, nous continuons à favoriser les FPI contrôlées par les détaillants qui ont des dettes plus faibles et des taux de perception des loyers plus élevés.
- › **SSituations particulières** : Nos perspectives varient en fonction des stocks, mais nous aimons toujours les titres résidentiels et quasi résidentiels qui font partie de ce groupe : SVI (entreposage en libre-service), TCN (location de maisons unifamiliales) et MHC.u (habitations préfabriquées).

Sélections

- › **Flagship REIT**
- › **Chartwell**
- › **H&R REIT**
- › **ERES REIT**
- › **CAP REIT**
- › **Tricon**
- › **Granite REIT**
- › **Killam REIT**
- › **Sienna**

Immobilier

Analyse sectorielle

Matt Kornack

Analyste
416 507-8104

Adjoints :

Hussam Maqbool : 416 507-8108
Ahmed Shethwala : 416 507-8102

Tal Woolley

Analyste
416 507-8009

Adjoint :

Eric Kim
416 869-7566

Cote du		Cap.	Distributions par part			Rend. des distributions				FPE dilués			C/FPE			12 mois					
Symb.	titre	(M)	Analyste	2-4	(A) 2019	est. 2020	est. 2021	2019A	2020E	2021E	courant	(A) 2019	est. 2020	est. 2021	(A) 2019A	est. 2020E	est. 2021E	VAN	Cible	Rend. total ⁽¹⁾	Δ
Détail																					
REI.un	RS	\$5,171	Woolley	\$17.73	\$1.44	\$1.44	\$1.44	8.1%	8.1%	8.1%	5.4%	\$1.87	\$1.62	\$1.50	9.5x	11.0x	11.8x	\$22.40	\$20.00	28.0%	↔
CHP.un	RM	\$9,101	Woolley	\$13.04	\$0.74	\$0.74	\$0.74	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	\$0.99	\$0.93	\$1.01	13.2x	14.0x	13.0x	\$12.20	\$13.50	9.5%	↔
FCR.un	RM	\$2,969	Woolley	\$14.64	\$0.86	\$0.86	\$0.86	5.9%	5.9%	5.9%	3.0%	\$1.23	\$0.96	\$0.99	11.9x	15.2x	14.8x	\$17.10	\$15.00	17.0%	↔
SRU.un	RM	\$3,926	Woolley	\$23.79	\$1.76	\$1.81	\$1.85	7.4%	7.6%	7.8%	7.8%	\$2.27	\$2.21	\$2.03	10.5x	10.8x	11.7x	\$28.60	\$25.00	20.5%	↓
CRT.un	RS	\$3,459	Woolley	\$15.53	\$0.73	\$0.76	\$0.79	4.7%	4.9%	5.1%	5.2%	\$1.17	\$1.18	\$1.24	13.2x	13.1x	12.5x	\$15.50	\$18.00	13.3%	↔
CRR.un	RS	\$2,177	Woolley	\$14.43	\$0.89	\$0.89	\$0.89	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	\$1.16	\$1.05	\$1.13	12.4x	13.7x	12.8x	\$14.40	\$16.50	21.2%	↔
APR.un	RS	\$426	Woolley	\$10.97	\$0.80	\$0.80	\$0.80	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	\$1.00	\$0.90	\$0.94	11.0x	12.1x	11.7x	\$10.00	\$12.00	15.8%	↑
Bureau & Diversifié																					
AP.un	RS	\$4,814	Kornack	\$37.91	\$1.65	\$1.70	\$1.73	4.4%	4.5%	4.6%	4.5%	\$2.30	\$2.29	\$2.38	16.5x	16.6x	16.0x	\$47.25	\$44.50	31.2%	↓
D.un	RS	\$1,118	Kornack	\$19.44	\$1.00	\$1.00	\$1.00	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	\$1.68	\$1.51	\$1.62	11.5x	12.9x	12.0x	\$24.55	\$22.00	16.2%	↔
SOT.un	RM	\$302	Kornack	\$4.19	\$0.40	\$0.40	\$0.40	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	\$0.76	\$0.71	\$0.69	5.5x	5.9x	6.1x	\$4.25	\$4.25	6.3%	↑
NWH.un	RM	\$2,236	Woolley	\$13.19	\$0.80	\$0.80	\$0.80	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	\$0.73	\$0.83	\$0.89	18.0x	15.8x	14.8x	\$11.00	\$13.50	8.4%	↑
HR.un	RS	\$4,010	Kornack	\$13.22	\$0.92	\$0.69	\$0.69	7.0%	5.2%	5.2%	5.2%	\$1.73	\$1.66	\$1.63	7.6x	8.0x	8.1x	\$19.60	\$15.50	23.6%	↔
CUF.un	RES	\$1,480	Kornack	\$8.43	\$0.72	RES	RES	8.5%	RES	RES	RES	\$1.13	RES	RES	7.5x	RES	RES	RES	RES	RES	RES
AX.un	RM	\$1,444	Kornack	\$10.81	\$0.54	\$0.54	\$0.55	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	\$1.41	\$1.41	\$1.34	7.7x	7.7x	8.1x	\$12.25	\$11.50	-1.1%	↑
BTB.un	RM	\$223	Kornack	\$3.69	\$0.42	\$0.36	\$0.30	11.4%	9.8%	8.1%	8.1%	\$0.41	\$0.38	\$0.41	8.9x	9.6x	9.0x	\$3.90	\$3.75	9.3%	↑
Industriel																					
GRT.un	OP	\$4,045	Kornack	\$76.27	\$2.92	\$3.00	\$3.00	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%	\$4.06	\$4.32	\$4.47	18.8x	17.6x	17.1x	\$75.15	\$88.50	39.4%	↔
DIR.un	RS	\$2,252	Kornack	\$12.90	\$0.70	\$0.70	\$0.70	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	\$0.78	\$0.71	\$0.80	16.5x	18.2x	16.2x	\$12.95	\$13.75	8.0%	↑
WMU-T	RS	\$644u	Kornack	\$15.51u	\$0.76u	\$0.76u	\$0.76u	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	\$0.88u	\$0.95u	\$1.07u	17.7x	16.3x	14.6x	\$15.30u	\$17.50u	12.5%	↑
SMU.un	RS	\$2,284	Kornack	\$13.57	\$0.54	\$0.55	\$0.57	4.0%	4.1%	4.2%	4.0%	\$0.58	\$0.66	\$0.68	23.3x	20.5x	20.1x	\$12.85	\$15.25	15.7%	↔
Hôtels																					
HOT.un	RM	\$244	Woolley	\$3.21	\$0.65u	\$0.65u	\$0.65u	26.6%	26.6%	26.6%	26.6%	\$0.73u	(0.08)u	\$0.11u	3.4x	-31.4x	22.8x	\$2.90	\$3.50	23.6%	↑
Appartements																					
CAR.un	RS	\$8,581	Kornack	\$51.18	\$1.37	\$1.38	\$1.43	2.7%	2.7%	2.8%	2.7%	\$2.13	\$2.24	\$2.34	24.0x	22.8x	21.9x	\$54.64	\$60.00	22.8%	↔
BEI.un	RS	\$1,721	Kornack	\$34.81	\$1.00	\$1.00	\$1.00	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	\$2.61	\$2.77	\$2.73	13.3x	12.6x	12.7x	\$43.60	\$42.00	27.4%	↔
KMP.un	RS	\$1,830	Kornack	\$17.66	\$0.65	\$0.68	\$0.70	3.7%	3.8%	3.9%	3.9%	\$0.98	\$1.02	\$1.06	18.0x	17.4x	16.6x	\$20.75	\$21.00	26.7%	↔
IIP.un	RS	\$1,948	Kornack	\$14.07	\$0.31	\$0.32	\$0.32	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%	\$0.49	\$0.48	\$0.52	28.9x	29.6x	26.9x	\$14.40	\$15.50	11.8%	↑
ML.un	RM	\$739	Kornack	\$19.88	\$0.41	\$0.41	\$0.41	2.1%	2.1%	2.1%	2.3%	\$0.78	\$0.86	\$0.92	25.6x	23.1x	21.6x	\$19.00	\$21.00	7.7%	↔
HOM.un	RES	\$447u	Kornack	\$10.85u	\$0.50u	RES	RES	4.6%	RES	RES	RES	\$0.73u	RES	RES	14.8x	RES	RES	RES	RES	RES	RES
ERE.un	RS	\$962	Kornack	\$4.51	\$0.17	\$0.17	\$0.17	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	\$0.19	\$0.20	\$0.22	24.3x	22.6x	20.4x	\$5.21	\$5.20	28.7%	↔
International																					
INO.un	RM	\$300	Kornack	\$9.28	\$0.83	\$0.83	\$0.83	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	\$0.85	\$0.66	\$0.66	10.9x	14.1x	14.1x	\$10.85	\$10.00	15.6%	↑
Résidences pour personnes âgées																					
CSH.un	RS	\$2,137	Woolley	\$9.79	0.59	0.60	0.60	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	0.92	0.73	0.77	10.6x	13.4x	12.7x	\$11.20	\$13.50	44.0%	↔
SIA	RS	\$948	Woolley	\$13.27	0.90	0.92	0.94	6.8%	7.0%	7.1%	7.1%	1.38	1.01	1.05	9.6x	13.1x	12.7x	\$15.40	\$15.00	12.6%	↔
EXE	RM	\$595	Woolley	\$6.13	0.48	0.48	0.48	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	0.52	0.80	0.33	11.8x	7.6x	18.8x	\$7.30	\$6.50	12.7%	↓
NQu	RM	\$102u	Woolley	\$2.21u	\$0.74u	\$0.74u	\$0.74u	33.3%	33.3%	33.3%	0.0%	\$0.75u	\$0.70u	\$0.58u	3.0x	3.2x	3.8x	\$2.50u	\$2.00u	63.2%	↓
Entreposage libre-service																					
SVLV	RS	\$1,478	Woolley	\$3.92	\$0.01	\$0.01	\$0.01	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	\$0.09	\$0.12	\$0.12	44.2x	33.5x	31.5x	\$3.45	\$4.50	11.7%	↔
MHC																					
MHCu	RS	\$184u	Woolley	\$15.00u	n/a	n/a	\$0.51u	n/a	n/a	3.4%	3.4%	n/a	n/a	\$0.87u	n/a	n/a	17.3x	\$16.90u	\$18.00u	27.0%	↔
Gestion d'actifs																					
TCN	RS	\$2,607u	Woolley	\$12.52	\$0.28	\$0.28	\$0.28	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	\$0.42u	\$0.42u	\$0.44u	19.9x	19.9x	19.0x	\$13.89	\$14.00	24.9%	↔

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

u = dollars US

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

(1) Rendement combiné = rendement du cours + rendement des distributeurs futures sur une période mobile de 12 mois.

Métaux et minerais : métaux communs

Analyse sectorielle



Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

Adjoint:
Harmen Puri: 416 869-8045



Shane Nagle, CFA

Analyste
416 869-7936

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

Les actions peuvent continuer de monter dans le contexte actuel des prix

Après les vagues de confinement de l'année 2020 liées à la COVID-19, la production mondiale de cuivre tourne en grande partie à plein régime, tandis que les marchés des utilisateurs finaux restent en repli et devraient dépendre, à différents degrés, des mesures de stimulation jusqu'à ce que les campagnes de vaccination soient largement avancées. 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 à brève échéance.

Les prix du cuivre ont atteint des niveaux inégalés depuis sept ans en décembre 2020, car l'intensification de l'activité économique en Chine, les nouvelles encourageantes dans la recherche sur les vaccins, la dépréciation du dollar américain et la nette reprise des marchés de l'économie verte et du cuivre ont excité l'intérêt certain des investisseurs. Selon nous, les caractéristiques fondamentales soutiennent une trajectoire semblable à celle du super-cycle précédent qui avait été alimenté par la demande chinoise accrue tout au long du début des années 2000, car la demande à long terme est bien positionnée pour dépasser l'offre en raison de l'absence d'une réserve de projets à un stade avancé.

► Premiers choix :

- **First Quantum Minerals. (FM: TSX)** – La base d'actifs de grande qualité de la société, son profil de croissance endogène et son exposition aux prix du cuivre à long terme en font toujours un titre prisé parmi les producteurs de cuivre. FM est le plus susceptible de fournir un flux d'informations significatives au cours des 12 prochains mois avec la vente potentielle d'actifs non essentiels, qui pourrait inclure une participation minoritaire dans ses activités en Zambie ainsi que dans Ravensthorpe. Ces cessions stratégiques permettraient de réduire l'endettement ainsi que l'exposition globale de la société aux futures augmentations de coûts en Zambie. Tout nouvel éclaircissement concernant la structure des impôts/redevances à long terme au Panama et en Zambie améliorerait les perspectives de la société.
- **Capstone Mining. (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 premier semestre de 2021 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 40% et une baisse des coûts d'environ 20% d'ici 2023. En outre, avec l'annonce attendue de la vente de flux d'argent de Cozamin au 1T 2021, la société a éliminé sa dette nette et continue de faire progresser ses ententes de partenariat/financement pour libérer une croissance qui transformera la société à Santo Domingo.

- **Ressources Teck (TECK.B: TSX)** – À court terme, Teck assurera sa croissance grâce à l'optimisation de sa division de charbon après la complétion du terminal Neptune au T1 2021 et la livraison régulière de charbon (environ 20% des ventes) à la Chine, à des prix bien plus élevés que ceux du charbon cokéifiable transporté voie maritime. Avec l'avancement des travaux à QB2, qui devraient être terminés en 2023, la société fera presque doubler sa production de cuivre, augmentant ainsi son exposition au cuivre à long terme, tandis que la conjoncture actuelle est propice à l'éventuelle monétisation de plusieurs projets de cuivre non essentiels ou à un stade peu avancé auxquels est attribuée une valeur nulle ou minime.

Sélections

- *First Quantum*
- *Capstone Mining*
- *Teck Resources*

Métaux et minerais : métaux communs

Analyse sectorielle

Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

Adjoint:

Harmen Puri: 416 869-8045

Shane Nagle, CFA

Analyste
416 869-7936

Adjoints:

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

	Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	12 mois			Analyste	BPA			C/B		FTPA			C/I/T		Valeur	
						Cours 2/4	Cours Cible	Δ		(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex.1	Ex.2	Actif Net	CMAN
Production																					
Capstone Mining	CS	RS		1,147	402.5	2.85	3.35	↑	Nagle	(0.02)u	0.02u	0.36u	96.7x	7.8x	0.21u	0.17u	0.65u	12.3x	3.3x	3.73	0.8x
Copper Mountain Mining	CMMC	RM		454	191.5	2.19	3.00	↑	DeMarco	0.02c	0.26c	0.46c	8.4x	4.8x	0.20c	0.43c	0.80c	5.1x	2.7x	3.03	0.7x
Ero Copper	EROC	RM		1,684	86.8	19.41	24.00	-	Nagle	0.97u	1.37u	2.01u	10.7x	9.6x	1.54u	2.19u	2.79u	6.7x	5.2x	27.70	0.7x
First Quantum Minerals	FM	RS		15,684	689.4	22.75	28.50	-	Nagle	0.36u	(0.04)u	1.34u	n/a	16.9x	1.95u	2.64u	4.01u	6.5x	4.3x	22.48	1.0x
Hudbay Minerals	HBM	RM		2,007	261.3	7.68	11.00	-	Nagle	(0.19)u	(0.50)u	0.20u	n/a	39.3x	1.19u	0.97u	1.92u	6.0x	3.0x	7.68	1.0x
Lundin Mining	LUN	RM		8,658	733.7	11.80	13.50	-	Nagle	0.25u	0.27u	0.95u	32.4x	12.4x	0.79u	0.98u	1.96u	9.0x	4.5x	11.07	1.1x
Nexa Resources	NEXA	RM		1,683	132.4	12.71	15.00	-	Nagle	0.19u	(0.70)u	0.58u	n/a	22.1x	2.35u	1.64u	3.49u	5.8x	2.7x	28.14	0.5x
Sherritt International	S	RM		226	397.3	0.57	0.60	↑	DeMarco	(0.34)c	(0.23)c	0.02c	n/a	24.3x	0.03c	0.03c	0.11c	19.7x	5.1x	0.60	0.9x
Taseko Mines	TKO	RM		452	246.1	1.62	2.00	-	DeMarco	(0.28)c	(0.12)c	0.03c	n/a	48.3x	0.21c	0.39c	0.37c	4.2x	4.4x	2.45	0.7x
Teck Resources	TECKb	RS		12,367	531.0	23.29	28.50	-	Nagle	2.77c	0.80c	1.95c	29.0x	12.0x	6.51c	3.17c	5.41c	7.3x	4.3x	24.77	0.9x
Trevali Mining	TV	RM		156	802.6	0.20	0.25	-	Nagle	(0.03)c	(0.03)c	0.06c	n/a	3.2x	0.08c	0.01c	0.13c	13.1x	1.2x	0.58	R
Sociétés de mise en valeur																					
Adventus Mining	ADZN	RS		127	131.1	0.97	1.65	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.04	0.5x
Filo Mining	FL	RS		198	110.8	1.79	3.50	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5.35	0.3x
Nevada Copper	NOU	RM		231	1,488.3	0.16	0.20	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.43	0.4x
Josemaria Resources	JOSE	RM		204	300.6	0.68	1.30	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.79	0.4x
Trilogy Metals	TMQ	RS		370	143.0	2.59	4.00	-	Nagle	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	4.66	0.6x

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

Analyse sectorielle



Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

—

Adjoint:
Harmen Puri: 416 869-8045



Michael Parkin

Analyste
416 869-6766

—

Adjoints:
Jonathan Egilo: 416 507-8177
Rabi Nizami: 416 869-7925



Shane Nagle, CFA

Analyste
416 869-7936

—

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

Le contexte macroéconomique actuel soutient un rendement supérieur de l'or

▣ Les événements survenus dans le monde entier l'année dernière ont créé un contexte favorable à l'or.

Les répercussions économiques de la COVID-19 ont obligé les banques du monde entier à prendre des mesures draconiennes. Les taux d'intérêt ont été réduits et des mesures de soutien sans précédent ont été approuvées. Les rendements des bons du Trésor américain restent propres à un environnement de taux réels très faibles, environnement dans lequel, par le passé, l'or a offert un rendement supérieur. Bien que les campagnes de vaccination mondiales aient commencé, la Fed américaine continue de mettre tout en œuvre pour maintenir les taux d'intérêt faibles et poursuit son programme d'assouplissement quantitatif, se concentrant sur la création d'emplois par tous les moyens tout en acceptant de voir monter l'inflation.

▣ 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 :

- › **Dundee Precious Metals Inc.**
(DPM : TSX; cours cible de CA\$14.00)
- › **Endeavour Mining Corp.**
(EDV : TSX; cours cible de CA\$58.00)
- › **SSR Mining Inc.**
(SSRM : TSX; cours cible de CA\$39.00)

Sociétés de redevances :

- › **Sandstorm Gold Ltd.**
(SSL : TSX; cours cible de CA\$14.25)

Métaux et minerais : métaux précieux

Analyse sectorielle

Don DeMarco

Analyste
416 869-7572

Adjoint:

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:

Jonathan Egilo: 416 507-8177
Rabi Nizami: 416 869-7925

Symbole	Cote du Titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	12 mois			Analyste	BPA			C/B		FTPA			C/FT		Valeur Actif Net	CIVAN
					Cours 2/4	Cours Cible	Δ		(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A) Dern.Ex.	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2		
Grands producteurs (production >1 Moz)																				
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	RS	21,278	242.35	87.80	109.00	↓	Parkin	0.96u	1.85u	3.61u	37.1x	18.9x	3.64u	5.07u	5.07u	13.5x	13.5x	60.21	1.5x
Barrick Gold	ABX	RS	50,677	1,778.13	28.50	40.00	↓	Parkin	0.51u	1.10u	1.14u	20.4x	19.7x	1.81u	3.07u	3.07u	7.3x	7.3x	23.02	1.2x
Kinross Gold Corp	K	RS	11,473	1,277.67	8.98	16.00	↓	Parkin	0.31u	0.70u	0.88u	10.0x	8.0x	0.80u	1.29u	1.29u	5.4x	5.4x	14.15	0.6x
Kirkland Lake Gold Corp	KL	RS	12,921	267.01	48.39	65.00	↓	Parkin	2.74u	3.40u	3.68u	11.1x	10.2x	4.46u	4.92u	4.92u	7.7x	7.7x	34.85	1.4x
Newmont	NGT	RS	58,855	795.56	73.98	109.00	↓	Parkin	1.32u	2.50u	3.50u	23.1x	16.5x	4.31u	6.00u	6.00u	9.6x	9.6x	56.60	1.3x
Sociétés de redevances																				
Franco-Nevada Corp	FNV	RM	29,274	190.8	153.40	210.00	-	Nagle	1.82u	2.48u	2.75u	46.5x	55.8x	3.36u	4.00u	4.48u	28.8x	25.7x	74.33	2.1x
Maverix Metals Inc	MMX	RM	971	140.2	6.92	8.00	↑	Nagle	0.08u	0.08u	0.05u	n/a	133.1x	0.27u	0.26u	0.25u	26.8x	27.9x	5.16	1.3x
Osisko Gold Royalties Ltd	OR	RS	2,295	166.3	13.80	23.50	↑	Nagle	0.27u	0.31u	0.69u	n/a	20.1x	0.64u	0.72u	1.17u	19.1x	11.8x	18.10	0.8x
Royal Gold Inc	RGLD	RM	6,793	65.2	104.13u	150.00u	↓	Nagle	2.60u	2.91u	3.35u	35.8x	31.1x	4.56u	6.28u	6.10u	12.5x	12.8x	75.87	1.4x
Sandstorm Gold Ltd	SSL	RS	1,538	191.1	8.05	14.25	↓	Nagle	0.06u	0.12u	0.22u	50.4x	36.6x	0.34u	0.35u	0.44u	17.3x	13.8x	10.26	0.8x
Wheaton Precious Metals Corp	WPM	RS	22,904	449.3	50.98	85.00	↓	Nagle	0.56u	1.10u	1.47u	34.8x	34.7x	1.14u	1.70u	2.01u	22.5x	19.1x	28.12	1.8x
Producteurs intermédiaires (production >250 Koz)																				
Alamos Gold Inc	AGI	RS	4,029	391.55	10.29	14.50	↓	Parkin	0.21u	0.40u	0.54u	20.5x	15.1x	0.75u	0.95u	0.95u	8.5x	8.5x	11.45	0.9x
B2Gold	BTO	RS	6,564	1,030.4	6.37	10.25	↓	DeMarco	0.25u	0.48u	0.45u	13.4x	14.2x	0.51u	0.82u	0.77u	7.8x	8.3x	5.34	1.2x
Centerra Gold Inc	CG	RS	4,162	295.78	14.07	21.50	↑	Parkin	2.48u	2.48u	0.71u	4.5x	15.7x	1.36u	2.78u	3.58u	4.0x	3.1x	18.36	0.8x
Dundee Precious Metals	DPM	RS	1,525	181.3	8.41	14.00	↓	DeMarco	0.26u	0.99u	1.00u	8.5x	8.4x	0.62u	1.39u	1.82u	6.1x	4.6x	10.84	0.8x
Eldorado Gold Corp	ELD	RS	3,047	180.91	16.84	20.50	↓	Parkin	(0.02)u	0.99u	0.81u	17.0x	20.9x	0.93u	2.41u	2.41u	5.5x	5.5x	21.23	0.8x
Endeavour Mining	EDV	RS	4,572	163.1	28.04	58.00	↓	DeMarco	0.68u	2.14u	3.01u	13.1x	9.3x	2.68u	5.04u	5.56u	5.6x	5.0x	40.73	0.7x
Equinox Gold Corp	EQX	RM	3,798	296.0	12.83	16.00	↓	Parkin	(0.13)u	0.64u	0.98u	19.9x	13.1x	0.68u	1.23u	1.82u	10.4x	7.1x	16.12	0.8x
IMGOLD Corp	IMG	RS	2,151	473.80	4.54	6.50	↓	Parkin	(0.03)u	0.25u	0.50u	14.2x	7.1x	0.75u	0.82u	0.82u	4.4x	4.4x	8.14	0.6x
Lundin Gold Inc.	LUG	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
New Gold Inc	NGD	RS	1,575	676.05	2.33	4.25	↑	Parkin	(0.08)u	0.01u	0.20u	307.8x	11.7x	0.39u	0.39u	0.39u	4.7x	4.7x	4.10	0.6x
OceanaGold Corp	OGC	RS	1,577	703.99	2.24	3.50	↓	Parkin	0.06u	(0.10)u	0.16u	n/a	14.4x	0.33u	0.32u	0.32u	5.6x	5.6x	3.28	0.7x
Preflum Resources	PVG	RM	2,641	188.0	14.05	17.00	↓	DeMarco	0.54u	0.97u	1.05u	14.5x	13.3x	1.13u	1.76u	1.76u	8.0x	8.0x	15.29	0.9x
SSR Mining Inc	SSRM	RS	4,797	219.36	21.87	39.00	↓	Parkin	0.74u	1.53u	2.31u	11.2x	7.5x	1.59u	2.30u	2.30u	7.5x	7.5x	35.27	0.6x
Teranga Gold Corp	TGZ	AP	2,208	167.5	13.18	27.25	↓	DeMarco	0.01u	0.27u	1.56u	18.2x	8.5x	0.50u	1.65u	3.03u	8.0x	4.3x	16.04	0.8x
Yamana Gold Inc	YRI	RM	6,155	986.45	6.24	7.50	↓	Parkin	0.10u	0.30u	0.30u	16.6x	16.4x	0.51u	0.69u	0.69u	7.1x	7.1x	4.98	1.3x
Producteurs d'argent																				
First Majestic Silver Corp	FR	RM	4,451	214.9	20.71	21.50	↑	DeMarco	0.03u	0.23u	0.36u	90.9x	58.0x	0.53u	0.54u	0.77u	38.5x	26.8x	6.86	3.0x
Fortuna Silver Mines Inc	FVI	RM	1,739	184.0	9.45	13.50	↑	DeMarco	0.18u	0.16u	0.83u	60.9x	11.4x	0.45u	0.43u	1.46u	22.0x	6.5x	7.01	1.3x
Pan American Silver	PAAS	RM	8,520	210.1	40.55	55.00	↓	DeMarco	0.60u	0.93u	2.06u	43.7x	19.7x	1.60u	1.76u	3.29u	23.0x	12.3x	24.63	1.6x
Petits producteurs (production <250 Koz)																				
Argonaut Gold Inc.	AR	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Golden Star Resources	GSC	RS	525	109.6	4.79	8.00	↓	DeMarco	0.21u	0.34u	0.63u	14.1x	7.6x	0.40u	0.81u	0.82u	5.9x	5.8x	7.08	0.7x
K92 Mining Inc.	KNT	RS	1,955	218.9	8.93	12.25	-	Egilo	0.15u	0.20u	0.31u	44.4x	28.6x	0.24u	0.34u	0.40u	26.2x	22.2x	9.51	0.9x
Weddome Corp.	WDD	RS	1,270	138.4	9.18	15.00	↓	DeMarco	0.32u	0.44u	0.69u	21.1x	13.3x	0.56u	0.71u	1.13u	13.0x	8.1x	10.03	0.9x
Sociétés de mise en valeur																				
Artemis Gold Inc.	ARTG	RS	723	122.7	5.89	10.00	↑	DeMarco	0.00u	(0.07)u	(0.04)u	-	-	0.00u	(0.15)u	(0.07)u	-	-	8.48	8.48
Barsele Minerals Corp.	BME	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bluestone Resources Inc.	BSR	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Falco Resources Ltd.	FPC	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Integra Resources Corp.	ITR	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liberty Gold Corp	LGD	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
MAG Silver Corp	MAG	RS	2,103	91.2	23.06	35.00	↑	DeMarco	(0.06)u	(0.18)u	0.60u	-	38.5x	(0.04)u	(0.04)u	0.81u	-	28.4x	19.72	1.2x
Marathon Gold Corp.	MOZ	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Minera Alamos	MAI	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
O3 Mining Inc.	OIII	R	R	R	R	R	-	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Osisko Development	ODV	RS	1,033	125.6	8.22	10.75	-	DeMarco	n/a	n/a	(0.03)u	n/a	n/a	n/a	n/a	0.04u	n/a	198.9x	14.01	0.6x
Osisko Mining	OSK	R	R	R	R	R	-	DeMarco	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Pure Gold Mining Inc.	PGM	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	ER	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SilverCrest Metals	SIL	RS	1,639	128.5	12.76	17.25	↑	DeMarco	(0.22)u	(0.22)u	(0.03)u	-	-	(0.19)u	(0.21)u	(0.00)u	-	-	9.92	1.3x

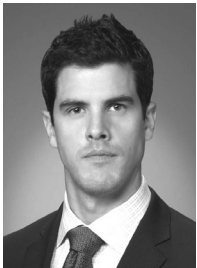
Système de notation: RS = Rendement supérieur; RM = Rendement moyen; RI = Rendement inférieur; R = Restriction; AO = Accepter offre; ER = En révision
Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

u = dollar US; c = dollars canadiens

Pétrole et gaz

Analyse sectorielle

Moyennes sociétés et services pétroliers



Dan Payne

Analyste
403 290-5441

Adjoints :

Anthony Linton : 416 507-9054
Baltej Sidhu : 403 290-5627

Grandes capitalisations



Travis Wood

Analyst
403-290-5102

Adjoints :

Logan Fisher : 403-441-0933
Andrew Nguyen : 403-290-5445

Perspectives

► Pétrole brut :

Après que les prix du pétrole ont pris un tournant positif à la suite des manchettes sur les essais réussis de vaccins début novembre, la progression des prix du brut s'est poursuivie tout au long du mois de janvier, bien qu'à un rythme plus lent. Le WTI a commencé l'année à US\$49 le baril et a continué à gagner environ 6% tout au long du mois pour finir à US\$52 le baril. Début janvier, l'Arabie saoudite a fait l'annonce surprise d'une réduction de son propre chef de la production de 1 Mb/j en février et en mars, afin de maintenir la stabilité des prix face aux mesures de confinement croissantes et à la menace de la souche mutante de COVID. Cette mesure a été partiellement compensée par l'ajout de 75 kb/j par la Russie et le Kazakhstan. Pour l'instant, les marchés pétroliers semblent suivre une trajectoire similaire à celle de la réémergence de l'activité économique en général. Les stocks restent élevés, bien qu'ils soient sur le point de rejoindre les niveaux historiques, l'offre mondiale restant déficitaire par rapport à la demande, aidée par la limitation de la production de l'OPEP+ et les investissements limités des autres producteurs. Selon la plupart des estimations, les stocks devraient revenir aux moyennes historiques vers le milieu de 2021. Toutefois, la voie vers l'équilibre entre les caractéristiques fondamentales de l'offre et de la demande reste instable. Le déploiement du vaccin progresse plus lentement que prévu et la nouvelle souche de COVID a renforcé les mesures de confinement dans certaines régions du monde, limitant ainsi la demande de pétrole. Nous restons prudemment optimistes en ce qui concerne le complexe pétrolier mondial et nous considérons le S2 2021 comme un point tournant éventuel où les prix du brut seront entièrement ramenés à des niveaux de milieu de cycle. Nos prévisions pour 2021 concernant le WTI continuent de tabler sur un prix de US\$50 le baril, ce qui correspond généralement aux prix à terme de US\$53,00 le baril.

► Gaz naturel :

L'hiver étant plus clément que d'habitude, les prix du gaz naturel ont rompu avec les précédents sommets atteints fin octobre et le sentiment reste mitigé. Cependant, l'hiver pourrait finir par se montrer, les températures ayant récemment baissé en Amérique du Nord; les prix du gaz ont récemment connu une hausse proche de leurs plus hauts niveaux depuis trois mois. Les prix au comptant sur NYMEX et l'AECO sont actuellement de US\$2,85 le kpi³ et de C\$3,00 le kpi³, respectivement. Dans l'ensemble, nous restons sensibles au complexe gazier. L'activité de forage limitée aux États-

Unis a entraîné une augmentation de l'offre d'environ 2 à 3 Gpi³/j, tandis que la consommation reste forte, grâce aux exportations de GNL qui avoisinent les 10 Gpi³/j. Ainsi, le gaz américain devrait rester sous-approvisionné d'environ 2 à 3 Gpi³/jour en 2021. Les stocks restent excédentaires d'environ 5 à 10% par rapport aux moyennes historiques, mais la plupart des analystes s'attendent à ce que les stocks atteignent un déficit d'environ 5 à 10% d'ici la fin de l'année. Dans l'Ouest canadien, le système d'évacuation s'est considérablement amélioré au cours des dernières années et le différentiel AECO-NYMEX se situe maintenant à -US\$0,70 le kpi³ par rapport aux prix à terme, soit environ 30% en dessous des moyennes historiques et du coût marginal de transport vers les autres plaques tournantes nord-américaines. Par conséquent, nous pensons qu'AECO devrait être plus résistante et dans une position structurellement plus forte que les années précédentes. Nos hypothèses de prix pour 2021 sur NYMEX et l'AECO s'élèvent à US\$2,60 le kpi³ et à C\$2,40 le kpi³, respectivement, ce qui est légèrement inférieur aux niveaux actuels des prix à terme, soit US\$2,90 le kpi³ et C\$2,70 le kpi³, respectivement.

Nous ne nous attendons pas à des changements notables dans les stratégies d'affaires des sociétés canadiennes d'exploration et de production à l'entrée dans l'année 2021. L'ère de la croissance endogène forte est maintenant bien révolue, victime des prix bas des matières premières, des contraintes d'acheminement et des pressions exercées par les actionnaires pour obtenir plus de rendements. De ce fait, nous pensons que le meilleur parti est de tirer le plus de valeur possible des actifs restants pour la redistribuer aux actionnaires.

► 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 sans précédent 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 soutien et un seuil de rentabilité parmi les plus bas du secteur. Cenovus a récemment clôturé l'acquisition de Husky pour \$10,2 milliards, 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 très confiante 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.

Pétrole et gaz

Analyse sectorielle

Dan Payne

Analyste
403 290-5441

Adjoints :

Anthony Linton : 416 507-9054
Baltej Sidhu : 403 290-5627

Travis Wood

Analyst
403-290-5102

Adjoints :

Logan Fisher : 403-441-0933
Andrew Nguyen : 403-290-5445

► **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 endogènes 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.

► **Parex Resources Inc. (PXT: TSX)** – Soutenue par une base d'actifs classique très productive et à faible taux d'épuisement, Parex devrait inscrire une année de plus de croissance entièrement financée, reverser du capital aux actionnaires par des rachats d'actions importants tout en investissant dans des options futures avec un programme de prospection comprenant des réserves qui ont crû de manière prévisible au cours de la dernière décennie. Sur notre horizon de prévision, nous nous attendons à ce que Parex dégage des FTD supérieures aux besoins d'investissements en immobilisations de croissance et de maintien et reverse une grande partie à ses actionnaires grâce à son programme de rachat d'actions (dont nous estimons qu'il concernera 10% des actions).

Sélections

► **Cenovus** ► **Tourmaline** ► **Parex**

Grandes sociétés/Intégrées	Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Actions e.c. (M)	Cours 2/4	Cap. bours. (M)	Rend. (%)	VE/FTCD			Dette nette/FT		FTPA dilués			C/FTPA		12 mois Cours		
									2018A	2019E	2020E	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2019E	2020E	Cible	Rend.	Δ
Grandes sociétés/Intégrées																					
Canadian Natural Resources	CNQ	RS		Wood	1181.1	\$31.67	\$37,404	5%	5.0x	9.7x	5.8x	4.0x	1.9x	\$8.60	\$4.45	\$7.46	7.1x	4.2x	\$41.00	35%	↓
Cenovus Energy	CVE	RS		Wood	2017.3	\$8.08	\$16,300	0%	5.0x	29.0x	5.2x	34.7x	2.3x	\$3.01	\$0.16	\$2.26	50.2x	3.6x	\$13.00	61%	↑
Ovintiv Inc. (US\$)	OVV	RS		Wood	259.8	\$18.32	\$4,760	2%	6.4x	5.6x	4.3x	4.1x	3.0x	\$11.22	\$7.13	\$9.05	2.6x	2.0x	\$20.00	11%	↑
Imperial Oil	IMO	RM		Wood	736.3	\$25.93	\$19,092	3%	8.3x	26.0x	5.3x	4.7x	0.5x	\$4.59	\$1.13	\$5.27	23.0x	4.9x	\$31.00	23%	↑
Suncor Energy	SU	RM		Wood	1556.1	\$21.97	\$34,187	4%	6.8x	10.1x	5.2x	3.9x	1.5x	\$6.93	\$2.54	\$5.21	8.8x	4.2x	\$28.00	31%	↑
Grandes cap./Cap. Moyennes																					
Advantage Oil & Gas	AAV	RS		Payne	193.4	\$2.32	\$449	0%	4.1x	5.8x	4.0x	2.4x	1.5x	\$0.83	\$0.56	\$0.85	4.2x	2.7x	\$3.00	29%	↑
ARC Resources Ltd.	ARX	RS		Wood	353.4	\$6.79	\$2,399	4%	4.3x	4.7x	4.5x	1.2x	1.0x	\$1.97	\$1.79	\$1.84	3.8x	3.7x	\$7.00	7%	↑
Baytex Energy	BTE	RM		Payne	566.5	\$0.90	\$510	0%	3.0x	7.1x	4.2x	6.1x	4.0x	\$1.62	\$0.55	\$0.75	1.6x	1.2x	\$1.00	11%	↑
Birchcliff Energy	BIR	RS		Payne	265.9	\$2.42	\$644	1%	4.1x	7.1x	3.8x	4.1x	2.0x	\$1.26	\$0.69	\$1.24	3.5x	1.9x	\$3.50	45%	↑
Crescent Point Energy Corp.	CPG	RS		Wood	530.0	\$4.03	\$2,136	0%	2.7x	4.5x	4.5x	2.6x	2.3x	\$3.35	\$1.62	\$1.52	2.5x	2.6x	\$3.75	-7%	↑
Enerplus Corporation	ERF	RS		Wood	255.6	\$4.71	\$1,204	3%	2.0x	4.1x	3.2x	1.5x	1.4x	\$3.04	\$1.60	\$2.33	2.9x	2.0x	\$7.50	62%	↑
Freehold Royalties	FRU	RS		Wood	130.7	\$5.86	\$766	4%	6.1x	10.4x	6.8x	0.1x	0.0x	\$1.00	\$0.60	\$0.85	10.7x	6.9x	\$7.50	32%	↑
Headwater Exploration	HWX	RS		Payne	199.1	\$3.14	\$625	0%	-0.3x	100.9x	9.4x	-12.4x	-0.9x	\$0.09	\$0.05	\$0.31	67.2x	10.2x	\$4.00	27%	↑
Kelt Exploration	KEL	RS		Payne	188.5	\$2.24	\$422	0%	5.6x	5.5x	6.0x	-0.6x	-0.2x	\$0.99	\$0.31	\$0.36	7.2x	6.2x	\$2.50	12%	↑
MEG Energy	MEG	RM		Wood	302.7	\$5.43	\$1,644	0%	4.6x	8.6x	8.1x	10.2x	9.0x	\$2.41	\$0.90	\$0.99	6.1x	5.5x	\$5.50	1%	↑
NuVista Energy	NVA	RM		Payne	225.7	\$1.34	\$302	0%	4.3x	4.6x	4.6x	3.9x	3.8x	\$1.18	\$0.68	\$0.72	2.0x	1.8x	\$1.25	-7%	↑
Paramount Resources	POU	RM		Payne	133.8	\$8.20	\$1,097	0%	4.9x	10.0x	4.9x	5.7x	2.2x	\$2.29	\$1.10	\$2.49	7.5x	3.3x	\$7.00	-15%	↑
Parex Resources	PXT	RS		Wood	117.9	\$21.56	\$2,542	0%	3.6x	5.9x	3.1x	-1.2x	-1.0x	\$5.02	\$2.86	\$4.99	7.5x	4.3x	\$30.00	39%	↑
Peyto Exploration & Development	PEY	RS		Wood	164.9	\$4.45	\$734	1%	5.2x	7.1x	4.6x	5.5x	3.3x	\$1.95	\$1.29	\$2.14	3.5x	2.1x	\$3.50	-20%	↑
PrairieSky Royalty	PSK	RM		Wood	223.3	\$11.39	\$2,544	2%	18.4x	18.0x	15.2x	0.3x	-0.4x	\$0.94	\$0.62	\$0.73	17.8x	15.6x	\$11.50	3%	↑
Seven Generations	VII	RS		Wood	333.3	\$7.06	\$2,353	0%	3.4x	4.5x	3.9x	2.4x	1.9x	\$3.98	\$2.50	\$2.79	2.8x	2.5x	\$9.50	36%	↑
Spartan Delta	SDE	RS		Payne	69.8	\$3.88	\$271	0%	-92.2x	7.4x	3.0x	0.3x	-0.3x	-\$0.89	\$0.53	\$1.19	0.0x	0.0x	\$6.00	56%	↑
Storm Resources	SRX	RM		Payne	121.6	\$2.48	\$301	0%	5.3x	7.4x	4.7x	2.6x	1.6x	\$0.49	\$0.43	\$0.71	0.0x	0.0x	\$3.00	21%	↑
Tamarack Valley Energy	TVE	RS		Payne	262.2	\$1.62	\$425	0%	3.0x	5.1x	3.9x	1.9x	1.3x	\$0.97	\$0.53	\$0.56	3.1x	2.9x	\$2.25	39%	↑
Torc Oil & Gas	TOG	R		R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Topaz	TPZ	RS		Payne	112.9	\$14.67	\$1,656	5%	-1.7x	15.8x	12.5x	-2.7x	-1.1x	\$11.16	\$0.99	\$1.08	14.9x	13.5x	\$17.00	21%	↑
Tourmaline Oil	TOU	RS		Payne	296.5	\$20.67	\$6,129	3%	4.9x	6.6x	4.1x	1.6x	0.8x	\$4.43	\$4.29	\$6.04	4.8x	3.4x	\$30.00	48%	↑
Vermilion Energy Inc.	VET	RM		Wood	158.3	\$6.29	\$996	0%	6.2x	5.5x	4.6x	4.3x	3.3x	\$5.82	\$3.01	\$3.42	2.1x	1.8x	\$7.00	11%	↑
Whitecap Resources	WCP	R		R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Petites capitalisations																					
Crew Energy	CR	RM		Payne	160.3	\$0.81	\$130	0%	4.1x	7.7x	4.1x	8.8x	3.8x	\$0.53	\$0.27	\$0.67	3.0x	1.2x	\$0.90	11%	↑
PetroShale	PSH	RM		Payne	187.3	\$0.18	\$34	0%	6.1x	6.5x	3.8x	7.3x	3.9x	\$0.39	\$0.25	\$0.42	0.7x	0.4x	\$0.20	11%	↑
Pipestone Energy	PIPE	RM		Payne	189.9	\$0.16	\$173	0%	32.4x	7.5x	2.8x	4.0x	1.3x	\$0.01	\$0.22	\$0.73	4.1x	1.2x	\$0.85	-7%	↑
Yunge Energy	SGY	RM		Payne	362.7	\$0.35	\$127	0%	4.0x	5.5x	4.2x	5.5x	3.4x	\$0.55	\$0.20	\$0.28	1.8x	1.2x	\$0.50	43%	↑
Yangarra Resources	YGR	RM		Payne	85.4	\$0.88	\$75	0%	3.2x	4.6x	3.1x	4.1x	2.5x	\$1.08	\$0.53	\$0.85	1.6x	1.0x	\$1.00	14%	↑

*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

Oilfield Services	Symb.	Cote du titre	Δ	Analyste	Actions e.c. (M)	Cours 2/4	Cap. bours. (M)	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette Nette / BAIIA			12 mois Cours		
								2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e	Cible	Rend.	Δ
CES Energy Solutions Corp.	CES	RM		Payne	\$ 391.22	262.6	\$1.49	\$ 167.1	\$ 90.4	25.2x	5.8x	6.4x	2.3x	3.5x	2.6x	\$1.80	21%	↑	
National Energy Services Reunited (SUS)	NESR	RS		Payne	\$ 1,065.93	89.9	\$11.86	\$ 185.9	\$ 209.6	\$245.3	7.2x	6.6x	5.3x	1.7x	1.2x	0.5x	\$12.00	1%	↑
Precision Drilling Corp.	PD	RM		Payne	\$ 409.14	13.7	\$29.81	\$ 411.4	\$ 276.8	\$230.9	25.2x	5.8x	6.4x	3.3x	3.7x	3.9x	\$30.00	1%	↑
Trican Well Services	TCW	RM		Payne	\$ 473.78	258.9	\$1.83	\$ 30.6	\$ 29.6	11.6x	21.7x	13.5x	1.3x	-0.1x	-0.6x	\$2.00	9%	↑	

Pipelines, services publics et infrastructures

Analyse sectorielle



Patrick Kenny, CFA

Analyste

403 290-5451

—

Adjoint:

Zach Warnock: 403 355-6643

Aperçu

Nous avons récemment publié nos perspectives pour 2021, qui mettent en lumière le goût insatiable du marché pour la décarbonation : il semble que le contexte macroéconomique y soit des plus favorables, puisque le secteur bénéficie de la somme faramineuse de \$120 milliards environ de flux de trésorerie disponibles (net des dividendes) à placer d'ici 2030 dans des investissements écologiques et dans le réalignement des modèles d'affaires à long terme avec des politiques énergétiques durables – tous ces éléments s'accompagnant d'une croissance par action et d'une augmentation des valorisations. L'indice S&P TSX était en baisse d'environ 0,5% en janvier, où les titres du secteur énergétique ont continué de remonter en raison de la hausse des prix des matières premières, tandis que notre indice de référence pour le secteur intermédiaire montait d'environ 5,0% et celui des services publics, d'environ 3,0%.

► Mise à jour sur les produits de base :

Malgré la constance relative des cas de COVID-19 en janvier et le lancement des campagnes de vaccination, en bute à certaines contraintes logistiques, les prix des matières premières ont continué de remonter en ce début d'année, affichant en moyenne US\$52/b environ, en hausse de près de 10% par rapport aux niveaux de décembre (~US\$47/b) et de près de 30% par rapport au prix moyen de 2020 (~US\$40/b). Notons que les prix ont continué de croître en février, le WTI se situant actuellement à environ US\$55/b, à un niveau inégalé depuis janvier 2020. Du côté du gaz, comme l'hiver commence à s'installer, le prix du gaz AECO a monté, avec une moyenne de \$2.77/kpi³, en hausse d'environ 7% par rapport à la moyenne de décembre de \$2.58/kpi³. Comme l'hiver nord-américain est bien plus doux qu'on ne s'y attendait, nous avons révisé notre estimation de prix du gaz AECO pour 2021 et le début de 2022 à \$2.40/kpi³, ce qui est conforme aux prix à terme et environ 5% au-dessus des niveaux de 2019. En ce qui a trait aux perspectives de marketing, la moyenne du différentiel du pétrole lourd WCS est restée stable en janvier, à environ US\$13.50/b (~US\$13.50/b en décembre), comparativement à un différentiel d'environ US\$35/b en janvier 2020, ce qui donne à croire que les pressions se maintiennent sur les résultats du marketing de pétrole brut à court terme. Pour ce qui est des LGN, le bond des cours des liquides C3+ en janvier (en hausse d'environ 35% t/t) associé à une courbe des contrats à terme résiliente pour 2021e pousse notre estimation d'écart de fractionnement de LGN jusqu'à US\$23/b, soit environ 50% au-dessus des niveaux de 2020 (~US\$15/b).

► Mise à jour sur le transport par pipeline :

Comme le président Biden a révoqué le permis présidentiel KXL au premier jour de son mandat, malgré les meilleurs efforts de TRP pour s'associer à des groupes de Premières Nations, signer des ébauches de conventions collectives avec des syndicats américains et s'engager – récemment – à la neutralité du réseau en assurant l'électrification de KXL, nous pensons que le projet, dans les cartons depuis une dizaine d'années, sera finalement abandonné tandis que la société s'engagera dans une transition vers les énergies propres. Cependant, la perte de KXL pourrait favoriser ENB, car les expéditeurs seraient alors plus enclins à conclure des engagements à long terme sur le Réseau principal. En comptant sur la Ligne 3R et sur TMX et en excluant KXL, nous tablons sur des capacités excédentaires de transport par pipeline d'environ 0,5 Mb/j disponibles comme marge de croissance pour les producteurs, avec une assurance d'accès au marché en 2023.

La construction du tronçon américain du projet de remplacement de la Ligne 3 (+270,000 b/j en comptant Southern Access Expansion) est bien engagée depuis l'émission de tous les permis d'État et fédéraux en cours à la fin de 2020, mais aussi depuis que la Cour d'appel du Minnesota a récemment rejeté la motion de suspension d'émission du permis de construire de la Commission des services publics du Minnesota (MPUC) déposée par des opposants au projet, et nous notons qu'ENB est en bonne voie pour respecter la date d'entrée en service au T4 2021. Nous pensons que la société présentera une nouvelle estimation des coûts (actuellement de US\$3.4 milliards incluant Southern Access Expansion) avec la publication de ses résultats annuels 2020 en février. Nous avons prudemment tablé sur une augmentation des coûts d'environ 20% avec la publication de nos perspectives pour 2021, mais nous maintenons notre hypothèse d'une entrée en service le 1er janvier 2022 en misant sur un délai de construction de six à neuf mois, sous réserve que les travaux progressent sans entrave. En outre, nous soulignons que la récente décision de la Cour d'appel des États-Unis de permettre à DAPL de rester en service pendant que l'Army Corps of Engineers mène son étude d'impact environnemental, qui doit durer plus de 13 mois, est positive, mais nous sommes conscients du fait que cette affaire pourrait créer un nouveau précédent juridique pour d'autres pipelines en activité dont les examens environnementaux ne sont pas conformes aux restrictions actuelles, plus sévères. Du côté de la Ligne 5, ENB a reçu le 29 janvier les premiers permis pour le projet de tunnel de la Ligne 5 (\$500 millions) du département de l'Environnement, des Grands Lacs et de l'Énergie du Michigan, qui

Pipelines, services publics et infrastructures

Analyse sectorielle

Patrick Kenny, CFA

Analyste
403 290-5451

Adjoint:
Zach Warnock: 403 355-6643

traitent des effets sur les terres humides et les terrains submergés et examinent les déversements d'agents polluants et d'eaux. Il faut maintenant attendre l'émission des permis de l'U.S. Army Corps of Engineers et de la Commission des services publics du Michigan. Pendant ce temps, la procédure judiciaire en cours dans l'État du Michigan visant l'obtention d'une injonction pour stopper les activités de la Ligne 5 a été transférée au tribunal fédéral à la demande d'ENB.

► Mise à jour – Électricité et services publics :

Nous maintenons que Fortis est la société la mieux placée pour profiter de la décarbonation aux États-Unis, tandis que le président Joe Biden cherche à tirer des lois de son programme d'infrastructures d'énergies propres. Rappelons-le, avec son programme quinquennal (de 2021 à 2025) d'investissements – récemment dévoilé – d'environ \$19,6 milliards, la société vise une réduction des émissions de gaz à effet de serre de scope 1 de 75% à l'échelle de la société d'ici 2035 par rapport aux niveaux de 2019. Le programme est largement soutenu par le plan intégré de ressources (PIR) de TEP, qui cherche à éliminer totalement la production de charbon d'ici 2032 et à ajouter environ 2,400 MW de nouvelles capacités de production d'énergie éolienne et solaire et 1,400 MW de nouveaux systèmes de stockage d'énergie, reflétant des possibilités d'affaires chiffrées à \$4 à \$6 milliards, dont environ 1/5 seulement sont comptabilisées dans le plan d'investissement de 2021-2025. En ce qui concerne Emera, la société a présenté son nouveau programme triennal (2021 à 2023) d'investissements, majoré d'autres options quantifiées à \$1,2 milliard (auparavant \$200-\$500 millions), prolongeant le TCAC de la base tarifaire de la société d'environ 8% jusqu'en 2023. Notons qu'environ 70% du programme d'immobilisations garanti vise Tampa Electric et Nova Scotia Power, avec environ 60% des dépenses totales d'investissement affectées aux améliorations de la fiabilité et à la production d'une énergie plus propre. Les autres options de \$1,2 milliard incluent le projet Atlantic Loop de grande ampleur, qui a pour objectif le développement d'un circuit d'énergies propres dans les provinces de l'Atlantique, permettant à la Nouvelle-Écosse d'abandonner le charbon avant la date proposée de 2040. Par ailleurs, soulignons que Capital Power poursuit sa transition vers les énergies propres, la société s'étant engagée à abandonner le charbon d'ici la fin de 2023 et à transformer Genesee 1&2 en unités à cycle combiné au coût de \$1,0 milliard environ. Les unités ainsi remotorisées devraient fonctionner à 30% à l'hydrogène (jusqu'à 95% avec un

investissement supplémentaire modeste de moins de \$10 millions), tandis que les coûts de la société resteront parmi les plus faibles, avec un rendement thermique d'environ 6,7, parmi les meilleurs du secteur, et des émissions d'une intensité de 0,35 tCO_{2e}/MWh. Dans l'ensemble, le projet devrait produire un TRI d'environ 14% (plus de 20% avec la dette). Cependant, son captage du carbone et sa technologie (C2CNT, transformation du carbone en nanotubes de carbone) pourront être exploités d'un point de vue commercial en 2021, avec une production d'environ 2,500 tonnes de nanotubes de carbone à vendre à l'industrie du ciment/béton – pour réduire les émissions de carbone à Genesee et le long de la chaîne de valeur de la construction.

► Titres favoris :

Dans l'ensemble, compte tenu de nos estimations pour 2022, nous prévoyons une croissance des FPER par action d'environ 8% 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. Nos titres favoris pour 2021 sont AltaGas (ALA), Capital Power (CPX), Keyera (KEY), Secure Energy (SES) et TC Énergie (TRP).

Sélections

- › AltaGas
- › Capital Power
- › Keyera
- › Secure Energy
- › TC Energy

Pipelines, services publics et infrastructures

Analyse sectorielle

Patrick Kenny, CFA

Analyste

403 290-5451

Adjoint:

Zach Warnock: 403 355-6643

	Symb.	Cote du titre	Parts		Cap. bours.	Distributions par part			Rendement des distr.		FTPA distr. Dilués			C/FT distr.		Dette/ Enc. distr. 20e	12 mois			
			e.c. (M)	Cours 02-04		est. 2020e	est. 2021e	est. 2022e	2021e	2022e	est. 2020e	est. 2021e	est. 2022e	2021e	2022e		Cible	Rend.	Δ combiné	
Pipelines et divers																				
AltaGas	ALA	RS	279.4	\$19.63	\$5,486	\$0.96	\$1.00	\$1.04	5.1%	5.3%	\$2.07	\$2.56	\$2.87	7.7x	6.8x	5.5x	24.00	22.3%	↑	27.4%
Enbridge Inc.	ENB	RS	2019.0	\$45.28	\$91,420	\$3.24	\$3.34	\$3.51	7.4%	7.7%	\$4.68	\$4.89	\$5.26	9.3x	8.6x	4.7x	52.00	14.8%	↓	22.2%
Gibson Energy	GEI	RM	149.0	\$20.97	\$3,124	\$1.36	\$1.40	\$1.40	6.7%	6.7%	\$2.02	\$2.06	\$2.16	10.2x	9.7x	3.0x	23.00	9.7%	↓	16.4%
Inter Pipeline	IPL	RM	429.2	\$13.20	\$5,665	\$0.48	\$0.48	\$0.48	3.6%	3.6%	\$1.71	\$1.48	\$1.87	8.9x	7.1x	5.1x	15.00	13.6%	↑	17.3%
Keyera	KEY	RS	221.0	\$25.75	\$5,691	\$1.92	\$1.92	\$1.92	7.5%	7.5%	\$3.27	\$2.83	\$2.78	9.1x	9.3x	3.8x	29.00	12.6%	↑	20.1%
Pembina Pipelines	PPL	RM	550.0	\$34.89	\$19,190	\$2.52	\$2.52	\$2.52	7.2%	7.2%	\$3.80	\$3.84	\$3.91	9.1x	8.9x	4.4x	38.00	8.9%	↑	16.1%
Secure Energy	SES	RS	158.6	\$2.97	\$471	\$0.03	\$0.03	\$0.03	1.0%	1.0%	\$0.44	\$0.59	\$0.69	5.0x	4.3x	1.9x	4.00	34.7%	↑	35.7%
Superior Plus	SPB	RM	176.0	\$12.50	\$2,200	\$0.72	\$0.72	\$0.72	5.8%	5.8%	\$1.31	\$1.19	\$1.37	10.5x	9.1x	3.3x	14.00	12.0%	↑	17.8%
Tidewater Midstream	TWM	RS	338.5	\$0.90	\$305	\$0.04	\$0.04	\$0.04	4.4%	4.4%	\$0.14	\$0.24	\$0.23	3.8x	3.9x	3.4x	1.25	38.9%	↑	43.3%
TC Energy Corp.	TRP	RS	978.0	\$55.23	\$54,012	\$3.24	\$3.50	\$3.71	6.3%	6.7%	\$5.72	\$5.35	\$5.92	10.3x	9.3x	5.2x	67.00	21.3%	↓	27.6%
Tervita	TEV	RM	113.4	\$3.18	\$361	\$0.00	\$0.00	\$0.00	0.0%	0.0%	\$0.45	\$0.55	\$0.71	5.8x	4.5x	3.2x	3.50	10.1%	↑	10.1%
Producteurs d'électricité et services publics																				
ATCO Ltd.	ACO	RM	114.7	\$37.75	\$4,328	\$1.74	\$1.79	\$1.81	4.8%	4.8%	\$2.12	\$2.22	\$2.14	17.0x	17.7x	4.5x	43.00	13.9%	↓	18.7%
Canadian Utilities	CU	RM	273.1	\$31.68	\$8,651	\$1.74	\$1.76	\$1.78	5.6%	5.6%	\$2.67	\$2.85	\$2.90	11.1x	10.9x	5.2x	35.00	10.5%	↓	16.0%
Capital Power	CPX	RS	107.9	\$36.92	\$3,982	\$1.99	\$2.12	\$2.25	5.7%	6.1%	\$4.94	\$5.03	\$4.74	7.3x	7.8x	4.4x	44.00	19.2%	↑	24.9%
Emera Inc.	EMA	RM	249.6	\$52.31	\$13,055	\$2.48	\$2.58	\$2.68	4.9%	5.1%	\$2.51	\$3.83	\$4.41	13.6x	11.9x	6.4x	59.00	12.8%	↓	17.7%
Fortis Inc.	FTS	RM	468.7	\$51.92	\$24,335	\$1.92	\$2.05	\$2.17	3.9%	4.2%	\$3.81	\$4.16	\$4.65	12.5x	11.2x	6.4x	60.00	15.6%	↓	19.5%
Hydro One Ltd.	H	RM	596.9	\$29.88	\$17,836	\$1.01	\$1.07	\$1.12	3.6%	3.7%	\$1.66	\$1.60	\$1.70	18.7x	17.6x	5.7x	32.00	7.1%	↑	10.7%
TransAlta	TA	RM	274.2	\$11.40	\$3,126	\$0.17	\$0.18	\$0.18	1.6%	1.6%	\$1.38	\$1.63	\$1.75	7.0x	6.5x	3.7x	13.00	14.0%	↑	15.6%

Source: Rapports des sociétés, Estimations FBN, Refinitiv

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

Santé, biotechnologie et situations spéciales

Analyse sectorielle



Endri Leno

Analyste

416 869-8047

—

Adjoints:

Eduardo Garcia Hubner: 416 869-7476

Stephen Kwai: 416 869-7571

Points saillants de janvier 2021

Nous mettons en vedette Rogers Sugar Inc. (TSX : RSI), qui annoncé des résultats peu satisfaisants au T1 2021, et publions une mise à jour des perspectives de K-Bro Linen Inc. (TSX : KBL), dont nous avons rétrogradé le titre à Rendement moyen en raison de la lente reprise du secteur de l'hébergement.

► Rogers Sugar:

RSI a publié ses résultats du T1 2021, avec un BAIIA ajusté et un BPA globalement inférieurs aux attentes (-13% / -16%) et au consensus. L'écart négatif était attribuable au segment du sucre, qui a pâti d'un retard de commandes dans le secteur industriel, des frais liés à la COVID-19 (C-19) et d'une hausse des coûts de distribution (+58% a/a), celle-ci étant due à des activités sur la côte ouest à destination de clients sur la côte est (exceptionnelles par nature). Les volumes étaient en hausse de 1% a/a en raison d'une augmentation des exportations, tant pour le sucre de consommation ordinaire que pour le sucre liquide, mais les volumes industriels ont souffert d'une baisse de la demande du secteur des services alimentaires. Les pertes dans les volumes industriels ont été rattrapées au T2 2021, et les niveaux de stocks se sont normalisés. Cependant, les activités de production de sirop d'érable ont enregistré un chiffre d'affaires et un BAIIA ajustés solides, ainsi qu'une hausse des volumes (+16% a/a) en lien avec la demande dans le contexte de la C-19. Grâce à une hausse des prix des contrats et à des gains d'efficacité, la marge BAIIA de 7.6% était supérieure à notre estimation (6.5%) un deuxième trimestre de suite après plusieurs contractions trimestrielles.

La direction a mis à jour ses prévisions pour 2021, avec une hausse des volumes de sucre (+1%), une légère augmentation du BAIIA du segment du sucre sur douze mois et une amélioration des marges dans la division du sirop d'érable (prix et gains d'efficacité), malgré un ralentissement dans la croissance des volumes. Nous maintenons notre cote Rendement moyen et notre cours cible de \$5.00, correspondant à un ratio VE/BAIIA du prochain exercice d'environ 8.5.

► K-Bro Linen:

Plusieurs organismes des secteurs du voyage et de l'hébergement (IATA, STR) prévoient que divers indicateurs du voyage et de l'hébergement ne se relèveront pas avant 2023 ou 2024, ce qui laisse présager de faibles résultats pour la division hébergement de KBL dans cette attente. Pendant ce temps, les campagnes de vaccination contre la C-19 progressent lentement, pas seulement pour des raisons de logistique ou de réglementation, mais aussi à cause de la défiance qu'elles inspirent; la vaccination de masse pourrait donc aller au-delà de l'été 2021, retardant aussi l'atteinte de l'immunité collective.

Après la publication des résultats des vaccins contre la C-19, leurs homologations et le début des campagnes de vaccination, la valorisation de KBL a fortement augmenté – le 17 janvier, l'action était en hausse de plus de 20% par rapport à novembre 2020 et l'estimation consensuelle du BAIIA a été relevée de 2%. Nous pensons aussi que les perspectives du secteur de l'hébergement devraient s'embellir, mais l'ampleur de l'amélioration dépendra de la reprise des voyages et de la cadence des campagnes de vaccination, deux points toujours incertains. De ce fait, les prévisions 2022e pour les activités d'hébergement de KBL devraient rester inférieures aux niveaux de 2019, ce qui, avec la vigueur des activités dans le secteur des soins de santé que nous avons intégrée à nos estimations, se reflète entièrement dans notre évaluation. Nos prévisions ne tiennent pas compte du potentiel de hausse lié à la progression des volumes dans les zones rurales de l'Alberta ou à des acquisitions dans le secteur de l'hébergement, le premier élément s'accompagnant probablement de concessions sur les prix et le deuxième dépendant de la reprise du secteur. Ainsi, après avoir 1) présenté nos prévisions pour 2022e (largement stables par rapport à 2019); 2) abaissé nos estimations pour 2021e (BAIIA -13%) et 3) relevé notre ratio VE/BAIIA cible de 9.5 à près de 11.0, nous obtenons un cours cible de \$40.00 (auparavant \$35.00). Vu les perspectives incertaines, nous rétrogradons la cote de KBL de Rendement supérieur à Rendement moyen.

Sélections

- › Jamieson Wellness
- › Medical Facilities

Santé, biotechnologie et situations spéciales

Analyse sectorielle

Endri Leno

Analyste

416 869-8047

Adjoints:

Eduardo Garcia Hubner: 416 869-7476

Stephen Kwai: 416 869-7571

Symb.	Cote du titre	Capitalisation boursière (M)	Actions e.c. (M)	Cours 2/4	Dernier quartier déclaré	Rendement actuel	FTDPAD			C/FTDA		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Dette Nette (M)	Dette nette/ BAIIA	Cours cible 12 mois	
							(A)	est.	est.	Ex1	Ex2	(A)	est.	est.	Ex1	Ex2				
							Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Dern. Ex.	Ex1	Ex2	Ex1	Ex2						
Santé et biotechnologie																				
Akumin	AKU.u	RM	221.06	70.2	3.15u	3/2020	0.0%	0.26u	0.10u	0.11u	30.5	27.6	75.4u	80.2u	86.8u	8.6	8.9	511.4u	5.9	3.25u
Andlauer Healthcare Group	AND	RI	1,319.38	37.6	35.09	3/2020	0.6%	0.79	0.82	1.02	43.0	34.3	70.6	78.2	85.9	18.0	16.3	88.6	1.0	36.25
CRH Medical	CRH	RS	202.95	71.5	2.84	3/2020	0.0%	0.41u	0.32u	0.46u	6.3	4.4	36.6u	26.8u	43.3u	8.1	5.0	70.1u	1.6	4.25
IMV Inc.	IMV	RM	374.38	67.1	5.58	3/2020	0.0%	(0.48)	(0.46)	(1.09)	nmf	nmf	(24.7)	(34.9)	(83.9)	nmf	nmf	0.0	nmf	7.00
Jamieson Wellness	JWEL	RS	1,405.84	39.8	35.28	3/2020	1.4%	0.96	1.15	1.24	30.8	28.4	75.9	88.0	100.0	18.0	15.8	157.0	1.6	42.75
Knight Therapeutics	GUD	RS	702.76	130.9	5.37	3/2020	0.0%	0.16	0.15	0.25	29.1	17.5	(1.2)	20.2	38.1	17.5	9.3	-	-	6.75
Medical Facilities Corp.	DR	RS	208.72	31.1	6.71	3/2020	4.2%	0.66u	1.00u	0.86u	5.0	6.0	54.9u	57.9u	54.2u	5.6	6.0	106.2u	2.4	7.75
Theratechnologies	TH	RM	325.28	93.7	3.47	3/2020	0.0%	(0.15)u	(0.12)u	0.11u	nmf	24.2	0.3u	(3.8)u	13.1u	nmf	18.1	-	-	3.75
Situations spéciales																				
K-Bro Linen	KBL	RM	382.58	10.6	36.22	3/2020	3.3%	2.04	2.23	2.51	16.2	14.4	39.5	42.7	47.8	11.4	10.1	102.3	2.1	40.00
Just Energy Group	JE	R	-	-	9.63	2/2021	-	-	R	R	R	R	-	R	R	R	R	-	R	R
Rogers Sugar	RSI	RM	557.03	103.5	5.38	1/2021	6.7%	0.37	0.42	0.43	12.8	12.5	92.3	100.4	104.7	9.1	9.0	361.5	3.5	5.00
Chemtrade Logistics Income Fund	CHE.UN	RM	622.43	92.8	6.71	3/2020	8.9%	1.27	0.80	1.01	8.4	6.6	335.6	279.8	335.1	7.4	6.0	1,402.5	4.2	5.50

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

Services financiers diversifiés

Analyse sectorielle



Jaeme Gloyn, CFA

Analyste
416 869-8042

Adjointe:
Julia Gul: 416 869-7495

Meilleurs choix en 2021

▶ Trisura Group Ltd. (TSU: TSX)

TSU est un cas de croissance rapide du chiffre d'affaires et du BPA et d'expansion significative du RCP. Notre point de vue repose sur une plateforme d'assurance de façade en plein essor aux États-Unis, qui peut se targuer de plusieurs catalyseurs (p. ex., entrée sur les marchés admis, expansion sur les marchés de l'assurance primaire, rétention accrue des primes d'assurance de façade), et des activités florissantes au Canada (croissance constante des primes, ratio combiné inférieur à 90% et RCP se rapprochant de 20%). Se négociant à moins de la moitié du ratio de son groupe de pairs, tant sur la base du ratio C/VC que sur celle du ratio C/B, nous voyons une opportunité de réévaluation massive, car TSU surpasse toutes les attentes.

Auparavant, nous évaluons TSU uniquement sur la base d'un multiplicateur de la VC (conformément à notre méthodologie pour d'autres assureurs IARD comme IFC et FFH). Cependant, nous ne considérons plus la VC comme l'approche la plus appropriée étant donné le modèle américain d'assurance de façade de TSU, à croissance rapide, à faible capitalisation et

basé sur les commissions, qui, selon nos prévisions, générera plus de la moitié du résultat net avant impôt de TSU à partir de 2021. Notre nouveau cours cible de 161\$ est désormais fondé sur une évaluation dite de la somme des parties. Nous réitérons la cote Rendement supérieur.

▶ Element Fleet Management Corp. (EFN: TSX)

EFN est le roi de la trésorerie. Au cours des cinq prochaines années, nous prévoyons une croissance constante à deux chiffres des FTD par action et un RCP en espèces se rapprochant de 20%. Cela permettra de mettre en œuvre une stratégie dynamique de remboursement de capital. Étonnamment, les actions se négocient toujours en fonction d'un rendement FTD d'environ 9% selon les estimations pour 2021, soit près du double du rendement des sociétés financières canadiennes dont les fondamentaux sont similaires (p. ex., position de défense, forte croissance endogène du chiffre d'affaires, rentabilité croissante, solide production de FTD, faible risque de crédit et barrières à l'entrée). À mesure qu'EFN exécutera sa stratégie en 2021, nous prévoyons une importante compression des rendements. Nous réitérons la cote Rendement supérieur.

Sélections

- › Trisura Group
- › Element Fleet Management

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (Md)	Actions e.c. (M)	Cours 2/4	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B FE1	FE2	VCPA			C/V C FE1	FE2	Div. %	Cours cible 12 mois	Δ
							dernier exerc.	est. FE1	est. FE2			dernier trimestre	est. FE1	est. FE2					
Financement hypothécaire																			
Equitable Group	EQB	RS	1.79	16.8	106.65	12/2019	12.29	12.16	14.89	8.8	7.2	89.25	92.47	106.06	1.2	1.0	1.4%	138.00	↑
First National Financial	FN	RM	2.72	60.0	45.44	12/2019	3.02	3.90	3.75	11.7	12.1	7.74	7.80	9.45	5.8	4.8	4.6%	46.00	↑
Sagen MI Canada	MIC	AO	3.77	86.4	43.60	12/2019	5.35	5.33	4.81	8.2	9.1	44.85	44.85	47.51	1.0	0.9	5.0%	43.50	
Home Capital Group	HCG	RS	1.61	51.8	31.02	12/2019	2.50	3.43	4.50	9.1	6.9	31.28	32.24	36.48	1.0	0.9	0.0%	42.00	↑
Timbercreek Financial	TF	RM	0.71	81.1	8.79	12/2019	0.66	0.65	0.73	13.6	12.1	8.66	8.67	8.71	1.0	1.0	7.8%	9.00	
Financement spécialisé																			
ECN Capital	ECN	RS	1.74	242.5	7.19	12/2019	0.16	0.11	0.38	52.1	14.8	2.91	2.84	2.99	2.0	1.9	1.4%	9.00	↑
Element Fleet Management	EFN	RS	5.50	438.8	12.53	12/2019	0.36	0.76	0.86	16.6	14.6	7.34	7.41	7.78	1.7	1.6	2.1%	18.00	
goeasy	GSY	RS	1.52	14.9	102.47	12/2019	5.16	7.26	8.23	14.1	12.5	27.57	30.21	36.70	3.4	2.8	1.8%	122.00	↑
Brockfield Business Partners	BBU	RS	7.18	149.6	48.02	12/2020	NA	NA	NA	NA	NA	20.63	22.46	29.98	1.7	1.2	0.7%	47.00	
Entreprises de RH																			
Morneau Shepell	MSI	RS	2.2	70.0	31.88	12/2019	0.29	0.74	0.55	43.0	57.5	9.58	9.52	9.39	3.3	3.4	2.4%	36.00	
People Corporation	PEO	AO	1.1	71.9	15.12	08/2020	0.21	0.26	0.25	59.0	59.7	2.99	3.18	3.37	4.8	4.5	0.0%	15.22	
Bourses des valeurs																			
TMX Group	X	RM	7.08	56.6	125.01	12/2019	5.31	5.84	6.15	21.4	20.3	63.76	64.28	66.90	1.9	1.9	2.2%	141.00	
Assurance																			
Intact Financial Corp.	IFC	RS	20.78	143.0	145.29	12/2019	6.05	9.17	9.29	15.8	15.6	56.22	58.85	78.27	2.5	1.9	2.3%	192.00	
Trisura Group Ltd.	TSU	RS	0.96	10.3	93.61	12/2019	0.58	3.10	4.20	30.2	22.3	26.86	27.74	32.02	3.4	2.9	0.0%	161.00	↑
Fairfax Financial Holdings	FFH	RS	11.99	26.2	457.11	12/2019	69.78	-22.29	40.94	nmf	8.7	442.17	447.95	481.48	0.8	0.7	2.8%	525.00	
Gestion d'actifs																			
Fiera Capital Corp.	FSZ	RM	1.16	103.8	11.22	12/2019	1.33	1.35	1.39	8.3	8.1	4.91	5.01	5.01	2.2	2.2	7.5%	11.50	

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

Source: Refinitiv, Rapports des sociétés, FBN

Note : Le BPA après dilution et la VCPA d'ECN, de BBU et de FFH sont en USD. Tous les autres, y compris les ratios, sont exprimés en CAD.

Services industriels diversifiés

Analyse sectorielle



Michael Storry-Robertson

Adjoint

416 507-8007

Pason Systems Corp.

► **Alors que les prochains trimestres promettent de rester difficiles pour Pason, nous observons, au-delà de 2021, une amélioration significative des résultats financiers, grâce à l'augmentation progressive attendue du nombre d'appareils de forage en service en Amérique du Nord et au fort levier d'exploitation de Pason.**

En supposant la poursuite d'une reprise graduelle des niveaux d'activité industrielle en 2021 et en 2022, nous voyons un potentiel de hausse considérable pour Pason en raison du fort levier d'exploitation inhérent au modèle d'entreprise et à la capacité sous-utilisée. Rappelons que la structure de coûts de Pason est caractérisée par des coûts fixes considérables, et nous soupçonnons que Pason est actuellement structurée pour un environnement comptant entre 500 et 600 appareils de forage aux États-Unis (50+% au-dessus du nombre actuel d'appareils de forage actifs aux États-Unis dans la partie supérieure de cette fourchette). En supposant que la reprise modélisée du nombre d'appareils de forage jusqu'en 2022 soit réaliste (ce qui se traduirait par un nombre moyen d'appareils actifs aux États-Unis se situant autour de 550 en 2022), nous pensons que Pason bénéficierait de fortes marges de BAIIA différentielles (le président et chef de la direction de Pason, Jon Faber, a souligné sa conviction que Pason pourrait absorber un chiffre d'affaires supplémentaire de \$50 à \$100 millions avec des marges de BAIIA rajusté différentielles de plus de 75% lors de la conférence téléphonique sur les résultats du T3 2020). Bien que nos prévisions préliminaires à l'égard du BAIIA de 2022, soit \$61 millions, reflètent le fait que nous nous attendons à des marges de BAIIA différentielles vigoureuses (soit une augmentation de 100+% en glissement annuel par rapport à nos prévisions pour 2021) par rapport au BAIIA obtenu par Pason dans le passé, nos prévisions restent bien en deçà des niveaux atteints en 2017-2019 (ce qui est quelque peu rassurant, car nous avons l'intention de faire preuve d'une certaine prudence étant donné la gravité du ralentissement actuel et l'incertitude supplémentaire représentée par l'impact potentiel de la hausse des cas de COVID-19 sur les prix des produits de base). **Nous estimons que Pason est bien placée pour faire face aux défis découlant du contexte macroéconomique actuel et, en ce qui concerne le cours de l'action, nous voyons (en regardant au-delà de la**

pandémie) un potentiel de hausse considérable en sus du vigoureux rendement qu'il a affiché dernièrement, ce qui nous a incités récemment à faire passer la cote à Rendement supérieur et à augmenter notre cours cible à \$10.50 (en fonction d'un ratio VC/BAIIA 2022e de 12.0).

Ag Growth International Inc.

► **Le coût prévu des travaux de remise en état découlant de l'incident de défaillance d'un silo a augmenté de \$30 millions, mais notre thèse à long terme (tout comme notre préjugé positif) reste intacte.**

Le mois dernier, Ag Growth a fait le point sur la défaillance d'un silo à céréales commercial au terminal d'exportation d'un client à North Vancouver en septembre dernier, augmentant de \$30 millions le coût prévu des travaux de remise en état découlant de l'incident. Rappelons que, parallèlement à la publication des résultats du T3 2020, Ag Growth a annoncé la constitution d'une provision de \$40 millions au troisième trimestre, représentant son estimation, pondérée par les probabilités, des coûts directs engagés, y compris le nettoyage et la remise en état des deux installations concernées. La mise à jour a mis en évidence l'intention d'Ag Growth de remplacer l'ensemble des trémies à la base des silos à céréales en question (plutôt que de remplacer des éléments de la structure existante), ce qui a ainsi augmenté l'étendue des travaux de remise en état et nécessite de l'acier supplémentaire, ainsi que des travaux de mise hors service et de construction, ce qui a fait augmenter de \$30 millions les coûts précédemment estimés. Même si, doit-on l'admettre, l'escalade des coûts de remise en état fait très mal, nous restons disposés à adopter une vision à long terme (ce qui nous convient bien étant donné l'exposition d'APN à la tendance à la hausse séculaire des volumes de production céréalière et les perspectives macroéconomiques favorables), tout en percevant la défaillance du silo comme un incident négatif, mais isolé qui n'entache ni notre thèse ni notre préjugé positif. **Au vu d'un contexte macroéconomique solide en ce début de 2021, y compris des carnets de commandes records dans l'ensemble de l'entreprise, nous maintenons notre cote Rendement supérieur et notre cours cible de \$46.00, soutenu par un ratio VE/BAIIA 2022e inchangé de 9.1, soit un escompte d'environ 2.0x par rapport à la moyenne actuelle du groupe de pairs.**

Sélections

- › [Enerflex Ltd.](#)
- › [Mullen Group](#)

Services industriels diversifiés

Analyse sectorielle

Michael Storry-Robertson

Adjoint

416 507-8007

	Symb.	Cote du titre	Δ	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 2/4	BAIIA (M)			VE/BAIIA			Dette nette BAIIA 2020e	12 mois cours		
							2019	2020e	2021e	2019	2020e	2021e		Target	Return	Δ
Ag Growth International Inc.	AFN	RS		711.02	18.7	38.00	144.3	144.3	165.2	10.1	10.6	9.0	5.7	46.00	31%	↑
Enerflex Ltd.	EFX	RS		658.24	89.7	7.34	345.7	171.7	138.9	3.1	6.1	7.1	2.3	10.00	53%	↑
Mullen Group Ltd.	MTL	RS		1057.30	96.9	10.91	202.3	195.4	209.3	7.6	7.3	6.9	1.9	13.75	38%	↑
Pason Systems Corp.	PSI	RS	↑	752.37	83.7	8.99	129.6	32.1	28.8	4.6	18.7	21.4	-4.7	10.50	26%	↑
Shawcor Ltd.	SCL	RS		315.46	70.4	4.48	136.4	29.1	100.8	5.3	20.8	6.1	9.9	6.00	49%	↑

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

Situations spéciales

Analyse sectorielle



Zachary Evershed, CFA

Analyste

514 412-0021

—

Adjoint:

Thomas Bolland : 514 871-5013

Tentative de hausse des prix du carton-caisse en cours (TSX : CAS)

À la suite de l'annonce par Packaging Corp of America (PKG : NYSE; non coté) d'une augmentation du prix du carton-caisse de US\$70 la tonne, soit une hausse de 9.1%, à compter du 1er mars 2021, Cascades, Greif Inc. (GEF : NYSE; non coté) et International Paper Company (IP : NYSE; non coté) ont suivi le mouvement, annonçant de nouvelles conditions tarifaires qui entreront également en vigueur en mars. Les augmentations de Cascades et de Greif sont de US\$60 la tonne pour le papier doublure et de US\$70 la tonne pour le papier cannelure, tandis que celles d'IP, de US\$60 la tonne pour les deux types. Bien que nous remarquions que les hausses annoncées pour le papier doublure ne soient pas aussi importantes que celle de PKG, soit US\$70 la tonne, les producteurs représentant un peu plus de 50% de la capacité nord-américaine ont maintenant annoncé qu'ils augmenteraient leurs prix, de sorte que les augmentations sont plus susceptibles d'être maintenues.

► L'inflation du coût des intrants soutient les hausses de prix annoncées :

Après un premier semestre de 2020 en dents de scie, les prix du papier cannelure se sont généralement stabilisés à l'automne avant de remonter en décembre et en janvier. De même, les prix de la pâte à papier ont augmenté en fin d'année avant les annonces d'augmentations stupéfiantes de US\$110-130 la tonne de pâte kraft blanchie de résineux de l'hémisphère nord faites par plusieurs parties en février, ce qui représente une hausse de 15% en glissement annuel si la proposition est adoptée dans son intégralité. Nous constatons également une pression à la hausse dans les modes opératoires normalisés et les coûts de transport. Les producteurs de carton-caisse recyclé et vierge peuvent donc invoquer des augmentations des coûts de production pour justifier la hausse des prix.

► Un bilan positif important à court terme, un équilibre incertain à long terme :

La hausse des prix du carton-caisse est très bénéfique pour Cascades à court terme, étant donné la sensibilité du BAIIA annuel à une variation de US\$25 la tonne des prix de référence du papier cannelure, estimée à US\$46 millions, toutes choses égales par ailleurs. Toutefois, nous pensons que cette augmentation garantit pratiquement l'annonce de capacités supplémentaires à la fois par les producteurs existants et les

nouveaux arrivés, ce qui met encore plus à l'épreuve l'équilibre offre-demande prévisionnel déjà poussé à la limite. Bien que l'année 2020 ait été marquée par une croissance de la demande de 3.4% en glissement annuel, absorbant facilement une augmentation de l'offre estimée à 0.6% (nette des fermetures), nous ne pensons pas que ce niveau de croissance des expéditions de boîtes soit durable et prévoyons une augmentation notable de la capacité supplémentaire.

► La décote par rapport aux pairs reste plus importante que les moyennes historiques :

Cascades se négocie actuellement selon un ratio VE/BAIIA 2021e de 4.6, alors que ses pairs producteurs de carton-caisse se négocient selon un ratio VE/BAIIA de 7.4 (prime de 2.8 contre un écart historique de 1-1.5). Nous notons que l'écart de valorisation est également apparent par rapport au groupe de pairs producteurs de papiers tissus, qui se négocient selon un ratio VE/BAIIA de 11.0 (prime de 6.4 par rapport à CAS contre un écart historique de 3-4). Nous ne voyons aucune raison pour laquelle Cascades ne devrait pas également tirer parti des facteurs macroéconomiques positifs dans les deux secteurs, ce qui devrait en faire une position longue attrayante dans le cadre d'une éventuelle opération sur titres pairs.

Notre cours cible de \$22.50 est basé sur une évaluation dite de la somme des parties attribuant des ratios BAIIA 2022e de 5x pour le groupe Carton-caisse, de 5,5x pour le groupe Carton plat Europe, de 7x pour le groupe Produits spécialisés et de 7,5x pour le groupe Tissu. Nous attribuons à Cascades la cote Rendement supérieur.

Sélections

- › Alaris
- › Dexterra
- › Hardwoods Distribution

Situations spéciales

Analyse sectorielle

Zachary Evershed, CFA

Analyste

514 412-0021

Adjoint:

Thomas Bolland : 514 871-5013

	Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 2/4	Dernier exerc. déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M)			VE/BAIIA		Div. %	Dette nette/ BAIIA Ex2	12 mois Cours cible	Δ
							(A)	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	(A)	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2				
							Dem. Ex.			Dem. Ex.			Dem. Ex.			Dem. Ex.				
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	RS	648.6	38.9	16.66	12/2019	0.98	0.11	1.47	156.9	11.3	101.0	84.1	102.1	10.5	8.6	7.4%	2.3	21.00	↑
Boyd Group Services Inc.	BYD	RM	4,974.9	21.5	231.69	12/2019	4.99	2.47	4.91	94.0	47.2	319.9	293.0	376.8	19.3	15.3	0.2%	1.8	230.00	
CanWel Building Materials	CWX	RS	624.9	77.9	8.02	12/2019	0.22	0.70	0.54	11.5	14.8	86.2	133.7	118.3	6.8	7.8	6.0%	2.0	8.50	↑
Cascades	CAS	RS	1,644.9	103.5	15.89	12/2019	1.02	1.82	1.98	8.7	8.0	604.0	661.2	747.8	5.2	4.6	2.0%	2.7	22.50	↑
Dexterra Group Inc.	DXT	RS	418.4	64.9	6.45	12/2019	0.07	0.35	0.33	18.3	19.3	16.5	37.2	66.6	13.9	7.1	4.7%	1.7	8.50	
GDI Integrated Facility Services	GDI	RS	968.5	22.4	43.27	12/2019	0.31	1.85	1.57	23.4	27.5	77.5	101.5	109.2	11.1	10.4	0.0%	1.7	52.00	
Hardwoods Distribution	HDI	RS	653.8	21.4	30.54	12/2019	1.48	1.99	2.08	15.3	14.7	78.9	95.5	101.3	9.2	8.6	1.3%	1.7	36.50	↑
Intertape Polymer Group Inc.	ITP	RM	1,409.4	59.7	23.59	12/2019	0.99	1.41	1.42	13.4	13.2	172.1	201.0	214.4	8.1	7.5	3.3%	2.4	27.00	
KP Tissue	KPT	RS	101.2	9.7	10.41	12/2019	0.04	1.21	0.50	8.6	20.8	145.0	204.2	189.9	5.7	6.6	6.9%	3.6	15.00	
New Look Vision Group	BCI	RS	532.4	15.7	34.00	12/2019	1.67	1.09	1.50	31.1	22.7	56.4	78.8	95.7	11.4	9.1	0.0%	3.0	45.50	
Park Lawn Corporation	PLC	RS	945.6	29.9	31.58	12/2019	0.80	1.05	1.05	30.2	29.9	53.3	74.7	81.6	15.6	14.1	1.4%	2.3	33.50	
Richelieu Hardware	RCH	RM	2,152.9	56.3	38.24	11/2020	1.50	1.66	1.81	23.1	21.1	154.5	166.4	178.5	12.1	10.9	0.7%	0.1	36.50	↑
Savaria Corporation	SIS	R	R	R	R	12/2019	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Uni-Sélect	UNS	RM	305.6	42.4	7.21	12/2019	0.73	(0.29)	0.45	-24.7	16.0	129.9	82.3	121.3	9.5	6.1	0.0%	3.3	8.50	

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

Note: Données sur ITP et UNS en USD sauf cours et cours cible. KP Tissue: données de Kruger Products L.P. (KP Tissue détient une participation de 14.7% dans Kruger Products L.P.).

Source: Rapports des sociétés, FBN, Refinitiv

Technologie

Analyse sectorielle



Richard Tse

Analyste
416 869-6690

Adjoints:

Mihir Raul: 416 869-8049
John Shao: 416 869-7938

La prudence est de mise

Depuis le début de l'année, l'indice S&P de la technologie est en hausse de 1.52%, comparativement à 0.58% pour l'indice S&P 500. Au Canada, l'indice TSX de la technologie est en hausse de 4.05%, contre 1.73% pour l'indice TSX. Comme nous l'avons indiqué dans notre récente note sur les résultats, *Hold Off into Reporting Season*, nous n'attendons pas de surprise majeure du groupe des titres que nous couvrons à mesure que sont publiés les résultats. Les estimations pour le secteur de la technologie sont nettement supérieures même aux niveaux d'avant la pandémie; les attentes sont donc élevées et le potentiel de les dépasser est faible. De ce fait, nous suggérons de faire preuve de prudence, mais de saisir les occasions qui se présentent après la publication des résultats des sociétés. Pour l'avenir, la question qui est sur toutes les lèvres à présent est de savoir ce qui nous attend pour le reste de 2021. Il pourrait sembler hasardeux d'affirmer que nos titres reproduiront en 2021 les résultats de l'année précédente, mais il faut savoir que bon nombre des thèmes propres à l'investissement dans le secteur de la technologie qui ont émergé ou se sont accélérés en 2020 se maintiendront. En même temps, nous continuons de croire que des titres traditionnels tels qu'OpenText et CGI restent fondamentalement sous-évalués. En ce qui concerne la sélection des titres, nous continuons d'accumuler de façon opportuniste des actions de certains de nos titres de croissance favoris tels que Docebo, Lightspeed, Kinaxis, Nuvei, Shopify et Real Matters et de compléter avec des titres qui font référence comme CGI et Open Text.

» Docebo

Docebo en est aux débuts de ce qui sera selon nous une croissance à long terme, avec des perspectives sur plusieurs années. Nous continuons d'apprécier ce titre pour son offre de produits originale reposant sur la technologie et sur un modèle de ventes et de marketing qui, nous le croyons, place Docebo dans une situation avantageuse pour rafler d'importantes parts de marché. Docebo se distingue par son architecture moderne, qui permet à la société de développer des applications plus progressives et de faire des acquisitions ciblées pour améliorer son offre de produits existante. Selon nous, DCBO est un titre méconnu du secteur de la technologie qui a l'envergure pour rivaliser avec les titres phares du secteur au Canada.

» Lightspeed

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. Autre élément impressionnant, la résilience de la société et sa capacité d'orienter ses clients, déjà acquis à la marque ou pas encore fidélisés, vers des produits pertinents dans le contexte sanitaire actuel. Pour l'avenir, malgré les incertitudes à court terme avec les mesures de confinement qui se succèdent, nous pensons que, si la société peut poursuivre ses activités dans les mêmes conditions que l'année dernière, une normalisation de la situation amplifiera grandement ses capacités à prospérer – c'est pourquoi nous persistons à croire que le titre recèle un formidable potentiel de hausse.

» Kinaxis

Kinaxis reste l'un de nos titres favoris. Selon nous, il possède à la fois des attributs de défense et de croissance. Nous pensons que la pandémie actuelle sera une aubaine pour Kinaxis à long terme, même si nous reconnaissons qu'à brève échéance, la situation sanitaire a nui à la société. Que cela soit évident ou non, la gestion des chaînes d'approvisionnement est une technologie et un processus cruciaux dans le contexte actuel, et nous avons entendu dire que les occasions d'affaires se multiplient, ce qui n'a rien d'étonnant vu les difficultés auxquels se heurtent les chaînes d'approvisionnement, en particulier dans les grandes entreprises. Avec de nouveaux produits comme Demand Sense, RapidValue ainsi que l'acquisition récente de Rubikloud qui ajoute l'IA/ML, Kinaxis pourra, selon nous, se démarquer encore davantage, sans parler de l'ajout d'un cycle de produits, ce qui est généralement positif pour les sociétés de logiciels d'entreprise.

» Shopify

Shopify reste selon nous la principale plateforme technologique pour le commerce électronique. La société a déclaré des ventes exceptionnelles pour le Vendredi fou et le Cyber lundi, donnant à croire qu'elle s'oriente vers un T4 record. Pour les investisseurs, nous entrevoyons 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. Ces éléments offrent le potentiel d'une augmentation significative du chiffre d'affaires à l'avenir et, compte tenu des antécédents d'exécution de la direction, nous pensons qu'il est raisonnable de tenir compte de ces facteurs potentiels dans le prix du titre.

Sélections

- » Docebo
- » Kinaxis
- » Lightspeed
- » Nuvei
- » Real Matters
- » Shopify

Technologie

Analyse sectorielle

Richard Tse

Analyste

416 869-6690

Adjoints:

Mihir Raul: 416 869-8049

John Shao: 416 869-7938

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 2/4	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			12 mois	Δ	
Absolute Software Corp.	ABST	RM	964	52.1	18.50	2020	0.24u	0.22u	0.24u	NMF	NMF	27.4u	28.7u	29.4u	22.2	21.6	(0.8u)	0%	18.00	
Altus Group Limited	AIF	RM	2,011	40.6	49.56	2019	1.46	1.82	1.91	27.3	25.9	88.1	98.7	101.9	21.0	20.3	9.5u	28%	52.00	
CGI Inc.	GIB.A	RS	26,310	261.8	100.50	2020	4.68	5.40	5.80	18.6	17.3	2426.3	2732.7	2883.4	10.3	9.8	27.7	33%	120.00	↑
Constellation Software Inc.	CSU	RM	33,771	21.2	1,593.60	2019	27.84u	36.08u	44.00u	34.8	28.5	933.0u	1,194.7u	1,303.4u	22.4	20.5	42.6u	43%	1600.00	
Docebo Inc.	DCBO	RS	2,255	32.2	70.04	2019	(0.35u)	(0.06u)	0.02u	NMF	NMF	(5.7u)	(2.5u)	(0.8u)	NMF	NMF	1.4u	0%	70.00u	
EXFO Inc.	EXFO	RM	212u	54.6	3.89u	2020	0.01u	0.28u	0.38u	14.1	10.2	18.2u	29.8u	30.9u	7.2	7.0	3.2u	10%	3.50u	
Kinaxis Inc.	KXS	RS	4,988	27.8	179.63	2019	1.36u	1.16u	1.90u	NMF	NMF	57.7u	56.8u	81.0u	65.5	45.9	9.9u	0%	250.00	
Lightspeed POS	LSPD	RS	8,699u	119.9	72.56u	2020	(0.48u)	(0.51u)	(0.52u)	NMF	NMF	(21.7u)	(29.9u)	(48.7u)	NMF	NMF	5.4u	4%	80.00u	
Maxar Technologies Ltd.	MAXR	RM	3,261u	63.4	51.43u	2019	(3.02u)	3.59u	(1.71u)	14.3	NMF	416.0u	437.0u	451.7u	12.9	12.4	15.7u	71%	56.00u	↑
mdf commerce inc.	MDF	RM	350	22.7	15.40	2020	(0.03)	(0.20)	(0.09)	NMF	NMF	8.5	6.3	6.9	49.4	45.3	4.7u	11%	16.50	↑
Nuvei Corporation	NVEI	RS	9,829	131.5	74.77	2019	(0.32u)	(0.04u)	0.89u	NMF	NMF	87.2u	157.8u	172.1u	49.1	45.1	8.8u	9%	85.00	↑
Open Text Corporation	OTEX	RS	13,404u	272.8	49.13u	2020	2.89u	3.29u	3.41u	14.9	14.4	1,148.2u	1,231.8u	1,335.6u	12.8	11.8	14.9u	51%	60.00u	↑
Pivotree Inc.	PVT	RS	295	26.6	11.10	2019	(0.03)	(0.02)	0.07	NMF	NMF	5.4	5.6	7.1	54.6	43.2	0.5	58%	14.00	
Real Matters Inc.	REAL	RS	1,613	88.5	18.23	2020	0.56u	0.81u	1.05u	17.7	13.6	72.2u	90.5u	116.9u	12.6	9.8	2.4u	0%	40.00	
Shopify Inc.	SHOP	RS	180,991u	124.9	1,448.99u	2019	0.30u	3.48u	4.68u	NMF	NMF	71.3u	364.2u	578.0u	NMF	NMF	49.5u	11%	1,400.00u	
Sierra Wireless Inc.	SWIR	RI	693u	36.4	19.03u	2019	(0.01u)	(1.16u)	(0.44u)	NMF	NMF	21.0u	(25.8u)	4.8u	NMF	135.5	9.4u	7%	15.00u	↑

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 * Couvert par John Shao

u = dollars US

Technologies propres et développement durable

Analyse sectorielle



Rupert Merer, P. Eng, CFA

Analyste
416 869-8008

Adjoints:

Hassaan Khan: 416 869-7538
Viveck Panjabi: 416 869-6763

Points saillants des sociétés

Les titres des sociétés d'infrastructures publiques dédiées à la production d'énergies renouvelables que nous couvrons ont enregistré des résultats spectaculaires pour les investisseurs ces cinq dernières années, profitant d'une croissance accrue, de politiques gouvernementales favorables, de taux d'intérêt faibles et de la pénurie récente d'investissements verts. Nous pensons qu'il existe encore un important potentiel de croissance et que les titres de notre univers continueront de croître, mais il sera probablement difficile de reproduire les performances des cinq dernières années. En outre, avec la perspective de la hausse des taux, nous favorisons les actions des sociétés qui présentent des modèles d'affaires permettant de générer une croissance progressive plus favorable aux actionnaires et des flux de trésorerie immédiats. Parmi nos titres de prédilection, choisis sur la base de notre examen des profils de risque et de rendement, figurent INE, NPI et BIP.

▶ Innergex énergie renouvelable inc.

(INE : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$32.00) :

INE compte parmi les plus importants PÉI d'énergie renouvelable du Canada, avec une capacité de production de 2,742 MW (nets). Sa capacité de production est diversifiée tant du point de vue des actifs d'énergie renouvelable (hydroélectricité environ 29%, éolien environ 57% et solaire environ 14%) que des régions (Canada environ 53%, États-Unis environ 33%, France environ 8%, Chili environ 6%). Selon nous, les activités de construction d'INE à court terme pourraient bientôt porter fruit, le projet d'énergie solaire Hillcrest de 200 MW devant entrer en service à la fin du T4 2020E, la centrale hydroélectrique au fil de l'eau Innavig de 8 MW dans le nord du Québec et le parc éolien Yonne II de 7 MW, en 2021E, et le parc éolien Griffin Trail étant récemment entré en exploitation. Pour ce qui est des projets de mise en valeur, les projets d'énergie solaire et de stockage en batterie Barbers Point et Kahana, à Hawaï, ont conclu des CAÉ tandis que le processus de sélection pour le contrat IAC est en cours pour les projets d'énergie solaire et de stockage en batterie Paeahu et Hale Kuawehi. En France, un fournisseur de batteries a été choisi pour le projet autonome de stockage en batterie Tonnerre, et les négociations sont en cours. INE cherche à équilibrer la croissance endogène (rendements initiaux habituellement faibles) avec l'acquisition d'actifs aux rendements plus élevés à court terme. Notre cours cible, qui comprend \$3 par action de croissance, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 4.5% sur les actifs en exploitation.

▶ Northland Power Inc.

(NPI : TSX; Rendement supérieur; cours cible de \$52.00) :

Northland Power détient pour 2,266 MW (nets) de capacités de production au gaz naturel et d'énergie renouvelable. La société a plusieurs projets de croissance en cours, dont un projet d'énergie solaire de 130 MW en construction au Mexique et un projet de parc éolien en mer de 626 MW (nets) à un stade avancé à Taiwan. L'acquisition d'EBSA, service public de distribution d'électricité en Colombie, a fait croître la durée moyenne des contrats de NPI grâce à des flux de trésorerie perpétuels et à une indexation de la base tarifaire sur l'inflation tout en offrant un potentiel de croissance des investissements dans la base tarifaire (avec une croissance du PIB de 3.5% et une croissance démographique rapide). Pour sa croissance, NPI vise le Japon et la Corée, marchés présentant de faibles facteurs de risque exogènes et un potentiel de parcs éoliens extracôtiers intéressant. Elle a conclu un protocole d'entente avec Shizen Energy au Japon en vue de constituer une coentreprise en parts égales et a acquis Dado Ocean en Corée pour poursuivre le développement de parcs éoliens extracôtiers. Les projets éoliens extracôtiers attirent les offres de partenariat et de fusion-acquisition, les récentes transactions valorisant les actifs avant construction entre US\$500k/MW et US\$850k/MW. Les répercussions de la COVID-19 sont minimales et, après trois trimestres solides, nous nous attendons à ce que le BAIIA ajusté et les FTD par action 2020E soient conformes aux prévisions internes de \$1.1 à \$1.2 milliard et de \$1.70 à \$2.05, respectivement. Notre cours cible, qui comprend \$9 par action de croissance, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 4.25% sur les flux de trésorerie d'exploitation.

▶ Brookfield Infrastructure Partners L.P.

(BIP : NYSE; Rendement supérieur; cours cible de US\$60.00) :

BIP est l'un des plus grands propriétaires et exploitants de réseaux d'infrastructures au monde, avec US\$51 milliards d'actifs dans quatre segments, à savoir les services publics, le transport, l'énergie et les infrastructures de données. Environ 95% de ses rentrées proviennent d'activités réglementées ou sous contrat, dont environ 75% sont indexées sur l'inflation et près de 65% ne sont pas soumis au risque de volume. BIP vise plus de \$2 milliards d'investissements de croissance par an au cours des trois à cinq prochaines années, principalement dans les infrastructures de données et énergétiques, avec un intérêt particulier pour les marchés développés; cette croissance doit être financée largement par le recyclage des fonds propres. BIP repose sur un bilan très sain (noté BBB+), avec un ratio de couverture des taux d'intérêt de plus de 20 et une échéance moyenne des dettes de huit ans, avec environ 90% de la dette à taux fixe et près de 85% sans recours. L'objectif à long terme de BIP est de dégager un rendement des fonds propres de 12% à 15% et d'offrir des distributions durables aux porteurs de parts, avec une croissance annuelle des distributions de 5% à 9%. Notre cours cible, qui comprend \$7.00 par action de croissance, est fondé sur des FTA à long terme établis par l'application d'un coût des capitaux propres de 5.5%.

Technologies propres et développement durable

Analyse sectorielle

Rupert Merer, P. Eng, CFA

Analyste

416 869-8008

Adjoints:

Hassaan Khan: 416 869-7538

Viveck Panjabi: 416 869-6763

Sélections

- › Innergex Renewable Energy Inc.
- › Northland Power Inc.
- › Brookfield Infrastructure Partners L.P.

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 02/04	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			Ventes par action				C/V	Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible				
						Dern. Ex.	Est. Ex1	Est. Ex2	C/B		Ventes par action					Ex1	Ex2	12 mois	Δ	
									Dern. Ex.	Est. Ex1	Est. Ex2	Dern. Ex.								Est. Ex1
Technologie énergétique																				
5N Plus	VNP	RS	329.8	82	4.02	12/2019	0.05u	0.08u	0.17u	61.7	30.1	2.33u	2.07u	2.28u	2.5	2.3	1.35u	0.24	4.00	↑
Algonquin Power	AQN	RS	10414.5u	601	17.34u	12/2019	0.63u	0.63u	0.65u	35.8	34.8	3.25u	2.99u	3.21u	7.5	7.0	8.67u	0.43	19.00u	↑
Atlantic Power	AT	AO	350.2u	118	2.98u	12/2019	(0.35)u	0.43u	0.43u	9.1	8.9	2.58u	2.44u	2.63u	1.6	1.5	1.02u	0.71	3.03u	↑
Ballard Power Systems	BLDP	R	9294.6u	244	38.15u	12/2019														
Boralex	BLX	RM	5101.3	103	49.41	12/2019	(0.43)	0.65	0.93	nmf	69.2	6.19	6.34	7.30	10.1	8.8	9.39	0.68	54.00	↑
Brookfield Infrastructure	BIP	RS	25165.8u	465	54.12u	12/2019	1.34u	1.41u	1.42u	50.0	49.5	8.81u	10.30u	10.66u	6.8	6.6	44.40u	0.69	60.00u	↑
Brookfield Renewable	BEP	R	29871.5u	645	46.28u	12/2019														
DIRTT Environmental Solutions	DRT	RS	191.4u	85	2.26u	12/2019	(0.05)u	(0.08)u	(0.03)u	nmf	nmf	2.87u	2.03u	2.16u	1.4	1.4	1.38u	0.00	3.00u	↑
GFL Environmental Inc.	GFL	RS	14248.9	360	39.54	12/2019	(2.46)	(1.61)	(0.34)	nmf	nmf	18.24	11.39	13.32	4.5	3.9	17.85	0.46	40.00	↑
Innergex	INE	RS	5062.0	174	29.01	12/2019	(0.25)	(0.14)	0.59	nmf	63.7	4.10	3.51	3.90	10.7	9.7	6.40	0.82	32.00	↑
Lithium Americas	LAC	RS	1839.0u	91	20.13u	12/2019	0.60u	(0.38)u	(0.21)u	nmf	nmf	0.05u	0.00u	0.00u	na	na	1.09	0.53	23.00u	↑
NanoXplore	GRA	R	129.7	140	3.91	06/2019														
Northland Power	NPI	RS	9860.6	202	48.92	12/2019	1.71	2.07	1.87	30.7	34.1	8.84	10.42	10.75	6.1	5.9	9.74	0.80	52.00	↑
Pinnacle Renewable	PL	RS	331.5	33	9.90	12/2019	(0.33)	0.06	0.38	nmf	34.3	11.37	14.96	17.28	0.9	0.7	4.59	0.71	12.50	↑
Sigma Lithium	SGMA	RS	347.2	77	4.50	12/2019	(0.07)	(0.02)	(0.06)	nmf	nmf	0.00	0.00	0.00	na	na	0.30	0.16	6.25	↑
TransAlta Renewables	RNW	RM	5777.5	266	21.72	12/2019	0.68	0.36	0.57	nmf	49.4	1.69	1.63	1.70	17.3	16.6	8.30	0.23	21.00	↑
Xebee Adsorption	XBC	RS	1100.5	108	10.22	12/2019	0.03	(0.04)	0.06	nmf	nmf	0.72	0.68	1.06	19.5	12.5	0.80	0.14	9.00	↑

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

* 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

Télécommunications et médias

Analyse sectorielle



Adam Shine, CFA

Analyste
514 879-2302

Adjoints:

Ahmed Abdullah: 514 879-2564
Luc Troiani, CFA: 416 869-6585

Thomson Reuters

► Thomson Reuters – Prête à écrire un nouveau chapitre après la clôture de la transaction Refinitiv :

Malgré la pandémie et l'arrivée d'un nouveau chef de la direction et d'un nouveau chef des finances encadrée par une planification de la relève, la direction de TRI tablait pour 2020 sur une croissance du chiffre d'affaires de 1% à 2% (croissance endogène de 0% à 1%), une marge du BAIIA ajusté de 32% et des FTD autour de US\$1.1 milliard, les trois grands segments de la société devant dégager une croissance endogène totale de 3% à 4% et une marge du BAIIA ajusté de 37% à 38%. En attendant la publication des résultats de fin d'exercice le 23 février 2021 et des prévisions pour 2021, avec une possible hausse du dividende, nous notons que la vente de Refinitiv (détenue à 55% par Blackstone et à 45% par TRI) au London Stock Exchange Group (LSEG) a été clôturée le 29 janvier 2021. TRI détient maintenant environ 15% de LSEG, touchera des dividendes et sera soumise à une période d'incessibilité courant jusqu'au 29 janvier 2023, après quoi Blackstone et TRI pourront vendre un tiers de leur participation dès le 30 janvier 2023 et le 30 janvier 2024 (l'arrangement concernant la période d'incessibilité prend fin le 29 janvier 2025). Des impôts d'environ US\$700 millions sont devenus exigibles à la clôture de la transaction (les ventes futures d'actions sont soumises à un impôt de 25%), et la société a indiqué qu'elle pourrait s'en

acquitter en vendant des actifs non essentiels; cependant, des actions LSEG pourraient également être vendues. Pendant ce temps, TRI consolide ses fondations et se concentre désormais sur un plus petit nombre de catégories de produits à plus forte croissance, dans le but d'améliorer fortement l'expérience client tout en gagnant en agilité dans le développement des produits. Ces dernières années, la direction s'est montrée confiante dans ses capacités de renouer avec un modèle de création de valeur durable, avec un objectif de croissance des revenus de 4% à 7% basée sur des gains endogènes de 3% à 5% (objectif à long terme de 4% à 6%) conjuguée à une contribution à la croissance des fusions-acquisitions de l'ordre de 1% à 2%, une expansion des marges et une croissance des FTD de 6% à 10%. Nous attendons la journée des investisseurs de TRI le 6 mars 2021 pour connaître les projets de la société visant à améliorer sa croissance endogène et à atteindre une marge du BAIIA ajusté d'au moins 35% d'ici 2023 peut-être. Les fusions-acquisitions de nature à transformer la structure de la société ne sont pas à l'ordre du jour (mais il y aura bien des acquisitions), car la direction croit qu'elle est bien positionnée avec ses secteurs d'activité actuels. TRI produit de solides FTD, qu'elle utilise pour augmenter son dividende annuel, racheter des actions (le programme de rachat d'actions actuel peut viser jusqu'à cinq millions d'actions pour maintenir le nombre total d'actions à environ 500 millions; la société a racheté 6.9 millions d'actions lors de son dernier programme, pour US\$500 millions), désendetter son bilan autant que nécessaire et réaliser des acquisitions. Aux dernières nouvelles, le ratio d'endettement se situait à 1.6, avec une cible de 2.5. Le rendement du dividende est tout juste inférieur à 2%, avec un ratio de distribution des FTD qui dépasse de peu 66% en 2020E, pour une fourchette cible de 50% à 60%. Nous avons relevé la cote de TRI le 14 janvier 2021 et rehaussé notre cours cible, qui est basé sur notre VAN 2022E.

Sélections

- [Telus](#)
- [Transcontinental](#)
- [Thomson Reuters](#)

Symb.	Cote du titre	Cap. bours. (M)	Actions e.c. (M)	Cours 2/4	Dernier exercice déclaré	BPA dilué			C/B		BAIIA (M\$)			VE/BAIIA		Valeur compt.	Ratio d'endet.	Cours cible 12 mois	Δ		
						Dernier Ex	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2	Dernier Ex	est. Ex1	est. Ex2	Ex1	Ex2						
																				Ex1	Ex2
Radiodiffusion et divertissement																					
Cineplex Inc.	CGX	RS	↑	693	63.3	10.94	12/2019	0.58	(7.64)	(2.19)	-1.4	-5.0	230.5	-160.1	50.6	NM	26.1	4.05	0.72	14.00	↑
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	RS		1,034	208.4	4.96	08/2020	0.75	0.90	0.80	5.5	6.2	505.8	535.6	504.3	4.9	4.8	4.66	0.62	6.50	↑
WildBrain Ltd.	WILD	RM		495	170.8	2.90	06/2020	(0.64)	(0.00)	0.05	NM	NM	81.8	82.3	90.4	11.8	10.3	0.46	0.84	1.80	
Spin Master	TOY	RS		2,844	102.0	27.88	12/2019	0.90	0.61	1.26	35.8	17.3	219.0	170.9	252.1	12.7	8.3	7.96	-0.34	36.50	
Stingray Digital	RAY.a	RS		544	73.0	7.46	03/2020	0.74	0.93	0.95	8.0	7.9	118.1	120.5	125.7	7.4	6.7	3.92	0.59	9.00	↑
TVA Group Inc.	TVA.b	RM		91	43.2	2.11	12/2019	0.49	0.54	0.53	3.9	4.0	72.4	68.2	64.9	1.8	1.6	6.46	0.14	2.00	
Impression et édition																					
Thomson Reuters	TRI	RS	↑	53,488	497.1	107.60	12/2019	1.29	1.80	2.02	46.7	41.5	1493.0	1950.4	2057.2	22.9	21.4	19.23	0.24	115.00	↑
Transcontinental Inc.	TCL.a	RS		1,853	87.0	21.29	10/2020	2.61	2.32	2.34	9.2	9.1	499.4	451.3	445.6	5.8	5.4	19.67	0.35	26.00	
Publicité et marketing																					
Yellow Pages	Y	RM		346	28.0	12.35	12/2019	3.44	2.23	2.25	5.5	5.5	161.3	130.0	118.0	2.5	2.3	NM	-0.05	13.00	
Télécommunications																					
BCE Inc.	BCE	RS		50,692	904.4	56.05	12/2020	3.02	3.15	3.48	17.8	16.1	9607.0	9956.5	10401.8	8.0	7.6	18.78	0.38	64.00	
Cogeco Communications Inc.	CCA	RS		5,281	47.9	110.23	08/2020	7.41	8.91	9.75	12.4	11.3	1148.7	1226.3	1278.0	6.3	5.8	56.55	0.50	126.00	↑
Quebecor Inc.	QBR.b	RS		7,816	250.5	31.20	12/2019	2.24	2.32	2.54	13.5	12.3	1879.5	1929.9	2003.2	6.9	6.5	4.34	0.83	39.00	
Rogers Communications Inc.	RCL.b	RS		29,952	504.9	59.32	12/2020	3.40	3.40	3.72	17.4	15.9	5857.0	6064.8	6365.0	7.5	7.0	18.96	0.46	70.00	
Shaw Communications	SJR.b	RS		11,563	513.0	22.54	08/2020	1.31	1.34	1.47	16.9	15.3	2391.0	2431.6	2493.0	7.0	6.6	12.02	0.47	28.00	
Telus Corp.	T	RS		34,360	1284.0	26.76	12/2019	1.45	0.96	1.10	27.9	24.3	5554.1	5514.3	5987.5	9.8	8.9	9.73	0.60	28.00	

Système de notation: RS = Rendement supérieur, RM = Rendement moyen, RI = Rendement inférieur, R = Restriction, AO = Accepter offre, ER = En révision
Source: Bloomberg, Refinitiv et Estimations FBNI

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

Transport et produits industriels

Analyse sectorielle



Cameron Doerksen, CFA

Analyste
514 879-2579

Adjoint:
Albert Matousek, MBA: 514 390-7825

Mise à jour sur le secteur aérospatial

Nous examinons les conditions actuelles du marché pour le secteur aérospatial et leurs répercussions sur les actions que nous couvrons : CAE (CAE : TSX; Rendement moyen, cours cible de \$34.00), Héroux-Devtek (HRX : TSX; Rendement supérieur, cours cible de \$17.50) et Bombardier (BBD.B : TSX; Rendement moyen, cours cible de \$0.80). Nous intégrons également à notre analyse Chorus Aviation (CHR : TSX; Rendement moyen, cours cible de \$3.60) en raison de son exposition au marché de la location d'avions.

› **La reprise des voyages en avion a calé.** La résurgence du virus et les restrictions bien plus sévères appliquées aux déplacements internationaux ont clairement nui à la reprise de la demande de billets d'avion. D'après OAG, le nombre de vols programmés dans le monde au cours de la semaine dernière est en baisse de 49,0% sur 12 mois, un écart négatif plus important que chacune des semaines précédentes. La reprise des capacités de transport aérien et de l'utilisation des aéronefs est un facteur déterminant pour la demande de formation des pilotes de ligne de CAE; il faut donc croire que l'augmentation de la demande de formation des pilotes de ligne pourrait prendre du retard. Le taux d'utilisation des avions régionaux reste également fortement déprimé (en baisse de 50% à 80% suivant le modèle d'avion), et nous ne nous attendons donc pas à un rapide rebond des activités de location d'avions régionaux pour Chorus Aviation.

› **La reprise de l'aviation d'affaires se poursuit bien.** L'activité d'aviation d'affaires était en repli de 14% à 15% en décembre, dépassant largement le rebond du secteur de l'aviation en général. Les tendances positives dans le secteur de l'aviation

d'affaires sont une bonne nouvelle pour CAE, qui tire environ 50% des revenus de son segment Aviation civile de ce sous-secteur. Nous pensons que la demande de formation de pilotes pour l'aviation d'affaires pourrait renouer avec les niveaux d'avant la pandémie d'ici la fin de l'année 2021. L'activité dans ce sous-secteur est également un indicateur avancé de la demande d'avions d'affaires. Nous tablons actuellement sur une légère hausse seulement des livraisons d'avions d'affaires pour Bombardier en 2021, mais, si les indicateurs du secteur restent positifs, nous pourrions revoir nos prévisions à la hausse.

› **Le rythme de production d'avions commerciaux a touché un creux.** Il s'agit d'un facteur déterminant pour la demande de trains d'atterrissage commerciaux de HRX et de nouveaux simulateurs pour CAE. D'après les taux de production annoncés par modèles, les livraisons combinées d'Airbus et de Boeing en 2021 seront en repli d'environ 43% par rapport au pic de 2018. Cependant, nous pensons que les rythmes de production sont en train de se stabiliser, avec une lente reprise qui pourrait commencer en 2022, car Airbus prévoit notamment d'intensifier son rythme de production d'appareils à fuselage étroit plus tard cette année. Notons que HRX tire 66% de ses revenus des programmes militaires, ce qui la place relativement à l'abri du ralentissement du secteur de l'aviation commerciale, avec un potentiel de hausse du fait de l'arrivée prévue de nouveaux contrats au cours des prochaines années.

Sélections

- › *TFI International*
- › *Exchange Income*
- › *Héroux-Devtek*

Symb.	Cote du titre	Actions	e.c. (M)	Cours 2-4	Cap. bours. (M)	Dernier exercice déclaré	BPA			FTDPAD				Cours cible					
							(A) Dernier Ex	est. Ex1	est. Ex2	C/B Ex1	C/B Ex2	(A) Denier Ex	est. Ex1	est. Ex2	C/FT Ex1	C/FT Ex2	Ratio d'endet.	12 mois	Δ
Air Canada	AC	RS	297	21.78	6,469	12/2019	-13.12	-9.96	-0.38	na	na	18.92	(5.41)	(3.77)	nmf	nmf	nmf	26.00	↓
Bombardier Inc.	BBD.b	RM	2411	0.64	1,543	12/2019	-0.60	-0.18	-0.03	na	na	-0.51	-1.25	-0.01	nmf	nmf	nmf	0.80	↑
BRP Inc.	DOO	RS	90	89.39	8,010	01/2020	3.83	5.16	5.46	17.3x	16.4x	1.59	4.01	2.78	22.3x	32.2x	145%	88.00	
CAE Inc.	CAE	RM	267	31.60	8,451	03/2020	1.34	0.41	0.96	77.0x	32.9x	(80.30)	(80.00)	(90.00)	nmf	nmf	41%	34.00	
Canadian National Rail	CNR	RM	713	133.83	95,448	12/2020	5.31	5.98	6.87	22.4x	19.5x	8.97	8.47	8.99	15.8x	14.9x	39%	137.00	↓
Canadian Pacific Rail	CP	RM	135	449.83	60,637	12/2020	17.67	20.04	22.29	22.4x	20.2x	21.65	23.47	27.45	19.2x	16.4x	57%	445.00	
Cargojet Inc.	CJT	RS	17	216.06	3,725	12/2019	0.85	-2.47	5.54	na	39.0x	(4.79)	4.76	7.35	45.4x	29.4x	73%	254.00	↓
Chorus Aviation Inc.	CHR	RM	162	3.41	552	12/2019	0.44	0.34	0.51	10.0x	6.7x	(3.37)	(1.77)	1.26	nmf	2.7x	76%	3.60	↓
Exchange Income Corporation	EIF	RS	36	37.58	1,357	12/2019	2.97	0.80	1.45	47.0x	25.9x	7.58	5.08	5.90	7.4x	6.4x	62%	42.00	↑
Héroux-Devtek Inc.	HRX	RS	36	14.17	515	03/2020	1.00	0.60	0.66	23.7x	21.5x	2.26	1.67	1.92	8.5x	7.4x	37%	17.50	
NFI Group Inc.	NFI	R	63	29.39	1,837	12/2019	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
Transat A.T. Inc.*	TRZ	R	38	4.76	180	10/2019	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R	R
TFI International Inc.	TFII	RS	91	92.32	8,397	12/2019	4.09	4.81	6.16	19.2x	15.0x	3.53	6.23	5.81	14.8x	15.9x	41%	103.00	↑

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

*sur la base du BAIIL (comprend les frais de location)

Source: Rapports des sociétés, Refinitiv, FBN

u = dollars US

Liste alphabétique des sociétés

5N Plus	VNP	64	Crescent Point Energy Corp.	CPG	49	Knight Therapeutics	GUD	55	Slate Office REIT	SOT.un	43
Absolute Software Corp.	ABST	62	Crew Energy	CR	49	KP Tissue	KPT	60	Sleep Country Canada	ZZZ	41
Advantage Oil & Gas	AAV	49	CRH Medical	CRH	55	Lassonde	LAS.a	41	SmartCentres REIT	SRU.un	43
Adventus Mining	ADZN	45	Crombie REIT	CRR.un	43	Liberty Gold Corp	LGD	47	SNC-Lavalin	SNC	53
Aecon Group	ARE	53	CT REIT	CRT.un	43	Lightspeed POS	LSPD	62	Spartan Delta	SDE	49
Ag Growth International Inc.	AFN	58	Dexterra Group Inc.	DXT	60	Lithium Americas	LAC	64	Spin Master	TOY	65
Agnico-Eagle Mines Ltd	AEM	47	DIRTT Environmental Solutions	DRT	64	Loblaw	L	41	SSR Mining Inc	SSRM	47
Air Canada	AC	66	Docebo Inc.	DCBO	62	Lundin Gold Inc.	LUG	47	Stantec Inc.	STN	53
Akumin	AKU.u	55	Dollarama	DOL	41	Lundin Mining	LUN	45	Stelco	STLC	53
Alamos Gold Inc	AGI	47	DREAM Industrial REIT	DIR.un	43	MAG Silver Corp	MAG	47	Stella-Jones	SJ	53
Alaris Equity Partners Income Trust	AD	60	DREAM Office REIT	D.un	43	Marathon Gold Corp.	MOZ	47	Stingray Digital	RAY.a	65
Algonquin Power	AGN	64	Dundee Precious Metals	DPM	47	MAV Beauty Brands	MAV	41	StorageVault Canada	SVLV	43
Alio Gold Inc.	ALO	47	ECN Capital	ECN	56	Maverix Metals Inc	MMX	47	Storm Resources	SRX	49
Alithya Group Inc.	ALYA	62	Eldorado Gold Corp	ELD	47	Maxar Technologies Ltd.	MAXR	62	Summit Industrial	SMU.un	43
Allied Properties REIT	AP.un	43	Element Fleet Management	EFN	56	mdf commerce inc.	MDF	62	Suncor Energy	SU	49
AltaGas	ALA	52	Emera Inc.	EMA	52	Medical Facilities Corp.	DR	55	Superior Plus	SPB	52
AltaGas Canada Inc.	ACI	52	Empire Company	EMPa	41	MEG Energy	MEG	49	Surge Energy	SGY	49
Altus Group Limited	AIF	62	Enbridge Inc.	ENB	52	Metro	MRU	41	Tamarack Valley Energy	TVE	49
American Hotel Income Properties	HOT.un	43	Enbridge Income Fund	ENF	52	Minera Alamos	MAI	47	Taseko Mines	TKO	45
Andlauer Healthcare Group	AND	55	Endeavour Mining	EDV	47	Minto Apartment REIT	MI.un	43	TC Energy Corp.	TRP	52
ARC Resources Ltd.	ARX	49	Enerflex Ltd.	EFX	58	Morneau Shepell	MSI	56	Teck Resources	TECKb	45
Argonaut Gold Inc.	AR	47	Enerplus Corporation	ERF	49	MTY Food Group	MTY	41	Telus Corp.	T	65
Artemis Gold Inc.	ARTG	47	Equinox Gold Corp	EQX	47	Mullen Group Ltd.	MTL	58	Teranga Gold Corp	TGZ	47
Artis REIT	AX.un	43	Equitable Group	EQB	56	NanoXplore	GRA	64	Tervita	TEV	52
ATCO Ltd.	ACO	52	ERES REIT	ERE.un	43	National Energy Services Reunited (US\$)	NESR	49	TFI International Inc.	TFII	66
Atlantic Power	AT	64	Ero Copper	ERO	45	Nevada Copper	NCU	45	Theratechnologies	TH	55
ATS Automation	ATA	53	Exchange Income Corporation	EIF	66	New Gold Inc	NGD	47	Thomson Reuters	TRI	65
AuRico Metals Inc	AMI.TO	47	EXFO Inc.	EXFO	62	New Look Vision Group	BCI	60	Tidewater Midstream	TWM	52
AutoCanada	ACQ	53	Extencare	EXE	43	Newmont	NGT	47	Timbercreek Financial	TF	56
Automotive Properties REIT	APR.un	43	Fairfax Financial Holdings	FFH	56	Nexa Resources	NEXA	45	TMX Group	X	56
B2Gold	BTO	40	Falco Resources Ltd.	FPC	47	NFI Group Inc.	NFI	66	Topaz	TPZ	49
Ballard Power Systems	BLDP	64	Fiera Capital Corp.	FSZ	56	North American Construction Group Ltd.	NOA	53	Torc Oil & Gas	TOG	49
Banque Canadienne de l'Ouest	CWB	40	Filo Mining	FIL	45	Northland Power	NPI	64	Toromont Industries Ltd.	TIH	53
Banque de Montréal	BMO	40	Financière Manuvie	MFC	40	NorthWest H.P. REIT	NWH.un	43	Tourmaline Oil	TOU	49
Banque Laurentienne	LB	40	Financière Sun Life	SLF	40	Nuvei Corporation	NVEI	62	TransAlta	TA	52
Banque Nationale	NA	40	Finning International Inc.	FTT	53	NuVista Energy	NVA	49	TransAlta Renewables	TRN	64
Banque Royale du Canada	RY	40	First Capital REIT	FCR	43	O3 Mining Inc.	OIII	47	Transat A.T. Inc.	TRZ	66
Banque Scotia	BNS	40	First Majestic Silver Corp	FR	47	OceanaGold Corp	OGC	47	Transcontinental Inc.	TCL.a	65
Banque Toronto-Dominion	TD	40	First National Financial	FN	56	Open Text Corporation	OTEX	62	Trevali Mining	TV	45
Barrick Gold	ABX	47	First Quantum Minerals	FM	45	Osisko Development	ODV	47	Trican Well Services	TCW	49
Barsele Minerals Corp.	BME	47	Flagship Communities REIT	MHCu	43	Osisko Gold Royalties Ltd	OR	47	Tricon Capital Group	TCN	43
Baytex Energy	BTE	49	Flyt Inc.	FTS	52	Osisko Mining	OSK	47	Trilogy Metals	TMQ	45
BCE Inc.	BCE	65	Fortuna Silver Mines Inc	FVI	47	Ovintiv Inc (US\$)	OVV	49	Trisura Group Ltd.	TSU	56
Birchcliff Energy	BIR	49	Franco-Nevada Corp	FNV	47	Pan American Silver	PAAS	47	TVA Group Inc.	TVA.b	65
Bird Construction Inc.	BDT	53	Freehold Royalties	FRU	49	Paramount Resources	POU	49	Uni-Sélect	UNS	60
Bluestone Resources Inc.	BSR	47	GDI Integrated Facility Services	GDI	60	Parex Resources	PXT	49	Veresen Inc.	VSN	52
Boardwalk REIT	BEI.un	43	GFL Environmental Inc.	GFL	64	Park Lawn Corporation	PLC	60	Vermilion Energy Inc.	VET	49
Bombardier Inc.	BBD.b	66	Gibson Energy	GEI	52	Parkland Fuel Corporation	PKI	41	Wesdome Corp.	WDO	47
Boralex	BLX	64	Gildan	GIL	41	Pason Systems Corp.	PSI	58	Wheaton Precious Metals Corp	WPM	47
Boyd Group Services Inc.	BYD	60	goeasys	GSY	56	Pembina Pipelines	PPL	52	Whitecap Resources	WCP	49
Brookfield Business Partners	BBU	56	Golden Star Resources	GSC	47	People Corporation	PEO	56	WildBrain Ltd.	WLD	65
Brookfield Infrastructure	BIP	64	Goodfood Market	FOOD	41	PetroShale	PSH	49	WPT Industrial REIT	WIRU-T	43
Brookfield Renewable	BEP	52	Granite REIT	GRT.un	43	Peyto Exploration & Development	PEY	49	WSP Global	WSP	53
Brookfield Renewable	BEP	64	Great-West Lifeco	GWO	40	Pinnacle Renewable	PL	64	Xebec Adsorption	XBC	64
BRP Inc.	DOO	66	H&R REIT	HR.un	43	Pipestone Energy	PIPE	49	Yamana Gold Inc	YRI	47
BSR REIT	HOM.un	43	Hardwoods Distribution	HDI	60	Pivotree Inc.	PVT	62	Yangarra Resources	YGR	49
BTB REIT	BTB.un	43	Headwater Exploration	HWX	49	PrairieSky Royalty	PSK	49	Yellow Pages	Y	65
CAE Inc.	CAE	66	Héroux-Devtek Inc.	HRX	66	Precision Drilling Corp.	PD	49			
Canadian National Rail	CNR	66	Home Capital Group	HCG	56	Premium Brands Holdings	PBH	41			
Canadian Natural Resources	CNQ	49	Hudbay Minerals	HBM	45	Pretium Resources	PVG	47			
Canadian Pacific Rail	CP	66	Hydro One Ltd.	H	52	Pure Gold Mining Inc.	PGM	47			
Canadian Tire	CTC.a	41	IAMGOLD Corp	IMG	47	Quebecor Inc.	QBR.b	65			
Canadian Utilities	CU	52	IBI Group Inc.	IBG	53	Real Matters Inc.	REAL	62			
CanWell Building Materials	CWX	60	Imperial Oil	IMO	49	Richelieu Hardware	RCH	60			
CAP REIT	CAR.un	43	IMV Inc.	IMV	55	RioCan REIT	REI.un	43			
Capital Power	CPX	52	Industrielle Alliance	IAG	40	Ritchie Bros. Auctioneers	RBA	53			
Capstone Mining	CS	45	Innergex	INE	64	Rogers Communications Inc.	RCLb	65			
Cargojet Inc.	CJT	66	Inovalis REIT	INO.un	43	Rogers Sugar	RSJ	55			
Cascades	CAS	60	Intact Financial Corp.	IFC	56	Roots Corporation	ROOT	41			
Cenovus Energy	CVE	49	Integra Resources Corp.	ITR	47	Royal Gold Inc	RGLD	47			
Centerra Gold Inc	CG	47	Inter Pipeline	IPL	52	Sabina Gold and Silver Corp.	SBB	47			
CES Energy Solutions Corp.	CES	49	InterRent REIT	IIP.un	43	Sagen MI Canada	MIC	56			
CGI Inc.	GIB.A	62	Intertape Polymer Group Inc.	ITP	60	Sandstorm Gold Ltd	SSL	47			
Chartwell Retirement Residences	CSH.un	43	Invesque	IVQu	43	Saputo	SAP	41			
Chemtrade Logistics Income Fund	CHELUN	55	Jamieson Wellness	JWEL	55	Savaria Corporation	SIS	60			
Choice Properties REIT	CHP.un	43	Josemaria Resources	JOSE	45	Secure Energy	SES	52			
Chorus Aviation Inc.	CHR	66	Just Energy Group	JE	55	Seven Generations	VII	49			
CIBC	CM	40	K92 Mining Inc.	KNT	47	Shaw Communications	SJR.b	65			
Cineplex Inc.	CGX	65	K-Bro Linen	KBL	55	Shawcor Ltd.	SCL	58			
Cogeco Communications Inc.	CCA	65	Kelt Exploration	KEL	49	Sherritt International	S	45			
Cominar REIT	CUF.un	43	Keyera	KEY	52	Shopify Inc.	SHOP	62			
Constellation Software Inc.	CSU	62	Killam Apartment REIT	KMP.un	43	Sienna Senior Living	SIA	43			
Copper Mountain Mining	CMMC	45	Kinaxis Inc.	KXS	62	Sierra Wireless Inc.	SWIR	62			
Corus Entertainment Inc.	CJR.b	65	Kinross Gold Corp	K	47	Sigma Lithium	SGMA	64			
Couche Tard	ATD.b	41	Kirkland Lake Gold Corp	KL	47	SilverCrest Metals	SIL	47			

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^{ère} 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 Binscarth 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, 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
Collingwood • 108 Hurontario Street, Collingwood, ON, L9Y 2L8 • 705-446-0255
DIx30 • 9160, boulevard Leduc, Bureau 710, Brossard, QC, J4Y 0E3 • 450-462-2552
Drumheller • 356 Centre Street, PO Box 2176, Drumheller, AB, T0J 0Y0 • 403-823-6857
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 1601, 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 • 436, boulevard Sir-Wilfrid-Laurier, Suite 100, Mont Saint-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
Oak Bay • #220 - 2186 Oak Bay Avenue, Victoria, BC, V8R 1G3 • 250-953-8400
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-Calixte, 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 1G5 • 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
Theford Mines • 222, boulevard Frontenac Ouest, bureau 107, Theford 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
Victoria - Fort • 1480 Fort Street, Victoria, BC, V8S 1Z5 • 250-475-3698
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 • 200 Waterfront Drive, Suite 400, Winnipeg, MB, R3B 3P1 • 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) 71 Fenchurch Street, 11th floor
London, England EC3M 4HD
Tel.: 44-207-680-9370
Tel.: 44-207-488-9379

New York

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

National Bank of Canada Financial Inc.

New York

65 East 55th Street, 34th Floor
New York, NY 10022
Tel.: 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

Bureau 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

États-Unis (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'assurent aucune 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.

Analyses 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 ou 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 ou ses sociétés affiliées interviennent souvent comme conseillers financiers, prêteurs, placeurs pour compte ou preneurs fermes 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 contrepartistes 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 rien 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 ou 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 au 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 ou 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 of 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 conseils, 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 SCF 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 livreraient 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.